



招金期货  
ZHAO JIN FUTURES



# 股指：2020年度报告

2020-12-12

规范

专业

创新

共赢

# 目录

01

行情回顾及总结

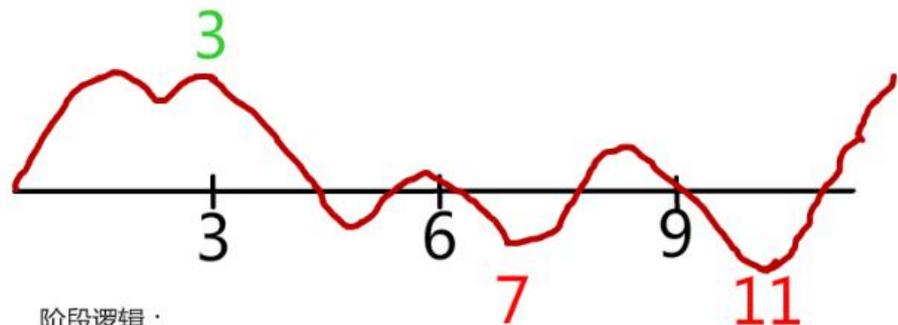
02

核心逻辑及指标分析

03

2021年展望及策略

## 2020年股指走势预判



阶段逻辑：

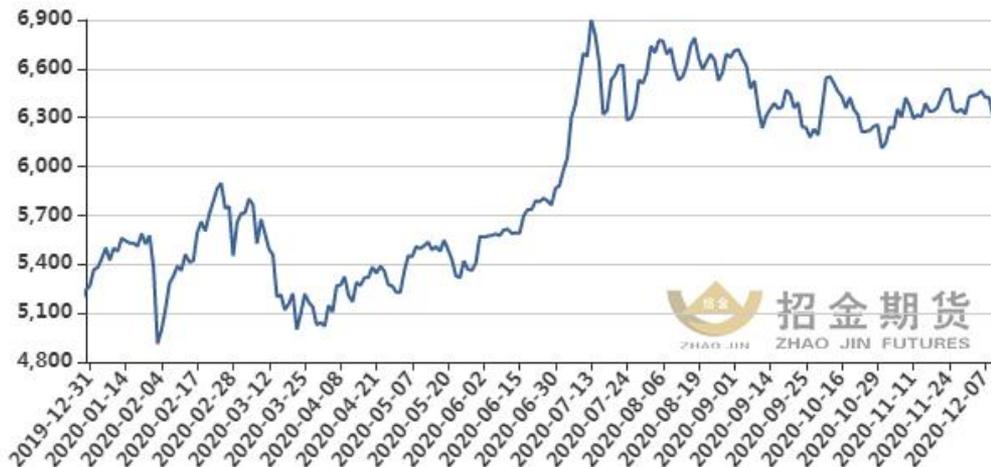
1-3月：经济面专项债强力推进预期，政策面降准等宽松预期。

3-7月：经济面地产承压、基建逐步回升但边际贡献无法替代地产。

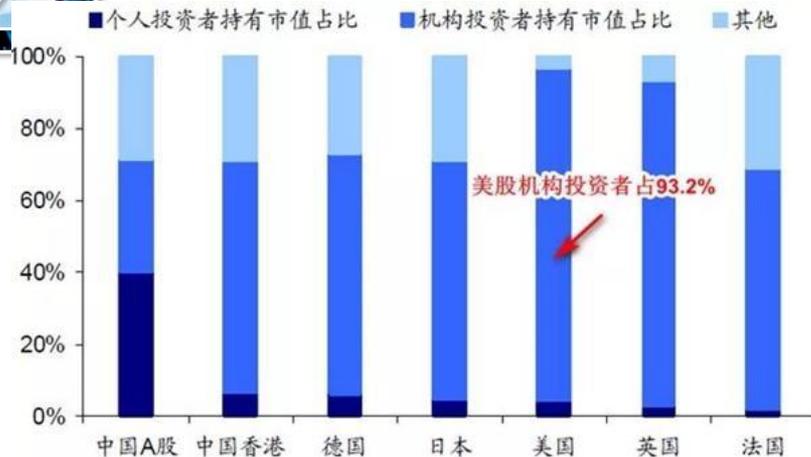
7-12月：基建政策传导效果初有体现；

年关前巩固小康社会目标，政策利好预期加强。

● 中证500指数



# 市场逻辑

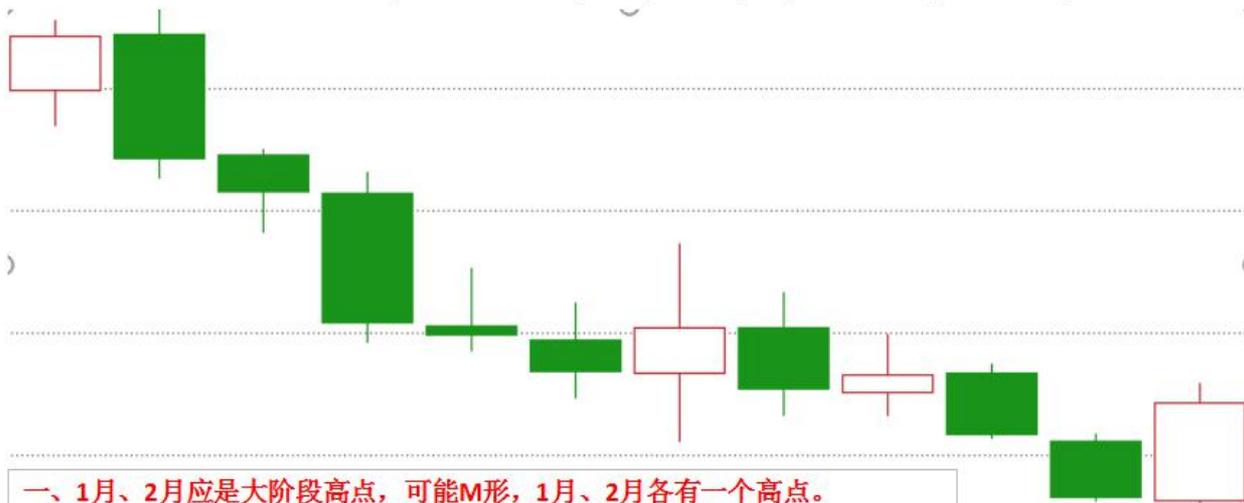


## 市场逻辑 (C=A+B)

投资者结构	机构 (40%)	散户 (60%)
逻辑基础	基本面逻辑	博弈逻辑
定性	理性投资	非理性投机

$C=A$  (投资) +  $B$  (投机)，市场逻辑的建立应同时考虑这两种因素，后者的权重应更高些。

## 2021年股指走势预判：月线



- 一、1月、2月应是大阶段高点，可能M形，1月、2月各有一个高点。
- 二、全年总体是下降趋势，具体哪里会有技术反弹暂不确定。

1月 2月 3月 4月 5月 6月 7月 8月 9月 10月 11月 12月

经济面：新增驱动新冠疫苗进行中，消费端的回升应是大概率，正常情况下明年经济面应是不错的。

政策面：货币、信贷或有边际收敛

资金面：财政支出回归常态，年末力度较大，其他时间力度较小。实体分流。

当下的三个利多：实体超预期+新冠疫苗+财政支出集中加大，1月份兑现两个；明年加一个利空即实体分流。

## 2021年展望

经济面

增速前高后低，年底回到潜在增速水平。经济增长的基础依旧较薄弱。

政策面

跨周期调节背景下侧重点更注重结构，货币政策可能边际收紧，整体信贷增长可能放缓，而随着大部分减税降费政策到期，国内财政政策应会正常化。

市场面

“脱实向虚”的潜在风险或逐渐引起重视，资本市场服务实体经济得以强化，增量入市节奏放缓。

股指

行情：2021年1月、2月市场体现过财政支出、新冠疫苗的利好之后，剩下的时间，整体走弱。  
策略：2月份起逢高做空，中长线思路。



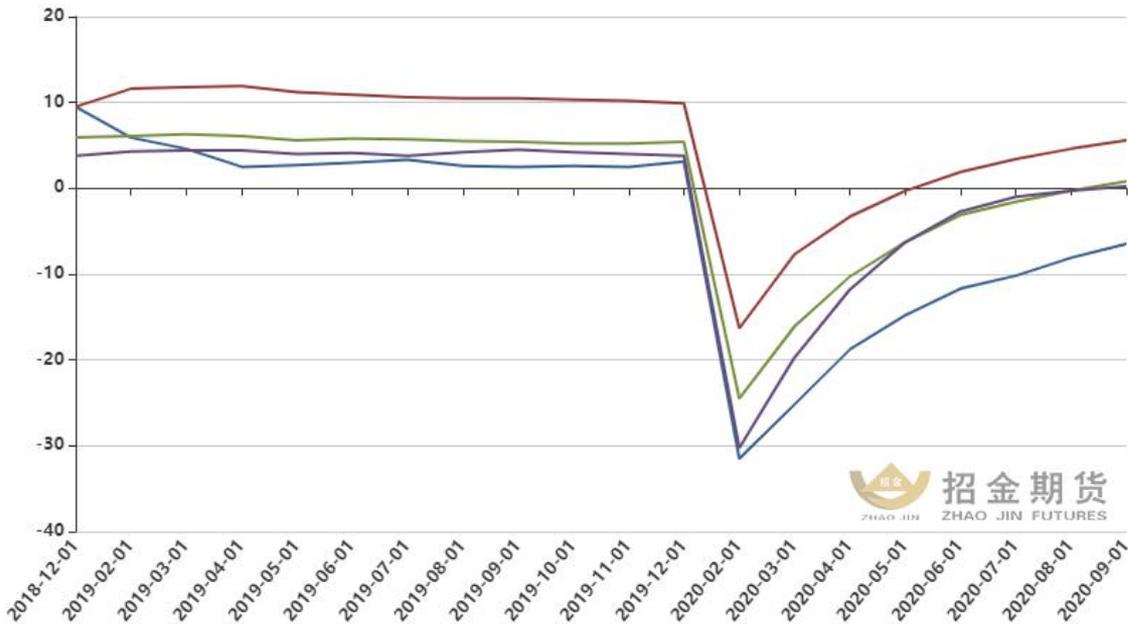
# 12月市场核心逻辑

## 核心逻辑

中长期	经济面一线城市刚需托底地产，积极财政下的两新一重引领制造业与基建， <b>新冠疫苗的推进激活消费</b> ，经济面持续向好且仍有恢复动能。
中期	货币政策：信贷收敛得到印证，信贷收敛速度不会过快。 财政政策：存在一定的财政淤积，至10月份财政支出完成预算的76.4%，11月、12月财政支出加大或 <b>增加基础货币投放</b> 。
短期	北向资金总体净流入； <b>二级市场赚钱效应低位反复</b> 。
核心逻辑	资金面温和+投机情绪有复苏基础
风险点	疫情，疫苗推进不及预期，货币、财政政策超预期等

# 经济面——投资

● 固定资产投资完成额:制造业:累计同比 ● 固定资产投资完成额:房地产开发投资:累计同比 ◀ 1/3



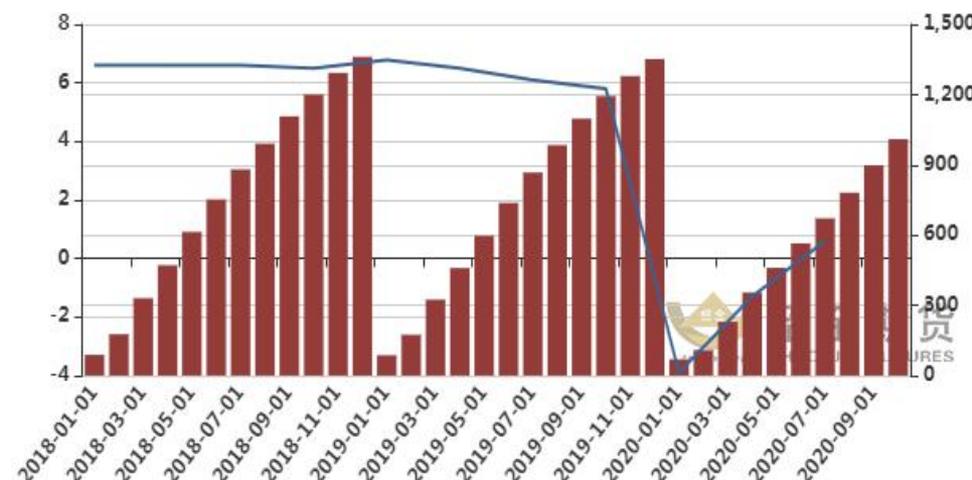
	累计同比9/10
固定资产投资	0.8/1.8
房地产	5.6/6.3
基建	0.2/0.7
制造业	-6.5/-5.3
地产、基建仍为当下实体的主要支撑。	

# 经济面——房地产

● 商品房销售面积：累计同比



● 全国居民人均可支配收入：累计实际同比(左) ■ 城镇新增就业 (右)



	累计同比1-9/1-10	同比9/10
房地产销售	-1.8/0	7.3/15.3

短期：“金九银十”传统消费旺季，短期的增长或难有持续性。

中期：疫情前就已经转弱，背后原因在于收入、就业的疲软，今年宽货币或透支未来需求。



# 经济面——投资——房地产

● 商品房销售面积：累计同比



— 房屋新开工面积：累计同比 —● 房屋施工面积：累计同比 —● ◀ 1/2 ▶

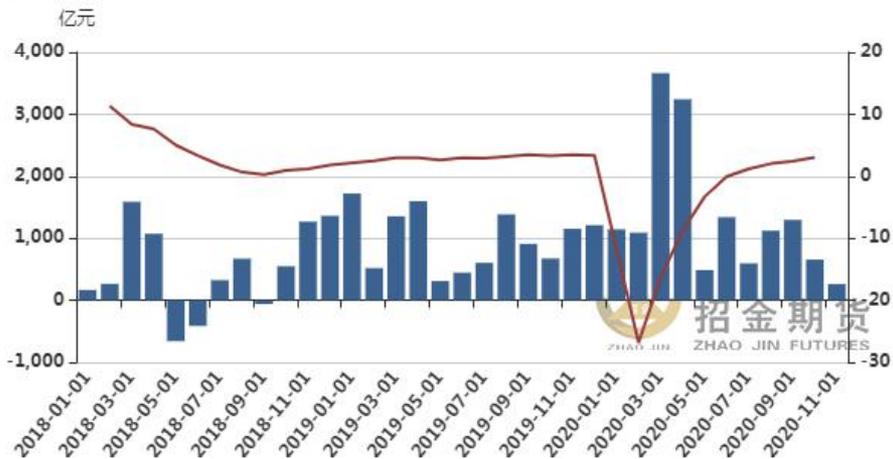


## 房地产开发投资

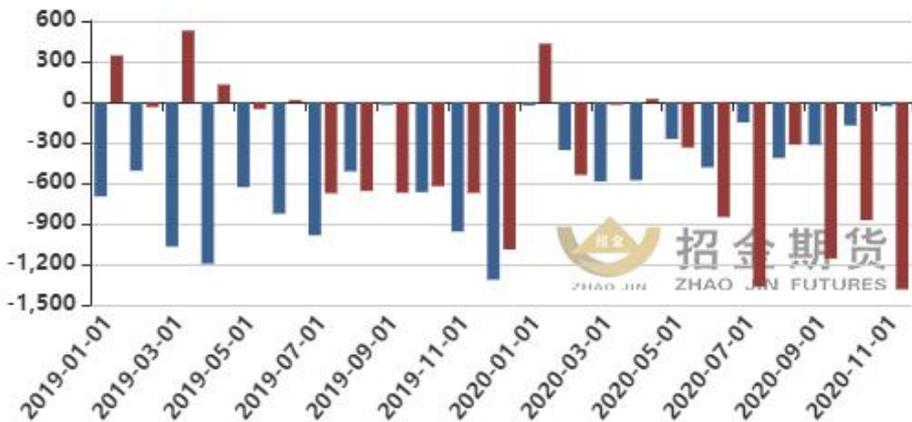
新开工或在近两年羸弱的销售端影响下有所减弱。  
 施工端老周期（18年、19新开工批次）已基本兑现，新周期（20年批次）或有减弱。  
 竣工端老周期（18年、19新开工批次）基本只兑现了半年（19年下半年），20年上半年受疫情影响推迟，预计21年将保持强势。  
 总体，房地产开发投资明年可能减弱，但竣工端托底预期较强，整体向下空间有限。

# 经济面——投资——基建

城投债净融资额(左) ● 固定资产投资完成额:基础设施建设 1/2



社会融资规模:新增委托贷款:当月值 ● 社会融资规 1/2



	1-11累计	去年同期
城投债	10878亿	8517亿

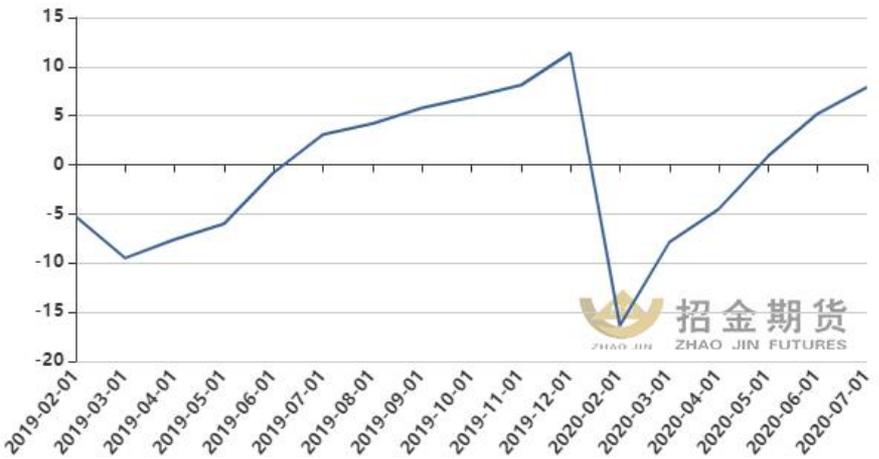
短期信用债风波带来负面影响，或有持续  
中期今年得益于货币政策，未来或收敛

	19. 11/20. 11	多增
委托贷款	-959/-31	928
信托贷款	-673/-1387	-714
非标融资增加也建立在货币政策基础上		

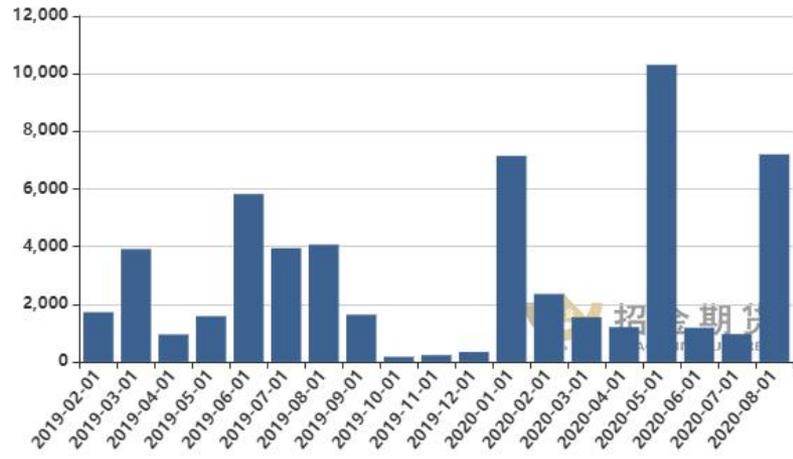


# 经济面——投资——基建

地方本级政府性基金收入:国有土地使用权出让收入:累计同比



地方政府债券发行额:专项债券:当月值



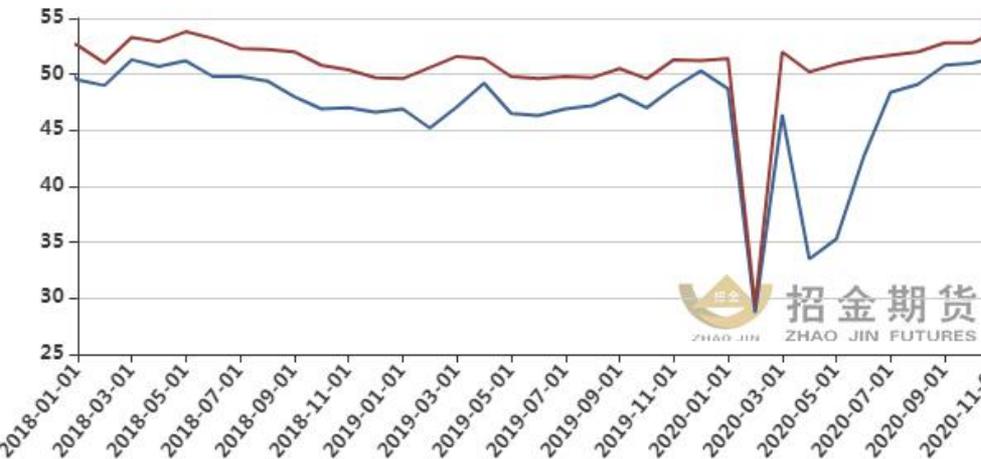
## 逆周期对冲的基建

赤字率下调，专项债额度缩减？

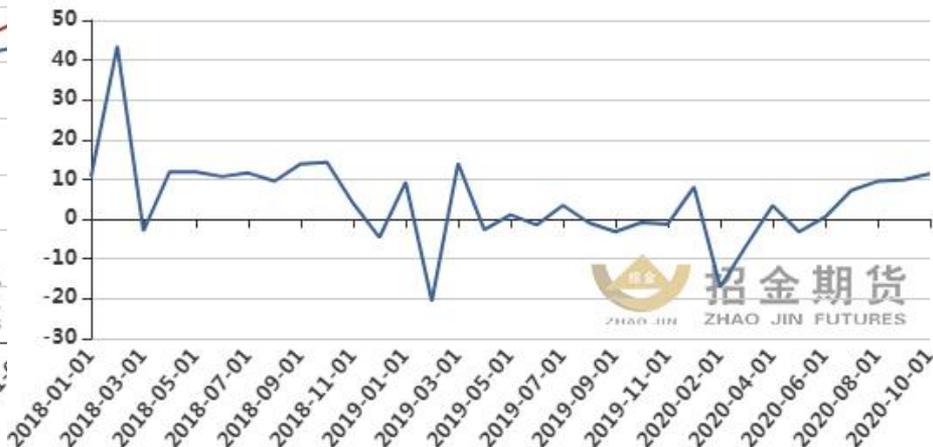


# 经济面——投资——制造业

● PMI:新出口订单 ● PMI:新订单



● 出口金额:当月同比



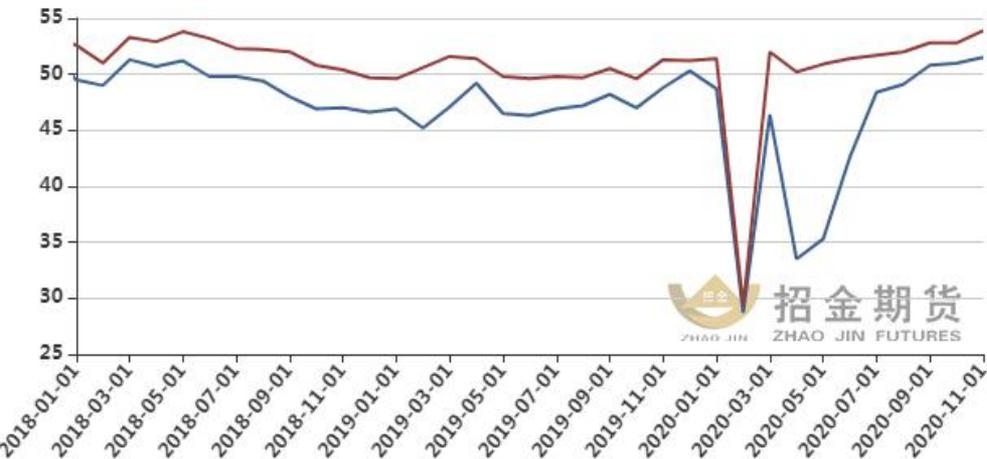
## PMI新出口主要支撑

- 1、防疫物资拉动出口增长2.2个百分点（包括口罩在内的纺织品、医疗器械、药品合计增长36.5%）
- 2、“宅经济”商品拉动出口增长1.1个百分点。（电脑、家电等“宅经济”商品增长17.8%）
- 3、国内复工复产有序推进出口订单的增加。我国疫情防控取得重大战略成果，生产端率先恢复，有效弥补了全球因疫情冲击造成的供给缺口。

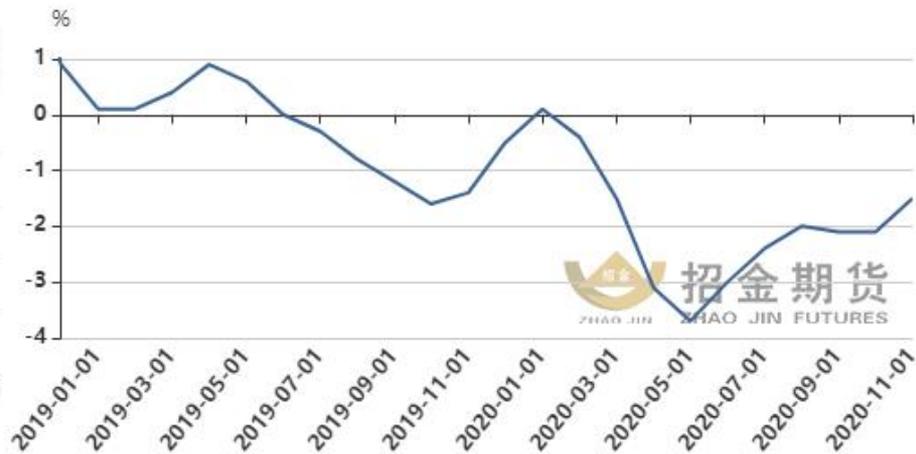


# 经济面——投资——制造业

● PMI:新出口订单 ● PMI:新订单



● 全部工业品PPI当月同比



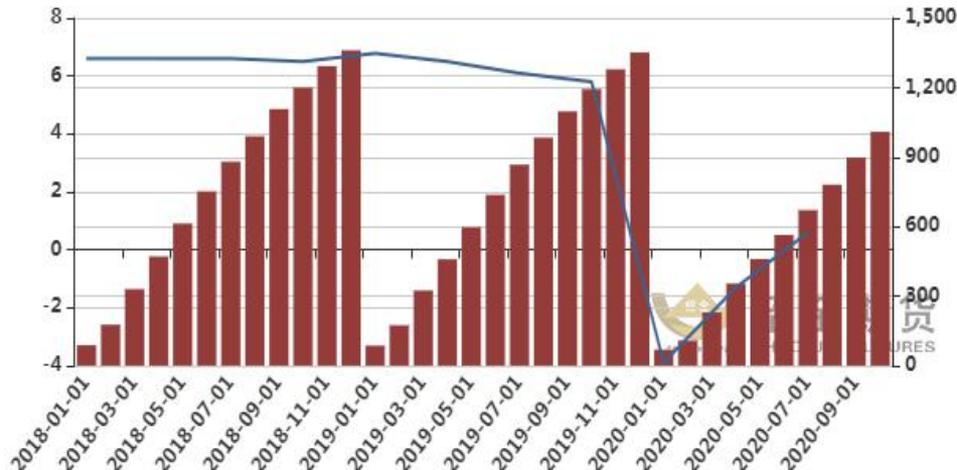
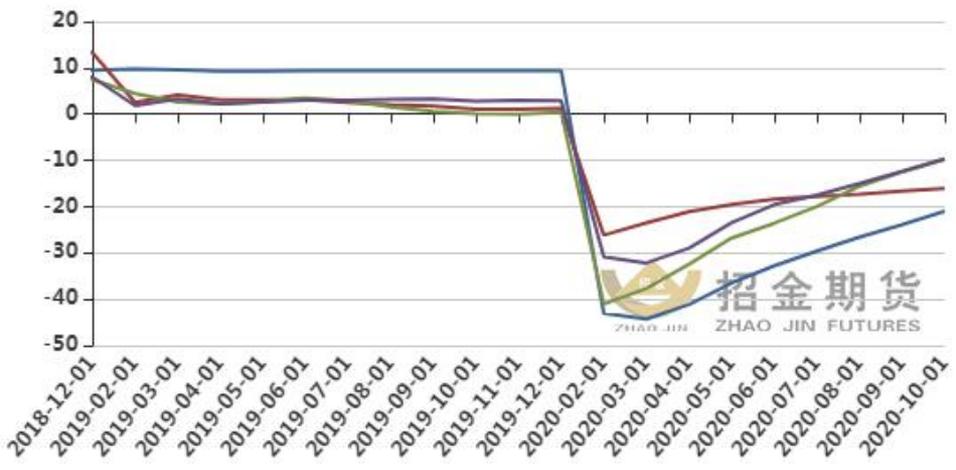
## PMI新订单主要支撑

新冠疫苗全面推广后，大概率有全球范围内的共振复苏，总需求的提升有利于PPI走强，制造业受益。但考虑财政政策的收敛，制造业投资或先扬后抑。



# 经济面——消费

● 社会消费品零售总额:餐饮收入:累计同比 ● 零售额: ◀ 1/4 | ● 全国居民人均可支配收入:累计实际同比(左) ● 城镇新增就业 ◀ 1/2



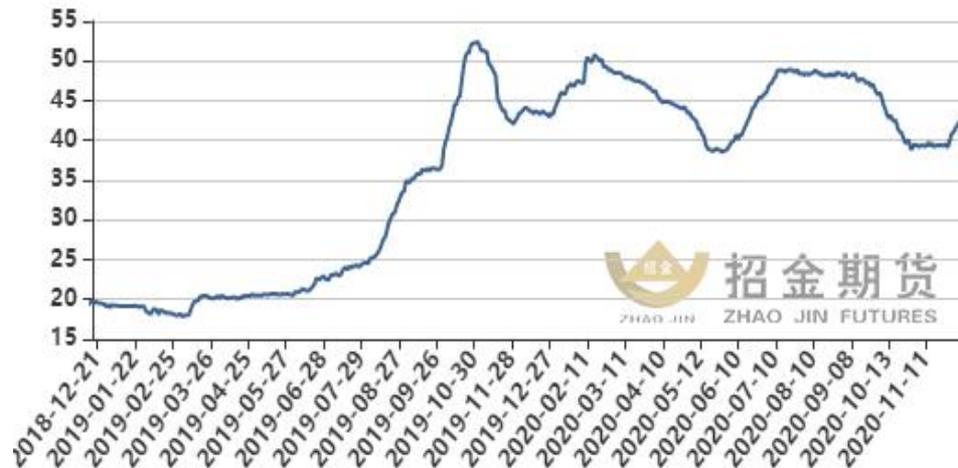
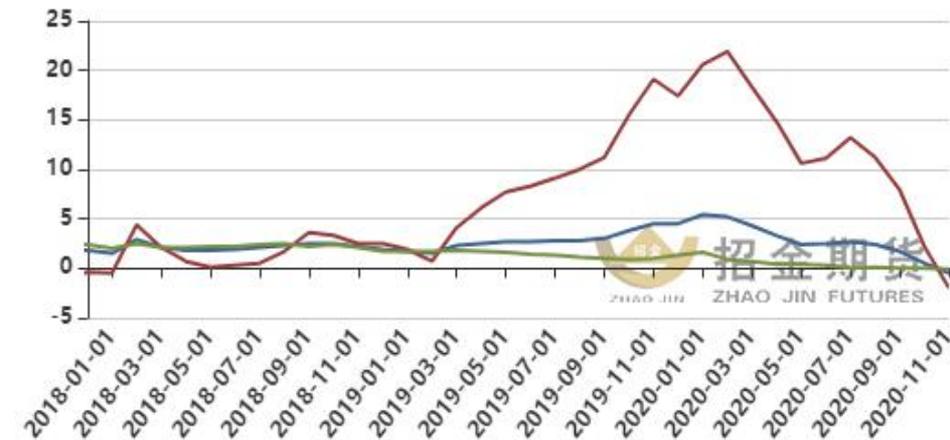
	累计同比1-9/1-10	同比9/10
社会消费品零售总额	-7.2/-5.9	3.3/4.3

餐饮, 服装鞋帽、针织品——疫情 石油及制品——油价下跌 金银珠宝——收入——就业  
 短期: 疫苗落地共振复苏 中期: 收入、就业构成较强压制

# 政策面

● CPI:当月同比 ● CPI:食品:当月同比 ● CPI:非食 ◀ 1/2 ▶

● 平均批发价:猪肉



## CPI

CPI短期

高基效应减弱、猪肉价格环比回升，12月CPI不具下行基础

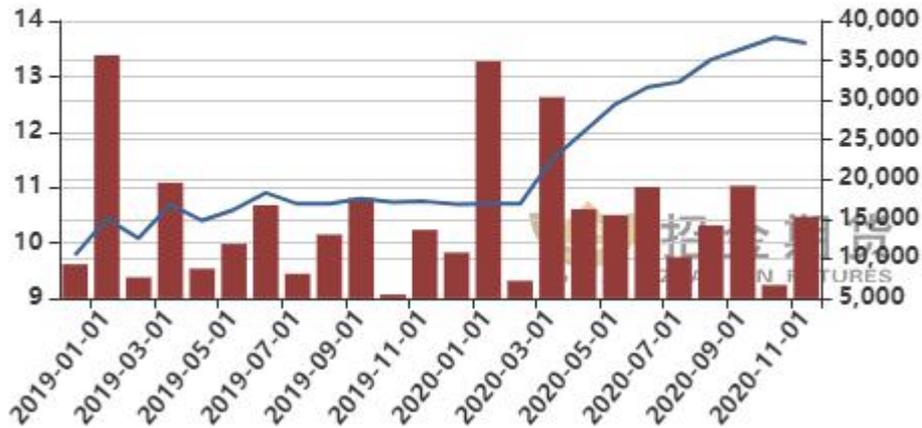
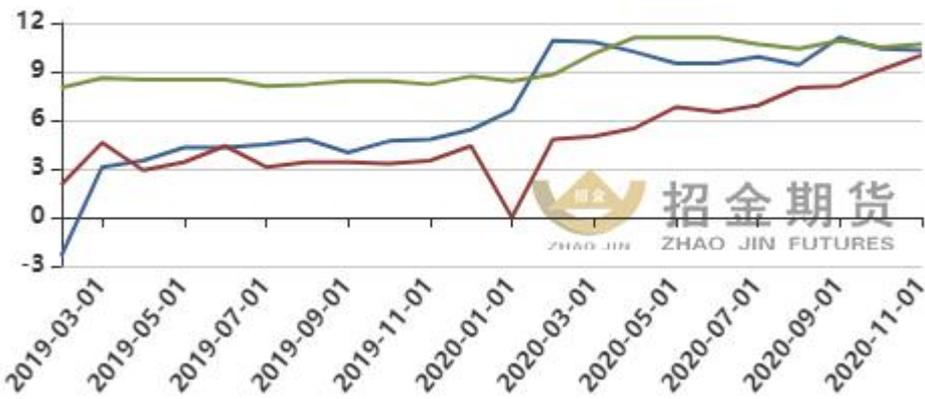
CPI中期

非食品CPI自2019年初开始下行，背后是实体的羸弱

# 政策面

● M0:同比 ● M1:同比 ● M2:同比

● 社会融资规模存量:同比(左) ● 社会融资规模 ◀ 1/2 ▶



## 货币政策执行

短期：信贷扩张放缓，但距离“20万亿”尚余1.12亿空间，预计收敛速度不会过快

## 货币政策执行报告

### 二季度

稳健的货币政策更加灵活适度、精准导向，保持货币供应量和社会融资规模合理增长。

### 三季度

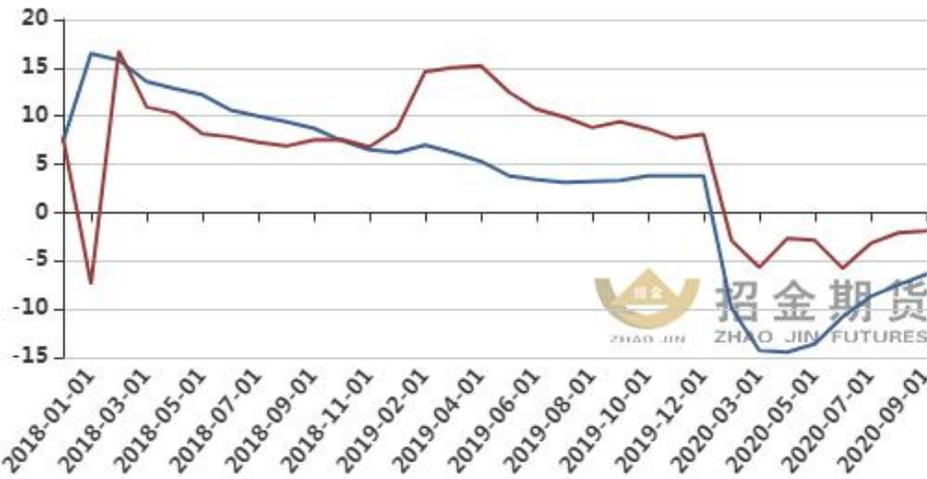
稳健的货币政策要更加灵活适度、精准导向，更好适应经济高质量发展需要，更加注重金融服务实体经济的质量和效益。完善货币供应调控机制，**把好货币供应总闸门**，根据宏观形势和市场需求，科学把握货币政策操作的力度、节奏和重点，保持流动性合理充裕，**保持广义货币供应量和社会融资规模增速同反映潜在产出的名义国内生产总值增速基本匹配**。

重提“把好货币供应总闸门”，按照历史规律，“总闸门”提法的变化可能只预示货币政策基调的边际变化，而无法准确判断货币政策是否真正全面收紧。

流动性供给层面的政策红利将趋于收敛，社融增速在下一阶段将更多由实体融资需求决定。

# 政策面

● 公共财政收入:累计同比 ● 公共财政支出:累计同比



● 政府预期目标:财政赤字:赤字率

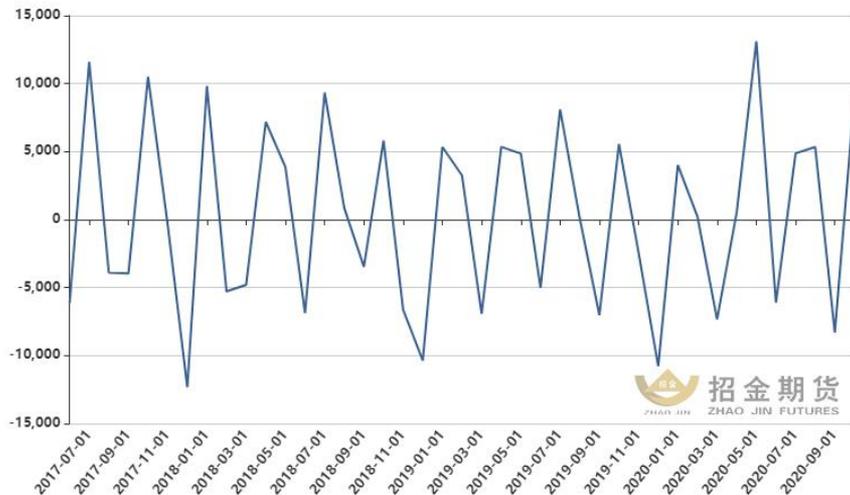


## 财政政策

应急、非常态策略——正常化。

不再发行特别国债、赤字率或下降、专项债规模可能下降

● 金融机构:新增人民币存款:财政存款:当月值



## 资金面

短期：财政支出完成预算的（189439/247850）76.39%，未来财政预算安排的落实可能体现为年底预算内支出集中花钱

中期：货币、财政收敛，供应减弱；实体复苏，金融市场所能获得的资金被分流。

## 2021年展望

经济面

增速前高后低，年底回到潜在增速水平。经济增长的基础依旧较薄弱。

政策面

跨周期调节背景下侧重点更注重结构，货币政策可能边际收紧，整体信贷增长可能放缓，而随着大部分减税降费政策到期，国内财政政策应会正常化。

市场面

“脱实向虚”的潜在风险或逐渐引起重视，资本市场服务实体经济得以强化，增量入市节奏放缓。

股指

行情：2021年1月、2月市场体现过财政支出、新冠疫苗的利好之后，剩下的时间，整体走弱。  
策略：2月份起逢高做空，中长线思路。

## 风险提示

疫情

新冠疫苗推广进程不确定

实体

出口高增速或难以持续，货币、财政政策假设失败

市场

IPO、限售解禁



## 免责声明

本报告仅向特定客户传送，未经招金期货研究院授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播的行为均可能承担法律责任。本报告中的信息均来自于公开可获得资料，招金期货研究院力求准确可靠，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。



招金期貨有限公司



# 谢谢