



趋势并未结束，谨慎并乐观

策略摘要

上涨逻辑充分演绎：回顾自 2014 年 7 月以来市场的上涨逻辑，我们可以发现：宏观经济/制度拐点预期；流动性宽松和估值不高的三要素构成了股指向上推动力，同时随着正面政策和消息频发，市场风格转换频繁，在蓝筹与中小市值间波动，但整体来讲中小市值和新常态经济的重点发展领域推动了指数的大幅走高。注册制、国企改革、一带一路等一系列改革政策和结构调整的积极信号加上宽松的流动性带动市场在风格轮动中集体走高，同时居民的资产配置需要也使得资金由实向虚流动。

牛市尚未结束：目前指数估值已有修复，波动率空间降低。短期指数估值的波动率水平将有所降低，不排除受此限制出现阶段性压力的可能；**经济数据期待改善：**考虑到资金脱实向虚倾向，地产销售大幅回落，制造业减速，基建将成为拉动经济的主力，二季度经济仍呈现弱势，若要完成 7% 的增长目标，需政府在货币、房地产等方面出台相应政策配合。在老经济数据短期难改善的背景下，不排除指数在估值水平已有修复的限制下出现短期回调。**宽松货币政策继续：**二季度国内货币政策的调整将更多倾向于公开市场操作等货币工具的运用，降息降准的预期或在二季度末期有所升温。全年来讲，货币政策宽松的基调维持，将给市场带来较为充足的流动性支撑。

未来关注重点：经济数据：从市场一致预期来看，政府 7% 经济增长目标确认经济下行压力，对于二季度的 GDP 增幅市场预期均值为 6.9%，通缩压力有所缓解，降息降准预期升温。三季度之后，GDP 增速有所回升，通缩压力略有释放。**关注业绩和 IPO：**二季度初为个股年报和一季度业绩公布密集发布期，在此期间权重股的业绩预期对指数估值影响较大，关注是否存在估值修复可能。另外，新股密集上市带来的流动性冲击是否对指数构成下行压力亦值得关注。**外部流动性：**二季度美元加息步伐延后的预期将影响外部资金流向，短期外部资金收紧压力有所放松。然而从全年来看，美联储加息依旧在日程表中，随着加息日期的临近，外部资金压力也将越来越大。

策略建议：未来市场需要关注的重点依然围绕几大主题波动，风格轮动将引发指数间的分化。由于估值水平前期已经有所上涨，加上新股密集发行带来短期的流动性困扰，老经济仍旧处于弱势下行阶段，市场阶段性调整隐忧始终存在，短期调整中的节奏把握非常重要。中期来看，新经济发力和老经济不再恶化的基本面预期推动下，改革进程和依然宽松的货币政策将助力指数走高，建议继续以回调买入为主，中线多单持有。

风险因子：1.老经济恶化引发流动性冲击；2.外部流动性冲击；3.地方债务违约升级；4.“黑天鹅事件”

中信期货研究部

www.citicsf.com

更多资讯和研究

请关注本司网站

金融期货组：

张革

021-61017300-811

zhangge@citicsf.com

从业资格号 F3004355

投资咨询资格号 Z0010982

杜昊

0755-83241191

duhao@citicsf.com

从业资格号 F3000916

姜沁

021-61017300-819

jiangqin@citicsf.com

从业资格号 F3005640

目 录

策略摘要.....	1
策略建议:	3
一、 上涨逻辑的充分演绎	4
(一) 注册制: 提高直接融资比例, 推动市场估值趋于合理	4
(二) 改革: 转变增长方式, 实现经济结构性调整	6
1. 国企改革	6
2. 一带一路	7
(三) 居民资产配置: 资金流向和风险偏好	7
二、 牛市行走能否持续?	9
(一) 目前指数估值已有修复, 波动率空间降低	9
(二) 经济数据没有改善	10
(三) 货币政策宽松可能: 公开市场操作和其他工具	11
三、 未来关注重点	12
(一) 关注经济数据	12
(二) 关注权重股业绩表现	13
(三) 外部经济: 流动性外部压力表现	14
四、 策略展望	15
免责声明	16

图表目录

图 1: 股指期货投资策略	3
图 2: 逻辑框架的总体设想	3
图 3: 长牛格局推动力和各阶段板块轮动表现	4
图 4: 注册制改革时间预期与作用力	5
图 5: 新三板成交量、挂牌企业数量	5
图 6: 人口红利拐点催生经济增长模式转变	6
图 7: 国企改革进程深化, 溢出效应体现	6
图 8: 一带一路辐射行业广泛, 基建投资拉动和过剩产能消化弥补地产投资增速下滑	7
图 9: 中国居民资产配置	8
图 10: 美国居民资产配置	8
图 11: 居民资产配置转变的长周期趋势与短期推动	9
图 12: 沪深 300 估值虽偏低, 但近期已有所恢复, 短期向上空间收窄	9
图 13: 沪深 300 指数估值提升的催化剂	10
图 14: 经济数据无改善下的上涨面临阻力	11
图 15: 房地产市场表现持续疲弱	11
图 16: 通缩压力仍存, 融资成本降低需求强烈	12
图 17: 内外资金压力催生宽松预期	12
图 18: 经济增长一致预期下滑	13
图 19: 截止 3 月 25 日过会与未上会公司数量	13
图 20: 股票年报业绩公告日历	14
图 21: 外汇占款与人民币波动	14
图 22: 模拟阿尔法策略收益率	15

策略建议：

始自去年7月以来的市场上涨，在一季度末期再现爆发。年后指数上涨形势逼人，9连阳的辉煌战绩再现去年光景。在改革乐观预期、流动性宽松推动下，市场人气自两会后持续回暖，同时政府一系列的正面回应踏实中期牛市预期。2015年，市场主题将紧密围绕改革强化和流动性宽松的核心波动，期间估值水平和老经济弱势会影响短期节奏，而新经济的良好预判始终构成牛市格局的推动力。

未来市场需要关注的重点依然围绕几大主题波动，风格轮动将引发指数间的分化。由于估值水平前期已经有所上涨，加上新股密集发行带来短期的流动性困扰，老经济仍旧处于弱势下行阶段，市场阶段性调整隐忧始终存在，短期调整中的节奏把握非常重要。中期来看，新经济发展力和老经济不再恶化的基本面预期推动下，改革进程和依然宽松的货币政策将助力指数走高，建议继续以回调买入为主，中线多单持有。

策略建议： 谨慎与乐观并存，回调买入，中线多单持有；

图 1：股指期货投资策略

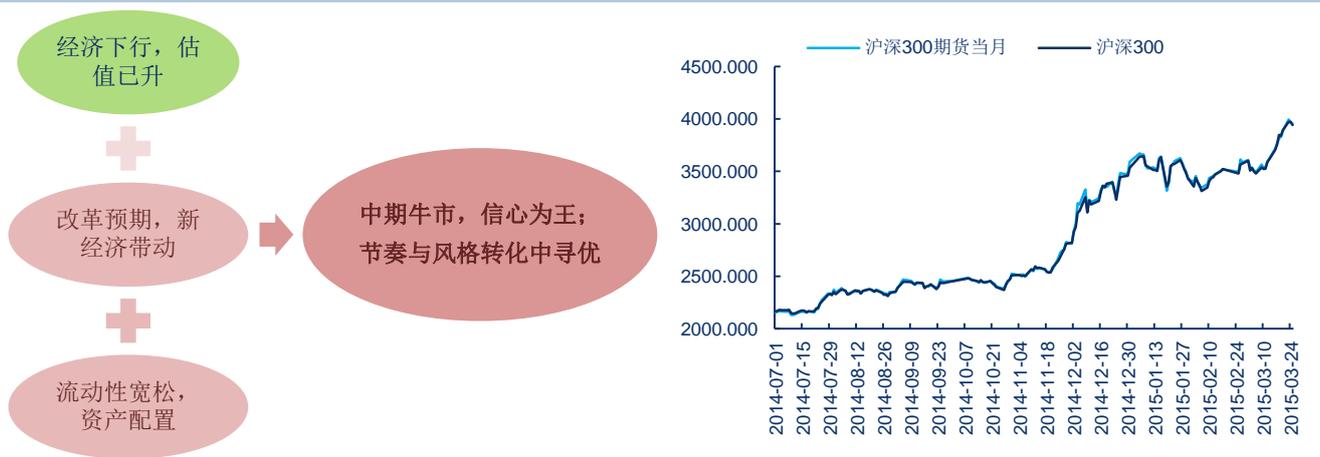
投资标的	投资周期	入场区间	目标价位	止损价位	持仓比例	100万总资金收益率预期
IF 当月合约	2015.04-2015.12	3850-4000	4400-4500	3780-3820	50%	12%-19.5%

数据来源：Wind 中信期货研究部

重点监测因子： 1.经济数据是否改善；2.权重股业绩带来的估值修复可能；3.内外流动性和货币政策；4.改革与结构调整的积极信号；

风险因子： 1.老经济恶化引发流动性冲击；2.外部流动性冲击；3.地方债务违约升级；4.“黑天鹅事件”

图 2：逻辑框架的总体设想



数据来源：Wind 中信期货研究部

一、 上涨逻辑的充分演绎

回顾自 2014 年 7 月以来市场的上涨逻辑，我们可以发现：宏观经济/制度拐点预期；流动性宽松和估值不高的三要素构成了股指向上推动力，同时随着正面政策和消息频发，市场风格转换频繁，在蓝筹与中小市值间波动，但整体来讲中小市值和新常态经济的重点发展领域推动了指数的大幅走高。随着改革乐观预期的不断升温，投资者风险偏好上升，宽松的货币政策环境又带来了上涨的助推器，前期市场过度的悲观情绪和估值均得到修复，居民资产配置转化和资金从实体经济流入资本市场加速这种趋势性上涨。

图 3：长牛格局推动力和各阶段板块轮动表现



数据来源：Wind 中信期货研究部

（一）注册制：提高直接融资比例，推动市场估值趋于合理

肖钢主席3月5日在两会表示，《证券法》修毕即可落地注册制。而注册制改革对于我国资本市场的重要意义不言而喻：证券化进程将有效加速，降低融资成本，释放广大中小微企业的增长动力。同时激发创新和市场活力，提高股权融资比例，优化社会融资结构，进而有利于经济的结构调整。且能够改变股市上市公司结构，提高创新、转型方面上市公司比重，最终推动市场估值趋于合理。虽然改革仍是具有中国特色的渐进式改革，但其对于市场估值的合理修复将发挥有力作用。同时，结合新三板市场表现，我们可以看出投资者热度的提升是关键，后期新股的密集发行并不必然带来股市下行。

消息显示，《证券法》修改已列入今年人大的立法计划，按正常进度，《证券法》修订案有望 4 月底上会初审。初审之后修订案将向社会公开征求意见，意见征求完毕之后，最快 8 月二审，10 月完成三审。因此，二季度我们对于《证券法》上会初审的结果保持密切关注。

参考美国注册制的经验，相较于核准制，注册制的发行手续大大简化，弱化上市企业市盈率的要求，只进行形式审查，

缩短审核周期。定价方面，证券的实际价值交由投资者判断，而管理机构弱化事前监管，加强事中、事后监管，致力于强化信息披露以及建立高效的退市制度。注册制不仅能够有效提高发行效率，降低进入门槛的同时，鼓励缺乏融资渠道的中小企业、新兴产业获得资金来源，并一定程度上吸引在外上市互联网企业回流，促进经济与金融市场有效融合。

图 4：注册制改革时间预期与作用力



数据来源：中信期货研究部

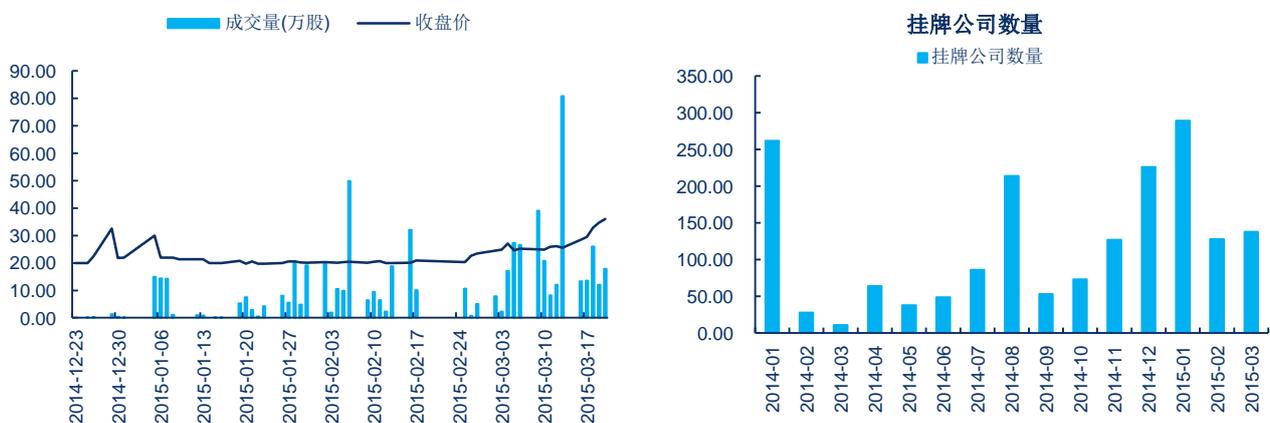
新三板，注册制的先行者：

自2012年9月新三板正式成立以来，挂牌规模迅速扩大，成交量增长明显，1月新增挂牌公司289家，2月挂牌公司128家，截止3月21日，3月累计新增挂牌公司138家，目前已超过2000家挂牌企业。成交方面，协议转让企业、做市转让企业2月分别成交14.98亿元、20.83亿元，环比分别上涨9.34%、30.11%，做市企业成交增速明显。

2014年12月证监会批文支持证券经营机构参与新三板业务以来，市场活跃度逐步提升，随着后续竞价交易、分层和转板制度出台，新三板业务将迎来新一轮的高峰。两会期间，证监会主席肖钢表示新三板年内将进行转板试点，挂牌企业达到一定标准即可转板，经过公开发行审核和新股发行上市两个程序，成为上市公司，其中互联网+与高新企业有望先行。此外，3月18日，新三板指数正式发行，指数编制覆盖到全市场，为新三板的投资者提供指引，标志着新三板业务市场关注度将大大提升，市场流动性增强，企业融资渠道增加。

图 5： 新三板成交量、挂牌企业数量

单位：万股，个



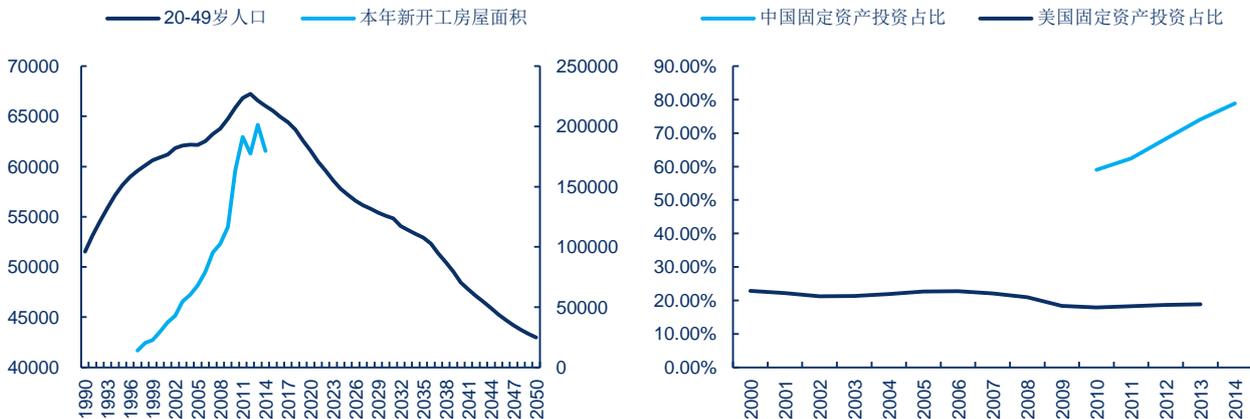
资料来源：Wind 中信期货研究部

（二）改革：转变增长方式，实现经济的结构性调整

过去 20 年中国经济增长依赖于土地升值带来的投资拉动效应。然而随着人口红利的溢出效应不断弱化，旧有的以固定资产投资拉动 GDP 的增长模式将不断面临挑战，未来 10 年中国经济的新常态要求实现结构性调整，未来国企改革和国有资本运作方式的转变对于实现改革预期尤为关键。

图 6：人口红利拐点催生经济增长模式转变

单位：万人，万平方米

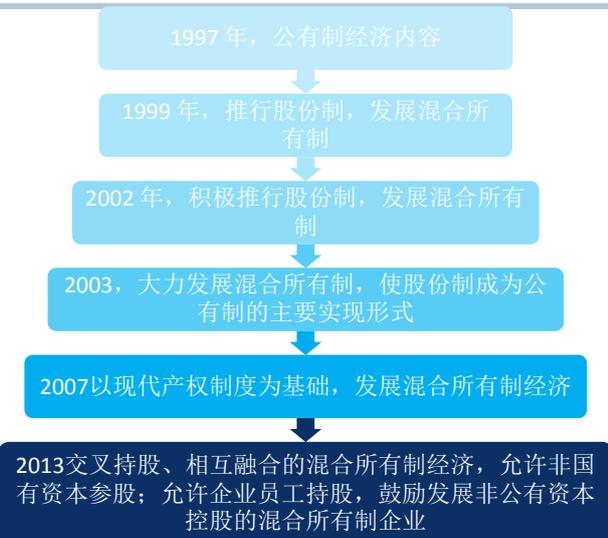


数据来源：Wind 中信期货研究部

1. 国企改革

新一轮的国企改革内容将原来特定功能类中的电力、石油、公用事业、军工等垄断程度高的领域开放力度加大，将积极引入民资进入相关领域。同时将行业准入放开，充分引入市场竞争。加上国企资产证券化、股权激励措施和员工持股措施的辅助，将极大带动非国有企业和民营资本的参与热情，促进市场资金的高效率分配。从而从根本上激发市场活力，实现经济结构顺利调整。从中期来看，国企改革的主题进程将持续影响市场情绪和估值水平的提升，自去年 7 月以来国企改革指数持续跑赢大盘，后期将继续发力。

图 7：国企改革进程深化，溢出效应体现



国企改革指数跑赢大盘（基期=2014年7月1日）



数据来源：Wind 中信期货研究部

2. 一带一路

2013年9月7日，习近平主席在哈萨克斯坦首提共同建设“丝绸之路经济带”，1个月后，习近平主席在印度尼西亚首提“21世纪海上丝绸之路”，一带一路概念由此产生。之后“一带一路”写入十八届三中全会决议，丝绸之路基金成立、亚投行得到英法德意和韩国等众多国家响应，“一带一路”政策在新常态中将发挥重要的作用。由于老经济逐渐僵化和低效率的经济增长模式不再适用中国的战略转型，为了消化国内累积的过剩产能，缓解环境问题，进一步打开出口贸易的新动力，推动人民币市场化进程的加快，“一带一路”应运而生。同时，现阶段更为重要的是，“一带一路”对基建投资的拉动以及贸易互通下对过剩产能的消化将弥补房地产业投资下滑带来的负面牵制，且后期随着房地产业的调整迈向高效率，两者叠加将改善老经济的发展状况，奠定市场上行基石。

图 8：一带一路辐射行业广泛，基建投资拉动和过剩产能消化弥补地产投资增速下滑



数据来源：Wind 中信期货研究部

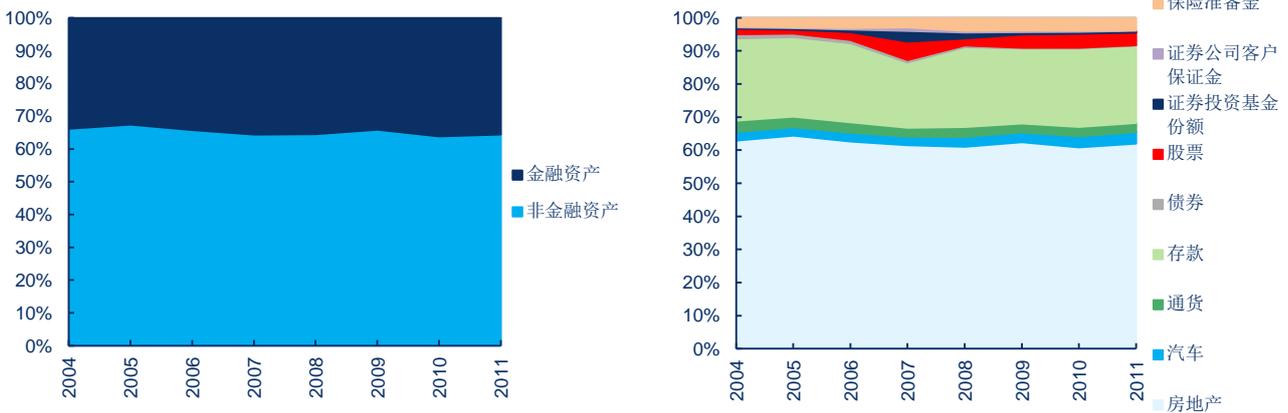
（三）居民资产配置：资金流向和风险偏好

截止到2011年，中国居民资产配置主要以非金融资产为主，占到总资产65%左右，其中非金融资产以房地产为主，占到非金融资产的92%，值得关注的是，近年来汽车保有量快速提升，汽车占比逐年上升，2011年占非金融资产比例已超过5%。金融资产方面，存款占比相对较高，远超欧美国家，这与国民的理财习惯相关，绝大部分理财产品投资于银行间的固定收益市场，但近年来存款比率呈现下滑趋势，主要流向股票、保险市场。

股票占比总体呈现上升趋势，且资产配置占比与股市行情走势息息相关，在08年大熊市之前来到峰值，达到5.48%，随着股市由牛转熊，股票占比迅速下滑，08年下滑到2.09%，2009年后，股市占比稳定在在3-4%附近徘徊。此外，保险类资产稳中有升，从绝对值来看，保险准备金从2004年14113亿元升至2011年59084亿元。

图 9： 中国居民资产配置

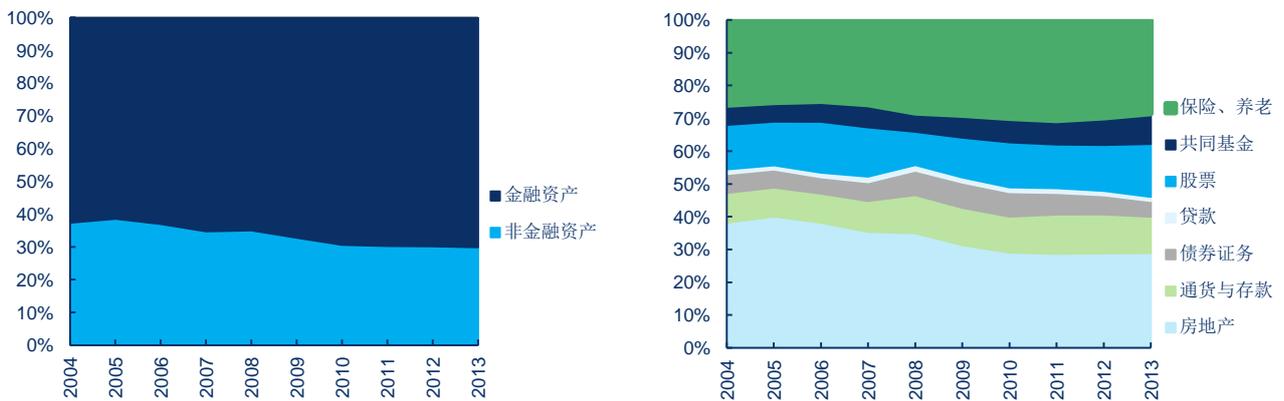
单位：%



资料来源：Wind 中信期货研究部

从中美资产配置对比来看，美国资产配置总体呈现多样化，金融资产配比上升，非金融资产近年来绝对值无明显变化，资产中占比最高的三项分别为房地产、保险养老、通货与存款，13年占比分别为24.07%、23.79%、9.24%。房地产配置比例逐年下降，存款与通货配置比例在08年金融危机后大幅提升，同样在08年下降的还有股市占比，08年下降到8.14%，但随着美股表现强势，股票资产占比回升至13.44%，超过经济危机之前水平。

图 10： 美国居民资产配置



资料来源：Wind 中信期货研究部

随着固定资产投资收益率的降低，房地产的收益贡献率将不断走低，居民资产急需重配以达到收益的最大化。在宽松的货币政策导向下，改革的乐观预期推升市场风险偏好，资金由实体经济向资本市场流动，信托、理财、创业板、中小板等受到追捧。基于新常态下新经济的乐观预期，稳健货币政策框架下，居民资产配置的流向将表现为持续的、较高的风险偏好。

图 11: 居民资产配置转变的长周期趋势与短期推动



数据来源: Wind 中信期货研究部

二、牛市行走能否持续?

经过前期的上涨, 股市估值有所修复。与此同时, 监管层并不希望股市通过快牛格局而提前消耗完后期注册制、改革等一系列利好, 加上经济数据确未向好, 所以继前期的狂热之后, 2015 年一季度市场整体维持高位震荡格局。然而一季度末期, 两会期间以及结束之后政府对前期牛市上涨的确认和一系列积极政策和正面消息的推动使得市场热情重新点燃, 在 3 月下旬, 指数实现新一轮突破。然而, 突破之后的牛市行走能否顺利在估值水平已大幅提升的背景下值得推敲。

(一) 目前指数估值已有修复, 波动率空间降低

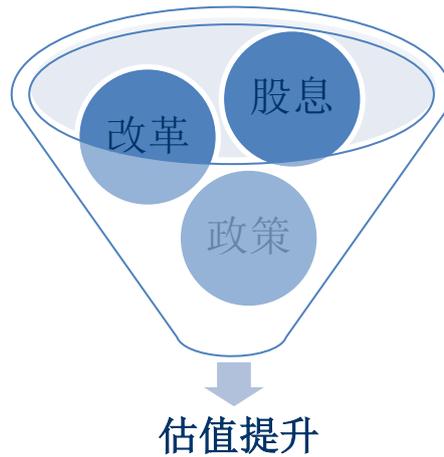
通过国内外各类市场指数估值水平的对比看出, 沪深 300 指数的估值水平相对来讲绝对水平偏低。然而在此轮大涨中该指数估值涨幅已达到 60% 以上, 幅度偏高。而创业板和中小板指数的估值实现的大幅走升, 改革主题溢出效应发挥推动估值水平超速上行。因此, 对于已经大幅提高的估值基数来讲, 后期的涨幅空间能否继续发挥仰赖基本面的强力助推。短期来看, 情绪和信心的坚挺需要多重因素维持, 短期指数估值的波动率水平将有所降低, 不排除受此限制出现阶段性压力的可能。

图 12: 沪深 300 估值虽偏低, 但近期已有所恢复, 短期向上空间收窄



数据来源: Wind 中信期货研究部

图 13: 沪深 300 指数估值提升的催化剂



数据来源：中信期货研究部

（二）经济数据期待改善

中期牛市格局的良好基石需要老经济的配合，经济数据的改善（并非转好）决定未来经济增量空间。中国 1-2 月工业增加值增速回落至 6.8% (7.9%)，远低于 7.7% 的市场预期。从主要工业产品产量来看，1-2 月十种有色金属增速同比大幅回落至 6.8% (15.4%)，乙烯、钢材和原有加工量同比增幅亦下跌，发电量、水泥、汽车产量同比增速有所回升。从行业工业增加值表现来看，运输设备制造业增速下滑至 10.5%(15.2%)降幅最大，黑色金属冶炼压延加工业、电子设备制造业、通用设备制造业、汽车制造业和纺织业增速亦显著下滑，但与基建投资相关的电力热力生产供应业增速有所回升。1-2 月固定资产投资累计完成额同比大幅滑落至 13.9% (15.7%)，显示经济内生动力减弱，第二产业拖累固定资产投资大幅回落。未来基建弥补效应的发挥和房地产的稳定至关重要。

1-2 月社会消费品零售总额同比增速下滑至 10.7% (11.9%)，去除掉价格因素，消费实际增速增长 11% (11.48%)，表现相对稳定。限额以上单位消费品中，体育娱乐用品消费领涨，当月同比较上月上升 10.9%，汽车类消费回升稳定，同时原油等价格下跌也使得石油及其制品类消费增速下跌 7.7%。一系列经济数据显示经济仍在着陆，尚未触底。让市场大跌眼镜的汇丰制造业 PMI 预估值再次跌至荣枯线以下，经济改善暂时较难看到。

为应对经济下行压力，政府出台一系列措施应对经济下行，但从 2 月整体经济数据看，投资、消费、地产销售等数据同比增速均出现下滑，春节效应短期使通缩回暖，但后期食品消费预计转弱，通胀风险犹存。考虑到资金脱实向虚倾向，地产销售大幅回落，制造业减速，基建将成为拉动经济的主力，二季度经济仍呈现弱势，若要完成 7% 的增长目标，需政府在货币、房地产等方面出台相应政策配合。在老经济数据短期难改善的背景下，不排除指数在估值水平已有修复的限制下出现短期回调。

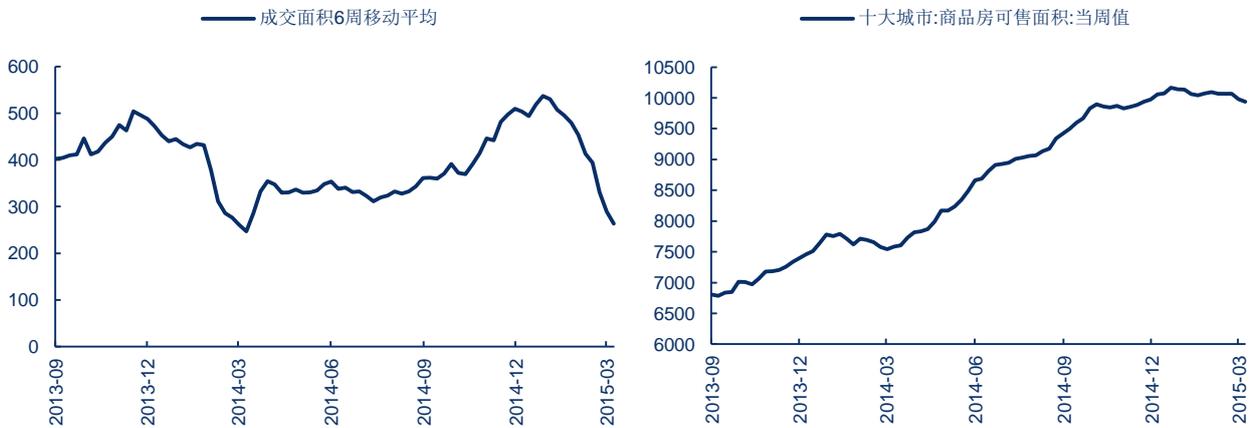
图 14: 经济数据无改善下的上涨面临阻力



数据来源: Wind 中信期货研究部

图 15: 房地产市场表现持续疲弱

单位: 万平方米



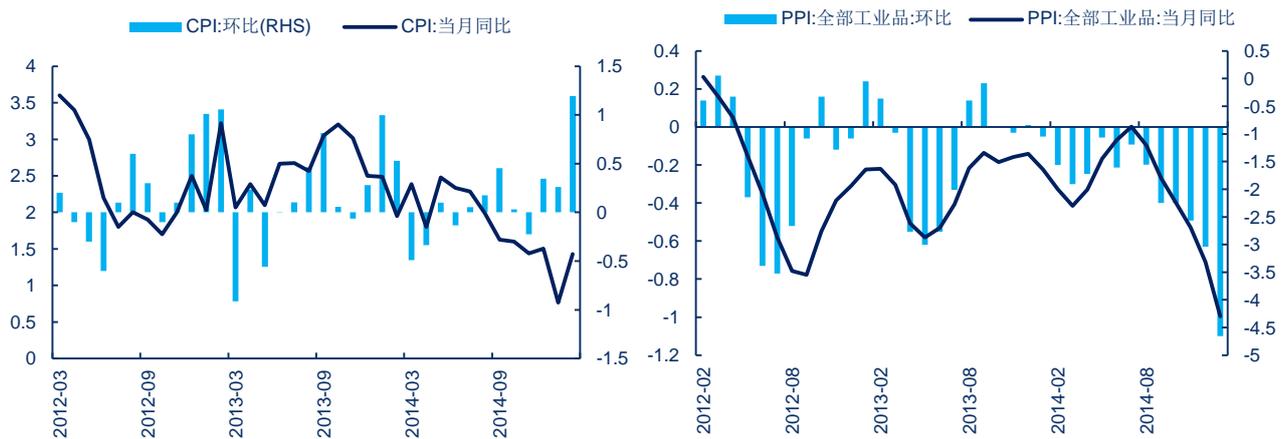
数据来源: Wind 中信期货研究部

（三）货币政策宽松可能：公开市场操作和其他工具

上次降息后的市场表现震荡，流动性宽松预期已在前期兑现。且短期内货币政策再次通过降息、降准实现宽松的可能较小，更多的会集中在公开市场操作和货币工具上。从已然有通缩风险的现实来看，在美国年内加息的内外压力下，央行将维持稳健的货币政策。且央行行长周小川两会期间表态，当前释放的流动性对于 M2 货币供应来讲比例不大，这意味着后期货币政策仍有宽松的空间。

而从央行降息预期来看，由于美国加息预期时间点延后，短期外部流动性压力有所缓解。加上一季末国内利率端的下行，短期资金紧张压力释放。因此，二季度国内货币政策的调整将更多倾向于公开市场操作等货币工具的运用，降息降准的预期或在二季度末期有所升温。全年来讲，货币政策宽松的基调维持，将给市场带来较为充足的流动性支撑。

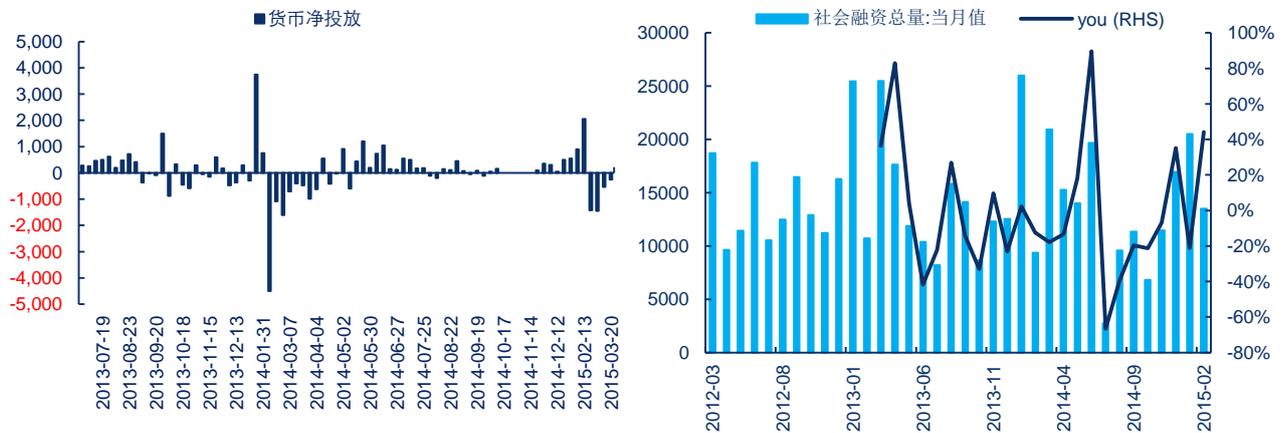
图 16: 通缩压力仍存, 融资成本降低需求强烈



数据来源: Wind 中信期货研究部

图 17: 内外资金压力催生宽松预期

单位: 亿元, %



数据来源: Wind 中信期货研究部

三、未来关注重点

对于中长期走势, 我们仍旧认为股市向上逻辑未改, 只是节奏把握的问题。当前因估值已有一定修复, 经济数据依旧疲弱, 突破之后的牛市行走空间需要改革预期和结构优化的积极信号强有力的发出, 需要市场信心的不断坚定。对于当前已经有所消耗的利好支撑来讲, 斜率上升的行走步伐相对艰难。同时, 我们认为利好信号的落地还需等待, 上半年行情中更多的需要信号确认和逻辑验证。未来我们关注的重点仍将围绕经济与估值、流动性与情绪之间的博弈。

(一) 关注经济数据

一季度继续疲弱的经济数据表现使得老经济短期出现大幅改善的可能性较低。但同时高层和各地方针对房地产政策、电改政策等一系列积极信号的出台预示着我们可以对老经济的改观抱以乐观预期, 虽然积极效应的发挥需要时间, 但是情绪和信心的提升很重要。从市场一致预期来看, 政府 7%经济增长目标确认经济下行压力, 对于第二季度的 GDP 增幅市场预期均值为 6.9%, 通缩压力有所缓解, 降息降准预期升温。三季度之后, GDP 增速有所回升, 通缩压力略有释放。

图 18: 经济增长一致预期下滑

指标	201503F	201506F	201509F	201512F
GDP:累计(%)	7	6.8	7	7
GDP:当季(%)	7	6.9	7.2	7.1
CPI(%)	1.3	1.7	1.8	1.9
PPI(%)	-4.7	-1.7	-1.7	-3.2
社会消费品零售(%)	11.1			
工业增加值(%)	7.2	7.4	7.8	8
出口(%)	11.3			6
进口(%)	-9.6			4
贸易顺差(亿美元)	473			
固定资产投资:累计(%)	13.9	14.2	14.2	14.3
M2(%)	11.6	13.3	13.6	12
人民币贷款(%)	13.8	14.1	14.2	12.9
人民币贷款:新增(亿元)	10000			
美元/人民币	6.26	6.28	6.28	6.25
1 年期存款利率(%)	2.63	2.3	2.3	2.34
1 年期贷款利率(%)	5.39	5.1	5.05	5.1

数据来源: Wind 中信期货研究部

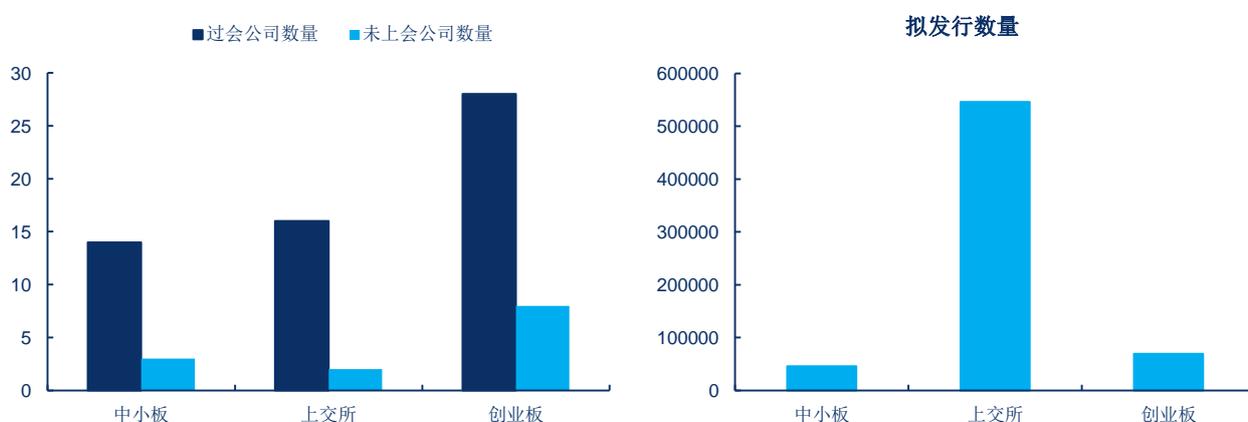
（二）关注权重股业绩表现

二季度初为个股年报和一季度业绩公布密集发布期，在此期间权重股的业绩预期对指数估值影响较大，关注是否存在估值修复可能。另外，新股密集上市带来的流动性冲击是否对指数构成下行压力亦值得关注。

今年以来，证监会已审核了 62 家公司的首发申请，其中，57 家获得通过。某投行人士表示，目前过会企业已到证监会递交封卷材料，这意味着最快 3 月底新股批文有望下发。证监会数据显示，截至 3 月 24 日，已有 41 家企业通过了 IPO 发审会，除去因各种因素“滞留”在排队序列的 7 家过会企业外，剩下的 34 家企业有望随时获得 IPO 批文。根据证监会最新披露的企业基本信息情况表，截至 2015 年 3 月 19 日，已受理首发企业 612 家，其中未过会 578 家。

图 19: 截止 3 月 25 日过会与未上会公司数量

单位: 个, 万股



数据来源: 东方财富网 中信期货研究部

图 20： 股票年报业绩公告日历

2015年4月					
星期一	星期二	星期三	星期四	星期五	星期六
		一汽轿车;云南铜业	浙报传媒;中国西电;京能电力	五矿稀土;中工国际;上汽集团;北方稀土;重庆水务	
		1	2	3	4
	西山煤电	浙江龙盛	蓝色光标;阳泉煤业;浙能电力;通化东宝	恒生电子;燕京啤酒;大北农;机器人;康美药业;国投电力	以岭药业
6	7	8	9	10	11
	冀东水泥;新和成;中南传媒	立讯精密;建发股份;广汇能源;方大炭素;海南橡胶;人民网;康得新	光线传媒;鹏博士	长安汽车;金正大;中国化学;华夏银行;片仔癀	海虹控股;兆驰股份;贝因美;百联股份;东吴证券;五粮液;东方园林;福田汽车;西部矿业;中国国旅
13	14	15	16	17	18
	大族激光;爱施德;欧菲光;山西证券;驰宏锌锗;吉林敖东;京东方 A;新兴铸管;金发科技;贵州茅台	首创股份;同方股份;庞大集团;凤凰传媒;纽威股份	中航动力;威孚高科	亚盛集团;中国电建;川投能源	太钢不锈;海信电器;新湖中宝;盘江股份;陕西煤业;碧水源;中金黄金;烽火通信
20	21	22	23	24	25
锡业股份	华数传媒;河北钢铁;金螳螂;西部证券;永泰能源;西南证券;云南白药;格力电器;张裕 A;双鹭药业;宁波银行;海普瑞;内蒙华电;九州通;南京银行;兴业银行	中国宝安;攀钢钒钛;铜陵有色;湖北能源;电广传媒;冀中能源;东华软件;奥飞动漫;亚厦股份;包钢股份;内蒙君正;洋河股份;申能股份;大秦铁路	农产品;申万宏源;新希望;信威集团;外高桥;鲁信创投;方正证券;中国重工;三一重工;雅戈尔;伊利股份;长江电力;北京银行;中国建筑;永辉超市		
27	28	29	30		
2015年3月					
上海石化;中国石化	中信证券;三安光电;洛阳钼业;同仁堂;海螺水泥	中集集团;华闻传媒;中环股份;信立泰;华能国际;人福医药;复星医药;豫园商城;农业银行;中国人寿	国海证券;广联达;华夏幸福;陆家嘴;新华保险;中国铝业;潞安环能;中兴通讯;双汇发展;海南航空;江西铜业;广深铁路;中国银行	许继电气;万向钱潮;长江证券;华谊兄弟;中文传媒;山东黄金;厦门钨业;环旭电子;金隅股份;深圳能源;海宁皮城;海格通信;宝钢股份;华城汽车;中国国航;交通银行;工商银行;上海医药;中国石油;中海集运	中科三环;金风科技;五矿发展;东方航空;上海建工;国电南瑞;光明乳业;中联重科;华兰生物;上港集团;小商品城;东软集团;辽宁成大;海通证券;东方电气;中国中冶;光大银行;建设银行
23	24	25	26	27	28
	万科 A;中金岭南;金融街;中航飞机;盐湖股份;鞍钢股份;苏宁云商;石基信息;省广股份;中直股份;特变电工;亿利能源;洪都航空;中航电子;山西汾酒;四川长虹;中国中铁;中国南车;吉视传媒;金铂股份;美的集团;潍柴动力;泸州老窖;歌尔声学;杰瑞股份;科伦药业;爱尔眼科;民生银行;华电国际;南方航空;宇通客车;葛洲坝;正药业;瑞医药;天士力;青岛啤酒;城投控股;青岛海尔;国电电力;招商证券;宁波港;中国铁建;中国北车;中国交建;中海油服				
30	31				

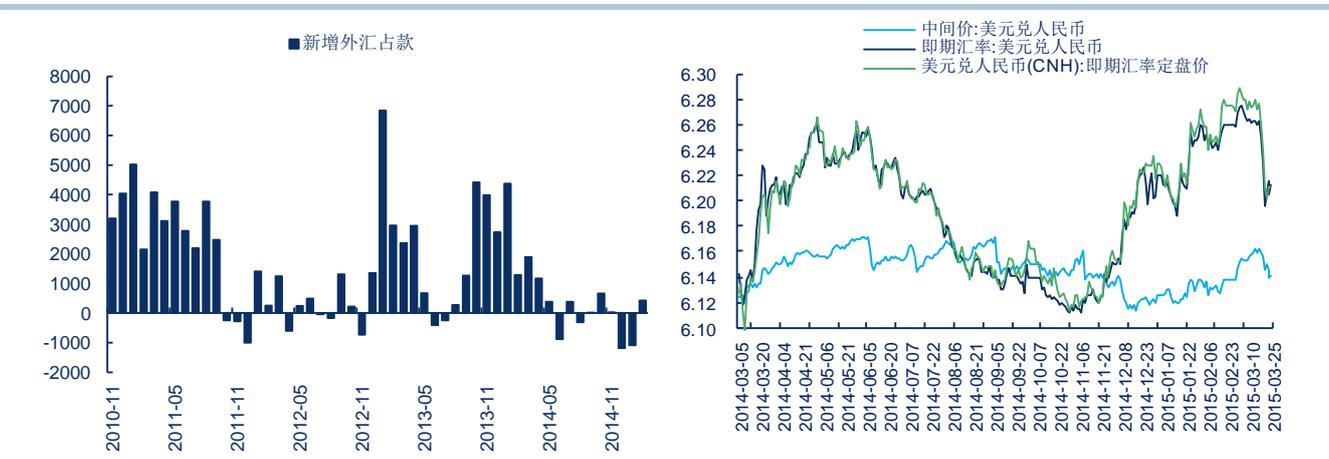
数据来源：Wind 中信期货研究部

（三）外部经济：流动性外部压力表现

美联储政策 3 月声明表示，取消在加息方面保持“耐心”，大幅下调对未来利率的前景预期图。同时表示仍旧不太可能在 4 月份的 FOMC 会议上调高联邦基金利率的目标区间。FOMC 预计，当其看到就业市场进一步改善并有理由相信通胀将朝着中期内重返 2% 目标的方向运动时，调高联邦基金利率的目标区间将是合适的。从加息时点来看，二季度美元加息步伐延后的预期将影响外部资金流向，短期外部资金收紧压力有所放松。然而从全年来看，美联储加息依旧在日程表中，随着加息日期的临近，外部资金压力也将越来越大。

图 21： 外汇占款与人民币波动

单位：亿元



数据来源：Wind 中信期货研究部

四、策略展望

回顾自去年 5 月以来股指阿尔法投资策略收益率曲线可以看到，在市场整体趋势向上的背景下，阿尔法策略的收益情况表现远差于指数表现。而后期中证 500 指数期货的上市将有助于平滑阿尔法曲线波动，但整体涨幅仍低于指数表现。因此，在牛市格局中的策略选择更倾向于专注向上的节奏把握。

图 22： 模拟阿尔法策略收益率



数据来源：Wind 中信期货研究部

始自去年 7 月以来的市场上涨，在一季度末期再现爆发。年后指数上涨形势逼人，9 连阳的辉煌战绩再现去年光景。在改革乐观预期、流动性宽松推动下，市场人气自两会后持续回暖，同时政府一系列的正面回应踏实中期牛市预期。2015 年，市场主题将紧密围绕改革强化和流动性宽松的核心波动，期间估值水平和老经济弱势会影响短期节奏，而新经济的良好预判始终构成牛市格局的推动力。

未来市场需要关注的重点依然围绕几大主题波动，风格轮动将引发指数间的分化。由于估值水平前期已经有所上涨，加上新股密集发行带来短期的流动性困扰，老经济仍旧处于弱势下行阶段，市场阶段性调整隐忧始终存在，短期调整中的节奏把握非常重要。中期来看，新经济发力和老经济不再恶化的基本面预期推动下，改革进程和依然宽松的货币政策将助力指数走高，建议继续以回调买入为主，中线多单持有。

免责声明

除非另有说明，本报告的著作权属中信期货有限公司。未经中信期货有限公司书面授权，任何人不得更改或以任何方式发送、复制或传播此报告的全部或部分材料、内容。除非另有说明，此报告中使用的所有商标、服务标记及标记均为中信期货有限公司的商标、服务标记及标记。中信期货有限公司不会故意或有针对性的将此报告提供给对研究报告传播有任何限制或有可能导致中信期货有限公司违法的任何国家、地区或其它法律管辖区域。

此报告所载的全部内容仅作参考之用。此报告的内容不构成对任何人的投资建议，且中信期货有限公司不因接收人收到此报告而视其为客户。

中信期货有限公司认为此报告所载资料的来源和观点的出处客观可靠，但中信期货有限公司不担保其准确性或完整性。中信期货有限公司不对因使用此报告及所载材料而造成的损失承担任何责任。此报告不应取代个人的独立判断。中信期货有限公司可提供与本报告所载资料不一致或有不同结论的报告。本报告和上述报告仅反映编写人的不同设想、见解及分析方法。本报告所载的观点并不代表中信期货有限公司或任何其附属或联营公司的立场。

此报告中所指的投资及服务可能不适合阁下，我们建议阁下如有任何疑问应咨询独立投资顾问。此报告不构成投资、法律、会计或税务建议，且不担保任何投资及策略适合阁下。此报告并不构成给予阁下的私人咨询建议。

中信期货有限公司2015版权所有并保留一切权利。

深圳总部

地址：深圳市福田区中心三路8号卓越时代广场二期13-14层

邮编：518048

电话：400-990-8826

传真：(0755)83241191

网址：<http://www.citicsf.com>