

# 年报 2021：股指——有时三点两点雨，到处十支五支花

永安期货研究中心 华翔

## 一、摘要：

2020 年，伴随着经济的短暂衰退到强劲复苏，股指经历了低谷与高峰的峰回路转。沪深 300、上证 50 和中证 500 的涨幅排在世界各国股指涨幅的前列，这源自我国强力有效的疫情防控措施，和相对全球其他股指偏低的整体估值。展望 2021 年，我们对于股指整体的行情依然偏向乐观，经济的复苏与宽松的货币环境对于市场犹如温和的春风，而股指内部可能存在行业的分化与轮动，将为成功配置的投资者带来惊喜的花朵。

## 二、目录：

(一)、股指整体温和看多

(二)、行业分化下的机会

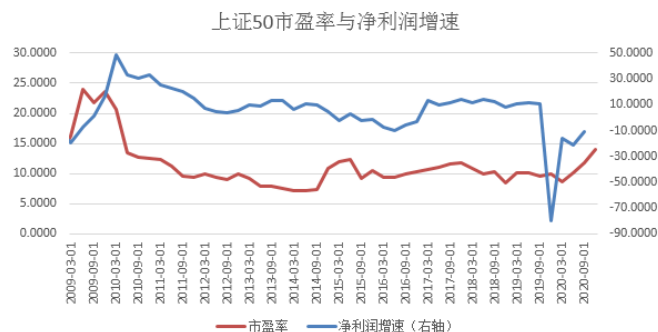
(三)、资金面展望

(四)、总结

(一)、股指整体温和看多

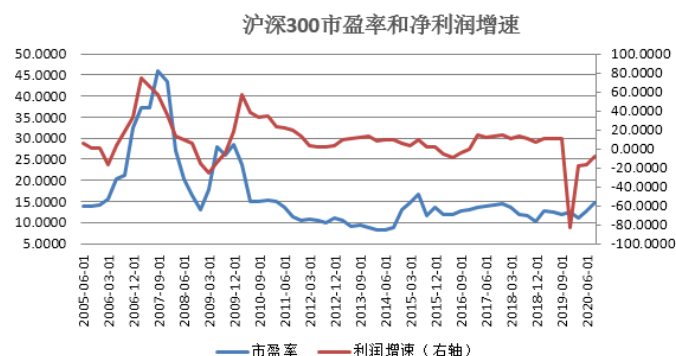
回顾 2020 年初至今的这一轮上涨，存在业绩和估值的双重驱动。业绩驱动源于 3 月经济触底反弹，估值推升源于货币宽松下的乐观情绪。从上证 50、沪深 300 的三季报净利润增速来看，目前尚未恢复至疫情前水平，但市盈率已处于 2015 年以来偏高的位置。因此，在本轮上涨的驱动中，估值驱动是更为主要的因素，业绩拐头的趋势虽然明显，但目前依然处于较低水平。中证 500 当前的市盈率并未达到 2015 年水平，估值弹性也弱于历史平均水平，目前的状况更类似于 2013 年。

图一：上证 50 市盈率与净利润增速



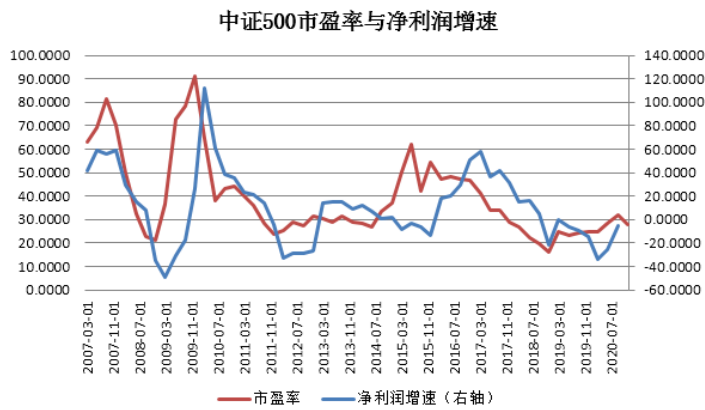
数据来源：Wind, 永安期货研究中心

图二：沪深 300 市盈率与净利润增速



数据来源：Wind, 永安期货研究中心

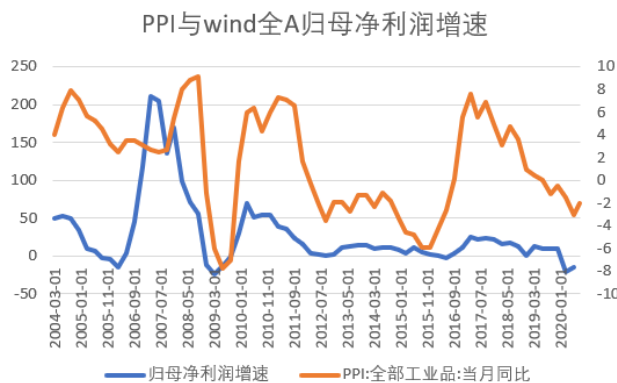
图三：中证 500 市盈率与净利润增速



数据来源：Wind, 永安期货研究中心

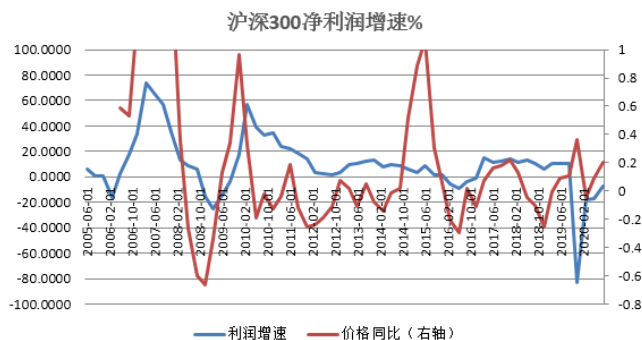
整体来看，受基数和应对政策的影响，2021 年不会比 2020 年遭受的冲击更大，因此我们预期 2021 年宏观方面是改善的状态，股指的基本定调是存在支撑和大方向偏多。如图四，PPI 同比和归属母公司净利润增速走势基本一致，即宏观面较好时，A 股的业绩也随之改善，进而对于股指利多。截止 2020 年三季度已披露的业绩，我们可以发现目前状况和 2009 年的复苏较为类似，当时的宏观也是在遭受冲击后快速恢复，并带来业绩的大幅反弹。如果目前和 2009 年的反弹节奏一致，那么我们预期 2021 年一季度的业绩同比增速达到最高，随后逐渐回落。所以，在一季度业绩披露之前，受益于业绩预增，股指的总体方向以偏强为主。

图四：经济基本面与 A 股净利润增速



数据来源：Wind, 永安期货研究中心

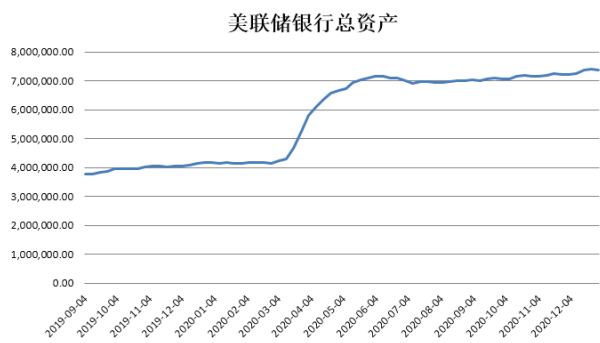
图五：沪深 300 净利润增速与价格同比



数据来源：Wind, 永安期货研究中心

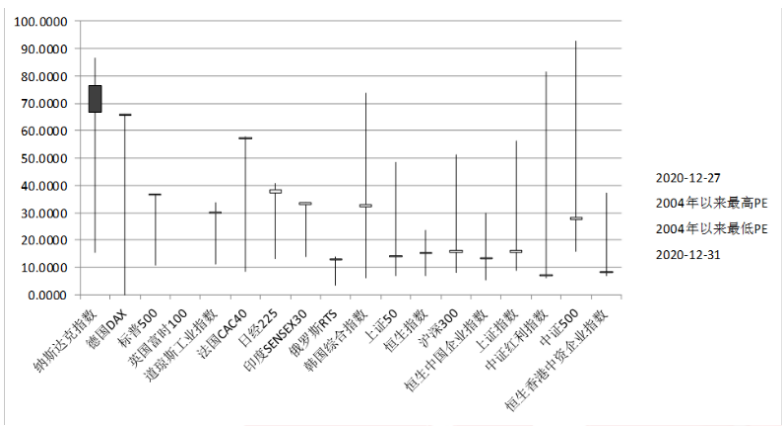
另一方面，全球宽松的货币政策在经济恢复之前大概率不会改变，至少在 2021 年上半年不会存在货币过度收紧的状况，这一点有助于维持股指的估值。目前美股估值处于较高水平，A 股估值横向对比全球其他国家并不算高，有一定的估值优势。当前的 1 年期 AAA 中短期票据信用利差仍然维持在较低水平，即市场并未把信用风险推升至较高的警戒程度，整个市场的风险偏好较高，较低的风险溢价也印证了这一点。这可能意味着过快或者幅度过大的拉升依然会被有所制约。

图六：美联储银行总资产



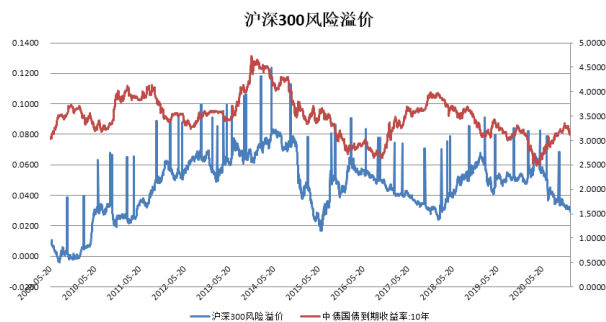
数据来源：Wind

图七：A 股与全球其他国家股指估值对比



数据来源：Wind, 永安期货研究中心

图八：沪深 300 风险溢价



数据来源：Wind, 永安期货研究中心

图九：3A 级中短期票据信用利差



数据来源：Wind, 永安期货研究中心

就整体而言，2021 年的业绩对股指可以形成支撑，估值虽然提升较大，但横向对比全球其他国家，仍处于较低水平，风险溢价和信用利差显示的市场情绪非常乐观。然而，我们也注意到，最近几年的股指运行情况和历史差异较大。具体来看，过去的个股和指数表现较为一致，但从 2017 年以来，个股和指数的分化愈发严重，时常出现个股跌、指数涨的情况，结构性行情尤为明显。这对于我们判断股指行情提出了更高的要求。

## （二）、行业分化下的机会

由于部分行业的权重占比与净利润占比差异较大，如果只从整体角度分析净利润增速来判断指数涨跌，会存在失真情况。以沪深 300 为例，金融业净利润占比达到 62%，但其权重只有 26%。日常消费净利润占比 5%左右，权重是 15%至 16%。信息技术和医疗保健的净利润占比分别为 4%和 2%，权重分别为 15%和 9%。这意味着，部分增速比较稳定和较高的行业，其在股指中的权重给予的偏高。对比标普 500 指数可以发现，软件与服务净利润占比 24%左右，指数权重 23%左右，医疗保健净利润占比 9%左右，指数占比 7%左右。标普 500 指数的利润占比与权重占比更加匹配，预示着国内目前不匹配的状态只是一个调结构的过程，未来盈利占比将与权重相匹配。例如食品、医药的净利润需要缓慢提升，直至匹配指数权重。

图十：沪深 300 行业权重与净利润占比

沪深300 行业	归属于母公司净利润(TTM)	净利润占比%	权重占比	总市值占比	2019年3季报	经权重调整后利润增速	不调整的利润增速
金融	19166.04	62.22	26.526	33.8915268	18508.18964	0.94%	
工业	2196.62	7.13	9.947	9.9537866	2412.788797	-0.89%	
日常消费	1719.24	5.58	15.825	14.2656632	1081.134785	9.34%	
房地产	1610.25	5.23	2.759	2.10038667	1432.530607	0.34%	
信息技术	1274.03	4.14	15.485	11.7032833	968.8870503	4.88%	
可选消费	1254.90	4.07	10.558	9.24348356	1643.02473	-2.49%	
材料	1226.01	3.98	6.45	5.86105426	1044.156669	1.12%	
能源	1131.67	3.67	1.082	3.60126235	1660.959578	-0.34%	
公用事业	607.79	1.97	1.67	1.87463987	567.6397313	0.12%	
医疗保健	560.06	1.82	9.451	7.08241202	432.5209609	2.79%	
电信服务	59.26	0.19	0.253	0.42250133	49.72560636	0.05%	
总计	30805.89				29801.55816	15.85%	3.37%

数据来源：Wind, 永安期货研究中心

图十一：标普 500 行业权重与净利润占比

行业	2020年3季度 归属于母公司净利润(TTM)	2019年3季度 归属于母公司净利润	净利润占比	指数权重占比
食品与主要用品零售 II	279.67894	239.49505	4.74%	
软件与服务	1437.19803	1281.70008	24.38%	22.90%
电信服务 II	251.53	229.04	4.27%	
家庭与个人用品	163.057	149.555	2.77%	
食品、饮料与烟草	312.15305	290.99989	5.30%	
零售业	442.02949	422.56362	7.50%	8.50%
医疗保健设备与服务	522.72445	515.75345	8.87%	6.60%
半导体与半导体生产	329.15958	348.53267	5.58%	
技术硬件与设备	633.40068	673.99675	10.75%	8.70%
公用事业 II	258.28662	324.5757	4.38%	
制药、生物科技与生命	500.32605	654.98612	8.49%	5.20%
资本货物	365.71602	488.75819	6.20%	5.20%
汽车与汽车零部件	65.83	98.18	1.12%	
房地产 II	109.07198	167.3156	1.85%	
耐用消费品与服装	50.11445	91.24147	0.85%	
保险 II	188.59184	357.03643	3.20%	
银行	502.68443	971.97266	8.53%	
商业和专业服务	39.47722	78.34747	0.67%	
材料 II	100.07439	209.45147	1.70%	
多元金融	453.03852	1031.02494	7.69%	4.30%
媒体 II	110.28938	315.62144	1.87%	
运输	-124.05888	255.47569	-2.10%	
消费者服务 II	-150.73736	175.82996	-2.56%	
能源 II	-945.22761	228.4257	-16.04%	
总计	5894.40827	9599.87935		

数据来源: Wind, 永安期货研究中心

市场之所以给予这些行业更高的权重, 正是因为看中这些行业的业绩增长潜力。2020 年三季度数据显示, 沪深 300 中业绩增速最快的行业是食品, 其在 2020 年的表现十分明显, 且与过去三年的平均增速相比明显加大, 所以明年继续改善的空间有限。基于这种均值回归逻辑, 我们认为食品、多元金融、汽车在明年的业绩改善空间有限, 而保险、技术硬件与设备、材料、耐用品、服装、地产的改善空间较大, 其中与均值差别最大的行业是保险和材料。上证 50 业绩超越过去三年平均增速的是多元金融、制药和半导体, 因此其他行业仍有改善空间, 差距最大的是能源、消费者服务、材料、保险。中证 500 的权重分布较为平均, 2020 年三季度业绩超过历史均值的是公用事业、软件、媒体、半导体、食品, 其他行业的改善空间较大。需要注意, 业绩低于均值也并非意味着未来会立马改善, 还需结合宏观政策分析。

图十二: 沪深 300 行业权重与业绩改善机会

沪深300 代码	行业名称	成分个数	权重	2020年3季度	过去3年平均增速	差距	明年业绩改善机会
882111.W	食品、饮料与烟草	19	14.40%	44%	17%	27%	小
882115.W	银行	25	13.19%	-8%	7%	-14%	大
882116.W	多元金融	35	9.23%	43%	8%	35%	小
882120.W	技术硬件与设备	34	8.41%	11%	27%	-15%	大
882102.W	资本货物	29	7.23%	4%	17%	-13%	大
882117.W	保险 II	6	7.15%	-18%	41%	-59%	大
882114.W	制药、生物科技与生命	24	6.66%	23%	20%	4%	一般
882101.W	材料 II	26	6.37%	7%	45%	-38%	大
882106.W	耐用消费品与服装	8	5.34%	-12%	20%	-32%	大
882118.W	房地产 II	13	3.26%	-3%	29%	-32%	大
882121.W	半导体与半导体生产	12	3.11%	52%	32%	20%	小
882105.W	汽车与汽车零部件	8	2.77%	-4%	-11%	7%	一般
合计			87.12%				

数据来源: Wind, 永安期货研究中心

图十三: 上证 50 行业权重与业绩改善机会

上证50							
代码	行业名称	成分个数	权重	2020年3季度	过去3年平	差距	明年业绩改善机会
882115.WI	银行	7	20%	-8%	6%	-14%	大
882117.WI	保险II	5	19%	-18%	41%	-59%	大
882111.WI	食品、饮料与烟草	3	17%	11%	29%	-18%	大
882116.WI	多元金融	7	9%	34%	9%	26%	小
882114.WI	制药、生物科技与生命科学	3	7%	20%	15%	6%	一般
882102.WI	资本货物	3	5%	9%	17%	-8%	一般
882101.WI	材料II	3	5%	-2%	58%	-60%	大
882121.WI	半导体与半导体生产设备	5	4%	56%	30%	25%	一般
882107.WI	消费者服务II	1	3%	-25%	42%	-67%	大
882100.WI	能源II	3	2%	-43%	43%	-86%	大
882118.WI	房地产II	1	2%	3%	22%	-19%	大
合计			93%				

数据来源：Wind, 永安期货研究中心

图十四：中证 500 行业权重与业绩改善机会

中证500							
代码	行业名称	成分个数	权重	2020年3季度	过去3年平	差距	明年业绩改善机会
882101.WI	材料II	94	0.1967	-14%	250%	-264%	大
882102.WI	资本货物	77	0.1602	13%	48%	-34%	大
882114.WI	制药、生物科技与生命科学	37	0.0824	8%	48%	-41%	大
882120.WI	技术硬件与设备	36	0.0757	-11%	40%	-51%	小
882119.WI	软件与服务	30	0.0664	14%	-17%	30%	小
882111.WI	食品、饮料与烟草	26	0.0501	11%	5%	6%	一般
882116.WI	多元金融	18	0.044	-48%	-10%	-38%	大
882105.WI	汽车与汽车零部件	17	0.042	-40%	16%	-55%	大
882118.WI	房地产II	25	0.0365	-34%	6%	-40%	大
882113.WI	医疗保健设备与服务	13	0.03	52%	42%	10%	小
882121.WI	半导体与半导体生产设备	11	0.0271	21%	7%	13%	小
882123.WI	公用事业II	18	0.0256	46%	-24%	70%	小
882106.WI	耐用消费品与服装	16	0.0248	-15%	2%	-18%	大
882104.WI	运输	18	0.0234	-15%	14%	-29%	大
882108.WI	媒体II	12	0.0228	36%	21%	15%	小
合计			0.9077				

数据来源：Wind, 永安期货研究中心

12月11日的中央政治局会议为我们分析未来行业大格局做出了指引。第一，需求侧改革意味着加强经济三驾马车中的投资和消费升级，利多新能源汽车产业链和家电。目前市场主要反映在新能源和汽车上，家电在未来仍有一定空间。第二，强化反垄断和防止资本无序扩张，市场反映为部分互联网公司高估值的回调。第三，强化国家战略科技力量，增强产业链的自主可控能力，预示未来市场的重心依然向科技行业倾斜，产业链、供应链，包括一些上游行业也会有机会。第四，促进房地产市场平稳健康发展和化解影子银行风险，银行和地产板块将维持震荡偏多。

分行业的估值情况来看，沪深300中，市场交易行为使热门行业和冷门的行业差距巨大，前者包括食品、制药、半导体、汽车，目前的PE和PB分位数在85%以上，后者包括银行、地产，估值分位数在10%以下，除此以外的其他行业估值处于中游水平。根据统计，高估值的行业在沪深300的权重是27%，极低估值的占16%，中游占50%左右。上证50估值极低的行业包括银行、地产、能源，估值高昂的是食品、制药、半导体、消费者服务。权重占比来看，高、低、中游的占比分别是31%、24%、38%。中证500估值高企的行业包括制药、资本货物、食品、汽车、半导体，和其他指数重合较多。权重方面，估值极低的行业只占6%，特别贵的占36%，中游占48%。因此，三个指数中估值极低占比最大的是上证50，占比最小的是中证500。

图十五：沪深300行业估值



代码	行业名称	成分个数	总市值(亿)	流通市值(亿元)	权重	一年涨跌幅	PE估值分位数	PB估值分位数
882111.W	食品、饮料与烟草	19	64,417.98	26,442.58	14.40%	65.38	91%	99%
882115.W	银行	25	100,326.99	25,754.15	13.19%	-3.36	56%	4%
882116.W	多元金融	35	33,897.09	14,501.01	9.23%	6.79	58%	53%
882120.W	技术硬件与设备	34	32,117.43	14,805.77	8.41%	14.47	52%	67%
882102.W	资本货物	29	26,240.80	12,279.15	7.23%	30.65	62%	56%
882117.W	保险II	6	35,638.53	11,045.67	7.15%	1.39	43%	46%
882114.W	制药、生物科技与生命科学	24	27,996.02	13,490.16	6.66%	44.64	96%	86%
882101.W	材料II	26	26,976.20	11,176.15	6.37%	27.43	42%	61%
882106.W	耐用消费品与服装	8	14,904.82	8,781.35	5.34%	18.65	97%	60%
882118.W	房地产II	13	11,003.42	5,645.46	3.26%	-9.05	17%	2%
882121.W	半导体与半导体生产设备	12	13,997.20	7,826.93	3.11%	69.14	85%	97%
882105.W	汽车与汽车零部件	8	15,396.36	4,347.15	2.77%	48.50	97%	75%
合计					87.12%			

数据来源：Wind, 永安期货研究中心

图十六：上证 50 行业估值

代码	行业名称	成分个数	总市值(亿)	流通市值(亿元)	权重	一年涨跌幅	PE估值分位数	PB估值分位数
882115.WI	银行	7	51,185.94	16,067.05	19.77%	-3.36	55.57%	4.00%
882117.WI	保险II	5	35,361.39	10,904.42	18.52%	1.39	43.00%	46.00%
882111.WI	食品、饮料与烟	3	31,965.91	13,085.12	16.60%	65.38	90.80%	98.83%
882116.WI	多元金融	7	13,642.63	5,562.62	9.37%	6.79	57.81%	52.54%
882114.WI	制药、生物科技	3	10,209.01	5,642.90	7.45%	44.64	96.00%	86.00%
882102.WI	资本货物	3	3,228.93	3,024.89	5.10%	30.65	61.70%	56.40%
882101.WI	材料II	3	6,640.98	2,749.20	4.67%	27.43	42.00%	61.00%
882121.WI	半导体与半导体	5	8,057.99	4,842.77	4.14%	69.14	85.00%	97.00%
882107.WI	消费者服务II	1	4,473.71	2,089.28	2.87%	59.32	99.80%	98.05%
882100.WI	能源II	3	16,445.24	1,665.65	2.48%	-8.27	61.00%	6.50%
882118.WI	房地产II	1	1,904.05	1,132.98	1.88%	-9.05	17.00%	2.00%
合计					92.85%			

数据来源：Wind, 永安期货研究中心

图十七：中证 500 行业估值

代码	行业名称	成分个数	总市值(亿)	流通市值(亿元)	权重	年涨跌幅	PE估值分位数	PB估值分位数
882101.WI	材料II	94	20,938.03	10,003.11	19.67%	27.43	42.00%	61.00%
882102.WI	资本货物	77	17,727.68	8,438.24	16.02%	30.65	99.80%	98.05%
882114.WI	制药、生物科技与生命科学	37	7,974.38	4,154.83	8.24%	44.64	96.00%	86.00%
882120.WI	技术硬件与设备	36	7,148.13	3,543.79	7.57%	14.47	52.34%	66.99%
882119.WI	软件与服务	30	5,058.93	3,123.16	6.64%	5.79	90.00%	42.00%
882111.WI	食品、饮料与烟草	26	7,911.84	3,510.73	5.01%	65.38	90.80%	98.83%
882116.WI	多元金融	18	4,090.69	1,916.68	4.40%	6.79	57.81%	52.54%
882105.WI	汽车与汽车零部件	17	4,529.83	1,901.37	4.20%	48.50	97.00%	75.00%
882118.WI	房地产II	25	4,202.95	1,717.83	3.65%	-9.05	17.00%	2.00%
882113.WI	医疗保健设备与服务	13	3,474.29	1,713.68	3.00%	61.49	70.00%	83.00%
882121.WI	半导体与半导体生产设备	11	3,669.37	1,594.73	2.71%	69.14	85.00%	97.00%
882123.WI	公用事业II	18	3,163.45	1,054.92	2.56%	1.14	18.00%	6.00%
882106.WI	耐用消费品与服装	16	3,798.36	1,359.81	2.48%	18.65	97.00%	60.00%
882104.WI	运输	18	3,842.09	1,040.13	2.34%	1.56	99.00%	44.00%
882108.WI	媒体II	12	1,699.27	921.68	2.28%	5.70	96.00%	18.00%
合计					90.77%			

数据来源：Wind, 永安期货研究中心

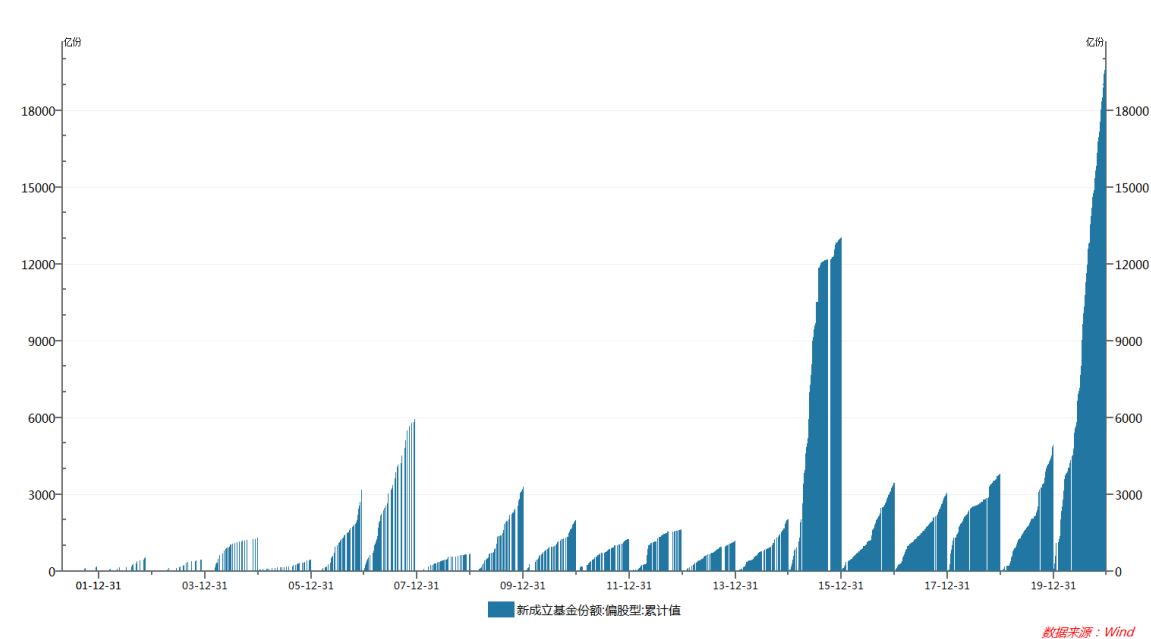
从业绩改善机会大和估值不高两个角度看，机会较大的主要包括沪深 300 的保险和部分材料周期股，中证 500 的材料周期股、多元金融，上证 50 的能源、保险、材料周期股，总体来看有很多重合行业。从业绩改善机会小和估值高两个角度看，符合描述的主要包括沪深 300 和上证 50 的食品、半导体，中证 500 的半导体。但是由于食品本身的业绩表现比较稳定，虽然继续高增速的概率小，但维持一般增速难度不大。所以预计今年是高估值股票业绩兑现后持稳、业绩改善股票择机表现的结构性行情。

### （三）、资金面展望

股票市场的资金面构成的几大主力包括新成立基金、融资业务和外资流入。

今年新成立的基金份额较高，可能源自非标资金转化。历史来看，每次新成立份额激增都伴随着牛市。受机构投资者占比增加的长期趋势影响，预计 2021 年的新成立份额依然会超过历史平均水平。根据历史规律来看，尚未出现两年连续创新高的先例，因此预计 2021 年的份额会低于 2020 年。

图十八：新成立基金份额



数据来源：Wind

从基金持仓来看，2020 年三季度增持了日常消费（食品饮料）、信息技术、工业、可选消费、金融，未来可以关注那些被配置但还没有快速拉涨的板块，例如工业、可选消费、金融。另外，普通股票型基金在 2021 年的新年行情中先快速加仓，后快速减仓，比 2020 年初更加谨慎。

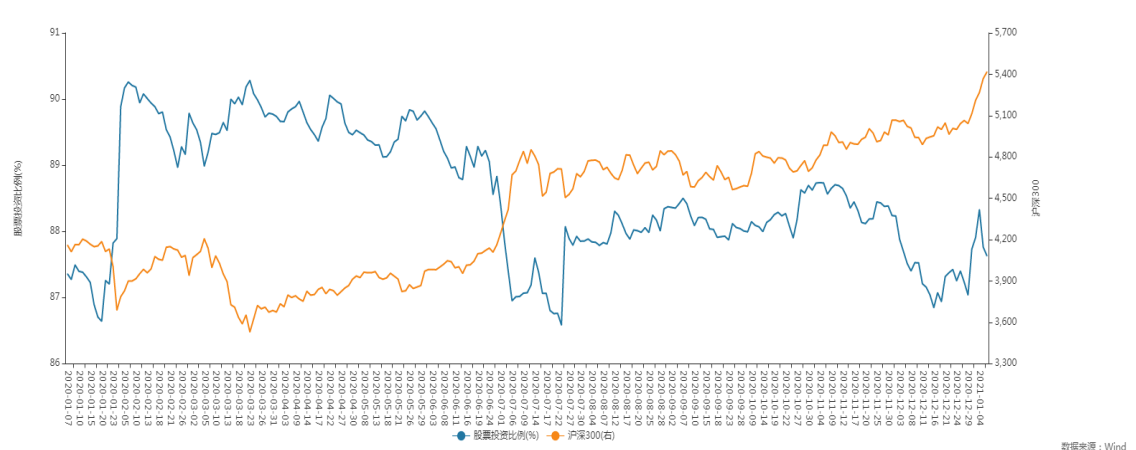
图十九：基金持股行业分布

基金持股总市值（亿元）			
Wind一级行业	2020三季度	2020中报	差额
信息技术	5410.089843	4462.472718	947.6171
日常消费	4076.072558	2861.898444	1214.174
医疗保健	3032.48389	3021.308306	11.17558
工业	2643.681643	1822.117575	821.5641
可选消费	2582.299903	1770.071799	812.2281
金融	2486.489842	1820.001188	666.4887
材料	1372.846205	984.4382961	388.4079
房地产	583.5745821	540.1980818	43.3765
公用事业	100.908398	98.61862406	2.289774
能源	60.74471415	57.37635522	3.368359
电信服务	4.441563262	11.25478501	-6.81322
总计	22353.63314	17449.75617	4903.877

数据来源：Wind, 永安期货研究中心



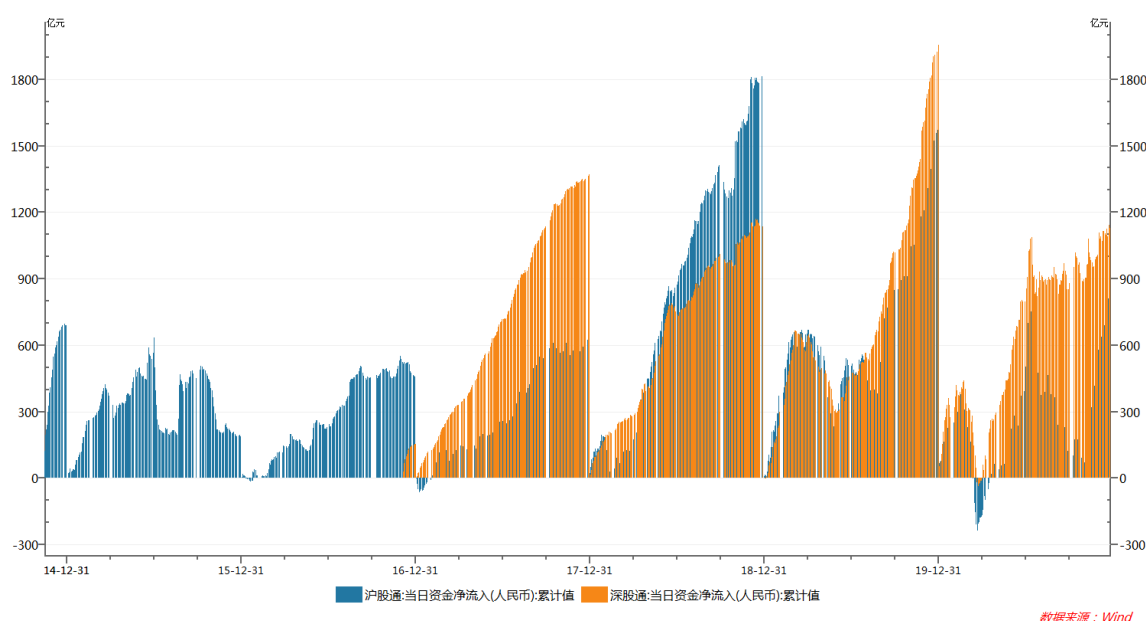
图二十：基金股票投资比例



数据来源：Wind

北上资金自 2017 年以来流入速度为 2000 亿左右/年，近两年从持续流入变为波动性流入，表明长期配置已达到一定程度，未来波动性会逐渐增大，进而导致股指波动性增加。持仓情况来看，截止 2020 年底，大型外资机构增持了日常消费（食品饮料）、工业和医疗保健，继续减仓地产、公用事业、电信服务。地产的估值和业绩虽然不算差，但依然不受外资青睐。

图二十一：北上资金流入



数据来源：Wind

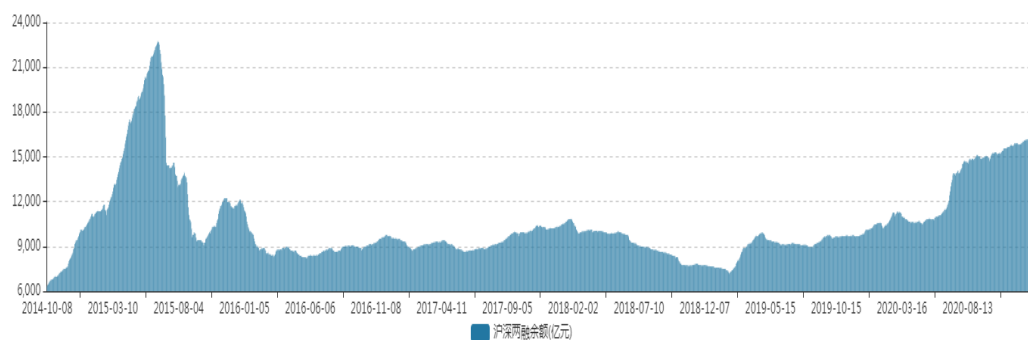
图二十二：前十外资机构持股行业分布

	12月30日持仓	11月16日持仓	
行标签	持仓市值(亿元)	持仓市值(亿元)	
日常消费	4360.547809	3820.336	540.2115
可选消费	3525.630985	3354.647	170.9836
工业	3136.110365	2603.571	532.5392
医疗保健	2670.999359	2195.6	475.3997
信息技术	2588.360127	2359.249	229.111
金融	2561.275433	2365.85	195.425
材料	1653.900729	1486.903	166.998
房地产	350.0159445	414.1218	-64.1059
公用事业	322.5645989	345.2468	-22.6823
能源	187.5067765	143.8416	43.66513
电信服务	29.04956081	40.95602	-11.9065
总计	21385.96169	19130.32	2255.639

数据来源：Wind, 永安期货研究中心

最后一个较大的资金流入来源是两融，2020 年两融规模增加 6000 亿左右，历史最高 2.2 万亿，目前 1.6 万亿，预计 2021 年的两融新增规模顶峰与今年流入相差不多。

图二十三：沪深两融余额



数据来源：Wind

数据来源：Wind

#### （四）、总结

从资金和整体业绩看，2021 年上半年股指总体震荡偏多。目前风险溢价过低，除非宏观走弱或商品大幅下行引起降息，否则股指上行空间亦有限，结构性行情将延续。分行业看，三大指数中各行业的业绩占比与权重不匹配，高估值行业需要时间来提升业绩。目前沪深 300 的行业分布最为均衡，若未来低估值有所表现，将更加有利于上证 50。

永安期货研究中心宏观组共有分析师 4 人，均来自海内外知名高校，组长王鹏覆盖国内外宏观和大类资产研究，组员华翔负责股指研究，组员廖文昊负责宏观和国债研究，组员凌晓慧负责量化和股票研究。宏观组致力于厘清国内外主要经济体的周期状态，并结合大类资产的估值表现，自上而下发掘大类资产的趋势性机会。2019 年王鹏获得“期货日报最佳宏观策略分析师奖”。



#### 免责声明

以上内容所依据的信息均来源于交易所、媒体及资讯公司等发布的公开资料或通过合法授权渠道向发布人取得的资讯，我们力求分析及建议内容的客观、公正，研究方法专业审慎，分析结论合理，但公司对信息来源的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。且全部分析及建议内容仅供参考，不构成对您的任何投资建议及入市依据，客户应当自主做出期货交易决策，独立承担期货交易后果，凡据此入市者，我公司不承担任何责任。未经公司授权，不得随意转载、复制、传播本网站中所有研究分析报告、行情分析视频等全部或部分材料、内容。对可能因互联网软硬件设备故障或失灵、或因不可抗力造成的全部或部分信息中断、延迟、遗漏、误导或造成资料传输或储存上的错误、或遭第三人侵入系统篡改或伪造变造资料等，我们均不承担任何责任。