

2014年12月31日

政策聚焦于提高金融体系效率

——2015年1月股市发展环境展望

短期评价：☆☆☆；中长期评价：☆☆☆

相关研究

《迎接资本市场大发展时期——2014年12月股市发展环境展望》
2014年11月28日

主要内容：

- 近期，供给过剩、需求疲软、外汇波动等因素导致国际原油价格出现连续大幅下跌。但是，预计到2015年3月，整个油气行业显著下降的资本开支将使得市场开始担忧中长期的原油供应，油价有望迎来反弹。石油是工业的血液，其大幅波动对全球经济带来的影响值得关注。俄罗斯等石油生产国和中美欧日等石油消费国的经济复苏将受到油价变化的显著影响，而石油化工、交通运输、能源及能源机械设备等相关的上下游行业也都将呈现不同发展态势。
- 近期央行和证监会出台的一系列政策旨在推进利率市场化改革，改善社会融资结构，降低社会融资成本。央行387号文表面上意在缓解市场资金紧张局面，解决存贷比约束，推进信贷扩张；实则旨在通过提高银行资产端的收益来推进负债端的利率市场化，提高金融体系的效率。证监会近期对注册制的频频表态及众筹办法的出台，也都旨在鼓励直接融资，降低社会融资成本。我们认为未来改善社会融资结构将成为金融政策的重中之重，以直接融资为主的资本市场将迎来大发展时期。
- 在“新国九条”顶层设计的指导下，2014年我国资本市场的制度改革在兼顾效率提升和风险控制间寻求平衡，市场体系建设和基础制度市场化改革均取得了重要突破。展望2015年，我国将迎来资本市场基本大法——《证券法》的修订完善，全社会的证券化进程将极大加速，市场构筑重心将进一步下移，产品创新和机构创新有望迈向纵深，市场开放则将有序拓展。

证券分析师

钱康宁 A0230511040071
qiankn@swsresearch.com

龚芳 A0230514080010
gongfang@swsresearch.com

阮晓琴 A0230511040046
ruanxq@swsresearch.com

联系人

刘贝
(8621)23297711
liubei@swsresearch.com

地址：上海市南京东路99号
电话：(8621) 23297818
上海申银万国证券研究所有限公司

<http://www.swsresearch.com>

表 1：股市发展环境主要因素预测（2015年1月）

市场政策	■ 资金供给：资金面回归宽松
	■ 证券供给：IPO 发行节奏有所加速
	■ 市场监管：关注《证券法》初审稿
宏观调控	■ 货币政策：流动性边际改善助推无风险利率下行
	■ 财政政策：关注新《预算法》正式实施
	■ 其他政策：关注地方两会
国内经济	■ 经济增长：经济预计将终止连续下滑
	■ 物价指数：CPI 维持低位，通缩压力仍在
	■ 企业效益：通缩对企业盈利造成损伤
国际环境	■ 世界经济：关注联储加息预期与避险情绪的叠加效应
	■ 国际股市：震荡格局

本公司不持有或交易股票及其衍生品，在法律许可情况下可能为或争取为本报提到的公司提供财务顾问服务；本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报提到的上市公司所发行的证券或投资标的，持有比例可能超过已发行股份的1%，还可能为或争取为这些公司提供投资银行服务。本公司在知晓范围内履行披露义务。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。客户应全面理解本报告结尾处的“法律声明”。

1. 总体结论

以原油为代表的大宗商品价格波动扰动着全球经济格局。近期关于降低社会融资成本、改善社会融资结构的政策密集出台。未来随着《证券法》的逐步修订，全社会的证券化进程将极大加速，我国以直接融资为主的资本市场将迎来黄金发展期。

近期，供给过剩、需求疲软、外汇波动等因素导致国际原油价格出现连续大幅下跌。但是，预计到2015年3月，整个油气行业显著下降的资本开支将使得市场开始担忧中长期的原油供应，油价有望迎来反弹。石油是工业的血液，其大幅波动对全球经济带来的影响值得关注。俄罗斯等石油生产国和中美欧日等石油消费国的经济复苏将受到油价变化的显著影响，而石油化工、交通运输、能源及能源机械设备等相关的上下游行业都也将呈现不同发展态势。

近期央行和证监会出台的一系列政策都旨在推进利率市场化改革，降低社会融资成本。央行387号文表面上意在缓解市场资金紧张局面，解决存贷比约束，推进信贷扩张；实则旨在通过提高银行资产端的收益来推进负债端的利率市场化，提高金融体系的效率。证监会近期对注册制的频频表态及众筹办法的出台，也都旨在提升直接融资，改善社会融资结构。我们认为未来改善社会融资结构将成为金融政策的重中之重，以直接融资为主的资本市场将迎来大发展。

在“新国九条”顶层设计的指导下，2014年我国资本市场的制度改革在兼顾效率提升和风险控制间寻求平衡，市场体系建设和基础制度市场化改革均取得了重要突破。展望2015年，我国将迎来资本市场基本大法——《证券法》的修订完善，全社会的证券化进程将极大加速，市场构筑重心将进一步下移，产品创新和机构创新有望迈向纵深，市场开放则将有序拓展。

2. 国际油价波动影响全球经济复苏

供给过剩、需求疲软、外汇波动等因素导致近期国际原油价格出现连续下跌。

供给过剩、需求疲软、外汇波动等因素导致近期国际原油价格出现连续下跌。2014年Brent原油价格从6月高点的115美元/桶跌至目前的62美元/桶，跌幅为46%。导致这轮原油价格大跌的原因包括供给过剩、需求疲软、外汇波动。从供给方看，目前原油市场出现了周期性的供应过剩，包括主要原油出产国产量回升，美国页岩油气革命对原油的替代；从需求方看，全球经济增速整体仍然疲软，且存在原油出口国债务违约带来的经济下行风险；两者因素共同导致供大于求。从外汇波动层面而言，美元指数依然保持上行趋势，造成对大宗商品价格下行的压力。

图 1：油价下跌的三重原因：需求、供给和货币因素



资料来源：IEA，EIA，申万研究

国际油价在持续一段时间探底后预计将在 2015 年 3 月迎来价格反弹。

油价暴跌，石油生产国受损，石油消费国受益；油价的波动对不同行业的影响有差异。

国际油价在持续一段时间探底后将迎来价格反弹。未来国际油价会持续一段探底的过程，Brent 油价跌至 50 美元/桶后基本可以见底。该油价下，保守估计全球至少有 20%的油田无法盈利，紧张的现金流将制约油田企业的投资能力，甚至出现无法稳产的问题。这将遏制美国致密油产业的发展，随着油价下行，致密油开采商将逐渐失去融资能力甚至面临偿债压力。另外，该油价下，主要的原油出口国的财政收入大幅缩水，政局不稳的国家如利比亚、伊拉克甚至委内瑞拉和俄罗斯出现事件性停产的概率显著上升。我们预计到 2015 年 3 月，整个油气行业显著下降的资本开支将使得市场开始担忧中长期的原油供应，以中国为代表的原油进出口国可能通过加大进口量和增加期货市场上的多头头寸来锁定低价原油，届时国际油价有望迎来反弹，预计 2015 年 Brent 原油均价为 75 美元/桶。

关于油价波动带来的影响。油价暴跌使得石油生产国受损，石油消费国如中美欧日则受益。随着原油价格的下降，对油气收入占全部财政收入 48%的俄罗斯而言，卢布暴跌、资本外逃、财政收入下降、债务负担进一步加剧，将会使其陷入巨大的经济困境。国际油价下降虽然打击了俄罗斯的经济，但能源价格下降对中国、日本、欧盟等能源净进口国有利。石油是工业的血液，大幅度波动最终将对整个经济产生影响，油价的变化对不同行业的影响不同，总体来说可以分为三类：第一类是单边受益（损）型的行业，主要是由于产品的价格刚性较强，因此企业的毛利率会随着油价的波动而波动；第二类是上下游联动型，由于下游议价能力相对较高，在油价处于下降通道的时候行业受益，油价上行通道的时候行业受损，但同时需要考虑库存储备的周期，阶段性会影响到企业库存公允价值的变化；第三类是原料能源替代型，主要是指石油及其相关产品价格上涨到一定程度，使其他原料或能源对石化产品产生替代，从而使替代产品或使用替代石油制品原料的下游行业获益。中长期来看，如果供给增加

的逻辑能够持续、油价下降的趋势较为明确，则会进一步冲击更广泛的能源及能源机械设备行业，但对于中游制造和下游消费都有一定的促进作用。

表 2：受到石油价格波动影响不同类型行业影响机制

分类	行业特性	影响机制	主要影响行业
单边受益（损）型	行业产品议价能力低	油价上升，行业毛利率下降；油价下跌，行业毛利率上升	原油开采、公交、航空运输、水运、燃油发电、软饮料包装
上下游联动型	行业产品议价能力相对高	油价在相对地位波动时行业受益，油价高位时受损	炼油、石化、化纤
原料替代型	存在可替代石油及其制品的其它原料	油价达到一定位置时，采用替代原料及其制品的原料受益	煤炭及煤炭机械、燃气及新能源产业链、煤化工产业链及部分化工品（尿素、PVC 等）

资料来源：申万研究

3. 改善社会融资结构是未来政策的重中之重

近期以来央行出台一系列政策，缓解市场资金紧缺的局面。这具体表现为 12 月 24 日央行与 24 家大型金融机构的会议上称，“非银行金融机构同业存款与同业借款纳入存贷比，但存款准备金初步定为零，上述机构不包括财务公司。”会议 3 天之后央行又正是发布《关于存款口径调整后存款准备金政策和利率管理政策有关事项的通知》（银发【2014】387 号，下称“387 号文”）明确将同业存款纳入一般存款，暂不缴纳存款准备金率。

387 号文表面上表现为放宽存贷比约束。

央行一系列政策表面上旨在缓解市场资金紧张局面，解决存贷比约束，推进信贷扩张。从表面来看，387 号文的影响主要表现在以下两方面：其一通过将同业存款纳入一般存款，间接放开银行存贷比限制；其二同业存款暂不缴准备金，提高了银行资产端的收益，有利于提高货币派生能力。然而对贷款的实际刺激效果还取决于银行的放贷意愿及央行对同业贷款等相应口径的进一步明晰。因为非银同业存款纳入各项存款后，尽管提升了存款规模，降低存贷比，但并无法直接导致信贷规模的扩张；事实上，信贷规模由央行的合意贷款管理和各家银行具体情况决定；此外，同业存款和一般存款存在一定的利差，银行负债端的成本有所上升。

387 号文实际旨在推进利率市场化。

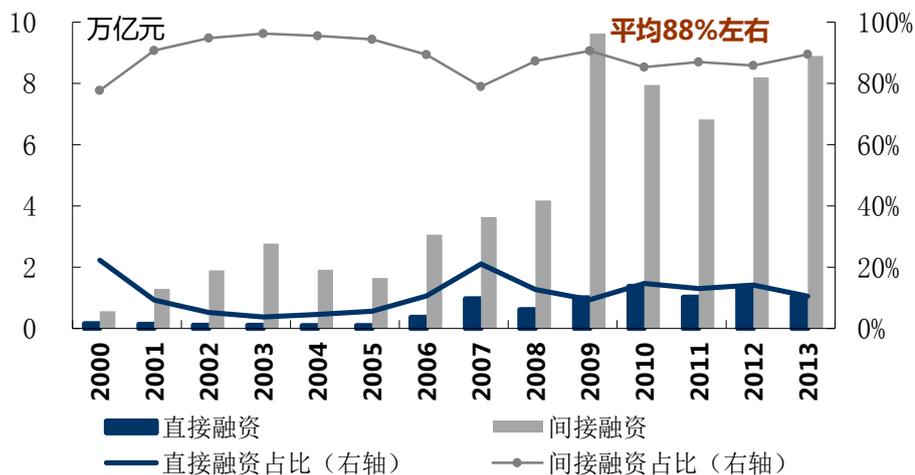
从实质来看，央行一系列政策旨在通过提高银行资产端的收益来推进负债端的利率市场化，提高金融体系的效率。近年来金融机构间同业往来频繁，资金在金融体系内的空转在一定程度上提高了社会整体的融资成本，不利于我国经济转型发展。387 号文将之前在表外的同业往来转至表内，随着同业存款进入表内一般存款项下，那么银行表内就有了两套信贷体系，不同的存款成本、不同的存款准备金率对应的必定是不同的贷款利率。作为一个长期机制，其存在明显的缺陷，容易引发机构套利；但作为一个短期的过度机制，其具备合理性。由一般存款吸收来的相对低成本的资金在上缴近 20% 的存款

近期政策目的聚焦于降低社会融资成本。

准备金率后再进行贷款；由同业存款吸收来的相对高成本的资金不用缴准备金然后实行不同的贷款利率。实际上央行通过鼓励金融机构在表内套利，将一般存款转为同业存款，而同业存款的利率是不受约束，比如说原来保险和银行之间的大额协议存款，利率远高于一般存款上限，现在搬到表内，也不受基准利率及其上浮 10%区间的约束。此种通过提高银行资产端收益来推进负债端利率市场化的举措，有利于提高金融体系的效率，盘活存量。

与央行推进利率市场化进程一脉相承的是证监会正在加速推进新股发行注册制改革，证券业协会出台了《私募股权众筹融资管理办法(试行)(征求意见稿)》，鼓励众筹融资规范健康发展，明确证券公司可以开展众筹业务。无论是推进利率市场化还是鼓励众筹融资发展，其核心都在于提高直接融资比重，改善社会融资结构，降低社会融资成本，推进经济结构转型发展。2013年我国间接融资占比高达 89.47%，过去十年间接融资平均占比高达 88.34%，我国融资结构亟需改善。

图 2：我国融资结构失衡，亟需提高直接融资比重



资料来源：央行，Wind，申万研究

可以肯定的是，未来改善社会融资结构将成为金融政策的重中之重。展望 2015 年，我们认为存款端利率市场化改革将进一步加速推进，大额存单保险制度等出台为完全的利率市场化改革奠定了基础；同时，以资本市场为代表的直接融资体系将迎来大发展。如果说过去以银行信贷为主的间接融资大发展带来了银行业的黄金十年，那么未来直接融资大发展将带来资本市场的黄金十年，深耕于资本市场的证券行业将迎来巨大的发展机遇，与直接融资服务相关的行业都有望迎来飞跃式发展。

4. 2015 年资本市场政策加速市场化

《证券法》修订，将引领资产市场政策加速市场化。

2014 年，在“新国九条”顶层设计的指导下，我国资本市场的制度改革在兼顾效率提升和风险控制间寻求平衡，市场体系建设和基础制度市场化改

革均取得了重要突破。展望 2015 年，我国将迎来资本市场基本大法——《证券法》的修订完善，全社会的证券化进程将极大加速，产品创新和机构创新将迈向纵深，市场开放有望有序拓展。

修法将释放巨大市场发展潜力。

11 月 19 日，国务院常务会议上提出“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”。日前，证监会副主席庄心一也表示，要以股票发行注册制改革为核心，推动修改完善证券法等市场基础性法律制度。下一阶段，我国将迎来《证券法》的加快修订，扩大证券范围、探索证券发行注册制这两大突破，将推动我国金融业态在未来 5 到 10 年间发生根本性、趋势性的变化。以往将证券简单等同于股债的认定，将迎来全新内涵，理财类产品、资产支持证券、私募类证券都将扩充至新“证券”范围。随着证券范围的拓展，证券发行注册制的探索未来也将覆盖全部证券。可以预见，未来我国资本市场建设重心将不断下移，从场内市场向场外市场拓展、从公募市场向私募市场延伸。结合海外发达市场的先进经验，预计我国未来注册制改革将在于弱化上市盈利要求、强化信息披露、推进市场化定价、完善退市转板机制、提升中介机构专业性以及完善配套机制建设六方面寻求突破。

股票期权进程重启，加码金融产品创新。

12 月 5 日，证监会就《股票期权交易试点管理办法（征求意见稿）》、《证券期货经营机构参与股票期权交易试点指引》向社会公开征求意见。同日，上交所公布《上海证券交易所股票期权试点交易规则（征求意见稿）》等业务规则并公开征求意见。此次征求意见稿的发布标志着暂停半年多的股票期权推进回归正常进程。此时重启，一方面是对新国九条：“平稳有序发展金融衍生产品，逐步丰富股票期权品种”的有效推进；另一方面，也是在市场交易风险隐现之际，为市场提供多样化的风险管理工具。股票期权作为金融衍生证券市场的一个重要组成部分，是风险转移和风险管理的良好工具。股票期权的引入将丰富市场做空机制产品线，个股的双向投资通道将进一步拓宽。套利行为的存在会迅速而有效地挤掉市场泡沫，促使股票价格回归理性。同时，期权所具有的信号传递功能还将有效缓解股市剧烈波动。此外，基于股票期权这一基础性衍生金融工具，一系列新的投资策略、派生衍生品将被创造出来，机构投资者的创新之路或将开启。

多元化的机构投资者将随着市场的极速扩容而迎来黄金发展期，机构创新随之加速。

伴随证券市场内涵的拓展，以及证券发行注册制所触发的市场基础制度的市场化改革，未来资本市场的市场层次、产品层次以及投资者类型都将日渐丰富。以证券经营机构为代表的金融机构，作为资本市场重要的交易提供者、投融资中介以及产品创设者，将在这一多层次、立体化的交易体系中发挥重要作用。而随着金融机构间交叉持牌的放开，未来金融机构间的合作将进一步多元化，既包括股权层面的交叉持股，也包括业务层面的深入合作。其中，随着资本市场构筑重心的下移以及投资者结构的多元化，证券经营机构的专业化优势将进一步显现，证券公司的产品设计能力、专业定价能力都将提升证券经营机构在整个金融系统中的重要性。

利率市场化及人民币国际化进程提速，将倒逼资本市场开放步伐。

在贷款利率上限放开和推出大额可转让存单之后，2015 年我国将进一步推出存款保险制度，逐步放开存款利率，健全反映市场供求关系的收益率曲线，完成利率市场化进程。同时，人民币国际化进程也有望提速。这些都将倒逼我国资本市场的进一步开放。在增强自身实力的基础上，逐步扩大开放水平，提高开放层次，一直是我国资本市场既定的发展方针。下一阶段的资本市场深化开放，需要着重在跨境投融资的放开、促进资金在国内与国际资本市场之间的良性流动方面寻求突破，而上海自贸区和深圳前海，预计将先行先试。

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，资格证书编号为：ZX0065。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

本公司在知晓范围内履行披露义务。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、静默期安排及关联公司持股情况。

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。

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。

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。

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。

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。