

# 市场驱动从估值提升到盈利增长

—2021 年股指期货年报

分析员： 何慧  
电 话： 021-60281622  
邮 箱： hehui@zhqh.com.cn  
咨询证号： Z0011420

## 摘 要

从经济基本面来看，基本面的恢复具备中期的持续性。2020 年经过 2 个季度的修复，国内工业生产及盈利已基本恢复至疫情前水平。且至少在未来 2-3 个季度，宏观基本面的恢复仍具备持续性。然而，在对基本面趋势的判断相对乐观前提下，还必须要认识到本轮经济复苏的非典型性：一方面，经历过前期生产活动快速回暖后，经济的复苏动力将经历从生产—投资到终端消费的过渡；另一方面，在基本面整体恢复的趋势之下，还需要注意产业之间及内部的结构分化。

2020 年新冠疫情冲击，导致国内经济波动加剧。相对应的，财政、货币等政策也经历了极度宽松到逐渐边际收紧的过程。这导致宏观层面的因素在很大程度上，决定了全年的市场走势。2021 年，随着疫情冲击平复，无论是经济基本面，还是市场流动性均将回归到宏观向微观下沉的趋势。

当然国内经济的恢复虽然确定性较高，但是国际环境的不确定性，也决定了不能很快的收紧货币。未来的流动性仍可乐观，只是随着经济的逐渐好转而下降。除非海外疫情的爆发难以控制，严重影响经济而导致再度以流动性对冲，否则未来 M2 增速的下降依然是可预期的，而这会对市场估值产生一定的压力。流动性边际回收给市场带来的估值压力将逐渐通过业绩的好转来缓解。

从股市资金流动性来看，公募基金仍是明年最重要的资金来源，有望带来接近万亿增量；其次，外资预计维持 2000~3000 亿的稳定流入；再次，保险持续扩容、社保养老体系资金持续流入，银行理财有望加速配置权益。股市流动性维持充裕，机构增量继续主导。

趋势上，2021 年，受疫苗推出的有利因素，疫情将得到有效的控制，但也难以完全消除。对于未来乐观保留一分谨慎，原因在于流动性边际回收预期增强，短期内业绩增速难以缓解流动性对于估值的提升。2021 年市场整体估值可能受到流动性收敛的制约，市场需要修正的过程，但盈利向上的逻辑主线大概率延续，A 股预期收益率可能相对 2020 年有所收敛，这就决定了市场的机会依然是结构性的机会。对于市场整体判断偏中性，市场上行动力不高，更多的是震荡蓄势，但并不会改变震荡向上的格局。2021 年年初，IF、IH 突破自 2020 年 7 月以来的震荡区间上沿，形成新的支撑，分别参考 5000 点、3500 点。

结构上，2021 年，市场驱动由估值提升转向盈利增长，随着经济复苏趋势的延续，意味着基本面反映在市场上，顺周期行业占比更高的沪深 300 指数盈利修复力度有望大于创业板指，以大盘蓝筹为主的沪深 300 基本面占优，市场表现有望继续好于中小创。对应到股指期货市场上，市场强弱有望呈现 IF/IH>IC。

风险提示：金融监管政策加码超预期，信用违约风险释放超预期；海外流动性超预期收紧引发次生危机；新冠疫苗进展不及预期。

# 目录

摘要 .....	1
1 经济基本面：经济恢复具备中期持续性 .....	3
1.1 国内经济：后疫情时代经济复苏面临节奏错位与结构分化 .....	3
1.1.1 消费：收入危机下的消费恢复需要新动力 .....	3
1.1.2 投资：地产降温，基建后劲不足，制造业正当时 .....	4
1.1.3 出口：疫情风暴中出口跑赢 .....	6
1.1.4 企业利润：库存和 PPI 支撑下，企业盈利高增长 .....	7
1.2 价格通胀：2021 年通胀压力可能大于通缩 .....	8
2 资金流动性：股市流动性维持充裕 .....	10
2.1 宏观流动性：政策退出，流动性边际收敛 .....	10
2.1.1 政策迅速响应，及时收敛 .....	10
2.1.2 社融平衡中维稳，融资环境前松后紧 .....	10
2.2 股市流动性：维持充裕，机构增量继续主导 .....	11
2.2.1 公募基金有望继续破万亿 .....	11
2.2.2 外资有望维持 2000~3000 亿流入 .....	12
2.2.3 保险资金预计增量达到 3000 亿 .....	13
3 市场情绪：方向确定，博弈高度 .....	14
3.1 海外环境：2021 年全球经济共振复苏是确定性事件 .....	14
3.2 资本市场：全面注册制和结构优化继续推进 .....	14
4 逻辑与策略：估值回归，空间有限 .....	17
4.1 运行逻辑：市场驱动从估值提升到盈利增长 .....	17
4.2 操作建议：市场上行动力不高，结构性机会为主 .....	17

# 1 经济基本面：经济恢复具备中期持续性

## 1.1 国内经济：后疫情时代经济复苏面临节奏错位与结构分化

2020 年，全球经济受到新冠疫情冲击，国际关系矛盾升级，我国宏观经济面临严峻考验。在这样的复杂环境下，我国果断采取高效防控手段稳定疫情，并通过积极的货币政策与财政政策支持疫后经济恢复，最终交出了一份令人满意的答卷。12 月召开的政治局会议提到，“今年交出了一份人民满意、世界瞩目的答卷，我国成为全球唯一实现正增长的主要经济体”。

从经济运行的总体情况来看，一季度经济严重受挫，GDP 同比下降 6.8%，是首次负增长；二三季度迅速修复，前三季度 GDP 累计同比 0.7%，是年内首次转正，但三季度增速有所放缓。

图 1：实际 GDP 和名义 GDP

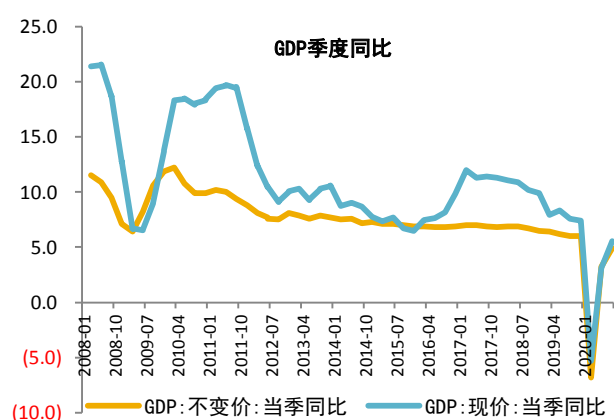
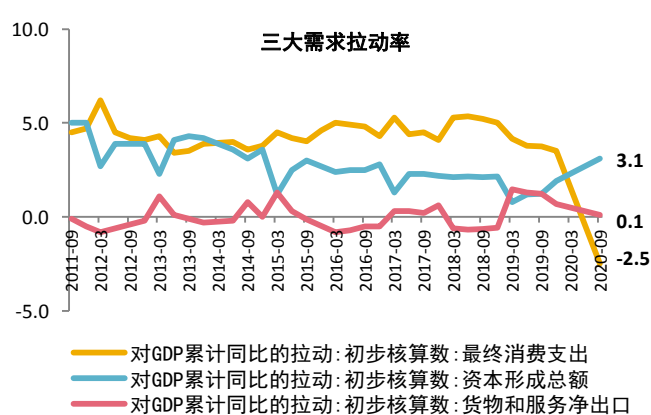


图 2：三大需求对 GDP 拉动率



数据来源: wind, 中辉期货研发部

尽管对 2021 年经济基本面趋势的判断相对乐观，但必须也要认识到本轮经济复苏的非典型性：首先，本轮国内经济得以快速复苏，主要依托于生产活动的迅速修复。而这一方面依托于国内快速有效的疫情治理，另一方面也得益于内外疫情形势错位下，海外阶段供给不足带来的需求外溢。但行至当前，国内生产端已基本修复，后续经济的复苏动力将逐步由生产-投资向终端消费的过渡；其次，在基本面整体恢复的趋势之下，还需要注意产业内部的结构分化。

随着复苏动能从生产-投资传导至终端消费，后续经济恢复斜率大概率放缓。从前三季度 GDP 各分项拉动来看，疫情刚控制后的二季度，经济的恢复主要依靠投资拉动；而进入三季度后，投资贡献环比有所回落，需求引擎开始转向消费。从投资端的数据来看，地产投资单月增速已经升至 10% 以上，固定资产投资单月增速也回升至 8% 左右的高位，往后继续修复的空间有限；未来的经济修复将更依赖终端消费的回暖，而这将取决于居民收入的改善以及消费习惯的回归情况，相对于前期依靠投资劳动的复苏，后续经济恢复的斜率大概率放缓。

与 2020 年经济的 V 字反弹对应，2021 年 GDP 呈前高后低的倒 V 型走势，下半年将回到 5-6% 的中枢。尽管 2020 年下半年以来国内消费得以恢复，但截至四季度，社零增速同比仅恢复至 4.8%，距离疫情前的 8% 仍有较大差距，且城镇失业率仍处于往年的上沿，2021 年“需求侧改革”驱动下，扩内需、稳就业相关的政策力度有望持续加码。

### 1.1.1 消费：收入危机下的消费恢复需要新动力

消费受到疫情冲击较大，修复缓慢，目前仍未恢复至正常水平。2020 年年初，受居家防控影响实体消费大幅减少，2 月社会消费品零售同比 -20.5%，达到历史低点；随着居民生活恢复常态化，消费不断修复；但 5 月份以来，消费修复速度放缓，主要是居民预期收入减少导致支出减少和消费降级；11 月社会消费品零售同比增长 5%，修复速度仍不及预期。

具体来看，汽车类零售是支撑消费修复的主要动力，可选消费恢复情况良好，地产后周期修复较弱。11 月，汽车类零售同比增长 11.8%，连续五个月保持高增速；随着消费改善可选消费品同比大幅增长，化妆品

类零售同比增长 32.3%；家具类零售同比下降 2.2%，仍旧疲软。

图 3：社会消费品零售总额 (%)

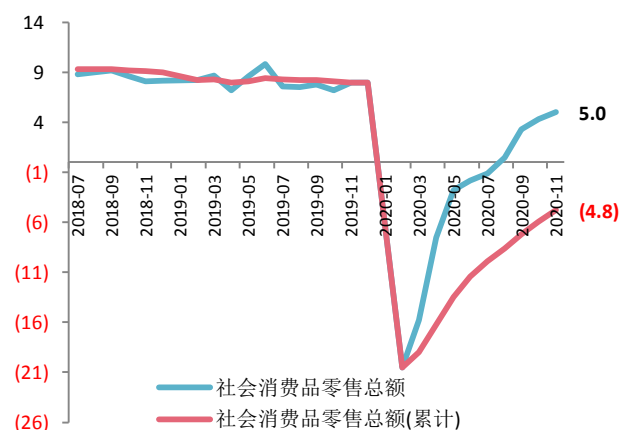
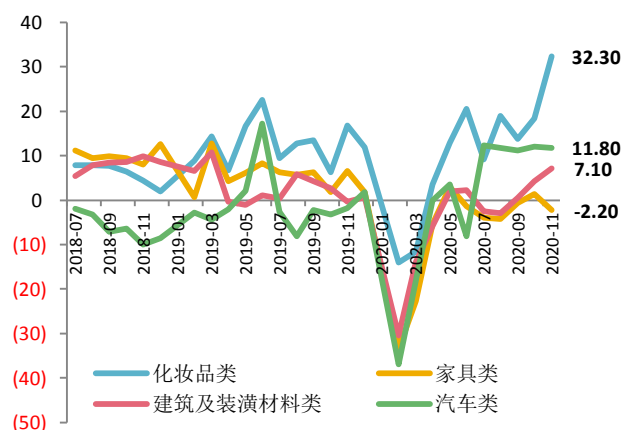


图 4：消费类主要项目同比 (%)



数据来源：wind, 中辉期货研发部

2020 年疫情带来的消费冲击一方面是疫情防控需求导致的实体消费行为减少，另一方面是收入预期下降带来的消费降级。从实体消费行业冲击来看，餐饮、娱乐，旅游等服务业短时间内很难恢复至疫情前水平。从收入预期来看，下降影响较大的是中低收入家庭，随之带来的消费行为减少和消费降级在收入改善前难以恢复。尽管疫情后国家针对就业市场出台了一系列政策以“保就业”、“稳就业”，但由于一些行业恢复受限，目前就业市场仍面临较大压力。受到两方面冲击，消费修复缓慢，想要回到正常水平仍需时间。

图 5：城镇居民人均可支配收入 (%)

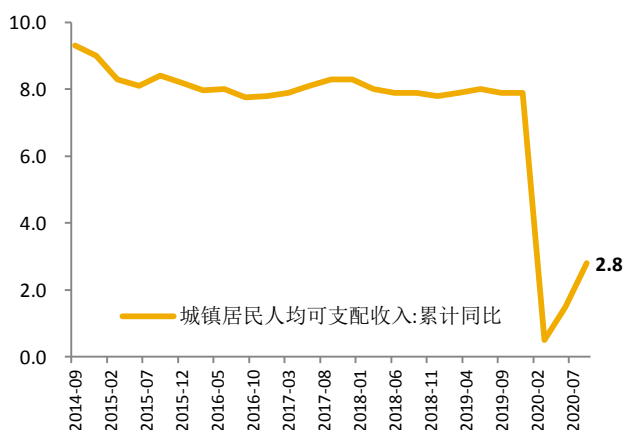
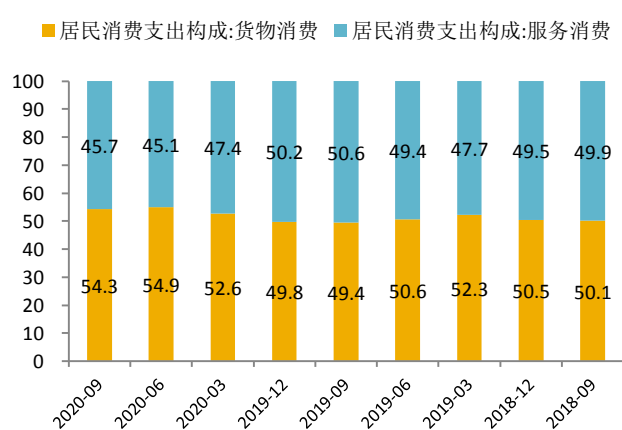


图 6：居民消费支出构成 (%)



数据来源：wind, 中辉期货研发部

疫情前我国社零同比增速已经进入下行通道，预计消费恢复至正常水平也将略低于 2019 年平均水平，全年增速在 8% 左右。根据当前我国居民可支配收入与支出水平来看，2020 年三季度城镇居民可支配收入同比 2.8%，消费性支出同比-5.6%，距离正常水平仍有较大差距。按照目前增速，预计 2021 年二季度有望恢复至常态。因此，2021 年初消费仍在修复上行区间，修复速度仍不会过快。

### 1.1.2 投资：地产降温，基建后劲不足，制造业正当时

疫情下投资同样受到较大冲击，不过在基建、地产拉动下迅速修复，修复速度总体符合预期。1-11 月全国固定资产投资累计同比 2.6%，已连续三个月保持正增长，但增速向上突破遇到压力。

具体来看，制造业投资前期恢复相对较慢，主要是受需求抑制，库存积压加之新订单数量少，投资受到较大压力。随着国内外需求回暖，我国出口替代效应增强企业预期向好，以及政府出台相关政策帮助企业降低融资成本，制造业投资稳步修复。1-11 月制造业投资累计同比-3.5%，降幅收窄 1.8 个百分点。

图 7：全社会固定资产投资和民间固定资产投资

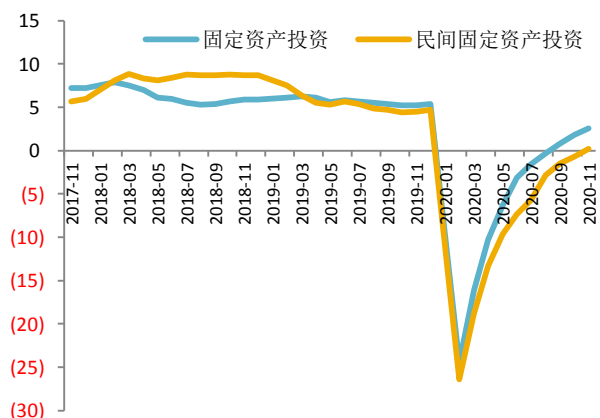
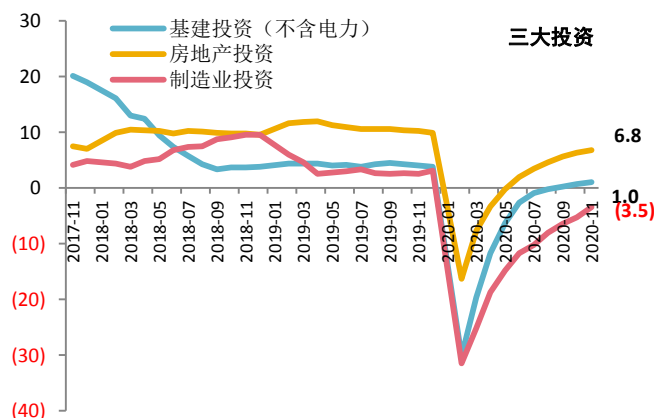


图 8：三大固定资产投资



数据来源：wind, 中辉期货研发部

基建投资前期恢复迅猛，主要是由于特别国债和专项债集中发行，以及财政支出重点支持；随着专项债发行规模缩减，政策回归常态，基建投资恢复速度逐渐放缓。1-11 月基建投资累计同比增长 1%，前值 0.7%。

房地产投资同样恢复较快，但下半年，政策强调“房住不炒”，地产投资热度消退，投资同比增速有所放缓。1-11 月房地产开发投资同比增长 6.8%，较前值加快 0.5 个百分点。具体来看，地产开工情况恢复较好，但拿地面积不断减少。房屋新开工面积同比-2%，降幅收窄 0.6 个百分点；房屋竣工面积同比-7.3%，降幅收窄 1.9 个百分点。受地产三道红线等政策影响，地产融资端收紧，土地购置面积同比下降 5.2%，降幅再度走阔。房地产市场受疫情冲击后表现超出预期，2020 年融资环境宽松的情况下，销售和投资均大幅回升，我国房地产市场前期经过多轮严格的调控，市场存量不多，投资有上行空间。但下半年随着投资回归正常水平，投资增速不断放缓。2021 年，随着投资存量增长，地产融资收紧，房地产投资上行压力较大。9 月起房地产投资同比 5.6%，并在 6% 水平开始低速上行。预计 2021 年地产投资增速将在 6% 左右。

地产融资收紧，拿地面积将进一步回落。8 月 20 日，住建部与人民银行在北京召开座谈会，主要内容是“进一步落实房地产长效机制，实施好房地产金融审慎管理制度”，提出了限制地产公司融资的“三道红线”。从 2020 年数据来看，融资设限以来，土地购置面积累计同比已有明显下滑，预计 2021 年拿地面积将进一步回落。

图 9：土地购置面积 (%)

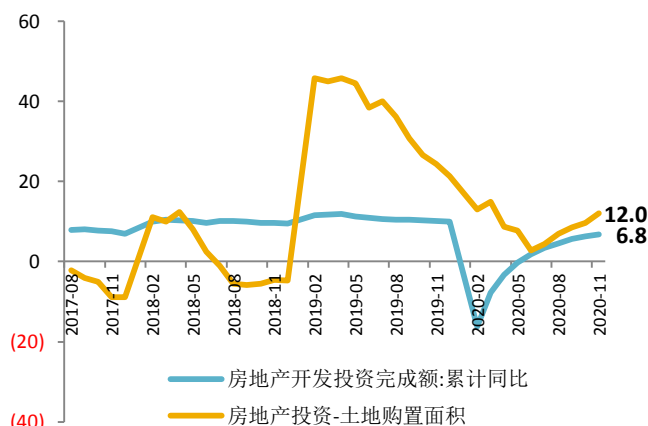
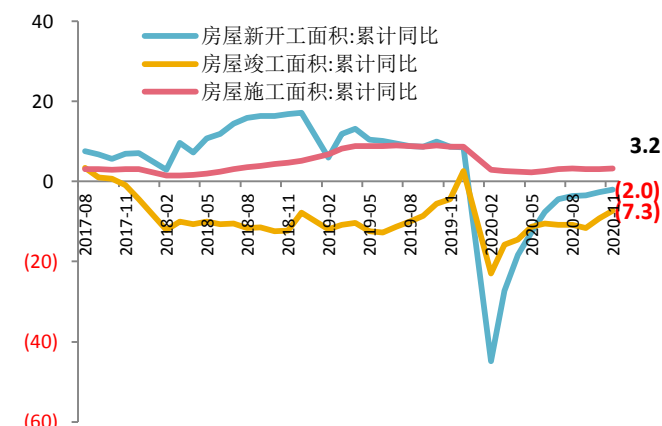


图 10：房地产新开工面积与竣工面积 (%)



数据来源：wind, 中辉期货研发部

制造业投资恢复相对滞后，2021 年将继续向上修复，但程度有限。2020 年 11 月制造业投资同比-3.5%，仍未转正，主要是受到需求疲软影响，库存积压，投资受限。

根据 2020 年数据来看，制造业 PMI 连续处于高景气区间，一方面是需求回暖新订单数量高增，尤其是外需强势下新出口订单高景气。另一方面，生产指数同样上行，从业人员与主要行业开工率不断改善。同时，M1-M2 剪刀差不断收窄，反映企业持有经营资金增加。综合来说，企业经营预期向好，预计 2021 年制造业投资将进一步修复。

图 11：官方 PMI 和财新 PMI (%)

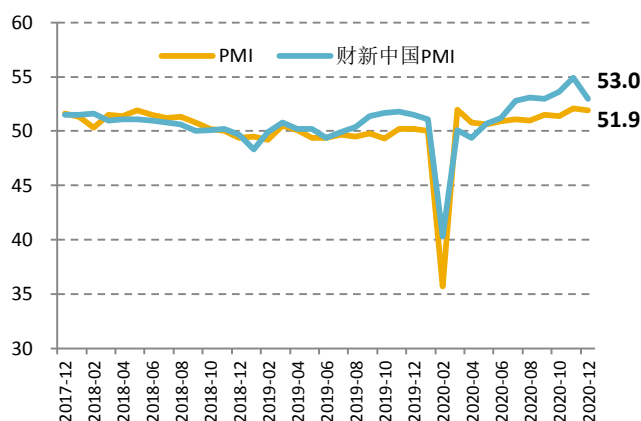
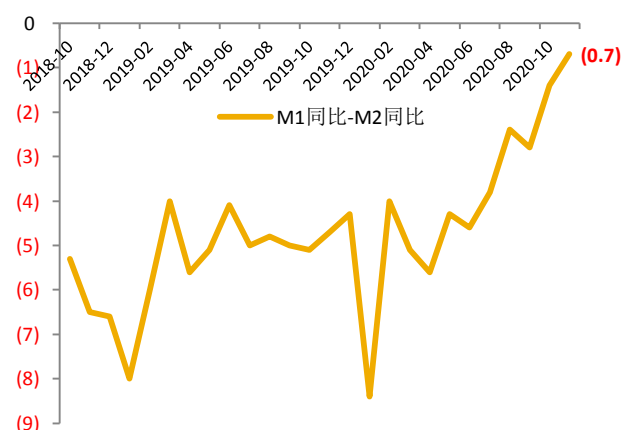


图 12：M1-M2 剪刀差 (%)



数据来源：wind, 中辉期货研发部

### 1.1.3 出口：疫情风暴中出口跑赢

2020 年，在全球疫情蔓延，民粹主义抬头的的环境下，对外贸易情况较大情况取决于各国疫情发展态势、经济复苏情况与国际关系。

我国全年出口情况总体好于预期。主要是我国疫情率先稳定，海外疫情反复，防疫物资输出为前期出口高增速做出了主要贡献。另一方面，随着海外生产逐渐恢复，全球产业链中部分上游国际生产恢复缓慢，我国供给替代效应增强，非防疫类物资出口逐渐改善。

2020 年出口全年超预期，得益于防疫物资输出和替代效应，但 2021 年这一趋势恐难以维持。11 月，辉瑞、美国生物制药公司 Moderna 等相继表示疫苗取得重大进展。预计 2021 年疫苗有望大范围投入使用。疫苗大范围普及后，全球疫情将趋于稳定，海外防疫物资需求势必有所下降，防疫物资未来对出口的支撑有限。

另一方面，2020 年我国出口高增还来源于供应链产品出口大幅增长，随着海外生产供应逐步恢复，我国出口替代效应将减弱，这一优势将在未来逐渐消减。综合来说，预计 2021 年出口将有所回落，三四季度随着全球贸易恢复至常态，出口也将回归正常水平，根据 2016 年至 2019 年平均水平，预计在 6% 左右。

图 13：我国出口金额同比增速 (%)

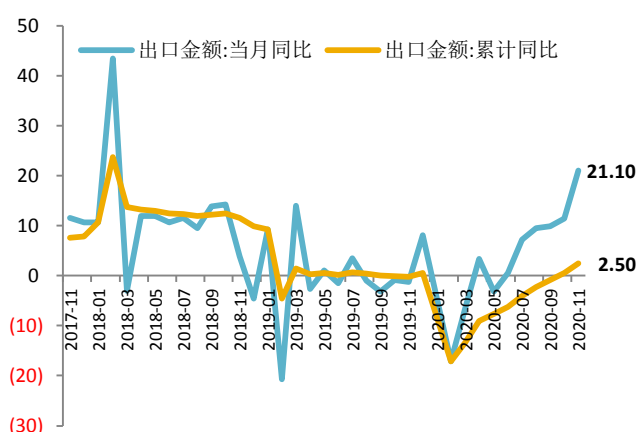
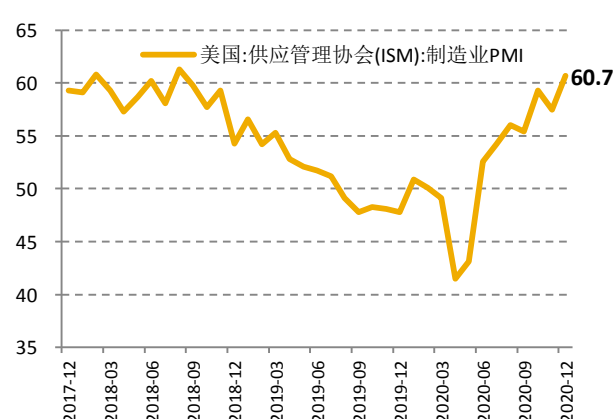


图 14：美国制造业 PMI (%)



数据来源：wind, 中辉期货研发部

### 1.1.4 企业利润：库存和 PPI 支撑下，企业盈利高增长

经过 2 个季度的修复，国内工业生产及盈利已基本恢复至疫情前水平。自二季度开始，国内工业生产活动迅速恢复，制造业 PMI 生产在 2020 年二季度就已进入扩张区间，随后新订单与出口订单也持续好转，反映了内外部需求逐月好转的趋势。经过 2 个季度的修复后，各项核心指标均已恢复至疫情前水平。自二季度开始，工业企业利润连续 6 个月实现两位数高增，1-10 月累计同比也由负转正，说明疫情对国内工业生产影响已经基本平复。

图 15：需求-新订单和新出口订单 (%)

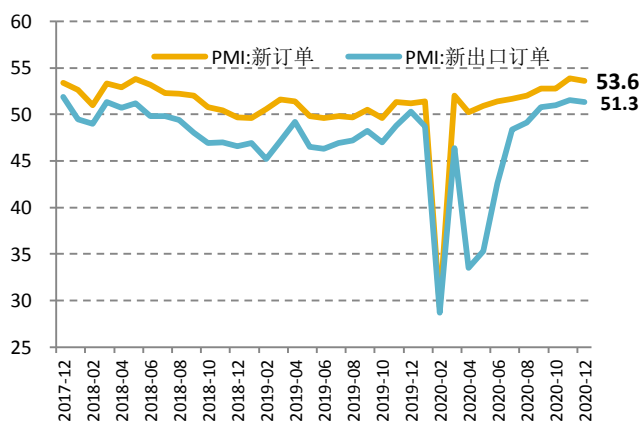
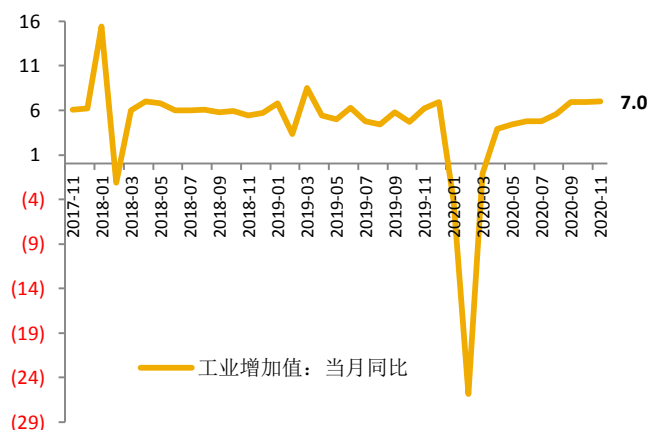


图 16：供给-工业增加值 (%)



数据来源：wind, 中辉期货研发部

从方向上看，未来基本面的恢复仍具备中期的持续性。从库存周期的节奏看，疫情的出现导致本已运行至底部的工业库存在 2020 年一季度大幅攀升，而随着复工复产推进，从二季度开始工业链进入连续 4 个月的库存消化期。当前，工业企业产成品库存已经回落至过去 10 年的均值水平，且部分行业已经出现补库迹象。随着 PPI 的持续提升，库存周期的修复进程有望启动；且在工业利润高增、工业规划用地加速带动下，制造业投资的回暖趋势也将延续。因此，在未来 2-3 个季度，宏观基本面的恢复仍具备持续性。

图 17：工业企业利润由负转正 (%)

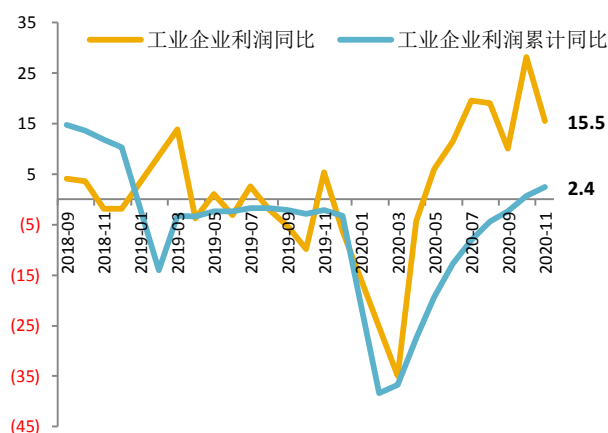
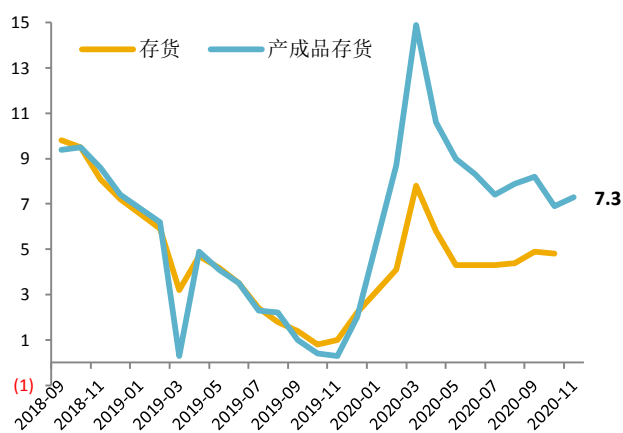


图 18：库存周期的修复进程有望启动 (%)



数据来源：wind, 中辉期货研发部

与此同时，全球经济复苏带动需求回暖，海外供需缺口将继续驱动国内出口维持高景气。二季度以来，出口链条的高景气是国内经济持续回暖的另一个重要推动。由于内外疫情形势的错位，海外市场供需缺口在二季度之后持续扩大，使得我国的对外出口数据在 4 月便转正，随后的几个月更是屡超市场预期。对比中国与 WTO 核心成员国对外贸易数据，抗疫优势使得中国的对外贸易远远领先全球，而这很大程度上是源于海外疫情对于供给端的冲击。

## 1.2 价格通胀：2021 年通胀压力可能大于通缩

近期关于通胀和通缩问题讨论十分热烈，一方面全球货币宽松，大宗商品价格上涨，铁矿石、焦煤价格屡创历史新高，市场担心明年有很大的通胀风险；另一方面，CPI 与 PPI 双双落入负区间较为罕见，疫情冲击下收入下滑需求不振，又有分析认为经济会通缩。

当前关于物价形式是通缩还是通胀分歧较大，分歧的原因在于选取的指标差异、分析的时间长短差异，本质上是对经济形式和通胀理念认知的分歧。

第一，近年来 CPI 和 PPI 背离，选取不同的指标得出不同的结论，背离的原因在于猪周期扰动。因生猪供给不足，2019 猪价高企带动 CPI 上升；但总需求不足导致 PPI 为负。猪价问题在供给不足，不是需求旺盛带动，CPI 的非食品分项与 PPI 走势一致下行，即反映经济压力较大，此时更应该强调 PPI 而非 CPI 做决策。

第二，分析的时间长短不同，也会导致不同的结论。当前 PPI 为负、CPI 处于 11 年的转负阶段，确实是通缩，但不能简单化，因为 PPI 的降幅在持续收窄，说明需求较强。如果拉长周期，比如到 2021 年，在内外需恢复的带动下，PPI 将会转正，且因低基数 2021 年上半年 PPI 相对较高，但是到 2022 年，疫情对经济的扰动逐步消退，经济重回正常轨道，经济再度进入下行通道，PPI 将又下行。

第三，本质是对经济形式和通胀理念的认知。如果认为通胀是货币现象，那当前货币供应增速超过实际 GDP 增速较多，则出现通胀；如果认为通胀更多反映实体经济，当前经济形式持续好转，在房地产投资和出口超预期的带动下经济在四季度将达到 7% 以上，当前数据意义上的通缩并不足以反映全貌，更要看到 PPI 降幅收窄的趋势，而不是静止地看数据。

图 19：CPI 与 PPI 双双落入负区间

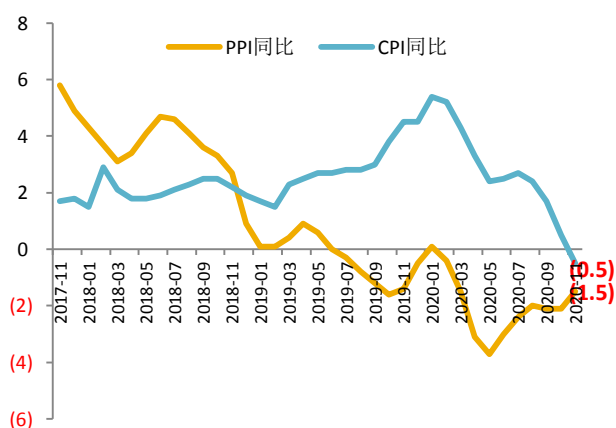
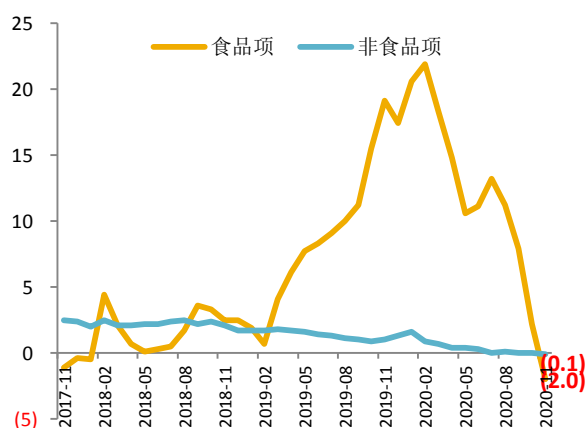


图 20：CPI 的非食品分项与 PPI 走势一致



数据来源：wind, 中辉期货研发部

2021 年可能通胀压力大于通缩，因为 2021 年经济形势将延续当前的恢复态势，实际 GDP 增速将达到 9%，主要是消费和出口带动。

第一，当前居民就业和收入同比数据确实偏低，不仅收入本身下降，而且消费率下降，导致居民消费未能恢复到正常水平。但是，就业形势在边际好转，11 月城镇调查失业率下降到 5.2%，略高于去年同期 0.1 个百分点；每周工作时间上升到 46.9 小时，高于去年 0.2 个百分点，这些都意味着就业在边际好转，将带动收入和消费边际好转。

第二，出口明年将从当前的防疫物资出口切换到全球经济恢复的逻辑，很可能更要超预期。

第三，产能周期和库存周期目前已经启动。

图 21：核心 CPI 下滑指向需求偏弱

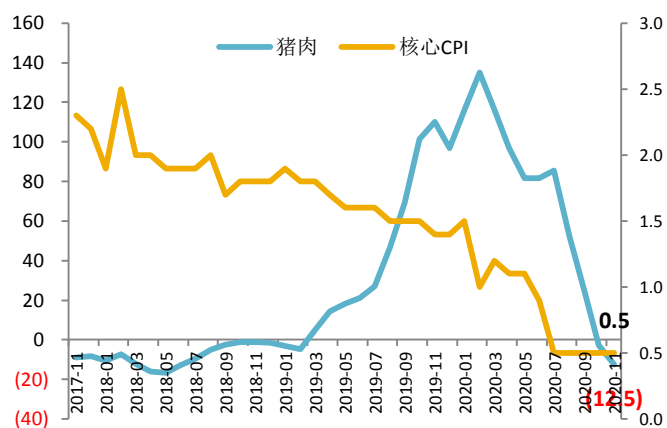
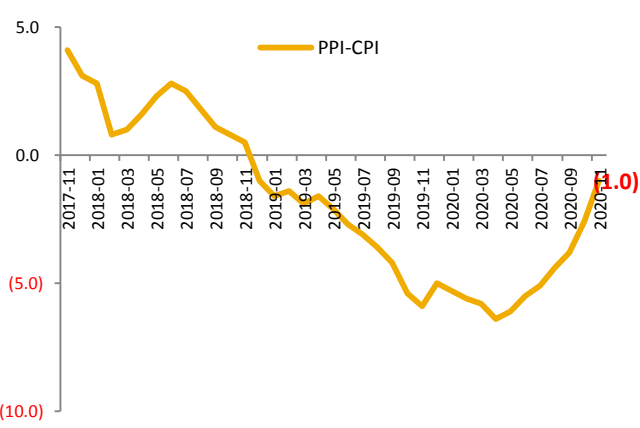


图 22：剪刀差持续收窄



数据来源：wind, 中辉期货研发部

货币政策在当前形势下应该逐步回归正常化。经济恢复的态势持续向好，且这背后有较强的微观基础，即企业和居民的预期在改善，企业利润和居民收入在边际改善。因此，这种经济形势下，2020年超常规的财政政策和货币刺激政策理应退出，只是退出节奏要落实中央经济工作会议的提法“不急转弯”。

## 2 资金流动性：股市流动性维持充裕

### 2.1 宏观流动性：政策退出，流动性边际收敛

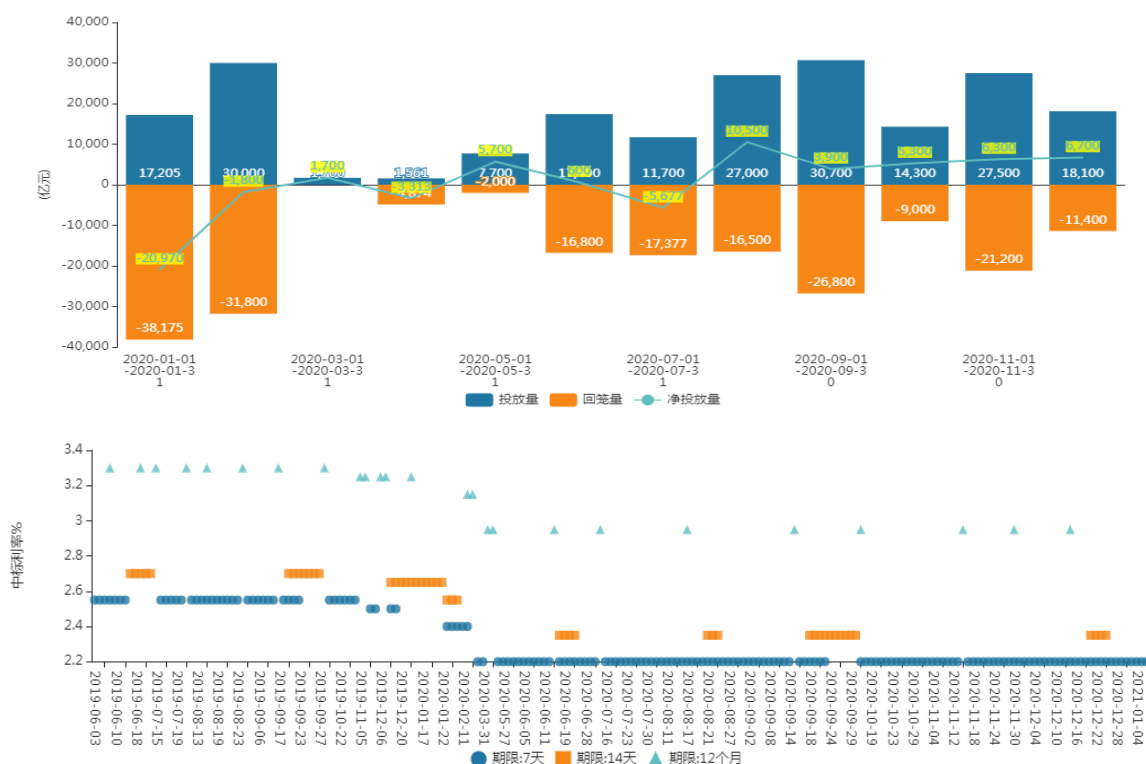
#### 2.1.1 政策迅速响应，及时收敛

疫情以来，我国货币政策主要分为两个阶段——疫情初期国内经济受到巨大冲击，央行多次采取公开市场操作，降息降准，降低存贷款基准利率。货币政策以“宽货币”、“宽信用”的逆周期调节为主，总量宽松结合结构型货币政策以应对疫情；随着疫情防控逐步稳定，经济逐渐恢复，央行更加注重结构型货币政策，总量政策边际收敛，货币政策回归常态。

具体来看，央行上半年公开市场净投放 895 亿元；二、三月份分别降低公开市场利率 10BP，下调逆回购利率 20BP；四月份对部分中小银行实施定向降准，释放长期资金约 4000 亿元；4 月 7 日起，将金融机构在央行超额存款准备金利率从 0.72% 下调至 0.35%。此外，央行还针对受疫情影响严重的中小微企业实施多种结构性货币政策，例如新增三次合计 1.8 万亿的再贷款再贴现额度，并下调相应利率。

五月份以来，经济复苏态势企稳，货币政策边际收敛，采取结构性货币政策支持实体经济。一方面，宽松环境下杠杆率回升，出现资金空转，金融风险滋生，政策边际收紧。另一方面，企业融资需求不减，政策退出需要保持流动性适度充足。通过结构型货币政策，增加政策性银行专项贷款额度，调增政策性银行全年信贷计划 6000 亿元。同时，实施直达实体货币政策工具，普惠小微贷款延期还本付息，以及支持信用贷款的发放。

图 23：央行公开市场操作（单位：亿元）



数据来源：wind, 中辉期货研发部

#### 2.1.2 社融平衡中维稳，融资环境前松后紧

2020 年社融增量整体偏高，融资环境前松后紧。上半年融资环境宽松，社融规模大幅扩张，同比多增居高不下；下半年政策逐渐回归常态，防风险、套利监管去演，社融同比多增显著回落。

上半年，政府债券发行规模显著放大。二、三四月政府债券融资分别同比多增 3019 亿元、6384.78 亿元和 5288.14 亿元，现实疫情当前我国财政政策响应迅速。随着疫情恢复，专项债和特别国债发行逐渐退出，

七月起政府债发行规模不断缩减。

全年企业债券融资显著增加，年末信用事件冲击，企业债发行受阻。上半年货币宽松，市场融资成本下行，企业新发行债券规模大幅上涨。下半年监管趋严，宽松逐步退去，企业债发行规模略有收缩。11月，信用事件集中爆发，市场严重受挫，融资成本上行，新发行企业债规模大幅缩窄。

当然国内经济的恢复虽然确定性较高，但是国际环境的不确定性，也决定了不能很快的收紧货币。未来的流动性仍可乐观，只是随着经济的逐渐好转而下降。除非海外疫情的爆发难以控制，严重影响经济而导致再度以流动性对冲，否则未来 M2 增速的下降依然是可预期的，而这会对市场估值产生一定的压力。2021 年的 M2 增速将逐渐回落到 10% 以下。流动性边际回收给市场带来的估值压力将逐渐通过业绩的好转来缓解。

图 24：社会融资规模增量（亿元）

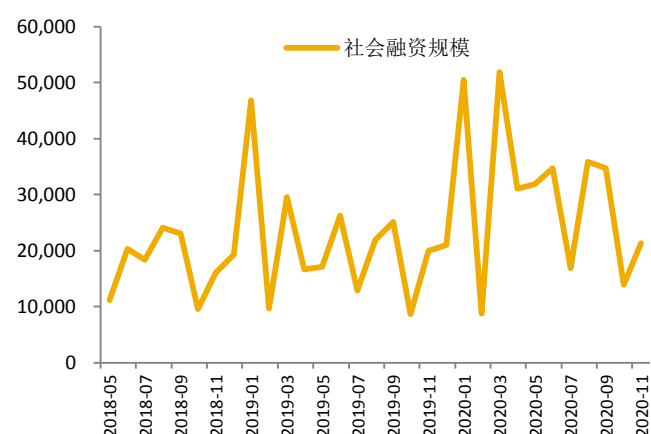
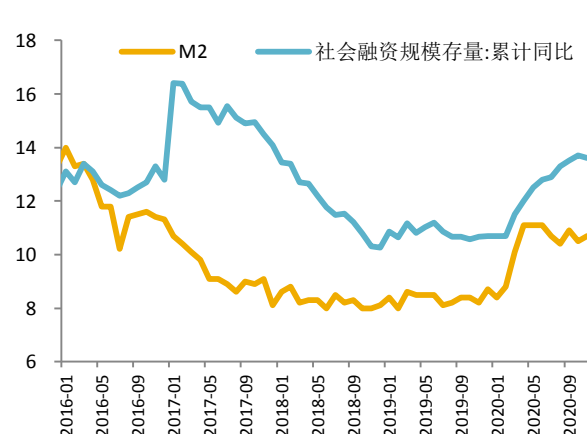


图 25：社融规模存量和货币供应 M2 (%)



数据来源：wind, 中辉期货研发部

政策退出后主要有两方面变化，一方面广义流动性将逐步收紧，信贷将受到严监管；另一方面，政策利率不会大幅抬升，结构性货币政策将逐渐常态化。从当前的任务来看，要有效防风险。5 月份以来，超宽松货币政策下信贷迅速扩张，套利行为滋生。结构性存款套利造成资金空转，金融杠杆迅速放大。随着央行短期资金回笼，目前市场利率已基本回到政策利率中枢，但信贷和 M2 增速仍相对偏高。因此，未来的着力点将从狭义流动性转向广义流动性的收紧，信贷监管趋严。

另一方面，要支持实体，降低实体融资成本。降低实体经济融资成本是 2018 年以来强调的政策目标。2018 年以来，央行通过 LPR 改革等方式引导利率下行，提高利率传导效率，目前贷款利率中枢已显著下移。未来，利率调整空间有限，将更多地通过结构性货币政策进一步降低实体融资成本，实现精准滴灌。

## 2.2 股市流动性：维持充裕，机构增量继续主导

公募、保险、外资三足鼎立，机构主导力量强化。过去几年外资是市场上最重要的增量资金，今年公募接力外资，内外资金合力，推动机构化进程提速。

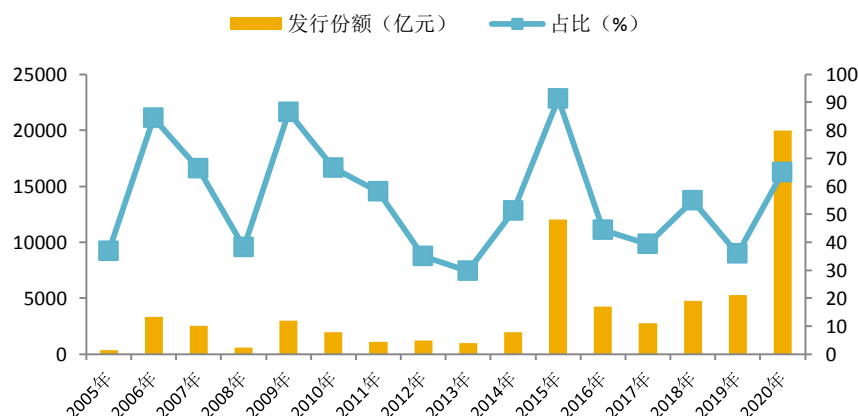
### 2.2.1 公募基金有望继续破万亿

测算思路：新基金发行规模以及净流入规模。

从新发行基金来看，2020 年偏股基金（股票型+混合型）共发行 19948 亿份，创下历史最高。从净流入规模来看，2020 年偏股基金（股票型+混合型）净增加份额为 14635 亿份。

2021 年全年偏股基金发行有望继续超过万亿，净增量预计 6000—8000 亿，有望继续成为 A 股市场的最重要增量资金。

图 24：偏股基金（股票型+混合型）发行份额与占比



数据来源：wind, 中辉期货研发部

首先，居民财富从直接持股向间接持股是大势所趋。“房住不炒”下房地产的投资属性逐渐受到压制，资管新规打破刚兑、理财收益率下行，投资偏向优质的高收益资产。与此同时，近些年来，杠杆资金与场外配资始终被监管层严格把控，监管层鼓励银行设立基金公司、提高机构配股比例等方式，引导长线资金入市，推动居民资金由直接持股向间接持股转变。对比美国直接持股占比 14.1%，而间接持股高达 18.5%，未来公募基金、银行理财以及养老金等间接途径则将成为我国居民加配权益资产的主要途径。

其次，机构化、国际化推动价值化，以公募为代表的机构投资者投研实力更强，有望取得相对更高的收益率。近些年来，机构投资者占比逐年提升，尤其是外资的加入，重塑了 A 股价值投资理念，投资更加注重基本面，提升了市场对优质股票的价值发现能力。未来机构化、国际化将继续深入，投研实力更强的机构有望取得更高的收益，进一步吸引居民通过基金入市。

另外，银行理财稳步推进，为公募提供源源不断的增量资金。随着银行理财子公司成立并稳步推进，已有较多银行理财子公司通过 FOF 或 MOM 模式试水权益等风险资产配置，有望为公募增加更多的增量资金。

## 2.2.2 外资有望维持 2000~3000 亿流入

测算思路：北上资金净流入规模。外资由北上资金+QFII（含 RQFII）构成，其中北上占比七成且持续提升，叠加 QFII 持仓相对稳定、数据频率低且无净流入数据，因此用北上资金能够很好代表外资行为。

预计 2021 年外资净流入 2000~3000 亿左右。

图 25：陆股通累计买入成交净额（亿元）

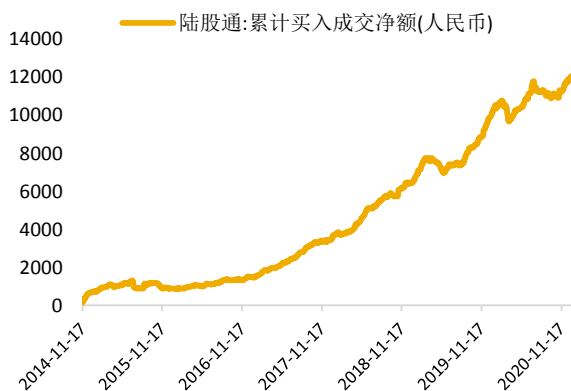


图 26：北向资金净流入统计（亿元）

	北向（截止：2021-01-06）			CNY
	合计	沪股通	深股通	
最新	2.36	18.69	-16.33	
本周合计	-47.50	-16.95	-30.55	
本月合计	-47.50	-16.95	-30.55	
本年合计	-47.50	-16.95	-30.55	
近3月	1,104.40	759.64	344.76	
近6月	557.22	258.62	298.60	
开通以来	11,976.59	6,171.29	5,805.29	

数据来源：wind, 中辉期货研发部

首先，尽管今年外资大进大出，但配置型外资稳定流入。2020 年北上资金累计净流入 2089 亿元。尽管受到疫情冲击及外围波动，整体来看外资大进大出、净流入规模仅有千亿规模。但这主要归于交易性外资大幅外流，配置型外资仍在持续加仓，即使在下半年美国大选、中美摩擦等外部扰动下，配置型资金仍保持平稳流入，未来有望持续流入。

其次，外资占比仍较低，外资加仓中国仍是大势所趋。截止 2020 年三季度，A 股外资占比为 3.8%，较海外仍有较大提升空间。尽管指数扩容暂缓，但是参考台韩，MSCI 扩容间隔期，外资仍会保持单边持续流入趋势。

另外，2021 年全球经济复苏、大选落地、国内经济持续复苏，外资流入有望超过 2020 年。参考近几年北上资金年度净流入规模，随着不确定性逐步落地，预计配置型资金与交易性资金均有望继续流入。

### **2.2.3 保险资金预计增量达到 3000 亿**

测算思路：保险资金运用余额\*股票投资占比。

预计 2021 年险资增量为 3000 亿。

首先，保险资金运用余额有望持续增长。保费收入在前期快速扩张后，近三年逐步稳定在 10% 左右的增速水平，带动险资规模持续扩张。截止 2020 年 10 月，险资运用余额达到 20.8 万亿元，2020 年年化增速高达 16%。可以假设未来险资余额按 16% 的增速增长，2021 年险资余额有望达到 24.9 万亿。

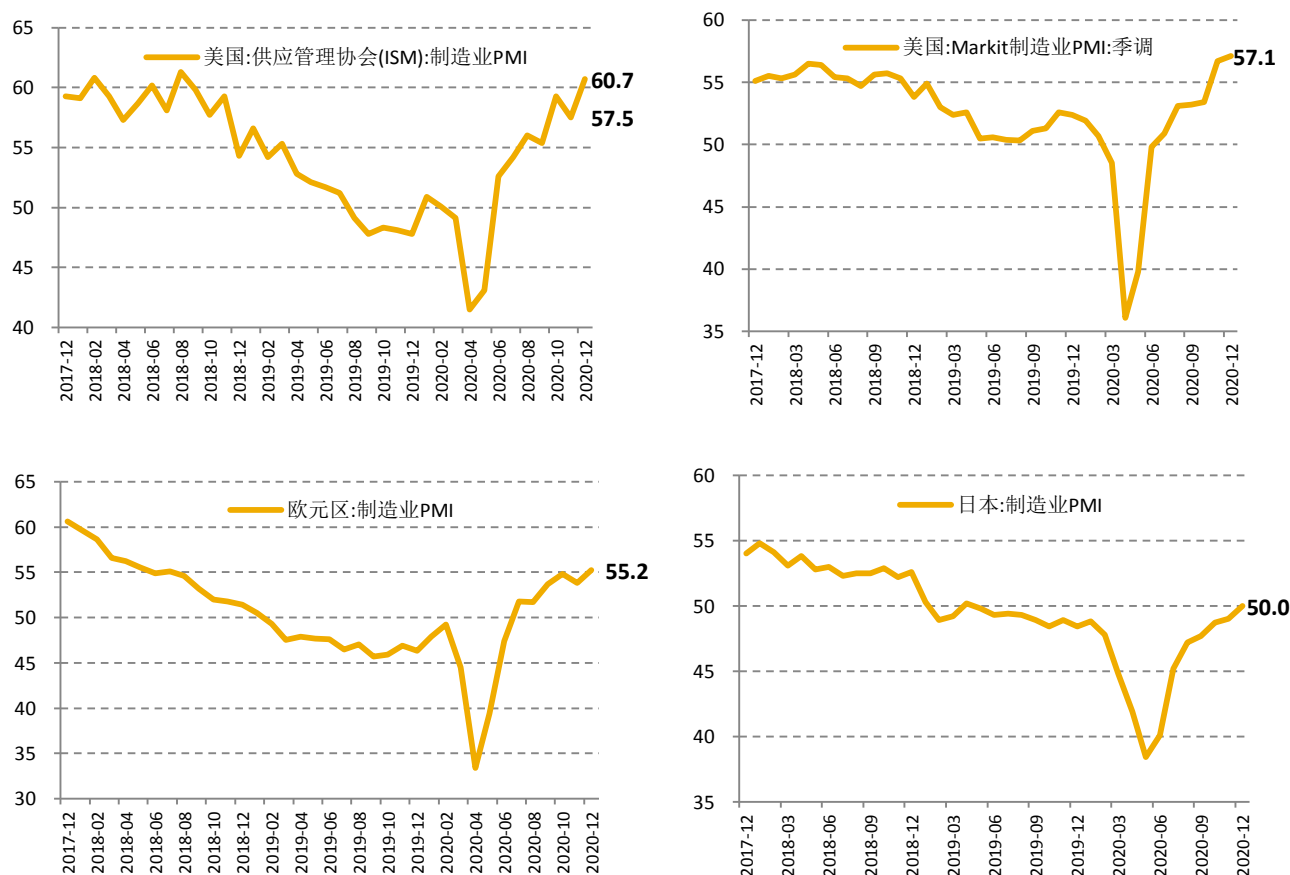
其次，权益类投资占比有望继续上行。2020 年 7 月《关于优化保险公司权益类资产配置监管有关事项的通知》放开权益类投资上限最高达到 45%，险资权益配置力度有望加大。截止 2020 年 10 月，股票+基金占比达到 13.18%，其中直接股票投资占比提升至 8.57%（披露至 2020M8），未来直接股票投资比例有望继续提升。目前保守假设 2021 年直接股票投资占比维持 8.57%。

### 3 市场情绪：方向确定，博弈高度

#### 3.1 海外环境：2021 年全球经济共振复苏是确定性事件

2020 年二季度以来，全球经济持续回暖。尽管 2020 年初新冠疫情冲击下，全球经济金融均遭受重创。但随着各国大规模的财政、货币刺激接连落地，复工复产推进之下全球经济逐渐从深坑中爬出。4 月以来，美国、日本、欧洲等主要经济体 PMI 指数均持续走高。与此同时，IMF 也于 10 月将 2020 年全球经济增长预期由-5.2%上调至-4.4%，其中美国预期增速由-8%上调至-4.3%，欧洲由-10.2%上调至-8.3%，日本由-5.8%上调至-5.3%。

图 28：全球主要经济体 PMI



数据来源：wind, 中辉期货研发部

其中，需求回暖是全球经济共振复苏的主要驱动力。三季度，美国 GDP 较第二季度环比暴增 33.1%，欧洲也环比回升 12.5%，均创下历史记录，远超市场预期。其中，消费需求边际大幅改善是主要驱动。

而疫情进展、政策刺激力度等将影响复苏的高度和节奏。首先，疫情对于全球经济的拖累很难在 2021 年上半年就结束；其次，财政政策刺激的力度、规模仍有不确定性，美国由于两党分歧无法弥合，国会就新一轮财政刺激法案的谈判从 2020 年 7 月延宕至今仍未能落地；此外，尽管货币宽松政策仍将持续，但力度很难再提升，截至当前，美日欧央行已分别较疫情前扩表 72%、28%和 59%。

#### 3.2 资本市场：全面注册制和结构优化继续推进

2020 年资本市场改革在 2019 年的基础上继续深化，整体向头部企业和硬科技新兴产业倾斜。一方面，改革遵循注册制、并购重组和再融资、加大对外开放三条主线稳步推进；另一方面，在疫情的事件性冲击下，防范金融风险的重要性也有所抬升。

2020 年年初新冠疫情的爆发并未阻挡资本市场改革的步伐，注册制改革方面，创业板注册制如期落地，迈出 A 股市场存量改革的第一步。一方面，创业板在 IPO 发行制度、交易制度和退市制度等方面充分借鉴科创板经验，对上市企业设置多套财务指标，放开涨跌幅限制至 20%，同时简化退市流程，对应当退市的企业直接终止上市。另一方面，创业板在板块定位、券商跟投等制度设计方面实现与科创板的错位发展，创业板重点强调支持传统产业与新技术、新产业、新业态、新模式深度融合，设置行业负面清单，进一步明确创业板服务传统产业转型升级的宗旨。

**再融资新规落地改善中小企业融资环境。**2 月 14 日再融资新规正式落地，一是将发行底价折价率由 90% 改为 80%；二是取消创业板资产负债率 45% 和连续两年盈利的要求；三是将发行规模从 20% 扩大至 30%；四是允许融资资金用于补充流动资金和偿还债务。

**对外开放向纵深推进，取消证券和基金管理公司持股限制，进一步扩大外资投资范围。**一方面，我国遵循金融对外开放 11 条的部署，陆续取消了期货公司、证券公司和基金管理公司的持股比例限制。另一方面，10 月修订后的 QFII/RQFII 细则正式落地，投资范围拓宽至新三板、私募基金、金融期货等金融衍生品。

**整体来看，资本市场改革基调向头部公司和硬科技新兴产业倾斜。**一方面，市场化定价打开硬科技新兴产业企业的估值空间；另一方面，板块内部分化将进一步加剧，优质头部公司有望获得更高的估值定价，而尾部企业将加速出清。

**展望 2021 年，资本市场改革将继续沿着上述三条路径加速推进。**注册制改革方面，全面推行注册制和完善退市制度值得期待。并购重组和再融资方面，制度将继续鼓励新兴产业融资，减持制度有待进一步完善。对外开放方面，QFII/RQFII 持股上限 30% 有望放开，沪深港通的双向开放持续推进，国际指数进一步扩容也可以期待。

#### **附录：资本市场改革遵循三条路径持续推进**

##### **1、注册制改革**

###### **2019 年**

01.30 证监会发布试点注册制意见

03.01 设立科创板试点注册制主要制度规则正式发布

07.22 科创板首批公司上市交易

12.28 人大审议通过新《证券法》，2020 年 3 月 1 日正式实施

###### **2020**

06.12 证监会发布创业板注册制相关制度规则

08.24 创业板首批注册制公司上市交易

10.09 《进一步提高上市公司质量的意见》：全面推行、分步实施证券发行注册制

11.02 《健全上市公司退市机制实施方案》释放退市常态化信号

**2021 年 政策预期：全面推行注册制，多层次资本市场，完善退市制度**

##### **2、并购重组和再融资**

###### **2018 年**

小额快速机制：可转债可作为并购重组支付工具

###### **2019 年**

08.23 我国首份分拆上市细则出台

10.18 《重组办法》修订稿落地，允许创业板重组上市

12.28 科创板重大重组审核规则正式落地

## **2020 年**

02.14 再融资新规落地，折价率九折降八折

03.20 证监会《战投监管问答》，对战略投资者做出定义，进一步规范再融资行为

**2021 年 政策预期 鼓励新兴产业融资，完善减持制度**

## **3、对外开放**

## **2019 年**

01.14 QFII/RQFII 额度由 1500 亿美元增至 3000 亿美元

05.24 中日 ETF 落地

07.20 对外开放 11 条举措

09.10 QFII/RQFII 限额取消

06.28 至今 A 股纳入三大国际指数并扩容

## **2020 年**

04.01 取消证券公司和基金管理公司外资持股比例限制

09.25 扩大 QFII/RQFII 的投资范围

**2021 年 放宽外资 30%持股限制，完善 QFII/RQFII 规则**

## 4 逻辑与策略：估值回归，空间有限

### 4.1 运行逻辑：市场驱动从估值提升到盈利增长

2020 年大规模的货币宽松支持估值提升，2021 年“经济—政策”周期从“数据强、政策松”进入“数据强、政策紧”，估值则存在一定的调整压力。在“数据强、政策紧”时期，市场难以出现全面大牛市，多表现为结构性行情。

基于经济政策周期的轮动，2021 年上半年国内经济仍有内生上行动能，市场将由“数据强、政策松”进入“数据强、政策紧”的阶段。相比于“数据强、政策松”阶段而言，“数据强、政策紧”阶段周期行业跑赢市场的概率明显增加。

其背后的逻辑在于，在经济处于复苏初期往往仍较为脆弱，早周期的汽车和可选消费产销率先复苏，但生产者并未积极进行大量补库存，尚未传导至上游产品涨价或者上游产品仍未越过盈亏平衡线。但是当经济走强的信号得到持续确认，中下游厂商积极补库存，上游往往容易出现产品供不应求且盈利大幅增长，该阶段前期宽松政策逐步退出，流动性收紧以后资金也更倾向于追逐盈利确定性强且估值仍较低的行业，因此周期品整体表现好于前一阶段。

### 4.2 操作建议：市场上行动力不高，结构性机会为主

#### 股指策略：

趋势上，2021 年，受疫苗推出的有利因素，疫情将得到有效的控制，但也难以完全消除。对于未来乐观保留一分谨慎，原因在于流动性边际回收预期增强，短期内业绩增速难以缓解流动性对于估值的提升。2021 年市场整体估值可能受到流动性收敛的制约，市场需要修正的过程，但盈利向上的逻辑主线大概率延续，A 股预期收益率可能相对 2020 年有所收敛，这就决定了市场的机会依然是结构性的机会。对于市场整体判断偏中性，市场上行动力不高，更多的是震荡蓄势，但并不会改变震荡向上的格局。2021 年年初，IF、IH 突破自 2020 年 7 月以来的震荡区间上沿，形成新的支撑，分别参考 5000 点、3500 点。

结构上，2021 年，市场驱动由估值提升转向盈利增长，随着经济复苏趋势的延续，意味着基本面反映在市场上，顺周期行业占比更高的沪深 300 指数盈利修复力度有望大于创业板指，以大盘蓝筹为主的沪深 300 基本面占优，市场表现有望继续好于中小创。对应到股指期货市场上，市场强弱有望呈现 IF/IH>IC。

图 37：沪深 300 股指期货加权指数价格走势



数据来源：文华财经，中辉期货研发部

风险提示：

- 1、金融监管防风险政策加码超预期，信用违约风险释放超预期。
- 2、海外流动性超预期收紧引发次生危机。
- 3、新冠疫苗进展不及预期，疫情蔓延超预期。

## 免责声明

本报告由中辉期货研发中心编制

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用，不作为或被视为出售或购买期货品种的要约或发出的要约邀请。

本报告的信息均来源于公开资料，中辉期货对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所含的信息和建议不会发生任何变更。阁下首先应明确不能依赖本报告而取代个人的独立判断，其次期货投资风险应完全由实际操作者承担。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中辉期货不对因使用本报告而引起的损失负任何责任。本报告仅反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。本报告所载的观点不代表中辉期货的立场。中辉期货可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。

本报告以往的表现不应作为日后表现的反映及担保。本报告所载的资料、意见及推测反映中辉期货于最初发表此报告日期当日的判断，可随时更改。本报告所指的期货品种的价格、价值及投资收入可能会波动。

中辉期货未参与报告所提及的投资品种的交易及投资，不存在与客户之间的利害冲突。

本报告的版权属中辉期货，除非另有说明，报告中使用材料的版权亦属中辉期货。未经中辉期货事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用之证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为中辉期货有限公司，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。所有于本报告中使用的商标、服务标记及标识均为中辉期货有限公司的商标、服务标记及标识。

期货有风险，投资需谨慎！

中辉期货有限公司

<http://www.zhqh.com.cn>

中辉期货客户服务电话 400-006-6688