

2020 年 08 月 04 日

把一切交给改革！

——2014 年 A 股复盘

相关研究

本期投资提示：

- **写在前面的话：**市场给了 2014-15 年的牛市太多定义：“改革牛、并购牛、水牛、杠杆牛、国家牛”...但随着时间的推移，片面记忆越来越多，全面复盘的必要性也越来越高。将牛市逻辑和具体事件对应起来是容易的，但深入思考牛市预期发酵的过程，却会发现一切都没那么理所当然。牛市预期绝不是由标志性事件一蹴而就的，看到“酝酿、催化、怀疑、确认”的过程才能更加接近历史真实。只有这样才能真正帮助我们思考当下与 2014 年的异同，进而以史为鉴，展望未来。
- 我们复盘 2014 年的线索主要有三条：稳增长从犹豫到发力、改革信心逐步发酵、增量博弈从无到有。
- **一、稳增长在 2014 年：稳增长有多犹豫，改革就有多坚定。保增长可以量力而行，但保就业必须寸土不让。最终稳增长发力，构成牛市启动的直接催化。**
- 2014 年是典型的衰退中期。李克强总理《求是》刊文直接道出了原因：若采取短期刺激，今后几年更难过。但这对 A 股的负面影响是有限的，2012 年市场已经开始反思传统经济发展方式，沪深 300 隐含 ERP 已在历史高位徘徊了近三年，经济差没有预期差。
- 犹豫稳增长有什么意义？2014 年稳增长经常被放在改革的对立面。关于改革最有力的表述，几乎都有稳增长的衬托。
- 2014 年稳增长的逻辑脉络，就是由保增长退守保就业，由 7.5%退守 7.2%的过程。当 2014Q3 实际 GDP 增长触及 7.2%的底线，宽松如约而至，直接催化 A 股加速上行。7 月 22 日 1 万亿元 PSL，9 月 18 日 5000 亿元 SLF，9 月 30 日松绑房地产限贷，11 月 21 日时隔两年再次降息。
- 2014 年稳增长力度有限，但对 A 股走牛提供了足够支撑：既反衬了“改革牛”，又支撑了“水牛”。
- **二、改革信心在 2014 年：“改革牛”绝非一蹴而就，2014 年似乎一切都在迎合每个人心中市场化改革的期待。五条件共振促成“改革牛”。**
- 十八届三中全会《决定》在 2013 年 11 月 12 日就已获通过，但 A 股“改革牛”基本确立要等到 2014 年 9 月。“改革牛”绝非一蹴而就，而是日积月累后的爆发。我们基于事件复盘总结了改革牛预期发酵的五个条件：
- (1) 从来没有什么政策能够比市场化和保护产权，更能提振微观信心。2014 年改革的核心内涵就是市场化、政府干预、放松监管。改革信心提升对于微观活力的调动是 2014-15 年“改革牛”和“并购牛”的基础。
- (2) 改革预期发酵离不开改革主题的铺垫。2014 年是区域对外开放和国企改革主题的大年，改革主题持续兑现赚钱效应，也是 A 股改革信心提升的现实基础。
- (3) 2014 年既是中国的改革大年，也是外交大年。国家领导人能够在国内外多个场合对改革进行宣讲，提升改革催化的密度和强度。
- (4) 对改革最有力的表述，几乎都是将改革和稳增长分开。例如，9 月 16 日新华网评中国降息预测，这是对中国正在大力推进改革的不信任。9-10 月是“改革牛”预期确认的窗口，也是改革和稳增长分开最鲜明的窗口。实际上，此时稳增长政策已全面铺开，只能说改革决心更胜一筹。

证券分析师

傅静涛 A0230516110001

fujt@swsresearch.com

王胜 A0230511060001

wangsheng@swsresearch.com

联系人

黄子函

(8621)23297818x转

huangzh2@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

请务必仔细阅读正文之后的各项信息披露与声明

- (5) 其他因素的共振也不可或缺。“改革牛”是 2014-15 年汇聚信心、提升风险偏好的投资故事。而稳增长加码流动性宽松，金融改革增量博弈，在“改革牛”确立前已经证实，以及 2015 年并购重组爆发支撑科技成长业绩高增，都是牛市的基础。
- 另外，2014 年券商股波澜壮阔的行情从何而来？我们认为需充分肯定 2014 年券商高强度：(1) 2014 年金融改革的重点是资本市场改革，券商最为受益。国六条 → 国九条 → 券商监管松绑，资本扩充 + 资产负债率提升的负债端逻辑确立。(2) 2014 年由于融资余额加速扩张，牛市中的正循环机制更加有力：券商基本面预期改善 → 股价上涨 → 杠杆资金加速入市 → 券商做大资本占用类业务(融资和股权质押)的资产端成长逻辑进一步夯实。(3) 券商兼具成长性、价值性和趋势性，成为了各类资金一致看好的方向。
- **三、增量博弈在 2014 年：管理层多条线推动长期资金入市是 2014 年增量博弈的独立逻辑。“杠杆牛”并非金融改革初衷，但股市加杠杆与券商业绩和股价形成正循环，成为牛市加速器。**
- 增量博弈很少能够独立存在，需要市场趋势动量的配合和其他催化的共振，但 2014 年的增量博弈是有一些独立逻辑的，集中体现在管理层多条线推动长期资金入市：(1) 鼓励险资入市与保险举牌。(2) 沪港通推进，资本市场对外开放全面加码，外资投资 A 股通道拓宽。(3) 管理层顺势为 A 股叫好，助力信心聚集。(4) 长期价值资金的入市是资金供需改善的基石，但总是平稳而克制的；尽管股市加杠杆不是金融改革的初衷，但最终杠杆资金入市与券商业绩和股价形成正循环，成为了牛市的加速器。
- 从“杠杆牛”到“国家牛”，其背后的核心问题是如何看待增量博弈这把“双刃剑”，是泡沫总有破灭的时刻，但增量博弈带来了资源向新经济方向极高效的配置，这是极有吸引力的。
- **四、辨古识今：2020 年很难成为 2014 年的完美复制，两个年份同有牛市期待，却存在六点关键不同。**
- 2020 年和 2014 年一样，都有牛市的期待。我们给出 2020-21 潜在牛市的逻辑是经济结构性复苏 + 2021 年是中国政治周期的关键年。但 2020 年很难成为 2014 年的完美复制，两个年份存在六点关键不同：
- (1) 2020 市场对于改革效果验证的苛刻程度大概率要高于 2014 年。
- (2) 2014 年宏观流动性由稳到宽，而当前宏观流动性已由宽到稳。
- (3) 股市增量博弈的路径可能不同：2020 年不受控制的“杠杆牛”再次出现的概率并不大，而居民资金通过龙头公募进入股市可能是主要路径。另外全球金融资本对 A 股的定价权更强，美元信用受损，可能提高外资配置中国资产的意愿。
- (4) 2014 年是中国政治外交的大年，也是领导人在国内外各场合密集宣讲改革的年份。
- (5) 2020 年经济基本面展望好于 2014 年，但弱周期和结构性复苏的一致预期很难被改变。复苏本身对于提升风险偏好的效果有限，我们期待的牛市应该不是一个“周期牛”，最终我们还是要回到“科技消费牛”的道路上来。
- (6) 2014-15 年最强的基本面趋势，是轻资产模式的新经济并购重组，业绩外生高增长。当前硬核科技才是基本面和政策面共振的方向，国产替代正在做实，龙头集中度提升在各行业普遍存在。如果股票市场再次被委以重任，那只能是扶植硬核科技龙头。但在此之前，推进创业板和科创板改革，创造龙头企业回归 A 股和港股的条件，可能是当下股票市场支持实体经济的重点。

目录

不一样的思考写在前面：牛市从无到有的偶然与必然 6

一、从稳增长说起：寄托于改革，最终脚踏实地 7

二、我们相信的改革：从“能落地的主题”到“改革牛” 19

1. 多点开花，持续性强，牛市仍能阶段性跑赢，2014 年是区域主题投资大年 23

2. 2014 年的国企改革：优质的政策类主题就当如此 27

3. “改革牛”缘何而起？一切都在迎合每个人心中市场化的期待 29

4. “改革牛”为什么由券商股奠基？券商就是金融改革最大的受益者 31

三、2014 年“根基深厚”的增量博弈，“杠杆牛”只是枝头最绚丽的花 34

四、辨古识今：2020 年可能很难完美复制 2014 年 39

图表目录

图 1：2014 年中国实际 GDP 增速处于下行趋势中(单位：%)	8
图 2：2014 年 5 月后，固定资产投资总体处于下行趋势中(单位：%)	8
图 3：2014 年工业增加值处于下行趋势中，7 月后 PMI 趋势性回落(单位：%) ...	9
图 4：2014 年 M1、M2 和 M1-M2 剪刀差处于下行趋势中(单位：%)	9
图 5：社融信贷 2014Q2 发力，Q3 即退坡	9
图 6：2014 年房地产销售和投资增速趋势性回落(单位：%)	12
图 7：2014 年房地产投资结构：新开工和竣工面积同比下半年拐头向下，领先指标土地购置面积同比趋势性回落(单位：%)	13
图 8：2014 年 2 月地产股第一波相对收益修复，5-9 月趋势性跑赢沪深 300	13
图 9：2014 年沪深 300 隐含 ERP 已处于高位 3 年，重返反映了传统经济发展方式不持续的反思	16
图 10：2014 年央行资产负债表规模：中国相对平稳，美国扩张放缓、欧洲央行小幅回落(2015 年再次扩张)、日本央行趋势性扩张	18
图 11：2014Q1、Q3-Q4 年创业板相对沪深 300 业绩趋势占优	21
图 12：经过 2012-13 科技结构牛市后，2014 年创业板隐含 ERP 已处于历史绝对低位	21
图 13：2014 年创业板相对收益总体调整	22
图 14：新能源汽车、自主可控、云计算和互联网金融等政策密集催化方向是 2014 年科技投资的主要落脚点	22
图 15：京津冀主题是 2013 年的最强方向之一	24
图 16：5 月新疆主题密集催化，股价脉冲式上行	24
图 17：8 月东北振兴主题在牛市中同样有弹性	24
图 18：一带一路主题几乎贯穿全年，最终随着丝路基金落地“利好出尽成利空”	25
图 19：上海自贸区主题 2014 上半年持续跑输市场，下半年因自贸区扩容出现补涨	25
图 20：国企改革主题 2014 年 6 月开始加速，10 月底相对收益达到高峰	27
图 21：2014 年 10 月下旬开始券商板块一枝独秀，为“改革牛”奠基	32
图 22：2014 年牛市开始前，券商 PB 估值处于 2010 年以来的绝对低位	32

图 23 : 2014 年底券商成为交易热度最高的方向 : 交易金额和融资交易金额占比向上脉冲	32
图 24 : 2014 年 6-12 月 IPO 批文核发家数均在 10-13 家之间.....	34
图 25 : 2014 年单周新增股票账户数高点为 89.2 万户 , 2015 年数据停止披露前为 443.5 万户	37
图 26 : 2014 年交易结算资金余额最高值为 1.23 万亿 , 而 2015 年为 3.85 万亿	38
图 27 : 2014 年融资对 A 股市场的影响趋势性上行.....	38
图 28 : 2014 年融资余额最高值为 1.02 万亿 , 而 2015 年为 2.27 万亿.....	39
图 29 : 2014 年两市成交额的最高值为 1.24 万亿 , 而 2015 年为 2.36 万亿.....	39
表 1 : 2014 年 7 月前稳增长基本停滞不前 , 7 月后随着经济增长开始挑战 7.2% 底线 , 稳增长开始加码	10
表 2 : 2014 年房地产政策经历了 “收紧 , 因城施策放松 , 全面放松” 的过程	14
表 3 : 2014 年房地产因城施策放松梳理 : 仅北京、上海、广州、深圳和三亚五城坚守限购政策	15
表 4 : 2014 年海外货币环境总体宽松	17
表 5 : 乌克兰危机是 2014 年最重要的政治事件 , 但对 A 股的影响有限.....	18
表 6 : 2014 年新兴产业并不缺乏催化剂.....	19
表 7 : 2014 年是区域主题投资的大年	26
表 8 : 2014 年国企改革是典型的优质主题 : 有顶层设计的期待 , 有各地方案的铺开 , 密集催化.....	28
表 9 : “改革牛” 2014 年 9-10 月确立 : 一切都在迎合每个人心中市场化的期待.....	30
表 10 : 2014 年金融改革的重点是资本市场改革 , 券商最为受益.....	33
表 11 : 2014 年初 IPO 治乱 , 5 月确定后续 IPO 节奏 , 全年 IPO 供给总体温和	34
表 12 : 2014 年管理层积极推动长期资金入市和券商监管放松 , 为增量博弈打下坚实基础	36

把不一样的思考写在前面：牛市从无到有的偶然与必然

不少投资者都在一线经历了 2014-15 年的牛市，对这段牛市或全面或片面的记忆，依然时不时撩拨着风险偏好。我们已经给了这段牛市太多定义：“改革牛、水牛、杠杆牛、国家牛”。我们每一次需要其中一种概念的时候，都会讨论 2014-15 年。

实际上，2014-15 年的时候，很多投资者都在“补体系”，我们资金供需的分析框架的成型、市场特征分析框架的完善都在 2015 年，我们对金融实操的理解，也在 2014 年券商改革，融资业务跨越式发展的阶段取得了明显进步。客观反思，“补体系”阶段看待问题容易以偏概全，从而形成片面的记忆。这是我们现在体系框架明显进步后，再复盘 2014 年最突出的感受。把牛市逻辑和具体事件对应起来是容易的，但深入思考牛市预期发酵的过程，却会发现一切都没那么理所当然。牛市预期绝不是由标志性事件一蹴而就的，看到“酝酿、催化、怀疑、确认”的过程才能更加接近历史真实，这也是我们复盘苦苦追寻的目标。也只有这样才能真正帮助我们思考当下与 2014 年的异同，进而以史为鉴，展望未来。

我们把不一样的思考写在前面，并提出关键问题，以此为正文展开提供线索。主要包括三大要点：

1. 市场心中的改革是什么改革？是如何演变的？改革奠基远远早于“改革牛”确立。

2013 年 11 月 12 日，十八届三中全会通过《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》，是中国改革转型具有里程碑意义的文件。从那时起，市场心中就种下了一颗“改革牛”的种子，2013 年底宏观分析师的 2014 年宏观展望中，几乎无一例外的将“市场化、TFP、改革红利”作为关键词。但这颗种子破土而出似乎用了很长时间，长成参天大树却似乎只在一瞬间之间。

尽管投资者普遍对改革充满期待，但在 2014 年大部分时间里，市场对改革的反应却是非常现实的。重读《决定》，我们可以清晰地看到，国企改革和区域对外开放的内容更加细化、更加落地的。而市场率先认可的改革正是自贸区、国企改革、一带一路，以及与资本市场息息相关的金融改革。改革从主题投资的线索转变为推动牛市的驱动力，需要特殊的时代背景、催化的积累、其他因素的共振。另外，“改革牛”由券商股上涨奠基其实本身就是一个特殊现象。不要理所当然地把改革和牛市划等号，也不要把券商脉冲式上涨和牛市起点划等号，可能是复盘 2014 年给我们的第一个提示。

2. 稳增长政策对牛市预期形成起到了什么样的作用？

“水牛”也是市场对 2014-15 年牛市的记忆，2014 年 7 月的 PSL，9 月的 SLF，11 月的降息都是催化牛市行情的关键事件。但实际上，2014 年大部分时候恰恰是稳

增长最不确定的阶段(衰退中期，是有必要稳增长宏观环境)，在房地产政策上体现的尤为明显。

犹豫有什么意义？2014 年稳增长经常被放在改革的对立面。对“改革牛”预期发酵的最有帮助的表述当中，几乎无一例外的都有稳增长的衬托。把稳增长寄托于改革，把一切交给改革，这是市场发酵改革乐观预期的重要基础。

改革是长期的曲折的，而稳增长的压力是现实的。最终稳增长发力，形成一个“改革牛”和“水牛”共振的格局。

3. 杠杆牛缘何而起？只记得枝头花开的绚丽，却忽略了必不可少的树大根深。

“杠杆牛”和“改革牛”、“水牛”一样，需要量变到质变的积累，同时增量博弈的逻辑很难独立存在，通常需要其他因素的配合。杠杆牛是枝头绚丽的花，而管理层一系列优化资金供需的努力，才是必不可少的树大根深。2014 年管理层在各条线上为 A 股准备增量资金，保险入市、沪股通落地、冲关 MSCI；当然还有券商监管松绑，鼓励券商扩充资本金，扩张资本占用类业务(两融、股权质押)。长期价值资金的入市是资金供需改善的基石，但总是平稳而克制的；尽管股市加杠杆不是金融改革的初衷，但最终杠杆资金入市与券商业绩和股价形成正循环，成为了牛市的加速器。

金融改革的初衷，或许是提高直接融资比例。而当 A 股从存量博弈到增量博弈，利用泡沫化估值的极端方式，向互联网新经济配置资源的“国家牛”预期也开始萌发，这可能也是一种“无心插柳”。

接下来，我们就分稳增长、改革信心和增量博弈三部分内容，对 2014 年进行详细复盘。

一、从稳增长说起：寄托于改革，最终脚踏实地

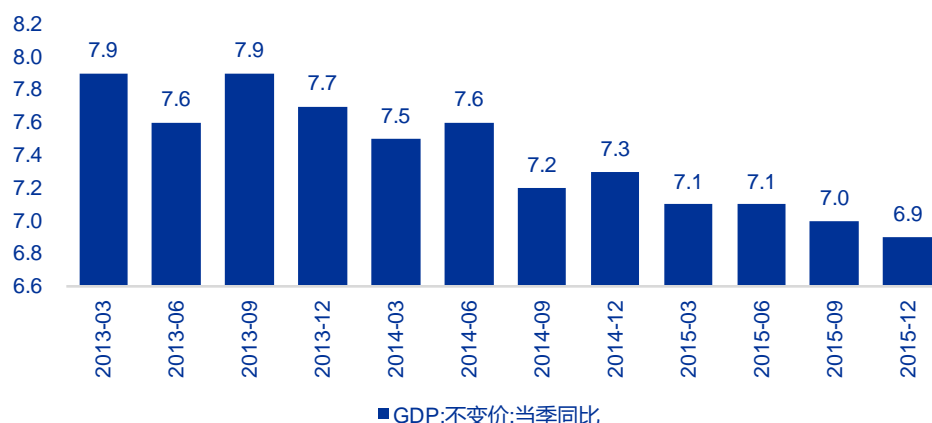
从周期定位的角度，2014 年中国经济处于衰退中期；从经济发展阶段的角度，2014 年中国经济也处于 2008 年以来增速下行趋势的中段。另一个重要背景是，2012 年以来管理层和资本市场都对传统经济强刺激的弊端进行了反思，经济转型、新经济发展、改革红利早已深入人心。

看中短期，2014 年是有必要加码稳增长的；而如果看得更长，稳增长空前犹豫也在情理之中。2014 年 5 月 1 日李克强总理《求是》刊文直接道出了原因：若采取短期刺激，今后几年更难过。

2014 年管理层的实际 GDP 增长底线是多少？实际上，2 月 17 日人民日报刊发《合理的经济增长率一定要有》就已经给出了答案：现阶段我国将城镇失业率控制在 5%左右，GDP 增速就不能低于 7.2%。但两会依然设定了 7.5%的实际上 GDP 增长目标。李克强总理如何讨论 7.5%的目标，构成观察 2014 年政策态度变化的重要线

索：4月10日博鳌亚洲论坛，李克强总理借模糊7.5%目标表达不会采取短期强刺激政策的姿态：无论经济增速比7.5%高一点，还是低一点，只要能够保证比较充分的就业，不出现较大波动，都属于在合理区间。5月8日世界经济论坛非洲峰会，李克强总理表示有信心有能力实现7.5%增长目标。6月18日英国智库演讲：正式承诺中国经济不会硬着陆，保证GDP下限不越过7.5%。这两个表述反映的是2014Q1-Q2的GDP增速仍处于7.5%以上，能够令管理层满意。10月8日李克强表示“外界总有种误解，觉得7.5%是‘底线’。但我早就说过‘7.5%左右’，就是高一点、低一点都可以，关键在于就业有没有增加，收入有没有增长”“如果说刺激，我们宁愿用改革来刺激，释放更多市场红利”，则是为了突出强调改革决心。

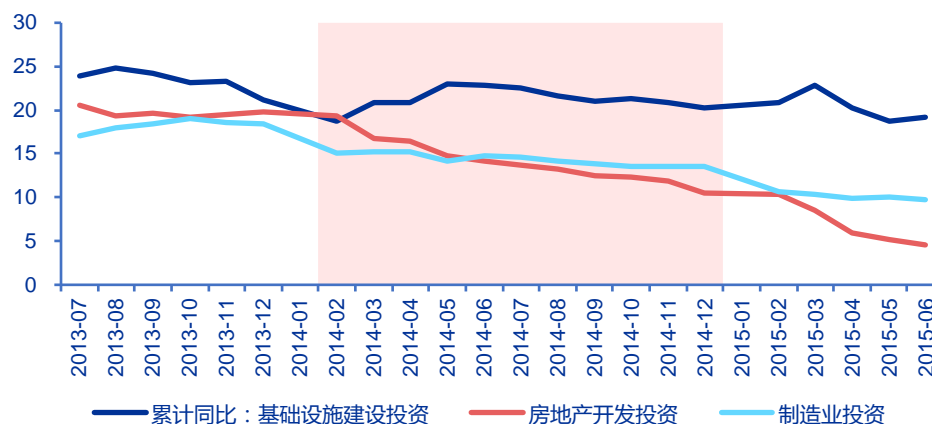
图1：2014年中国实际GDP增速处于下行趋势中(单位：%)



资料来源：Wind 申万宏源研究

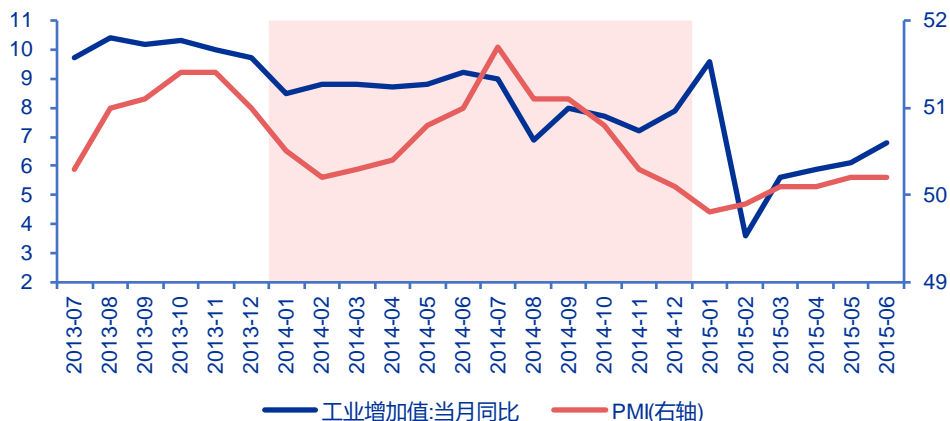
总体而言，2014年稳增长的逻辑脉络，就是由保增长退守保就业，由7.5%退守7.2%的过程。大部分时候，稳增长政策都处于停滞不前的状态，所以2014年固定资产投资和工业增加值都处于下行趋势中，社融信贷Q2发力，但Q3即出现退坡，M1、M2、以及M1-M2剪刀差总体都处于下行趋势中，稳增长从2014年7月开始发力，年内并未体现出明显效果。

图2：2014年5月后，固定资产投资总体处于下行趋势中(单位：%)



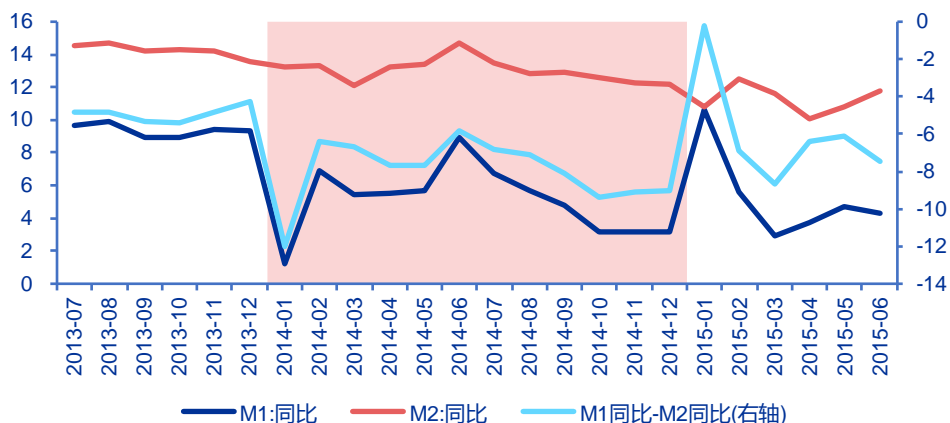
资料来源：Wind 申万宏源研究

图 3：2014 年工业增加值处于下行趋势中，7 月后 PMI 趋势性回落(单位：%)



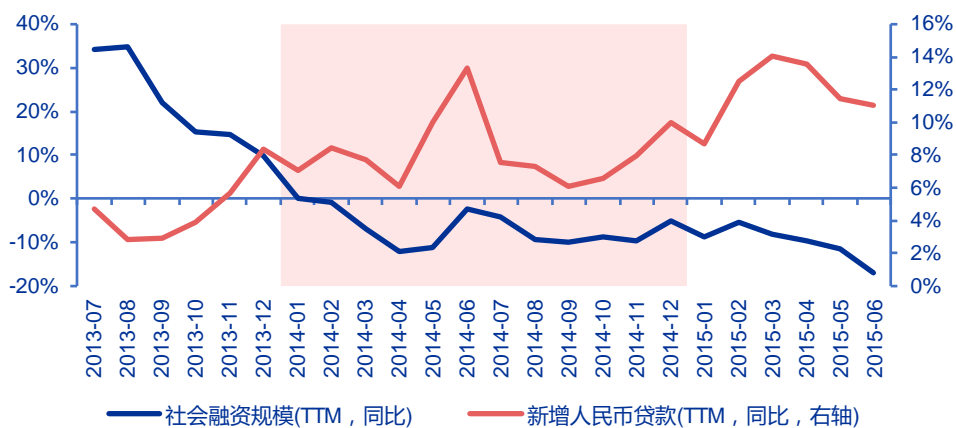
资料来源：Wind 申万宏源研究

图 4：2014 年 M1、M2 和 M1-M2 剪刀差处于下行趋势中(单位：%)



资料来源：Wind 申万宏源研究

图 5：社融信贷 2014Q2 发力，Q3 即退坡



资料来源：Wind 申万宏源研究

当三季度 PMI 开始回落，实际 GDP 增长开始挑战 7.2% 底线，稳增长加码最终脚踏实地，市场开始加速上涨的时间点，与稳增长政策加码时点基本重合，构成牛市启动的直接催化。2014 年是改革大年，在稳增长方式上充分体现创新：(1) 基建投资侧重铁路、机场、电力水利等薄弱环节。(2) PPP 模式跨越式发展，吸引社会资本，撬动社会杠杆全面推进。(3) 棚改全面加码，成为财政支出配合宽信用的用力工具。(4) 货币政策工具全面创新：4 月 16 日适当降低县域农商行存准率，启用定向降准工具支持三农。6 月 9 日再次定向降准，适用范围扩大。7 月 22 日国开行从央行获得 3 年期 1 万亿元的抵押补充贷款(PSL)，新型货币宽松正式展开，市场开始向上突破。9 月 18 日央行 5000 亿常备借贷便利(SLF)首批确认实施，宽货币预期进一步强化。创新货币政策工具的适用使得常规货币政策工具的使用时间相对靠后，11 月 21 日央行时隔两年才再次降息，且为非对称降息。

表 1：2014 年 7 月前稳增长基本停滞不前，7 月后随着经济增长开始挑战 7.2% 底线，稳增长开始加码

日期	2014 年稳增长大事记
2014/1/9	铁总召开首次工作会议：2014 年国家铁路安排固定资产投资 6300 亿元，投产新线 6600 公里以上
2014/2/17	人民日报刊发《合理的经济增长率一定要有》：现阶段我国将城镇失业率控制在 5% 左右，GDP 增速就不能低于 7.2%
2014/2/18	人民银行时隔 8 个月重启正回购，展开 480 亿元正回购操作
2014/3/5	两会政府工作报告确定 2014 年经济增长目标：GDP 为 7.5% 左右，M2 增速目标为 13% 左右
2014/3/13	1-2 月固定资产投资、工业增加值、社零、地产投资、发电量数据均低于市场最差预测，预测降准的券商增加
2014/3/19	国务院确定 55 项工作重点分工：市场理解为政策放松
2014/4/2	国常会：1. 扩大小微企业所得税优惠政策实施范围；2. 部署进一步发挥开发性金融对棚户区改造的支持作用；3. 确定深化铁路投融资体制改革、加快铁路建设的政策措施。人民日报 4 月 4 日评论：货币放水不会重现
2014/4/10	李克强(博鳌亚洲论坛)：不会采取短期强刺激政策，无论经济增速比 7.5% 高一点，还是低一点，只要能够保证比较充分的就业，不出现较大波动，都属于在合理区间
2014/4/16	国常会：适当降低县域农商行存准率，加强对三农支持。央行 4 月 22 日下调县域农村商业银行存款准备金率 2 个百分点
2014/4/23	国常会：推 80 个示范项目向社会资本开放，鼓励和吸引社会资本参与建设营运
2014/5/1	李克强《求是》刊文：若采取短期刺激，今后几年更难过
2014/5/2	2014 年铁路投资目标再上调至 8000 亿以上(年初铁总工作会议设定的目标是 6300 亿元，后增加至 7000 亿元；4 月 8 日铁总总经理盛光祖宣布增至 7200 亿元)
2014/5/3	楼继伟：当前中国经济增速放缓是合理回归，也是结构再平衡的结果。中国不会采取短期大规模刺激政策来推动经济增长，而是通过放松管制、推进税制改革，深化服务业发展、推动城镇化进程和社保体制改革等提高经济的潜在增速、质量和可持续性
2014/5/8	李克强(世界经济论坛非洲峰会)：有信心有能力实现 7.5% 增长目标
2014/5/10	路透社：五道口金融论坛期间，对于市场上有关央行全面下调存款准备金率的预期，周小川表示不会采取大规模刺激
2014/5/28	李克强(赤峰调研)：合理适当运用政策工具，适时适度预调微调
2014/5/29	国常会：要保持货币信贷和社会融资规模合理增长，加大定向降准措施力度
2014/6/9	央行再次定向降准 0.5%，引导信贷支持三农小微
2014/6/14	国务院办公厅印发《关于加强城市地下管线建设管理的指导意见》
2014/6/15	李克强对地方微刺激不力拍桌子：不得敷衍了事
2014/6/18	李克强(英国智库)：正式承诺中国经济不会硬着陆，保证 GDP 下限不越过 7.5%，CPI 不超 3.5%

2014/6/24	监管部门人士阐释定向降准频率力度拟一年一考核，部分银行抢着达标
2014/6/26	银监会批复同意国家开发银行筹建住宅金融事业部，支持棚户区改造
2014/6/27	李克强旧部陈政高履新住建部部长，棚改或成下半年经济新发力点
2014/7/6	李克强(湖南调研)：推动中西部铁路等有助于促进结构调整和加强薄弱环节的重大项目建设，是实施定向调控的重要举措
2014/7/7	央行货币政策例会新增表述：灵活运用多种货币政策工具
2014/7/14	国开行：上半年发放棚改贷款 2,195 亿元，不良贷款率 0.55%，并争取全年发放贷款 4,000 亿元人民币以上
2014/7/22	第一财经：国开行从央行获得 3 年期 1 万亿元的抵押补充贷款(PSL)，央行通过 PSL 打造中期政策利率迈开了第一步
2014/7/25	发改委批复蒙华铁路，投资总额近 2000 亿元
2014/7/30	央行开展 260 亿元 14 天期正回购操作，中标利率为 3.70%，较此前一直维持的利率 3.80%下行 10 基点
2014/8/1	二季度货币政策执行报告：定向降准若长期实施也会存在一些问题，货币政策主要还是总量政策，其结构引导作用是辅助性的
2014/8/4	国务院发布《关于进一步加强棚户区改造工作的通知》：力争超额完成 2014 年目标任务(470 万户以上)，并提前谋划 2015—2017 年棚户区改造工作
2014/8/22	李克强(铁总调研)：铁路建设不能仅靠国家"单打独斗"，社会资金参与正当其时
2014/8/27	人民银行增加支农再贷款额度 200 亿元，符合条件的农村金融机构支农再贷款利率降 1%
2014/9/16	华尔街见闻：央行对五大行进行 5000 亿元 SLF(常备借贷便利)，这相当于一次全面降准的规模
2014/9/17	国常会：月销售额 3 万以下小微企业等暂免征营业税增值税(原免税标准为 2 万以下)
2014/9/18	上证报：央行 5000 亿 SLF 首批已实施，期限为三个月，利率 3.7%
	央行开展 100 亿元 14 天期正回购操作，中标利率 3.50%，较最近一次 3.70%水平下行 20 基点(7 月 30 日以来的第二次)
2014/10/2	国务院印发《关于加强地方政府性债务管理的意见》，政府性债务作为硬指标纳入政绩考核
2014/10/14	央行开展 200 亿元 14 天期正回购操作，中标利率 3.40%，较最近一次 3.50%水平下行 10 基点(7 月 30 日以来的第三次)
2014/10/25	国常会：积极推广政府与社会资本合作(PPP)模式
2014/10/28	财政部发布《地方政府存量债务纳入预算管理清理甄别办法》，特别强调要大力推广 PPP 模式
2014/11/5	国常会：实行五个“一律”，削减前置审批，释放投资潜力
	发改委集中批复 7 个铁路项目，总投资近 2000 亿元
2014/11/12	彭博：中央财经领导小组会议认为 2015 年的 GDP 增速目标有较 2014 年调低的需要，可能的目标包括 7%、7.3%或者低于 7.5%
2014/11/13	新浪财经：央行向江苏和浙江等省份城市商业银行借助中期借贷便利(MLF)释放流动性，这笔规模百亿级的信贷支持利率在 3.5%
2014/11/17	日前，发改委又批复了 5 条铁路建设项目，总投资达 1526.97 亿元
2014/11/19	国常会：(首提)增加存贷比指标弹性
2014/11/21	央行时隔两年再次下调存贷基准利率。一年期贷款基准利率下调 0.4%至 5.6%；一年期存款基准利率下调 0.25%至 2.75%
	央行正回购缩量降息：央行开展 50 亿元 14 天期正回购操作，且中标利率下调 20 基点至 3.2%
2014/11/25	李克强：加快重大水利工程建设，要推进 PPP、BOT、TOT 等投融资模式，更多调动社会资金的力量
2014/11/28	发改委再批复 3 铁路 1 机场项目，投资约 510 亿，这是 10 月以来发改委批复的第七批基建项目
2014/12/5	政治局会议：明年要主动适应经济发展新常态，保持经济运行在合理区间
2014/12/8	华尔街日报：中国大型银行施压央行降低存款准备金率
2014/12/14	央行马骏预测：2015 年 GDP 增速料放缓至 7.1%，主要下行压力来自于房地产开发投资的减速，但城镇就业情况料保持基本稳定

2014/12/17

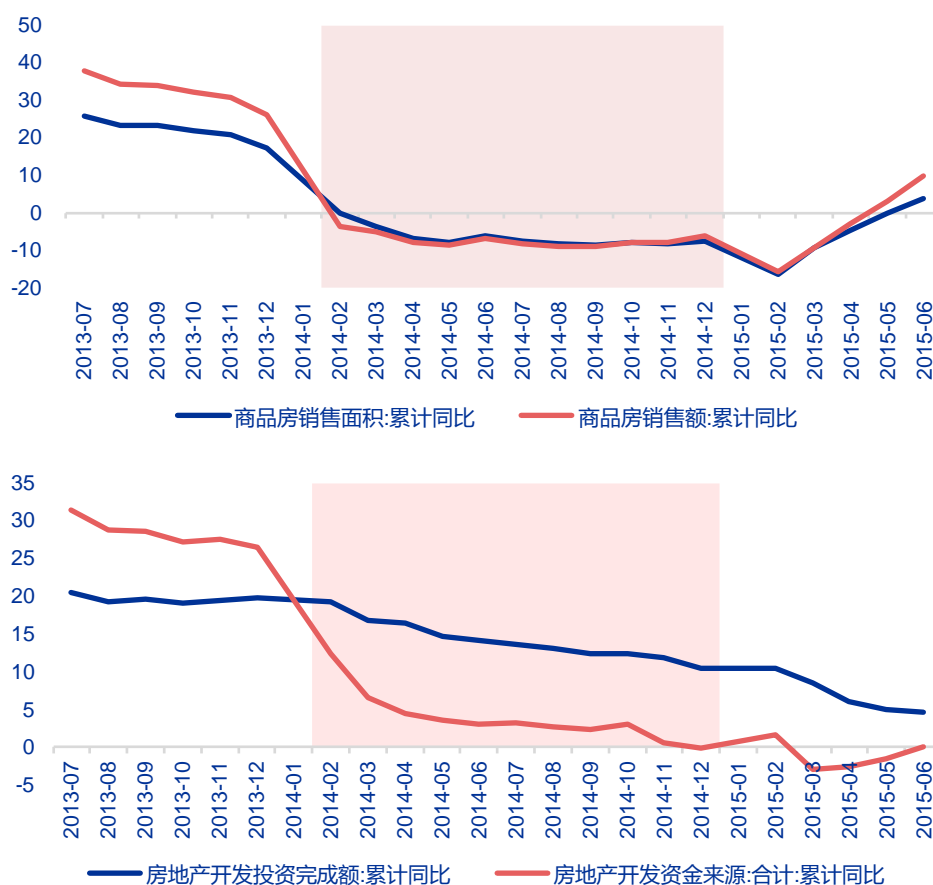
路透&彭博：中国央行通过短期流动性调节工具(SLO)向部分银行提供短期资金，还对到期的中期借贷便利(MLF)进行了续做

资料来源：申万宏源研究

作为稳增长政策最重要的组成部分之一，我们将房地产政策单独讨论。2014 年最终出现了房地产政策的全面放松，但放松进程更加波折，更具戏剧性。

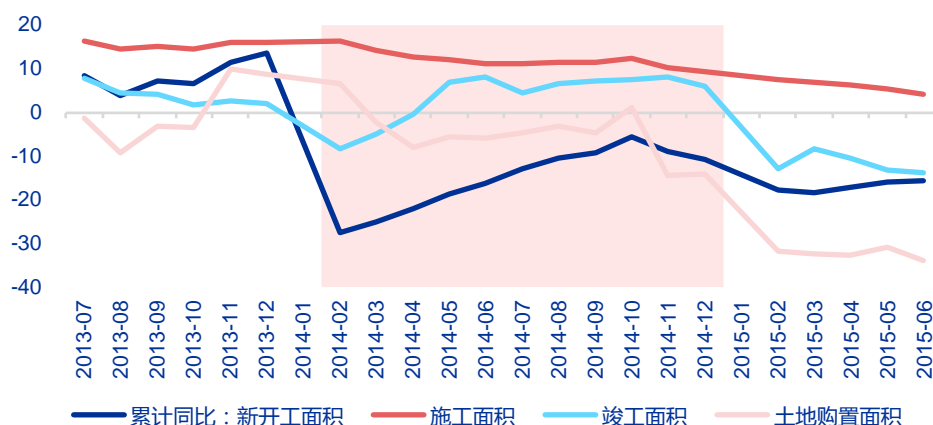
2014 年房地产数据全面走弱。房地产销售和投资增速均趋势性回落，投资结构上：新开工和竣工下半年均拐头向下；而作为领先指标的土地购置面积趋势性下行，使得 2015 年房地产投资继续回落成为一致预期。

图 6：2014 年房地产销售和 investment 增速趋势性回落(单位：%)



资料来源：Wind 申万宏源研究

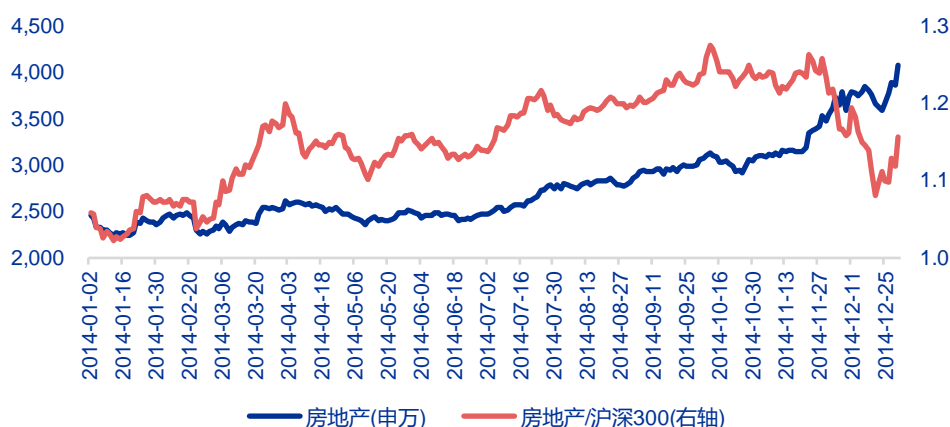
图 7：2014 年房地产投资结构：新开工和竣工面积同比下半年拐头向下，领先指标土地购置面积同比趋势性回落(单位：%)



资料来源：Wind 申万宏源研究

2014 年，房地产政策完整经历了“收紧，因城施策放松，全面放松”的过程。年初银行收紧放贷备受市场关注，2 月 23 日新浪财经报道，兴业银行停止房地产贷款，交行、中信、招商、农行等多家等也有类似规定和通知，券商纷纷开举行“银行停止房贷”事件的电话会。2 月 25 日 13 家银行先后发布公告，澄清房产信贷政策并未变。最坏的消息似乎已经过去，地产股迎来了年内第一波相对收益修复。

图 8：2014 年 2 月地产股第一波相对收益修复，5-9 月趋势性跑赢沪深 300



资料来源：Wind 申万宏源研究

3 月 17 日宁波兴润置业资金链断裂负债 35 亿，房地产政策持续偏紧导致的地产企业信用风险开始显现。3 月 19 日天保基建和中茵股份非公开发行 A 股股票申请获得证监会通过，房企再融资正式开闸。此前坚如磐石的房地产紧缩政策，也开始出现裂隙。四月底房地产因城施策放松启动，4 月 28 日南宁打响部分放松限购第一枪，5 月 24 日住建部表示，地方确有自主调控的权利，但并不等同于放松限购。5 月 31 日住建部全国房地产调研初步结果出炉，关键词包括“不打压、不刺激”“尊重市场规律对房地产市场调整的作用”“加强市场监管、做好应对方案”等，官方政策导向从收紧到中性。6 月 26 日呼和浩特成全国首个正式发文确定放开限购的城市，本来 6 月 25 日已发文，但因关键句中的“二手房”被误写成“二套住房”而紧急撤回，市场预期起伏，最终有惊无险。7 月 17 日住建部部长陈政高谈房地产政策表示，千

方百计地消化库存 **7月22日即兑现1万亿PSL驰援棚改，房地产政策已实质放松。**
最终9月30日央行出台房贷新政松绑限贷：对拥有1套住房并已结清相应购房贷款的家庭，为改善居住条件再次申请贷款购买普通商品住房，执行首套房贷款政策。

房地产政策在徘徊中最终放松，是2014年稳增长政策反复、最终脚踏实地的一个缩影。

表2：2014年房地产政策经历了“收紧，因城施策放松，全面放松”的过程

日期	2014年房地产大事记
2014/1/3	公积金中心：国管公积金再贷须等5年，买第三套房不予受理
2014/1/11	国土资源部：加快组建不动产登记局，开展不动产统一登记
2014/2/2	新华网：银行房贷开年普遍收紧，八五折优惠绝迹九折难觅
2014/2/22	华尔街见闻：兴业银行总行通知全行暂时停止办理房地产夹层融资业务并且暂停房地产供应链金融业务 央行明确提出要落实差别化住房信贷政策：满足首套自住购房的贷款需求，只字未提二套房贷要求
2014/2/23	新浪财经：兴业银行停止房地产贷款，交行、中信、招商、农行等多家等也有类似规定和通知，券商纷纷举行“银行停止房贷”事件的电话会
2014/2/25	13家银行先后发布公告，澄清房产信贷政策并未变
2014/2/26	国土部年内首次表态：继续加强房地产用地调控，确保地价处于合理水平
2014/3/1	国务院发布《关于继续做好房地产市场调控工作的通知》：进一步提高第二套住房贷款的首付款比例和贷款利率
2014/3/6	住建部解读“双向调控”就是分类指导：对一线城市继续增加供应，抑制、遏制投资投机性需求，限购政策不退出。而对于库存量比较大的城市，要控制供地结构、供应结构
2014/3/9	人大官员：房地产税法正在积极起草当中
2014/3/17	房产信贷隐忧：宁波兴润置业资金链断裂负债35亿
2014/3/19	天保基建和中茵股份非公开发行A股股票申请获得证监会通过，房企再融资正式开闸
2014/3/29	经济观察报：温州房价连跌31个月，有意松绑限购，方案已上报省政府
2014/4/14	银监会99号文要求要求信托公司股东要对流动性提供支持，引发关于“是否强化刚性兑付”争议
2014/4/28	南宁打响放松限购第一枪：广西北部湾经济区内的北海、防城港、钦州、玉林、崇左市户籍居民家庭可参照南宁市户籍居民家庭政策在南宁市购房
2014/5/6	深圳光耀地产在惠州市的多个楼盘延期交付，资金链断裂濒临倒闭
2014/5/13	监管要求商业银行确保住房消费贷款的资源配置，提高按揭贷款发放效率并合理定价，不许停止个人购房贷款。 次日工行表示，将加快个人住房贷款审批
2014/5/22	住建部多位人士确认，除北上广深之外，其它城市的限购政策可以自行调节，尤其是库存过大的地方，但不会明确发文
2014/5/24	住建部官员：地方确有自主调控的权利，但并不等同于放松限购，有些该坚持的政策必须继续执行，放松限购可能会给市场传达错误的信号
2014/5/28	国土部拟将《不动产登记条例》上报国务院，明确“以人查房”，全国将实行不动产登记信息管理互通互享 监管部门告诫银行：部分地方因地价、房价涨幅回落，偿债压力较大
2014/5/31	住建部汇总调研结果：“不打压、不刺激”“尊重市场规律对房地产市场调整的作用”以及“加强市场监控、做好应对方案”等，将成为下一阶段房地产市场政策的基本口径
2014/6/6	银监会王兆星：继续执行差别化的住房贷款政策，大力支持首套住房需求，抑制投资和投机性的住房需求，重点大力支持国家实施的保障房的安居工程建设和棚户区改造，加强来增加对低收入群体的住房有效供给
2014/6/21	社科院法学所研究员孙宪忠：《不动产登记条例》已不可能在6月底之前出台
2014/6/26	呼和浩特市人民政府办公厅关于印发《切实做好住房保障工作促进全市房地产市场健康稳定发展的实施意见》全文，这意味着呼和浩特放开限购，成全国首个正式发文确定放开限购的城市

2014/7/2	人民日报：楼市疲软房价下跌对经济拖累十分有限
2014/7/17	住建部部长陈政高谈房地产政策：千方百计的消化库存；进一步加强房地产结构调整；完善房地产项目周边配套设施
2014/7/19	财政部财政科学研究所所长贾康：作为改革重头戏的财税配套改革文件即将公布，至于房产税，最理想的情况是到 2015 年有一个初步的文本，到 2016 年可能有动作
2014/7/21	住建部政策研究中心秦虹：是否取消限购应因地制宜
2014/7/24	四大行全部否认上海首套房按揭九五折
2014/7/30	国常会：讨论《不动产登记暂行条例(征求意见稿)》，决定向社会公开征求意见
2014/8/8	贾康：当前财税改革已经拉开帷幕，房地产税作为重点之一，或将在 2016 年前实现加快立法，在 2017 年实施
2014/8/9	新浪：深圳召开房地产闭门会，预计将局部调整楼市政策
2014/9/22	经济参考报：央行已经通知四大行,要求放开“限贷”政策，鼓励首套房贷款，同时对二三套住房贷款利率水平也恢复至基准利率
2014/9/30	央行出台房贷新政松绑限贷：对拥有 1 套住房并已结清相应购房贷款的家庭，为改善居住条件再次申请贷款购买普通商品住房，执行首套房贷款政策
2014/10/1	绿城集团连夜下发文件：10 月 8 日起对价格进行 5%-10%的价格上涨
2014/10/3	中证网：广州房管局称限购将有所放松，夫妻或可买 4 套
2014/10/7	南方都市报：广州有个别楼盘博弈限购政策松绑，声称外地户口购房无需社保证明，只待政策落地便可网签
2014/10/10	新浪财经：二手房营业税 11 月或调整，满 2 年即可免征(此前为 5 年)
2014/10/13	中国经营报：住建部已开始研讨公积金异地提取与使用
2014/11/13	上海市出台《关于调整本市普通住房标准的通知》，放宽普通住房认定标准
2014/12/22	《不动产登记暂行条例》颁布，明年 3 月 1 日起实施
2014/12/31	北京上调公积金贷款额度，首套自住最高可贷 120 万元

资料来源：申万宏源研究

表 3：2014 年房地产因城施策放松梳理：仅北京、上海、广州、深圳和三亚五城坚守限购政策

省份	2011 年限购城市	2014 年限购城市 (括号中为 2014 年放松或取消限购政策的时间)	2016 年限购城市
安徽	合肥	合肥(2014.8.2)	合肥
北京		北京	北京
福建	福州、厦门	福州(2014.8.8)、厦门(2014.7 月起)	福州、厦门
甘肃	兰州	兰州(2014.9.3)	
广东	广州、深圳、佛山、珠海	广州、深圳 、佛山(2014.8.7)、珠海(2014.9.26)	广州、深圳、佛山、珠海、惠州、东莞
广西	南宁	南宁(2014.4.25)	
贵州	贵阳	贵阳(2014.9.1)	
海南	海口、三亚	海口(2014.7.18)、 三亚	
河北	石家庄	石家庄(2014.7.30)	
河南	郑州	郑州(2014.8.9)	郑州
黑龙江	哈尔滨	哈尔滨(2014.8.16)	
湖北	武汉	武汉(2014.7.18)	武汉
湖南	长沙	长沙(2014.8.6)	

吉林	长春	长春(2014.7.19)	
江苏	南京、无锡、苏州、徐州	南京(2014.9.21)、无锡(2014.7.25)、苏州(2014.7.19)、徐州(2014.8.1)	南京、无锡、苏州
江西	南昌	南昌(2014.7.14)	
辽宁	大连、沈阳	大连(2014.9.3)、沈阳(2014.6.11)	
内蒙古	呼和浩特	呼和浩特(2014.6.25)	
宁夏	银川	银川(2014.8.22)	
青海	西宁	西宁(2014.9.6)	
山东	济南、青岛	济南(2014.7.10)、青岛(2014.9.1)	济南
山西	太原	太原(2014.8.4)	
山西	西安	西安(2014.9.1)	
上海		上海	上海
四川	成都	成都(2014.7.15)	成都
天津		天津(2014.4.28)	天津
新疆	乌鲁木齐	乌鲁木齐(2014.8.1)	
云南	昆明	昆明(2014.8.11)	
浙江	宁波、杭州、温州、金华、绍兴、舟山、台州、衢州	宁波(2014.5月初)、杭州(2014.8.29)、温州(2014.7.29)、金华(2014.8.1)、绍兴(2014.8.4)、舟山(2013.9)、台州(2014.8.1)、衢州(2014.8.1)	杭州

资料来源：申万宏源研究

稳增长政策加码成为牛市启动的直接催化,但也不要低估了7月之前稳增长的犹豫对发酵改革乐观预期的积极意义。2012年市场已经开始反思传统经济发展方式,顺周期蓝筹股的估值水平就开始趋势性回落,到了2014年初,沪深300的隐含ERP水平已经在历史均值+1倍标准差的历史高位徘徊了将近三年。所以犹豫的稳增长+衰退中期的组合并未驱动市场进一步回落。

图9：2014年沪深300隐含ERP已处于高位3年，重返反映了传统经济发展方式不持续的反思



资料来源：Wind 申万宏源研究

相反，管理层在政策表述中每每将“刺激”放在“改革”的对立面，犹豫的稳增长就是十八届三中全会《决定》在投资者心中种下“改革牛”种子的最好肥料。于是

投资者开始理解，今时不同往日，这一次是真改革，这一次是把稳增长寄托于改革，是把一切交给改革！改革信心的激荡需要特殊的时代背景，而 2014 年稳增长都在为改革信心梳理做贡献。

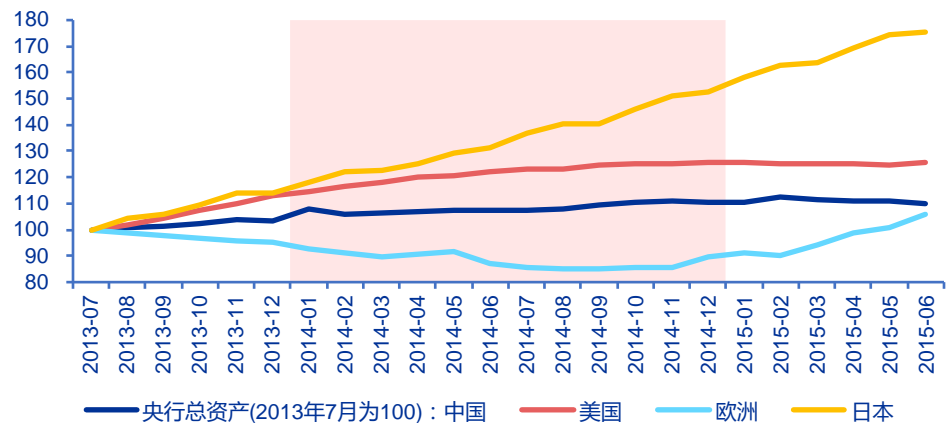
与国内政策复杂多变不同，海外主要市场政策在 2014 年的路径更加清晰稳定：美联储从 1 月开始按照既定计划逐步退出 QE，耶伦 2 月就任美联储主席后，美联储总体延续鸽派表态。欧央行总体稳中偏宽，资产规模小幅回落(2015 年再次加速扩张)，但继续降息。日本央行趋势性宽松，资产规模持续上行，10 月底扩容 QQE。海外货币环境总体宽松，并未明显影响 A 股市场发酵自身逻辑的进程。

表 4：2014 年海外货币环境总体宽松

日期	2014 年海外稳增长大事记
2014/1/30	(继 2013 年 12 月议息会议削减 100 亿国债规模后)美联储再次宣布缩减 100 亿美元 QE 购债规模，市场普遍预期美联储将在接下来的几次会议上继续保持这一缩减节奏，到今年底完全结束购债计划
2014/2/1	耶伦正式接替伯南克成为史上首位女性美联储主席
2014/2/16	奥巴马签署了延长债务上限法案，意味着美国暂时摆脱国债违约的风险，排除了金融市场一个巨大不确定性因素
2014/3/31	耶伦为美联储的宽松政策强力辩护，称美国经济仍需要“一段时间”的非常规的支持，暗示高度宽松的货币政策还将持续
2014/4/9	美联储 3 月议息会议纪要偏鸽
2014/6/5	欧央行降息并推出一系列宽松政策，首现负利率
2014/7/16	路透社：耶伦：大多数 FOMC 委员预期美联储在 2015 年某个时刻开始加息
2014/8/6	美联储费舍尔：加息时间或比此前预期更早，应做好准备
2014/9/4	欧央行意外降息，下调三大基准利率各 10 个基点
2014/9/19	欧洲央行公布首轮 TLTRO 规模为 826 亿欧元，其中意大利和西班牙的借款占比 45%，此前市场预期为 1000 亿至 3000 亿欧元
2014/10/22	APEC 财长会闭幕：肯定基础设施投资实现增长重要作用
2014/10/30	美联储宣布退出 QE，并称在相当长的时间内维持 0-0.25%的目标区间
2014/10/31	日本央行在利率决议后意外宣布扩容 QQE，日元兑美元创 6 年新低
2014/11/21	德拉吉：如果有迹象显示通胀将过久的保持在过低水平，欧洲央行准备扩大资产购买项目

资料来源：申万宏源研究

图 10：2014 年央行资产负债表规模：中国相对平稳，美国扩张放缓、欧洲央行小幅回落(2015 年再次扩张)、日本央行趋势性扩张



资料来源：Wind 申万宏源研究

另外，2014 年海外还有乌克兰危机、加泰罗尼亚独立公投、奥巴马中期选举失利成“蹩脚总统”等重要政治风险。其中乌克兰危机，以及相关的制裁俄罗斯演绎较为丰富。但对于中国而言，2014 年是外交环境友好的年份（“一带一路”全面推进）。海外政治事件对于 A 股的影响也相对有限。

表 5：乌克兰危机是 2014 年最重要的政治事件，但对 A 股的影响有限

日期	2014 年海外重要事件梳理
2014/3/26	(关于乌克兰危机)奥巴马讲话推升市场忧虑：如果俄罗斯仍然执迷不悟，孤立就会加深，制裁范围也会扩大
2014/4/26	乌克兰危机升级，俄战机集结乌边境。G7 国家发表联合声明，称对俄实施新制裁达成一致
2014/5/3	乌克兰东南部已交战，美德首脑会晤后称拟启动对俄罗斯第三波制裁
2014/7/1	日本政府通过决议正式解禁集体自卫权
2014/7/17	马来西亚航空公司一架客机 17 日遭导弹击中，坠毁于俄罗斯和乌克兰边境，引发全球市场剧烈波动
2014/8/2	世卫组织总干事陈冯富珍警告称，埃博拉是现代最严重紧急卫生事件，如果防控不利，其后果可能是“灾难性”的
2014/8/3	普京：美国和欧洲国家因乌克兰问题对俄罗斯实施制裁将起到反作用
2014/8/28	北约警告称，在有更多证据显示俄罗斯直接军事介入乌克兰冲突，俄罗斯“远超千人”在乌克兰境内参与作战
2014/8/31	金融时报：为应对俄罗斯侵犯乌克兰，英国和其他六国将组建一支至少一万人的新联合远征军，以增加北约的军力
2014/9/4	北约召开冷战后最重要会议，明确认定俄为“对手”
2014/9/27	加泰罗尼亚宣布 11 月 9 日举行独立公投
2014/10/10	G20 财长和央行行长会议讨论取消对俄经济制裁
2014/10/18	穆迪将俄罗斯的主权信用评级下调至“Baa2”，距离“垃圾级”仅剩一级之差
2014/10/20	王毅：中国会力所能及向俄罗斯提供帮助
2014/11/6	美国共和党中期选举大胜，2006 年以来重夺两院控制权，将给总统奥巴马余下两年任期的执政带来更严重挑战
2014/11/16	普京“早退”G20 峰会：有披露称，多个西方国家领导人就乌克兰问题对普京大加指责，气氛并不友好

资料来源：申万宏源研究

二、我们相信的改革：从“能落地的主题”到“改革牛”

改革乐观预期发酵的过程是复盘 2014 年的重中之重，但在讨论精彩纷呈的**区域主题、国企改革、金融改革以及激荡的“改革牛”**信心之前，我们先讨论一个容易被忽略的问题：为什么在经济转型和改革的背景下，科技牛等到 2015 年才出现？

首先可以肯定的是，**2014 年新兴产业并不缺乏催化剂。**(1) 新能源汽车是催化劑密度最高的方向：1 月 26 日马斯克表态，特斯拉未来将在中国生产；4 月 21 日又给出了 3-4 年特斯拉在中国实现本土化生产的时间表。5 月 24 日习近平主席在上汽调研时强调，发展新能源汽车是迈向汽车强国的必由之路。7 月 9 日国常会决定，将新能源汽车购置补贴和免征购置税政策延长 2 年(9 月起至 2017 年底)，新能源汽车最重磅的扶植政策落地。8 月 29 日和 10 月 29 日工信部先后公布两批免征车辆购置税的新能源汽车车型目录。正如 7 月 10 日科技部部长万钢说的那样：电动汽车“利好消息一定是层出不穷！”(2) 受 2013 年“棱镜门”事件影响，2014 年自主可控也是政策重点布局的方向：5 月 16 日**中央机关采购计算机不允许安装 Win8 系统**。5 月 28 日金融机具行业将实行外资品牌禁入。6 月 30 日部分中央机关及下属部门已停用 office。7 月 3 日公安部要求各地公安部门停用赛门铁克安全软件产品。(3) 建设网络强国定调：2 月 27 日**中央网络安全和信息化领导小组**第一次会议，就明确了“努力把我国建设成为网络强国”的政策方向。3 月 6 日政府工作报告首提“促进互联网金融健康发展”。11 月 19 日首届乌镇互联网大会开幕，11 月 21 日工信部明确了支持互联网产业的五个政策重点。(4) 云计算也是备受管理层重视的细分行业：7 月 27 日李克强在浪潮集团调研时承诺：今后出访不仅会推销中国高铁、中国核电，也会向全球市场推荐中国的“云计算”。7 月 30 日工信部表示，云计算“十三五”规划制定已经启动。11 月 15 日国常会确定促进云计算创新发展措施。(5) 娱乐、大飞机、4G、海上风电、核电等新经济方向都有重要催化剂落地。

表 6：2014 年新兴产业并不缺乏催化剂

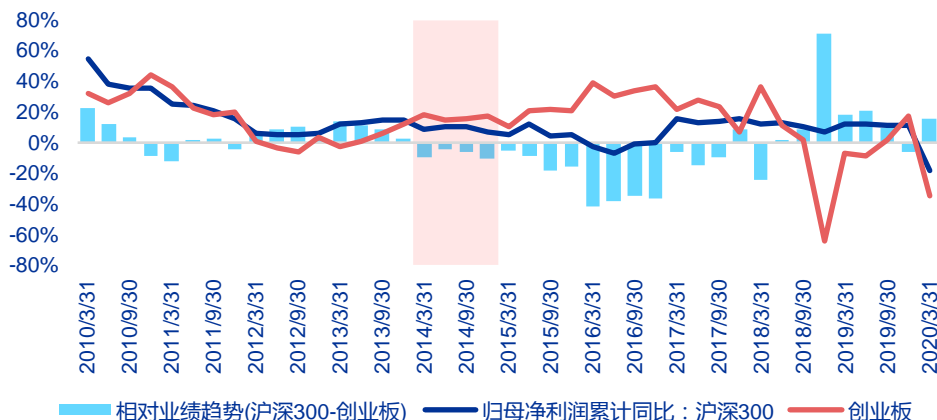
日期	2014 年新兴产业大事记
2014/1/26	马斯克：为了消除关税，并获得中国政府对零排放汽车的鼓励政策，特斯拉必须在中国本地进行生产
2014/2/8	四部门：2014 年新能源汽车补贴在 2013 年标准基础上下降 5%，2015 年在 2013 年标准基础上下降 10%(降幅小于此前政策)
2014/2/27	掌趣科技、梅花伞、奥飞动漫、大唐电信 4 家涉及游戏项目的重组均获有条件通过，股价均大跌 习近平主持召开中央网络安全和信息化领导小组第一次会议：努力把我国建设成为网络强国
2014/3/6	政府工作报告首次提出“促进互联网金融健康发展” 周小川：对于余额宝等金融产品肯定不会取缔，过去没有严密的监管政策，未来有些政策会更完善一些
2014/3/14	央行支付结算司下发文件，紧急暂停支付宝、财付通等支付公司的二维码支付等业务。腾讯控股收跌 4.08%
2014/4/21	马斯克：3-4 年后实现特斯拉中国本土化生产
2014/5/11	央行副行长刘士余：余额宝不是金融创新，只是简单地把存款搬到互联网，这对经济结构调整没有什么贡献，对实体经济也没有什么贡献。余额宝 7 日年化收益首次跌破 5%
2014/5/16	中央机关采购计算机不允许安装 Win8 系统

2014/5/21	国常会：大幅增加国家创投引导资金促进新兴产业发展；加快推进节水供水重大水利工程建设
2014/5/24	习近平(上汽集团调研)：发展新能源汽车是迈向汽车强国的必由之路
2014/5/25	习近平体验 C919 客机样机：把装备制造搞上去，把大飞机搞上去
2014/5/28	媒体报道：出于对国家信息安全的考虑，金融机具行业将实行外资品牌禁入
2014/6/16	国家能源局：抓紧启动东部沿海地区新核电项目建设
2014/6/27	工信部批准电信联通在 16 个城市开展 4G 混合组网试验
2014/6/29	每日经济新闻：工信部正在编制《中国制造 2025》规划
2014/6/30	中证报：近期部分中央机关及下属部门已经内部要求停止使用 office，转而使用国产办公软件系统
2014/7/3	媒体报道：公安部要求各地公安部门停用赛门铁克安全软件产品消息，并列出现时间表，尽快用国产软件更换
2014/7/9	国常会：将新能源汽车购置补贴和免征购置税政策延长 2 年(9 月起至 2017 年底)
2014/7/10	科技部部长万钢：电动汽车“利好消息一定是层出不穷”
2014/7/13	五部委联合公布《政府机关及公共机构购买新能源汽车实施方案》，力推公务车新能源化
2014/7/21	国务院印发《关于加快新能源汽车推广应用的指导意见》，重点发展纯电动车
2014/7/27	李克强(浪潮集团调研)：今后出访不仅会推销中国高铁、中国核电，也会向全球市场推荐中国的“云计算”
2014/7/29	工商总局对微软公司涉嫌垄断行为立案调查
	上证报：特斯拉 2015 年上海将建 5000 个充电桩，特斯拉的超级充电站也将陆续在成都、广州和重庆等地落成
2014/7/30	广电总局：支持我国网络游戏出版产业做大做强做好
	工信部软件服务业司长陈伟：云计算“十三五”规划制定已经启动
2014/8/6	三部委发文免征新能源汽车车辆购置税，9 月起实施
	新浪：出于安全方面的考虑，中国政府采购名单中已经剔除了苹果公司的 iPad 平板电脑、MacBook 笔记本电脑等产品
2014/8/7	发改委：深入推进重点领域创新，助力高技术产业和战略性新兴产业平稳健康发展
2014/8/22	国家能源局公布《全国海上风电开发建设方案(2014-2016)》，涉及 44 个海上风电项目，共计逾 10GW 装机容量
2014/8/25	中国政府通知多家德国汽车零部件供应商，未来不得在华独立运营，必须同中国本土厂商组建合资企业
2014/8/26	新华社：中国到今年 10 月可能会拥有一款与微软、谷歌和苹果等企业的进口操作系统相竞争的国产操作系统
2014/8/29	工信部公布首批免征车辆购置税的新能源汽车车型目录
2014/9/2	首届中国北斗应用峰会 9 月 2-3 日在新疆乌鲁木齐举行
2014/9/5	中国 8 月生产新能源汽车 5191 辆，同比增近 11 倍
2014/9/24	发改委近日正式核定了沿海 4 个核电站项目的开工计划，标志核电新项目重启正式开闸
2014/10/29	工信部公布第二批免征车辆购置税新能源汽车车型目录
2014/11/3	工信部副部长苏波：工信部将组织制订我国机器人技术路线图及机器人产业十三五规划
2014/11/5	国常会：推进软件正版化；大力打击各种侵权行为，将恶意侵权纳入社会信用体系
2014/11/15	国常会：确定促进云计算创新发展措施，培育壮大新业态新产业；部署加快推进价格改革，更大程度让市场定价
2014/11/19	首届世界互联网大会在乌镇举办，副总理马凯出席演讲
2014/11/21	工信部副部长尚冰：五管齐下支持互联网产业，1. 建设宽带发展的新平台，2. 开辟融合新领域，3. 形成协同创新新模式，4. 打造安全可信的新空间，5. 构建合作共赢的新空间
	李克强(浙江调研)：以大众创业培育经济新动力，用万众创新撑起发展新未来
2014/12/3	国常会：在更大范围推广中关村试点政策、加快推进国家自主创新示范区建设，进一步激励大众创业、万众创新
2014/12/4	2014 中国国际核电峰会，主题为“关注核电产业走出去及国产化进程”

资料来源：申万宏源研究

2014 年新兴产业同样不缺少占优的相对基本面趋势。2014 创业板净利润增速总体平稳，沪深 300 净利润增速趋势性回落，2014Q1、Q3-Q4 创业板相对沪深 300 的业绩趋势占优。

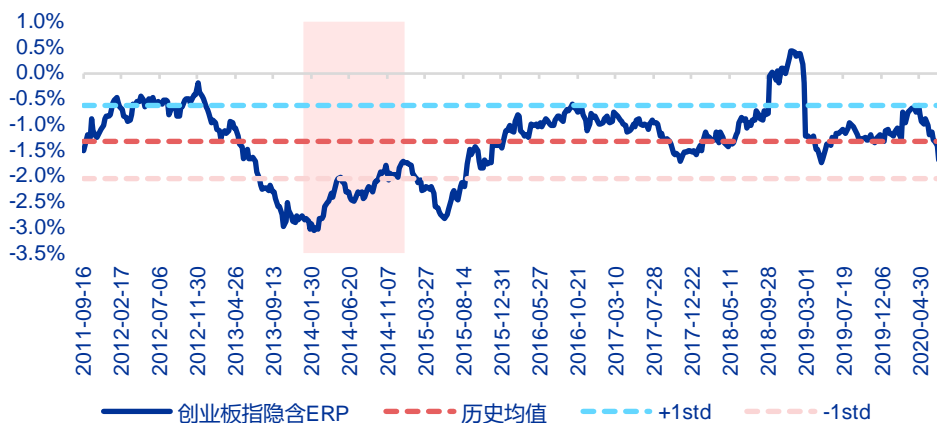
图 11：2014Q1、Q3-Q4 年创业板相对沪深 300 业绩趋势占优



资料来源：Wind 申万宏源研究

但以创业板为代表的新兴产业主要问题有两点：一是相对性价比不足，2014 年沪深 300 隐含 ERP 处于历史高位，而经过 2012-13 两年科技结构牛市之后，创业板的隐含 ERP 已处于历史绝对低位。相对性价比严重不足是 2014 年创业板无法总体跑赢沪深 300 的主要原因。二是 2014 年 7 月前，宏观流动性总体稳定，稳增长和改革也为形成正循环，指数总体低位震荡，创业板估值提升空间并未打开。

图 12：经过 2012-13 科技结构牛市后，2014 年创业板隐含 ERP 已处于历史绝对低位



资料来源：Wind 申万宏源研究

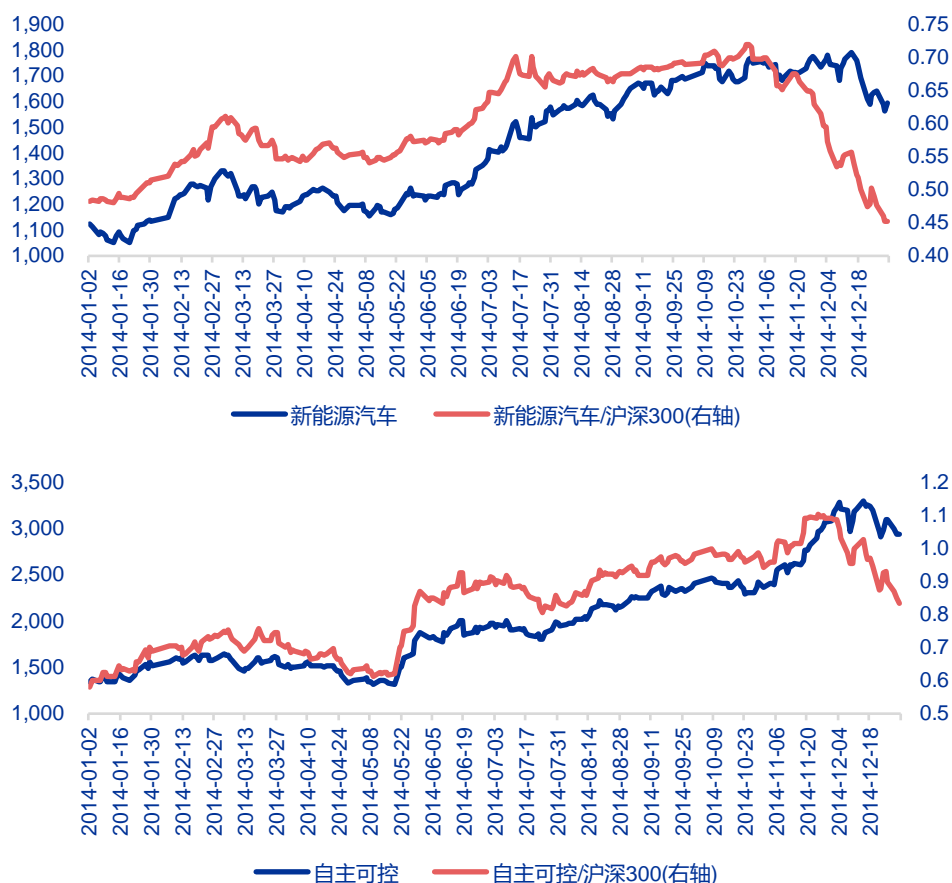
所以，2014 年创业板相对收益总体调整，主要的投资机会来自于景气和政策催化方向的结构性机会。我们看到，新能源汽车、自主可控、云计算和互联网金融等科技成长细分领域，在催化剂兑现阶段快速兑现相对收益，并且在 7 月-11 月依然能跑赢沪深 300，构成 2014 年科技成长投资的主要落脚点。

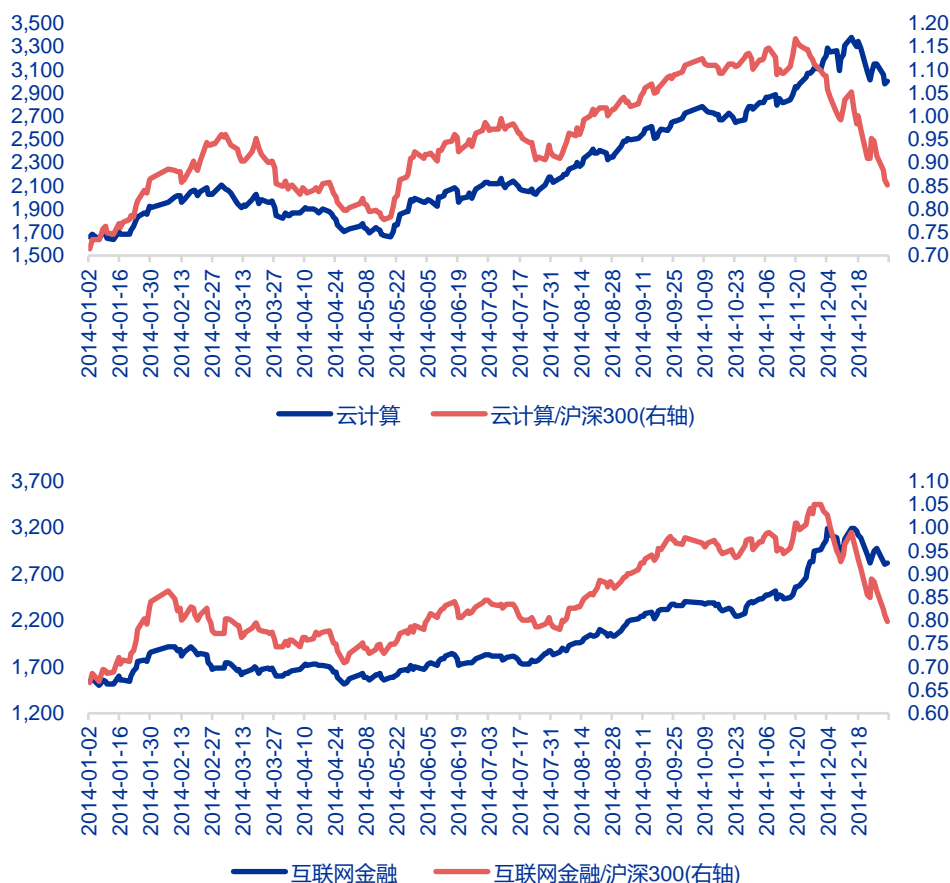
图 13：2014 年创业板相对收益总体调整



资料来源：Wind 申万宏源研究

图 14：新能源汽车、自主可控、云计算和互联网金融等政策密集催化方向是 2014 年科技投资的主要落脚点





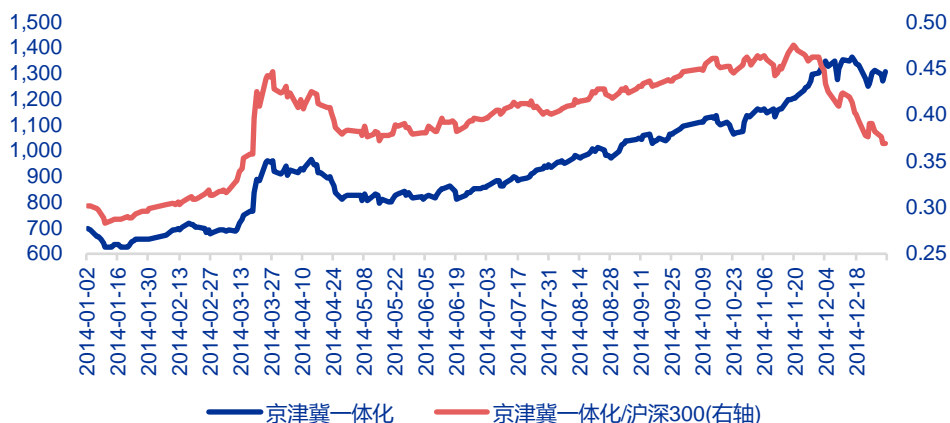
资料来源：Wind 申万宏源研究

2013 年 11 月十八届三中全会《决定》已经确立了中国改革转型的方向，但这距离 2014 年 9 月“改革牛”预期基本确立，还有近 1 年时间。**改革的核心内涵是简政放权、市场化，提升 TFP、向改革要发展空间。**但改革文本到改革预期发酵，光靠市场的想象力是不够的，还需要大量的催化剂积累。在牛市趋势确立之前，市场似乎总是现实、理性而客观的。在很长时间里，A 股市场都无法解决市场化改革如何落地的问题(这与 2020 年要素市场化改革暂时未在 A 股找到落脚点何其相似)。而相比之下，区域对外开放和国企改革在《决定》中的论证更详细，投资逻辑更落地更简单，于是第一时间被市场捕捉，成为了贯穿全年的主题投资机会。我们对于“改革牛”的复盘，就从这两个改革主题开始。

1. 多点开花，持续性强，牛市仍能阶段性跑赢，2014 年是区域主题投资大年

2013 年自贸区主题兑现了强动量，2014 年市场延续了对主题投资的热情。2 月 26 日京津冀协同发展升至国家战略，京津冀主题成为 3 月最强方向之一。

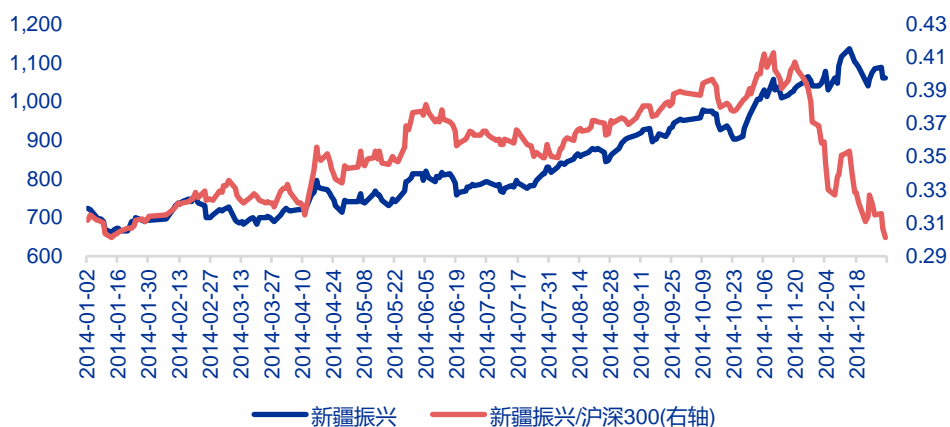
图 15：京津冀主题是 2013 年的最强方向之一



资料来源：Wind 申万宏源研究

5月26日政治局会议研究进一步推进新疆社会稳定和长治久安工作。5月28日习近平主持召开第二次中央新疆工作座谈会登上新闻联播，新疆主题兑现脉冲式上行。

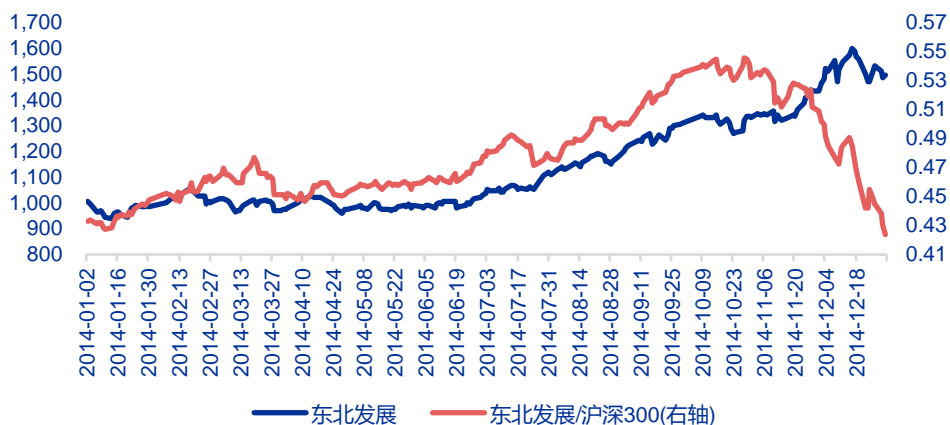
图 16：5月新疆主题密集催化，股价脉冲式上行



资料来源：Wind 申万宏源研究

8月1日李克强谈东北问题“动情”，给出三味药方。东北振兴主题在牛市中依然有弹性。

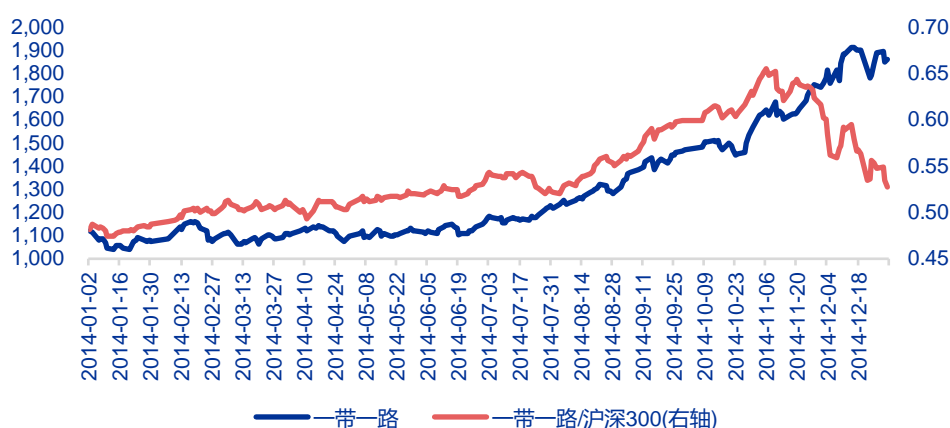
图 17：8月东北振兴主题在牛市中同样有弹性



资料来源：Wind 申万宏源研究

而 2014 年最重要的区域主题肯定是一带一路：9 月 5 日中国、澳大利亚、伊朗等 25 个国家的 48 个城市市长共同发布了《乌鲁木齐宣言》，共建丝绸之路经济带。9 月 25 日中证报报道，丝绸之路经济带和 21 世纪海上丝绸之路(一带一路)建设方案有望近期公布。11 月 6 日习近平主持召开中央财经领导小组第八次会议研究“一带一路”规划、发起建立亚洲基础设施投资银行和设立丝路基金。11 月 8 日习近平宣布丝路基金成立，“一带一路”进入落地实施阶段，一带一路不仅为 A 股市场提供了有持续性的主题机会，与之相伴随的领导人密集出访，成为了中国改革重要的宣讲媒介，是改革乐观预期发酵的重要基础。一带一路主题几乎贯穿全年是重要的相对收益方向，最终丝路基金落地“利好出尽成利空”，叠加券商趋势性走强，相对收益方才均值回归。

图 18：一带一路主题几乎贯穿全年，最终随着丝路基金落地“利好出尽成利空”



资料来源：Wind 申万宏源研究

另外，上海自贸区主题在 2013 年已集中表现，2014 上半年持续跑输市场。2014 年自贸区主题的主要线索是扩容，年初自贸区申报成燎原之势，但 6 月 3 日中央高层批各地自贸区一哄而起，申报流程全线暂停。下半年自贸区有序扩容重新推进，福建、天津和广东自贸区密集兑现催化，并带动了上海自贸主题补涨。

图 19：上海自贸区主题 2014 上半年持续跑输市场，下半年因自贸区扩容出现补涨



资料来源：Wind 申万宏源研究

总体而言，2014 年是区域主题投资的大年，多点发酵且持续性较强，重点的区域主题在 7 月-11 月牛市已启动的阶段，依然保持了较高弹性。

表 7：2014 年是区域主题投资的大年

日期	2014 年区域发展大事记
2014/1/6	国务院调整上海自贸区内有关法规和审批措施：改革外商投资管理模式，扩大服务业开放
2014/1/27	发改委：在总结上海自由贸易试验区试点经验的基础上，支持在具备条件的地区发展自由贸易园(港)区
2014/2/21	上海自贸区跨境人民币扩大使用政策正式落地
2014/2/26	京津冀协同发展升至国家战略：习近平在北京主持召开座谈会，专题听取京津冀协同发展工作汇报
2014/3/30	京华时报：发改委：有关京津冀一体化的相关规划正在紧密制定当中，将尽快对外公布
2014/4/25	政治局会议：要继续支持西部大开发、东北地区等老工业基地全面振兴,推动京津冀协同发展和长江经济带发展
2014/4/28	李克强(重庆座谈会)：实施一批重大工程建长江经济带
2014/5/26	政治局会议：研究进一步推进新疆社会稳定和长治久安工作
2014/5/28	新闻联播：习近平在第二次中央新疆工作座谈会上强调，坚持依法治疆、团结稳疆、长期建疆，团结各族人民建设社会主义新疆
2014/5/29	李克强：在资源开发利用上，要让新疆更多受益。 新疆已划分三大油气块供地方及民营企业招投标
2014/6/3	中央高层批各地自贸区一哄而起，申报流程全线暂停
2014/6/11	国常会：部署综合立体交通走廊，打造长江经济带
2014/6/12	新疆自治区副主席史大刚：今年新疆基础设施投资可能突破 10000 亿
2014/7/1	上海自贸区新版负面清单出炉，特别管理措施缩减至 139 条
2014/7/15	金砖五国领导人正式签订协议，成立金砖国家开发银行
2014/8/1	李克强谈东北问题“动情”，为其振兴开三味药：一步推进简政放权激发市场活力；加强民生保障；紧扣转方式、调结构
2014/8/28	上海市长杨雄：上海自贸区年底前将推出一批新改革举措
2014/9/5	包括中国、澳大利亚、伊朗、马来西亚、土耳其、哈萨克斯坦、韩国、印度尼西亚、巴基斯坦等 25 个国家的 48 个城市市长共同发布了《乌鲁木齐宣言》，意欲通过在交通、贸易、投资、就业、人文等方面的务实合作，共建丝绸之路经济带
2014/9/19	李克强(上海自贸区考察)：继续压缩负面清单，给市场“让”出更大空间
2014/9/25	中证报：丝绸之路经济带和 21 世纪海上丝绸之路(一带一路)建设方案有望近期公布
2014/10/7	证监会:上海自贸区金融扶持政策可在前海复制落地
2014/10/24	金融界：天津自贸区获部委原则上通过，待国务院审批。新浪：福建自贸区近期将获批复
2014/10/27	习近平(深改组会议)：上海自贸区经验要尽快推广
2014/11/6	习近平主持召开中央财经领导小组第八次会议研究“一带一路”规划、发起建立亚洲基础设施投资银行和设立丝路基金
2014/11/8	习近平宣布，中国将出资 400 亿美元成立丝路基金。丝路基金是开放的，欢迎亚洲域内外的投资者积极参与
2014/11/10	习近平与朴槿惠举行会晤，共同确认中韩自贸区结束实质性谈判
2014/11/11	国家核电与南非签署核电合作协议，将开拓 5700 亿市场
2014/11/12	习近平(会晤奥巴马)：欢迎美国积极参与亚投行及丝路基金。习近平(会晤秘鲁总统乌马拉)：中方将积极参与建设从秘鲁到巴西、连接太平洋和大西洋的“两洋铁路”项目。人民日报：中国高铁全球性价比最优，基建出海是双赢
2014/11/14	库尔勒至格尔木铁路获批，有望于年底开工，丝路建设落到实操阶段
2014/11/17	商务部：中韩自贸区年内将完成全部谈判，2015 年下半年或生效。新疆成立推进丝绸之路经济带核心区建设工作领导小组
2014/11/20	新华网：福建省商务厅副厅长钟木达：国家拟在广东、天津、福建三省(市)扩大自贸园区试点的决定

2014/11/24	路透：中国政府和银行将向中国企业提供融资，未来六年在巴基斯坦建设总规模 456 亿美元的能源和基础设施项目 国家核电联手美国西屋拿下土耳其核电项目
2014/11/25	印度本周将与中国签署协议，就德里与钦奈之间修建 1750 公里高铁线路提供可行性报告
2014/12/6	政治局集体学习：加快实施自由贸易区战略，加快构建开放型经济新体制。习近平：加快实施自由贸易区战略
2014/12/12	国常会：将在广东、天津、福建特定区域再设三个自贸区
2014/12/15	中哈再签 180 亿美元大单，涉基建住房公路等领域

资料来源：申万宏源研究

2. 2014 年的国企改革：优质的政策类主题就当如此

2013 年十八届三中全会布局，2014 年有顶层设计文件的期待(尽管最终并未及时兑现，但已为主题发酵提供了一个很长的有利窗口)，也有各省改革方案制定全面铺开，密集催化。2014 年的国企改革就是一个优质应有的模样：上海和广州国企改革年初率先铺开，中国中冶等央企推出混合所有制方案，6 月 13 日“《深化国企改革指导意见》和《国有经济布局结构调整方案》有望在 9 月后公布，试点工作或将从明年开始”的国企改革顶层设计方案和试点节奏预期见诸报端。7 月 25 日路透社报道，交通银行已上报“实施混合所有制”的申请，若获批将开启国有银行试点的先河。7 月 26 日申银万国换股吸收合并宏源证券登陆 A 股，申万宏源证券的诞生是国企改革 + 金融改革推进的一个缩影。截至 8 月 14 日，已有十五省市出台国资改革方案：上海、甘肃、山东、江苏、云南、湖南、贵州、重庆、天津、四川、湖北、江西、山西、北京、青海。9 月 2 日时代周报报道，原定于 9 月出台的《深化国有企业改革的指导意见》与《关于完善公有制实现形式的指导意见》今年将不会出炉，或延后至明年由深改组出台。但顶层设计的暂时缺席，并未影响央企改革试点的推进，10 月 8 日央企“四项改革”试点具体方案获深改组原则性通过。国企改革主题的高潮出现在 10 月 27 日南北车停牌，主题投资阻力最小的阶段结束，截至 2014 年底，国企改革主题年内积累的相对收益几乎全部回吐。

图 20：国企改革主题 2014 年 6 月开始加速，10 月底相对收益达到高峰



资料来源：Wind 申万宏源研究

表 8：2014 年国企改革是典型的优质主题：有顶层设计的期待，有各地方案的铺开，密集催化

日期	2014 年国企改革大事记
2014/2/20	广东省国资国企改革工作会议召开，改革重点将包括：不设国资持股比例下限，混合所有制企业比重明显提升，负面清单制度等
2014/2/28	广东国资委召开第一次省属国有企业与民营企业对接会，引入民间资本超千亿
2014/3/1	广弘控股公告称，广弘公司实际控制人将由广东省国资委变更为广东省商贸控股集团有限公司，3 月 3 日广弘控股涨停
2014/3/21	上海国资改革推“三个视同于”，优化国企考核体系：对企业符合条件的研发投入、创新转型费用、境外投资项目费用，均视同于利润
2014/3/28	广东国资国企改革第一拍落定，中山柏高转让 65% 股权
2014/3/31	中国中冶公司总裁张兆祥：大力推进混合所有制改革，重点在下属子公司、三级公司推进
2014/6/4	中证报：上海国资国企改革已进入对各国企改革方案进行评级的阶段，重点关注企业发展方向、战略定位乃至上海市产业升级需要等因素
2014/6/13	经济观察网：《深化国企改革指导意见》和《国有经济布局结构调整方案》有望在 9 月后对外公布，试点工作或将从明年开始
2014/6/30	中证网：国资委已草拟设立国有投资公司、发展混合所有制、选聘董事会高管等工作的试点方案，并圈定第一批试点的 5 家央企
2014/7/7	上海发布《关于推进本市国有企业积极发展混合所有制经济的若干意见（试行）》
2014/7/23	南京颁布促进民营经济和混合所有制经济“1+5”政策文件，要求国有企业从传统工商业和设计、施工、监理、养护等“一般性竞争领域”退出
2014/7/25	路透：交通银行已上报“实施混合所有制”的申请，若获批准，将开启国有银行试点的先河
2014/7/26	申银万国换股吸收合并宏源证券登陆 A 股
2014/7/31	甘肃省新一轮国资改革启动，改革重点将围绕明确国资监管范围、监管职责、监管方式、运营模式和投向五方面来进行
2014/8/7	重庆混合所有制经济率先发力，推出百个开放项目、提速国企集团股权多元化、引导各类资本参与国企改革改制重组等
2014/8/11	青海省出台《关于深化国资国企改革的指导意见》
2014/8/12	四川长虹公告称，公司大股东长虹集团拟定拟改组为四川长虹电子集团控股有限公司，并拟研究中长期激励管理办法，及积极引入各类战略投资者等
2014/8/14	已有十五省市出台国资改革方案：上海、甘肃、山东、江苏、云南、湖南、贵州、重庆、天津、四川、湖北、江西、山西、北京、青海
2014/8/20	安徽省通过了《2014 年深化全省国资国企改革的安排意见》，进一步推进江淮汽车集团整体上市，对四家省属企业进行重组
2014/8/29	政治局会议，央企负责人薪酬制度改革方案获通过，明确要实行差异化，避免“大锅饭”现象
2014/9/2	时代周报：原定于 9 月出台的《深化国有企业改革的指导意见》与《关于完善公有制实现形式的指导意见》今年将不会出炉，或延后至明年由深改组出台
2014/9/22	央企高管限薪二轮征求意见结束：总额上限 60 万
2014/10/8	央企“四项改革”试点(国有资本投资公司试点、混合所有制经济试点、董事会行使高级管理人员选聘、业绩考核和薪酬管理职权试点、派驻纪检组试点)具体方案获深改组原则性通过
2014/10/24	思想火炬据(国家文化安全与意识形态建设研究中心官方微博)：经习总书记批准，在国务院设立中央国企改革领导小组，马凯任组长，王勇任副组长
2014/10/27	中国南车和中国北车同时停牌
2014/11/4	证券时报网：南北车均已证实，两家公司已成立合并工作组，正就合并事项展开工作
2014/11/25	界面新闻：中石油已经敲定了 2 家局级单位油田(吉林油田和大港油田)作为试点，各拿出 35% 的股份引

入民营资本

2014/12/4	中国证券报：首批六家央企四项改革试点方案已基本定稿
2014/12/15	国资委季晓南：国企改革“1+N”方案明年一季度才能出台
2014/12/17	地方国资改革再掀高潮：云维股份、海螺型材、海螺水泥、杭钢股份等多家公司宣布因大股东筹划重大事项停牌
2014/12/30	晚间南北车发布合并方案

资料来源：申万宏源研究

3. “改革牛”缘何而起？一切都在迎合每个人心中市场化的期待

区域对外开放和国企改革等改革主题行情几乎贯穿 2014 全年，使得改革预期在投资者净值上日积月累，为改革信心的提升提供了土壤。当然，从“能落地的改革主题”到“改革牛”的过渡，还需要其他的条件。我们基于事件复盘总结了“改革牛”预期发酵的五个条件，我们也许不能说这五个条件缺一不可，但任何一个条件的缺失，可能都会使得改革乐观预期发酵力度大打折扣：

(1) 市场化是每个投资者心中的期待：“改革牛”中的“改革”最核心的内涵是什么？我们认为是市场化，是减少政府干预，放松监管，调动微观活力。改革开放以来，从来没有什么政策能够比市场化和保护产权，更能提振微观信心。2014 年企业家和投资者都对市场化改革有期待，而管理层也不遗余力提振改革信心，挖掘市场化红利。结果便是微观活力大幅提升，企业家做大做强，投资者放开手脚，于是“并购牛”和“杠杆牛”就有了基础。

(2) “改革牛”发酵离不开改革主题的铺垫，前文已详细复盘，这里不做赘述。

(3) 2014 年既是中国的改革大年，也是外交大年。国家领导人能够在国内外多个场合对改革进行宣讲。比如，习近平主席 2 月 9 日接受俄媒专访，展现了中国全面深化改革的决心。3 月 30 日在柏林演讲，强调改革已进入深水区，顶层设计在逐项落实。8 月 20 日在纪念邓小平同志诞辰 110 周年座谈会上发表讲话，这是锐意改革必要的仪式感。李克强总理也在博鳌亚洲论坛、世界经济论坛非洲峰会、英国智库演讲、达沃斯等多个场合讨论稳增长和促改革的关系。密集的高层宣讲，就是“改革牛”催化最直接的来源。

(4) 对改革最有力的表述，几乎都是将改革和稳增长分开。6 月 5 日新华社连发三文评刺激与改革：《“微刺激”不等于“缓改革”》《“微刺激”凸显“妙调控”》和《“微刺激”助益“稳增长”》。9 月 16 日新华网评中国降息预测，这是对中国正在大力推进改革的不信任，这是改革和稳增长最尖锐的对立。9 月 17 日央行政策委员陈雨露表示，咬牙坚守货币政策，定向发力推动结构调整。10 月 8 日李克强表示，外界总误解 7.5%是底线，宁愿用改革来刺激。9-10 月是“改革牛”预期确认的窗口，也是改革和稳增长区分最鲜明的窗口。实际上，此时稳增长政策已全面铺开，只能说改革决心更胜一筹。

(5) 其他因素的共振也不可或缺。“改革牛”是 2014-15 年汇聚信心、提升风险偏好的投资故事。而**稳增长加码流动性宽松，金融改革增量博弈**(这两个因素在“改革牛”确立前已经证实)，以及 2015 年并购重组爆发支撑科技成长业绩高增，都是牛市的基础。

表 9：“改革牛” 2014 年 9-10 月确立：一切都在迎合每个人心中市场化的期待

日期	2014 年改革大事记
2014/1/18	李克强：今年仍要经济运行保持在合理区间，给市场以稳定的预期。要着力促改革调结构，要有实质进展
2014/1/22	习近平主持召开中央全面深化改革领导小组首次会议：要充分调动各方面积极性，坚定不移朝着全面深化改革目标前进
2014/2/9	习近平接受俄媒专访获高度评价：展示了中国全面深化改革的决心
2014/2/16	国务院印发《关于取消和下放一批行政审批项目的决定》，今年首批取消 82 项行政审批，取消事项含金量高
2014/3/30	习近平柏林演讲：改革已进入深水区，顶层设计的在逐项落实
2014/4/4	经济参考报：国网基本确定在直流特高压、电动车充换电设施和抽水蓄能电站三个领域推行混合所有制改革
2014/5/27	习近平在政治局第十五次集体学习时强调：正确发挥市场作用和政府作用，推动经济社会持续健康发展
2014/5/30	新华网(英文)：中国将向私人资本开放国防设备领域，放宽军用装备的市场准入门槛
2014/6/5	新华社连发三文评刺激与改革：《“微刺激”不等于“缓改革”》、《“微刺激”凸显“妙调控”》和《“微刺激”助益“稳增长”》
2014/6/6	习近平主持深改组会议审议《深化财税体制改革总体方案》
2014/6/30	政治局会议通过了《深化财税体制改革总体方案》《关于进一步推进户籍制度改革的意见》
2014/7/8	习近平主持召开经济形势专家座谈会：坚定信心增强定力，坚定不移推进供给侧结构性改革 李克强(会见世行行长和世界卫生组织总干事)：鼓励社会资本进入医疗卫生领域
2014/7/29	新华社：中共政治局前常委周永康被立案调查
2014/8/18	中央财经领导小组会议：加快实施创新驱动发展战略 中央深改组通过《党的十八届三中全会重要改革举措实施规划(2014—2020 年)》，七年规划实属罕见
2014/8/19	工商总局局长张茅《人民日报》发文：中国将鼓励和吸收社会资本特别是民间投资进入能源、金融及电力等领域
2014/8/20	国常会：再取消和下放 87 项含金量高的审批事项 习近平在纪念邓小平同志诞辰 110 周年，并在座谈会上发表讲话
2014/9/10	李克强达沃斯讲话：中国全面深化改革未有穷期，政府带头自我革命，开弓没有回头箭；中国不会发生“硬着陆”；用创新打造经济新引擎
2014/9/11	李克强：后四个月将推重点改革，尤其是三大重点改革——政府自身革命、破解深层次结构性矛盾、用好和盘活财政金融增量与存量资金
2014/9/12	李克强：要破除一切束缚发展的体制机制障碍，让每个有创业愿望的人都有自主创业的空间，让创新、创造的血液在全社会自由流动，让自主发展的精神在人民当中蔚然成风
2014/9/16	新华网评中国降息预测，这是对中国正在大力推进改革的不信任
2014/9/17	央行政策委员陈雨露：咬牙坚守货币政策，定向发力推动结构调整
2014/9/21	路透：中国高层领导人上月齐聚北戴河，他们一致认为年底前经济工作的重点将是推进改革，优先于出台刺激增长措施，并接受了经济增幅可能低于 7.5%目标的现实
2014/10/6	人民日报：改革最大受益者是人民：促进社会公平正义
2014/10/8	李克强：外界总误解 7.5%是底线，宁愿用改革来刺激

2014/11/9	习近平首次系统阐述“新常态”：从高速增长转为中高速增长；经济结构不断优化升级；从要素驱动、投资驱动转向创新驱动
2014/11/24	国务院：取消和下放 58 项行政审批项目，取消 67 项职业资格许可和认定事项
2014/11/27	国务院印发《关于创新重点领域投融资机制鼓励社会投资的指导意见》，开放 7 大领域
2014/12/30	习近平：明年是全面深化改革的关键之年，气可鼓而不可泄，要巩固改革良好势头，推动全面深化改革不断取得新成效

资料来源：申万宏源研究

4. “改革牛”为什么由券商股奠基？券商就是金融改革最大的受益者

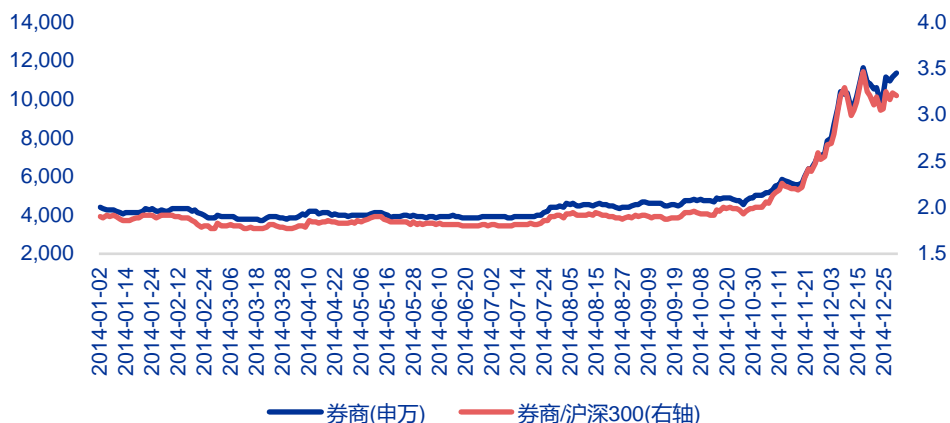
“改革牛”为什么由券商股奠基？或者说 2014 年券商股波澜壮阔的行情从何而来？是必须详细复盘的问题。我们的答案：券商是金融改革最大的受益者，同时兼具成长性、价值性和趋势性，成为最强方向理所应当。随着时间的推移，很多投资者只记得券商上涨是牛市初期的特征，可能忽略了 2014 年券商逻辑的高强度：

(1) 2014 年金融改革的重点是资本市场改革，券商最为受益：3 月 25 日国常会推出六大举措促资本市场健康发展，即“国六条”。在“国六条”基础上制定“新国九条”的预期随即开始发酵。5 月 9 日国务院发布《关于进一步促进资本市场健康发展的若干意见》，即“新国九条”。5 月 15 日券商创新大会召开，事后来看券商扩张资本占用类业务的方向此时已经非常明确。8 月 4 日证监会已启动《证券公司风险控制指标管理办法》的修订工作，券商三项风控指标下限拟下调，券商监管松绑，资产负债率提升空间打开。10 月 24 日证监会发布《上市公司重大资产重组管理办法》和《关于修改〈上市公司收购管理办法〉的决定》，**并购重组成为券商业绩新的增长点，2015 年“并购牛”的制度基础已完备。**11 月 26 日中证协发布《关于证券公司报送资本补充规划有关工作的通知》，继续鼓励券商用多种方式规模扩张。

(2) 牛市当中市场上涨和券商业绩本身存在正循环机制，而 2014 年由于融资余额加速扩张，正循环机制更加有力：券商基本面预期改善→股价上涨→杠杆资金加速入市→券商做大资本占用类业务(2014 年主要是融资，2015 年是融资和股权质押)的成长性逻辑进一步夯实。

(3) 券商兼具成长性、价值性和趋势性，成为了各类资金一致看好的方向。成长性来自于**负债端资本金和加杠杆能力双扩张，资产端资本占用类业务大发展，规模扩张和盈利能力提升可以兼得。**价值性来自于 2014 年 6 月 20 日牛市行情开始前，券商 PB(LF)估值仅 1.58 倍，处于 2010 年以来的绝对低位，低估值起点是行情空间的重要保障。趋势性来自于市场上涨、交易量和融资余额扩张对券商股价的支撑，券商成为交易热度最高的方向。

图 21：2014 年 10 月下旬开始券商板块一枝独秀，为“改革牛”奠基



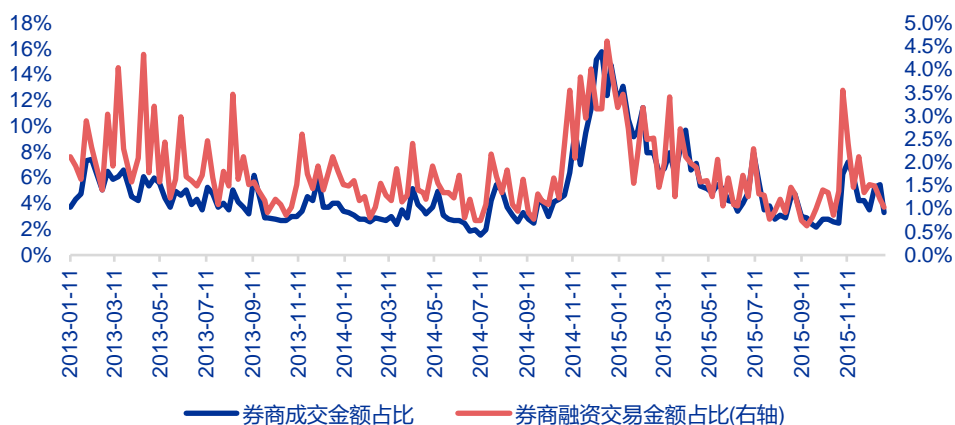
资料来源：Wind 申万宏源研究

图 22：2014 年牛市开始前，券商 PB 估值处于 2010 年以来的绝对低位



资料来源：Wind 申万宏源研究

图 23：2014 年底券商成为交易热度最高的方向：交易金额和融资交易金额占比向上脉冲



资料来源：Wind 申万宏源研究

表 10：2014 年金融改革的重点是资本市场改革，券商最为受益

日期	2014 年金融改革大事记
2014/3/3	上交所理事长桂敏杰：蓝筹股率先推出“T+0”没什么障碍，只有认识障碍
2014/3/8	肖钢谈创业板改革：在创业板建立专门层次，允许尚未盈利但符合一定条件的互联网和科技创新企业在创业板发行上市
2014/3/11	尚福林：目前已确定 5 个民营银行试点方案，将分别在天津、上海、浙江和广东开展试点
2014/3/15	人民银行：3 月 17 日起人民币兑美元汇率浮动幅度由 1%扩大至 2%
2014/3/21	证监会例会：全面推进创业板改革：(1) 简化发行条件；(2) 创业板申报企业不再限于 9 大行业；(3) 推出小额快速灵活的定向增发机制；(4) 简化创业板公司并购审核流程；(5) 强化对信批制度的监管。(6) 严格执行退市制度
2014/3/24	国务院发布《关于进一步优化企业兼并重组市场环境的意见》：加快审批制度改革，鼓励企业兼并重组
2014/3/25	国常会：六大举措促资本市场健康发展(国六条)：推进股票发行注册制改革，鼓励市场化并购重组，完善退市制度；规范发展债券市场；培育私募市场，对依法合规私募发行不设行政审批；继续推出大宗资源性产品期货品种，发展国债期货；促进中介机构创新发展，放宽业务准入，促进互联网金融健康发展；扩大资本市场开放，便利境外主体跨境投融资
2014/3/28	第一财经日报“新国九条”将于近期出台。3 月 25 日国常会的“国六条”是其基础
2014/4/17	央行拟放宽全球央行、主权基金、国际金融机构等非法人机构进入中国银行间债市的准入条件
2014/5/9	国务院发布《关于进一步促进资本市场健康发展的若干意见》(新“国九条”)
2014/5/14	证监会发布《关于进一步推进证券经营机构创新发展的意见》，作为证券行业创新走到第三年的纲领，这是 5 月 9 日新“国九条”出台后的首个落地细则
2014/5/15	2014 年证券经营机构创新发展研讨会(券商创新大会)召开，肖钢缺席，姚刚讲话：五大方面推动券商创新
2014/5/16	央行等五部门联合印发《关于规范金融机构同业业务的通知》(127 号文)，压低同业业务中非标的规模
	证监会例会：发布创业板首发办法和再融资办法，落实新“国九条”措施将陆续推出
2014/7/11	证监会就修订《上市公司重大资产重组管理办法》和《上市公司收购管理办法》公开征求意见
2014/8/4	证监会近期启动《证券公司风险控制指标管理办法》的修订工作，券商三项风控指标下限拟下调
2014/8/24	中证登发布账户整合配套制度《证券账户管理规则(修订稿)》，突破一人一户限制，并拟于统一账户平台“十一”期间上线时同步实施
2014/8/29	中金所修订沪深 300 股指期货合约细则：最低交易保证金由 12%调整为 8%，持仓限额由 600 手调整至 1200 手
2014/9/12	三部委联合发布《关于加强商业银行存款偏离度管理有关事项的通知》(236 号文)，明确月末存款偏离度不得超过 3%
2014/10/17	道琼斯：中国央行将向约 20 家中资股份制银行注资至多 2000 亿元人民币
2014/10/24	证监会发布《上市公司重大资产重组管理办法》和《关于修改<上市公司收购管理办法>的决定》
2014/10/30	张育军：证监会正在积极研究在创业板设立专门层次，支持尚未盈利的互联网企业、科技创新企业上市
2014/11/4	证监会针对并购重组中提高配套募资比例，以巩固上市公司大股东控制权的做法，明确计算“交易总金额”时应减去“配套募资中的支付现金对价部分”，提高规避借壳的难度
2014/11/19	国常会：抓紧出台股票发行注册制改革方案，取消股票发行的持续盈利条件，降低小微和创新型企业上市门槛
2014/11/26	中证协发布《关于证券公司报送资本补充规划有关工作的通知》，除了鼓励券商通过 IPO、增资扩股等方式补充资本外，还将降低入股证券公司的要求，并通过优先股、减记债、可转债等新型工具补充资本
2014/11/28	证监会例会：注册制改革方案完成初稿，11 月底上报国务院
2014/11/30	人民银行发布《存款保险条例(征求意见稿)》

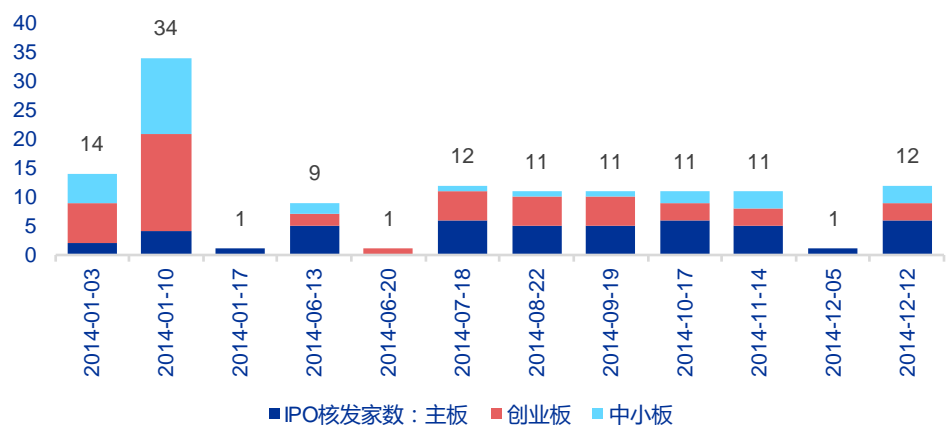
资料来源：申万宏源研究

三、2014 年“根基深厚”的增量博弈，“杠杆牛”只是枝头最绚丽的花

增量博弈很少能够独立存在，需要市场趋势动量的配合和其他催化的共振，但 2014 年的增量博弈是有一些独立逻辑的。我们相信“杠杆牛”并非管理层的初衷，管理层多条线积极推动长期资金入市和券商改革，是为了更好地支持实体经济，扩大权益融资比例。但客观上，管理层的努力使得资金供需格局逐步优化，夯实了增量博弈的基础，而“杠杆牛”可能只是根基夯实后，在枝头开出的最绚丽的花。

2014 年资金供需格局的优化，要从年初清理 IPO 乱象说起：2013 年 12 月 31 日新股 IPO 重启(暂停从 2012/11/16 开始)，证监会核发 11 家公司上市批文。新股定价高，老股大比例减持等问题迅速发酵。1 月 10 日奥赛康凌晨紧急公告暂缓 IPO，为新股发行首次，至今都没有再次发行，成为新股乱象的典型；新股首发审核暂告段落，证监会紧急出台政策弥补 IPO 制度漏洞。1 月 13 日新华社为证监会紧急加码新股监管鼓掌。直到 6 月 9 日 IPO 才正式开闸，10 家企业拿到批文。而此前 IPO 堰塞湖累积的问题一度引发市场担忧。从 4 月 18 日 IPO 预披露重启到 5 月 19 日已有 21 批共 358 家企业披露招股说明书(截至 6 月 30 共 50 批 641 家公司披露招股说明书，2014 年预披露工作才告一段落)，年内新股发行量预期混乱，此时证监会表示从 6 月到年底，计划发行上市新股 100 家左右，并按月大体均衡发行上市，市场担忧有所缓和。实际上 6-12 月，IPO 批文核发家数均在 10-13 家之间，发行量并未达到 5 月 19 日计划的 100 家。全年 IPO 供给总体温和。

图 24：2014 年 6-12 月 IPO 批文核发家数均在 10-13 家之间



资料来源：Wind 申万宏源研究

表 11：2014 年初 IPO 治乱，5 月确定后续 IPO 节奏，全年 IPO 供给总体温和

日期	2014 年 IPO 大事记
2013/12/31	新股 IPO 重启(暂停从 2012/11/16 开始)，证监会核发 11 家公司上市批文
2014/1/9	人民日报：IPO 开闸不是股市毒药 长线利好未必促成短线繁荣

2014/1/10	奥赛康凌晨紧急公告暂缓 IPO，为新股发行首次，至今都没有再次发行；新股首发声和暂告段落，3 月份重启发审会
2014/1/11	证监会：发行人要合理设定 IPO 新老股配比
2014/1/12	证监会发布《关于加强新股发行监管的措施》，五公司暂缓新股发行。1 月 13 日新华社：为证监会紧急加码新股监管鼓掌
2014/1/16	证监会启动新股发行定价过程抽查长效机制，首批涉及 44 询价机构 13 券商
2014/3/7	姚刚：发审会将在 3 月份启动，但当月可能不会有企业发行，创业板上市条件将放宽
2014/3/25	万得：IPO 最快将于 4 月上旬重启，目前已有部分券商接到沪深交易所通知，将于本周内开展系统测试
2014/4/18	证监会修订 IPO 审核工作流程并公示再融资审核工作流程，深夜 28 家新股预披露招股说明书
2014/4/25	证监会：发审会 30 日重启，将审核 4 家公司
2014/5/7	证监会发行部要求包括光大证券、海通证券、信达证券在内的多家保荐机构报送发行方案，IPO 有望在 5 月中下旬启动
2014/5/19	证监会：抓紧推进发行、并购重组、退市等基础性制度改革。做好当前新股发行工作，稳定市场预期，从 6 月到年底，计划发行上市新股 100 家左右，并按月大体均衡发行上市 证监会发布第 21 批 15 家预披露名单，累计已有 358 家企业披露招股说明书
2014/5/23	中证报：证监会发行处会议要求券商修改发行方案并补充封卷，不鼓励大比例老股转让，不希望 IPO 高定价，原则上不支持超募
2014/6/9	IPO 正式开闸：10 家企业拿到批文
2014/6/30	证监会发布第 50 批 23 家预披露名单，累计已有 641 家企业披露招股说明书
2014/9/17	上交所近期下发《信用账户支持 IPO 业务测试方案》的通知，测试主要内容为 IPO 发行业务支持信用账户申报
2014/11/21	证监会例会：(已发行 66 家新股)证监会仍将按照前几个月的进度均衡安排新股发行，不会在年底集中安排 30 多家企业发行新股
2014/12/13	肖钢：积极推进股票注册制改革，实施适度新股供给

资料来源：申万宏源研究

2014 年增量博弈的独立逻辑，集中体现在管理层多条线推动长期资金入市：(1) 鼓励险资入市与保险举牌。年初保监会即着手放松险资投资创业板股票，以及允许历史保单投资蓝筹股改革。2 月 11 日生命人寿增持金地集团达 10%，打响年内险资举牌第一枪。2 月 19 日保监会发文加强和改进保险资金运用比例监管：保险公司投资权益余额不高于总资产的 30%；重大股权投资余额不高于本公司上季末净资产。4 月 22 日生命人寿增持金地股份至 19.81%，而安邦持股比例也达到 15%。6 月 30 日保监会发文完善五大保险公司运用历史存量保单资金投资蓝筹股的标准。安邦主导的险资举牌在年底达到高潮。12 月 1 日安邦保险持有民生银行首次达到总股本的 5%，触发举牌，成为民生银行第一大流通股股东，同时继续增持招商银行。12 月 19 日安邦保险持有民生银行有表决权股份占比 10%，成为民生银行第一大股东，并四度举牌金融街，股份占比增至 20%。

(2) 沪港通推进，资本市场对外开放全面加码，外资投资 A 股通道拓宽：4 月 10 日沪港通获批，正式启动需要 6 个月准备时间。6 月 11 日 MSCI 明晟公司宣布，A 股未被纳入 MSCI 指数，但仍保留在其审核名单中。证监会与 MSCI 依然保持积极互动。9 月 26 日上交所发布《沪港通试点办法》和《港股通投资者适当性管理指引》，沪港通规则体系已经基本齐备。10 月 27 日沪港通未按此前预期时点启动，人民网点评“不必过度解读”。11 月 17 日陆股通正式通车，开通首日沪股通额度全部用完。

(3) 管理层顺势为 A 股叫好,助力信心聚集:8 月 1 日证监会非同寻常表态 A 股上涨有三大利好:一是宏观经济稳中向好;二是市场流动性比较宽裕,融资成本有望下降;三是改革措施的效果逐步显现,包括沪港通,优先股试点、蓝筹股 ETF 等消息带来的影响。从 8 月 31 日到 9 月 3 日,新华社连发 9 篇文章为股市叫好。最新的文章为《我国股市仍是经济质量“晴雨表”》,文中称我国股市仍是经济的“晴雨表”,但不能简单从数量上看待这种表现,它更是我国经济质量的“晴雨表”。12 月 15 日社科院发布《经济蓝皮书:2015 年中国经济形势分析与预测》:我们正站在牛市边缘,2015 年股市将迎来慢牛行情。

(4) 有心栽花,花开一度,无心插柳,绿柳成荫。险资和外资等长期价值资金入市总是克制而平稳的,管理层的努力为增量博弈打下了坚实的基础。而放松券商监管,鼓励券商做大融资等资本占用类业务,最终使得杠杆资金入市与券商业绩和股价形成正循环,成为了牛市的加速器。

从“杠杆牛”到“国家牛”,其背后的核心问题是如何看待增量博弈这把“双刃剑”,是泡沫总有破灭的时刻,但增量博弈带来了资源向新经济方向极高效的配置,这是极具有吸引力的。2014 年增量博弈已成趋势,但幅度上与 2015 年仍差一个数量级,2014 年单周新增股票账户数最高为 89.2 万户,2015 年数据停止披露前为 443.5 万户。2014 年交易结算资金余额、融资余额和两市成交额分别为最高值分别为 1.23 万亿、1.02 万亿和 1.24 万亿,而 2015 年最高值分别为 3.85 万亿、2.27 万亿和 2.36 万亿。2014 年“杠杆牛”可能还只是小试牛刀,但已经为 2015 年更波澜壮阔的“杠杆牛”和“国家牛”的投资故事奠定了基础。

表 12:2014 年管理层积极推动长期资金入市和券商监管放松,为增量博弈打下坚实基础

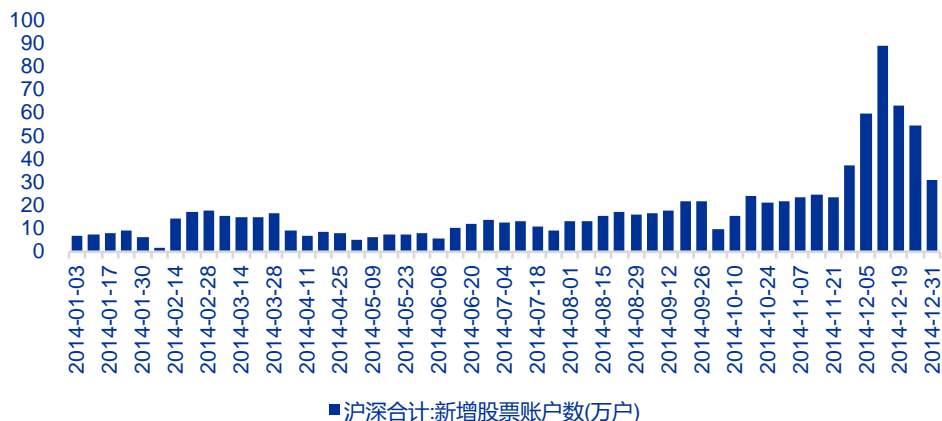
日期	股市流动性重要事件梳理
2014/1/7	保监会:险资可投资创业板股票,持股超 5%需披露
2014/1/8	保监会:经国务院同意,近期将启动历史存量保单投资蓝筹股,允许符合条件的保险公司申请试点
2014/1/11	证监会例会:支持上市公司通过回购股份等方式开展市值管理,正在研究员工持股计划政策建议
2014/1/28	2014 年 1 月份 QFII 和 RQFII 新增投资额度折合人民币共计 208 亿元,显著高于 2013 年 12 月
2014/2/11	生命人寿增持金地集团股份达 10%
2014/2/19	保监会发文加强和改进保险资金运用比例监管:保险公司投资权益余额不高于总资产的 30%;重大股权投资余额不高于本公司上季末净资产
2014/3/14	证监会例会:MSCI 就 A 股纳入计划路线图征求全球投资者的反馈意见,证监会对此表示欢迎。下一步将继续与 MSCI 明晟公司沟通,加强与外汇、财税的沟通协调工作,使 A 股纳入 MSCI 新兴指数取得实际成效
2014/4/10	沪港通获批,沪股通总额度为 3000 亿元,每日额度为 130 亿元,港股通总额度为 2500 亿元,每日额度为 105 亿元,沪港通正式启动需要 6 个月准备时间
2014/4/18	保监会公布了《关于修改〈保险资金运用管理暂行办法〉的决定》调整了保险资金运用比例,自 2014 年 5 月 1 日起施行
2014/4/22	生命人寿增持金地集团股份达 19.81%,并宣布继续增持。4 月 23 日,安邦人寿和安邦财险合计持有金地集团股份达 15%
2014/4/29	上交所发布《沪港股票市场交易互联互通机制试点实施细则(征求意见稿)》
2014/6/11	MSCI 明晟公司:A 股未被纳入 MSCI 指数,但仍保留在其审核名单中,作为 2015 年度评审的一部分
2014/6/30	保监会发文完善五大保险公司运用历史存量高利率保单资金投资蓝筹股的认可标准

2014/7/18	证监会例会：沪港通业务实施细则已基本完成，近期将陆续发布沪港通的配套规则
2014/8/1	证监会非同寻常表态 A 股上涨有三大利好：一是宏观经济稳中向好；二是市场流动性比较宽裕，融资成本有望下降；三是改革措施的效果逐步显现，包括沪港通，优先股试点、蓝筹股 ETF 等消息带来的影响
2014/8/4	证监会近期启动《证券公司风险控制指标管理办法》的修订工作，券商三项风控指标下限拟下调
2014/8/6	腾讯新闻：港交所行政总裁李小加：沪港通正式开闸的日子会选在国庆节假期后的某个星期一(业内推算最早开闸时间为 10 月 13 日)
2014/8/14	证金公司转融资业务费率下调 80 基点，182 天期转融资费率从 6.6%降至 5.8%
2014/8/16	港交所：8 月 23 日将启沪港通连接测试
2014/8/16	国务院修改《证券公司监督管理条例》，称券商集合投资无须上报审批，并下调券商风控指标
2014/9/3	从 8 月 31 日到 9 月 3 日，新华社连发 9 篇文章为股市叫好。最新的文章为《我国股市仍是经济质量“晴雨表”》，文中称我国股市仍是经济的“晴雨表”，但不能简单从数量上看待这种表现，它更是我国经济质量的“晴雨表”
2014/9/5	证监会例会：正在协调相关部门推进沪港通税收政策；明确支持深港通接力沪港通
2014/9/13	沪深交易所增加 205 只融资融券标的个股，上交所新增 104 只标的股，深交所增加 101 只标的股
2014/9/26	上交所发布《上海证券交易所沪港通试点办法》和《港股通投资者适当性管理指引》，沪港通规则体系已经基本齐备
2014/10/10	路透：沪港通或免征资本利得税，沪港通机制预计将于 10 月 27 日启动
2014/10/27	人民网：不必过度解读沪港通未按预期开通(前一日香港交易所发布公告称沪港通尚未获批启动)
2014/11/3	香港证监会：将会在沪港通开通后推出内地与香港两地基金互认
2014/11/10	证监会正式宣布，沪港通将于 11 月 17 日正式启动
2014/11/14	财政部等三部委联合发文：沪港通三年免征资本利得税
2014/11/17	陆股通正式通车，开通首日沪股通额度全部用完，港股通使用额度 16.3%
2014/11/26	中证协发布《关于证券公司报送资本补充规划有关工作的通知》，除了鼓励券商通过 IPO、增资扩股等方式补充资本外，还将降低入股证券公司的要求，并通过优先股、减记债、可转债等新型工具补充资本
2014/12/1	安邦保险持有民生银行首次达到总股本的 5%，触发举牌，成为民生银行第一大流通股股东。安邦保险继续增持招商银行
2014/12/7	华泰证券将融资融券保证金比例由 60%上调至 65%
2014/12/8	上海证券时报：某地证监局：券商违规办理两融开户、违规提高融资额度将被重罚
2014/12/12	证监会例会：针对券商融资业务，证监会近期没有进行窗口指导，但的确将启动第四季度现场检查工作
2014/12/15	社科院发布《经济蓝皮书：2015 年中国经济形势分析与预测》：我们正站在牛市边缘，2015 年股市将迎来慢牛行情
2014/12/16	西安晚报：旨在改善券商净资本约束的风控指标新规不日有望正式发布，将给券商带来近千亿的流动性
2014/12/19	证监会敲山震虎：垃圾股市值管理不能变成管理市值，已对涉嫌操纵的 18 支股票的涉案机构和个人立案调查 安邦保险持有民生银行有表决权股份占比 10%，成为民生银行第一大股东；安邦保险四度举牌金融街，股份占比增至 20%
2014/12/22	18 只被证监会立案调查的股票被新闻联播点名

资料来源：申万宏源研究

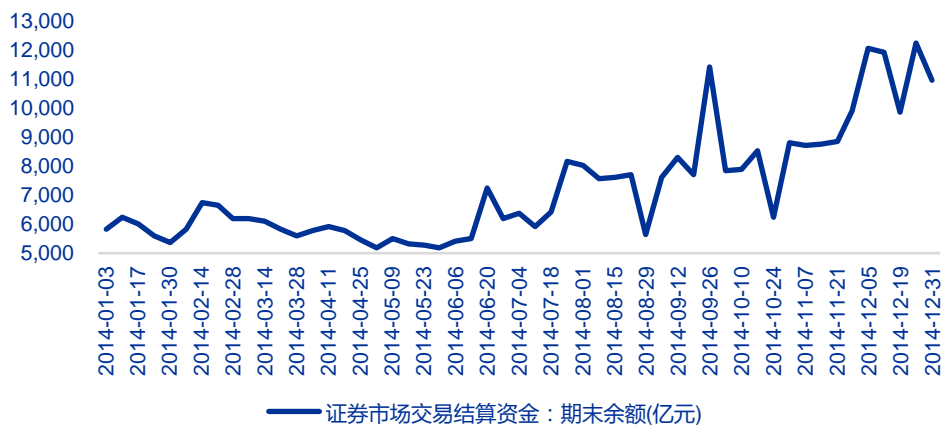
图 25 2014 年单周新增股票账户数高点为 89.2 万户,2015 年数据停止披露前为 443.5

万户



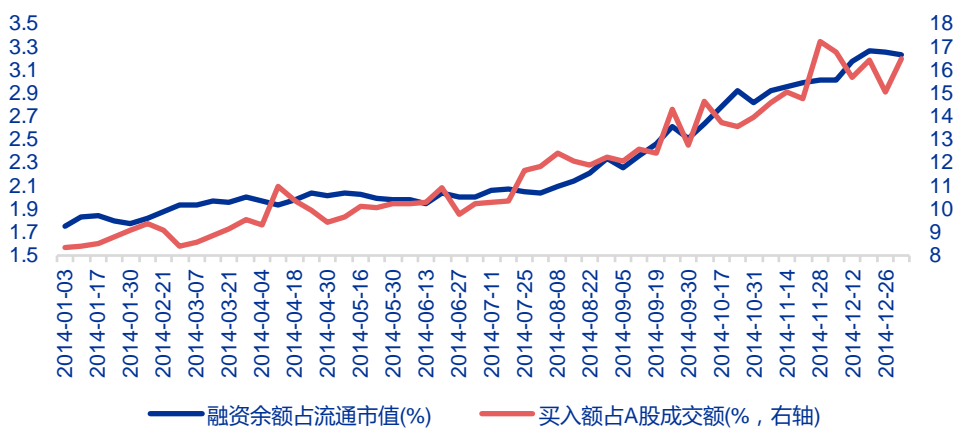
资料来源：Wind 申万宏源研究

图 26：2014 年交易结算资金余额最高值为 1.23 万亿，而 2015 年为 3.85 万亿



资料来源：Wind 申万宏源研究

图 27：2014 年融资对 A 股市场的影响趋势性上行



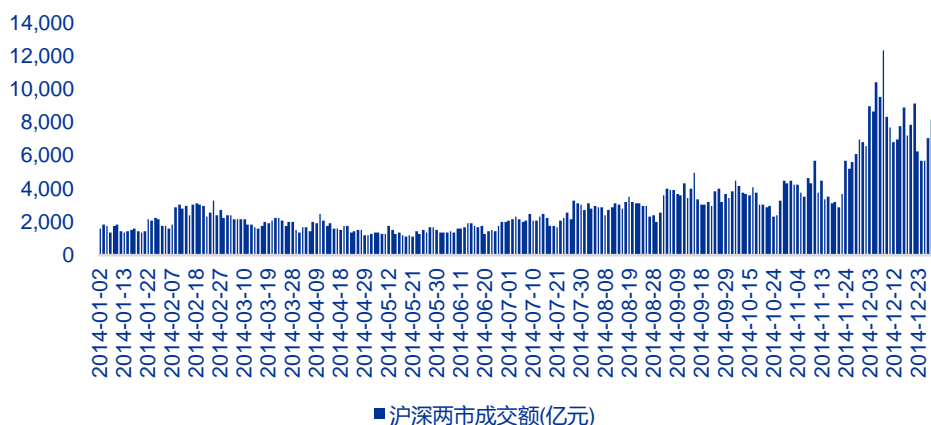
资料来源：Wind 申万宏源研究

图 28：2014 年融资余额最高值为 1.02 万亿，而 2015 年为 2.27 万亿



资料来源：Wind 申万宏源研究

图 29：2014 年两市成交额的最高值为 1.24 万亿，而 2015 年为 2.36 万亿



资料来源：Wind 申万宏源研究

四、辨古识今：2020 年可能很难完美复制 2014 年

复盘历史，是为了更好的展望未来。2020 年和 2014 年确有相似之处，当前我们也在期待真正的牛市。我们给出 2020-21 潜在牛市的逻辑是经济恢复性增长之后，还有结构性复苏 + 2021 年是中国政治周期的关键年(建党 100 周年)。那么是否可以简单类比 2014-15 年的牛市，进而把握当下的机会？我们认为，2020 年很难成为 2014 年的完美复制，两个年份存在以下 6 点关键不同：

1. 2020 市场对于改革效果验证的苛刻程度大概率要高于 2014 年。十八届三中全会《决定》之后，企业家和投资者对于市场化改革有期待，也有信心。管理层把一切交给改革的态度，也使得市场低估了改革的长期性，将远期改革效果的预期以更大比例地反映到了当期的股价中。而当前市场对改革的长期性和艰巨性有更深刻的认识，

市场发酵改革乐观预期一定需要更苛刻的验证。我们需要更多改革主题兑现赚钱效应，也需要更多的改革催化。

2. 2014 年宏观流动性由稳到宽，而当前宏观流动性已由宽到稳。2014-15 年稳增长从犹豫到发力，宏观流动性环境是越来越宽的，为乐观预期的不断发酵提供了有利的条件。2020 年应对新冠肺炎疫情，全球宏观流动性全面宽松。但时至今日，海外流动性进一步宽松尚且有期待，国内宏观流动性边际最宽松的阶段已经过去，当前流动性的趋势实际上不如 2014 年。

3. 股市增量博弈的路径可能不同：2020 年不受控制的“杠杆牛”再次出现的概率并不大，而居民资金通过龙头公募进入股市可能是主要路径。另外全球金融资本对 A 股的定价权更强，美元信用受损，可能提高外资配置中国资产的意愿。2014-15 年管理层最终选择“杠杆牛”带来的高效资源配置能力，“杠杆牛”开始向“国家牛”演变。而 2020 年政策基调“由保到稳”，2021 年再“稳中求进”。在疫情和海外局势尚不明确之前，贸然选择激进的资本市场管理策略实不可取的，所以“杠杆牛”不是 2020 年的可选项。居民资产配置需求客观存在，而这一次其进入股票市场的主要通道，可能是龙头公募基金。这意味着增量资金的属性是更有利于科技消费龙头溢价格局的。

另外，新冠肺炎疫情迫使美国全面实施财政货币化，政策边际效果减弱在全球普遍存在，宽松政策奢易俭难，可能被迫中长期存在，最终损害美元信用。美元资产的风险收益特征将被重新刻画。美股低波动特征被破坏。美债收益率下降，套利空间和长期性价比被压缩。实体经济去杠杆带来阵痛，可能加剧信用风险。美元资产不再是全球配置者眼中的“灯塔”，全球化配置的资金将逐步调整配置策略寻求更加多元化的方向。回过头来看，过去几年中国供给侧改革的前瞻性，以及对新冠肺炎疫情控制的及时性，使得人民币资产在这一轮市场下跌中整体收到冲击相对较小，也使得货币政策能够相对稳健地进行应对，人民币进一步国际化的契机或许正在开启，需要关注优质人民币资产的中长期配置价值。这可能是未来潜在牛市不同于历史任何一次经验的支撑因素。

4. 2014 年是中国政治外交的大年，也是领导人在国内外各场合密集宣讲改革的年份。

5. 2020 年经济基本面展望好于 2014 年，但弱周期和结构性复苏的一致预期很难被改变。复苏本身对于提升风险偏好的效果有限，我们期待的牛市应该不是一个周期牛，最终我们还是要回到科技消费牛的道路上来。

6. 2014-15 年最强的基本面趋势，是轻资产模式的新经济并购重组，业绩外生高增长。当前硬核科技才是基本面和政策面共振的方向，国产替代正在做实，龙头集中度提升在各行业普遍存在。如果股票市场再次被委以重任，那只能是扶植硬核科技龙头。但在此之前，推进创业板和科创板改革，创造龙头企业回归 A 股和港股的条件，可能是当下股票市场支持实体经济的重点。

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东	陈陶	021-23297221	chentao1@swhy.com
华北	李丹	010-66500631	lidan4@swhy.com
华南	陈左茜	755-23832751	chenzuoxi@swhy.com
海外	朱凡	021-23297573	zhufan@swhy.com

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。