

2021 年股指期货投资展望

核心摘要:

跌宕起伏的鼠年即将过去，全球经济因疫情遭遇沉重打击后，在宽松政策及时对冲下，逐步走出疫情笼罩的阴霾，并带来了资本市场良好表现，欧美股市创下历史新高，A 股各大股指也表现亮眼，优质核心资产表现非常突出。2020 年，欧美股指 V 型反转，A 股一波多折，运行区间稳步抬升。鼠年转机已现，牛年迎接高点。

展望 2021 年，疫苗普及应用后，全球经济共振复苏回暖，美元流动性延续宽松，这些积极因素的聚集对大类资产价格形成较强支撑。对于 A 股市场，经济复苏是支撑股指运行区间稳步抬高的基石，叠加宏观政策不急转弯，资本市场制度改革利好释放，以及中长线资金循序渐进入市，拥抱优质核心资产，A 股市场逐渐进入到崇尚价值投资的佳境。

从三大股指期货成分股角度看，上证 50 尤为值得期待，成分股是各行业优质龙头，低估值金融地产能源与成长性好的消费科技在市值权重上趋于均衡。无论市场风格倾斜于哪一种板块，上证 50 都有优秀的表现。从 2020 年 7 月以来，IH/IC 比值震荡走高，反映出市场资金对上证 50 认可看好。从股指基差变化规律看，在单边阶段上涨行情中，股指期货贴水会逐渐收窄，并转为升水。在单边阶段下跌行情中，股指期货升水逐渐回落，转为贴水。当前 IH 近远月合约较上证 50 现货指数均出现升水，说明市场对后市偏乐观态度，仍有值得期待的大级别上升行情。

2021 年，股指运行节奏仍会一波多折，不会一帆风顺，踏准节奏很重要。经济基本面、业绩与估值边际变化，政策松紧力度调节等因素对股指运行节奏会带来一些扰动，但整体趋势还是震荡上行，股指或呈现出 M 型走势，即一季度阶段低点，二季度高点，三季度阶段低点，四季度高点的预测判断。此类预判一方面基于对经济政策面分析；另一方面结合波浪理论浪形结构，对股指运行节奏做出推测。

策略方面，2021 年逢低做多 IH、IF、IC，重点关注 IH 投资机会。套利方面，多 IH，空 IC 策略。

风险提示：疫情反复、信用违约、外部局势动荡

研究员：程赵宏

邮箱 chengzh@ghlsqh.com.cn

TEL: 0571-85237429

从业资格号：F0268663

投资咨询资格号：Z0002593

研究员：鲜于开卷

邮箱 xianyk@ghlsqh.com.cn

TEL: 0571-85237429

从业资格号：F3061915

投资咨询资格号：Z0014486

2020 年 12 月 23 日

一、2020 年，股指先抑后扬，一波多折

（一）、疫情笼罩、流动性宽松背景下，欧美股市 V 型反转

疫情爆发期间，海外主要股指跌幅明显大于 A 股跌幅，A 股抗跌性凸显。一季度，疫情是导致美股大跌的催化剂，但根本原因还在于政策持续宽松，加杠杆，大规模回购股票推升 EPS，助推美股上涨，估值泡沫逐渐累积。2019 年底，美国上市公司总市值占 GDP 比重达 150%历史高位水平，高于中位数 125%，均值 117%。据机构数据显示，过去十五年，美国上市公司的每股盈利（EPS）年复合增速为 11%，而企业利润复合增速仅为 8%，两者间 3%的差值就是回购“人为推升”的“增长”。也即，美股 EPS 增长中，公司通过回购股票所贡献的“虚增”占比接近 30%，本就与股价涨幅不相匹配的业绩增长之中，还存在着较为明显的“注水”现象。二季度，海外股指在 3 月下旬企稳，随后在量化宽松推动下震荡上涨，这也为 A 股营造了相对缓和的外部环境。三季度，市场情绪趋于平稳，海外股指继续震荡上行。四季度，美国大选逐步落地后，市场预期美国财政刺激计划加码，以及疫苗获新进展，提振风险偏好，海外股指先抑后扬。

图 1 海外主要股指疫情期间最大跌幅和 3 月见底后最大涨幅

海外主要股指	疫情期间最大跌幅	3 月见底后最大涨幅
道琼斯	-36%	66.4%
标普 500	-32.8%	69.4%
纳斯达克	-32%	90.1%
英国富时	-36.2%	35.5%
德国 DAX	-40%	63%
法国 CAC	-40.5%	54.6%
日经指数	-32.1%	64.4%
韩国综指	-36.8%	93.3%
恒生指数	-27.5%	27.9%
上证指数	-15.3%	30.9%
深成指	-18.1%	48.2%
创业板	-19.8%	63.7%
中小板	-19.1%	53.6%

数据来源：Wind

1980 年后，美股经历过 87 年股灾，2000 年互联网泡沫危机，2008 年金融危机，美股运行节奏整体上是牛长熊短，牛市持续时间 5-10 年，熊市时间一般 1-2 年。此次全球疫情危机爆发后，美股以暴跌方式，用最快、最短时间探底，用时近 1 个月，主要是美联储及时迅速地推出了史无前例地大规模宽松，避免金融市场进一步深跌，大放水对推动经济走出疫情阴霾发挥了重要作用。

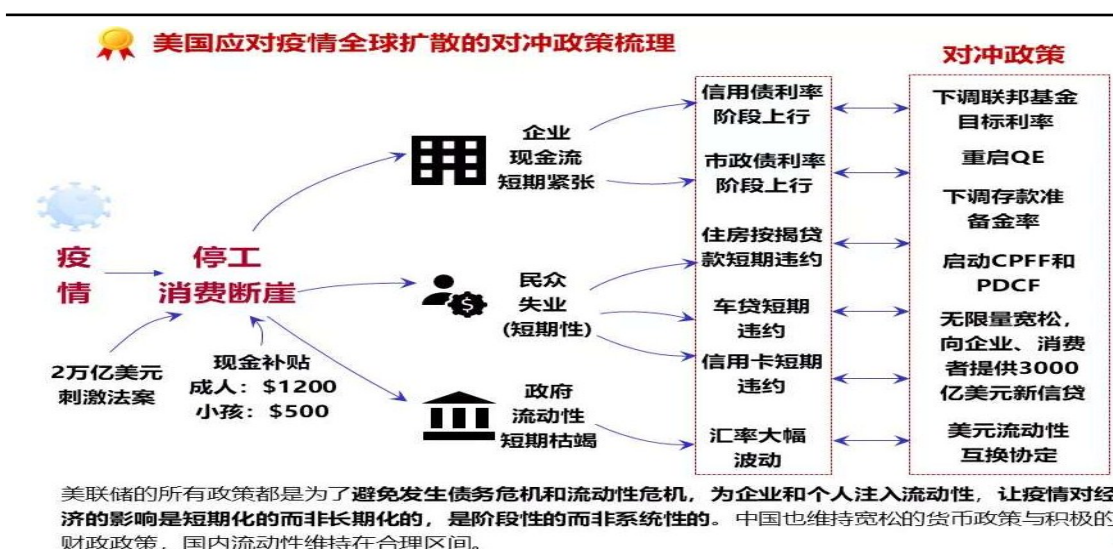
图2 历史上美股牛长熊短

年份	持续时间	标普500指数表现	估值	驱动因素
1982.3-2000.8	222个月	从113点上涨至1510点，涨幅1336.2%	EPS从33美元涨至74美元，年复合增速4.6%。PE从8倍涨到29倍，年复合增速7.4%。	产业结构升级与科技进步主动创造需求，走出滞胀，估值与业绩双升。
2000.8-2002.10	26个月	下跌幅度42.8%	EPS、PE回落	互联网泡沫破裂
2002.10-2007.10	60个月	从803点上涨至1546点，涨幅92.3%	EPS从39美元上涨至81美元，年复合增速15.74%。PE从46倍下降至17倍，年复合增速-18.1%。	经济全球化以及加杠杆推动，业绩增长贡献是主导
2007.10-2009.3	17个月	下跌幅度56.7%	EPS、PE回落	次贷危机爆发
2009.3-2020.2	132个月	从681点上涨至2972点，涨幅335%	EPS由61美元上涨至134美元，年复合增长率8.1%。PE回升至22.36倍。	低利率宽松环境推高估值，大量股票回购提升EPS。

资料来源：券商报告

此次，疫情危机爆发后，海外主要经济体救市力度很迅速及时、坚决果断，并大规模刺激，避免经济衰退程度加深。美联储扩大资产负债表，释放出比2008年金融危机时，更大规模的量化宽松。美联储购买公司债，以及美国拟推出万亿基建刺激计划，有利于解除债务违约风险隐患，提升市场风险偏好。此外，日本央行也无限量宽松购买ETF、国债、向金融市场注入宽裕流动性，日本的财政支持规模占GDP的20%以上。新加坡、中国香港和澳大利亚也分别推出了占GDP10%以上的财政支出计划。美国实施近3万亿美元财政刺激计划，相当于美国经济规模的10%。相比起海外市场的大规模刺激，中国在宏观政策刺激力度上保持克制，留有较为充足的政策空间，以应对后期的不确定性变化。进入6月后，美国宽松政策效果有所显现，美国经济数据出现改善迹象，12月更新的季度经济预测概要(SEP)显示，美联储将今年GDP增速从-3.7%上修至-2.4%，2021年增速上修0.2个百分点至4.2%，2022年增速上修0.2个百分点至3.2%。失业率预期全线下修，美联储预计2021年失业率为5.0%(9月预期5.5%)，2022年失业率为4.2%(9月预期4.6%)，长期失业率4.1%维持不变。

图3 美国对冲政策梳理



数据来源：网络资料整理

2020 年底，美联储资产负债表已扩大至 7 万亿美元，较 2020 年初增加近 4 万亿美元，预计 2021 年美联储资产负债表扩大至 10 万亿美元。全球美元流动性泛滥提振大类资产价格，全球股市、大宗商品易涨难跌。

图 4 美联储资产负债表大幅扩张



在流动性极度宽松环境下，美股 V 型反转，创出历史新高，美股估值也达到历史上较高水平。此轮美股大幅上涨，主要是流动性宽松推动，与经济基本面关联不大。至于美股上涨趋势何时终结，认为行情起始于流动性宽松，也会终止于流动性宽松。12 月美联储利率决议，维持基准利率 0-0.25% 不变，维持每月 1200 亿美元资产购买计划不变。FOMC 重申，承诺使用所有工具支撑美国经济，并将刺激政策持续到经济复苏，必要时增加资产负债表扩张。未来两年经济好转后，需要密切关注美联储何时开始收紧货币政策，这将影响全球大类资产走势。

图 5 美股三大股指 PE 估值

	道琼斯	纳斯达克	标普 500
当前值	29.11	74	35.5
最大值	33.78	75	36
最小值	7.6	18.52	11.29
中位数	18.69	31	16.87
当前分位	86.1%	99.8%	99.9%

数据来源：Wind

（二）、A 股韧性十足，站稳 850 日均线上方，确立震荡上行趋势

2020 年，A 股扛住了外围市场大幅波动，整体表现平稳，运行区间稳步上移。2020 年 7 月，股指突破并站稳 850 日均线（3.5 年*248 日），这是至关重要的一个信号，震荡上行趋势确立。从历史角度看，850 日均线与 3.5-5 年的经济周期、政策环境有着密切关联，有利于中长周期趋势的研判。回顾 A 股历史上的走势，1996.6-2001.6，上证指数站稳 850 日均线上方，震荡上行。2014.9-2018.1，上证指数站稳 850 日均线上方，由杠杆牛转为结构化行情。在这两个较长周期的时间段里，经济基本面在宽松政策助推下由下行逐渐转为上行，经济领域与资本市场改革提速，提升风险偏好。历史运行规律对当下市场走势具有一定借鉴参考意义。

本文认为，始于 2019 年 1 月见底后上升，将是一个跨越 5-7 年周期的长牛慢牛行情，中途也会曲折折，涨涨跌跌，整体运行区间会稳步抬高。（类似于历史上的 1994-2001 年）

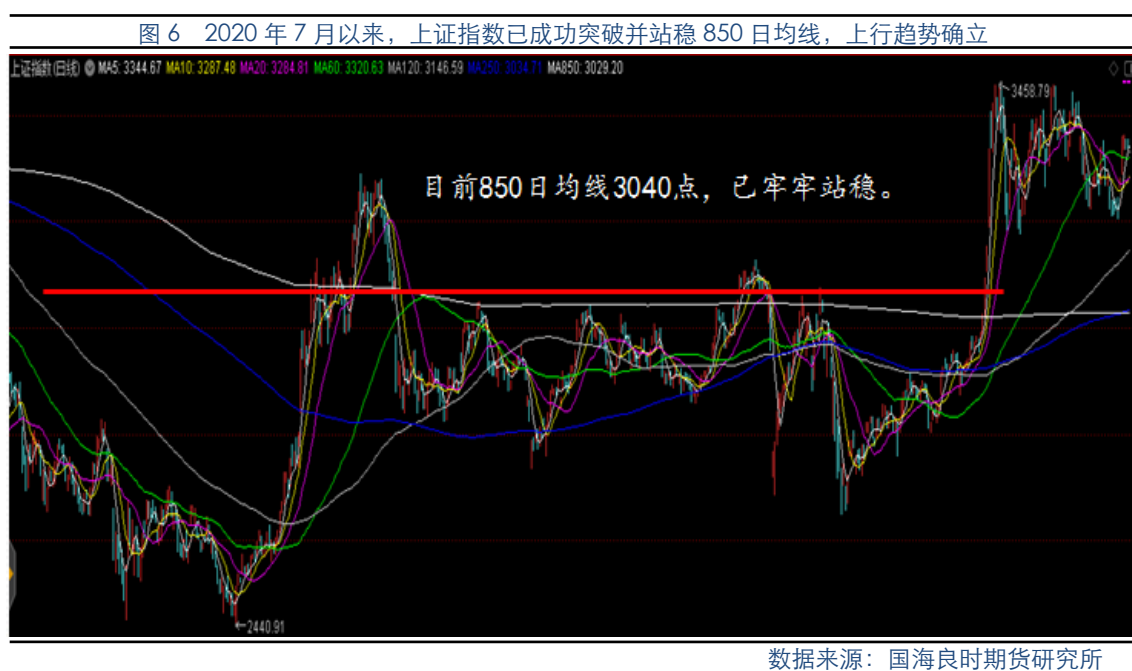


图 7 1996.6-2001.6，上证指数站稳 850 日均线上方，震荡上行



数据来源：国海良时期货研究所

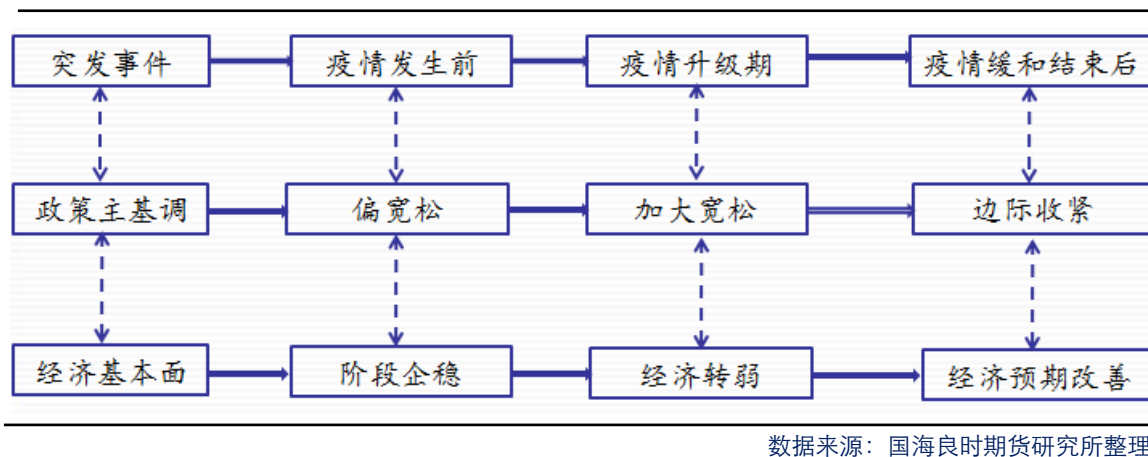
图 8 2014.9-2018.1，上证指数站稳 850 日均线上方，由杠杆牛转为结构化行情



数据来源：国海良时期货研究所

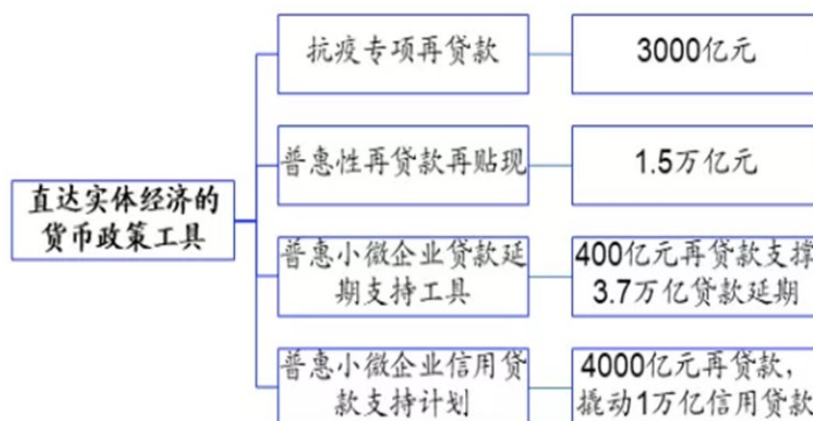
2020 年，由于外部环境不确定性因素太多，《政府工作报告》确定全年不设经济增长目标，以“六稳”，“六保”为主。在国内疫情得到控制后，经济活动逐渐恢复正常。生产、投资、需求增速跌幅明显收窄，显示出积极扩张财政政策和宽松货币政策在一定程度上缓解了疫情对经济的负面冲击。财政扩张和宽松货币的着力点在于扩大内需，刺激消费。在国内经济明显改善后，货币政策也将逐步恢复常态。

图 9 政策面变化节奏



从政策面看，此次疫情爆发后，全球主要经济体推出大规模经济刺激计划，中国刺激力度相对而言，略显偏弱，不及市场预期的强烈。中国应对危机采取的刺激措施相对来讲比较克制，财政刺激计划规模约为 3.6 万亿元人民币（4340 亿美元），占国内生产总值的 3%。随着国内疫情缓和，复工复产、复商复市的逐渐推进，经济主要矛盾转向稳就业和救实体。外部动荡加剧导致外需下降，经济修复的重心向发力内需转移，政策思路也相机而动，由“宽货币+降成本”转向“宽财政+扩信用+稳汇率”。近期，央行新创设两大直达实体的货币政策工具，“普惠小微企业贷款延期支持”和“普惠小微企业信用贷款支持计划”，也意味着货币政策重心绕开宽货币，转向扩信用，进一步加大对实体经济输血扶持力度。

图 10 直达实体经济的货币政策工具



数据来源：网络资料整理

2020 年 6 月下旬，国常会首提推动金融系统向实体经济让利，进一步通过引导贷款利率和债券利率下行、发放优惠利率贷款、实施中小微企业贷款延期还本付息、支持发放小微企业无担保信用贷款、减少银行收费等一系列政策，推动金融系统全年向各类企业合理让利 1.5 万亿元。这 1.5 万亿可能

对应的是指银行体系营业收入的让利，银行通过压降净息差推动贷款利率进一步下行、减少银行收费等方式向实体经济让利。据机构测算，若将这 1.5 万亿让利规模估算成对 A 股上市企业盈利影响，截至 2019 年底，全部 A 股上市公司（非金融）营收共计 41.7 万亿元，销售净利率为 4.7%，以 2019 年数据计算，可以估算此次银行让利在边际上大约可以提高上市公司（非金融）净利润 1250 亿元。

图 11 银行体系让利渠道

让利渠道	让利金额
银行信贷渠道让利	1.18 万亿
降债券利率让利	700 亿
中小微企业贷款延期还本付息让利	2300 亿
降低银行收费让利	200 亿
合计	1.5 万亿

数据来源：网络资料整理

2020 年，宏观政策主基调以宽松为主，金融让利实体，经济逐步改善回暖。2021 年，随着国内经济进一步好转，宏观政策或将转为边际收紧，但不会全面收紧，宽松政策会逐步有序退出。

二、2021 年，股指或现 M 型走势

2020 年，A 股经历了疫情危机，以及外部局势动荡洗礼后，运行区间依旧稳步抬高。鼠年孕育的转机已现，牛年高点可期。从政策、盈利、估值、流动性等角度看，2021 年股指或呈现 M 型走势，即一季度阶段低点，二季度高点，三季度阶段低点，四季度高点的预测判断。此类预判一方面基于对经济政策面分析；另一方面结合波浪理论浪形结构，对股指运行节奏做出推测。

自 2019 年 1 月，上证指数见到历史低点 2440 点后，震荡上行。虽然上行之路很曲折坎坷，途中经历了贸易战、全球疫情等外部事件的折腾，但中长期上行趋势并未改变。按波浪理论划分上证指数运行节奏，2019.1-2019.4，1 浪上涨（2440-3288，上涨 848 点），主要驱动是流动性宽松修复低估值；2019.4-2020.3，2 浪回调（3288-2646，下跌 642 点），主要驱动是贸易战、疫情爆发导致基本面回落；2020.3-至今，3 浪上涨（2646 点启动，正处于运行之中），主要驱动是货币宽松，改革提速，经济改善，业绩回暖，估值提升；2020 年底-2021 年一季度，预计三浪见顶回落，出现 4 浪低点，主要驱动是市场提前反应业绩增速高点，消化偏高估值；2021 年二季度，5 浪上升高点，注意逢高离场，主要驱动是剩余宽松流动性助推股指筑顶；2021 年三季度，市场回调，主要驱动货币政策逐渐退出宽松，流动性收紧预期叠加业绩增速放缓；2021 年四季度，估值回落后，市场企稳反弹，行业景气轮动催生结构化行情。

图 12 上证指数运行节奏

时间	股指运行节奏	主要驱动
2019.1-2019.4	1浪上涨（2440-3288，上涨848点）	流动性宽松修复低估值
2019.4-2020.3	2浪回调（3288-2646，下跌642点）	贸易战、疫情爆发导致基本面回落
2020.3-至今	3浪上涨（2646点启动，正处于运行之中）	货币宽松，改革提速，经济改善，业绩回暖，估值提升
2020年底-2021年一季	预计三浪见顶回落，出现4浪低点	市场提前反应业绩增速高点，消化偏高估值
2021年二季度	预计5浪上升高点，注意逢高离场	剩余宽松流动性助推股指筑顶
2021年三季度	预计宏观流动性收紧，市场回调	货币政策逐渐退出宽松，流动性收紧预期叠加业绩增速放缓
2021年四季度	预计估值回落后，市场企稳反弹	行业景气轮动催生结构化行情

数据来源：国海良时期货研究所整理

（一）、盈利回升是夯实股指运行区间稳步上移的基础

2020 年一季度，企业盈利经历了疫情冲击后，出现较大幅度回落，随后在宽松货币政策和扩张财政政策，以及大规模减税降费刺激下，企业盈利开始企稳回升。2020 年一季度，除科创板业绩正增长外，其他板块业绩大幅下滑。二、三季度，中小板、创业板业绩增速开始由负转正。全 A 股业绩增速从第三季度开始，由负转正。四季度，全 A 股业绩增速还会继续改善向好。预计 2021 年一季度，全 A 股企业盈利增速可能达到全年高峰，随后盈利增速或将放缓。

图 13 2020 年前三季度 A 股业绩增速

板块	2020Q1 净利增速	2020Q2 净利增速	2020Q3 净利增速
全 A	-24.32%	-13.18%	18.28%
中小板	-14.28%	30%	31.32%
创业板	-25.82%	91.9%	31.15%
科创板	16.52%	26.8%	97.21%

数据来源：Wind

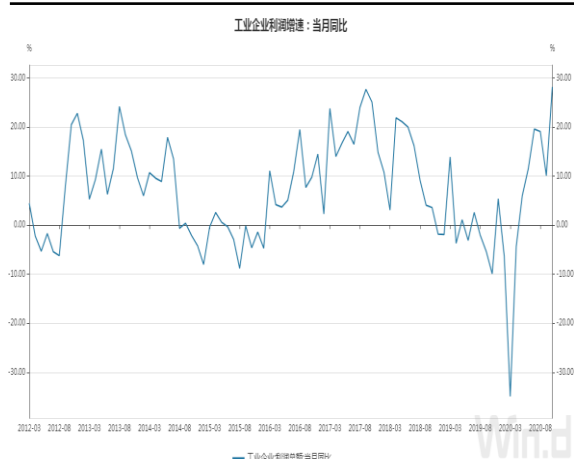
图 14 2021 年 A 股业绩增速预测

时间	全 A 股业绩累计增速	非金融类业绩累计增速
2020	-2.2%	-1.9%
2021	22.9%	34.9%
时间	全 A 股单季度业绩增速	非金融类单季度业绩增速
2020Q4	17.7%	27.4%
2021Q1	61.6%	109.8%
2021Q2	23.4%	30.5%

数据来源: Wind

工业企业利润方面, 实体经济逐步恢复, 工业企业利润增速跌幅收窄, 逐步回升。2020 年 5 月, 工业企业利润增速由负转正, 逐月增长, 工业企业利润增速回升势头有望延续到 2021 年二季度。历史上, 沪深 300 指数与工业企业利润增速呈现出明显正相关。在企业盈利持续改善后, 有利于股指稳步震荡上行。

图 15 工业企业利润增速



数据来源: Wind

图 16 沪深 300 指数与工业企业利润增速



数据来源: Wind

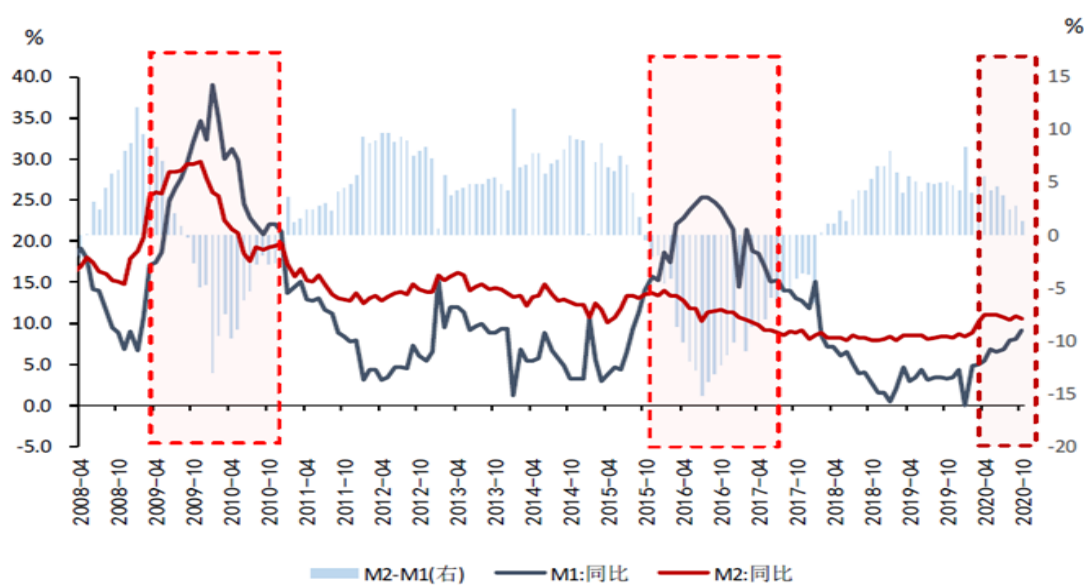
2020 年, 宽松政策有力缓解了疫情对经济冲击的负面影响, 助推经济改善回暖。社融增速与 M2 增速差值从年初 2.3% 扩大至年末的 3%, 反映实体融资需求较好, 经济向上修复。M2-M1 差值从年初 8.4% 收窄至年末的 0.7%, 反映实体企业可用投资资金较多, 新一轮补库周期或将逐渐开启, 印证 2021 年国内经济基本面处于进一步好转状态。

图 17 2020 年下半年，社融-M2 增速差值扩大



数据来源：Wind

图 18 M2-M1 差值



数据来源：Wind

（二）、宏观流动性趋于边际收紧，股市流动性偏宽松

2020 年，宏观流动性以宽松为主，货币政策稳健灵活，央行通过下调 LPR，引导实际贷款利率下行，降低融资成本，提高货币政策传导效率。2020 年，全年社融增量 34-35 万亿元，社融增速 13%以上。货币增速 M2 在 10.5%，货币和社融增速双位数增长，反映出信用环境宽松，也助推经济改善回暖。2021 年，中央经济工作会议定调政策面保持连续性、稳定性，不急转弯，弱化此前收紧预期，提振风险偏好。随着经济好转，宏观流动性或将边际收紧。股市流动性在政策严控房地产，鼓励居民财富配置向资本市场转移的背景下，有望延续偏宽松状态。

宏观流动性，2020 年，全年社融增量 34-35 万亿，2021 年社融增量可能与 2020 年持平，信贷扩张步伐将放缓。从央行发布的《2020 年第三季度中国货币政策执行报告》中看到，稳健的货币政策要更加灵活适度、精准导向，完善货币供应调控机制，把好货币供应总闸门，根据宏观形势和市场需求，科学把握货币政策操作的力度、节奏和重点，保持流动性合理充裕，保持广义货币供应量和社融规模增速同反映潜在产出的名义国内生产总值增速基本匹配。同时，加强结构性货币政策工具的精准滴灌作用，提高政策直达性。重视预期管理，保持物价水平稳定。处理好内外部均衡和长短期关系，尽可能长时间实施正常货币政策，保持宏观杠杆率基本稳定。预计 2021 年，社融增速在名义 GDP 增速 11%左右，较 2020 年放缓 2 个百分点。M2 增速可能在 9-10%之间，较 2020 年回落 1-2 个百分点。

股市流动性，先从居民和企业存款角度看，前三季度人民币存款增加 18.15 万亿元，同比多增 4.93 万亿元。其中，住户存款增加 9.95 万亿元，非金融企业存款增加 5.49 万亿元，财政性存款增加 6278 亿元，非银行业金融机构存款增加 4765 亿元。10 月人民币存款减少 3971 亿元，同比多减 6343 亿元。其中，住户存款减少 9569 亿元，非金融企业存款减少 8642 亿元，财政性存款增加 9050 亿元，非银行业金融机构存款增加 2918 亿元。银行业金融机构存款增加，在一定程度上反映出居民和企业储蓄存款向证券市场转移的倾向。目前，国内证券市场投资者结构趋于机构化，去散户化特征明显，广大散户会借助购买公私募股票基金方式间接入市。2020 年股票型基金发行量远超 2019 年，或许能印证居民企业存款搬家现象还会延续。

图 19 2021 年股市增量资金测算

类别	股市增量资金测算
公募基金	4000 亿
私募基金	1400-1500 亿
保险资金	3000 亿
外资资金	3000-4000 亿
社保养老基金	450 亿
合计	1 万亿左右
	资金需求测算
新股发行募集资金	3000-4000 亿

二级市场减持	4000-5000 亿
合计	9000 亿元

数据来源：Wind

外资流入趋势，在资本市场对外开放步伐不断加快背景下，外资对 A 股配置逐渐增加。从 2014 年至今，外资通过陆港通渠道累计流入 1.1 万亿元。预计未来五年，平均每年净流入额 3000-4000 亿元。随着险资投资权益市场上限放开，预计未来 3-5 年，险资每年净流入额 3000 亿元左右。

（三）、资本市场制度改革利好不断释放

资本市场基础制度不断完善，注册制、再融资、回购制度和分红制度、引导中长线资金入市等多项改革正在同步推进。全市场注册制推出，与提高直接融资占比相呼应，也有利于营造优胜劣汰环境，优化资源配置，引导价值投资理念。注册制推出，也需要股市流动性充裕配合，2021 年股市流动性维持偏宽裕状态。

在金融市场双向对外开放背景下，股市交易制度也需逐渐地跟国际接轨。政策层多次表态，未来 A 股 T+0 交易制度将先从蓝筹股试点开始，但推出时间还不确定。市场对 T+0 交易制度推出充满期待，一旦推出将激活市场交易热情，放大成交量。从历史看，A 股曾有短暂时间实施过 T+0 制度。从 T+1 改到 T+0，再改回 T+1，每一次都伴随着市场的短期动荡。1992 年 12 月 24 日，上交所在取消涨跌幅限制 7 个月后，率先对 A 股和基金推出了日内回转交易制度。1992 年 12 月 24 日至 1993 年 2 月 16 日，沪指从 760 点附近一路狂奔，一个多月时间最高上涨至 1558 点，涨幅超过 100%。1993 年 11 月深交所也取消 T+1，实施 T+0，当月深成指涨幅达 7.88%。1995 年 1 月 1 日，基于防范股市风险的考虑，沪深两市的 A 股和基金交易又由 T+0 回转交易方式改回了 T+1 交收制度，并且一直沿用至今。1995 年 1 月 3 日，实施 T+1 首日，沪指下跌 1.23%，深成指下跌 0.11%，当天跌幅都不大，但之后一段时间两市交投明显陷入低迷，成交量大幅萎缩，股指也呈现阴跌态势。

中长期看，资本市场基础制度不断完善，退市新规出台，强化优胜劣汰，将为股市营造一个较为健康环境，引导中长线资金和居民理财向权益市场倾斜，价值投资理念盛行，巩固长牛慢牛基础。

（四）、A 股估值结构分化，主板低估值向上修复

2020 年 A 股整体估值水平回升，万得全 A 股动态 PE (TTM) 20.72 倍，位于历史分位数 75% 附近。A 股（除金融石油石化）动态 PE (TTM) 38.18 倍，位于历史分位数 75% 附近。而中小创业板估值扩张受益于贴现率下行（无风险利率下行+风险溢价回落），弹性表现上强于沪深两市主板。从各板块估值差异看，也可以从侧面反映出资金面在经济结构转型过程中对传统行业与新兴行业成长空间的风险偏好取向不同，或许这也是上证指数连续上涨持续性不强的原因之一。上证指数成分股以大盘银行、地产、基建、能源等权重为主，稳健有余，成长弹性空间不足，资金面运作起来耗时耗力，所谓“船小好掉头”，“船大掉头慢”。

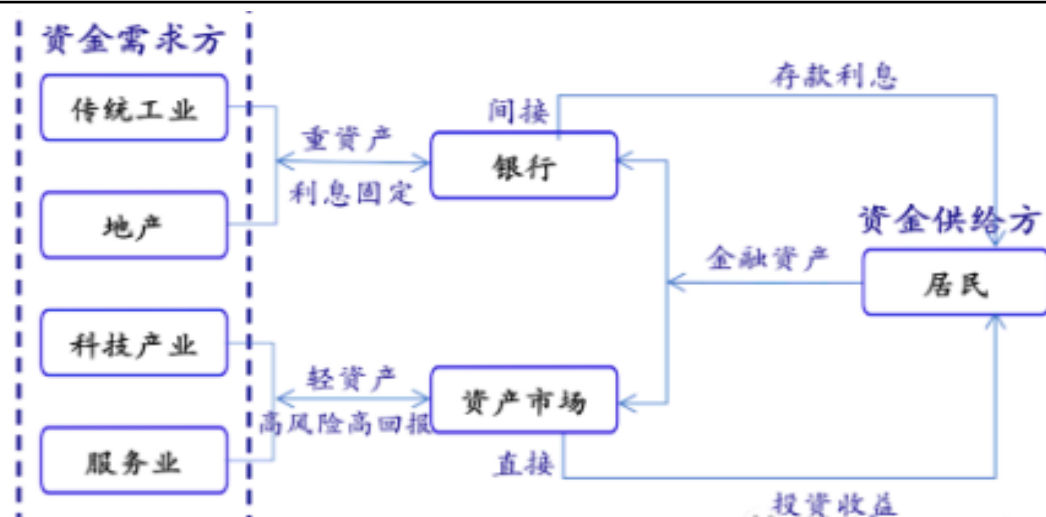
图 20 A 股估值 (TTM)



数据来源: Wind

经济结构转型背后是新兴产业与传统产业的估值分化。新兴行业(科技创新、服务、生物医药、消费升级等)因成长性好,属于朝阳行业,市场给予一定的估值溢价。传统行业(银行、地产、基建等)发展空间趋于饱和,对经济增长质量提升的贡献度下降,市场给予较低估值水平。从融资结构角度看,直接融资服务于新兴产业,以资本市场券商为主导,服务于新兴产业(科技创新、服务业、消费升级),反映到行业配置层面,券商+科技+消费。间接融资服务于传统产业,以银行信贷为主导,服务于地产、基建、能源等重资产类别的传统行业,侧重于周期价值方向。

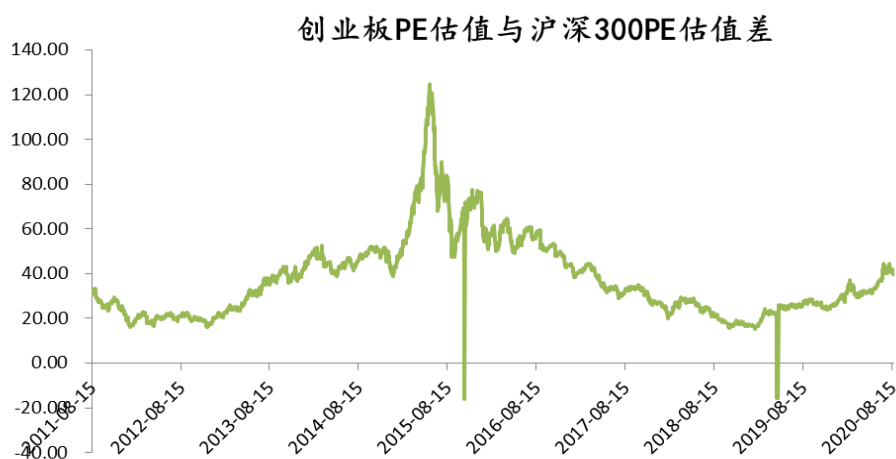
图 21 直接融资与间接融资服务方式



数据来源: Wind

2020 年 7 月以前，中小创业板整体走势要强于主板，与创业板注册制改革落地，以及流动性宽松助推、无风险利率下行、股权风险溢价回落，推动成长股估值扩张有关。中长周期里，IC 与创业板、中小板相关系数 0.8 左右，属于较强关联。基于 IC、IH、IF 各自成分股所属行业权重的不同，三者之间存在着强弱分化现象。在政策利好支持科技创新、鼓励消费，以及中小盘成长股业绩边际改善情形下，科技消费类成长股有阶段性表现机会。

图 22 7 月以前，中小创业板与沪深 300 主板估值差扩大



数据来源：Wind

然而自 2020 年 7 月以后，鉴于经济向好，市场利率小幅回升，市场风格逐渐倾斜于周期价值类，成长类表现偏弱，主板与中小创业板估值差趋于收敛。主板中的金融地产基建、资源、汽车等大盘权重股低位拉升，低估值周期板块补涨需求强烈。

图 23 三季度以来，低估值周期风格占优，沪深 300 与创业板估值差收敛



数据来源：Wind

（五）、紧握优质核心资产，逢低布局

从行业层面布局看，可以沿着十四五规划与双循环战略寻找朝阳行业里的优质龙头企业，紧扣景气轮动配置（大金融券商、银行、保险，资源有色，工程机械，汽车等）和兼顾政策催化主题（科技创新、军工、消费升级、医疗健康等）。当政策宽松助推经济上行后，前期滞涨的周期类板块则有强烈地补涨需求。当经济下行，政策宽松，利率下行时期，科技消费类成长型行业表现偏强于周期类。在历史长河中，消费类龙头企业（白酒、啤酒、医药）穿越了牛熊，经受住时间岁月和经济周期轮回的考验，累计涨幅居前。周期类行业中，跟随着经济周期轮回波动，但也有累计涨幅大的龙头企业。在价值投资时代，应紧握优质核心资产，在合理价位买入并中长期持有，穿越历史长河，获得丰厚回报。

随着我国经济“减速提质”，人均 GDP 达到 10000 美元后，消费升级是大势所趋。食品饮料、医药健康等大消费行业受益明显，目前中国经济正处于由投资驱动转向消费驱动阶段，类似于 1970-1990 年的美国品质化消费阶段。2021 年，国内外经济好转后，消费需求将继续回暖，可选消费中的酿酒、化妆品、汽车等仍会有较好表现。

图 24 中国经济从投资驱动向消费驱动转型

时代划分	美国：1920-1970	美国：1970-1990	美国：1990-2010	当前中国
消费趋势	大众消费	品质化消费	理性消费	性价比、品质化的两类消费群体并存
代表性事件	汽车普及、耐用消费品革命	雅皮士消费崛起（医生、律师等职业精英消费）	向服务性消费（教育医疗娱乐等）升级	“网红经济”
经济背景	战后繁荣	产业转移至日本，受益欧日复苏	科技浪潮，贫富差距拉大	制造业升级；经济从投资向消费驱动转型
人均GDP	800-5000美元	9000-30000美元	30000美元以上	9000-10000美元
人均可支配收入增速	4.13%	7.32%	3.63%	7%左右

数据来源：Wind

图 25 上市以来优质核心资产涨幅巨大

板块	证券名称	上市时间	上市以来最大涨幅（后复权）
白酒	贵州茅台	2001.8.27	368.93 倍
	五粮液	1998.4.27	150.69 倍
	泸州老窖	1994.5.9	916.89 倍
	山西汾酒	1994.1.6	546.5 倍
	古井贡酒	1996.9.27	204.82 倍
医药	片仔癀	2003.6.16	162.8 倍
	云南白药	1993.12.15	939.77 倍
	恒瑞医药	2000.10.18	352.51 倍
	长春高新	1996.12.18	185 倍
日常消费	伊利股份	1996.3.12	341 倍
	双汇发展	1998.12.10	81 倍
信息技术	恒生电子	2003.12.16	119 倍
	紫光国微	2005.6.6	76 倍
家电	格力电器	1996.11.18	600.71 倍
周期	三一重工	2003.7.3	86.37 倍
	万科	1991.1.29	340.63 倍
	万华化学	2001.1.5	112 倍
	华域汽车	1996.8.26	141 倍

数据来源：Wind

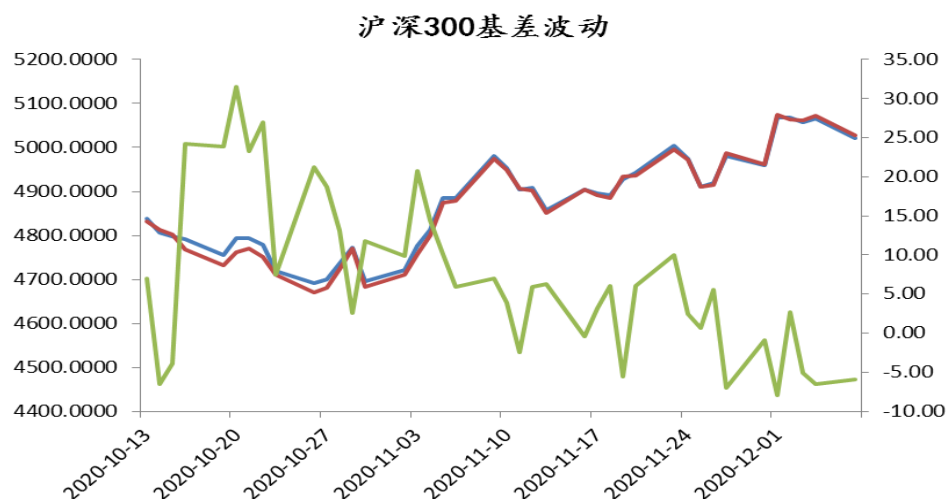
从沪深 300、上证 50、中证 500 三大股指行业成分股权重看，沪深 300、上证 50 成分股以金融地产、工程机械、周期资源类大盘蓝筹股居多，中证 500 成分股以消费科技类为主，占比 50%左右。预计 2021 年市场风格会趋于均衡，即蓝筹股搭台，消费科技股唱戏，板块轮动上涨。三大股指期货沪深 300、上证 50、中证 500 均有逢低做多机会。

(六)、股指基差变化，从细微层面判断趋势

从股指期货基差角度看，在单边阶段上涨行情中，股指期货贴水会逐渐收窄，并转为升水。比如，2020.2-2020.3,；流动性宽松推动股指阶段反弹行情中，沪深 300 股指期货贴水收窄，基差均值 9.86；2020.6.12-2020.7.13，资本市场改革预期推动股指大幅拉升，沪深 300 股指期货贴水收窄，基差均值 17.18。反之，在单边阶段下跌行情中，股指期货升水逐渐回落，转为贴水。比如在 2020.3.5-3.23，海外疫情爆发期间，沪深 300 股指期货明显贴水，基差均值 18.33；在 2020.5.11-5.25，市场阶段调整期间，沪深 300 股指期货出现贴水，基差均值 32.94。从上述股指期货基差变动规律看，在阶段上涨行情中，股指基差均值较小，反映出期货贴水收窄；反之，在阶段回调行情中，股指基差均值较大，反映出期货贴水扩大。

2020 年 9 月中下旬以来，IH、IF、IC 基差逐渐回落，即股指期货合约贴水收窄。9 月中下旬至 12 月 14 日，IH 活跃合约贴水从 22.74 收窄至 0.54，贴水缩小幅 97.6%；IF 活跃合约贴水从 32 收窄至 3，贴水缩小幅 90.6%；IC 活跃合约贴水从 76.72 收窄至 5.82，贴水缩小幅 92.4%。9 月下旬至今，股指以稳步震荡上行为主，股指期货贴水也跟随收窄。IH 贴水收窄幅度最大，与盘面上 IH 表现强于 IC 相吻合。2021 年，认为仍有大级别上升行情，三大股指期货有转为平水，甚至升水可能。

图 26 沪深 300 基差波动



数据来源：Wind

三、总结

跌宕起伏的鼠年即将过去，全球经济因疫情遭遇沉重打击后，在宽松政策及时对冲下，逐步走出疫情笼罩的阴霾，并带来了资本市场良好表现，欧美股市创下历史新高，A股各大股指也表现亮眼，优质核心资产表现非常突出。2020年，欧美股指V型反转，A股一波多折，运行区间稳步抬升。鼠年转机已现，牛年迎接高点。

2021年，全球疫苗推广普及应用后，欧美主要经济体复苏进程或将加快，美元流动性宽松环境暂不会收紧，大类资产价格整体上仍将偏强运行。受益于内外需共振，A股也会出现由全球经济基本面回暖带动的超预期行情。宏观政策不急转弯，国内经济率先复苏，央行货币政策逐渐回归常态，宏观流动性或有边际收紧，但股市流动性在政策调控房地产，鼓励居民储蓄向资本市场转移背景下，依旧充裕，提振风险偏好。

2021年，继续紧握优质核心资产，机构抱团优质核心资产趋势也会越来越强化。市场风格会趋于均衡，即蓝筹股搭台，消费科技股唱戏，板块轮动上涨。从基差角度看，IH、IF期货贴水有转为平水，甚至升水可能。IH、IF、IC均有逢低做多机会，重点关注IH向上投资机会。套利策略方面，多IH，空IC。

2021年，在经济基本面继续好转，内外需共振，股市流动性较宽松环境下，股指整体趋势以上涨为主，在运行节奏上会受到政策、估值、业绩增速等因素边际变化影响有快有慢，预计股指呈现“M”型走势，即一季度高低点并存，二季度高点，三季度低点，四季度高点。

免责声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，国海良时期货有限公司对这些公开资料获得信息的准确性、完整性及未来变更的可能性不做任何保证。

由于本报告观点受作者本人获得的信息、分析方法和观点所限，本报告所载的观点并不代表国海良时期货有限公司的立场，如与公司发布的其他信息不一致或有不同的结论，未免发生疑问，所请谨慎参考。投资有风险，投资者据此入市交易产生的结果与我公司和作者无关，我公司不承担任何形式的损失。

本报告版权为我公司所有，未经我公司书面许可，不得以任何形式翻版、更改、复制发布，或投入商业使用。如引用请遵循原文本意，并注明出处为“国海良时期货有限公司”。

如本报告涉及的投资与服务不适合或有任何疑问的，我们建议您咨询客户经理或公司投资咨询部。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议，或担保任何投资及策略契合个别投资者的情况。本报告并不构成给予个人的咨询建议，且国海良时期货有限公司不会因接收人收到本报告而视他们为其客户。

国海良时期货有限公司具备期货投资咨询业务资格。