

金融期货部

## 春暖花开，期指孕育新机会

赵晶 高级分析师

010-85113256

zhaoj@yafco.com

F0248361 Z0001635

## 摘要

2020 年是不同寻常的一年，市场因为新冠的影响更为复杂多变，期指再度经历大起大落走势。年初在科技股普遍走强的带动下，市场迎来了 2020 年的开门红，但涨势未能持续太久，之后新冠疫情爆发，指数迅速回落，不过伴随国内防控措施不断升级，疫情很快得以控制，国内经济逐步恢复，指数触底反弹，并在 6 月至 7 月初开始了一轮颇具规模的升势，此后指数陷入区间震荡走势，直至 11 月三大期指重拾升势，IF、IH 及 IC 主力合约 2020 年全年涨幅分别为 27.33%、18.77% 和 20.53%，其中 IF 及 IH 表现突出，相继创近年来新高。

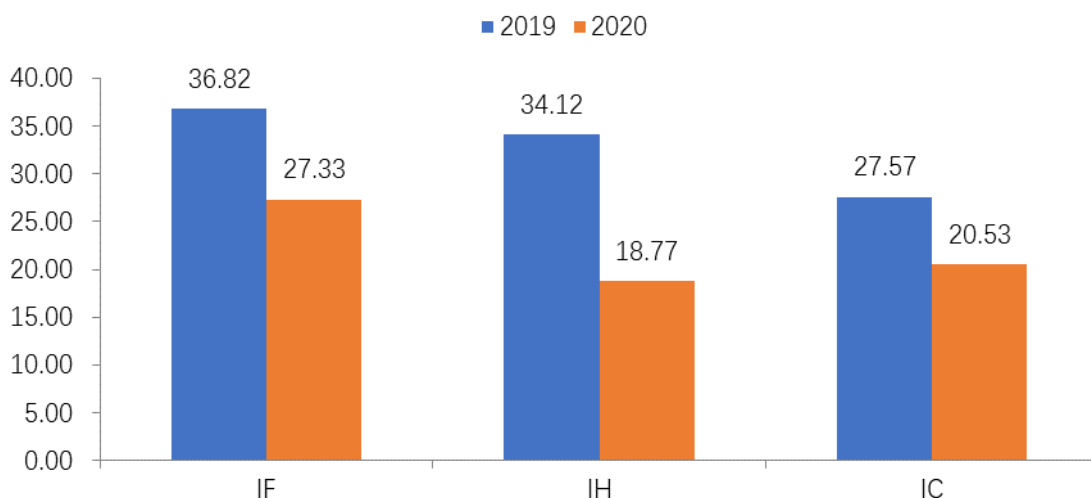
A 股的当前估值水平较年初出现了显著上升，同时上证 50 及沪深 300 等蓝筹指数估值已经达到近五年来最高水平，中证 500、中小板及创业板指数较 2016 年年初仍然有一定差距。此外，从上年三季度营收和利润同比增速情况看，中小创恢复速度整体快于大盘蓝筹。

2020 年全年受到诸多不确定性因素影响，但整体看，由于国内政策快速有效，促使了经济在短期内迅速呈现 V 型反转的走势。2021 年货币政策进一步放松的概率极低，但同时也不会就此转向紧缩，预计宽松的政策仍将持续，此外财政政策仍将继续发力，基建投资有望在 2021 年上半年发挥更为突出的作用。受此支撑，国内经济有望进一步复苏，这一局面在全球经济仍然复苏缓慢的情况下尤为突出，预计期指这一背景下，2021 年上半年仍有望继续攀升，因而中长期依然维持偏多思路。

## 一、新冠疫情影响下的 2020

2020 年是不同寻常的一年，市场因为新冠的影响更为复杂多变，期指再度经历大起大落走势。年初在科技股普遍走强的带动下，市场迎来了 2020 年的开门红，但涨势未能持续太久，之后新冠疫情爆发，指数迅速回落，不过伴随国内防控措施不断升级，疫情很快得以控制，国内经济逐步恢复，指数触底反弹，并在 6 月至 7 月初开始了一轮颇具规模的升势，此后指数陷入区间震荡走势，直至 11 月三大期指重拾升势，IF、IH 及 IC 主力合约 2020 年全年涨幅分别为 27.33%、18.77% 和 20.53%，其中 IF 及 IH 表现突出，相继创近年来新高。

图1：2020 年三大期指涨跌幅



数据来源：wind、永安期货研究院

仔细回顾 2020 年期指走势，可以分为一下几个时段。

第一时段，2020 年 1 月至 3 月。

2020 年初，科技股板块持续走强，市场看多氛围升温，三大期指均有不同程度上涨，但此轮上涨未能持续太久，伴随 1 月下旬国内新冠疫情的发生，指数在春节前几个交易日快速走低。春节后，随着疫情进一步发展，指数一度探底，但很快止跌反弹，并收复此前跌势。3 月之后，虽然国内疫情有明显缓解，但伴随国际疫情持续发展以及原油价格的大幅走低，外围市场显著回落，受此影响期指经过短暂震荡之后结束此前的反弹走势，转而下行，当月 IF、IH 及 IC 全线大跌，主力合约涨幅均超过 5%，其中前期表现突出的 IC 跌幅最大，当月下跌 8.49%，IF 紧随其后，下跌 7.27%，IH 相对抗跌，跌幅为 5.56%。

第二阶段，2020 年 4 月至 7 月上旬。

4 月，随着国内疫情达到尾声以及外围市场企稳反弹，期指走势也呈现出触底回升的态势，其中 IC 主力合约涨幅达到 7.3%，IF 及 IH 则分别上涨 6.65% 和 6.58%。到了 5 月，随着原油限产协议落地，油价对于指数的影响消失，但新冠疫情依然是主要市场因素之一，导致期指波动增大，指数 5 月有所回落，其中 IC 较为抗跌，主力合约跌幅仅为 0.23%，IF 及 IH 表现低迷，主力合约跌幅均超过 2%。转眼来到 6 月，虽然国内疫情出现反复，但整体可控，对于期指影响有限，6 月中上旬期指维持缓慢上行的走势，但到 6 月下旬之后，券商，白酒等大盘蓝筹板块发力，上涨突然加速，期指三个品种全部走高，IF、IH 及 IC 主力合约 6 月涨幅分别为 7.9%、4.7% 和 9.1%。7 月上旬涨势继续，同时市场风格发生转变，中小盘个股开始走强。

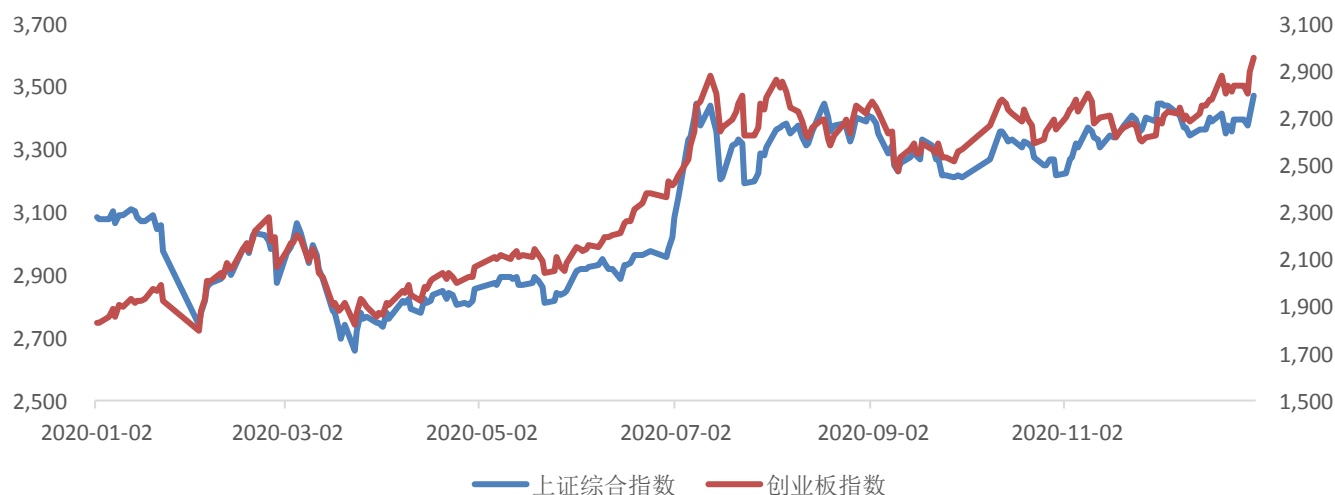
第三阶段，2020 年 7 月中下旬至 10 月。

在7月初期指三个品种均创出年内新高之后，受到中美关系再度出现波折的影响，涨势戛然而止，期指大幅回落，但指数很快止跌，最终7月IF、IH及IC三个品种主力合约分别上涨13.2%、11.3%及12.4%，较月初明显收窄。进入8月之后，期指在经历前期的大幅波动之后，振幅逐步收窄，呈现区间震荡走势。9月市场再度大幅回落，期指三个品种同步下行，其中IC明显走弱，IH较为抗跌，10月初市场曾短暂反弹，但涨势未能持续，同时市场出现明显分化，IF、IH主力合约当月分别上涨2.68%、1.64%，IC主力合约则下跌1.4%。

第四阶段，2020年11月至12月。

经过近三个月的整理之后，期指自底部逐步回升，同时市场分化现象进一步加剧，大盘蓝筹股继续走强，IF及IH表现明显强于IC，到12月下旬，指数出现加速上涨走势，IF、IH及IC主力合约12月分别上涨5.54%、4.05%及3.26%。

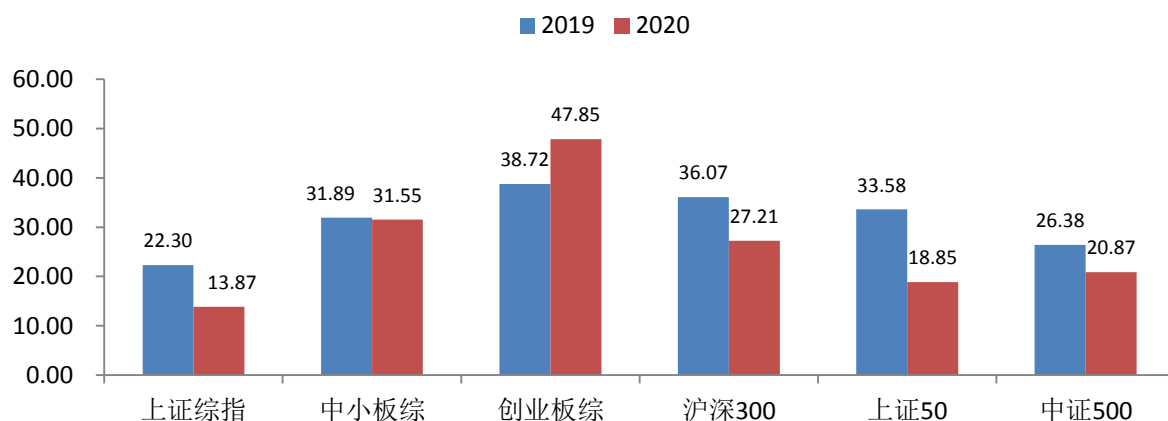
图2：2020年A股走势时间点回顾



数据来源：wind、永安期货研究院

现指方面，2020年全年主要指数全部收涨，其中上证综指当年上涨13.87%，沪深300及上证50指数则分别上涨27.21%和18.85%，中小板指数上涨31.55%，中证500及创业板指数全年涨幅分别为20.87%和47.85%。

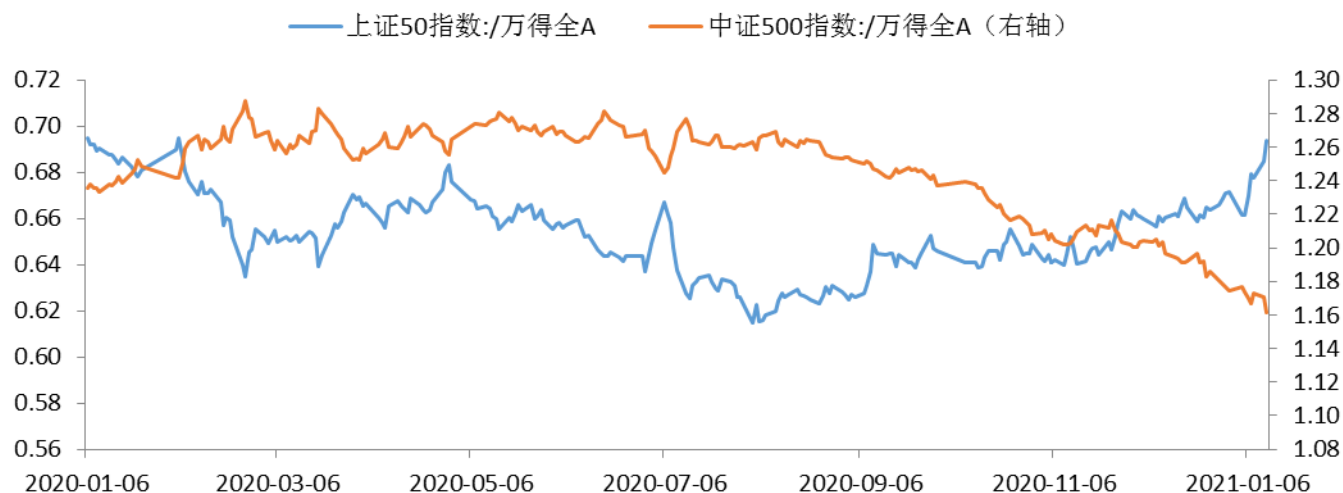
图3：主要现货指数2020年度涨跌幅



数据来源: wind、永安期货研究院

市场风格方面,虽然今年市场出现普涨,但大盘蓝筹和中小盘的走势依然呈现出明显不同。纵观 2020 年全年,几乎一整年 IC 的走势均强于 IH,但是到了年末这一情况发生了根本转变,IF 及 IH 快速走强,IC 则表现疲弱。

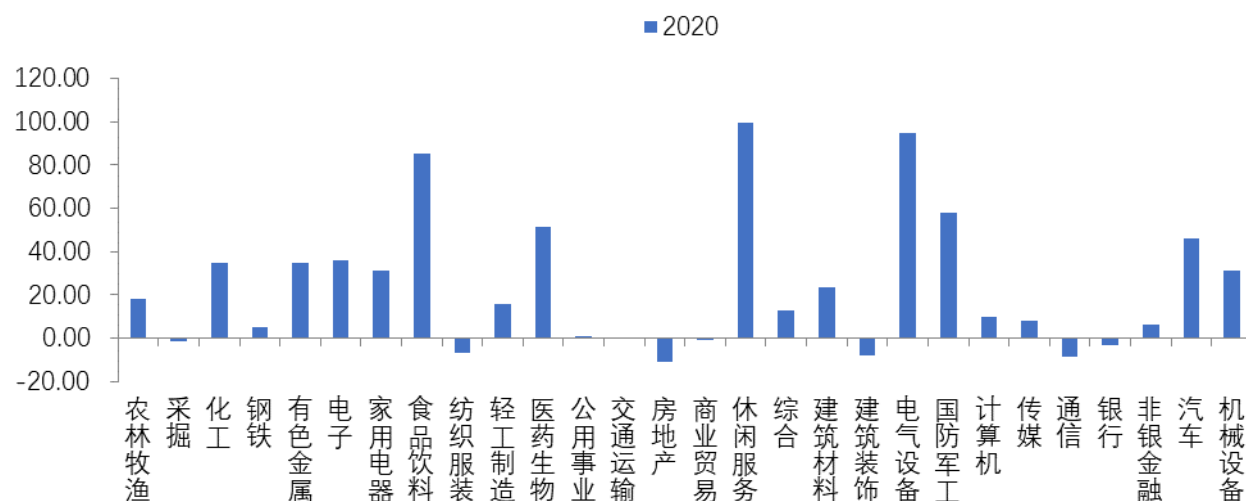
图4: 2020 年市场风格轮番切换



数据来源: wind、永安期货研究院

申万 28 个一级行业板块在 2020 年多数出现上涨,其中休闲服务、电气设备、食品饮料板块涨幅居前,当年涨幅均超过 80%,此外国防军工、汽车及医药板块涨幅也超过 40%,仅有通信、地产、建筑装饰及纺织等少数板块出现回落。

图5: 申万一级行业板块 2020 年度涨跌幅

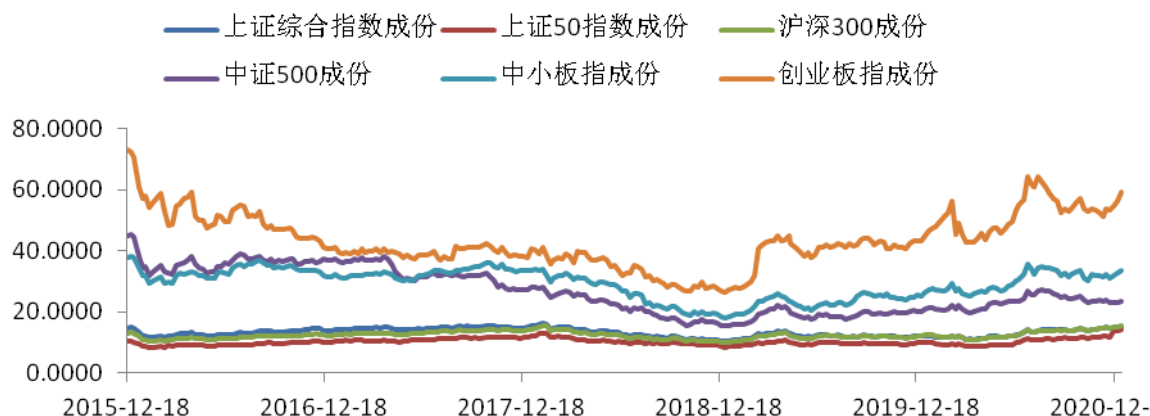


数据来源: wind、永安期货研究院

估值方面,截止 2020 年 12 月 31 日,上证综指市盈率为 15.02 (年初为 12.34),上证 50 市盈率为 14.22 (年初为 10.09),沪深 300 市盈率 15.68 (年初为 12.49),中证 500 市盈率 23.35 (年初为 20.94),中小板市盈率 33.51 (年初为 26.56),创业板市盈率 59.42 (年初为 44.89),均较

年初市场的估值水平均出现了显著上升，同时上证 50 及沪深 300 等蓝筹指数估值已经达到近年来最高水平，中证 500、中小板及创业板指数较 2016 年年初仍然有一定差距。

图6：主要现货指数估值水平

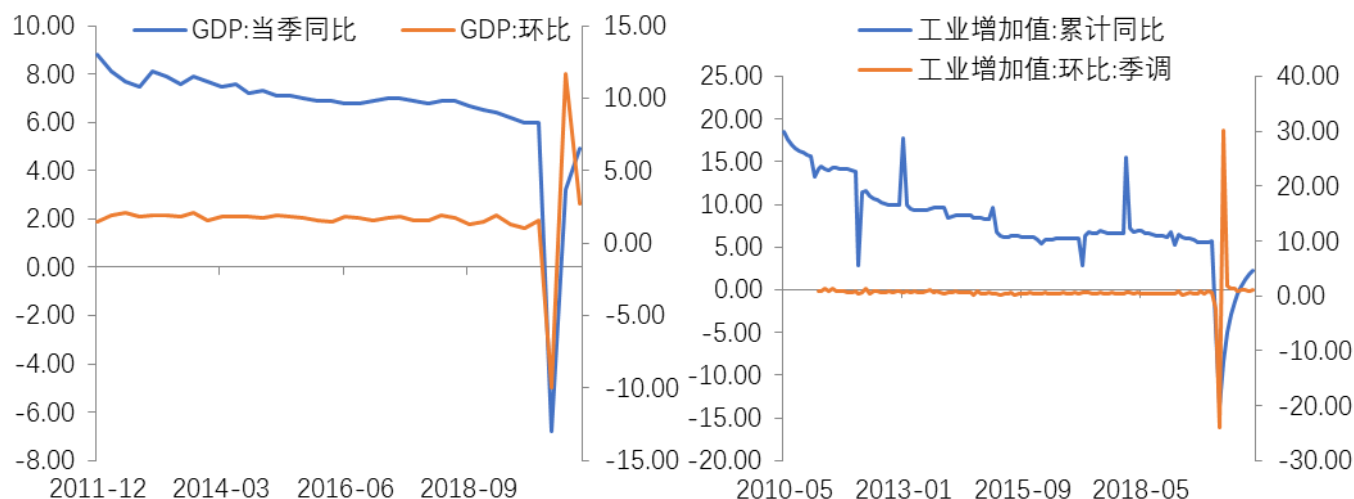


数据来源：wind、永安期货研究院

## 二、疫情影响消退，经济快速复苏

2020 年国内经济呈现“V 型”反转走势。第一季度由于疫情影响，社会经济活动停滞，GDP 同比增速大幅回落，同比下滑 6.8%，二季度随着企业逐步复工复产，GDP 同比回升至 3.2%，三季度经济复苏进一步加快，GDP 同比增长增至 4.9%。同时工业增加值同比增速也呈现出反转走势，2 月为全年最低值，同比下滑 13.5%，之后降幅逐步收窄，直至 8 月同比增速终于转正，11 月同比增长 2.3%。

图7：GDP 与工业增加值同比增速

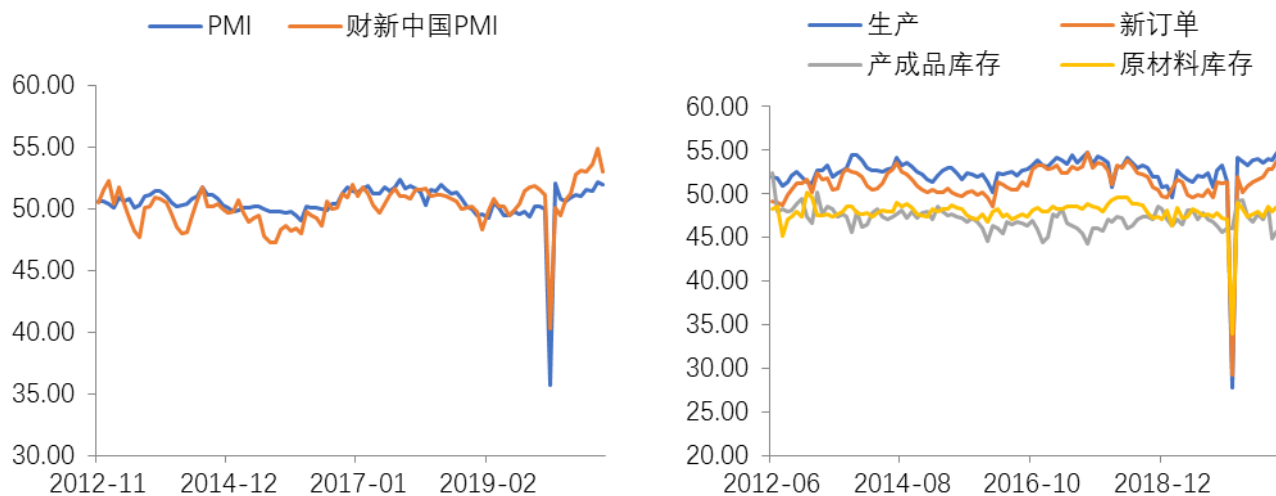


数据来源：wind、永安期货研究院

先行指标当中，官方 PMI 及财新 PMI 均在年初短暂大幅回落之后快速回升，其中官方 PMI12 月为 51.9，财新 PMI 为 53，均处于近年以来高位。分项数据当中，12 月生产指数为 54.2，新订单指数为 53.6，较年初大幅走高，显示目前经济仍处于快速复苏阶段，此外产成品库存指数为 46.2，原材料库存指数为 48.6，库存去化速度进一步加快。

图8：官方及财新制造业 PMI 走势

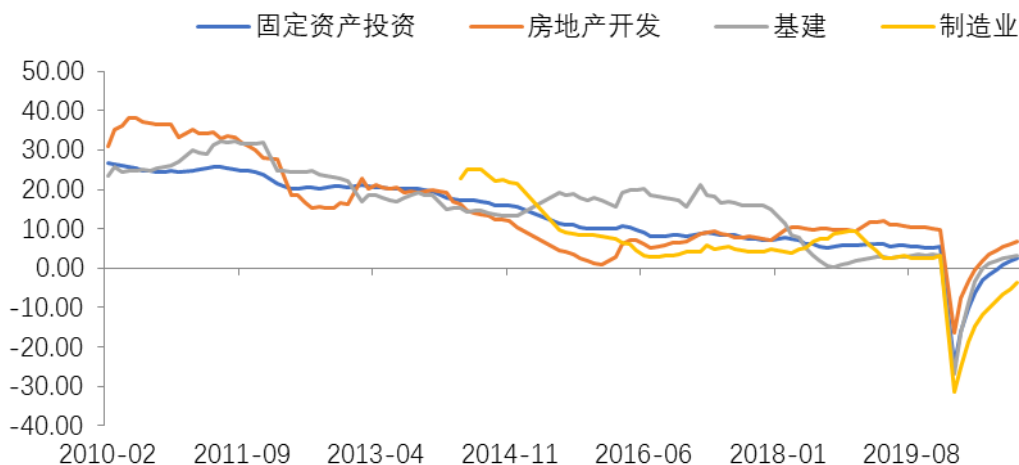




数据来源：wind、永安期货研究院

固定资产投资方面，自今年3月以来增速持续回升，11月同比增至2.6%，较前一月增加0.8个百分点，同时民间固定资产投资增速也在11月转正，同比增长0.2%，虽然与固定资产投资的剪刀差依然处于高位，但显示民间投资已逐步企稳回暖。今年固定资产投资迅速转正，主要依靠地产和基建投资双引擎的带动，11月房地产投资同比增长6.8%，基建投资同比增长3.32%，与此同时制造业投资依旧下滑，同比回落3.5%，但较上月收窄1.8个百分点。

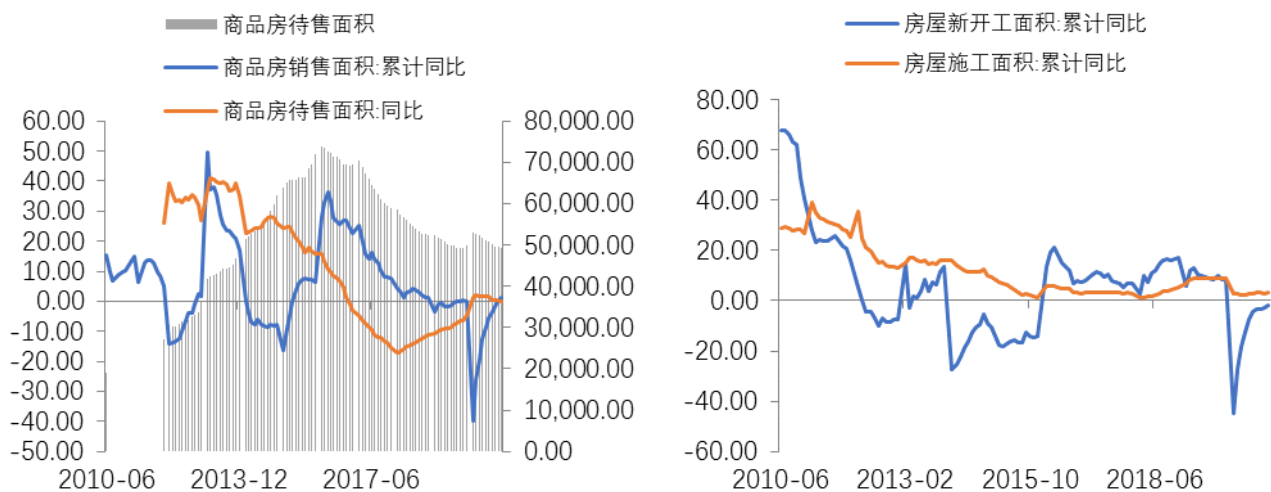
图9：固定资产、房地产及基建投资



数据来源：wind、永安期货研究院

房地产市场方面，2020年整体好于预期，虽然中间受到疫情影响，但较基建和制造业投资率先复苏，成为带动经济回暖的重要力量。11月商品房待售面积为4.9亿平方米，累计同比增加0.1%，增速继续收窄，同时商品房销售同比增速在连续近一年负增长之后，10月首度持平，11月同比增长至1.3%，此外11月房屋新开工面积同比降幅为2%，较上月收窄0.6个百分点，同时施工面积同比增速增至3.2%，较上月回升0.2个百分点。总体看，2020年房地产市场受到抑制的需求延后释放，且从目前情况来看，后续可能仍将继续温和回暖。

图10：房地产销售、待售及新开工施工面积

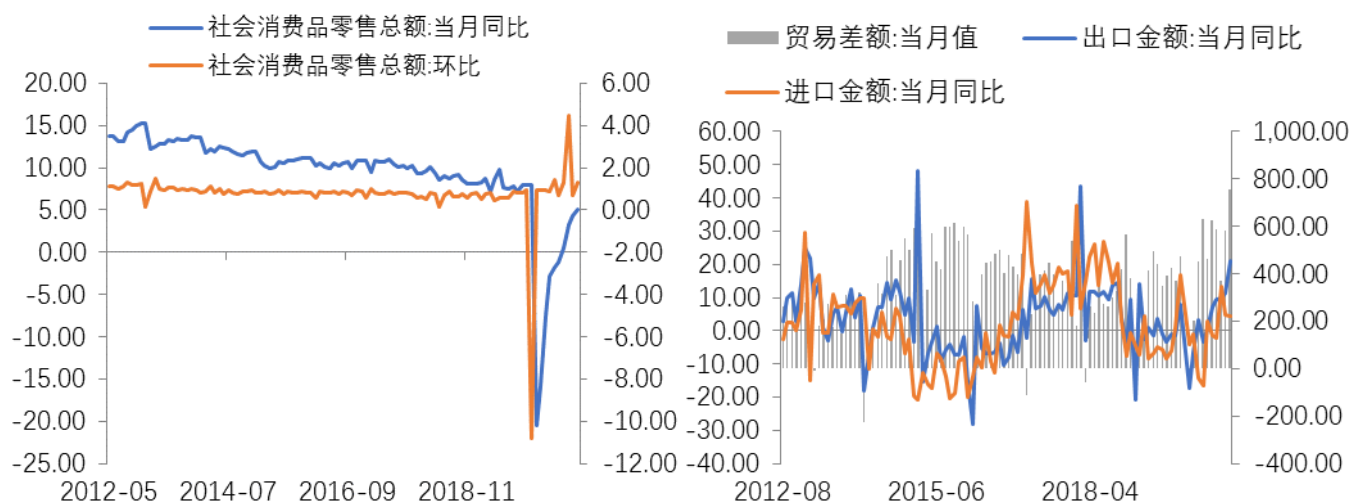


数据来源: wind、永安期货研究院

疫情期间国内消费出现显著下滑,除食品粮油等生活必需品外,其余行业,诸如餐饮、家电、汽车等消费均相对低迷,且这一势头一直持续至2020年7月,此后伴随汽车消费的快速回升,带动国内消费逐步恢复,11月社会消费品零售同比增长5%,环比增长1.31%。冬季国内疫情出现反复,恐将对餐饮行业再度产生影响,不过由于2021年一季度整体基数较低,预计国内消费增速将进一步加快。

进出口方面,2020年呈现出一个明显特点,就是出口超预期。由于四五月份欧美疫情出现爆发式增长,市场普遍预计将对国内出口产生明显影响,但从数据看,整体影响有限,同时伴随欧美疫情管控措施的放松,出口同比明显加快。究其原因,虽然纺织等相关产品出口订单延迟或取消,但医疗物资出口大幅增长,在一定程度上抵消了其他商品出口下滑的影响,同时由于国内生产逐步恢复正常,而其余国家受到疫情影响,生产处于停滞状态,部分订单转移至国内,也使得出口有了明显增长。截止11月,出口同比增速为21.1%,创年内新高,进口同比增速为4.5%。

图11: 消费与进出口

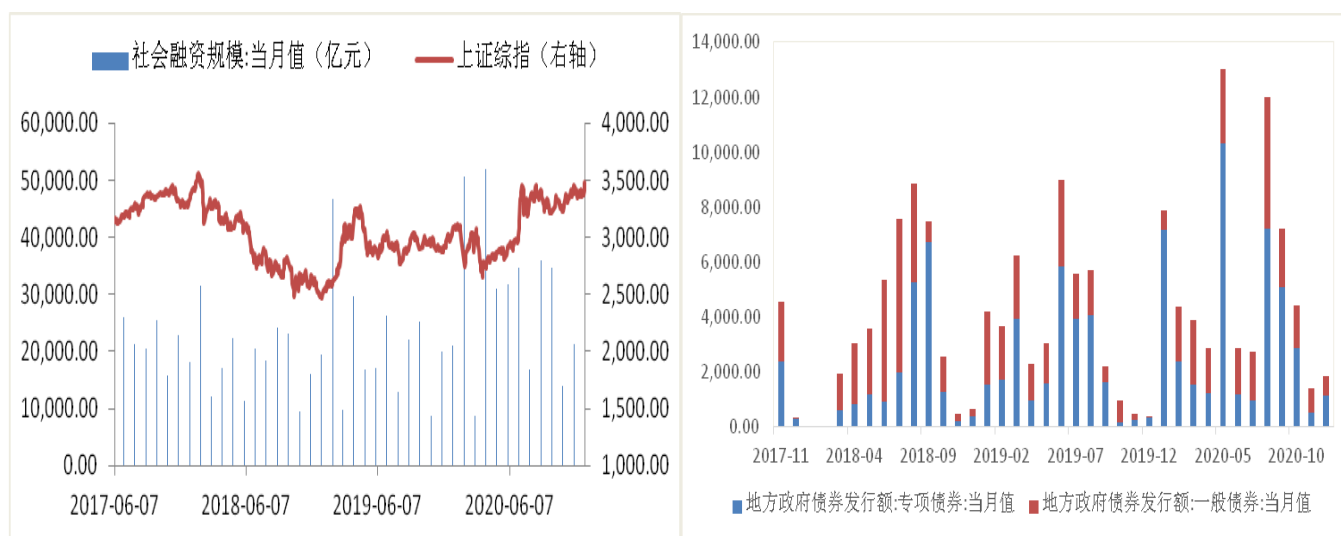


数据来源: wind、永安期货研究院

### 三、货币财政双宽松

2020 年全年社会融资规模较往年大幅度提升，同时通过地方政府专项债、扩大赤字率及特别国债等方式极大地拓宽了基建投资融资渠道。在目前经济已经见到明显复苏态势的情况下，预计 2021 年货币政策不会进一步放松，但同时也不会就此转向，宽松的政策仍将持续，此外财政政策仍将持续发力，基建投资有望在 2021 年上半年发挥更为突出的作用。

图12：社会融资规模及地方政府债发行情况



数据来源：wind、永安期货研究院

#### 四、中小创盈利情况好于大盘蓝筹

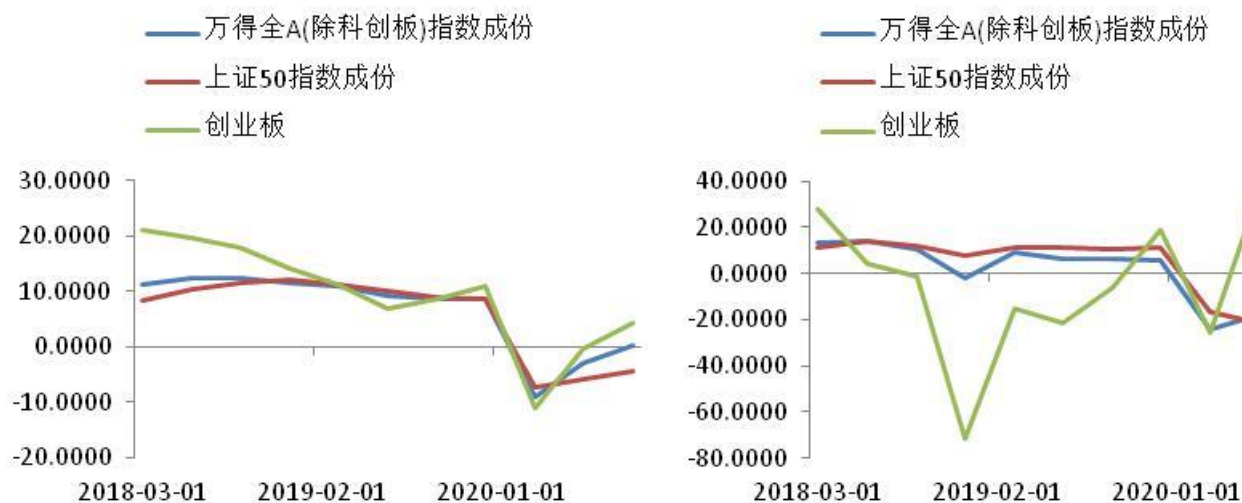
从营业收入来看，万得全 A 指数（除科创板）在一季度由于疫情影响，营业收入大幅下滑，此后伴随经济恢复，企业营业收入逐步回升，至第三季度，万得全 A 指数及创业板指数营业收入同比增速均转正，其中创业板指数同比增长达到 4.38%，此时代表大盘蓝筹股的上证 50 指数同比仍然下滑 4.25%，整体恢复较慢。

从归属母公司利润来看，2020 年创业板净利润恢复最快，全年仅有一季度同比下滑，二季度即已转正，截止第三季度，归属母公司净利润同比增速为 21.5%，相较于创业板，上证 50 指数总体表现一般，2020 年前三季度净利润同比均出现下滑，其中第三季度收窄至 10.74%。

因而从营收和利润情况看，短期虽然券商等大盘蓝筹股表现强于创业板，但预计 2021 年全年创业板走势仍将强于蓝筹板块。

图13：主要指数营业收入及归属母公司利润同比增速





数据来源：wind、永安期货研究院

## 五、2021 年市场展望

贯穿 2020 年全年的主要影响因素是新冠疫情，期间交叉原油价格大幅波动以及中美摩擦等问题，共同对 2020 年期指走势形成影响。

整体看，虽然国内受到疫情影响经济在一二季度出现短暂停滞，但得益于有力防控措施以及货币财政双宽松政策，经济快速复苏。2020 年前三季度经济呈现出以下几个特点：第一，地产和基建双增长带动了固定资产投资快速回升，弥补了制造业投资的不足；第二，国内需求进入三季度后快速回暖，汽车、餐饮及纺织等行业消费的提升促使内需增速加快；第三，出口继续好于预期，且未来持续增长的概率较大。与此同时，全球其他国家同样受到疫情影响，虽然其货币政策呈现极度宽松局面，但由于其防控措施放松，导致疫情卷土重来，未来其经济仍有进一步下滑的可能。

虽然 2020 年全年受到诸多不确定性因素影响，但整体看，由于国内政策快速有效，促使了经济在短期内迅速呈现 V 型反转的走势，且未来可能进一步复苏，这一局面在全球经济仍然复苏缓慢的情况下尤为突出，预计期指在这一情况下，2021 年上半年仍有望继续攀升，因而中长期依然维持偏多思路。