



申银万国期货
SHENYIN & WANGUO FUTURES

经济复苏结构与 股指期货市场展望

理性投资，风险自担

申银万国期货 研究所
金融期货研究部 汪洋
F0306430 Z0002320
2021年1月12日

目 录

1

2021年宏观经济展望

2

政策常态和制度建设

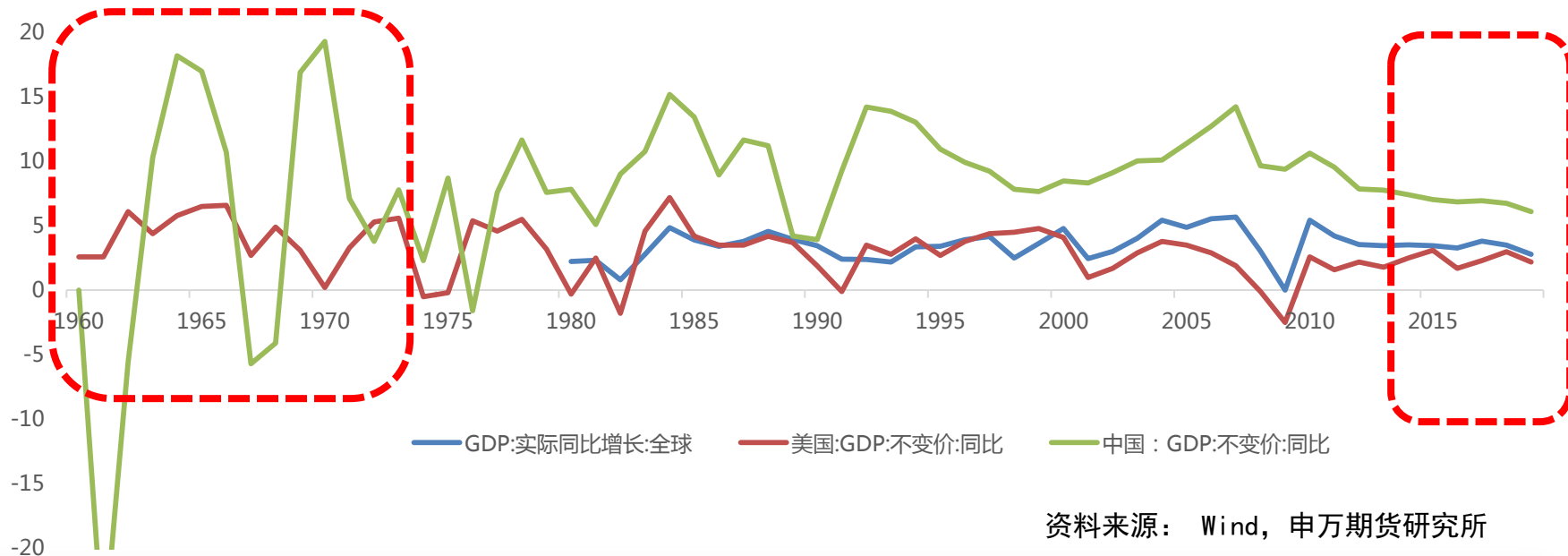
3

股指期货市场展望

理性投资，风险自担

全球地缘形势：我国面临的第二次去中国化

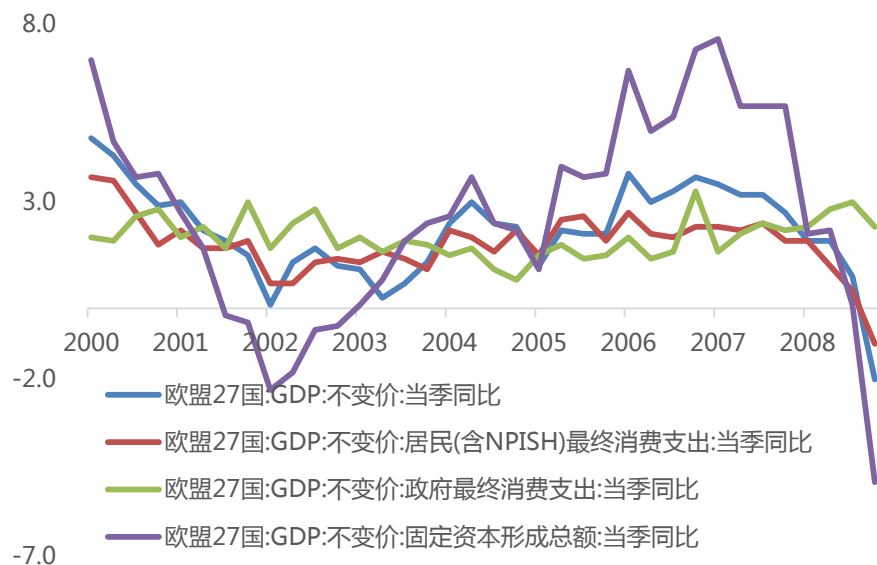
产业资本、金融资本、意识形态在全球地缘政治中的演变



- 冷战期间，金融资本战胜产业资本，之后每次的美元危机美联储都会推动货币宽松，原材料涨价，美元信用危机。
- 中国面临的第一次困局：60年代两大阵营去中国化，毛主席提出三个世界理论，举国之力构筑打狗棍，6年时间军事升级，同时转移产业。
- 中国面临的第二次困局：美国单方面去中国化，总书记提出一带一路和伟大斗争，发展内外双循环。

从历史经验中的借鉴：发展区域合作，加速要素流动

欧元区成立后欧盟经济走势



项目	2019年GDP总量	与我国的贸易额 2020年1-9月
美国	21.37万亿美元	2.82万亿元
欧盟	15.59万亿美元	3.23万亿元
中国	14.34万亿美元	
日本	5.08万亿美元	1.61万亿元
东盟十国	3.17万亿美元	3.38万亿元
韩国	1.64万亿美元	1.45万亿元

资料来源：Wind，申万期货研究所

内循环：促进土地要素、劳动力要素、基本要素、技术要素和数据要素的有序流动，提高要素配置效率，进一步激发全社会创造力和市场活力，推动经济发展质量变革、效率变革、动力变革。

外循环：RCEP是由东盟10国发起，邀请中国、日本、韩国、澳大利亚等参加，由东盟主导的协定。RCEP加大区域邻国贸易增长，改善我国对外贸易高度依赖欧美的局面。中欧投资协定谈判应是重点。

2020年中美经济：自由主义付出的代价



疫情

经济增长：-6.8%
进出口：-13.4
固定资产投资：-16.1%
通货膨胀：4.9%

货币增速：10.1%
十年国债：2.6%

复工复产

经济增长：3.2%
进出口：-6.2%
固定资产投资：-3.1%
通货膨胀：3.8%

货币增速：11.1%
十年国债：2.8%

复苏

经济增长：4.9%
进出口：-0.8%
固定资产投资：0.8%
通货膨胀：3.3%

货币增速：10.9%
十年国债：3.1%

复苏

经济增长：6%
进出口：2.5%
固定资产投资：1.8%
通货膨胀：2.5%

货币增速：10.7%
十年国债：3.2%

第一季度

第二季度

第三季度

第四季度



动荡

经济增长：0.3%
通货膨胀：1.5%
失业率：4.4%
累计确诊：14万

联储利率：0.25%
十年国债：0.70%

疫情、衰退

经济增长：-9.0%
通货膨胀：0.6%
失业率：11.1%
累计确诊：267万

联储利率：0.25%
十年国债：0.66%

疫情、动荡

经济增长：-2.9%
通货膨胀：1.4%
失业率：7.9%
累计确诊：744万

联储利率：0.25%
十年国债：0.69%

疫情、动荡

经济增长：
通货膨胀：1.2%
失业率：6.7%
累计确诊：2000万

联储利率：0.25%
十年国债：1.13%

中国经济复苏依然确定，防风险是中期目标

工业品价格的上行周期



资料来源：Wind，申万期货研究所

- **工业品价格周期的第三次启动：**11月工业品价格大幅上涨，国际原油价格、CRB现货指数、PPI出厂价格指数等明显上行，拉动PPI低位回升。
- **消费品的下行。**受去年同期高基数影响，猪肉价格同比从上月的-2.8%大幅降至-12.5%，影响CPI同比下降约0.6个百分点，是CPI大幅回落的主要原因。非食品价格的低迷反映出近期内需改善对价格指标的传导仍不明显。
- **物价的阶段性变化短期内不会改变货币政策，政策重心仍将围绕防风险。**

经济复苏结构（1）：生产保持稳健

生产稳健恢复，高质量特征明显（%）

指标名称	2020-11	2020-10	2020-09	2020-08	2020-07
工业增加值:当月同比	7.00	6.90	6.90	5.60	4.80
采矿业:当月同比	2.00	3.50	2.20	1.60	-2.60
制造业:当月同比	7.70	7.50	7.60	6.00	6.00
电力、燃气及水的生产和供应业:当月同比	5.40	4.00	4.50	5.80	1.70
高技术产业:当月同比	10.80	6.30	7.80	7.60	9.80

PPI触底反弹



工业生产原材料价格持续上涨

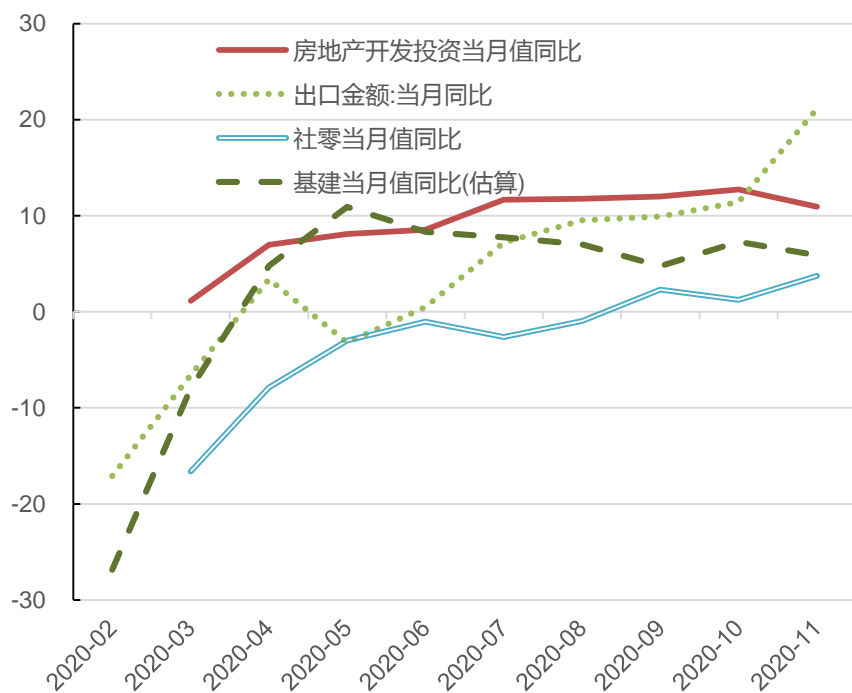
主要工业生产资料类型	对应价格/指数	近30日涨跌幅度	近90日涨跌幅度	2020年以来涨跌幅度	截止日期
IPE布油	期货收盘价(连续):IPE布油	7.08%	22.76%	-22.49%	2020/12/24
IPE轻质原油	期货收盘价(连续):IPE轻质原油	7.47%	20.38%	-21.16%	2020/12/24
动力煤	市场价:动力煤(Q5500,山西产):秦皇岛	20.66%	24.17%	36.03%	2020/12/25
铁矿石	中国铁矿石价格指数(CIOPI)	28.62%	38.79%	73.83%	2020/12/25
螺纹钢	价格:螺纹钢:HRB400 20mm:全国	6.91%	17.40%	14.92%	2020/12/25
水泥	水泥价格指数:全国	0.05%	6.12%	-6.91%	2020/12/25
浮法玻璃	现货平均价(重量箱):浮法玻璃:全国主要城市	11.94%	13.86%	31.07%	2020/12/25
铜	长江有色市场:平均价:铜:1#	6.03%	14.56%	18.84%	2020/12/25
铝	长江有色市场:平均价:铝:A00	1.24%	13.53%	12.10%	2020/12/25
锌	长江有色市场:平均价:锌:0#	3.28%	12.22%	19.79%	2020/12/25
PTA	CCFEI价格指数:精对苯二甲酸PTA内盘	8.56%	8.56%	-25.92%	2020/12/25
棉花	中国棉花价格指数:328	2.28%	16.04%	10.65%	2020/12/25
PVC	市场价(中间价):聚氯乙烯PVC(电石法,五型料):上海	0.61%	22.61%	15.30%	2020/12/25

资料来源: Wind, 申万期货研究所

经济复苏结构（2）：地产和基建难持久

- 2020年，在固定资产投资的支撑下，中国经济在疫情中稳定复苏。房地产投资、基建投资、出口需求恢复对复苏的贡献要大于消费。
- 但是，2021年投资的拉动可能难以持续。2021年上半年，在此前政策延续性，投资总量和增速将保持较高水平，但下半年在政策退出，财政乏力的情况下，投资拉动的贡献或将降低。房地产融资限制也在某种程度上影响房地产投资的拉动作用。

固定资产投资支撑2020年复苏（%）

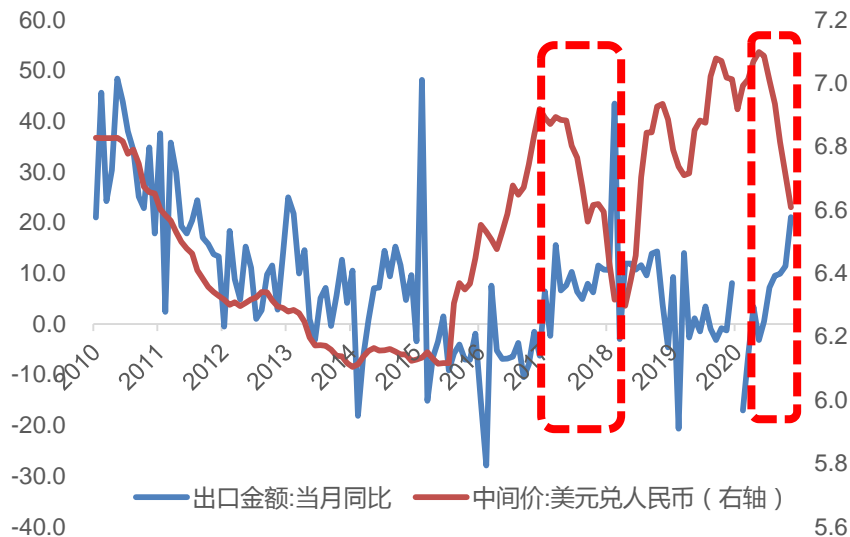


但是，土地供应成交面积已开始下降

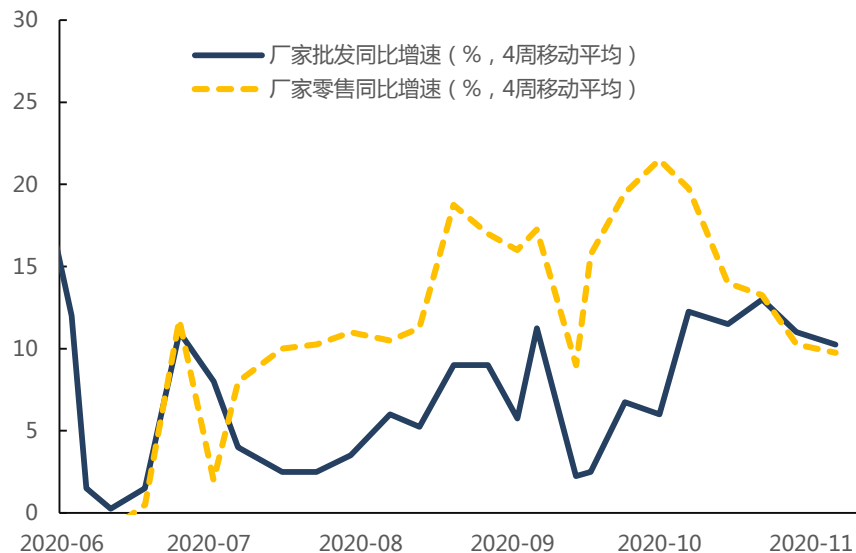


经济复苏结构（3）：超预期出口和汽车销售遇挑战

中国出口增速创新高



汽车批发、零售均保持较快增长



资料来源：Wind，申万期货研究所

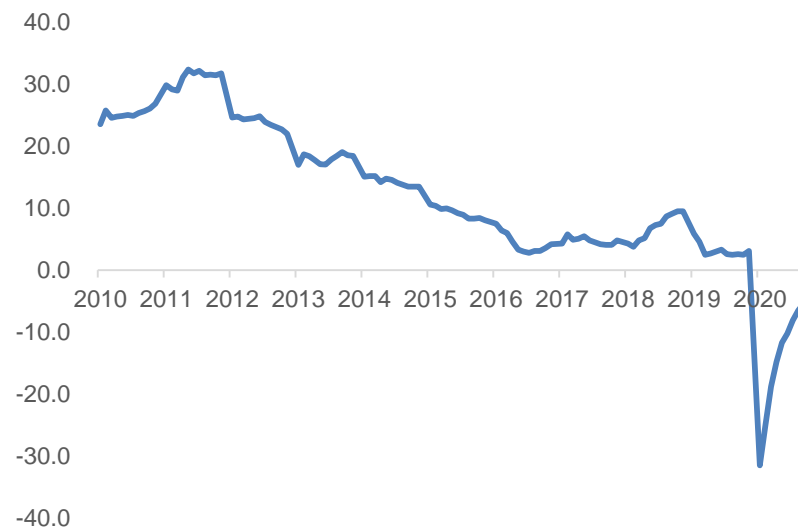
- **出口结构需求仍在。**疫情控制的时间差支撑国内出口需求增长，但随着海外生产恢复以及人民币的快速升值，出口难以保持高速增长。
- **消费仍有缓慢复苏的基础。**随着收入差距的拉大、居民杠杆的增加，以及内部风险的隐现（蛋壳），导致消费需求增长乏力；虽然在政策和库存因素推动下，汽车消费受到提振，但持续性成疑。利好在于国内后疫情期消费信心修复，消费仍有缓慢复苏的基础。

中国经济“弱点”（1）：制造业大而不强

中美企业对比

项目	中国	美国
数量	124	121
营业收入	82949亿美元	98062亿美元
利润	4417亿美元	8447亿美元
利润率	5.33%	8.61%
行业比较	金融业+阿里+腾讯	ICT+医疗+军工航空
制造业数量	38家	36家
ICT制造业	112亿美元	967亿美元
医疗器械制药	0	600亿美元
食品饮料	4亿美元	235亿美元
军工航空航天	93亿美元	230亿美元
机械和轨道交通	10亿美元	94亿美元
汽车	104亿美元	92亿美元

制造业投资增长（%）

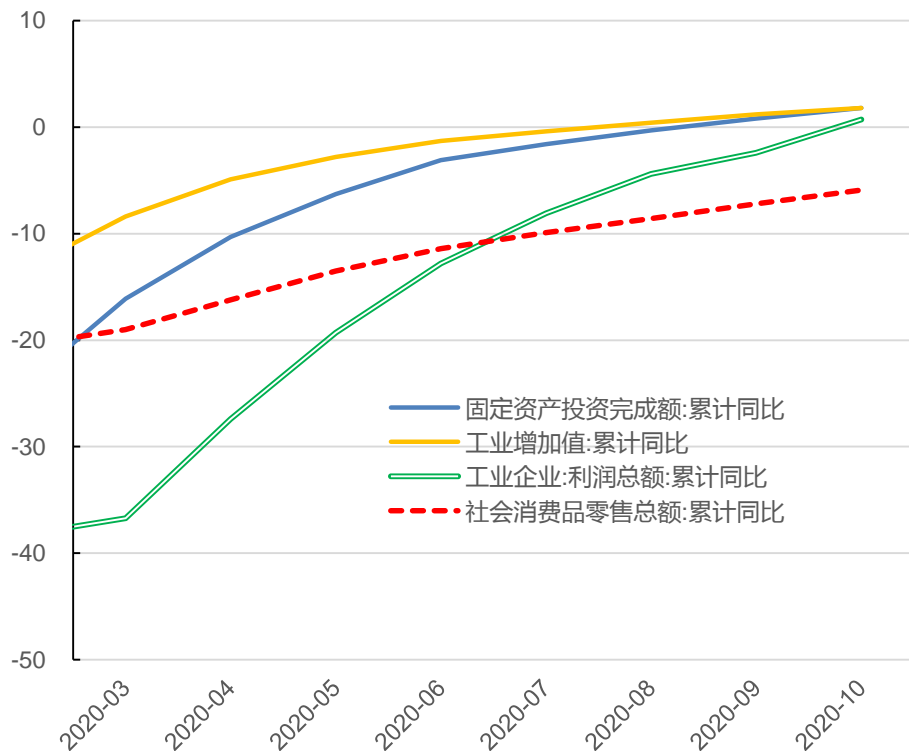


资料来源： Wind，申万期货研究所

- 2020年的世界五百强公司数量，中国历史性的第一次超过了美国，中国（含香港，不包含台湾）为124家，而美国为121家。
- **ICT制造业+医疗器械制药业+军工航空航天+机械（工程机械+农业机械）+汽车是五个美国最为核心的优势产业。**

中国经济“弱点”（2）：内循环消费启动艰难

疫情后，消费恢复速度最慢



资料来源：Wind，申万期货研究所

消费增长率难提高

消费文化与当期消费的矛盾
高储蓄率 VS 低当期消费

分配结构与消费主体的矛盾
中产不够 VS 居民消费拉动

提升的政府消费率VS
不足的公共服务供给

当期消费增速跟不上可支配收入增速

2021年经济判断：数据反弹不改经济下行压力

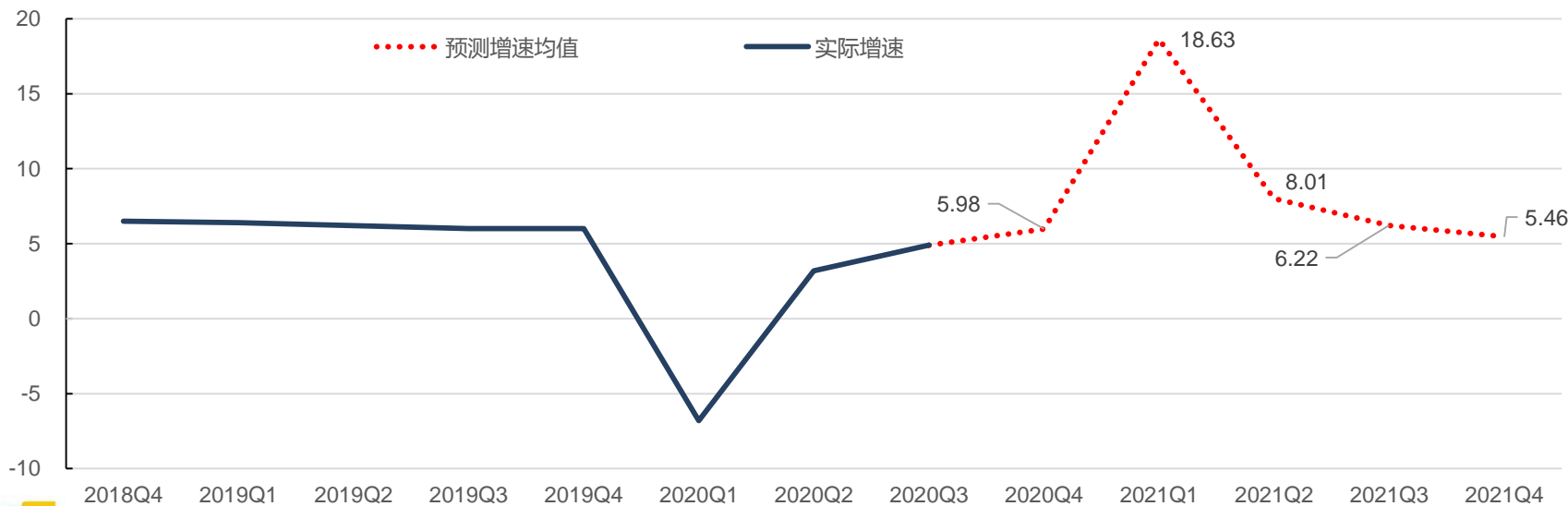
- **生产持续稳定复苏。**疫情风险较小，出口需求持续，投资稳定，均支撑生产稳定。
- **消费缓慢恢复。**内外双循环的实现，需要国内消费支撑；国内疫情得到控制，也使得消费信心不断修复。
- **投资保持温和托底。**复苏进程中投资的作用不可或缺，但随着复苏加快，投资快速增长可能性逐渐降低。
- **出口结构需求仍在。**疫情控制的时间差支撑国内出口需求增长，但随着海外生产恢复和人民币加速升值，出口难以保持高速增长。
- **综合：**由于2020年GDP总量较低，结合基数效应，上半年经济数据反弹力度较大，估计**2021年经济增速在8.2-8.9%的区间。**

	2015	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E
GDP：实际（%）	6.9	6.7	6.8	6.6	6.4	1.8	8.9
工业增加值（%）	6.1	6.0	6.5	6.3	6.2	2.5	8.4
固定资产投资增速（%）	10.0	8.1	7.2	5.9	6.0	3.0	6.5
社会消费品零售总额增速（%）	11.0	10.4	10.2	9.1	9.0	-3.4	15.5
居民消费价格指数（%）	1.4	2.0	1.5	2.1	2.3	2.4	1.5
生产资料价格指数（%）	-5.2	-1.4	6.5	3.8	2.0	-0.2	1.7

2021年中国GDP增速估计将达到8.2%以上

- 2020年中国经济V型复苏。一季度同比萎缩6.8%，随后两个季度分别回升3.2%和4.9%。根据目前的高频数据来看，四季度增速可能回达到6.1%。
- 2021年中国GDP增速将达到8.2%以上，这是自2011年以来最快增速。年初增速远高于潜在水平，一季度增速可能在18%以上，然后在二三四季度向潜在水平（约5.5%）回归。
- 在较强的复苏之下，政府的政策边际收紧。预算赤字目标可能降至GDP的3%（2020年大约是3.6%），特别国债等非常融资手段难以重现，货币宽松可能有限，政策重点应是定向、直接、精准的支持。

2021年中国经济持续稳定复苏（%）



目 录

1

2021年宏观经济展望

2

政策常态和制度建设

3

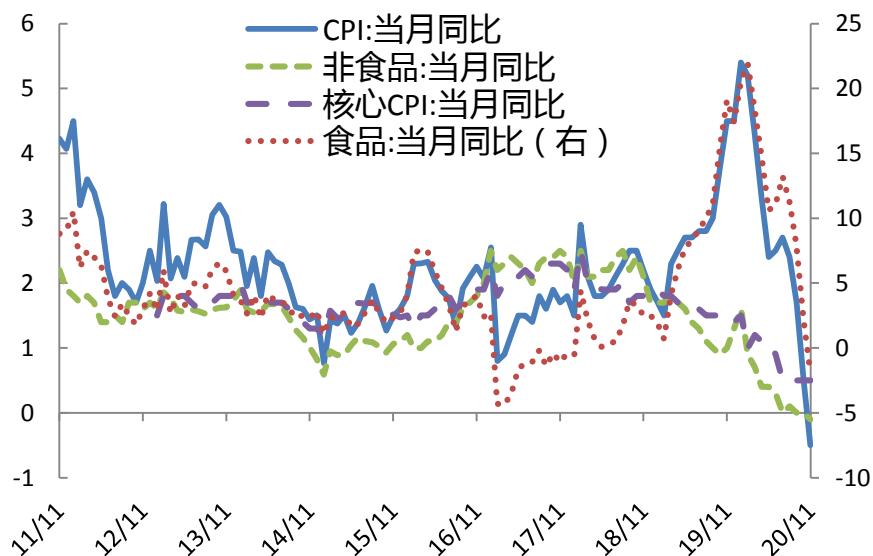
股指期货市场展望

理性投资，风险自担

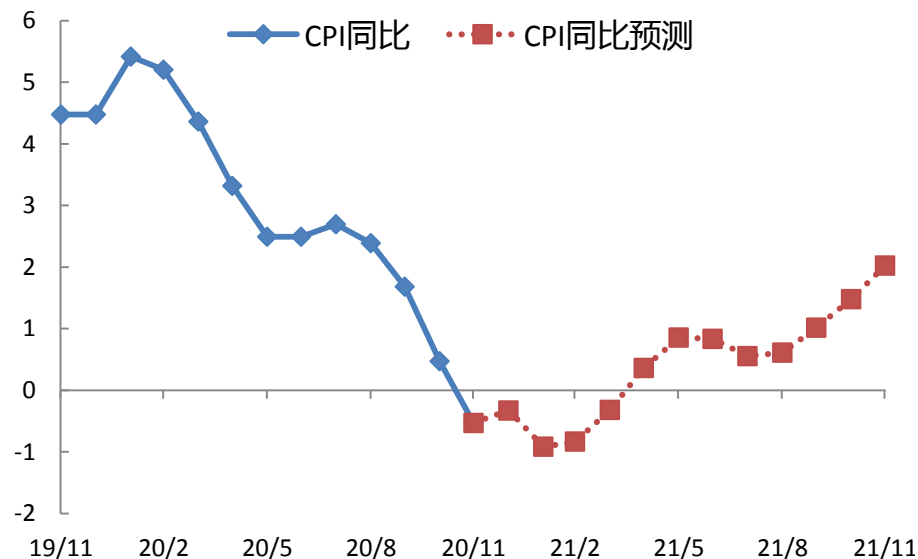
生猪出栏增加30%，CPI全年逐月走低

- 11月份CPI同比下降0.5%，11年以来首次转负。1月份CPI同比上涨5.4%，是本轮CPI的最高点，后逐月走低。食品从年初最高的21.9%降至-2%，猪肉价格同比涨幅从年初的最高135.2%回落至-12.5%。生猪产能不断恢复将是2021年生猪市场的大基调，若是2021年非瘟能够得以稳定控制，预计肥猪年出栏量可能同比增加30%左右。
- 受疫情影响，非食品价格也是逐步回落，扣除食品和能源价格的核心CPI下降1个百分点至0.5%，不过已经连续5个月涨幅维持在0.5%，保持相对稳定。预计2021年3月份之后CPI将逐步回升，下半年将加速回升。不过整体上CPI涨幅应该在3%以内，通胀暂无压力。

CPI及分项当月同比 (%)



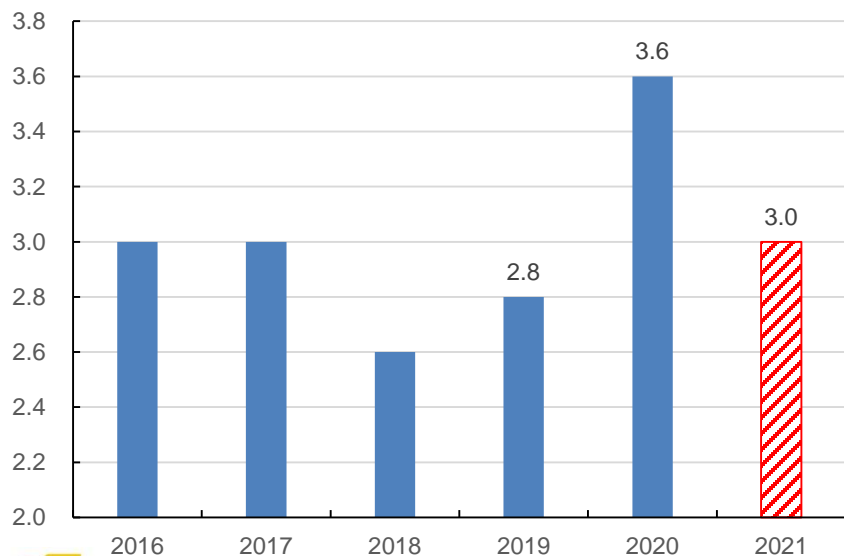
CPI走势预测 (%)



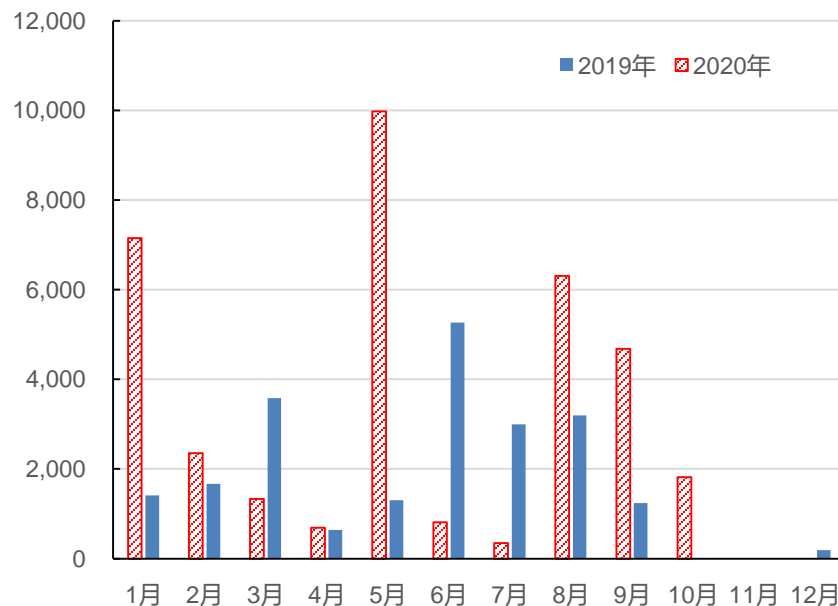
积极财政要提质增效，更可持续

- 中央工作会议指出：**积极的财政政策要提质增效、更可持续，保持适度支出强度，增强国家重大战略任务财力保障，在促进科技创新、加快经济结构调整、调节收入分配上主动作为，抓实化解地方政府隐性债务风险工作，党政机关要坚持过紧日子。**
- 2019年的相应表述是“大力提质增效，更加注重结构调整……”。
- 预算赤字目标可能会降低至相当于GDP的3%（2020年大约是3.6%左右），特别国债等非常融资手段难以重现。

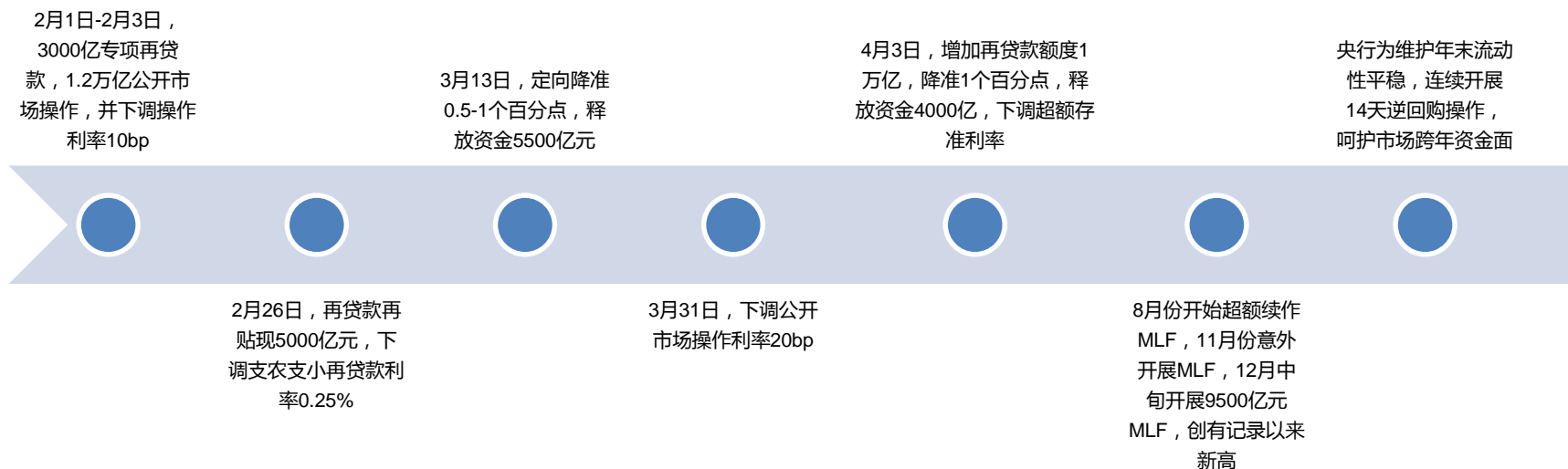
2021年预算赤字预计略高于2019年水平（%）



2020年地方政府专项债大量发行（亿元）



货币政策（1）：下半年转向，年末操作趋于宽松

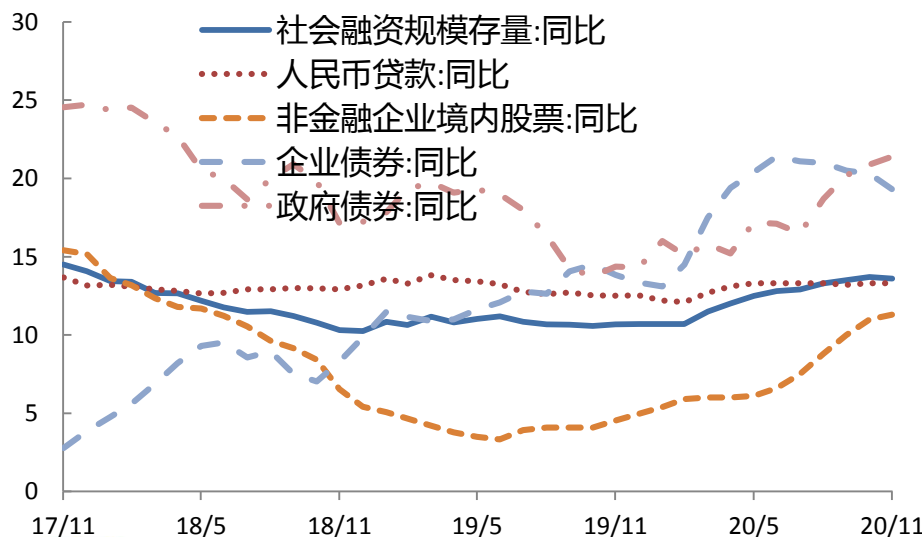


- 疫情发生后，央行货币政策宽松力度加大，多次增加再贷款额度、降准和下调政策利率。但5月份以来，央行连续暂停公开市场操作，政策利率下调预期落空，6月份央行MLF操作净回笼5400亿元，7月份仅等额续作到期MLF资金。
- 8月份起央行开始超额续作MLF，当月净投放1500亿元，9月份净投放4000亿元，但随着地方债的大量发行，资金面仍小幅收敛，LPR利率也连续保持不变。11月份意外开展MLF，12月中旬开展9500亿元MLF，创有记录以来新高。
- 央行为维护年末流动性平稳，连续开展14天逆回购操作，呵护市场跨年资金面。

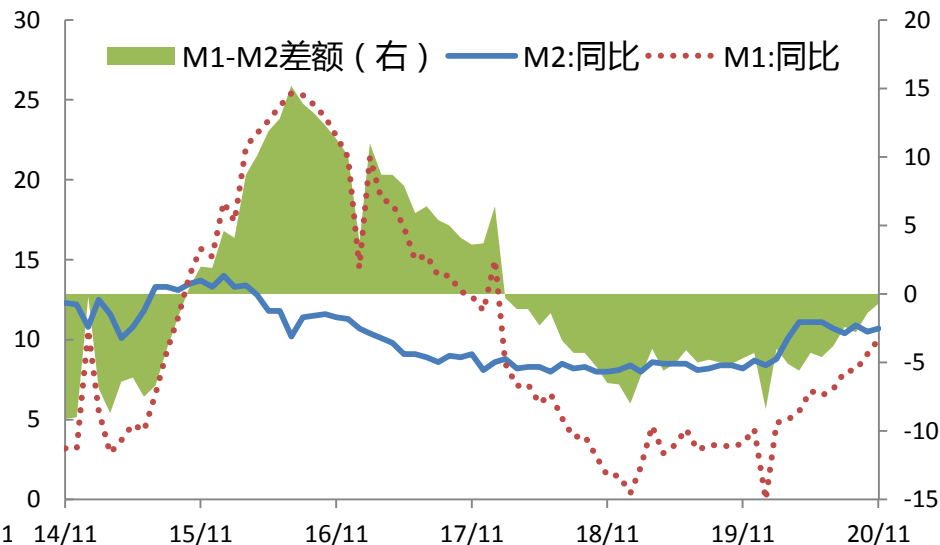
货币政策（2）：金融数据高增后面临回落

- 疫情发生后，社融存量同比增速持续上行，最高为13.7%，创2017年12月份以来的新高，显著高于GDP名义增速，主要是人民币贷款、政府债券和企业债券增速较高推动。
- 央行货币政策逐步转向中性，7月份以来M2增速逐步回落。M1同比增速与M2差持续收窄，表外企业融资持续回升，投资活动不断增强。
- 在保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配，保持宏观杠杆率基本稳定的背景下，金融数据将逐步回归到疫情前10%左右的正常水平。

社会融资规模存量同比及其分项（%）



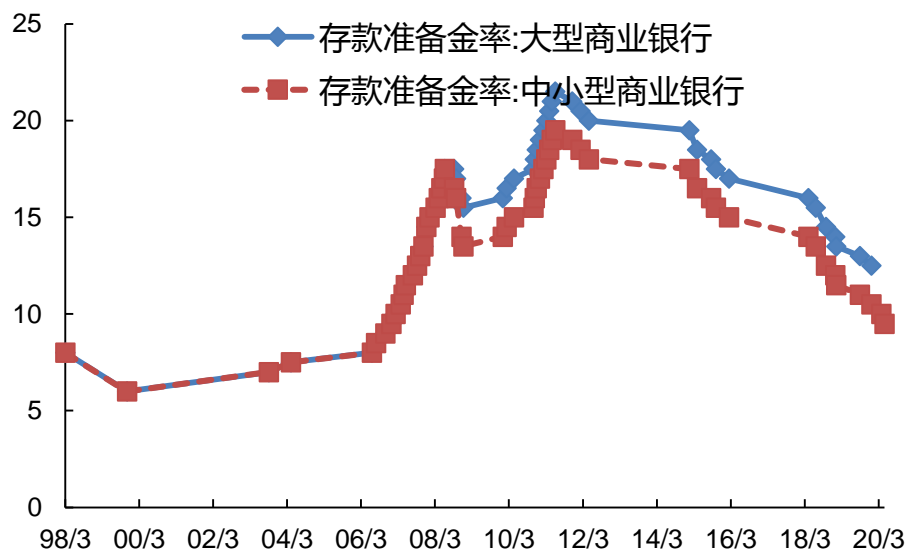
M2、M1及其差额同比走势（%）



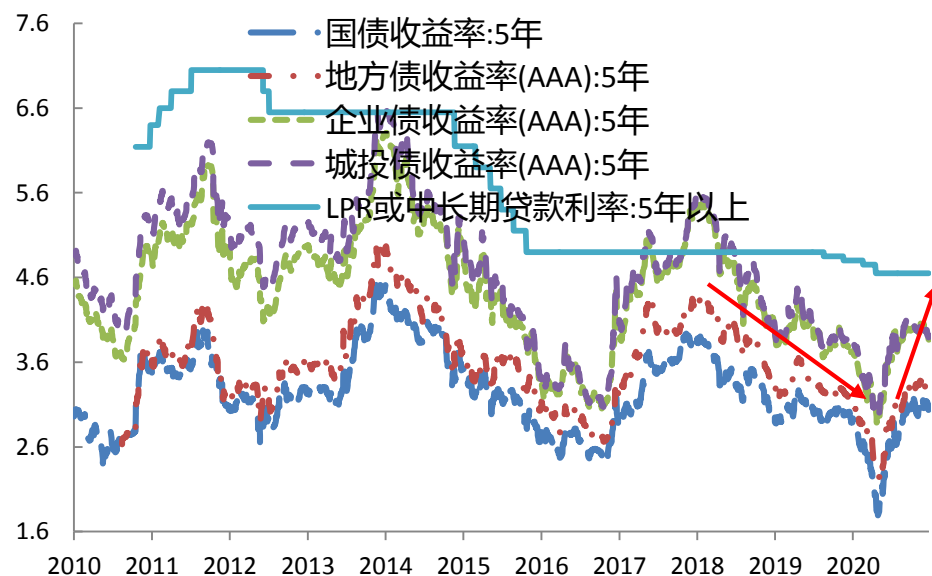
货币政策（3）：灵活精准、合理适度

- 中央经济工作会议：稳健的货币政策要**灵活精准、合理适度**，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，保持**宏观杠杆率基本稳定**，处理好恢复经济和防范风险关系，**多渠道补充银行资本金**，完善债券市场法制，加大对科技创新、小微企业、绿色发展的金融支持，深化利率汇率市场化改革，**保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定**。
- 2019年的表述是“灵活适度，保持流动性合理充裕……”

商业银行存款准备金率（%）



各市场主体利率走势（%）



2021年重点主攻八大方向

- 与2020年相比，中央经济工作会议提出的重点工作更为明确，既有增强长期供给能力，也有需求侧改革、管理的要求，同时各方面安全也是重点关注的内容。

2020年的重点工作	2021年的重点任务
一是坚定不移贯彻新发展理念。	一是强化 国家战略科技 力量。
二是坚决打好三大攻坚战。	二是增强 产业链供应链自主可控 能力。
三是确保民生特别是困难群众基本生活得到有效保障和改善。	三是坚持 扩大内需 这个战略基点。
四是继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策。	四是全面推进 改革开放 。
五是着力推动高质量发展。	五是解决好 种子和耕地 问题。
六是深化经济体制改革。	六是强化 反垄断 和 防止资本无序扩张 。
	七是解决好 大城市住房 突出问题。
	八是做好 碳达峰、碳中和 工作。

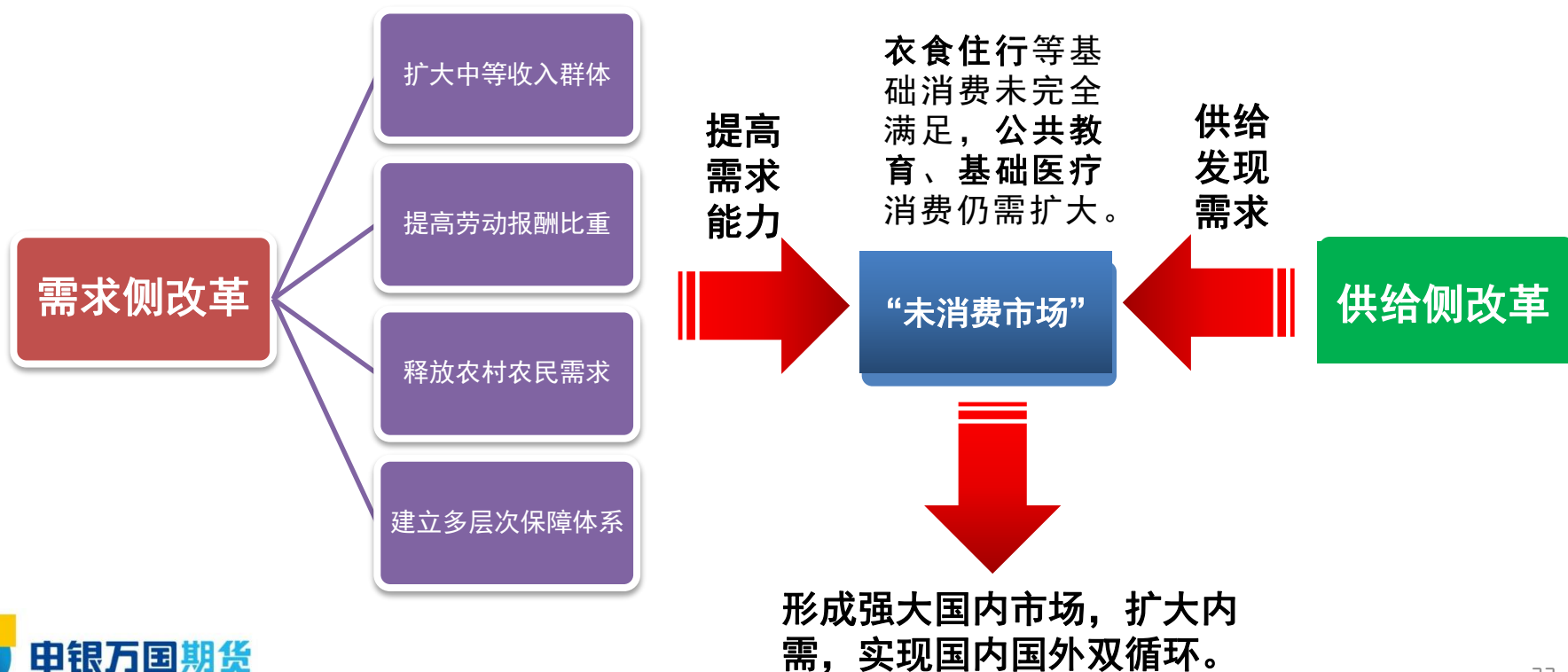
供给创造需求：发展战略科技，完善产业链

- 2018年以来美国对中国高科技领域的持续打压，以及2019年华为的芯片断供，充分暴露了我们在基础性科技、工艺方面还存在很多的不足，我们供给创造需求的能力，经济高质量发展的咽喉还被美国紧紧地卡住。
- 所以中央提出了**发展战略科技力量**和**产业链供应链安全稳定**这两大任务。战略科技力量的侧重点是基础学科研究，领军企业研究和科研人员培养，而产业链供应链安全的重点是推进产业基础再造工程。



需求牵引供给：需求侧改革，满足未消费市场

- 2020年12月11日中央政治局会议：扭住供给侧结构性改革，同时注重需求侧改革，打通堵点，补齐短板，贯通生产、分配、流通、消费各环节，**形成需求牵引供给、供给创造需求**的更高水平动态平衡。12月18日中央经济工作会议也提类似说法，不过“需求侧改革”改为“**需求侧管理**”。
- 2020年11月25日，刘鹤副总理发表《加快构建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》一文表示：要**高度重视需求侧管理**，坚持扩大内需这个战略基点，始终把实施扩大内需战略同深化供给侧结构性改革有机结合起来。



安全和治理：防控各类风险，全面可靠发展

- 2020年中央经济工作会议10次提到安全（2019年仅出现1次，即人民群众的“安全感”）。
- 2021年安全关注点有：产业供应链安全稳定、监管方面完善安全审查机制、运用国际通行规则维护国家安全、粮食安全、安全生产，此外防控疫情冲击导致的各类衍生风险，也是发展安全的重要内容之一。
- 要健全金融机构治理，促进资本市场健康发展，打击各种逃废债行为。
- 强化反垄断和防止资本无序扩张。**金融创新必须在审慎监管的前提下进行。**

安全和治理，是十四五规划纲要的高频词汇



资料来源：新华社，申万期货研究所

战略应对：产业升级和拉动内需

- 制定科技强国行动纲要
- 瞄准人工智能、量子信息、集成电路、生命健康、脑科学、生物育种、空天科技、深地深海等前沿领域
- 支持企业牵头组建创新联合体

- 稳慎推进人民币国际化，营造以人民币自由使用为基础的新型互利合作关系。
- 推动共建“一带一路”高质量发展
- 积极参与全球经济治理体系改革

- 形成城市化地区、农产品主产区、生态功能区三大空间格局
- 推进以人为核心的新型城镇化，实施城市更新行动，坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，加快农业转移人口市民化



- 促进产业在国内有序转移
- 推动互联网、大数据、人工智能等同各产业深度融合
- 系统布局新型基础设施，加快5G、工业互联网、大数据中心等建设
- 推动数字经济和实体经济深度融合，打造数字产业集群

- 打破行业垄断和地方保护
- 推进强大国内市场和贸易强国建设
- 提升传统消费，培育新型消费，适当增加公共消费
- 保持投资合理增长，发挥投资对优化供给结构的关键作用

- 做强做优做大国有资本和国有企业
- 搞好跨周期政策设计，提高逆周期调节能力
- 建立现代财税金融体制
- 推进土地、劳动力、资本、技术、数据等要素市场化改革
- 全面实行政府权责清单制度

目 录

1

2021年宏观经济展望

2

政策常态和制度建设

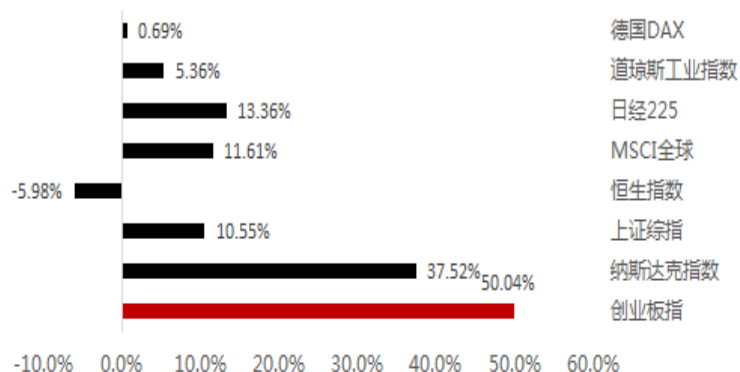
3

股指期货市场展望

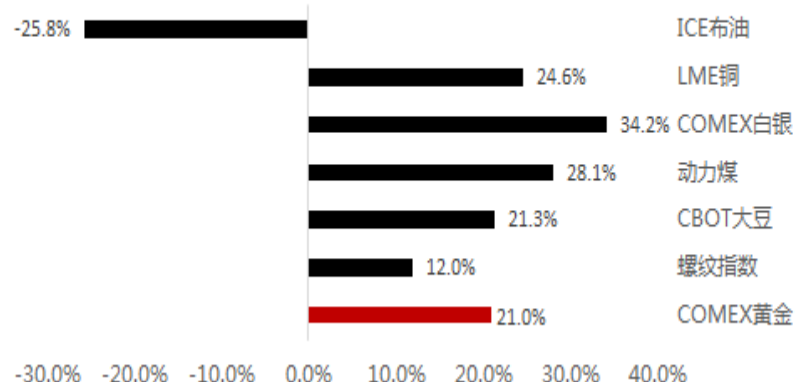
理性投资，风险自担

2020年流动性刺激全球资产普涨

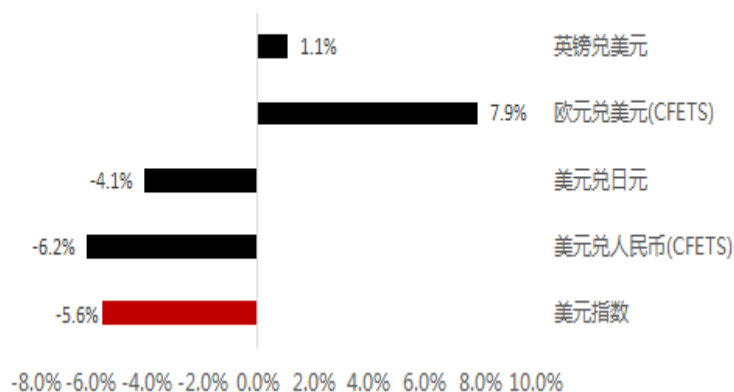
2020年以来主要股票指数表现



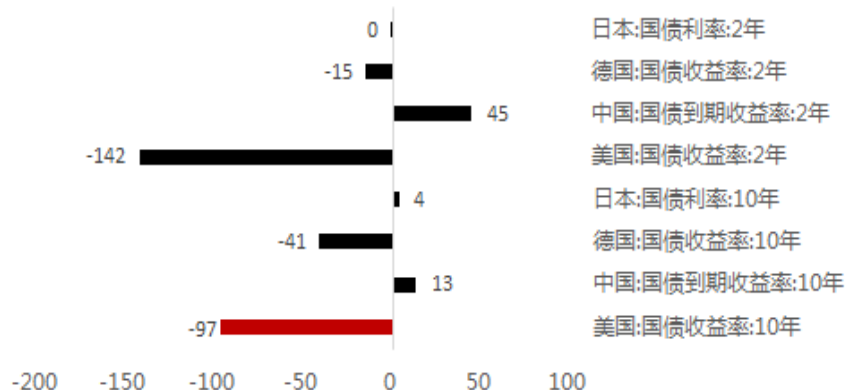
2020年以来主要商品表现



2020年以来主要货币表现



2020年以来主要国家国债收益率涨跌 (BP)



资产价格四个驱动因素：国内只剩基本面预期兑现

- 权益：经济复苏与外资流入利好股市，信用收紧部分业绩不佳的企业将面临着较大的压力。
- 债券：（1）经济仍在吻合复苏，货币政策保持中性，“降准、降息”概率降低，国债收益率维持高位。（2）信用收紧导致信用违约概率上升，不利于信用债。（3）目前预期理财收益率反弹不明显，不会大幅分流资金。
- 大宗商品：一是全球货币政策持续宽松；民主党财政刺激计划推出，流动性最终进入大宗商品领域。二是海外经济复苏推动需求回升，企业扩大生产对商品价格形成支撑。三是弱美元助推商品价格上行。
- 楼市分化：居住升级，稀缺性驱动一线上涨，二线持稳，三线有下行压力。

估值

价值投资的基础

流动性

资产泡沫的源泉

基本面

对价格的驱动最长期

库存

影响偏于短期

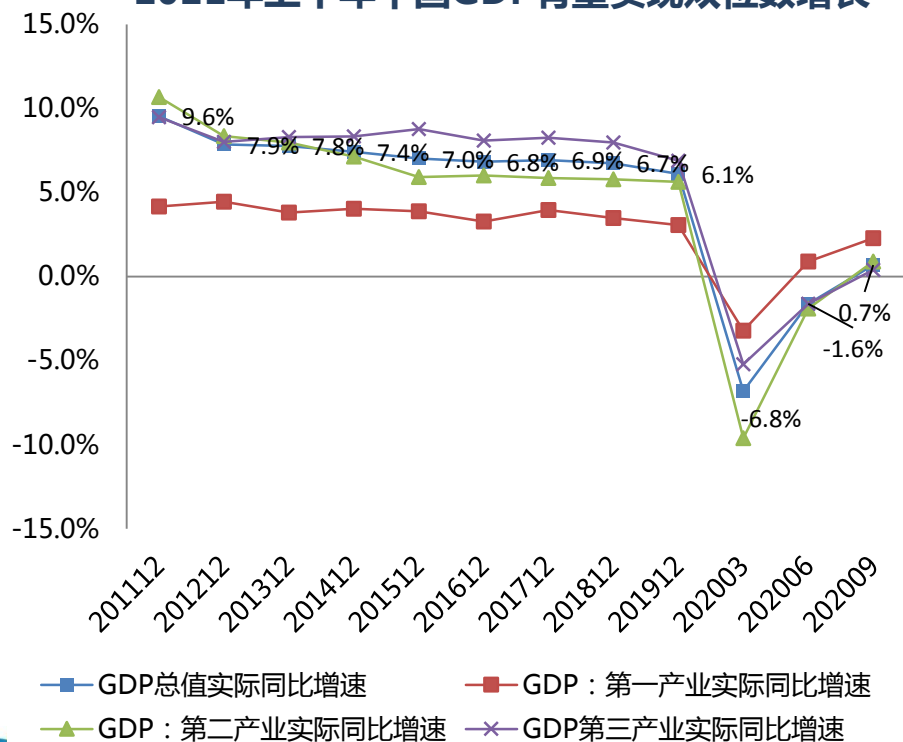
权益增量资金源自北上和融资

日期	北上累计资金 (亿元)	北向资金月度资金变化 (亿元)	年度变化	累计融资余额	融资余额月度资金变化 (亿元)	年度变化	期间上证综指涨跌(%)
2019/1/31	7,024.22	606.88	606.88	7,219.00	-270.90	801.66	3.64%
2019/2/28	7,628.13	603.92	1,210.80	7,965.00	746.00	1,547.66	13.79%
2019/3/29	7,671.70	43.56	1,254.36	9,132.20	1,167.20	2,714.86	5.09%
2019/4/30	7,491.73	-179.97	1,074.39	9,524.90	392.70	3,107.56	-0.40%
2019/5/31	6,954.99	-536.74	537.65	9,147.90	-377.00	2,730.56	-5.84%
2019/6/27	7,381.02	426.03	963.68	9,065.40	-82.50	2,648.06	3.38%
2019/7/31	7,501.27	120.25	1,083.93	8,974.65	-90.75	2,557.31	-1.56%
2019/8/30	7,633.33	132.06	1,215.99	9,134.56	159.91	2,717.22	-1.58%
2019/9/30	8,279.95	646.62	1,862.61	9,372.55	237.99	2,955.21	0.66%
2019/10/31	8,600.45	320.49	2,183.11	9,532.28	159.73	3,114.94	0.82%
2019/11/29	9,204.83	604.38	2,787.49	9,519.79	-12.49	3,102.45	-1.95%
2019/12/31	9,934.77	729.94	3,517.43	10,054.69	534.90	3,637.35	6.20%
2020/1/23	10,318.68	383.92	3,901.34	10,269.10	214.41	3,851.76	-2.41%
2020/2/28	10,434.52	115.84	4,017.18	10,878.60	609.50	4,461.26	-3.23%
2020/3/31	9,755.80	-678.73	3,338.46	10,474.06	-404.54	4,056.72	-4.51%
2020/4/28	10,288.37	532.58	3,871.03	10,326.17	-147.89	3,908.83	2.17%
2020/5/29	10,589.48	301.11	4,172.15	10,518.88	192.71	4,101.54	-0.27%
2020/6/29	11,116.28	526.79	4,698.94	11,193.71	674.83	4,776.37	3.83%
2020/7/31	11,220.20	103.92	4,802.86	13,719.47	2,525.76	7,302.13	10.90%
2020/8/31	11,199.91	-20.28	4,782.58	14,256.66	537.19	7,839.32	2.59%
2020/9/30	10,872.18	-327.73	4,454.84	13,885.96	-370.70	7,468.62	-5.23%
2020/10/30	10,872.41	0.23	4,455.07	14,148.41	262.45	7,731.07	0.20%
2020/11/30	11,451.70	579.29	5,034.36	14,571.40	422.99	8,154.06	5.19%

2021年股指仍有阶段性和结构性的机会

- 受疫情影响，2020年上半年GDP大幅下跌，其中第一产业受影响较小且恢复得更快。对于2021年，基本面仍会支持股指表现，由于2020年上半年GDP基数低，2021年上半年GDP有望实现双位数增长。复苏利于股指表现，但有可能会存在复苏程度的预期差。
- 顺周期依然是阶段性的投资机会，消费和科技依然是长期的投资机会。2020年二季度公用事业、食品饮料、电子、生物医药业绩大幅反弹；2020年三季度非银金融、钢铁、有色金属、采掘、化工等顺周期板块业绩大幅反弹。

2021年上半年中国GDP有望实现双位数增长



归母净利润同比增速 (%)	1Q20	2Q20	3Q20
上证50	-16.34%	-25.10%	12.64%
沪深300	-18.32%	-17.26%	12.26%
中证500	-35.42%	-18.25%	39.23%
归母净利润同比增速 (%)	1Q20	2Q20	3Q20
农林牧渔	364.26%	119.90%	69.85%
银行	5.63%	-23.73%	-4.07%
食品饮料	-0.67%	25.35%	17.84%
电气设备	-5.93%	41.60%	76.19%
电子	-6.94%	46.96%	37.85%
医药生物	-17.04%	44.55%	52.26%
非银金融	-23.87%	-20.89%	36.70%
公用事业	-27.71%	34.25%	34.58%
建筑装饰	-30.16%	7.65%	16.23%
建筑材料	-37.74%	16.48%	17.16%
钢铁	-41.36%	-31.11%	47.05%
机械设备	-42.01%	47.39%	46.09%
家用电器	-51.85%	-16.41%	17.30%
有色金属	-55.07%	-11.01%	36.68%
汽车	-80.82%	30.72%	59.66%
采掘	-84.77%	-73.25%	75.73%
化工	-107.18%	-41.59%	98.26%

行业估值的分化已难缩小，慢牛的基础仍不牢固

- 权益市场慢牛的基础是制度的完善，庄家问题再次引发市场关注，基本面的改善没有持续性，科技升级需要时间，大股东减持有加速迹象。但我们仍相信，A股没有系统性风险，核心资产或仍将抱团，疫情影响较大的行业明年仍有机会。

序号	申万一级行业	PE (TTM)	PE中位数	历史最大值	发生时间	历史最小值	发生时间	百分位 (%)	中位数相比
1	休闲服务	133.48	44.93	164.36	2020年9月15日	24.92	2019年1月31日	81.21%	2.97
2	食品饮料	48.57	30.03	52.26	2020年8月31日	16.55	2013年9月2日	92.94%	1.62
3	家用电器	25.25	16.45	32.31	2010年4月2日	10.55	2019年1月3日	78.15%	1.53
4	汽车	30.06	17.87	43.47	2010年1月4日	10.87	2012年1月5日	69.15%	1.68
5	医药生物	42.67	38.44	74.37	2015年6月12日	23.49	2019年1月3日	57.38%	1.11
6	纺织服装	37.64	27.69	63.14	2015年6月12日	17.84	2012年1月5日	59.61%	1.36
7	交通运输	24.51	18.71	43.29	2015年6月15日	12.10	2013年7月8日	56.62%	1.31
8	公用事业	18.36	23.03	40.40	2010年4月14日	13.78	2014年5月19日	45.45%	0.80
9	非银金融	18.45	18.21	38.08	2015年4月22日	10.80	2016年1月28日	48.45%	1.01
10	计算机	71.52	53.50	159.70	2015年6月3日	29.48	2012年7月31日	44.78%	1.34
11	银行	7.32	6.73	14.32	2010年1月5日	4.50	2014年6月25日	51.12%	1.09
12	电子	49.71	49.71	118.10	2010年4月22日	22.74	2019年1月3日	42.09%	1.00
13	通信	38.60	41.66	95.06	2015年6月12日	28.53	2012年12月3日	40.61%	0.93
14	电气设备	40.19	39.16	99.99	2015年6月12日	20.32	2018年10月18日	40.19%	1.03
15	化工	29.84	27.46	76.55	2015年6月12日	13.01	2019年1月3日	38.98%	1.09
16	商业贸易	28.55	26.95	71.38	2015年6月11日	13.12	2020年2月3日	40.00%	1.06
17	综合	35.99	43.49	120.55	2015年6月12日	20.71	2013年6月25日	29.85%	0.83
18	有色金属	45.64	44.52	140.31	2015年6月12日	20.95	2018年10月18日	32.53%	1.03
19	建筑材料	14.30	23.00	50.69	2015年6月12日	9.98	2019年1月3日	28.21%	0.62
20	建筑装饰	9.43	14.07	33.60	2015年6月5日	8.38	2020年2月4日	28.07%	0.67
21	国防军工	66.99	64.25	245.82	2015年11月20日	28.17	2012年1月6日	27.25%	1.04
22	传媒	37.96	45.55	141.84	2015年6月3日	19.49	2019年1月31日	26.76%	0.83
23	房地产	8.87	15.48	39.04	2010年4月2日	8.01	2020年4月24日	22.72%	0.57
24	轻工制造	26.50	35.75	113.29	2015年6月12日	14.23	2018年10月18日	23.39%	0.74
25	机械设备	29.23	30.28	136.07	2015年6月12日	12.81	2012年1月5日	21.48%	0.97
26	采掘	16.18	17.89	88.01	2016年10月25日	10.54	2020年3月23日	18.38%	0.90
27	农林牧渔	15.75	42.39	119.64	2015年6月12日	14.95	2020年11月12日	13.16%	0.37
28	钢铁	14.11	23.60	151.31	2010年1月6日	5.69	2019年1月2日	9.33%	0.60

退市新规加快市场化优胜劣汰

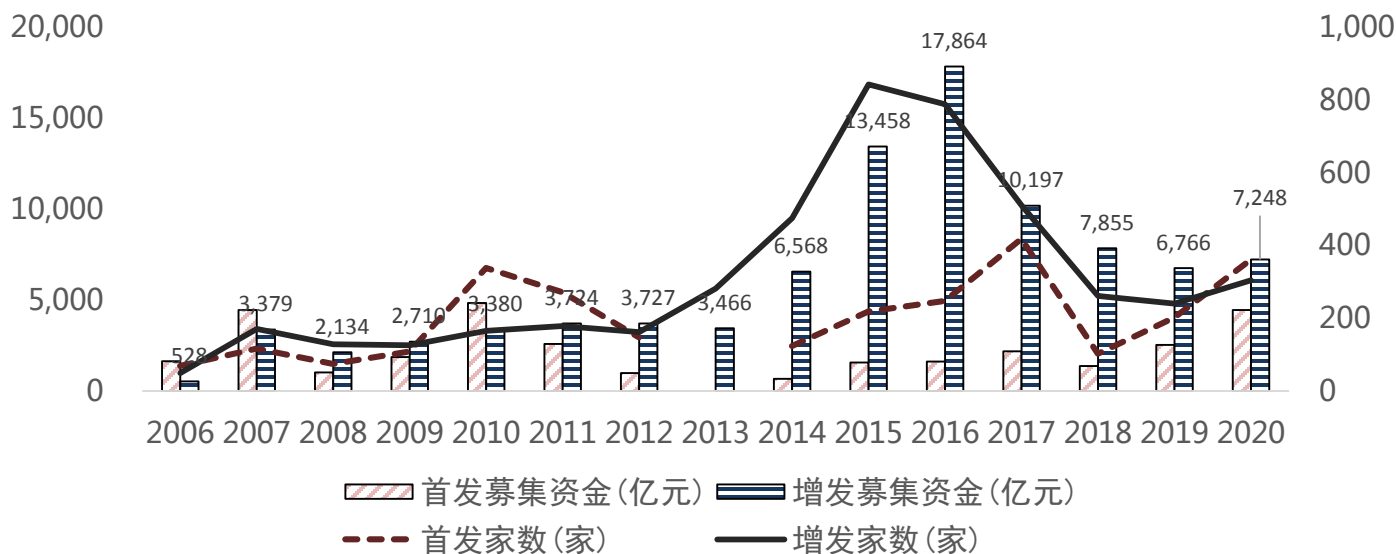
- 11月3日公布了《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十四个五年规划和二〇三五年远景目标的建议》，明确提出“建立常态化退市机制”。

制度类型	沪市主板	科创板	深市主板和中小板	创业板
1、财务类 注：净利润以扣除非经常性损益前后孰低为准，营业收入应当扣除与主营业务无关的收入和不具备商业实质的关联交易收入	<p>新增：</p> <p>1) 最近一个会计年度经审计的净利润为负值且营业收入低于人民币1亿元，或追溯重述后最近一个会计年度经审计的净利润为负值且营业收入低于人民币1亿元；</p> <p>2) 最近一个会计年度的财务会计报告被出具无法表示意见或否定意见的审计报告（从规范类指标调整到财务类指标）；</p> <p>3) 各财务类退市指标在第二年交叉适用；</p> <p>删除：</p> <p>1) 最近两个会计年度经审计的净利润连续为负值或者被追溯重述后连续为负值；</p> <p>2) 最近一个会计年度经审计的营业收入低于1000万元或者被追溯重述后低于1000万元。</p>	<p>1) 最近一个会计年度的财务会计报告被出具无法表示意见或否定意见的审计报告（从规范类指标调整到财务类指标）；</p>	<p>新增：</p> <p>1) 最近一个会计年度经审计的净利润为负值且营业收入低于人民币1亿元，或追溯重述后最近一个会计年度经审计的净利润为负值且营业收入低于人民币1亿元；</p> <p>2) 最近一个会计年度的财务会计报告被出具无法表示意见或否定意见的审计报告（从规范类指标调整到财务类指标）；</p> <p>3) 各财务类退市指标在第二年交叉适用；</p> <p>删除：</p> <p>1) 最近两个会计年度经审计的净利润连续为负值或者被追溯重述后连续为负值；</p> <p>2) 最近一个会计年度经审计的营业收入低于1000万元或者被追溯重述后低于1000万元。</p>	<p>新增：</p> <p>1) 营业收入应当扣除与主营业务无关的收入和不具备商业实质的关联交易收入；</p>
2、交易类	<p>新增：</p> <p>1) 连续20个交易日在本所的每日股票收盘总市值均低于人民币3亿元；</p> <p>修改：</p> <p>1) “连续20个交易日的每日股票收盘价均低于面值”改为“连续20个交易日的每日股票收盘价均低于人民币1元”；</p>	<p>1) 红筹企业连续20个交易日存托凭证收盘价乘以存托凭证与基础股票转换比例后的数值均低于1元；</p>	<p>新增：</p> <p>1) 连续20个交易日在本所的每日股票收盘总市值均低于人民币3亿元；</p> <p>修改：</p> <p>1) “连续20个交易日的每日股票收盘价均低于面值”改为“连续20个交易日的每日股票收盘价均低于人民币1元”；</p>	<p>修改：</p> <p>1) “连续20个交易日的每日股票收盘价均低于面值”改为“连续20个交易日的每日股票收盘价均低于人民币1元”；</p>
3、规范类	<p>新增：</p> <p>1) 因信息披露或者规范运作等方面存在重大缺陷，被本所要求限期改正但公司未在规定时间内改正，公司股票及其衍生品品种自前述期限届满的下一交易日停牌，此后公司在股票及其衍生品品种停牌2个月内仍未改正；</p> <p>2) 因半数以上董事无法完全保证公司所披露半年度报告或年度报告的真实性、准确性和完整性，且未在规定时间内改正，公司股票及其衍生品品种自前述期限届满的下一交易日起停牌，此后公司在股票及其衍生品品种停牌2个月内仍未改正；</p>	<p>新增：</p> <p>1) 因半数以上董事无法完全保证公司所披露半年度报告或年度报告的真实性、准确性和完整性，且未在规定时间内改正，公司股票及其衍生品品种自前述期限届满的下一交易日起停牌，此后公司在股票及其衍生品品种停牌2个月内仍未改正；</p>	<p>新增：</p> <p>1) 因信息披露或者规范运作等方面存在重大缺陷，被本所要求限期改正但公司未在规定时间内改正，公司股票及其衍生品品种自前述期限届满的下一交易日停牌，此后公司在股票及其衍生品品种停牌2个月内仍未改正；</p> <p>2) 因半数以上董事无法完全保证公司所披露半年度报告或年度报告的真实性、准确性和完整性，且未在规定时间内改正，公司股票及其衍生品品种自前述期限届满的下一交易日起停牌，此后公司在股票及其衍生品品种停牌2个月内仍未改正；</p>	<p>新增：</p> <p>1) 明确信息披露或者规范运作等方面存在重大缺陷的标准：a) 公司已经失去信息披露联系渠道；b) 公司拒不披露应当披露的重大信息；c) 公司严重扰乱信息披露秩序，并造成恶劣影响；</p> <p>2) 因半数以上董事无法完全保证公司所披露半年度报告或年度报告的真实性、准确性和完整性，且未在规定时间内改正，公司股票及其衍生品品种自前述期限届满的下一交易日起停牌，此后公司在股票及其衍生品品种停牌2个月内仍未改正；</p>
4、重大违法类	<p>新增：</p> <p>1) 上市公司连续三年虚增净利润金额每年均超过当年年度报告对外披露净利润金额的100%，且三年合计虚增净利润金额达到10亿元以上；</p> <p>2) 连续三年虚增利润总额金额每年均超过当年年度报告对外披露利润总额金额的100%，且三年合计虚增利润总额金额达到10亿元以上；</p> <p>3) 连续三年资产负债表各科目虚假记载金额合计数每年均超过当年年度报告对外披露净资产金额的50%，且三年累计虚假记载金额合计数达到10亿元以上。</p>	<p>新增：</p> <p>1) 上市公司连续三年虚增净利润金额每年均超过当年年度报告对外披露净利润金额的100%，且三年合计虚增净利润金额达到10亿元以上；</p> <p>2) 连续三年虚增利润总额金额每年均超过当年年度报告对外披露利润总额金额的100%，且三年合计虚增利润总额金额达到10亿元以上；</p> <p>3) 连续三年资产负债表各科目虚假记载金额合计数每年均超过当年年度报告对外披露净资产金额的50%，且三年累计虚假记载金额合计数达到10亿元以上。</p>	<p>新增：</p> <p>1) 上市公司连续三年虚增净利润金额每年均超过当年年度报告对外披露净利润金额的100%，且三年合计虚增净利润金额达到10亿元以上；</p> <p>2) 连续三年虚增利润总额金额每年均超过当年年度报告对外披露利润总额金额的100%，且三年合计虚增利润总额金额达到10亿元以上；</p> <p>3) 连续三年资产负债表各科目虚假记载金额合计数每年均超过当年年度报告对外披露净资产金额的50%，且三年累计虚假记载金额合计数达到10亿元以上。</p>	<p>新增：</p> <p>1) 上市公司连续三年虚增净利润金额每年均超过当年年度报告对外披露净利润金额的100%，且三年合计虚增净利润金额达到10亿元以上；</p> <p>2) 连续三年虚增利润总额金额每年均超过当年年度报告对外披露利润总额金额的100%，且三年合计虚增利润总额金额达到10亿元以上；</p> <p>3) 连续三年资产负债表各科目虚假记载金额合计数每年均超过当年年度报告对外披露净资产金额的50%，且三年累计虚假记载金额合计数达到10亿元以上。</p>

IPO和再融资规模有望继续上一台阶

- 2020年我国股权融资规模达到4463亿元，已超过美国。上交所发行上市中心副总经理彭义刚表示2020年前三季度，中国内地新上市IPO数量全球第一，融资额全球第二。
- 我们预计随着注册制的推行，IPO的规模后续有望持续回升，加快我国股权融资进程，服务实体经济。而在2019年底再融资新规出台后，企业在制定发行定价折扣率、股份锁定期和减持要求等方面都得到放宽，未来再融资规模也会继续上升。

2020年IPO和定增规模均录得明显增加（亿元）

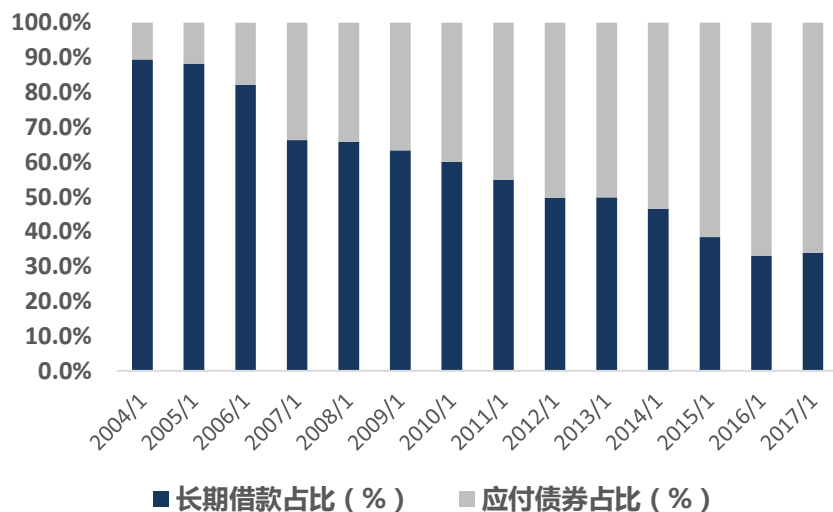


- 截至2020年12月16日，2020年IPO募资规模为4,463亿元，比2019年全年的2,534亿元增加了1929亿元，增幅达到76.1%。
- 截至2020年12月16日，2020年增发募资规模7,248亿元，比2019年的6,766亿元增加了482亿元，自2016年以来首次转为正增长。2016年增发募资规模达到了阶段性新高18,053亿元。

科教兴国，进入创新型国家前列

- 2020年10月底召开的五中全会对十四五规划提出了新的目标，我国经济已转向高质量发展阶段，重点领域关键环节改革任务仍然艰巨，创新能力不适应高质量发展要求，坚持创新在我国现代化建设全局中的核心地位，把科技自立自强作为国家发展的战略支撑，争取我国到2035年关键核心技术实现重大突破，进入创新型国家前列。
- 科技的发展离不开金融市场的支持，我国资本市场资源在逐渐向科技创新领域倾斜。
- 今年IPO融资规模中半导体与半导体生产设备、生物科技与生命科学两个行业排名靠前，与2019年和2018年相比融资规模也大幅提升。
- 从上市公司披露的数据中可以看到，企业在逐渐改变融资模式，从更多地使用借款逐渐转变为发行债券。

A股上市公司负债结构变化 (%)

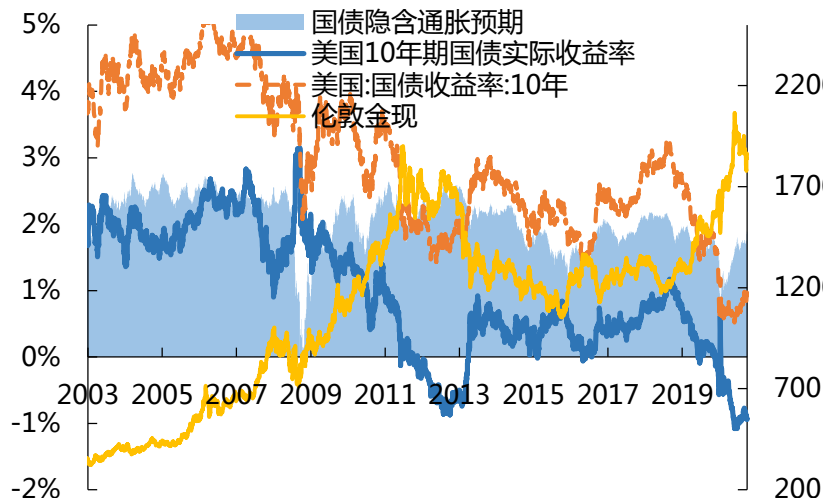


IPO融资规模 (亿元)	2020年	2019年	2018年
半导体与半导体生产设备	792	112	16
资本货物	587	337	170
制药、生物科技与生命科学	518	98	45
材料Ⅱ	483	313	66
技术硬件与设备	422	270	426
运输	340	31	31
软件与服务	262	192	25
食品、饮料与烟草	212	51	63
多元金融	198	28	151
耐用消费品与服装	186	27	37
商业和专业服务	118	46	14
汽车与汽车零部件	81	56	46
医疗保健设备与服务	70	79	67
公用事业Ⅱ	56	135	21
媒体Ⅱ	35	26	0
家庭与个人用品	26	8	13
能源Ⅱ	21	38	0
零售业	21	0	5
消费者服务Ⅱ	20	0	8
银行	18	654	80
食品与主要用品零售Ⅱ	12	16	0
房地产Ⅱ	7	5	35
合计	4,485	2,522	1,318

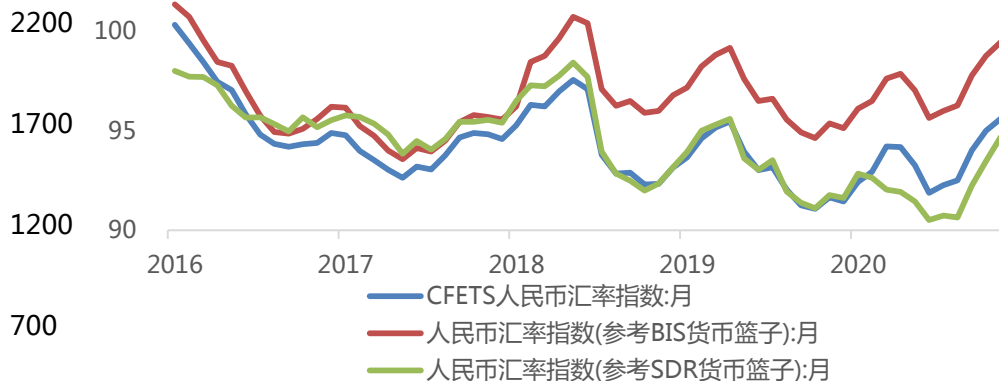
资料来源：Wind，申万期货研究所

美元放水与全球货币升值，黄金的驱动源自通胀预期

美元兑人民币汇率与美元指数



人民币汇率指数



资料来源: Wind, 申万期货研究所

- **人民币升值驱动因素:** 1、货币购买力角度: 中国经济提前复苏; 2、中美利差角度: 中美10年期国债收益利差扩大; 3、货币供需角度: 贸易顺差较高, 经常账户盈余扩大。
- **政策底已经出现:** 央行将远期售汇业务的外汇风险准备金率从20%下调为0。
- **明后两年美联储没有退出的预期, 美元仍将维持弱势。**
- **黄金避险功能下降, 变量是全球通胀预期。** 明年上半年疫情得到控制和经济复苏对黄金构成下行压力, 同时短期通胀并未确认黄金进一步走高的空间有限。

人民币暂不具备与美元资产抗衡的基础

- 如果人民币国际化能够取得更大进展，中国抵御金融被人家脱钩的能力就会大大增强。人民币国际化的目的是获得全球结算货币、储备货币地位。目前，人民币是全球第五大支付货币和第六大储备货币。在全球跨境支付交易中，使用美元的比重约42.5%，人民币仅有2.2%。
- 人民币国际化是人民币资产的重要保障，人民币只有国际化才会开启全球资产重新配置。（1）人民币资产不会因为美元潮汐蒙受损失；（2）人民币强势升值，国内购买力大幅增加；（3）中国人在外直接使用人民币，增加便捷性。

香港阻击战Vs犹太资本

原油上市，争取大宗商品定价中心

● 1997

● 2016

● 2018

● 2020

SDR货币入篮，本质仍然是美元强权

中美摩擦或推动资本项目加快开放

易纲

上海建设国际金融中心可在人民币可自由兑换和资本项目可兑换方面进一步先行先试

方星海

我国多数金融机构和实体企业开展国际业务，主要是依靠美元支付体系。但这套支付途径是否安全，值得担忧

浦东开发开放30周年大会

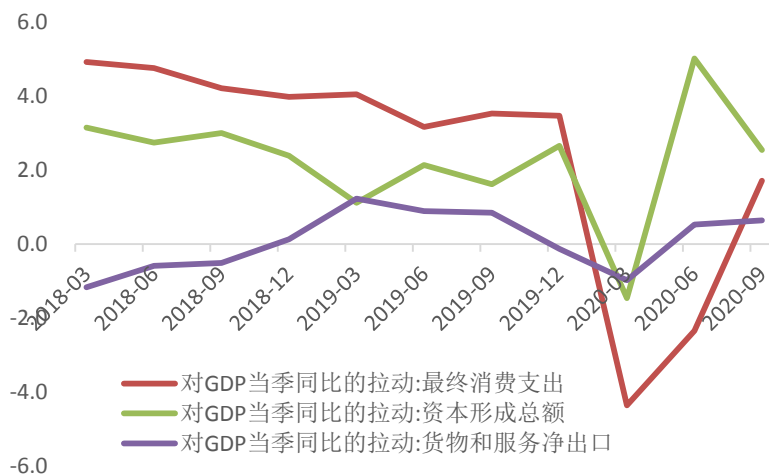
要聚焦基础性和具有重大牵引作用的改革举措，在一些重要领域和关键环节上，率先改革。
建设国际金融资产交易平台，提升重要大宗商品的价格影响力

洋山特殊综合保税区

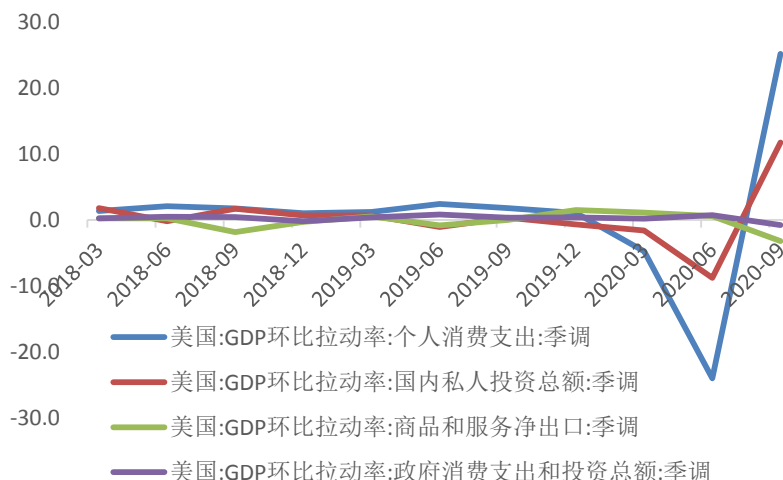
全国151个海关特殊监管区域中唯一的特殊综合保税区，贸易自由化程度无限逼近香港。

(1) 中美经济对比：产业竞争日益激烈

中国投资强消费弱格局依旧



美国消费和私人投资加速

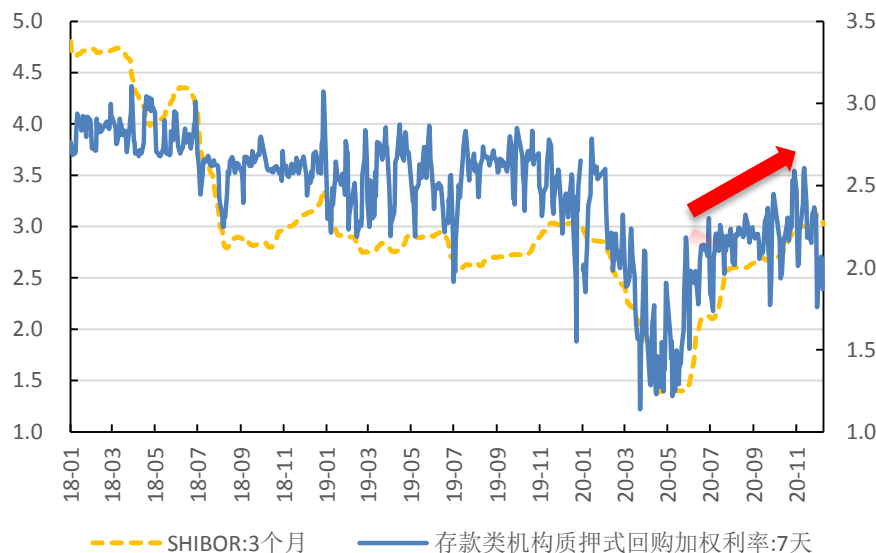


资料来源：Wind，申万期货研究所

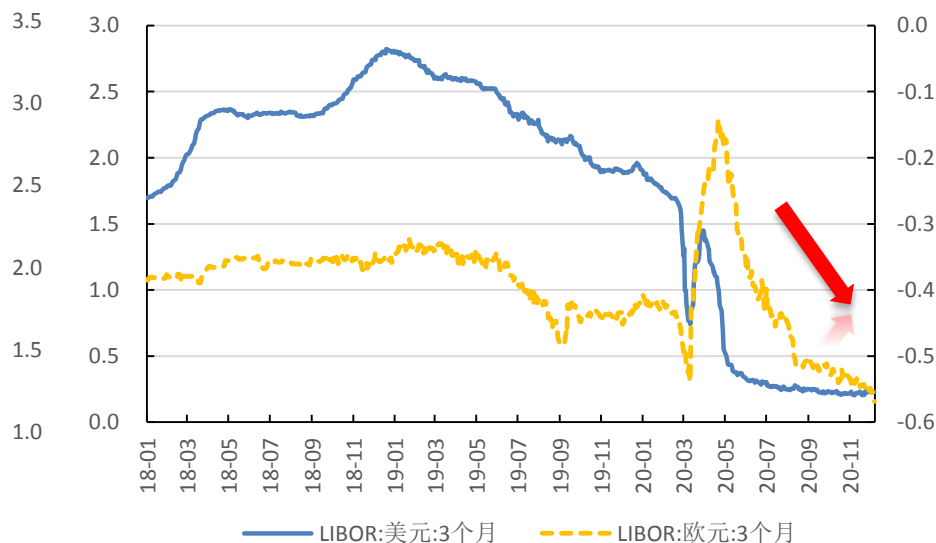
- 中国：经济结构仍以投资驱动为主，在疫情期间尤为突出。我国处于生态经济建设的初期，资产的人民币化和去美元化仍是发展的首要，在此基础上的内循环，也表明我国内部建设仍有较大发展空间。
- 美国：疫情前特朗普一定程度上使得美国再次伟大，部分产业的回流将美国失业率降低到自然失业率水平。但是，疫情让自由主义经济面临众创，也导致了特朗普的出局。美国私人投资活力快速恢复，金融产业化为部分产业的回流创造了更好的条件。

(2) 中美流动性对比：危机期美元习惯性宽松

国内银行拆借和回购利率上行(%)



美欧银行拆借利率下行(%)



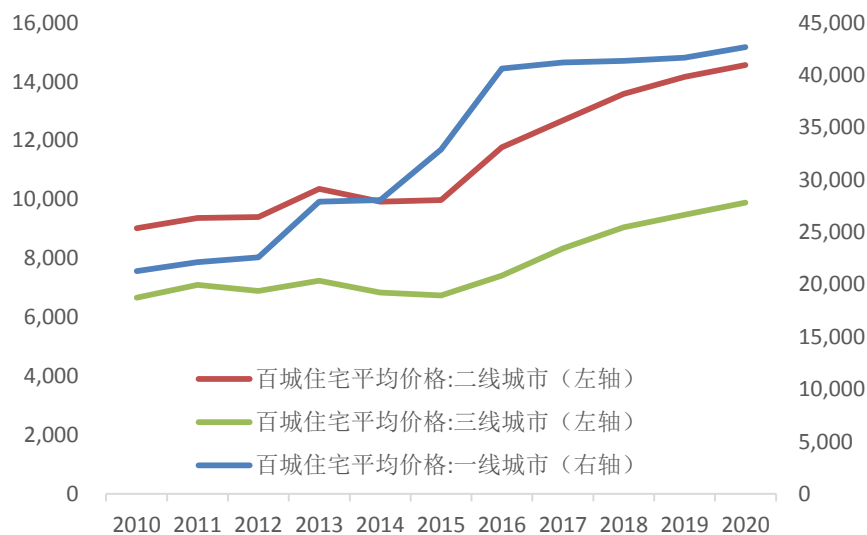
资料来源：Wind，申万期货研究所

■ **中国：短期稳增长，长期防风险。**央行货币政策执行报告称，未来随着经济增速逐步向潜在水平回归，宏观杠杆率有望趋于平稳，预计央行年内仍会保持流动性合理充裕，但货币政策有收紧预期。

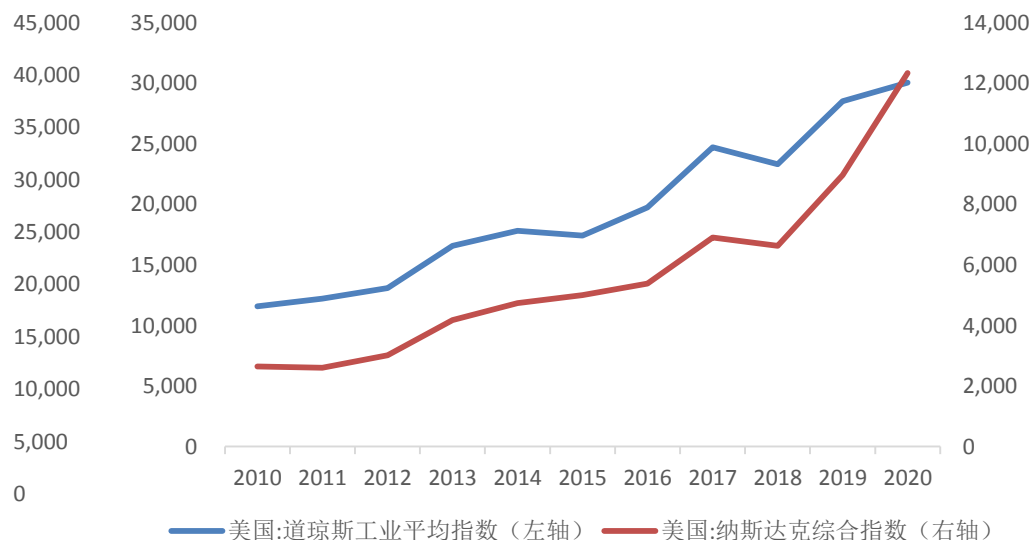
■ **美国：长期维持宽松。**在目前经济复苏前景仍不明确的情况下，美联储将会在相当长的时间内维持相当低的利率水平，并且将持续进行购债。美联储官员们预计会维持0利率至2023年。

(3) 中美资产对比：实物资产Vs金融资产

中国房地产价格增长1倍



美国股市上涨3倍



资料来源: Wind, 申万期货研究所

■ **中国实物资产：**从资产价格来看，央行释放的流动性大部分流入了房地产，催生了灰犀牛。18年末经济工作会议提出“资本市场在金融运行中具有牵一发而动全身的作用”，最近两年，上证指数从2440上涨至3400点。

■ **美国金融资产：**美元流动性提供了低成本融资，金融资产升值也拉大了个人财富差距。

房地产泡沫是威胁金融安全最大的“灰犀牛”

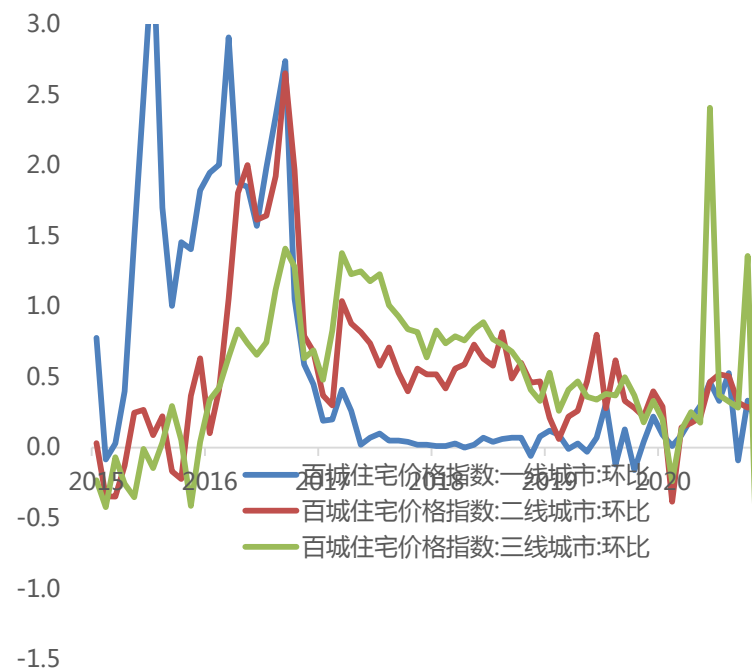
- 住房问题关系民生福祉。要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，因地制宜、多策并举，促进房地产市场平稳健康发展。规范发展长租房市场，土地供应要向租赁住房建设倾斜。各地区各部门按照“房住不炒”和“一城一策”精神，优化金融资源配置，严防资金违规流入房地产市场。要解决大城市住房突出问题。
- 房地产危机会引发经济崩盘、金融危机、政治危机、社会危机。蛋壳事件引发社会问题

房地产贷款集中度管理要求

	银行业金融机构分档类型	房地产贷款占比上限	个人住房贷款占比上限
一档	中资大型银行	40.0%	32.5%
二档	中资中型银行	27.5%	20.0%
三档	中资小型银行和非县域农合银行	22.5%	17.5%
四档	县域农合银行	17.5%	12.5%
五档	村镇银行	12.5%	7.5%

央行：大部分银行业金融机构符合管理要求

百城住宅价格指数环比涨跌幅（%）



免责声明

本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述品种的买卖出价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司无关。

本报告所涵括的信息仅供交流研讨，投资者应合理合法使用本报告所提供的信息、建议，不得用于未经允许的其他任何用途。如因投资者将本报告所提供的信息、建议用于非法目的，所产生的一切经济、法律责任均与本公司无关。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利，未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为申银万国期货，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。