

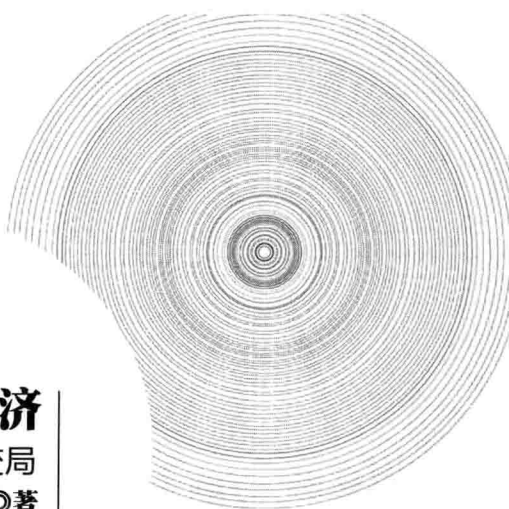
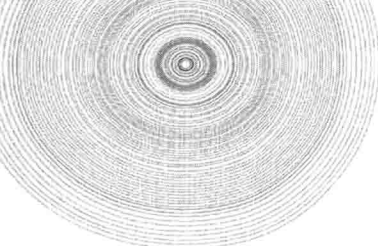
新常态 经济

中国经济新变局

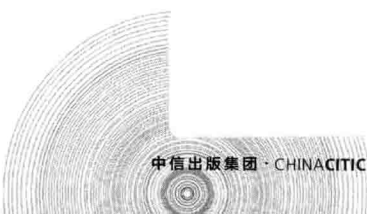
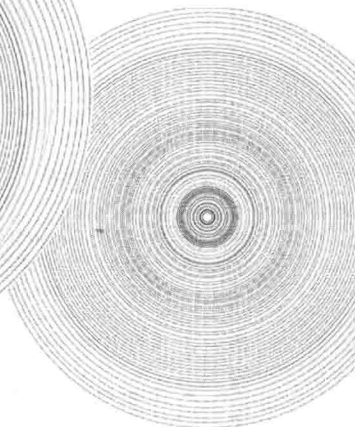
邱晓华 管清友◎著



中信出版集团 · CHINACITICPRESS



新常态经济
中国经济新变局
邱晓华 管清友◎著



图书在版编目 (CIP) 数据

新常态经济：中国经济新变局 / 邱晓华，管清友著. —北京：中信出版社，2015.5

ISBN 978-7-5086-5084-5

I. 新… II. ①邱… ②管… III. 中国经济—经济发展—研究 IV. F124

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2015) 第 055332 号

新常态经济：中国经济新变局

著 者：邱晓华 管清友

策划推广：中信出版社 (China CITIC Press)

出版发行：中信出版集团股份有限公司

(北京市朝阳区惠新东街甲 4 号富盛大厦 2 座 邮编 100029)

(CITIC Publishing Group)

承 印 者：北京诚信伟业印刷有限公司

开 本：787mm×1092mm 1/16

印 张：21.75 字 数：336 千字

版 次：2015 年 5 月第 1 版

印 次：2015 年 5 月第 1 次印刷

广告经营许可证：京朝工商广字第 8087 号

书 号：ISBN 978-7-5086-5084-5 / F · 3347

定 价：49.00 元

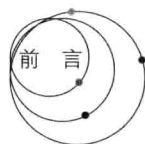
版权所有 · 侵权必究

凡购本社图书，如有缺页、倒页、脱页，由发行公司负责退换。

服务热线：010-84849555 服务传真：010-84849000

投稿邮箱：author@citicpub.com

谨以此书献给新华都商学院成立四周年



2015年中国经济：有底无高度

当前，大家对中国经济未来变化看法存在较大差异：过去很乐观的人最近也变得相对谨慎，过去悲观现在显得更悲观，主要就是因为看到中国经济在近期连续出现下滑。这到底是一个趋势性下滑，还是阶段性下滑，存在较大争议。我一直对中国经济持有这样的看法：谨慎但不悲观。所谓谨慎，就是因为中国经济正处于转型升级的关键阶段，内外环境都发生了很大变化，面临种种挑战。集中反映在宏观层面，经济下行压力较大；在微观层面，企业生产经营困难较多。因此，不能盲目乐观。所谓不悲观，就是因为虽然眼下中国经济存在诸多困难，但发展潜力大，回旋余地大，韧性强，前期快速发展积累的物质基础相对坚实，转型升级的机遇也很大。如果过于悲观，就可能束缚自己的手脚，失去困境中的机会。所以，我对中国经济的态度是谨慎但不悲观。

对于2015年中国经济，总的看法是“有底无高度”。一方面，企业发展面临成本不断上升压力，包括财务成本、劳动成本、资源成本和环境成本等，都处于持续上升状态，中国发展已经告别了低成本时期；另一方面，企业生产面临市场制约压力，由于结构性、体制性和阶段性矛盾交织，市场需求处于相对疲弱状

态，已经无法适应庞大的产能需要，中国发展告别商品短缺时期。前者是企业产品卖一个好价格遇到困难，后者是企业产品怎么卖出去遇到困难。这两方面的压力导致眼下中国经济，特别是实体经济处于比较困难的状态，短期内还难以迅速化解。但随着转型升级所需要的体制环境逐步优化，改革红利将持续释放，创新动力将逐步积累，中国经济的发展潜能将逐步释放，特别是进入新常态的中国经济将迎来新的机遇。底线思维的政策体系，有助于经济逐步企稳，不会出现断崖式的快速下滑。

2014 年经历六大变数影响，经济总体平稳增长

回顾 2014 年中国经济，国际、国内皆有三件事在困扰和影响着我们。国际上，一是乌克兰危机，由于乌克兰内部出现各种问题，政治动荡、经济萧条、社会冲突此起彼伏，特别是克里米亚加入俄罗斯，引起欧美与俄罗斯之间的严重对立，带来地缘政治格局出现新变化。二是“伊斯兰国”事件，一些伊斯兰教极端势力，在中东地区政治动荡，特别是欧美一些国家军事力量准备撤出伊拉克、阿富汗的大环境下，异军突起，成为一股新的宗教武装势力，与所在地的统治力量发生了激烈冲突，影响中东地区的稳定，带来一些西方发达国家、传统伊斯兰国家和新伊斯兰国家之间的严重对立，引起新地缘政治的动荡。三是埃博拉病毒爆发，引起非洲国家民众的恐慌，影响了世界经济，特别是非洲地区经济和民众生活的不稳定。埃博拉病毒由于变异非常快，至今尚未找到有效防治措施，不可小视。在国内，大家担心的三件事，一是地方政府债务平台债台高筑，会不会演变为中国式的主权债务危机。二是“影子银行”业务迅速扩张，会不会演变为一轮中国金融危机。三是房地产发展形成的泡沫，会不会引起房地产的崩盘。三件事影响中国经济，也影响市场预期。但总体上看，全年有惊无险，危机并没有全方位爆发，系统性风险得到一定控制，中国经济总体上运行平稳，通胀温和，增长中高速，经济转型进程中所期待的经济结构优化、发展方式转变、发展质量提升取得一定进展，民众生活水平继续改善。2014 年中国经济运行，一季度增长

7.4%，二季度增长 7.5%，三季度增长 7.3%，四季度增长 7.3%，全年增长 7.4%。这样的增长速度，相对于 7.5% 左右的年度预期目标可能略低一点儿，但也算是来之不易。

2015 中国经济，政策托底可保增长底线，企求更高增长不可能，也无必要

总的看，2015 年中国经济增长有底无高度。为什么有底？也就是从短周期角度来看发展前景，中国经济不会出现所谓的断崖式下滑。这是因为从短周期经济运行看，政府有足够的调控力量和政策空间，也有足够的物质和行政手段托底，因此不会出现断崖式的下滑。

第一，货币政策有较大空间。政府在 2014 年 12 月已经采取不对称降息手段，释放市场流动性，可以预期的是未来在货币政策方面，虽不敢说已经进入一个周期性宽松通道，但至少灵活手段可以经常被政府用来补充市场流动性，缓解市场融资难、融资贵的压力。目前市场上有共识的一点就是这次降息不会是终点，降息之后下次就有可能降准，降准之后就还有可能要降息，从宏观环境角度来说，温和通胀、弱势增长给货币政策取向灵活提供了条件，未来降息至少有 2~3 次可能性，降准至少有 3~4 次可能性。这是市场对货币政策走向的一个粗线条判断，主要基于整个中国经济增速必须在所谓的底线之上。如果 2015 年中国经济 GDP（国内生产总值）增幅底线是 7% 左右，政府就会围绕着经济是否能保持在 7% 左右而采取灵活的货币政策，所以降准、降息是可以期待的，只是现在还无法断定利率是否已经进入一个周期性下降通道，还是择机而动。

第二，财政政策有余地。尽管地方政府债务平台压力比较大，政府债务矛盾比较突出，不过整体上看，中国政府的债务负担率在 70% 左右，还没有超过 100%，处于可控状态。换句话说，把各种各样的政府性债务加一起，包括地方政府 20 多万亿元、中央政府 10 多万亿元以及各种隐性债务 10 多万亿元，目前中国政府债务余额在 40 多万亿元，而全国经济总量 2014 年将达到 60 余万亿元，

二者差距在 20 余万亿元，债务率要逼近危险线至少还有 20% 左右的余地。与此同时，目前财政赤字率处于 2.3% 的水平，通常认为只要不超过 3% 就可以接受。可以预计，2015 年财政赤字水平不会有一个明显收缩，可能还会适度放大。地方政府虽有一定压力，但随着预算法修改之后在 2015 年正式实施，会给地方政府留出适度发债余地。原来预算法不允许地方政府发债，发债必须由中央财政处理，2015 年起地方政府可以自己发债，尽管还有一定审批程序，但可以预期在未来政府债务适当扩张是一个大概率事件。那么会不会有减税空间？前一段我参加新浪金麒麟论坛，作为主持人，我问与会的财税专家还有没有减税空间，他们回答有余地，但又认为虽然有结构性降税余地，但政府也会有结构性增税举措。所以，减税增税之间统算下来减税方面余地不是很大。2015 年实施的新预算法以及财税体制改革方案，将有两个特点：一是集权，就是借助预算法，加强预算管理，原来各种在政府预算之外的资金运用今后都要纳入预算管理范畴，这就是所谓的集权；二是加税，例如资源税、环境税等，房地产税 2015 年可能还不会出台，但至少方案一直在规划，税种越来越多的趋势也不会改变。现在能看到的是中央与地方在财权与事权匹配方面会做出一些新调整，比如在增值税、消费税等方面，可能给予地方更多的份额。不过，整体上看减税的空间和加税的空间大致会相互抵消。好消息是未来各种各样的收费可能会受到更加严厉的控制，这有利于减轻企业和民众负担。

第三，行政体系运行效率在 2015 年会比 2014 年有所提升。2014 年强力反腐，治理官员乱作为现象，2015 年可能会转向反腐的第二阶段，就是治理官员不作为现象，十八届四中全会已经赋予检察院这方面的职权。因此中国经济运行中的行政效率可能提升，推力可能会强化。

第四，经济运行存在惯性。目前中国经济面临着下滑压力，处在一个比较复杂的阶段，但不可否认的是中国经济发展进程并没有结束，工业化、城市化、信息化、区域化和农业现代化这些趋势仍在进行，某种程度上只是改变发展方式，但这些依然是支撑中国经济前行的主要力量，客观上存在经济基本面不变所带来的增长惯性。也就是 2014 年经济增速 7.4%，2015 年不可能马上下降到 3.4% 或

4.4%，犹如高速行驶的列车不会迅速停下，而是渐进式放慢速度。

第五，党中央、国务院领导在底线思维上有共识。如果形象地把一国经济当作一个企业观察，可以发现企业“董事长”追求的是大局平稳、风险可控，企业“总经理”追求的是生产经营的业绩，即成绩单。面对复杂的经济形势，对待经济增长速度变化，“董事长”有更大包容性，但“总经理”则相对敏感，对经济增速短期波动还是比较关注。比如2014年一季度GDP增速是7.4%，低于预期目标，形势严峻，所以很快有了两轮定向降准，对小微企业减免税，以及放宽投资等一系列稳增长的宽松政策的出台，最终还采取了降息这一方式。不过现在看来中央高层对待经济速度变化的态度在朝着接近的方向演变，领导人的共识就是必须守住经济增长底线，在这前提下，增速的波动可以接受。这个底线是多少？也就是说2015年经济预期增长速度目标会是多少？现在看来，GDP增速7%左右是底线。这一共识有助于决策层能够很快形成对经济有效管理的决策，不至于丧失政策的时效性，可以及时化解经济运行的突出矛盾。

2015年经济增长为什么没有高度？主要基于四方面考虑。第一，从整体上看，中国经济还处在一个转型升级困难没有结束的阶段，爬坡过坎的艰难和矛盾仍在困扰企业。具体来说，中国社会经济已经迈入中等收入新阶段，原有经济体系，特别是生产体系需要重新构造，也就是低收入阶段所形成的经济体系，包括生产体系必须改变，不改变就会失去竞争力、失去市场，而这种改变不会是一天两天的事，一定需要时间和过程，在没有完全改变之前经济始终面临着下滑压力。第二，市场环境由短缺转向宽裕，宏观政策体系需要变革。过去市场以产品短缺为主，政策的重心是如何解决商品缺乏的矛盾；目前市场进入商品相对丰富的新环境，政策的重心是如何解决需求不足的矛盾。而政府针对当下市场环境显得不是很有办法，积累的经验也还不够，因此需要改变。在这种背景下，政府政策存在一定的不确定性，市场运行也不可避免存在着不确定性。由于政策的不确定带来的市场预期的不确定，微观主体不知道政府今天会出什么政策，明天又会出什么政策，结果导致了投资者投资行为不确定，导致了消费者消费行为不确定，经济运行内生出避险性需求的收缩，加大了经济增长的波动。第三，开放面

临多元的竞争压力，对外经济体系需要调整。原来在经济全球化和世界和平相对稳定的大背景下，中国经济发展受益于经济全球化大发展，而随着 2008 年美国次贷危机、2010 年欧洲主权债务危机等一系列危机爆发，中国经济原来赖以顺畅运转的外部经济环境发生改变。一方面，发达国家再工业化、再平衡的政策取向，对依赖于外部需求的经济体带来新的挑战；另一方面，发展中国家加快工业化对中国也形成冲击，在资源、市场等方面的竞争压力加大。我们原来对外经济体系的低成本竞争优势基础开始动摇，因为中国已经进入成本不断上升新阶段，中国对外经济竞争力减弱。在这样一个外部环境下，对外经济体系也需要调整。从大的环境来说，外部需要打造一个更和谐的国际大环境，内部要打造一个更有创新、更有竞争力的新政策体系，这样才能够继续保持对外经济板块的相对稳定发展，目前这个调整还没有发生根本性变化，无疑对传统的出口企业形成很大压力。原先每年都有 20% 的对外经济拉动力支撑中国经济发展，未来不可能像过去，也就是说 2015 年中国对外贸易不大可能快速增长，只能是相对平稳增长。当然，我们现在也已看到一些变化，这个变化就是所谓的以资本输出带动产能输出战略的实施，使中国制造有了新的成长空间。向改革要红利、向创新要动力是国内经济发展的必由之路，但是做起来举步维艰。目前出现两个超级有利于中国国运发生变化的大事件：一是国际油价大幅度下跌，可能给中国带来极大的好处；二是中央领导提出“一带一路”建设新战略，即“21 世纪海上丝绸之路”和“丝绸之路经济带”，随着这一战略的实施，将极大地改变目前国内产能过剩的矛盾。不过眼下都还只是个预期，还不是一个现实，还需要一个过程。第四，管理层对经济增长的宽容度提高，未来对国内 GDP 增速要求不再是 7.5%~8% 这样的水平，在宏观政策上不会再继续使用过去那种强刺激手段，可能还是温和刺激、结构刺激、定向刺激。所以，从 2015 年增长目标角度来看，就是守住底线不会变，增长下限将适当下调，确立 7% 的增速，并且可能成为以后的新常态，这是一个基本的估计。总之，2015 年经济增长不可能有太快的速度，也没有必要追求太快的速度，而是以经济效益和质量为中心，以优化环境和改善民生为前提，依靠深化改革保持必要的、适度的增长。估计 2015 年全年经济增长可能在 7.2% 左右。

政策取向、内需变化、房地产走向、通货膨胀、产业发展、资本市场与世界经济

宏观政策取向在 2015 年不会有大调整

稳中求进还是工作主基调，“两个全面”（全面深化改革，全面推进依法治国）将是 2015 年治国理政的基本方向。具体来说，积极的财政政策、稳健的货币政策不会改变，政策的灵活性会加强。经济工作的中心是提高经济发展质量与效益。政策的重点是几个关键词：稳增长、调结构、促改革、大开放、防风险、保稳定、惠民生。

内需是经济增长主要动力

从理想角度来说，中国经济的发展动力应当建立在改革红利和创新动力的基础上，这是转型升级的必由之路。但从现实角度来看，经济发展的动力更多地取决于内需变化，投资、消费双驱动还会是 2015 年经济增长基本动力。就投资而言，政府对投资的偏好决定政府对投资的可控，所以为了稳增长，2014 年下半年以来，国家有关部门对铁路、水利、核电等重点建设项目审批明显加快，体现出政府力求稳投资、稳增长的意图。中国的投资空间还有很大潜力，仅仅是缩小城乡差距就有很大投资空间，仅仅是改造传统产业就有很大投资空间，加强国防建设，发展新兴产业、现代服务业等方面也都会有很大投资空间，即使是房地产业也还有较大的成长空间。只要政策宽松，投资稳定增长就有可能做到。投资力量来自哪里？第一还是来自银行贷款，第二来自政府债券，第三来自股市。这三方面的资金还是投资的主要力量，都有较大的回旋余地。预期投资增幅将基本维持 2014 年 15% 左右的水平。

就消费而言，社会对消费的期望越来越高，政府已经把提升消费作为转变方式、优化结构的一个重要环节，国务院常务会议专门确定能消费、敢消费、愿消费的政策措施，并从 6 个方面提出了鼓励和刺激消费的重点，以作为刺激经济发展的一个主要方向。2015 年居民收入水平会不断提高，例如公务员加薪是可以

期待的，消费环境将从扩大社保覆盖面、加强食品安全等方面入手，积极创造一个更好的消费环境。消费结构将进一步优化，未来发展型消费、服务型消费将进一步提升，虽然这两年“八项规定”对公款消费已经形成了一种明显制约，但从统计规律来说，公款消费的基数效应将逐步显现，其对整体消费的负拉动将逐步减弱。所以，消费在 2015 年还会继续成为经济增长的一个主动力。如果 2014 年社会消费品零售总额增长率在 12% 左右，估计 2015 年不低于这一水平。可以预期，仅从内需角度观察，尽管存在外需的不确定性，但 2015 年中国经济在 7% 左右区间运行的可能性较大。

房地产调整周期可能会发生变化

目前国内房地产正处于第三轮调整过程中，并已经逐步接近尾声，2015 年年中调整周期可能会告一段落。眼下政策主要聚焦于取消限购、取消限贷等消费端调整，对购房的税费优惠还没有放开。而在供给端，允许房地产企业上市，允许上市房地产公司再融资，允许商业银行对房地产企业的开发性贷款正常发放等政策还没有完全浮出水面。房地产是眼下中国经济发展不可缺少的一个重要领域，虽然由于政策的偏差和市场的不完善，导致房价高企，积累了一些泡沫，但房地产的成长空间并没有完结。可以预期，未来供给端的房地产政策调整会逐步出台，也就是说 2015 年房地产企业将可以常态上市，常态再融资，常态获得商业银行的资金支持，而不是像过去几年被严格控制，只能被迫从各种异态获得高价融资。从整个房地产形势来看，经过一系列政策调整，2015 年房地产投资将由降转增，改善性住房需求会进一步释放出来，房地产市场将由大调整逐步趋于稳定。当然，房地产暴利时代已经基本结束，质量、服务、环境等结构性发展机会将进一步强化。未来房地产发展将沿着双轨方向前行，改善型住房需求将更多地依靠市场轨道解决，生存型基本住房需求将主要依赖政府轨道解决，相应的住房消费制度建设和机制建设有望加快完善，以促进房地产市场相对平稳的发展。

通胀水平将略有升温，但整体压力还不大

2015年国内经济形势总体平稳，通胀将继续处在一个温和阶段。一是经济增长率目前处于潜在增长率下方，国内市场供求关系相对宽松；二是国际大宗商品价格下行，带来输入型通货膨胀压力不是很大；三是成本推进型通胀为主，压力释放机理不会像需求膨胀型那么激进，而是渐进式释放；四是经济结构调整格局还没有改变，上游产品需求偏弱，整体处于价格下行态势，对下游的涨价压力也不是很大。2015年价格结构性改革力度将加大，可能是推动通胀的一个主要力量，即价格改革可能带来物价总水平一定程度上升。目前，决策层面已经把价格改革放在一个更加突出的位置上。与此同时，产业结构调整也会对价格上涨带来一定压力，也就是说新产品、新材料的研发，在起步阶段大都会处在一个较高价格水平上。虽然中国存在货币供给量大、各种不良债务多、结构性扭曲现象突出等问题，潜在一定通胀压力，但总体上观察，近期通胀压力并不大。2014年消费价格涨幅是2.3%左右，远低于预期目标。估计2015年有可能在2.5%~3%波动，继续温和通胀的态势。

从产业发展态势看，跨国经营、跨界融合、跨所有制发展趋势会进一步兴起，并将成为未来中国产业发展的大趋势

可以预期，在国家对外开放战略指引下，大量企业走向国际并购之路，同时在新技术革命大潮推动下，企业将走向跨界融合发展之路。混合所有制改革将是新时期国企改革的新趋势，垄断打破，市场准入门槛降低，将给民营企业带来与国有企业相互整合发展的新机遇。产业发展总体上讲是一个不平衡格局，新兴产业会进入一个加速发展状态，传统产业将在优胜劣汰的市场竞争中优化重组，特别是随着资本输出趋势逐步强化，过剩产能矛盾将有所缓解。

未来哪些行业有成长性？“七色经济”将引领发展。第一，与老年人相关的消费、养老、健康等产业，可称之为白色经济，即所谓的大健康产业具有较大的成长性空间。第二，与女性、儿童消费、教育、健身等产业相关的红色经济。第三，以健康食品、环保产业为特征的绿色经济，特别是健康食品，谁能创造品

牌，谁就会很快形成规模经济，餐桌安全已成为未来中国经济一个最重要的问题，所以健康食品行业会有很大的成长性，现在只是成长的初期，价格比较高，将来如果能够达到规模经济，产品可以进入寻常百姓家，就具有广阔空间。第四，以海洋经济为代表的蓝色经济，即国土开发的相关产业也有很大成长性。第五，与财富管理相关的金融服务业，即金色经济。为富人理财是一个很重要的金融服务方向，为企业理财，作为企业财务顾问，或者为地方政府理财，帮助地方政府重组债务、盘活资产，也会成为一个新发展方向。特别要强调就是移动互联网金融，移动互联网金融解决了时空束缚，成本最优，这是它最大的一个优越性。同时，因为金融产品与金融服务的无差异化等特性，能够无缝对接移动互联网，不像别的产品具有较大差异。所以从这两个角度考虑，一旦政府对移动互联网金融发展的各种限制有所放松，那么它一定会打败传统金融，因为它的成本最低，服务效率最高，服务范围最广，最适合中国人所需要的服务特性。第六，以高科技、高端制造为代表的银色经济，具有广阔前景。第七，就是适应逐步进入中等收入阶段而且还要迈入高等收入阶段需要，消费者对各种高雅艺术和休闲产业有强烈需求，即橙色经济有很大成长性。这“七色经济”可能是未来中国经济新局的一个主导性方向。

资本市场春天已经到来

漫漫熊市终有结束之时，变革新政已经催促着资本市场的春天到来。有三个理由：一是改革红利助推资本市场复苏。2015年是全面深化改革的第二年，各项改革会逐渐发力，无论是国企改革、土地制度改革、财税制度改革、金融体制改革，还是对外开放体制改革，以及社会保障、教育、医疗、司法领域的改革，都会给资本市场带来复苏的力量。二是优化结构需要资本市场。优化结构是未来经济转型升级的一个主战场，要实现优化结构，离不开资本市场，解决中国经济存在的诸多难题的一个重要途径有赖于资本市场功能的发挥，关键词就是资产证券化，这是资本市场为什么得到新一届政府高度认可的基本理由。2014年沪市从2 000点走向3 000点，背后最重要的推力就是新一届政府对资本市场的重视

和支持，政府认识到了资本市场解决中国经济转型升级的重要作用，这就是一个突出的变化，是过去所没有的。三是增加民众财富有赖于资本市场。政府政策已经明确，未来将不断改善民生和增加民众财产性收入。目前来看实体经济处于困难期，它的恢复还需要一定时间，房地产现在也处于调整期，也轮到资本市场成为增加民众财富一个主要途径。所以改善民生、增加消费、扩大投资、呼唤财富效应，都要求资本市场加快发展。这是基于宏观面来看资本市场，认为春天已经到来的基本理由。

春风尽管扑面，但严寒还没有完全消除，倒春寒的风险不可小视。要实现资本市场真正新生，还有三道坎要迈过。第一，中国资本市场先天不足，上市公司质量不高，结构不合理的历史遗留问题要解决；第二，目前积压的IPO（首次公开募股）“堰塞湖”需要疏通，600多家拟上市企业还在排队，这始终是悬在资本市场头上的一把利剑，尽管从长远看，新上市公司增加对资本市场是有利的，但是短期内仍存在相对不利的一面；第三，包括注册制等资本市场改革措施可能带来的不确定性影响，需要适应。改革有正效应，也有不确定性。这种不确定性需要经受市场考验。只有等到这三道坎真正迈过去，才能说中国资本市场春天已经真正到来，春暖花开，不会再有“倒春寒”，投资者的热情得以保护。

如何看待资本市场的春天？是快牛时代，还是慢牛时代？慢牛时代更为合适，主要是基于以下几个理由。第一，低市盈率的修复会渐渐释放，不会很快地激进释放；第二，经济发展进入新常态，所谓新常态其实就是不同于以往的异态，经济在异态中的一个总体表现就是相对平稳，而不是大起大落；第三，对旧经济的改造将激活存量资产，进入资本市场是一个逐步进入的过程，而不会是快速进入；第四，新经济发展创造的增量资产也是一个逐步增加的过程，不会都有像马云那样快速的财富效应；第五，开放新政引来外资源源流入，也会逐步流入，而不会是国门大开，资本大流入。所以无论从这些角度来看，还是从前面提到的三道坎的角度来看，中国的资本市场未来虽然是春天，但是它进入的是慢牛时代，而不是快牛时代。

从市场热点来看，未来资本市场是众多主题而不是单个主题。第一，改革主题：混合所有制改革、法治改革等，将带来新的商业机会；第二，国防主题：强军梦催生各种军工产业的发展；第三，环保主题：国土整治、空气和水流整治，以及餐桌安全等带来的新产业、新产品开发机遇；第四，消费主题：老产品新业态，新产品新格局，消费领域孕育新商机；第五，城市主题：这些年中国城市经济发展更多聚焦于地上，修建高楼大厦，在可以预见的未来，城市地下经济发展会有很大成长性，包括城市各种地下基础设施建设需求旺盛；第六，产业主题：传统产业的并购和新兴产业的扩张，资本运作空间较大；第七，“三农”主题：土地改革、绿色食品、休闲农业，这些方面都可能成为资本市场追逐对象；第八，跨界主题：移动互联网技术运用与实体经济的结合，给跨界融合带来可能，也将是未来资本市场关心的一个主题。

国际经济局势整体或将呈现波澜不惊状态，分化加剧，变革加快，增长温和

第一，从增长态势看，发达经济体表现不一样，美国经济稳健复苏，欧洲经济会温和震荡，日本经济可能再现艰难，新兴经济体则是中速前行，其他发展中国家经济体是一种非均衡发展格局，全球经济体总体上还处于震荡和温和增长中。第二，从汇率角度来说，国际汇率市场动荡分化格局不变，美元、英镑可能走强，欧元、日元趋弱，加元、澳元会相对平稳，人民币升贬交替，总体走向弱势，这是2015年汇率市场可能发生的变化。第三，从大宗商品来说，目前状态是供强需弱，大宗商品价格继续受压。石油价格虽然跌破每桶60美元，但趋势是在每桶80美元拉锯。黄金价格将围绕每盎司1200美元波动，目前整个世界黄金生产成本大致在1100~1150美元，若跌破1000美元，黄金企业会无利可图，所以多空力量未来会围绕1200美元这样一个价位拉锯攻防。未来铜价可能围绕着每吨6500美元的水平震荡变化，有可能出现像黄金价格一样的大幅度波动情况。对铜的需求取决于中国，中国对铜的需求受到房地产行业调整、网线改造趋缓两大压力，导致对铜的需求不是很旺盛。但全球铜的产能在不断扩大，可

能给铜的市场带来价格下行压力。农产品的价格估计是震荡趋势。总之，国际经济仍然处于调整期，温和增长态势不变，但美国经济会相对好一点儿，2015年全球GDP增速在3%~4%，美元可能相对强势，其他货币表现各异。人民币总体上是升贬交替，但总趋势相对弱势，大幅度波动的可能性不大。