



股指期货年报：2020 年 12 月 31 日

无惧波动且徐行

股指期货年报

摘要：

展望 2021 年，我们认为海外疫情对经济的冲击将钝化，疫苗将在 2021 年下半年利好全球复苏，货币与财政刺激将会导致 2021 年下半年通胀抬升，随后全球宏观政策退水，债务风险也将逐渐暴露。拜登当选后中美关系仍然不容乐观，政治施压风险下，我国经济更强调内生增长，“双循环”格局中以“供应链自主可控”为驱动的产业升级是主线，2020 年“房住不炒”态度坚决，经济复苏逻辑稳健，经济增长前高后低，出口预计在 2021 年下半年回落，因此消费增长将是拉动经济转型的关键环节。中央经济工作会议明确了短期流动性的可持续性，结合中美利差和低通胀数据，预计我国 2021 一季度将维持流动性宽松局面，随后逐步回归历史正常水平。

投资策略：

我们认为 2021 年将会是较为复杂的一年。一方面经济增长前高后低的预期，压低了市场对于整体增速的预期。同时指数经历了近两年的上涨，机构抱团下的优质赛道更加稀缺，整体盈利与估值的上行空间都有待继续验证。另一方面，政策聚焦发行和退市制度改革、衍生品市场发展、做大做强行业龙头券商、推动中长期资金入市等方面，资本市场在国民经济中的地位更加显要。叠加机构资金跑步入场，市场中枢上移依然是确定性更高趋势。所以我们认为 2021 年指数在中枢上移的过程中，将会遭遇标的稀缺，信用收缩等因素的压制。市场边际上行的空间将弱于过去两年，板块间结构分化的状态将会更加显著。预计沪指将在 3100-4000 震荡运行。就市场风格而言，在基本面向好，盈利增速高时，IF 合约更为强势。在经济弱复苏，流动性刺激更强时，IC 合约弹性更大。而在基本面压力较大，流动性预期收紧，市场风险偏好较低时，IH 合约在抱团避险风格下具备超额收益。2021 年判断节奏比方向更重要，盈利与流动性是可供观察的重要指标。

风险提示：

宏观经济下行超预期，海外黑天鹅事件等。

作者姓名：严晗

yanhan@csc.com.cn

电话：023-86769759

投资咨询从业证书号：Z0014172

作者姓名：张仕康

zhangshikang@csc.com.cn

期货从业证书号：F3076198

发布日期：2020 年 12 月 31 日

目 录

一、海外宏观：预计 2021 复苏强劲，海量放水后债务问题凸显	4
全球经济复苏之路坎坷，服务业所受冲击严重	4
海外 2021 上半年刺激政策难以大幅收紧，债务风险为后疫情时代最主要的特征	5
疫苗预期支撑顺周期逻辑，2021 下半年发达国家经济率先复苏	5
中美关系不宜过度乐观，重视拜登政府带来的政治风险	7
二、国内宏观：经济有序恢复，货币难言收紧	8
国内经济有序复苏，产业升级下的内循环为关键环节	8
十四五规划承上启下，“房住不炒”基调不变	9
中央经济会议定调 2021 年宏观调控不急转弯，改革创新为重中之重	10
货币中性政策大概率将维持，预计一季度流动性较为宽裕	11
三、股指期货市场回顾	12
四、资金总量：2021 年 A 股盈利中枢为 2%，机构增量确定性高	15
预计公募基金与私募基金增量 6500 亿元，主要由居民资产结构转移推动	15
险资受益于政策导向稳定增持 A 股，预计为 2000 亿元	16
2021 年外资维持净流入 2000 亿元	17
银行理财子公司加速布局，散户特性可能会加剧市场波动	18
五、经济转型展望：构建“双循环”新发展格局	19
长期经济层面：出口拉动模式增速换挡，内需亟待发力	19
政策层面：坚定政策目标和发挥潜在增长率	20
“双循环”格局将对权益市场贡献显著	20
六、资本市场深化改革稳步推进	21
七、总结与投资建议	23

图表目录

图 1: IMF 预测 2020 年经济低点	4
图 2: 就业率仍未恢复, 失业率增加	4
图 3: 经济复苏受阻, 服务业 PMI 所受冲击严重	4
图 4: 美联储阔表至 7 万亿美元	5
图 5: 货币超发后短期通缩压力仍然较大	5
图 6: 全球新冠肺炎每日新增确诊人数持续增加, 冬季再度爆发且仍未有放缓趋势	6
图 7: 截至 12 月 14 日全球已确认的购买量涵盖 77 亿剂, 另外 39 亿剂目前正在谈判中	6
图 8: 美国 M1 与 M2 显著增加, 通胀到来只是时间问题	7
图 9: 美国 ECRI 领先指标表明疫情冲击后的趋势性复苏	7
图 10: 美债收益率有所抬升, 货币宽松将逐步退出	7
图 11: 美元指数下行, 大宗商品价格将逐渐升高	7
图 12: 第一产业恢复较快, 第三产业迎头赶上	8
图 13: GDP 增长稳步复苏, 信息软件服务业影响较小	8
图 14: 工业增加值快速回升至正常水平	9
图 15: 社会消费品零售总额逐步恢复正常	9
图 16: 地产开发投资带动固定资产投资上行	9
图 17: 高出口金额导致 2020 年高贸易顺差	9
图 18: 2019 与 2020 中央经济工作会议重点任务对比	10
图 19: 中美利差维持高位, 美国长端利率难以快速反弹	11
图 20: CPI 与 PPI 剪刀差收窄, CPI 在 11 月转负	11
图 21: 2020 上证综指走势	12
图 22: 主要指数表现	13
图 23: 期指升贴水表现	14
图 24: 期指总持仓已经超过 2015 年高点	15
图 25: 公募与私募基金资产规模预测	16
图 26: 险资股票与基金占资金运用比例增加	16
图 27: 保费作为险资收入的主要来源呈现上升趋势	16
图 28: 保险增量资金预测, 2021 约为 2000 亿元	17
图 29: 北向资金每年维持净流入	17
图 30: 北向资金成交占比中枢抬升	17

图 31: “双循环”结构	19
图 32: 权益投资助力“双循环”	20
图 33: 良好的金融体系符合上图所示的运转方式	21
图 34: 今年资本市场改革简单回顾	22
图 35: 资本市场改革主要亮点	23

一、海外宏观：预计 2021 复苏强劲，海量放水后债务问题凸显

全球经济复苏之路坎坷，服务业所受冲击严重

新冠疫情引发了百年一遇的全球性经济大衰退，令全世界经济活动受阻，各国经济均受到了不同程度的冲击，2019 年美联储联合全球央行放宽货币对于经济的刺激效果被打乱，在疫情期间，虽然主要经济体迅速大放水令经济复苏进程持续，但高失业率和低社会需求导致的通缩压力仍是短期的痛点，并且本次疫情呈现一波三折的特征，秋冬欧美疫情再度爆发令本已复苏的经济指标再度拐头向下，由于疫情特点需要阻断隔离，服务业所受冲击最为严重，冬季疫情再度爆发也令服务业再受重创。

图 1：IMF 预测 2020 年经济低点

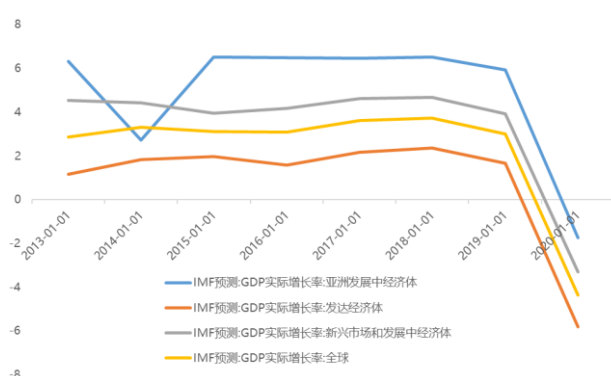
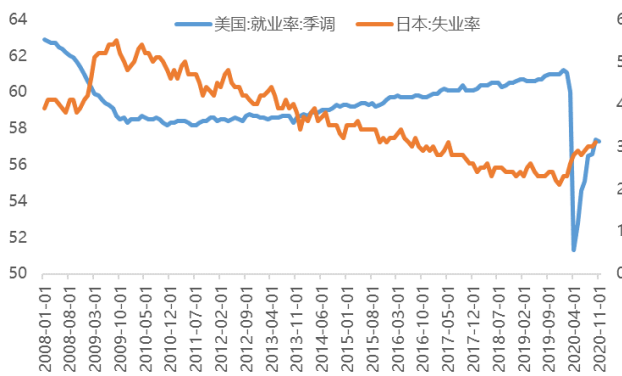
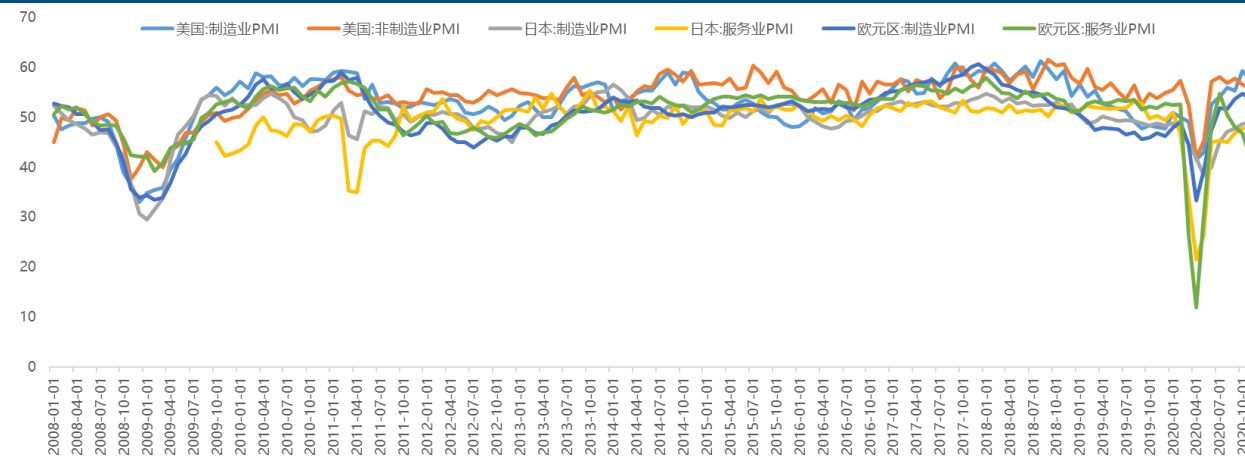


图 2：就业率仍未恢复，失业率增加



数据来源：WIND、中信建投期货

图 3：经济复苏受阻，服务业 PMI 所受冲击严重



数据来源：WIND、中信建投期货

海外 2021 上半年刺激政策难以大幅收紧，债务风险为后疫情时代最主要的特征

相对于金融危机，本次复苏较为迅速主要受各国史无前例的大放水提振，美联储资产负债表中总资产已达 7 万亿美元，远超 2008 年金融危机时期水平。进入三季度，美国、欧洲疫情再度大规模爆发，经济景气度拐头向下，在疫苗仍无法短期规模放量的情况下，四季度经济压力较大，预计 2021 一季度世界经济复苏进程仍会短暂承压，短期高失业率和社会低需求导致 2021 年全球仍可能继续出台政策刺激经济，全球央行利率维持不变，美联储表示将维持资产购买组合和力度，直至目标取得实质性进展，日本央行维持政策利率在-0.1%，十年期国债收益率在 0 水平，疫情支持计划结束日期推迟至 2021 年 9 月，英国央行也维持政策利率在 0.1% 水平，资产购买规模保持 8750 亿英镑，预期在 2021 年底之前完成资产购买计划。当前全球处在康波周期衰退至萧条的阶段，并且由于财政刺激效果的滞后性，我们预计至少在明年上半年低利率和低通胀仍然难以消除，最终导致的过度放水会令债务问题成为未来几年的主要风险点。

图 4：美联储资产负债表至 7 万亿美元

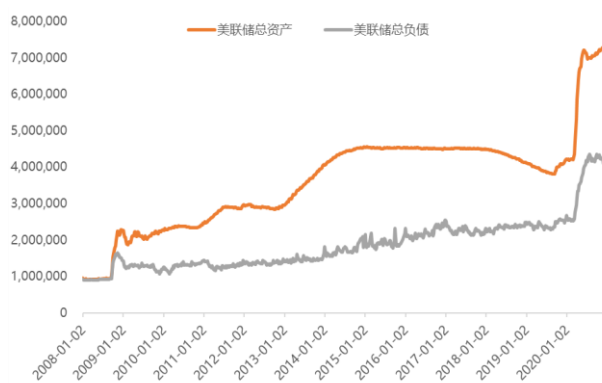
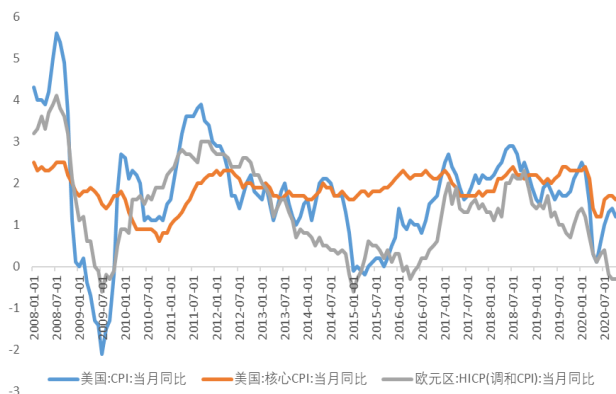


图 5：货币超发后短期通缩压力仍然较大

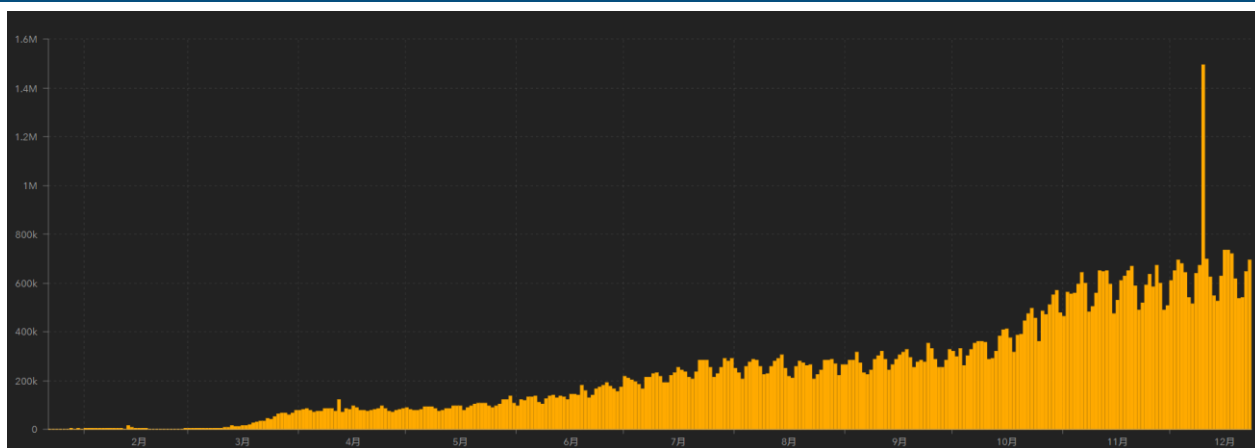


数据来源：WIND、中信建投期货

疫苗预期支撑顺周期逻辑，2021 下半年发达国家经济率先复苏

目前已有多款疫苗进展顺利，根据以往经验，已持续近一年的新冠疫情有望在 2021 年年中得到控制，疫情对经济影响最差的时间段已经过去，各国经济数据在第二波与第三波疫情都没有第一次下降严重，冲击趋于钝化，我们预计明年上半年经济逐步向好，下半年随着疫苗放量对经济利好效果达到最大，美国 ECRI 领先指标已接近疫情前水平，欧洲与新兴市场 PMI 趋势上也有所上升，全球顺周期复苏逻辑明显，但速度上由于疫苗价格较高且新兴国家疫苗无法大规模生产，疫苗覆盖会慢于已大量预定疫苗的欧美国家，因此预计会呈现发达国家率先复苏的结构化复苏趋势。

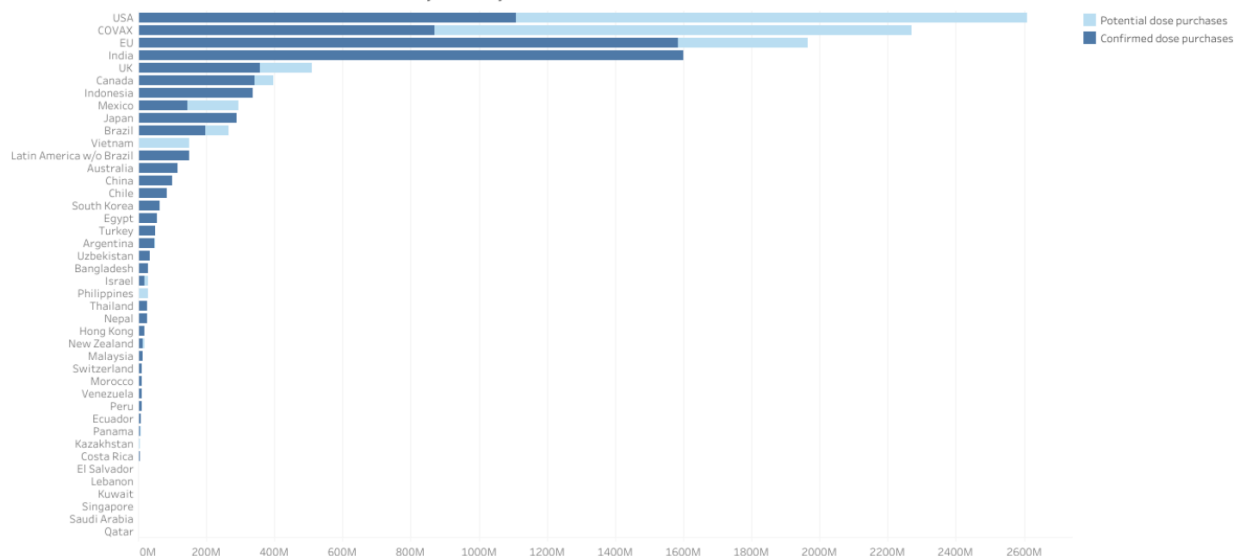
图 6：全球新冠肺炎每日新增确诊人数持续增加，冬季再度爆发且仍未有放缓趋势



数据来源：Johns Hopkins University & Medicine、中信建投期货

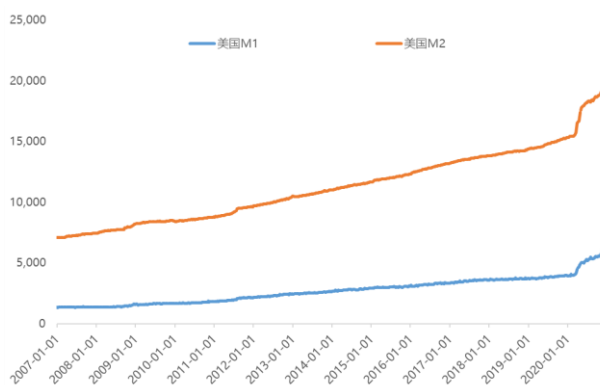
图 7：截至 12 月 14 日全球已确认的购买量涵盖 77 亿剂，另外 39 亿剂目前正在谈判中

COVID-19 Vaccine Advance Market Commitments by Country

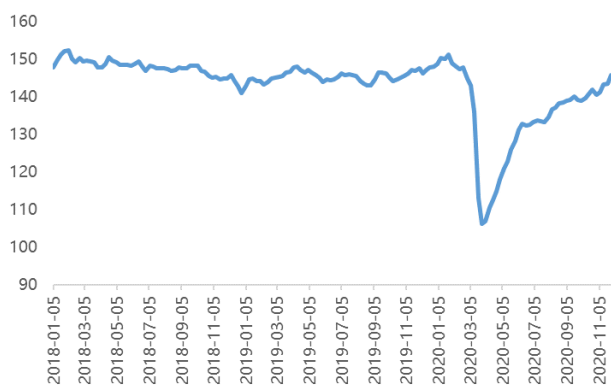


数据来源：Launch and Scale Speedometer、Duke Global Health Innovation Center、中信建投期货

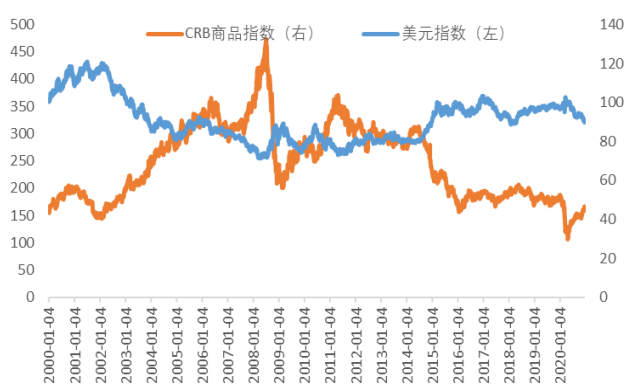
同时，本次逆周期调控主要通过对居民进行财政补贴，今年疫情期间美国居民收入增速甚至高于疫情前，欧美等国 M1 与 M2 已有增加，大宗商品价格将在“弱美元”时期延续上涨，通胀在 2021 二季度非常可能出现快速上升。政策的演变往往滞后于市场，在通胀出现时美联储“平均通胀目标制”的方针才会令货币宽松政策逐渐退出，流动性宽松褪去后，无风险利率上行，估值将被压降，因此 2021 年前半段全球资产定价靠流动性推动的估值溢价，而后半段利率上行估值下降后将由基本面主导。

图 8：美国 M1 与 M2 显著增加，通胀到来只是时间问题


数据来源：WIND、中信建投期货

图 9：美国 ECR I 领先指标表明疫情冲击后的趋势性复苏

图 10：美债收益率有所抬升，货币宽松将逐步退出


数据来源：WIND、中信建投期货

图 11：美元指数下行，大宗商品价格将逐渐升高


中美关系不宜过度乐观，重视拜登政府带来的政治风险

除海外经济不确定性以外，中美关系在今年拜登上台后依然有较大不确定因素，本质上是大国经济博弈的结果。在 2018 年的贸易战和 2020 年大选前的科技打压事件都是美国制裁中国的缩影，长期上美国已经战略性地将中国纳入了竞争威胁国家，历史上制裁俄罗斯和日本的结果表明美国不会过度转向，同时全球化带来的贫富差距增加和制造业高失业率也令美国民众向民主主义倾斜，遏制中国是美国两党的共识，民意基础广泛，拜登政府可能继续在贸易、制造业、科技、地缘政治、人权层面向我国施压，因此我们应当重视 2021 年中美政治关系上的风险。从时间点上来看，根据历史经验，拜登上台或将重点优先放在疫情管控、企业征税、绿色战略等内部问题上，面对分裂的议会需要耗费较多的周旋时间，在此之前中美关系将维持在特朗普政府时期的状态。

二、国内宏观：经济有序恢复，货币难言收紧

国内经济有序复苏，产业升级下的内循环为关键环节

我国今年 2 月受疫情冲击开启防疫模式，一季度 GDP 增速快速降至-6.8%，但相对于欧美国家缺乏管控导致疫情大面积爆发，我国快速布署防疫措施，经济率先复苏，二季度 GDP 增速升至 3.2%，三季度为 4.9%，我们认为中国能够成为全世界唯一实现 2020 年正增长的国家。

从供给端来看，工业增加值在 2 月重挫后回归正常同比增长水平，其中固定资产投资主要由房地产拉动，高技术产业工业增加值增速在 11 月加快，随着政策对经济结构转型的导向作用，预计制造业固定资产投资尤其是高端制造业将在 2021 年继续增加，产业升级进一步推进。对外贸易方面，今年疫情海外供给短缺，我国家电、自行车、办公用品出口激增，令贸易顺差下半年持续增加，人民币汇率得到有效提振，预计 2021 年二季度欧美复工复产后我国出口将减弱，在房地产、基建、政府财政开支以及贸易顺差放缓的明年下半年，海外政治局势面临不确定性，内循环将是支撑我国经济结构转型的重要方式。

从消费端来看，居民消费受制于收入预期，疫情导致复工复产较晚，今年一季度收入预期下降，同时消费场景的限制也令居民减少消费，随着政府疫情管控初见成效，企业复工复产后，今年二季度消费支出增速回升，三季度顺势向上，十四五规划中的“双循环”将对居民消费支出形成支撑，因此明年居民消费支出和社会消费品零售总额有望继续增加，成为拉动经济增长和经济结构转型的动力。

图 12：第一产业恢复较快，第三产业迎头赶上

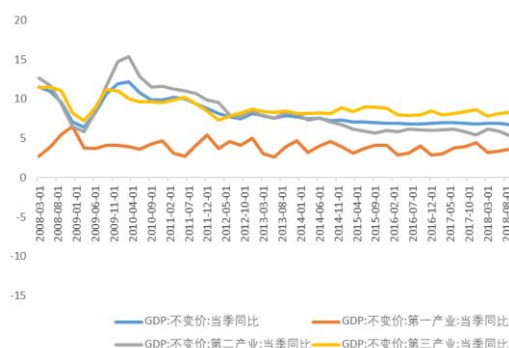
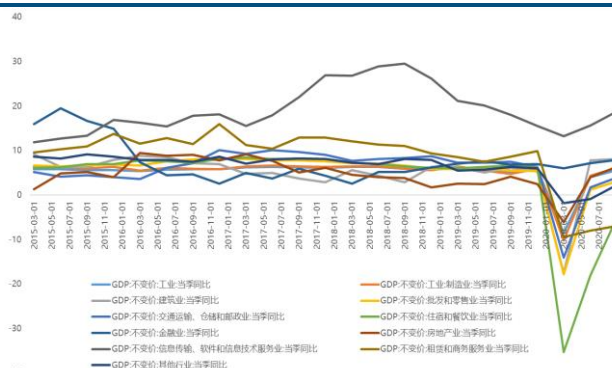
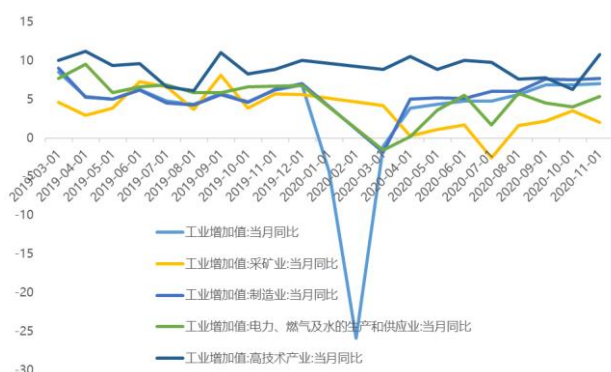


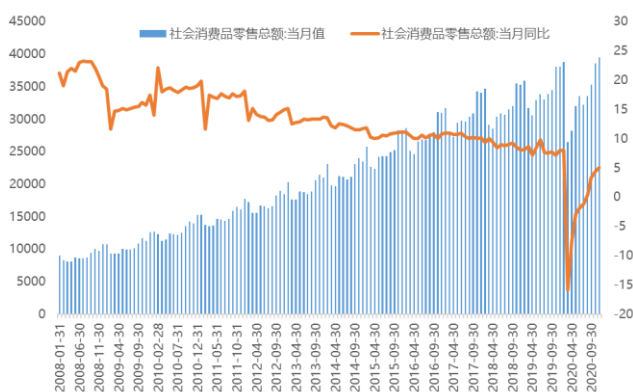
图 13：GDP 增长稳步复苏，信息软件服务业影响较小



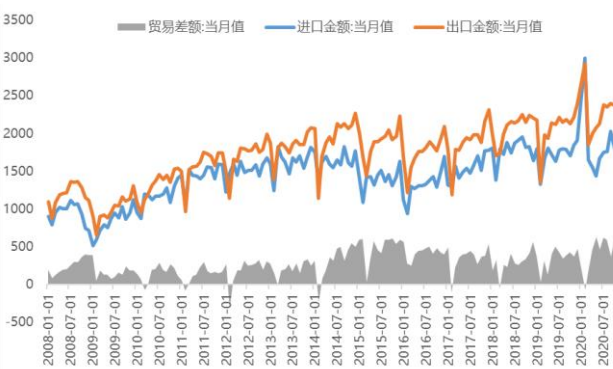
数据来源：WIND、中信建投期货

图 14：工业增加值快速回升至正常水平


数据来源：WIND、中信建投期货

图 15：社会消费品零售总额逐步恢复正常

图 16：地产开发投资带动固定资产投资上行


数据来源：WIND、中信建投期货

图 17：高出口金额导致 2020 年高贸易顺差


十四五规划承上启下，“房住不炒”基调不变

“十四五”时期是我国全面建设小康社会，实现第一个百年目标之后承上启下的五年，脱贫攻坚、社保医疗、军队建设等方面已取得初步成果，今年新冠疫情控制良好，但目前也面临众多挑战，首先是高质量发展，经济结构转型的问题，完善的社会保障体系、城市化合理资源配置、科技创新、生态环保和农业基础等将会是十四五期间的主要目标，为 2035 年实现社会主义现代化远景目标做出铺垫。

在 2020 年，房地产再度成为重点任务，中央多次强调限制房价。11 月中共中央在十四五规划建议中重申“房住不炒”定位，奠定了“十四五”期间楼市的主基调，“三道红线”下房企拿地力度延续下滑趋势，房企整体拿地销售金额比明显下降，同时中央经济工作会议再次将“解决好大城市住房突出问题”作为明年的重点任务，因此我们可以看到中央通过控制房地产价格以达到供给侧改革和需求侧转型的决心。

中央经济会议定调 2021 年宏观调控不急转弯，改革创新为重中之重

今年中央经济会议肯定了“十三五”和疫情期间取得的关键成果，同时也强调我国正处于转变发展方式、优化经济结构、转换增长动力的攻关期，结构性、体制性、周期性问题交织影响深化，经济下行压力突显，海外经济增长持续放缓，当前仍然处于国际金融危机后的深度调整期，世界大变局加速演变的特征更趋明显，全球风险挑战显著增多，因此宏观调控政策思路将“保持连续性、稳定性和可持续性”，为实现明年预期目标，要坚持“稳字当头”，政策退出不可过急、过快。

同时，本次会议相较于 12 月初的政治局会议更加强调了“创新驱动”和“改革开放”。相较于 2019 年中央经济会议把科技与产业链放置在第五位，今年“强化战略科技力量、增强产业链供应链自主可控”被放在首位，由于我国工业核心能力薄弱，高端设备从研发设计到零部件生产对外依赖严重，在海外风险加剧的环境下很容易被“卡脖子”，因此本次会议着重强调了全面补齐产业链短板的重要性，尤其中美关系难以有实质性变化的情况下，关键领域尤其是高科技领域的国产替代将是明年的工作重心；同时，会议也强调了“深化经济体制改革”，加快金融体制改革，完善资本市场基础制度，提高上市公司质量，作为近两年资本市场改革开放任务的重点，“注册制”改革将会在明年持续深化。

此外，本次会议重点内容差异较大，新加入“强化反垄断和防止资本无序扩张”、“做好碳达峰、碳中和工作”、“解决好种子和耕地问题”、“在租赁住房领域发力”，以呼应科技、产业链供应链自主可控和扩大内需的主线。

图 18：2019 与 2020 中央经济工作会议重点任务对比

重点任务分项	2020 年 12 月	2019 年 12 月
一	强化国家战略科技力量	坚定不移贯彻新发展理念
二	增强产业链供应链自主可控能力	坚决打好三大攻坚战
三	坚持扩大内需战略基点	确保民生特别是困难群众基本生活得到有效保障和改善
四	全面推进改革开放	继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策
五	解决好种子和耕地问题	着力推动高质量发展
六	强化反垄断和防止资本无序扩张	深化经济体制改革
七	解决好大城市住房突出问题	
八	做好碳达峰、碳中和工作	

数据来源：WIND、中信建投期货

货币中性政策大概率将维持，预计一季度流动性较为宽裕

今年 12 月 18 日的中央经济工作会议提到“宏观政策要保持连续性、稳定性、可持续性”和“政策操作上要更加精准有效，不急转弯”等言论令市场对流动性收紧预期减弱，这也契合了央行保持“稳健中性”的基调，“灵活精准”和“合理适度”可以理解为使用逆回购、中期借贷便利（MLF）精准调控，保持货币供应量和社融规模增速同名义经济增速基本匹配，因此从政策边际变化来看，预计 2021 年流动性不会过快收紧，整体仍然处于合理充裕水平，并且随着 12 月末央行 MLF 超额续作和逆回购大量净投放呵护年末流动性来看，至少在一季度流动性将继续维持偏松局面。

此外，中美利差处于高位，历史上每次中美利差高位恢复都是美国利率抬升导致的，在我们预计美国货币政策不会快速收紧的基础下，海外流动性外溢导致我国货币政策承压，同时今年“信用债违约”事件表明，逆周期调节引起的高杠杆和信用风险必须重视，因此 2021 年全年货币政策大概率会维持低利率。与此同时，国内通胀仍未有快速到来的迹象，CPI 今年由高企的猪价下行导致逐步下降，虽然年末需求上涨带动了猪价短期上升，但随着生猪存栏率的提升，长期猪价呈现下行趋势，核心 CPI 维持现状的情况下，预计 CPI 会在短暂上升之后继续回落，原油价格制约 PPI 增速，同时春节期间流动性会维持充裕水平，明年 6 月份以前 MLF 到期量较少，因此预计 2021 年一季度我国低通胀与低利率并行，总体利好权益市场；在 2021 上半年疫苗预期影响下，国际油价有望上升，从而带动 PPI 上行，同时 M1 增速目前已达到较高位置，预计明年二季度会带领 PPI 走出负值，二季度后则应保持对通胀指标变化的警惕。

图 19：中美利差维持高位，美国长端利率难以快速反弹

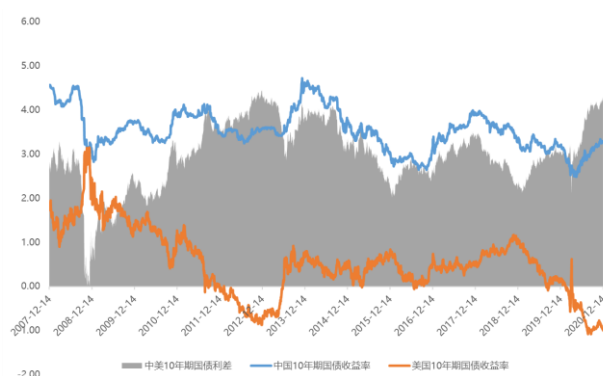
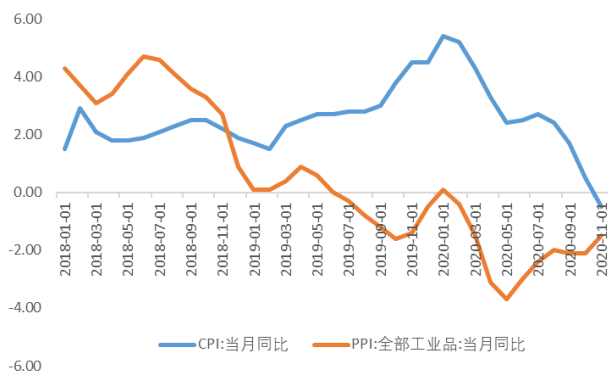


图 20：CPI 与 PPI 剪刀差收窄，CPI 在 11 月转负



数据来源：WIND、中信建投期货

三、股指期货市场回顾

2020 年是资本市场不同寻常的一年，从年初新冠肺炎疫情带来的全球资本市场宽幅震荡，到后来原油期货负价的出现、美股和比特币的新高、上半年科技、医药一骑绝尘，再到年底周期股修复。市场逻辑几经演绎，大致可以概括为以下三个方面：

第一是宽信用，货币宽松所带来的流动性溢价，导致权益资产升值，这一点，不仅体现在国内，全球主要经济体，基本上都是实施的非常宽松的信用体系，逐步刺激经济恢复。

第二，政策红利与产业政策支持，这一点与宽信用体系一样都是为了刺激经济恢复和发展。同时看到疫情所带来的各种经济群快速发展，主要体现在医疗器械，生物制药，医疗健康相关的“逆周期”行业，一二季度经济数据极速发展，业绩翻倍增长。

第三，随着国内外新冠疫苗研发利好消息刺激和经济的逐步恢复，人们对未来的经济预期向好，此前受到压制的“顺周期”行业持续修复。

在“宽信用”与“经济修复”的一致预期下，市场表现出长期震荡并伴随短期脉冲的中枢上移走势。

图 21：2020 上证综指走势

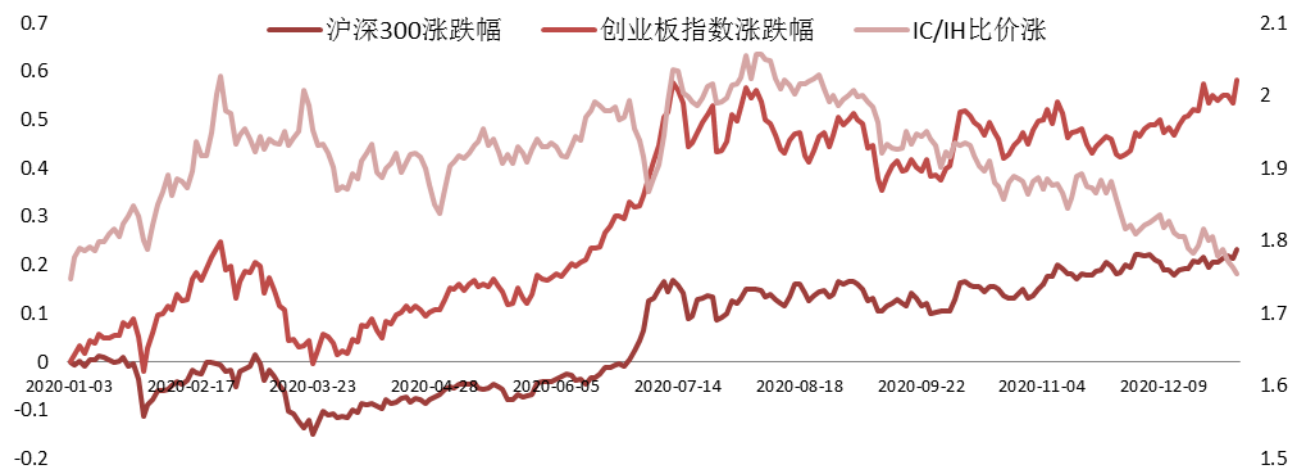


数据来源：WIND 中信建投期货

其一，外资机构抱团发展。外资与机构在二级市场话语权越来越大，且投资理念集中于核心资产、龙头企业。由于行业龙头数量有限、核心资产数量稀缺，不断增长的机构资金有时候只能追高买进优质资产。从三季报的股东变化可以发现，涨幅越大、价格越高、市值越多的股票，流通股股东中的基金和机构也就越多，部分大市值股票中基金和机构掌握的流通股份占到 95% 以上。

其二，结构性行情贯穿全年。2020 年，大盘指数除了二月、三月和七月出现过比较大的波动之外，整体上以盘整为主。沪指大部分时间在 3000 点-3400 点之间波动，下半年更是在 3300 点上下 100 点内震荡。在今年的不同时间段，结构性行情也演绎出了不同特征。比如上半年受到疫情冲击，国民经济表现不好，医药生物、食品饮料、电子、计算机这些弱周期板块表现突出，创业板指数强势领涨。而到了下半年，随着经济的企稳回暖，强周期行业的景气度回升，汽车、有色金属、化工等行业又成为了结构性行情的主角，市场风格变化更加剧烈。

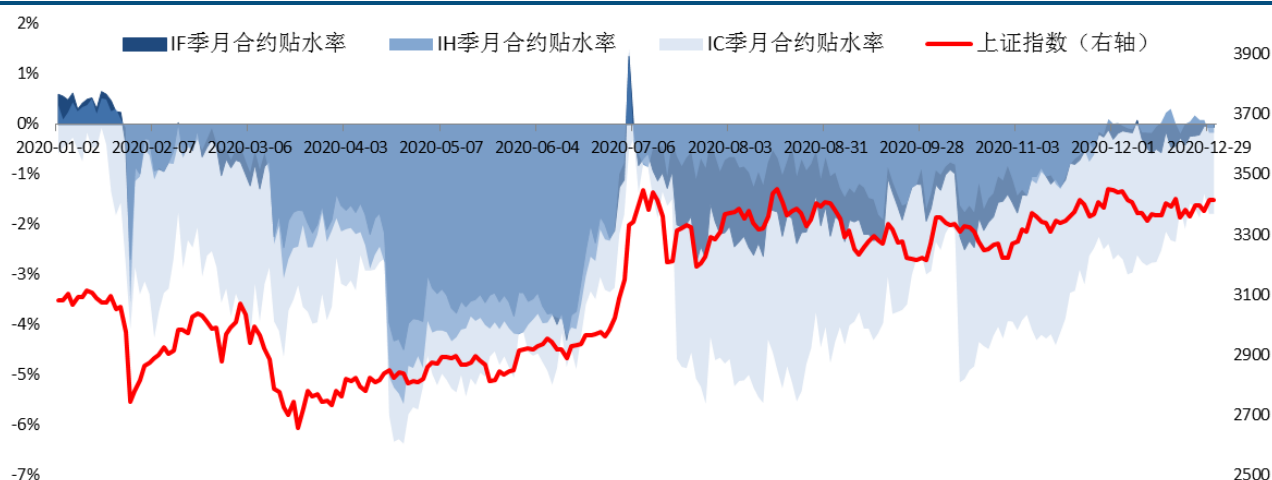
图 22：主要指数表现



数据来源：WIND 中信建投期货

股指期货方面，三大合约震荡分化，比价的变化比指数本身更加突出市场状态。上半年疫情影响下，传统周期行业及金融行业大幅下跌，上证 50 指数受此拖累表现弱势。而与疫情期间相关的板块，如医疗器械、在线办公、游戏等板块的走强，带动了中证 500 指数持续走强，创业板指数表现最为强势。由此导致最主要的特征是 IC/IH 比价迅速的上升。下半年国内经济稳步恢复，流动性宽松退出的预期压制了市场风险偏好，同时上半年受伤较为严重的周期性行业，在三季度表现出不俗的盈利修复效应，导致下半年 IC/IH 比价持续走低。

图 23：期指升贴水表现

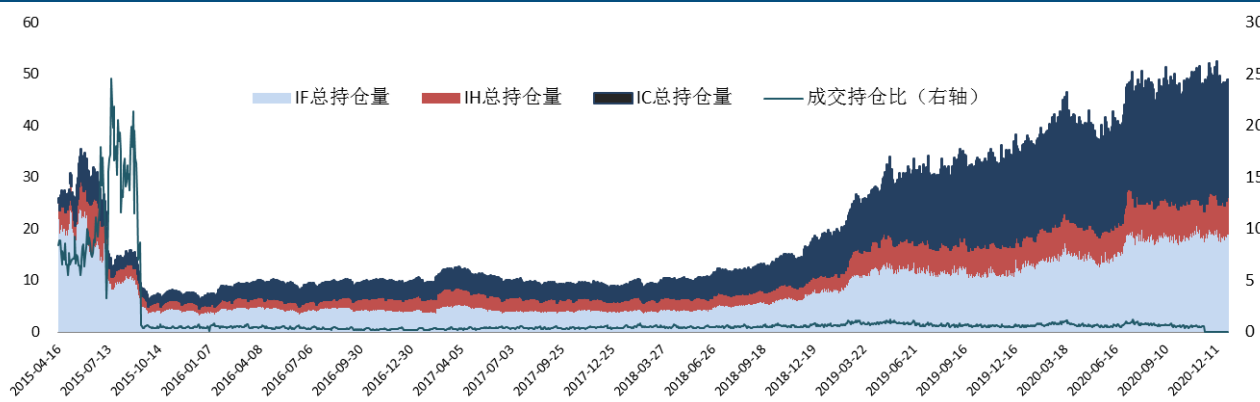


数据来源：WIND 中信建投期货

升贴水方面，年初市场延续了去年下半年以来的“科技牛”行情，股指基差呈现小幅升水的强势表现。但随着全球疫情的爆发，带来了权益市场与大宗商品的大幅波动，市场被悲观情绪笼罩，股指贴水来到历史极值。二季度后，国内经济逐步恢复，7月初A股开启了一轮快速上攻行情，股指的深度贴水在半个月內快速修复并短暂升水。总的来看，今年股指基差呈现“高贴水”并伴随“阶段性快速收敛”的特征，类似于股票里的“熊长牛短”。分结构看，IC贴水幅度依旧大于IF、IH。

下半年现货市场开始走暖，但期货贴水并没有出现相应收敛，我们认为可能是两个原因导致：2020年全球市场都面临更多的不确定性，虽然投资者的恐慌情绪在减少，但是疫情、金融市场波动和国际关系等问题是一个动态的风险，不断考验市场，市场避险套保情绪高涨，导致期货端的套保压力不小。其次，今年是机构发展的大年，市场中性策略，量化套利策略，以及市值打新策略大举入场，也增加了市场套保持仓的容量。期指总持仓也连续创下上市以来的新高，虽然市场活跃度仍不及2015年牛市，但市场容量与参与度有了显著提升。

图 24：期指总持仓已经超过 2015 年高点



数据来源：WIND 中信建投期货

展望 2021 年，一方面是经济情况表现很好，另一方面是估值在提升，但边际上较于 2020 年增速有所放缓，所以我们预计 2021 年结构性行情将会更加显著。股指升贴水方面将会延续 2020 年，“高贴水”并伴随“阶段性快速收敛”的特征。IC 依然呈现高贴水的局面，IC 季月合约升贴水更具弹性的特点，这有助于我们通过这个指标观测市场情绪。

不过其中也有一个较难预测的变量，就是股指规则的松绑节奏与新上市衍生品的影响。在市场基础设施建设不断完善，专业投资者比例不断升高的趋势下，股指期货市场过去几年的一些存量特征有望得到改善。

四、资金总量：2021 年 A 股盈利中枢为 2%，机构增量确定性高

为了明晰 2021 年各变量对 A 股的实际影响，我们基于以上宏观经济、政策、资金层面的框架分析，配合对机构的研究，确定了市场资金对股指市场的影响。

预计公募基金与私募基金增量 6500 亿元，主要由居民资产结构转移推动

今年公募基金火热，新基金认购倍数认购倍数较高，尤其是在股市快速走牛的 7 月达到顶峰，基金申购份额和基金净值上升的加持下，预计今年股票型基金管理规模提升约 43.4%。虽然明年收益率预期下行会带让公募发行回落，但是理财刚兑被打破、全球低利率环境、注册制改革都会利好公募发行，居民理财和存款转移的速度仍然能够维持在一定水平，因此我们按照历史平均速度估计，公募基金净流入可达到约

4500 亿元。另外，预计私募基金也会保持 10% 增速，2021 年规模增量有望达到 1.6 万亿，其中排除掉交易型资金，根据股权与创业基金数量占比假设长期投资于权益市场资金约有 1/3，再考虑到私募基金平均仓位下降至 70%，预计会有约 2000 亿元增量资金。

图 25：公募与私募基金资产规模预测

	2018	2019	2020E	2021E	2022E	增速
全部基金资产规模（亿元）	129,254	146,639	190,000	209,000	229,900	10%
股票型基金资产规模（亿元）	7,380	11,365	16,300	17,930	19,723	10%
混合型基金资产规模（亿元）	14,870	20,819	42,900	47,190	51,909	10%
私募基金资金（亿元）	127,000	140,800	160,000	176,000	193,600	10%

数据来源：WIND、中信建投期货

险资受益于政策导向稳定增持 A 股，预计为 2000 亿元

我们预计明年保费价格与体量仍然能稳步提升，2021 年保费收入预计将达 35.5 万亿，在最主要的收入有保证的基础上，保险资金运用余额也会稳步提升，预计保持在 10%-15% 区间内的增速；随着保险资金进入股市限制放宽，股票与基金所占资金运用比例也会持续提升，受政策利好，预计股票与基金占资金运用比例保持在 4.3% 增速；根据保险资金运用余额和股票与基金资金运用占比增加，排除掉一级市场股权融资，预计 2021 年保险资金进入股市资金能达到约 2000 亿元。

图 26：险资股票与基金占资金运用比例增加

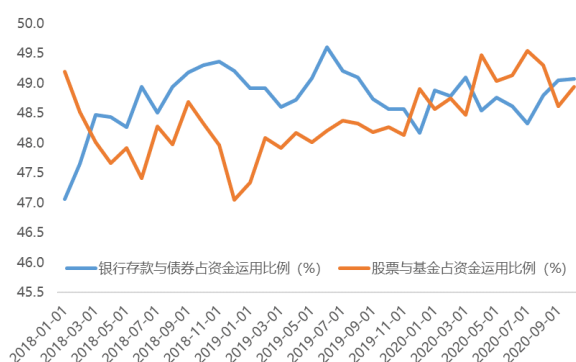
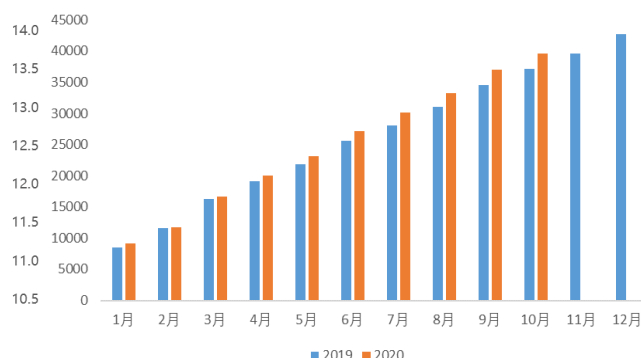


图 27：保费作为险资收入的主要来源呈现上升趋势



数据来源：中国银保监会、WIND、中信建投期货

图 28：保险增量资金预测，2021 约为 2000 亿元

	2018	2019	2020E	2021E	2022E	增速
保险资金运用余额（万亿元）	16.41	18.53	20.85	23.45	26.38	12.5%
股票与基金占资金运用比例（%）	12.5%	12.7%	13.3%	13.8%	14.4%	4.3%
股票与基金占资金净流入（万亿元）	1.92	2.44	2.85	3.24	3.81	
二级市场净流入（亿元）			2,050	1,960	2,816	

数据来源：中国银保监会、WIND、中信建投期货

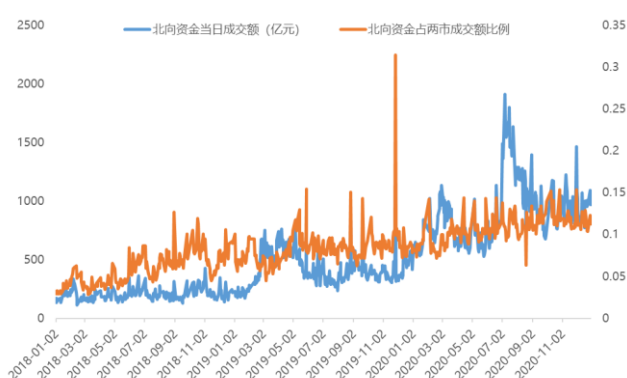
2021 年外资维持净流入 2000 亿元

此外，伴随国内资本市场开放程度不断开放，外资持续流入，其对 A 股市场的定价能力也在不断提升，并且主要可以由每日陆股通数据和 QFII 观测，截至 12 月 15 日，2020 年陆股通净流入达到 1679.8 亿元，外资主要包括配置型资金和交易型资金，其中配置型资金为中长线，而交易型资金属于短线，其受海外政策事件、流动性影响较大；我们预计 2021 上半年国内相对复苏更快，人民币升值动力依旧有所支撑，并且中国股市指数被更多地纳入国际指数，A 股国际影响力增加，参考 2018 年即使收益率预期下降外资也会呈现净流入态势，我们预计外资会以历史平均速度约 2000 亿元的速度净流入 A 股。

图 29：北向资金每年维持净流入



图 30：北向资金成交占比中枢抬升



数据来源：WIND、中信建投期货

银行理财子公司加速布局，散户特性可能会加剧市场波动

在《资管新规》过渡期至 2021 年底的情况下，预计银行理财子在 2021 年将加速转型，其中股票类数量占比约为 9.41%，混合类占 24.2%（其中权益占比约 30%），根据《2019 年银行业理财市场报告》，2019 年底理财子存续余额为 0.8 万亿元，政策和战略转型将持续助力银行业向资管方向布局，多家银行已向理财子公司增资，银行又有天然的渠道优势，2021 年理财子公司规模可期，若理财子规模保持 100% 的增速，预计 2021 年将会有 1-2 万亿增量，其中权益资金约为 1500-3000 亿元。

此外，我们认为散户的投资行为较难预测，开户数增加不代表权益和仓位趋势增加，在追涨杀跌特征下，我们预计散户仍然会像今年一样有在家炒股现象，上半年“春耕”行情会令市场较为火热，动量效果显著，从而实现资金净流入，而下半年政策收紧，散户所偏爱的成长型股票出现杀估值现象，资金出现净流出。在市场火热的情况下，减持压力也会增加，考虑到今年 IPO 与再融资规模加速扩充，明年会有较多的解禁数量，因此在该方面会出现净流出趋势。

综上所述，预计 2021 年 A 股增量资金明显，若不考虑解禁压力，按照两市流通市值来算，平均回报目标值约为 2%。回望 2020 年，企业盈利同比增加受到疫情拖累，但依然在二季度三季度达到比较好的效果，若 2021 年流动性难以收紧的情况下估值不变，经济基本面可以支撑当前对于资金增量的变化；从资金流入速度来看，预计 2021 年一季度与二季度净流入较多，主要由于市值较高的周期板块财报会陆续公布，在疫苗带动的经济复苏主线下，盈利预增或超预期，机构布局造成股价拉升，市场情绪升温后易带动基金申购量，投资者加速入场，而在 2021 年下半年，中国经济可能会受到债务风险、海外风险等多种不确定性制约，投资者调低风险偏好，基金配置偏向保守风格，此外注册之下 IPO 增加和解禁压力导致资金分流，在市场持续上涨后或出现阶段性回调，2021 后期各方资金流入不确定性较大趋势性下降，我们保持对 2021 年前高后低的看法。

从流入风格上来看，基金公司今年呈现“抱团”行为，与北向资金偏好较为一致，风格以消费、医药、科技龙头为主，而险资根据自身特点更偏爱低估值与高分红的蓝筹股，散户可能会造成科技、小市值类企业股价的大幅波动，15 年市场火热前期主要由大资金进入主导蓝筹风格优异表现，后期主要由散户和融资杠杆令指数攀升，在我们对明年机构增量资金的预判下，2021 年仍然会以蓝筹为主导，低估值与高分红的蓝筹股在下半年流动性逐步退出后能有更好的表现。

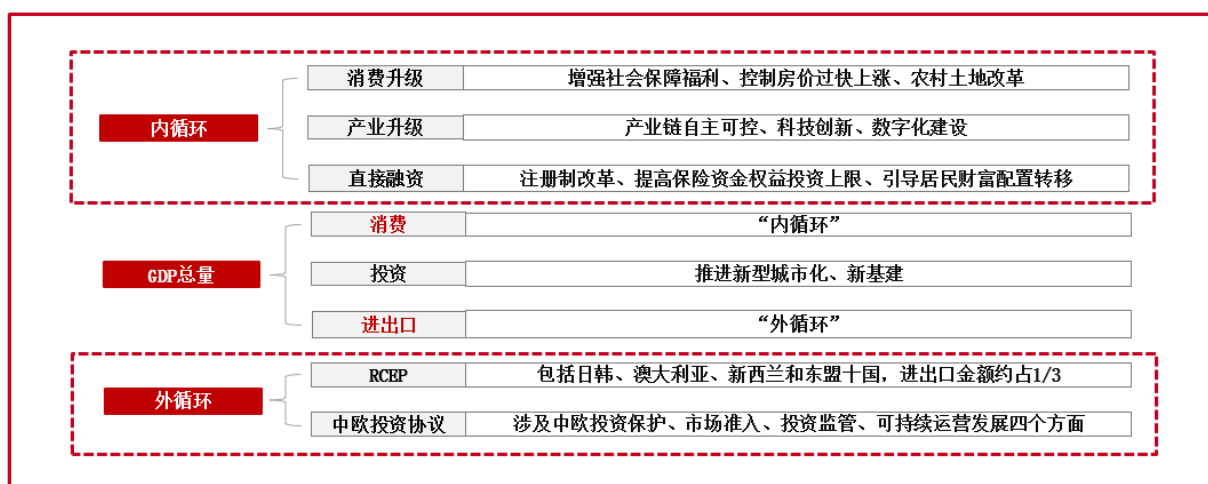
五、经济转型展望：构建“双循环”新发展格局

2020 年是全面小康收官的一年，接下来是第二个百年奋斗，“十四五”规划将服务于建设“现代化”的体系，从经济结构、国家治理体系和治理能力等全方位提升；目前中国经济仍处在从高速增长至高质量成长的转型初期，出口和投资带动的经济正在向消费型经济转型，拉动 GDP 的三驾马车中，进出口中的外需短期面对不确定性，投资由于房地产业结构性受阻，因此新基建为主的投资和内需是我国保持高速增长所需要发力的点，“国内大循环与国际双循环”已成为我国经济结构转型下的新发展格局。

长期经济层面：出口拉动模式增速换挡，内需亟待发力

中国经济潜在增长率逐年放缓，不仅仅是世界经济衰退周期中的必然，也是本质上我国经济发展结构的制约。在 2001 年加入 WTO 至 2008 年金融危机，我国迅速的经济增长主要靠出口拉动，同时年人均 GDP 增速达到 15.6%，但在我国城镇化速度边际放缓之后，劳动力成本和环保成本上升，过去中美循环的方式被打破，高附加值和低附加值消费品出口均出现下滑态势，纺织服装、家具行业等低附加值、劳动密集型产业搬离中国，低端制造在 2006 年开始呈现下降趋势，2009 年之后经济总体呈现降速态势，在 2014 年我国提出科技与需求导向的供给侧改革，政策上开始注重经济转型。

图 31：“双循环”结构



数据来源：WIND、中信建投期货

政策层面：坚定政策目标和发挥潜在增长率

今年两会《政府工作报告》中首次提到“两新一重”，有望带动新型基础设施建设、新型城镇化建设、交通、水利等重大工程建设的投资回升；7月30日的政治局会议中再次强调“一重”，加快新型基础设施建设，深入推进重大区域发展战略，将加快国家重大战略项目实施步伐，以新型城镇化带动投资和消费需求，推动城市群、都市圈一体化发展体制机制创新，在海外越来越多不确定事件的影响下，经济转型中的重点“促消费”有望持续受到政策支持。

“双循环”格局将对权益市场贡献显著

我国具有较为完善的产业体系、日益完善的基础设施、广大的市场优势，在应对疫情冲击以及经济复苏过程中发挥了关键作用。2021年，我们认为地产投资韧性仍在；可选消费有望持续修复，高技术制造业、“新基建”投资增速有望维持较高水平，GDP增速有望继续上行。同时考虑到对外开放外资增配国内资产、居民财富配置转移、险资权益配置比例上调、政策支持国产替代及相关产业链，支撑高科技行业单靠银行融资是远远不够的，因此国家势必会持续支持相关行业，这也就是为什么去大力进行金融业改革以及金融对外开放，让资金流入股市获得收益，间接也会提振消费，促进经济，实现金融市场向实体赋能，形成良性闭环。

图 32：权益投资助力“双循环”



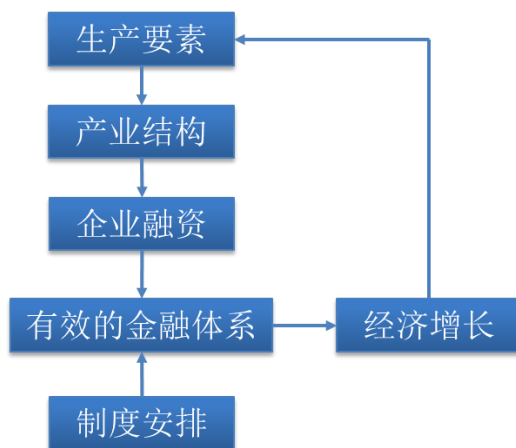
数据来源：WIND、中信建投期货

六、资本市场深化改革稳步推进

加快形成以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局是“十四五”期间一项重要任务。“十四五”期间，中国资本市场改革将着重构建高标准市场体系建设，推动提高要素市场化配置效率，为市场主体营造更好市场化、法治化的发展环境。

随着我国全面建成小康社会，超大规模市场的优势开始显现，这个市场涵盖了劳动力、消费、产业、创新、金融、物流、房地产等各类市场；既包括商品市场和服务市场，也包括要素市场。但过去我国金融体系存在金融结构失衡，金融服务新兴产业及成长型企业能力不足，银行业和间接融资占比过高，股权融资占比低的问题。庞大的银行业并不能有效支持轻资产、少抵押品但技术和知识含量高的新兴产业和成长性企业，服务效率不高，资本市场容纳新兴产业的广度和深度不够。所以未来资本市场建设着力的重点在于提升金融体系与经济高质量发展的适应性和协调性。

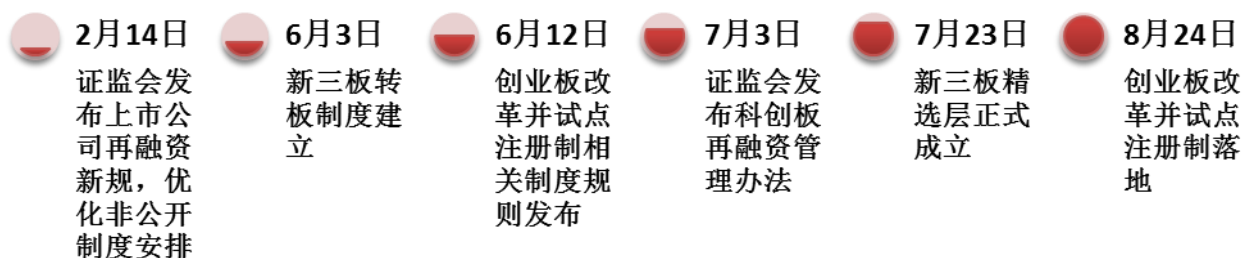
图 33：良好的金融体系符合上图所示的运转方式



数据来源：中信建投期货

一个好的金融体系符合上图所示的运转方式：经济增长带来更多的生产要素，生产要素被注入到产业结构里面形成更多要素，金融体系分配要素并最终体现为经济增长，经济增长带来更多的要素。如果金融与实体经济发展是适应的、匹配的，能够最大效率地转化储蓄为投资，促进消费扩大，两者就会良性互动。特别是股权融资比重提高，有利于降低宏观杠杆率，改善企业资产负债表。

图 34：今年资本市场改革简单回顾



数据来源：中信建投期货

国家目前在金融政策方面，积极推动降低各类企业的融资成本，并且能看到政策提高国内企业直接融资比例的想法。IPO 融资方面，科创板的推出，并且首先实行了注册制。紧接着创业板注册制落地，完成注册制发行后，只要符合条件的公司就能在创业板上市，这给了企业更好的，更便捷的融资渠道。注册制的推行对于 A 股生态而言，使得优胜劣汰的竞争机制更加明显，同时也可以起到优化资源配置，资本市场进一步为实体经济服务，促进创业创新，增强我国经济内生增长动能的作用。最为根本的，注册制改革能够吸引本土优质创新型企业，孕育属于 A 股的新经济龙头，进而优化我国资本市场结构，这是增量改革最重要的意义。

在“宽进严出”的注册制下，严格把控指数成份进入条件（入选条件更严格）与可能的退市风险（尾部筛选更严格），这有利于指数的稳定。而注册制的推行，直接有利于龙头优质企业。那么三大指数代表中国经济三个不同层级的行业龙头，上证 50 代表大金融大国企龙头，沪深 300 代表优秀的白马与传统制造业龙头，中证 500 中则不乏细分行业与先进制造业龙头。所以从长远来看，目前资本市场的改革方向，有利于三大指数稳步上涨。

图 35：资本市场改革主要亮点

注册制改革	• 设立科创板、创业板注册制并全面推行
推进监管转型	• 以事前审批为主转变到以事中事后监管为主
引入长期资金	• 优化投资者结构，引入险资、海外长期资金
多层次资本市场	• 新三板设立精选层，股票公开发行，转板制度明确，公募基金入市
全面对外开放	• 2020年4月1日起取消证券公司外资投资比例限制，取消沪港通深港通总额度限制。退出沪伦通、中日ETF等

数据来源：中信建投期货

2021 年资本市场改革将继续重点围绕完善资本市场建设、优化市场参与主体进行，具体政策将聚焦发行和退市制度改革、衍生品市场发展、做大做强行业龙头券商、推动中长期资金入市等方面。对于资本市场来说，在国民经济中的地位更加显要。在“以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局”要求下，超大规模市场并非一个封闭的国内市场，而是一个开放、包容、联通国际的市场，是世界市场的重要组成部分。“十四五”时期，超大规模市场的开放优势将进一步得到发挥。

七、总结与投资建议

我们认为 2021 年将会是较为复杂的一年。一方面经济增长前高后低的预期，压低了市场对于整体增速的预期。同时指数经历了近两年的上涨，机构抱团下的优质赛道更加稀缺，整体盈利与估值的上行空间都有待继续验证。另一方面，政策聚焦发行和退市制度改革、衍生品市场发展、做大做强行业龙头券商、推动中长期资金入市等方面，资本市场在国民经济中的地位更加显要。叠加机构资金跑步入场，市场中枢上移依然是确定性更高趋势。所以我们认为 2021 年指数在中枢上移的过程中，将会遭遇标的稀缺，信用收缩等因素的压制。市场边际上行的空间将弱于过去两年，板块间结构分化的状态将会更加显著。预计沪指将在 3100-4000 震荡运行。在基本面向好，盈利增速高时，IF 合约更为强势。在经济弱复苏，流动性刺激更强时，IC 合约弹性更大。而在基本面压力较大，流动性预期收紧，市场风险偏好较低时，IH 合约在抱团避险风格下具备超额收益。

联系我们

中信建投期货总部

地址：重庆市渝中区中山三路107号上站大楼平街11-B，名义层11-A，8-B4, C

电话：023-86769605

中信建投期货有限公司上海分公司

地址：中国（上海）自由贸易试验区浦电路 490 号，世纪大道 1589 号 8 楼 10-11 单元

电话：021-68765927

中信建投期货有限公司湖南分公司

地址：长沙市芙蓉区五一大道 800 号中隆国际大厦 903

电话：0731-82681681

南昌营业部

地址：南昌市红谷滩新区红谷中大道 998 号绿地中央广场 A1#办公楼 -3404 室

电话：0791-82082702

中信建投期货有限公司河北分公司

地址：廊坊市广阳区金光道 66 号圣泰财富中心 1 号楼 4 层西侧 4010、4012、4013、4015、4017

电话：0316-2326908

漳州营业部

地址：漳州市龙文区九龙大道以东漳州碧湖万达广场 A2 地块 9 幢 1203 号

电话：0596-6161588

西安营业部

地址：西安市高新区高新路 56 号电信广场裙楼 6 层北侧 6G

电话：029-89384301

北京朝阳门北大街营业部

地址：北京市东城区朝阳门北大街 6 号首创大厦 207 室

电话：010-85282866

北京北三环西路营业部

地址：北京市海淀区中关村南大街 6 号 9 层 912

电话：010-82129971

武汉营业部

地址：武汉市武昌区中北路 108 号兴业银行大厦 3 楼

电话：027-59909521

中信建投期货有限公司杭州分公司

地址：杭州市上城区庆春路 137 号华都大厦 811、812 室

电话：0571-28056983

太原营业部

地址：太原市小店区长治路 103 号阳光国际商务中心 A 座 902 室

电话：0351-8366898

中信建投期货有限公司济南分公司

地址：济南市历下区泺源大街 150 号中信广场 A 座十层 1016、1018、1020 室

电话：0531-85180636

中信建投期货有限公司大连分公司

地址：大连市沙河口区会展路 129 号大连国际金融中心 A 座大连期货大厦 2901、2904、2905、2906 室

电话：0411-84806316

中信建投期货有限公司河南分公司

地址：郑州市未来大道 69 号未来大厦 2205、2211、1910 房

电话：0371-65612397

广州东风中路营业部

地址：广州市越秀区东风中路 410 号时代地产中心 20 层自编 2004-05 房

电话：020-28325286

重庆龙山一路营业部

地址：重庆市渝北区龙山街道龙山一路 5 号扬子江商务小区 4 幢 24-1

电话：023-88502020

成都营业部

地址：成都市武侯区科华北路 62 号（力宝大厦）1 栋 2 单元 18 层 2、3 号

电话：028-62818701

中信建投期货有限公司深圳分公司

地址：深圳市福田区深南大道和泰然大道交汇处绿景纪元大厦 11I

电话：0755-33378759

上海徐汇营业部

地址：上海市徐汇区斜土路 2899 甲号 1 幢 1601 室

电话：021-64040178

南京营业部

地址：南京市黄埔路 2 号黄埔大厦 11 层 D1、D2 座

电话：025-86951881

中信建投期货有限公司宁波分公司

地址：浙江省宁波市鄞州区和济街 180 号国际金融中心 F 座 1809 室

电话：0574-89071681

合肥营业部

地址：合肥市包河区马鞍山路 130 号万达广场 C 区 6 幢 1903、1904、1905

电话：0551-2889767

广州黄埔大道营业部

地址：广州市天河区黄埔大道西 100 号富力盈泰大厦 B 座 1406

电话：020-22922102

上海浦东营业部

地址：上海自由贸易试验区世纪大道 1777 号 3 楼 F1 室

电话：021-68597013

重要声明

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，中信建投期货力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。

全国统一客服电话：**400-8877-780**

网址：**www.cfc108.com**