



申银万国期货
SHENYIN & WANGUO FUTURES

流动性拐点与股指期货展望

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2月23日

目 录

1

疫情缓解强化宏观复苏预期

2

宏观流动性拐点已经确定

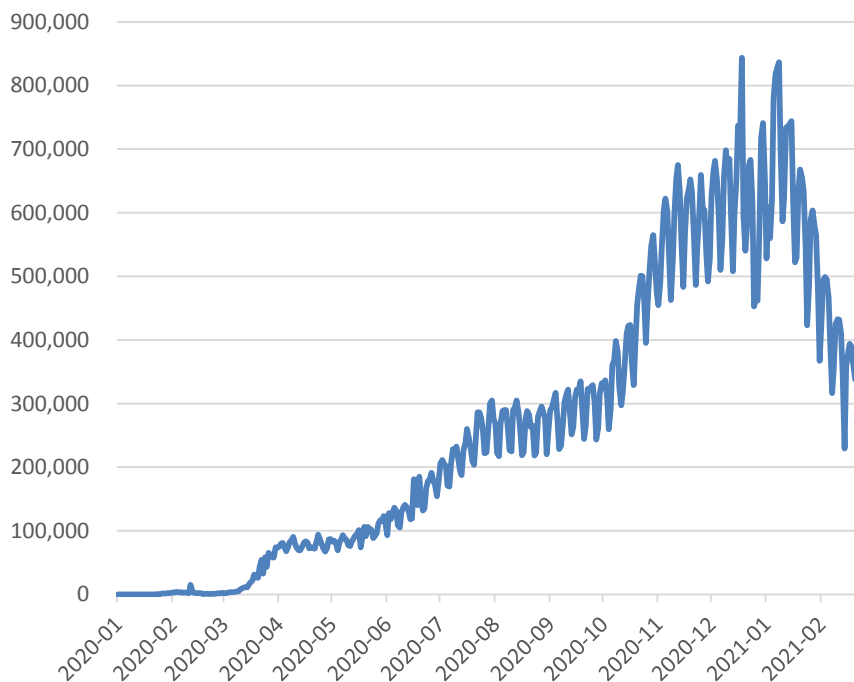
3

股市流动性与股指期货展望

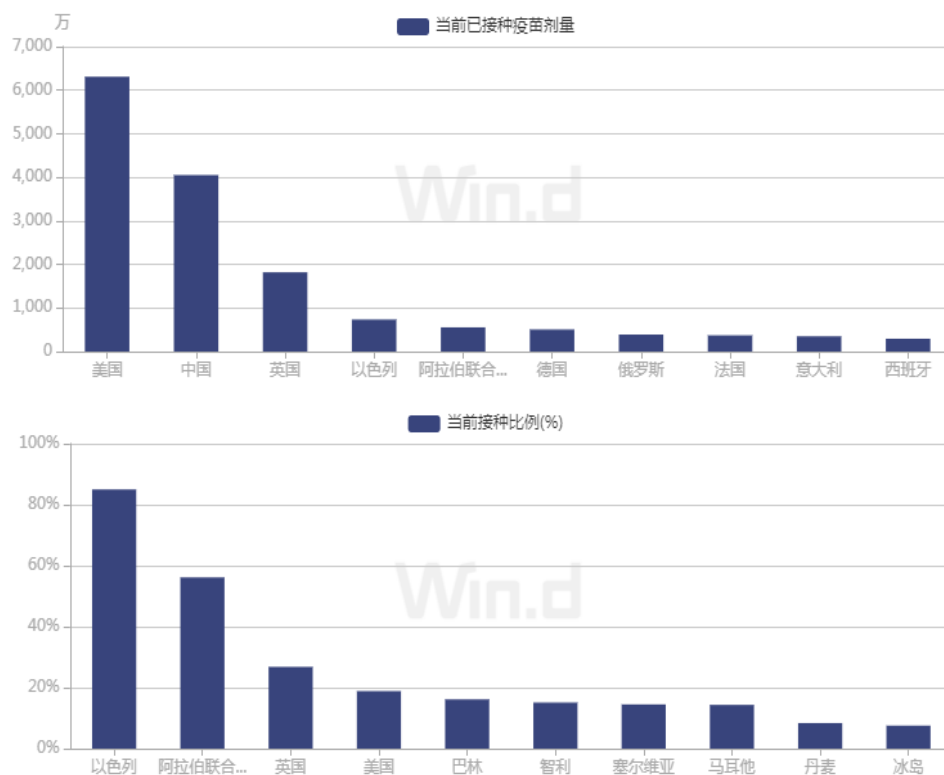
理性投资，风险自担

疫苗接种与全球经济复苏高度相关

WHO: 全球: 确诊病例: 新冠肺炎: 当日新增

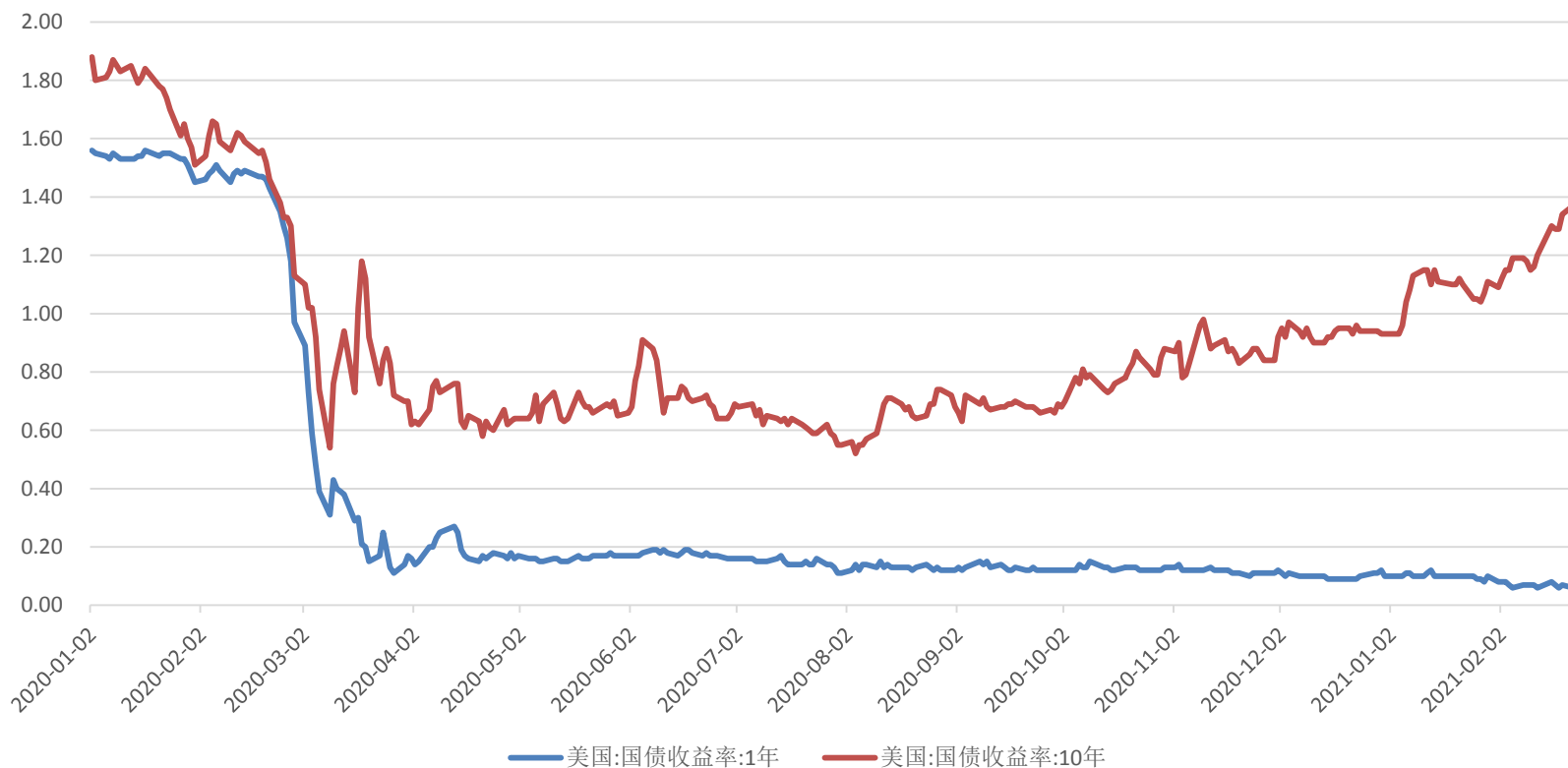


全球疫苗接种进度



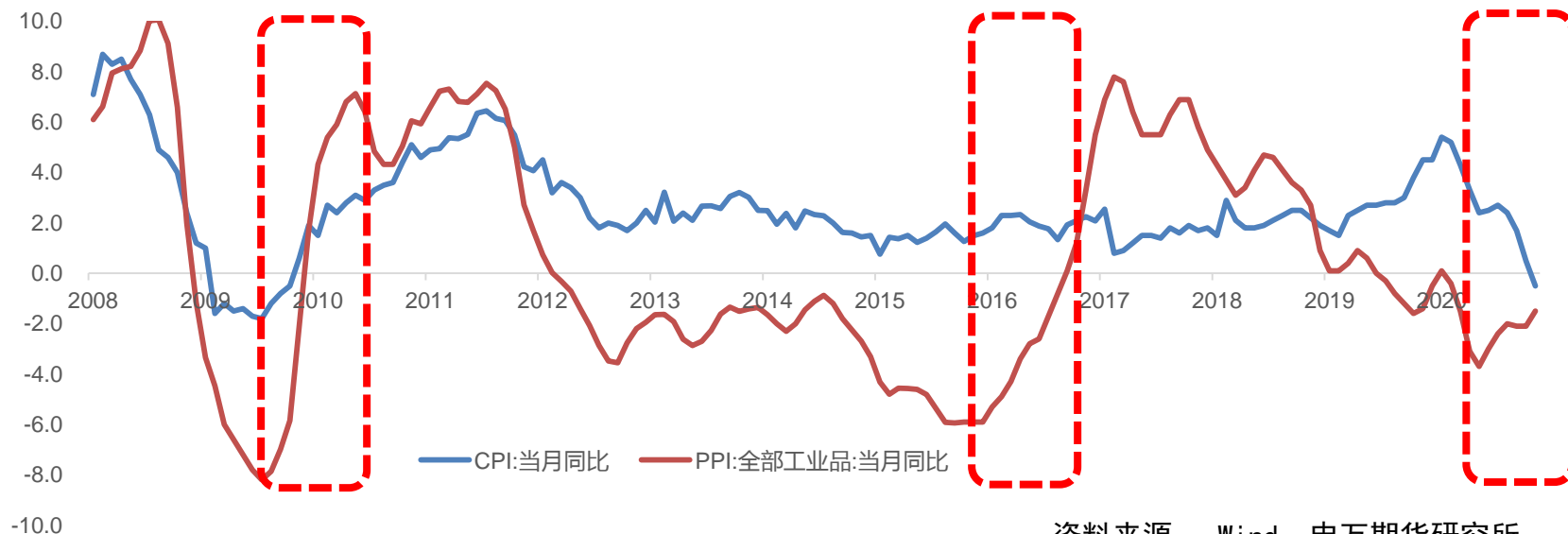
国债收益率上行：美国经济复苏和全球通胀预期

美国长端国债收益率上行



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

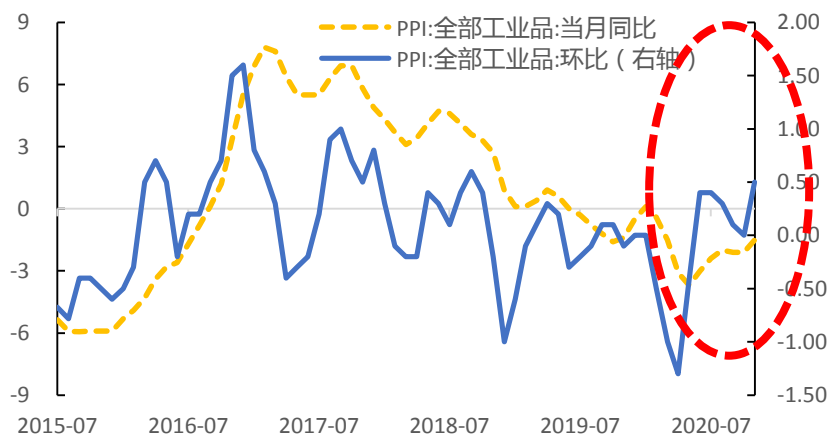
- **工业品价格周期的第三次启动：**11月工业品价格大幅上涨，国际原油价格、CRB现货指数、PPI出厂价格指数等明显上行，拉动PPI低位回升。
- **消费品的下行。**受去年同期高基数影响，猪肉价格同比从上月的-2.8%大幅降至-12.5%，影响CPI同比下降约0.6个百分点，是CPI大幅回落的主要原因。非食品价格的低迷反映出近期内需改善对价格指标的传导仍不明显。
- **物价的阶段性变化短期内不会改变货币政策，政策重心仍将围绕防风险。**

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

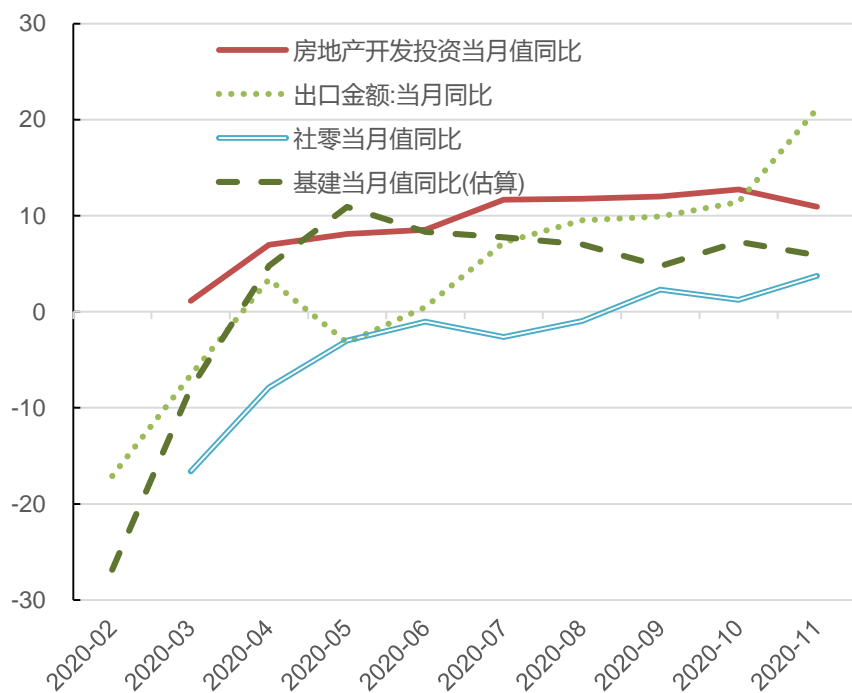
主要工业生产资料类型	对应价格/指数	近30日涨跌幅度	近90日涨跌幅度	2020年以来涨跌幅度	截止日期
IPE布油	期货收盘价(连续):IPE布油	7.08%	22.76%	-22.49%	2020/12/24
IPE轻质原油	期货收盘价(连续):IPE轻质原油	7.47%	20.38%	-21.16%	2020/12/24
动力煤	市场价:动力煤(Q5500,山西产):秦皇岛	20.66%	24.17%	36.03%	2020/12/25
铁矿石	中国铁矿石价格指数(CIOPI)	28.62%	38.79%	73.83%	2020/12/25
螺纹钢	价格:螺纹钢:HRB400 20mm:全国	6.91%	17.40%	14.92%	2020/12/25
水泥	水泥价格指数:全国现货平均价(重量箱):	0.05%	6.12%	-6.91%	2020/12/25
浮法玻璃	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（%）

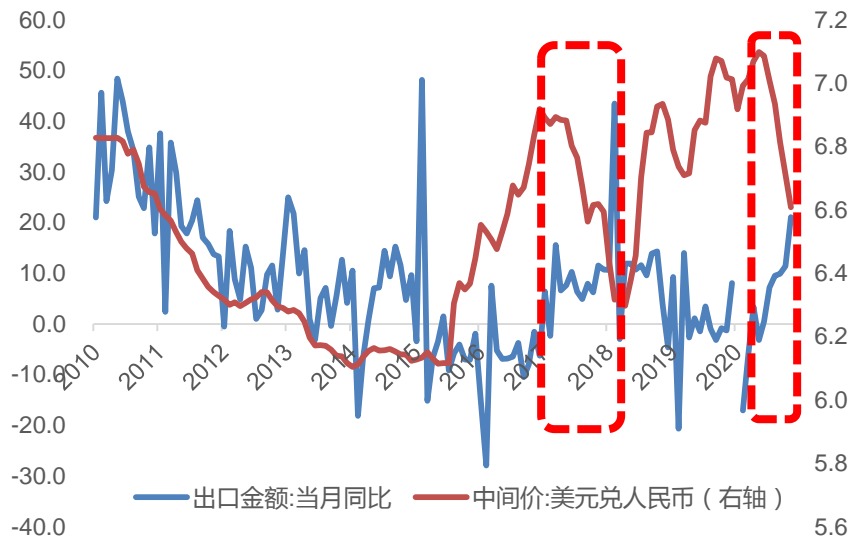


但是，土地供应成交面积已开始下降

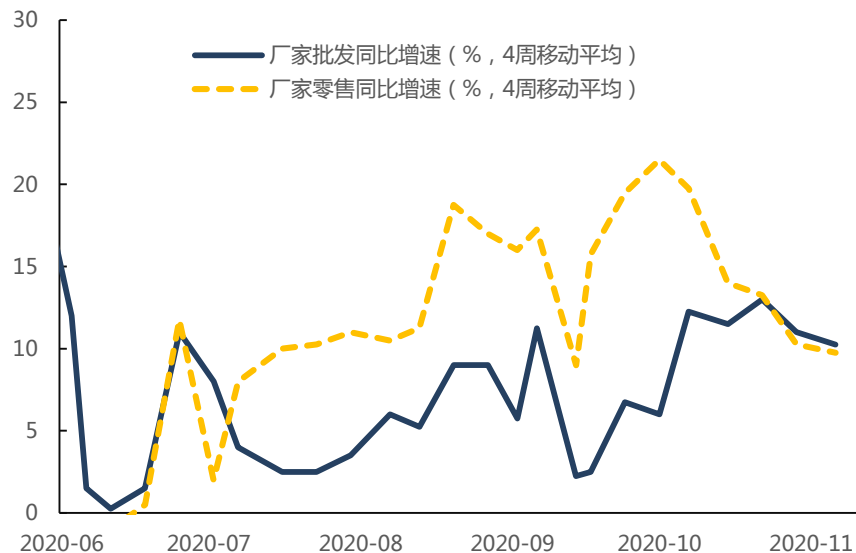


经济复苏结构（3）：超预期出口和汽车销售遇挑战

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

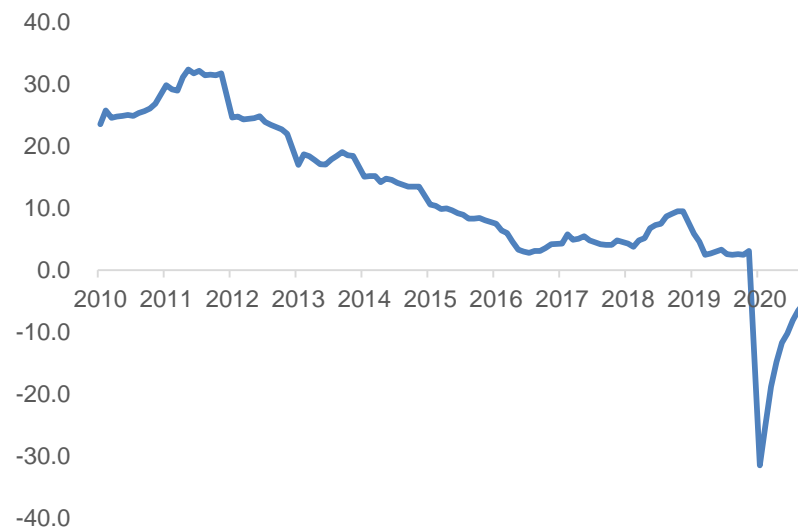
- **出口结构需求仍在。**疫情控制的时间差支撑国内出口需求增长，但随着海外生产恢复以及人民币的快速升值，出口难以保持高速增长。
- **消费仍有缓慢复苏的基础。**随着收入差距的拉大、居民杠杆的增加，以及内部风险的隐现（蛋壳），导致消费需求增长乏力；虽然在政策和库存因素推动下，汽车消费受到提振，但持续性成疑。利好在于国内后疫情期消费信心修复，消费仍有缓慢复苏的基础。

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（%）

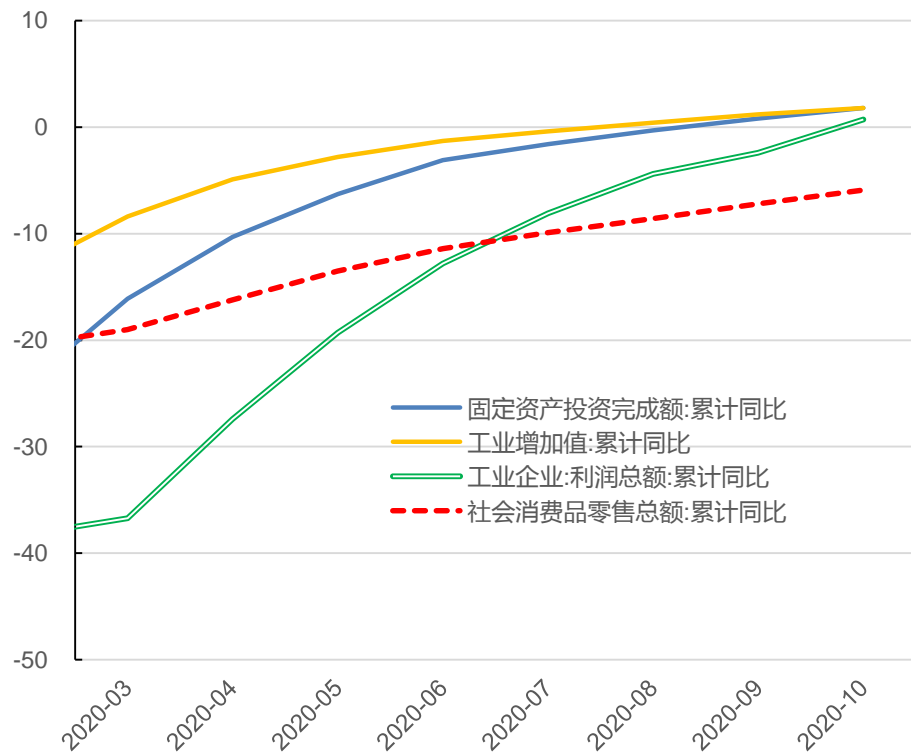


资料来源： Wind，申万期货研究所

- 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

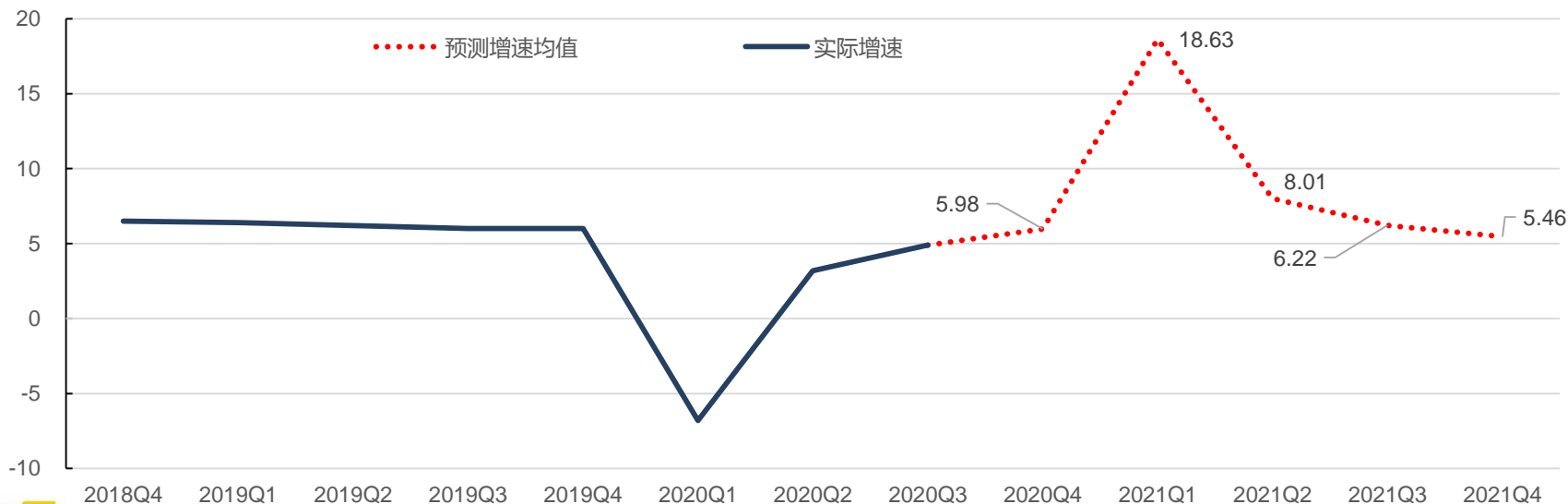
- **生产持续稳定复苏。**疫情风险较小，出口需求持续，投资稳定，均支撑生产稳定。
- **消费缓慢恢复。**内外双循环的实现，需要国内消费支撑；国内疫情得到控制，也使得消费信心不断修复。
- **投资保持温和托底。**复苏进程中投资的作用不可或缺，但随着复苏加快，投资快速增长可能性逐渐降低。
- **出口结构需求仍在。**疫情控制的时间差支撑国内出口需求增长，但随着海外生产恢复和人民币加速升值，出口难以保持高速增长。
- **综合：**由于2020年GDP总量较低，结合基数效应，上半年经济数据反弹力度较大，估计**2021年经济增速在8.2-8.9%的区间。**

	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

疫情缓解强化宏观复苏预期

2

宏观流动性拐点已经确定

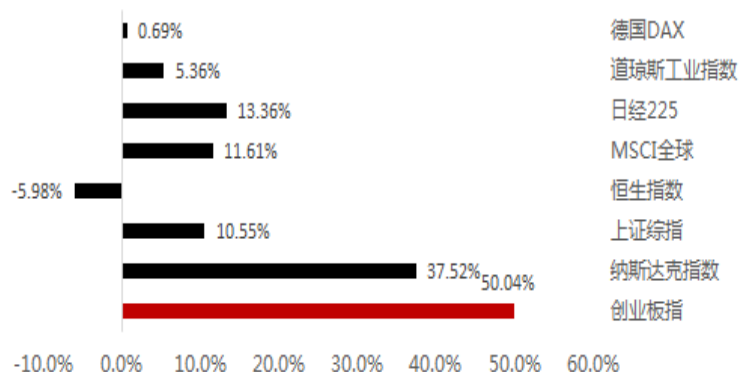
3

股市流动性与股指期货展望

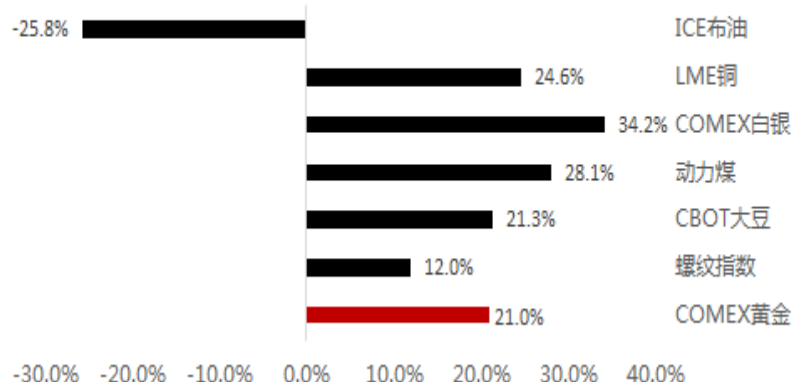
理性投资，风险自担

2020年流动性刺激全球资产普涨

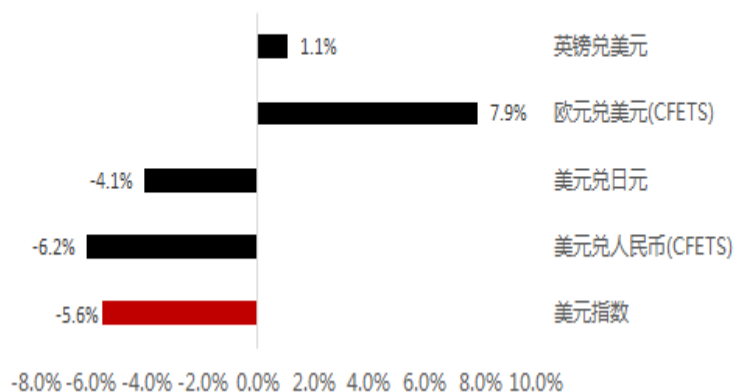
2020年以来主要股票指数表现



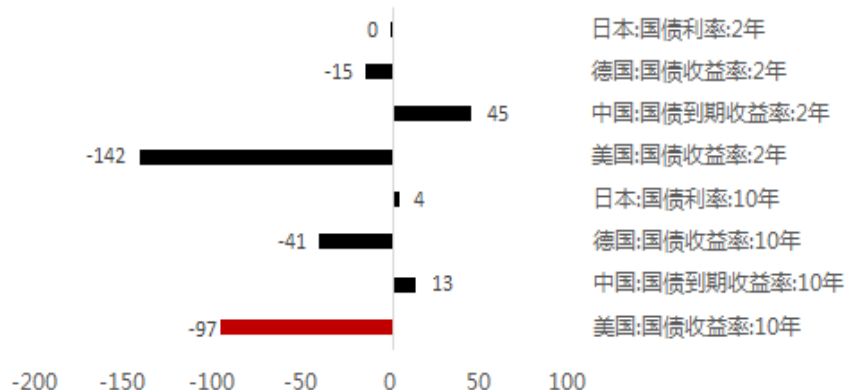
2020年以来主要商品表现



2020年以来主要货币表现

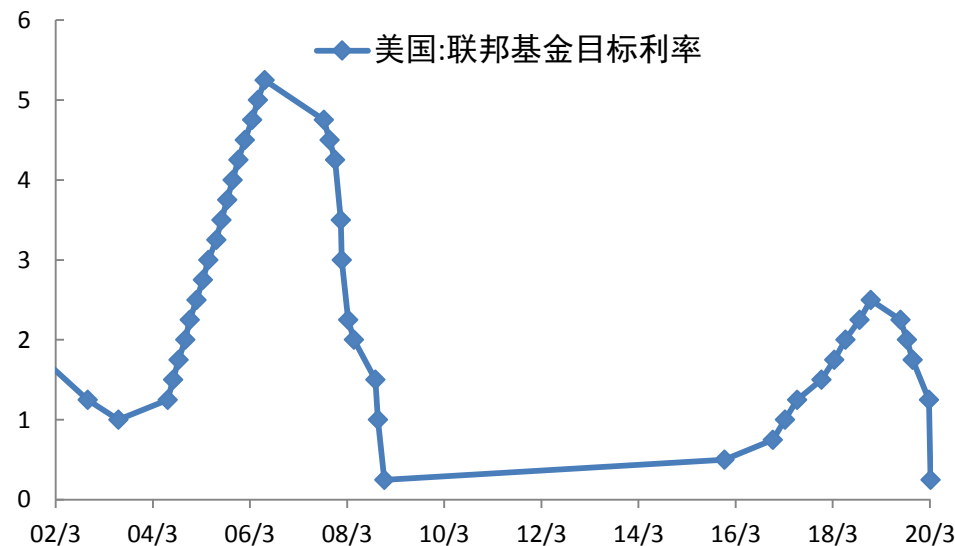


2020年以来主要国家国债收益率涨跌 (BP)

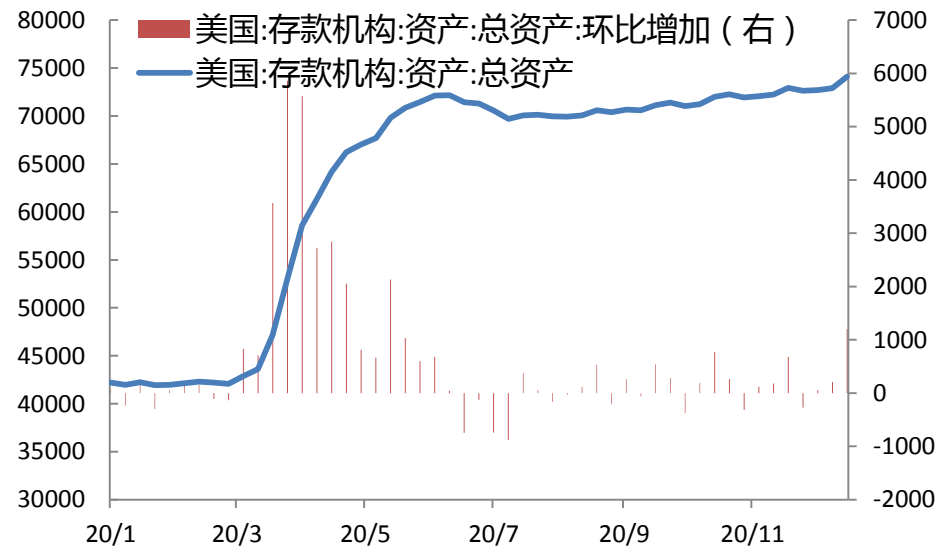


海外政策：美联储资产负债表继续小幅扩张

美联储基金目标利率 (%)



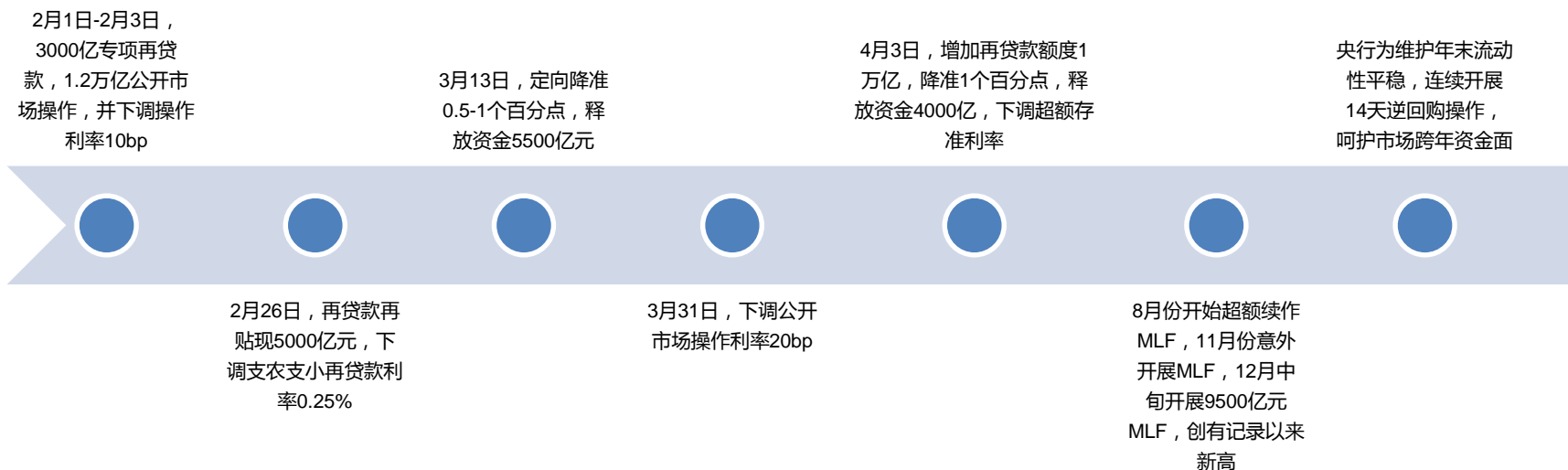
美国存款机构资产负债表 (亿美元)



资料来源：Wind，申万期货研究所

- 3月份美联储利率已经降至0%-0.25%的低位，同时启动量化宽松计划，推出 unlimited 按需买入美债和MBS计划。美联储资产负债表此前快速扩张，不过4月份之后扩张速度有所放缓，5月份有所收缩。
- 下半年以来，资产负债表继续小幅扩张，美联储表示将继续购买债券，直至目标取得实质性进展，美联储官员们预计会维持0利率至2023年。

货币政策（1）：2020年下半年已经开始转向

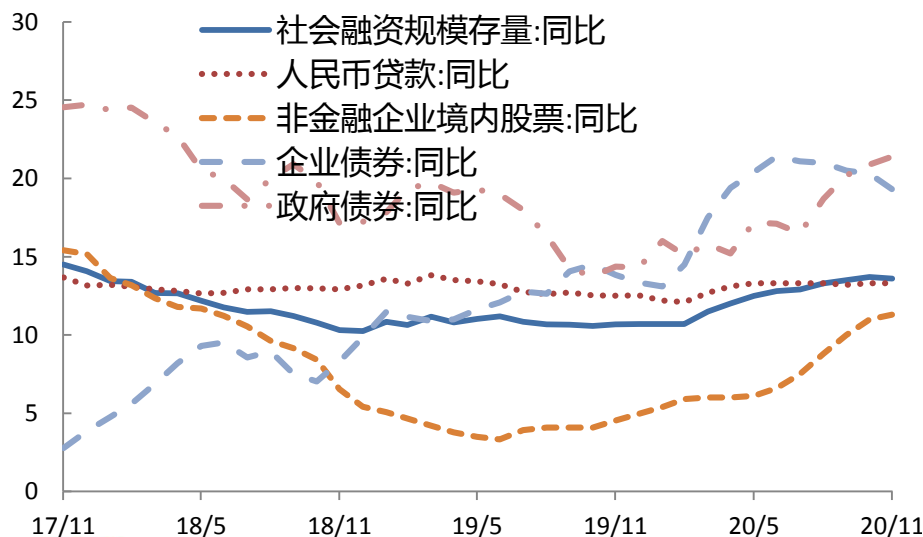


- 疫情发生后，央行货币政策宽松力度加大，多次增加再贷款额度、降准和下调政策利率。但5月份以来，央行连续暂停公开市场操作，政策利率下调预期落空，6月份央行MLF操作净回笼5400亿元，7月份仅等额续作到期MLF资金。
- 8月份起央行开始超额续作MLF，当月净投放1500亿元，9月份净投放4000亿元，但随着地方债的大量发行，资金面仍小幅收敛，LPR利率也连续保持不变。11月份意外开展MLF，12月中旬开展9500亿元MLF，创有记录以来新高。
- 央行为维护年末流动性平稳，连续开展14天逆回购操作，呵护市场跨年资金面。

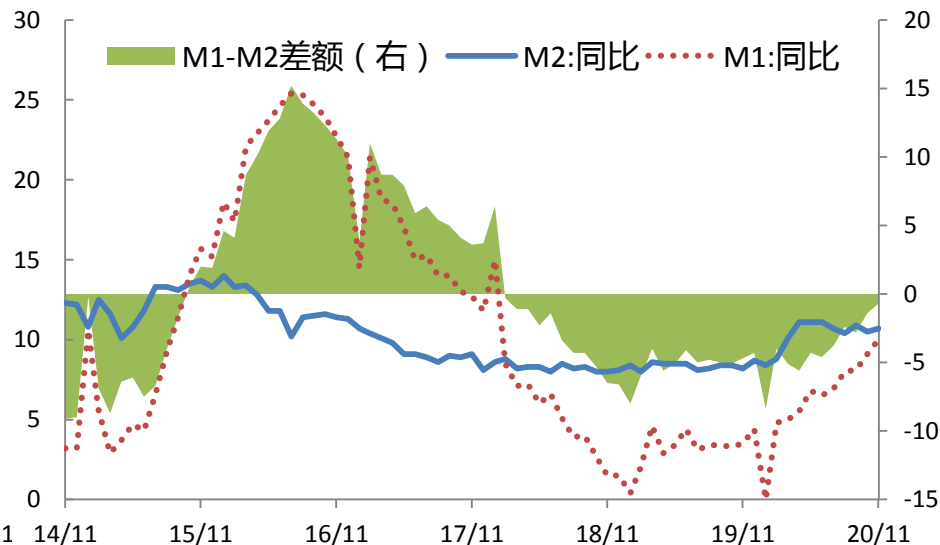
货币政策（2）：金融数据高增后面临回落

- 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（%）



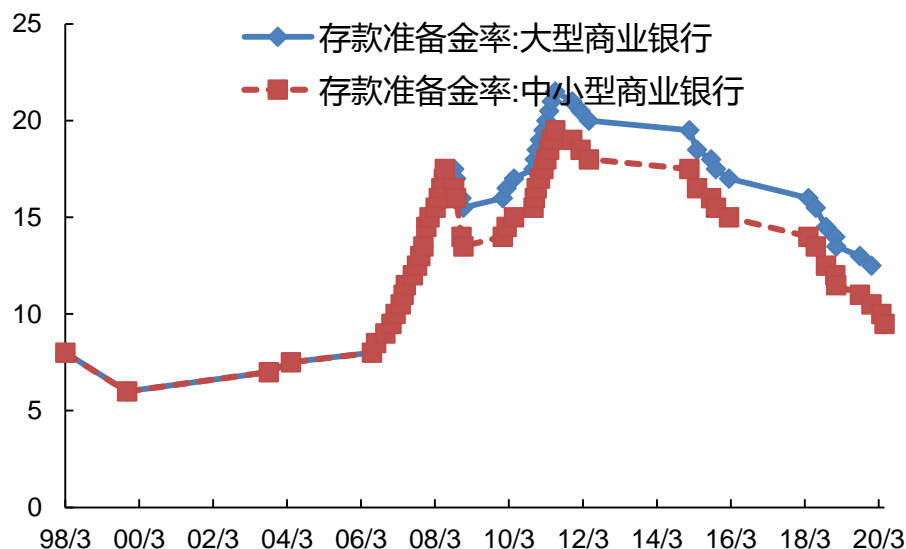
M2、M1及其差额同比走势（%）



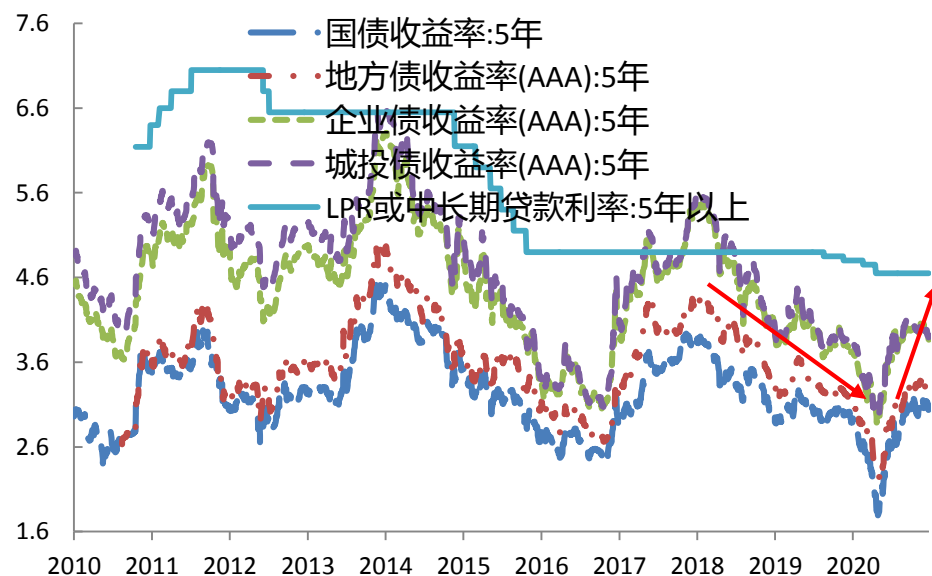
货币政策（3）：灵活精准、合理适度

- 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（%）



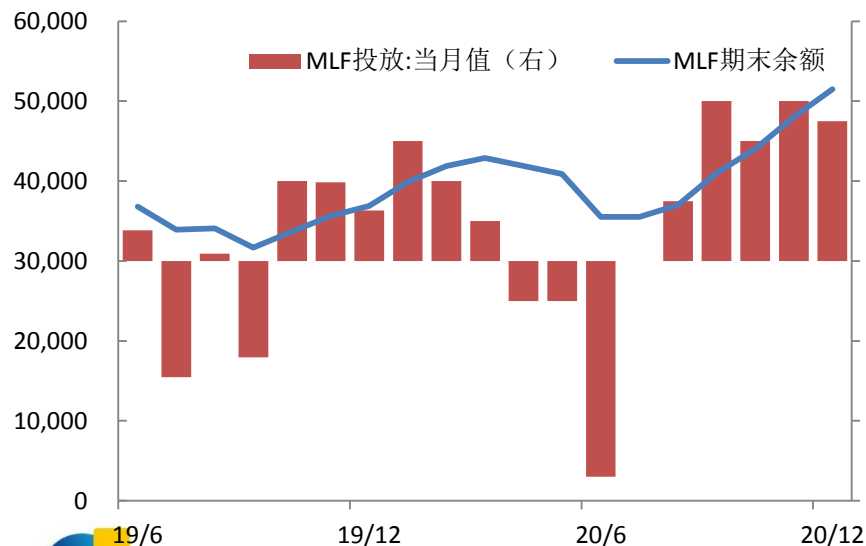
各市场主体利率走势（%）



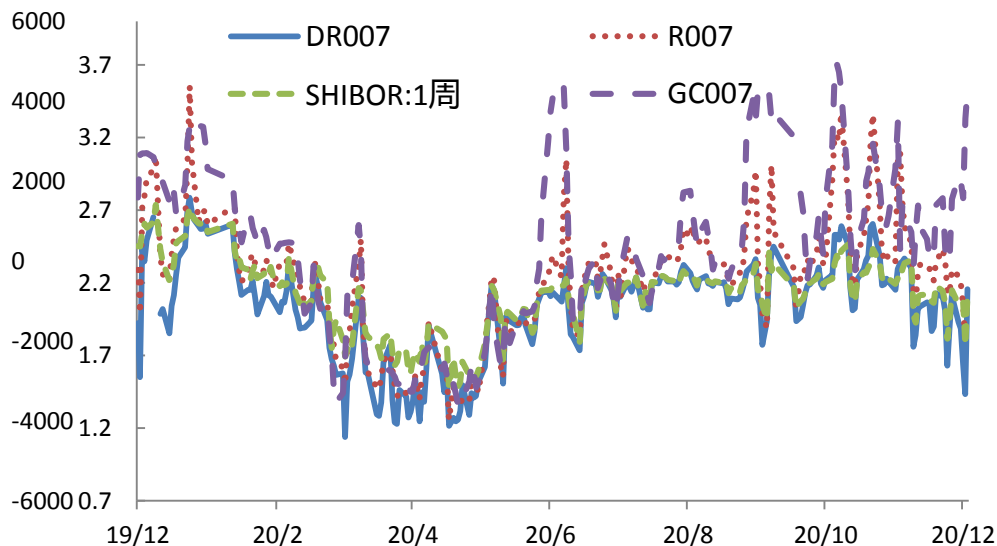
目前央行操作稳健，呵护市场资金面

- 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。除交易所回购利率外，其余货币市场利率均低于公开市场操作利率2.2%的水平，也低于前两个月的均值水平，市场资金面偏松。

MLF期末余额和当月投放值 (%)



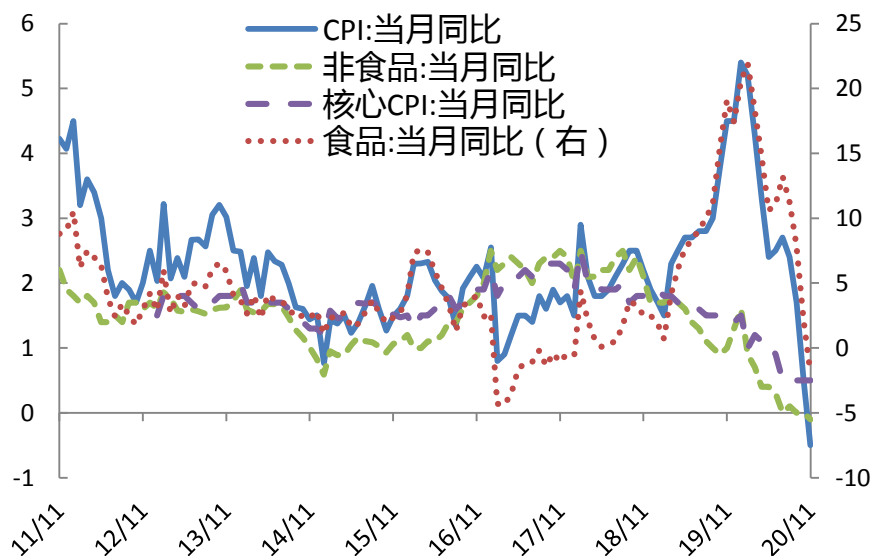
货币市场资金面 (%)



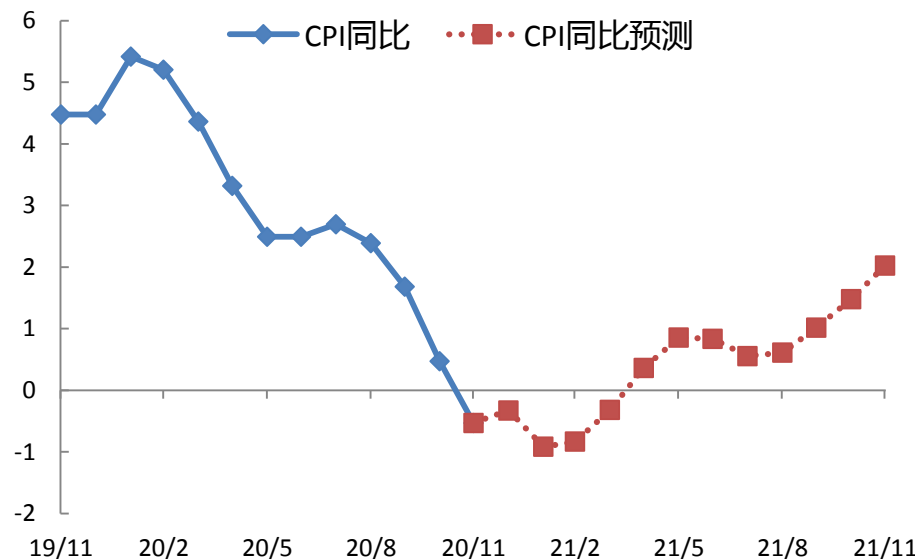
生猪出栏增加30%，CPI回升压力较小

- 12月份，全国居民消费价格同比上涨0.2%。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 (%)



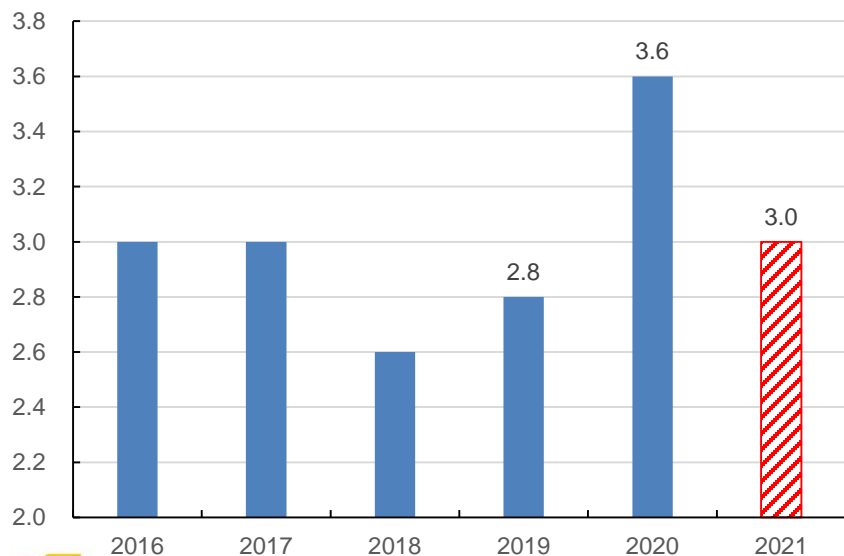
CPI走势预测 (%)



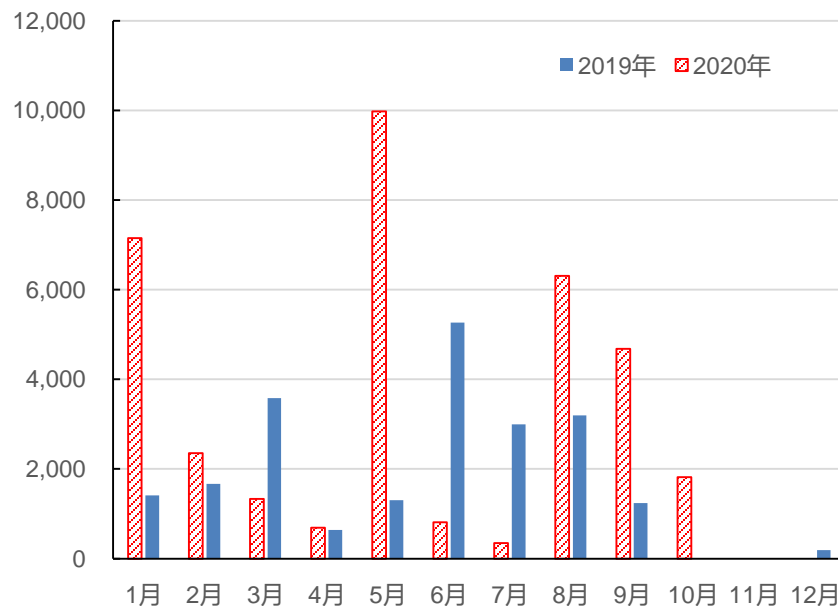
积极财政要提质增效，更可持续

- 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）



目 录

1

疫情缓解强化宏观复苏预期

2

宏观流动性拐点已经确定

3

股市流动性与股指期货展望

理性投资，风险自担

资产价格驱动分析：经济复苏与通胀预期

- 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）经济温和复苏，货币政策保持中性，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涨。
- 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

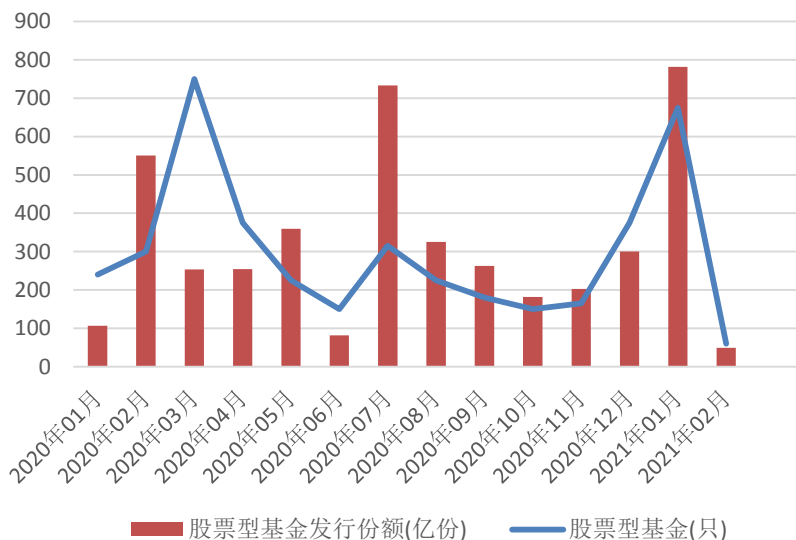
库存

影响偏于短期

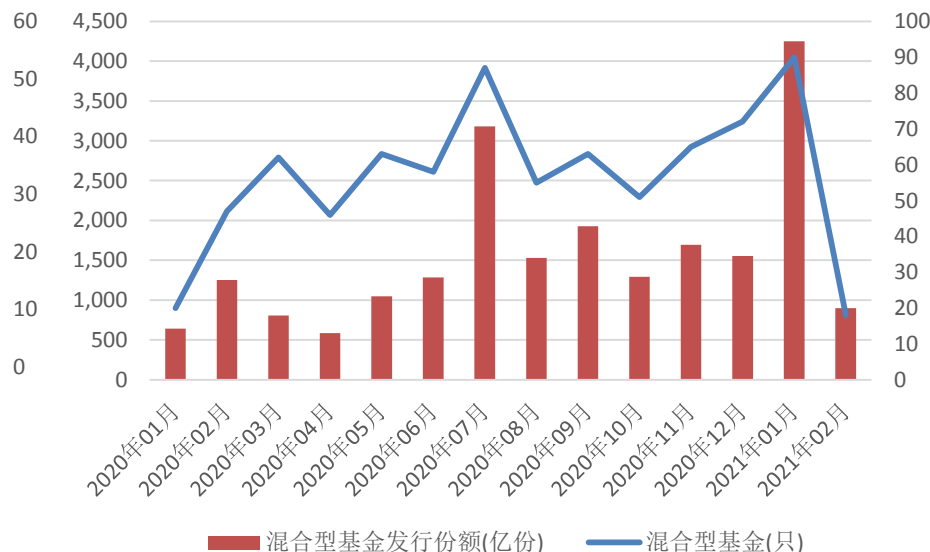
公募基金发行速度不减

- 基金的火爆主要和以下几个方面有关：1) 2020年基金业绩优异，大幅好于个人投资者，这一现象加速了股市的机构化，以前偏好自己交易的投资者可能更有意愿将资金交付给专业的机构投资者；2) 权益市场向好加速资金流入。整体上我们认为2021年一季度我国经济稳健复苏和政策不急转弯下我国股市仍有较好的上行基础，这也加速了资金在年初增配权益；3) 政策在支持资金增配权益市场，包括养老资金提升权益投资比例等措施的出台，都是希望各类机构资金和个人资金能成为A股的长期资金。

股票型基金发行只数和规模



混合型基金发行只数和规模



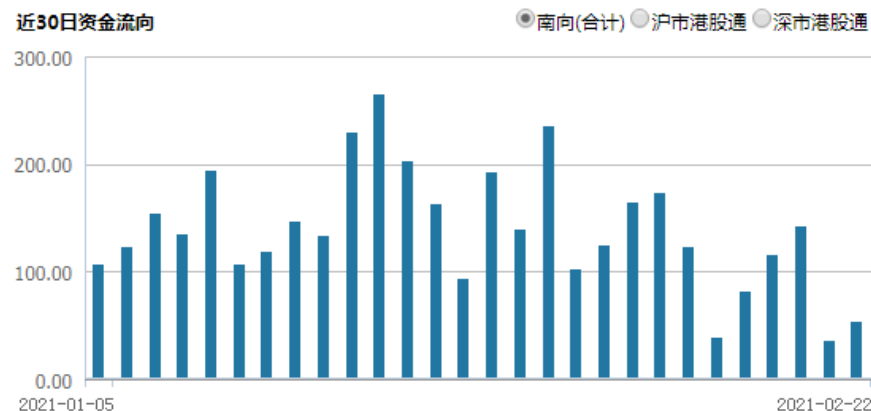
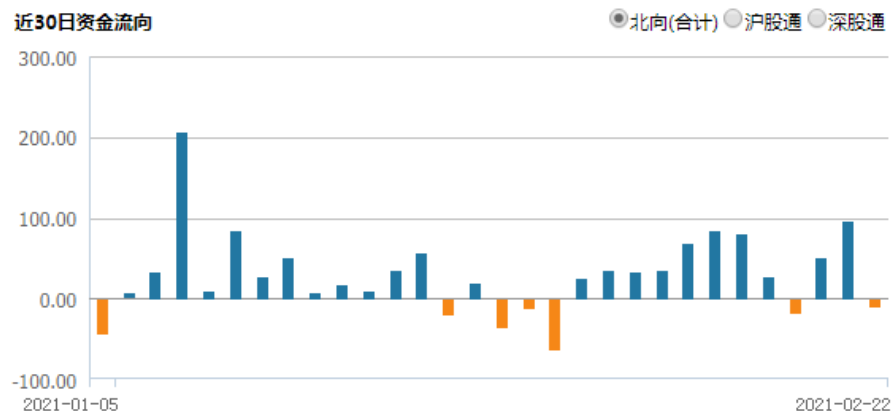
公募基金存续规模

基金类型	数量合计(只)	占比(%)	份额合计(亿份)	占比(%)	资产净值合计(亿元)	占比(%)
股票型基金	1,331	17.49	13,050.98	7.25	19,443.3928	9.37
普通股票型基金	431	5.66	4,273.28	2.37	7,439.4800	3.59
被动指数型基金	771	10.13	8,038.02	4.46	10,732.3706	5.17
增强指数型基金	129	1.69	739.68	0.41	1,271.5422	0.61
混合型基金	3,337	43.84	37,076.96	20.59	54,729.9581	26.38
偏股混合型基金	1,324	17.40	21,418.36	11.90	32,373.5063	15.61
平衡混合型基金	105	1.38	1,290.18	0.72	1,794.9228	0.87
偏债混合型基金	470	6.18	5,767.47	3.20	6,296.2374	3.04
灵活配置型基金	1,438	18.89	8,600.95	4.78	14,265.2915	6.88
债券型基金	2,390	31.40	47,356.47	26.30	50,595.3554	24.39
中长期纯债型基金	1,599	21.01	36,075.34	20.04	37,386.4407	18.02
短期纯债型基金	178	2.34	2,481.45	1.38	2,609.4615	1.26
混合债券型一级基金	91	1.20	856.11	0.48	1,074.0083	0.52
混合债券型二级基金	364	4.78	4,069.27	2.26	5,399.7331	2.60
被动指数型债券基金	157	2.06	3,873.65	2.15	4,124.8120	1.99
增强指数型债券基金	1	0.01	0.65	0.00	0.8998	0.00
货币市场型基金	332	4.36	80,822.47	44.89	80,516.6263	38.81
另类投资基金	54	0.71	669.91	0.37	867.1907	0.42
股票多空	25	0.33	458.56	0.25	570.3428	0.27
商品型基金	28	0.37	211.05	0.12	265.9710	0.13
REITs	1	0.01	0.30	0.00	30.8768	0.01
QDII基金	167	2.19	1,079.73	0.60	1,287.0788	0.62
国际(QDII)股票型基金	84	1.10	716.14	0.40	813.2791	0.39
国际(QDII)混合型基金	36	0.47	156.05	0.09	262.2187	0.13
国际(QDII)债券型基金	28	0.37	108.69	0.06	146.3827	0.07
国际(QDII)另类投资基金	19	0.25	98.86	0.05	65.1984	0.03
全部基金	7,611	100.00	180,056.53	100.00	207,439.6020	100.00

资金大幅南下加仓港股

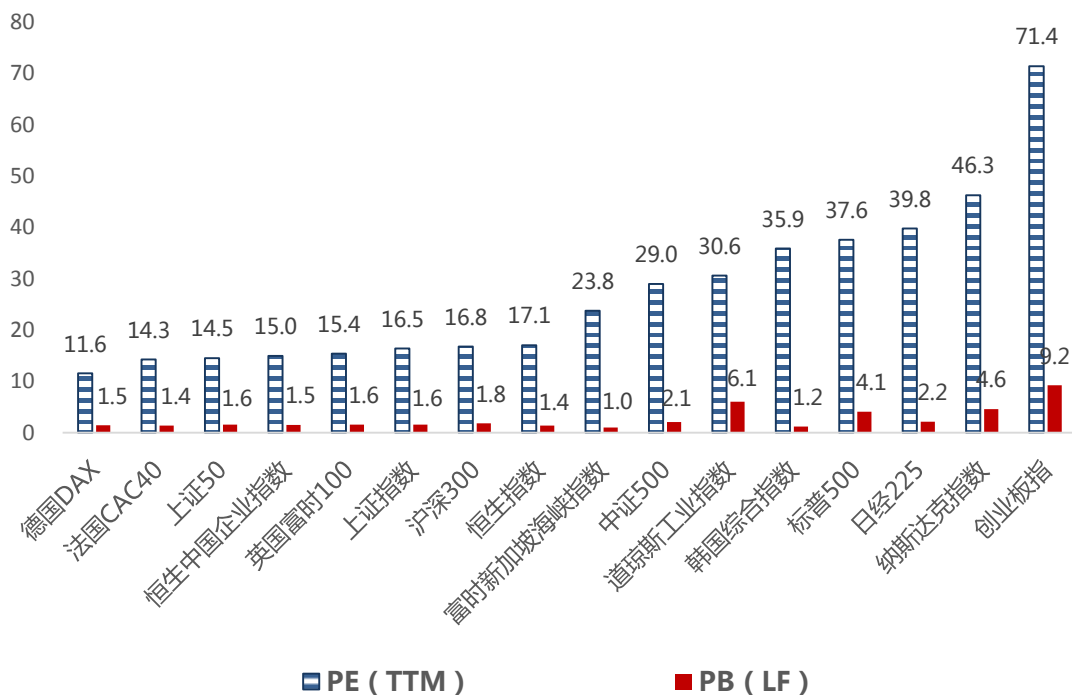
北向 (截止: 2021-02-22) CNY			
	合计	沪股通	深股通
最新	-11.14	-4.92	-6.22
本周合计	-11.14	-4.92	-6.22
本月合计	476.11	131.62	344.50
本年合计	875.68	236.35	639.33
近3月	1,665.97	744.02	921.96
近6月	1,699.06	714.67	984.39
开通以来	12,899.77	6,424.59	6,475.18

南向 (截止: 2021-02-22) HKD CNY			
	合计	沪市港股通	深市港股通
最新	54.02	3.09	50.93
本周合计	54.02	3.09	50.93
本月合计	930.23	304.96	625.28
本年合计	4,036.47	1,716.64	2,319.83
近3月	4,837.29	1,979.33	2,857.96
近6月	6,655.43	2,869.53	3,785.91
开通以来	21,340.51	12,747.22	8,593.28



资金大幅南下加仓港股

- 截至1月26日，恒生指数和恒生国企指数的市盈率分别为17.1倍和 15.0倍，市净率分别为1.4倍和1.5倍，而道琼斯指数、纳斯达克指数、标普500指数、富时100指数、日经225指数的市盈率分别为30.6倍、46.3倍、15.4倍和39.8倍，市净率分别为6.1倍 、4.6倍、1.6倍和2.2倍。相比较而言，估值有较大的优势。



A股投资机构化进程仍将持续

基金类别	今年以来总回报 (%)
全部基金	23.42%
普通股票型基金	55.40%
偏股混合型基金	53.91%
国际(QDII)混合型基金	42.48%
灵活配置型基金	38.26%
增强指数型基金	35.36%
平衡混合型基金	30.82%
被动指数型基金	26.94%
国际(QDII)股票型基金	17.38%
偏债混合型基金	13.18%
商品型基金	12.95%
增强指数型债券基金	12.68%
混合债券型二级基金	8.62%
股票多空	8.15%
REITs	6.58%
混合债券型一级基金	4.36%
中长期纯债型基金	2.60%
短期纯债型基金	2.26%
被动指数型债券基金	2.22%
货币市场型基金	2.01%
国际(QDII)债券型基金	0.56%
国际(QDII)另类投资基金	-16.64%

***数据截止2020年12月25日

- 当前我国散户持股比例依然较高，但随着注册制的推行，未来市场更考验投资人的专业选股能力，有望进一步推动股市的机构化、指数化，从而提升机构持股市值比例。
- 2020年收官在即，公募基金新募集产品规模已刷新历史最高纪录，达3.04万亿元！这是中国基金业22年历史上第一次出现一年新基金成立规模超过3万亿元。
- 基金业绩表现大幅好于个人。Wind统计显示，截至12月25日，今年以来各类基金大幅飘红，以普通股票型基金的平均收益率最高，为55.40%，其次是偏股混合型基金，为53.91%，而基金市场整体平均收益率为23.42%。
- 2021年预计将有3000亿元保险资金流入A股。
- 政策在积极引导银行理财资金入市。

外资和杠杆资金与股指表现密切相关

- 外资和杠杆资金的流向能很大程度上影响股指涨跌方向以及涨跌程度。

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%

预计2021年将有约2000亿北向资金流入A股

序号	代码	指数简称	今年以来涨跌幅 (%)	PE (TTM)	PB (LF)
1	GDAXI.GI	德国DAX	2.4%	11.6	1.5
2	HSCEI.HI	恒生中国企业指数	-5.6%	13.2	1.3
3	000016.SH	上证50	15.5%	13.9	1.5
4	FCHI.GI	法国CAC40	-7.2%	14.3	1.4
5	FTSE.GI	英国富时100	-12.9%	15.4	1.6
6	HSI.HI	恒生指数	-5.4%	15.6	1.3
7	000300.SH	沪深300	22.5%	15.6	1.7
8	000001.SH	上证指数	11.6%	15.8	1.5
9	STI.GI	富时新加坡海峡指数	-10.9%	25.0	1.0
10	000905.SH	中证500	19.8%	28.0	2.0
11	DJI.GI	道琼斯工业指数	5.7%	29.7	6.4
12	KS11.GI	韩国综合指数	26.1%	31.7	1.1
13	SPX.GI	标普500	14.6%	35.8	4.0
14	N225.GI	日经225	13.3%	37.5	2.0
15	IXIC.GI	纳斯达克指数	41.1%	46.3	4.6
16	399006.SZ	创业板指	54.9%	59.3	7.7

- ◆截至三季度末外资持有A股市值占比约为3.3%，相较于台湾、韩国等超过30%的比例，空间很大。
- ◆我们预计2021年将有约2000亿北向资金流入A股，主要原因在于：
 - ◆1) 由于我国在2020年率先实现经济复苏，出口数据超预期，人民币自6月以来大幅升值将近9%，相较全球其他资产人民币资产显得更有吸引力。
 - ◆2) 2021年我国将延续经济复苏，且当前A股估值相较而言依然较低，股指仍有较好的上涨空间，能吸引外资继续增加配置。
 - ◆3) 金融业加速对外开放，为外资流入创造更便利的环境。

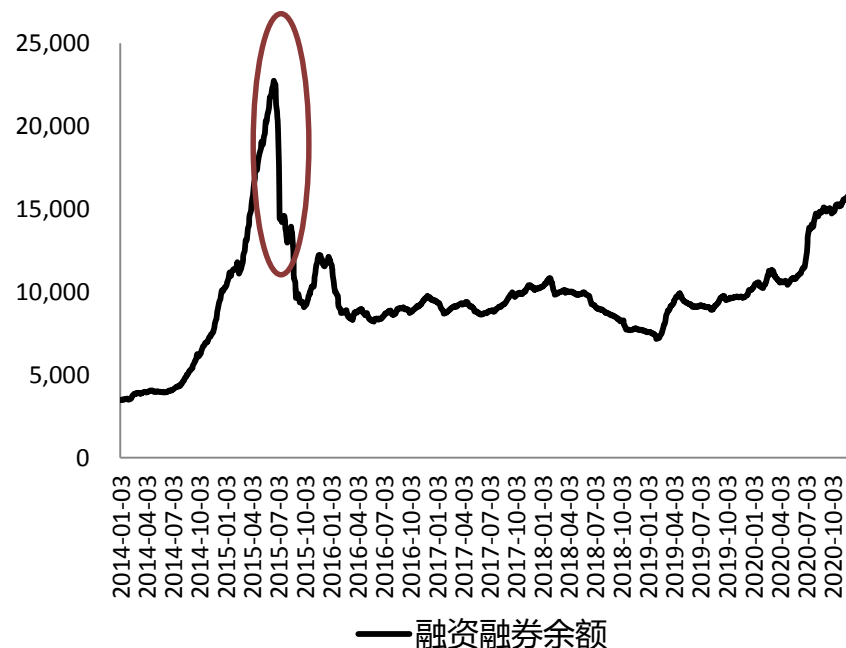
日期	外资持有股票市值 (亿)	外资持有股票市值占A股总市值 (%)	QFII&RQFII测算值 (右轴)	QFII&RQFII占比 (%)	沪深港通持股市值 (右轴)	沪深港通占比 (%)
2016/12/31	6,492	1.17%	4,790	73.78%	1,702	26.22%
2017/12/31	11,747	1.86%	6,604	56.22%	5,143	43.78%
2018/12/31	11,517	2.37%	5,000	43.41%	6,518	56.59%
2019/12/31	21,019	3.20%	6,840	32.54%	14,178	67.46%
2020/9/30	27,509	3.26%	10,460	38.02%	17,049	61.98%

***外资持有我国股票市值使用央行季度公布的数据：境外机构和个人持有境内人民币股票金融资产。

预计2021年将有约3500亿杠杆资金流入A股

- 2019年、2020年分别有3637.35亿元、4619.98亿元（截至12月16日）杠杆资金流入A股。
- 我们预计2021年约有3500亿元杠杆资金流入A股，和2019年的水平相当。主要原因在于：
 - 1) 2021年股指预计仍会以震荡上行为主，会跟随行情缓慢提升；
 - 2) 流动性合理充裕下，杠杆资金不会急剧增加。

日期	累计融资余额	季度资金变化	年度变化
2019/3/29	9,132.20	1,642.30	2,714.86
2019/6/27	9,065.40	-66.80	2,648.06
2019/9/30	9,372.55	307.15	2,955.21
2019/12/31	10,054.69	682.14	3,637.35
2020/3/31	10,474.06	419.37	419.37
2020/6/29	11,193.71	719.65	1,139.02
2020/9/30	13,885.96	2,692.25	3,831.27
2020/12/16	14,674.67	788.71	4,619.98



2021年权益市场：信用收缩下收益主要来自业绩表现

经济增速回升

- ❖ 2020年GDP基数低，2021年一季度GDP同比增速有望达到两位数
- ❖ 经济稳健复苏，上市公司业绩有所改善
- ❖ 信用收紧下股市难出现全面估值抬升

政策推动制造业强国建设

- ❖ 制造业强国建设，新基建和老基建同步发力
- ❖ 加快建设科技强国，强化国家战略科技力量，提升企业技术创新能力
- ❖ 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下提升消费占GDP比重

资金

- ❖ 公募基金、保险资管、养老基金等机构资金继续流入股市
- ❖ 房地产调控下，居民权益配置有望提升
- ❖ 加快金融业对外开放叠加人民币升值，外资加速流入中国

海外市场风险

- ❖ 中美关系反复，美国继续打压中国科技企业
- ❖ 高估值美股下跌回调拖累A股风险

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。