

流动性合理充裕 业绩修复慢牛持续 ——股指篇

分析师：汪洋（F0306430，Z0002320）
2020.12.28

流动性合理充裕 业绩修复慢牛持续

——2021年股指期货投资策略展望

- **核心观点：**在经济继续保持复苏以及资金持续流入股市的有利条件下股指仍有支撑，而预期差会决定最终的区间大小。在保持流动性灵活适度的前提下，股指的估值水平不会有系统性的提升，仍然以结构性行情为主。
- **核心理由：**1) 从基本面来看，我国经济率先企稳复苏并保持了良好的势头；2) 外部环境对我国影响逐渐减弱；3) 人民币资产仍有性价比，具有配置价值。
- **2021年度核心运行区间评估：**上证综指3200—4000点，沪深300指数4400—5800点。

主要内容

- 疫情中的科技交替复苏中的周期
- 流动性合理充裕下利于慢牛走势
- 加快资本改革提升长期权益配置
- 2021年度股指行情展望及投资策略

肺炎疫情下股指“危中有机”触底反弹

2020年主要事件图

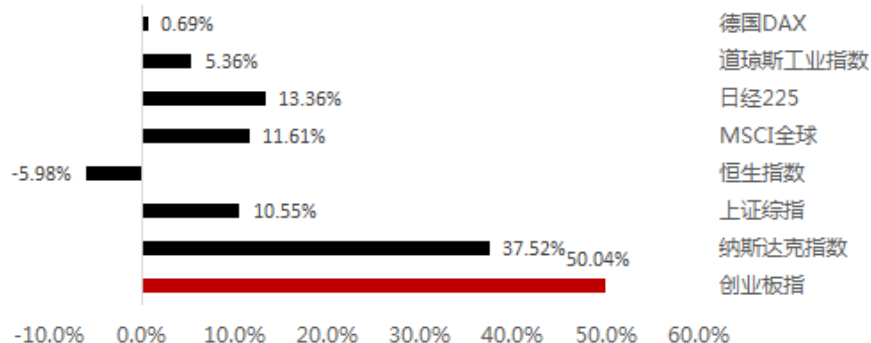


2020年投资环境总结

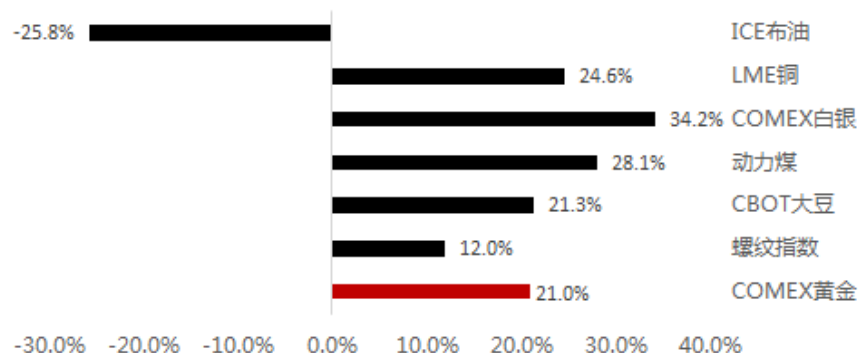
2020年环境总结	
大背景	1) 我国经济转型升级期； 2) 突发新冠肺炎疫情； 3) 特朗普执政期间中美贸易摩擦持续； 4) 美国大选；
经济情况	1) GDP先抑后扬，成为全球唯一实现正增长的主要经济体，世界银行预计2020年我国GDP增速为2%； 2) 投资拉动下第二产业恢复较快，消费恢复仍然不足；
货币政策	1) 宽松的货币政策，多次降准； 2) 无风险利率先降后升；
财政政策	1) 积极的财政政策，减税降费累计超过2万亿元； 2) 财政赤字率达到3.6%；
信用环境	1) 宽松的信用环境，支持民营小微企业，提供再贷款再贴现政策，同时对中小企业贷款的本金和利息递延支付； 2) 社融增速好于预期；
市场风格	1) 上半年以科技、医药等成长为主； 2) 下半年以经济复苏为逻辑的顺周期板块为主； 3) 在宽松的环境下，市场整体估值有所提升；
资金走向	1) 公募基金全年累计募资额超3万亿； 2) 外资和杠杆资金持续流入A股； 3) 推动理财产品、养老基金入市； 4) 提升保险资金进入股市灵活性和比例；
资本改革	1) 创业板注册制正式实施； 2) 退市新规征求意见；

2020年以来创业板指数表现优于全球主要指数

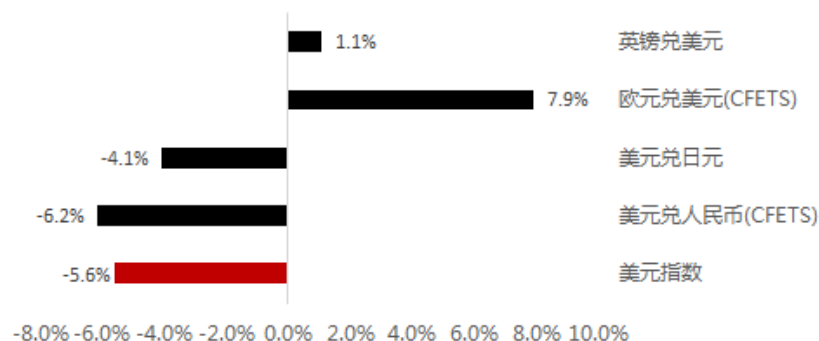
2020年以来主要股票指数表现



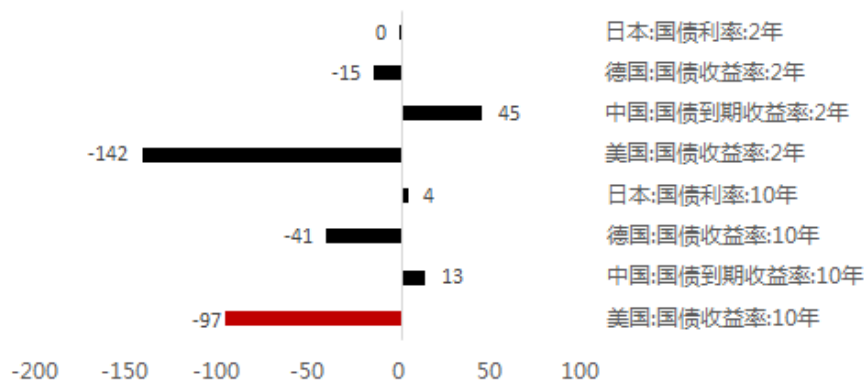
2020年以来主要商品表现



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)

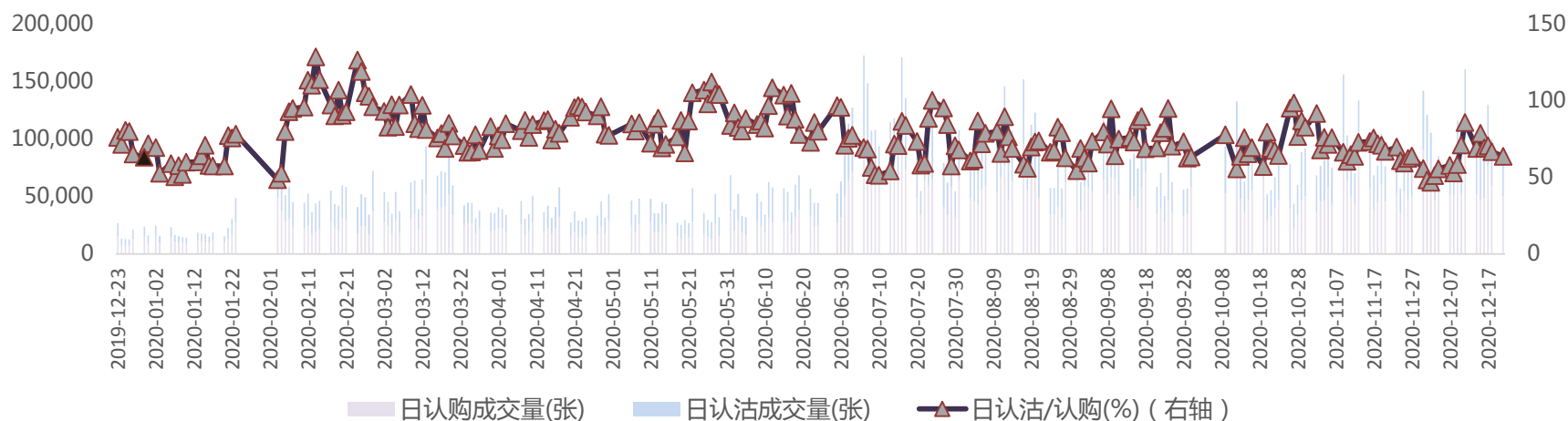


注：数据截止2020年12月10日

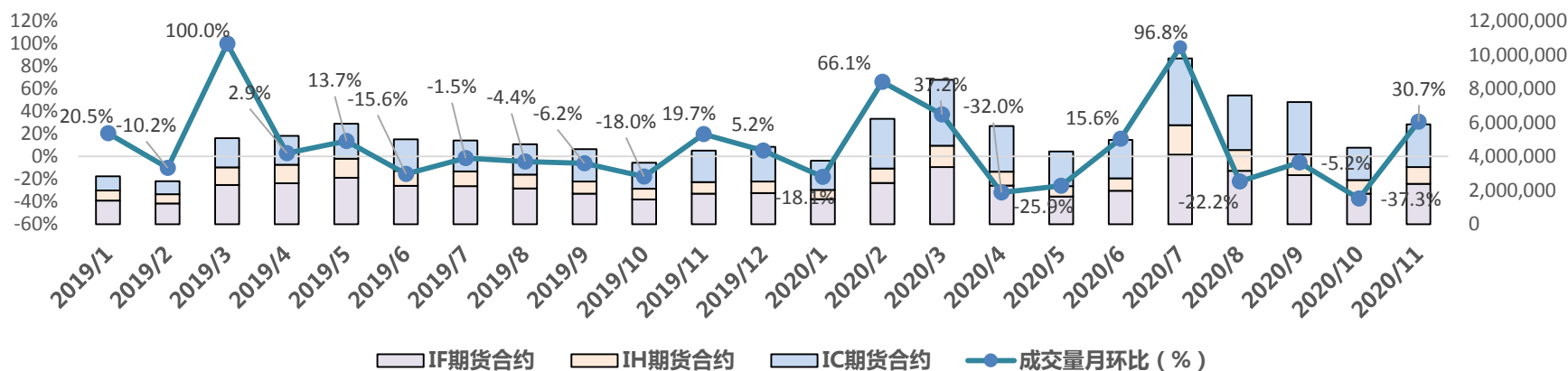
资料来源：Wind，申万期货研究所

市场波动加剧下催生了衍生产品的交易需求

沪深300股指期货期权日成交量（张）



股指期货全品种成交量月度变化



2020年沪深300卖出套保平均对冲成本在6.5%

合约	月份	代码	起始交易日	最后交易日	成为当月合约时间	成为当月主力合约时卖出套保年化成本			
						当月合约	下月合约	季月合约	下季月合约
IF	1801	IF1801.CFE	2017-11-20	2018-01-19	2017-12-18	-0.15%	0.59%	0.33%	0.51%
IF	1802	IF1802.CFE	2017-12-18	2018-02-22	2018-01-22	5.04%	3.46%	1.83%	1.19%
IF	1803	IF1803.CFE	2017-07-24	2018-03-16	2018-02-23	-6.33%	-3.55%	-2.31%	-1.26%
IF	1804	IF1804.CFE	2018-02-23	2018-04-20	2018-03-19	-7.38%	-5.49%	-5.33%	-3.62%
IF	1805	IF1805.CFE	2018-03-19	2018-05-18	2018-04-23	-5.84%	-6.39%	-4.75%	-3.44%
IF	1806	IF1806.CFE	2017-10-23	2018-06-15	2018-05-21	-4.24%	-5.91%	-4.53%	-3.32%
IF	1807	IF1807.CFE	2018-05-21	2018-07-20	2018-06-19	-17.07%	-10.99%	-9.18%	-5.58%
IF	1808	IF1808.CFE	2018-06-19	2018-08-17	2018-07-23	-5.63%	-6.19%	-4.15%	-3.15%
IF	1809	IF1809.CFE	2018-01-22	2018-09-21	2018-08-20	-5.97%	-5.19%	-4.08%	-3.06%
IF	1810	IF1810.CFE	2018-08-20	2018-10-19	2018-09-25	3.34%	0.50%	0.64%	-0.12%
IF	1811	IF1811.CFE	2018-09-25	2018-11-16	2018-10-22	6.65%	3.73%	1.34%	0.29%
IF	1812	IF1812.CFE	2018-04-23	2018-12-21	2018-11-19	0.65%	0.11%	0.55%	0.20%
IF	1901	IF1901.CFE	2018-11-19	2019-01-18	2018-12-24	-0.47%	0.47%	0.97%	0.12%
IF	1902	IF1902.CFE	2018-12-24	2019-02-15	2019-01-21	0.36%	1.20%	-0.02%	-0.03%
IF	1903	IF1903.CFE	2018-07-23	2019-03-15	2019-02-18	0.58%	0.85%	0.11%	-0.78%
IF	1904	IF1904.CFE	2019-02-18	2019-04-19	2019-03-18	5.13%	2.06%	1.87%	-0.25%
IF	1905	IF1905.CFE	2019-03-18	2019-05-17	2019-04-22	-1.61%	-1.28%	-1.23%	-0.65%
IF	1906	IF1906.CFE	2018-10-22	2019-06-21	2019-05-20	-9.95%	-8.95%	-4.97%	-2.90%
IF	1907	IF1907.CFE	2019-05-20	2019-07-19	2019-06-24	-8.52%	-5.23%	-4.30%	-2.70%
IF	1908	IF1908.CFE	2019-06-24	2019-08-16	2019-07-22	-3.96%	-3.12%	-1.69%	-1.03%
IF	1909	IF1909.CFE	2019-01-21	2019-09-20	2019-08-19	-2.44%	-2.26%	-1.62%	-1.13%
IF	1910	IF1910.CFE	2019-08-19	2019-10-18	2019-09-23	1.28%	-0.19%	0.14%	-0.13%
IF	1911	IF1911.CFE	2019-09-23	2019-11-15	2019-10-21	-4.34%	-3.01%	-1.39%	-1.05%
IF	1912	IF1912.CFE	2019-04-22	2019-12-20	2019-11-18	0.27%	-0.36%	-0.59%	-1.15%
IF	2001	IF2001.CFE	2019-11-18	2020-01-17	2019-12-23	3.72%	2.68%	2.19%	0.69%
IF	2002	IF2002.CFE	2019-12-23	2020-02-21	2020-01-20	4.69%	3.52%	1.14%	0.29%
IF	2003	IF2003.CFE	2019-07-22	2020-03-20	2020-02-24	-3.73%	-1.43%	-1.93%	-2.48%
IF	2004	IF2004.CFE	2020-02-24	2020-04-17	2020-03-23	-7.38%	-6.10%	-6.81%	-6.14%
IF	2005	IF2005.CFE	2020-03-23	2020-05-15	2020-04-20	-14.34%	-12.99%	-9.48%	-6.84%
IF	2006	IF2006.CFE	2019-10-21	2020-06-19	2020-05-18	-12.70%	-12.83%	-10.55%	-7.56%
IF	2007	IF2007.CFE	2020-05-18	2020-07-17	2020-06-22	-14.87%	-10.36%	-7.98%	-5.38%
IF	2008	IF2008.CFE	2020-06-22	2020-08-21	2020-07-20	-9.10%	-8.04%	-4.78%	-3.61%
IF	2009	IF2009.CFE	2020-01-20	2020-09-18	2020-08-24	-11.32%	-8.76%	-7.11%	-5.69%
IF	2010	IF2010.CFE	2020-08-24	2020-10-16	2020-09-21	-4.56%	-5.12%	-5.41%	-4.78%
IF	2011	IF2011.CFE	2020-09-21	2020-11-20	2020-10-19	-6.03%	-6.04%	-5.34%	-5.55%
IF	2012	IF2012.CFE	2020-04-20	2020-12-18	2020-11-23	-2.40%	-2.11%	-2.12%	-2.62%

2020年上证50卖出套保平均对冲成本在5.61%

合约	月份	代码	起始交易日	最后交易日	成为当月合约时间	成为当月主力合约时卖出套保年化成本			
						当月合约	下月合约	季月合约	下季月合约
IH	1713	IH1713.CFE	2017-11-20	2018-01-19	2017-12-18	3.79%	1.94%	3.95%	2.92%
IH	1714	IH1714.CFE	2017-12-18	2018-02-22	2018-01-22	5.85%	5.65%	2.77%	1.94%
IH	1715	IH1715.CFE	2017-07-24	2018-03-16	2018-02-23	-1.37%	-1.62%	0.10%	-0.24%
IH	1716	IH1716.CFE	2018-02-23	2018-04-20	2018-03-19	0.06%	0.24%	-0.48%	-2.10%
IH	1717	IH1717.CFE	2018-03-19	2018-05-18	2018-04-23	0.04%	-1.83%	-3.05%	-2.22%
IH	1718	IH1718.CFE	2017-10-23	2018-06-15	2018-05-21	-5.07%	-5.94%	-3.50%	-2.00%
IH	1719	IH1719.CFE	2018-05-21	2018-07-20	2018-06-19	-17.53%	-9.60%	-8.64%	-3.81%
IH	1720	IH1720.CFE	2018-06-19	2018-08-17	2018-07-23	-2.10%	-1.14%	-0.48%	0.01%
IH	1721	IH1721.CFE	2018-01-22	2018-09-21	2018-08-20	0.93%	-0.03%	0.08%	0.06%
IH	1722	IH1722.CFE	2018-08-20	2018-10-19	2018-09-25	4.43%	3.20%	3.27%	2.06%
IH	1723	IH1723.CFE	2018-09-25	2018-11-16	2018-10-22	5.50%	4.17%	2.99%	1.86%
IH	1724	IH1724.CFE	2018-04-23	2018-12-21	2018-11-19	3.72%	3.25%	2.98%	1.20%
IH	1725	IH1725.CFE	2018-11-19	2019-01-18	2018-12-24	1.54%	2.43%	2.38%	1.47%
IH	1726	IH1726.CFE	2018-12-24	2019-02-15	2019-01-21	0.75%	1.85%	0.96%	-0.02%
IH	1727	IH1727.CFE	2018-07-23	2019-03-15	2019-02-18	1.00%	1.52%	1.04%	-0.55%
IH	1728	IH1728.CFE	2019-02-18	2019-04-19	2019-03-18	4.93%	3.83%	2.44%	0.64%
IH	1729	IH1729.CFE	2019-03-18	2019-05-17	2019-04-22	4.00%	-0.38%	-0.33%	0.13%
IH	1730	IH1730.CFE	2018-10-22	2019-06-21	2019-05-20	-8.94%	-8.54%	-3.30%	-1.47%
IH	1731	IH1731.CFE	2019-05-20	2019-07-19	2019-06-24	-9.57%	-6.29%	-4.33%	-1.89%
IH	1732	IH1732.CFE	2019-06-24	2019-08-16	2019-07-22	-0.88%	-1.23%	-0.49%	-0.16%
IH	1733	IH1733.CFE	2019-01-21	2019-09-20	2019-08-19	-6.10%	-4.59%	-3.53%	-2.34%
IH	1734	IH1734.CFE	2019-08-19	2019-10-18	2019-09-23	-0.05%	-0.27%	-0.32%	-0.14%
IH	1735	IH1735.CFE	2019-09-23	2019-11-15	2019-10-21	-1.98%	-1.80%	-0.46%	-0.55%
IH	1736	IH1736.CFE	2019-04-22	2019-12-20	2019-11-18	0.42%	-0.31%	-0.42%	-0.89%
IH	1737	IH1737.CFE	2019-11-18	2020-01-17	2019-12-23	4.57%	2.40%	1.55%	0.69%
IH	1738	IH1738.CFE	2019-12-23	2020-02-21	2020-01-20	4.31%	3.02%	0.64%	-0.10%
IH	1739	IH1739.CFE	2019-07-22	2020-03-20	2020-02-24	-2.80%	-1.65%	-1.54%	-2.13%
IH	1740	IH1740.CFE	2020-02-24	2020-04-17	2020-03-23	-9.10%	-8.07%	-9.72%	-7.66%
IH	1741	IH1741.CFE	2020-03-23	2020-05-15	2020-04-20	-14.98%	-16.00%	-12.07%	-8.49%
IH	1742	IH1742.CFE	2019-10-21	2020-06-19	2020-05-18	-12.34%	-14.46%	-11.46%	-7.99%
IH	1743	IH1743.CFE	2020-05-18	2020-07-17	2020-06-22	-18.85%	-13.33%	-10.53%	-6.88%
IH	1744	IH1744.CFE	2020-06-22	2020-08-21	2020-07-20	-3.84%	-3.23%	-1.53%	-1.47%
IH	1745	IH1745.CFE	2020-01-20	2020-09-18	2020-08-24	-5.14%	-2.93%	-3.10%	-2.15%
IH	1746	IH1746.CFE	2020-08-24	2020-10-16	2020-09-21	-4.35%	-4.24%	-4.59%	-3.14%
IH	1747	IH1747.CFE	2020-09-21	2020-11-20	2020-10-19	-4.76%	-5.06%	-3.86%	-3.51%
IH	1748	IH1748.CFE	2020-04-20	2020-12-18	2020-11-23	-0.07%	-0.93%	-1.83%	-2.57%

2020年中证500卖出套保平均对冲成本在12.55%

合约	月份	代码	起始交易日	最后交易日	成为当月合约时间	成为当月主力合约时卖出套保年化成本			
						当月合约	下月合约	季月合约	下季月合约
IC	1713	IC1713.CFE	2017-11-20	2018-01-19	2017-12-18	-7.39%	-7.62%	-6.79%	-6.23%
IC	1714	IC1714.CFE	2017-12-18	2018-02-22	2018-01-22	0.18%	-2.10%	-3.01%	-2.93%
IC	1715	IC1715.CFE	2017-07-24	2018-03-16	2018-02-23	-13.08%	-9.73%	-7.95%	-5.91%
IC	1716	IC1716.CFE	2018-02-23	2018-04-20	2018-03-19	-14.32%	-10.63%	-10.42%	-8.41%
IC	1717	IC1717.CFE	2018-03-19	2018-05-18	2018-04-23	-9.21%	-9.45%	-7.99%	-7.01%
IC	1718	IC1718.CFE	2017-10-23	2018-06-15	2018-05-21	-8.85%	-8.12%	-7.93%	-6.70%
IC	1719	IC1719.CFE	2018-05-21	2018-07-20	2018-06-19	-19.58%	-13.85%	-13.75%	-10.92%
IC	1720	IC1720.CFE	2018-06-19	2018-08-17	2018-07-23	-5.29%	-5.78%	-5.97%	-5.67%
IC	1721	IC1721.CFE	2018-01-22	2018-09-21	2018-08-20	-12.18%	-10.46%	-8.61%	-7.01%
IC	1722	IC1722.CFE	2018-08-20	2018-10-19	2018-09-25	0.16%	-2.90%	-4.09%	-4.92%
IC	1723	IC1723.CFE	2018-09-25	2018-11-16	2018-10-22	-4.30%	-4.87%	-4.86%	-4.78%
IC	1724	IC1724.CFE	2018-04-23	2018-12-21	2018-11-19	-2.91%	-3.23%	-3.67%	-3.70%
IC	1725	IC1725.CFE	2018-11-19	2019-01-18	2018-12-24	-5.54%	-5.38%	-5.36%	-5.51%
IC	1726	IC1726.CFE	2018-12-24	2019-02-15	2019-01-21	-3.74%	-3.38%	-4.17%	-4.24%
IC	1727	IC1727.CFE	2018-07-23	2019-03-15	2019-02-18	4.12%	1.11%	-1.30%	-1.94%
IC	1728	IC1728.CFE	2019-02-18	2019-04-19	2019-03-18	2.75%	-1.09%	-1.35%	-2.77%
IC	1729	IC1729.CFE	2019-03-18	2019-05-17	2019-04-22	-9.65%	-9.38%	-6.04%	-5.27%
IC	1730	IC1730.CFE	2018-10-22	2019-06-21	2019-05-20	-24.02%	-18.27%	-14.00%	-11.34%
IC	1731	IC1731.CFE	2019-05-20	2019-07-19	2019-06-24	-11.85%	-10.94%	-10.43%	-9.04%
IC	1732	IC1732.CFE	2019-06-24	2019-08-16	2019-07-22	-10.90%	-12.76%	-10.73%	-9.31%
IC	1733	IC1733.CFE	2019-01-21	2019-09-20	2019-08-19	-5.23%	-7.59%	-8.67%	-8.50%
IC	1734	IC1734.CFE	2019-08-19	2019-10-18	2019-09-23	-7.44%	-8.36%	-8.41%	-7.99%
IC	1735	IC1735.CFE	2019-09-23	2019-11-15	2019-10-21	-11.74%	-11.61%	-9.70%	-8.71%
IC	1736	IC1736.CFE	2019-04-22	2019-12-20	2019-11-18	-9.19%	-9.84%	-9.72%	-9.27%
IC	1737	IC1737.CFE	2019-11-18	2020-01-17	2019-12-23	-2.40%	-4.05%	-5.05%	-5.36%
IC	1738	IC1738.CFE	2019-12-23	2020-02-21	2020-01-20	2.42%	-0.66%	-3.20%	-3.50%
IC	1739	IC1739.CFE	2019-07-22	2020-03-20	2020-02-24	-12.17%	-9.72%	-9.07%	-8.00%
IC	1740	IC1740.CFE	2020-02-24	2020-04-17	2020-03-23	-8.33%	-10.58%	-12.80%	-11.32%
IC	1741	IC1741.CFE	2020-03-23	2020-05-15	2020-04-20	-19.31%	-17.88%	-13.90%	-11.47%
IC	1742	IC1742.CFE	2019-10-21	2020-06-19	2020-05-18	-19.59%	-17.31%	-15.17%	-12.73%
IC	1743	IC1743.CFE	2020-05-18	2020-07-17	2020-06-22	-15.07%	-13.84%	-13.28%	-12.44%
IC	1744	IC1744.CFE	2020-06-22	2020-08-21	2020-07-20	-14.86%	-12.89%	-11.20%	-9.69%
IC	1745	IC1745.CFE	2020-01-20	2020-09-18	2020-08-24	-26.11%	-20.52%	-16.54%	-14.38%
IC	1746	IC1746.CFE	2020-08-24	2020-10-16	2020-09-21	-13.43%	-14.52%	-15.08%	-13.97%
IC	1747	IC1747.CFE	2020-09-21	2020-11-20	2020-10-19	-14.48%	-13.71%	-12.32%	-11.61%
IC	1748	IC1748.CFE	2020-04-20	2020-12-18	2020-11-23	-7.22%	-8.06%	-8.66%	-8.74%

2020年用股指期权进行下跌保护的成本在20%以上

- 通过测算，一般情况下用当月平值看跌期权进行对冲，每月的成本在1.7%左右，年化在20%左右。
- 2020年3月由于海外疫情恶化，金融资产大幅下跌，恐慌指数直线上升，导致期权定价短期迅速提高，当月平值看跌期权的对冲成本达到4%以上，年化成本超50%。
- 若持续用当月平值看跌期权进行下跌保护，所需的成本较大，可以采用长期期权（流动性有所制约）或短时间内进行对冲。

期权上市时间	期权到期时间	开仓期权合约	期权开仓价格	平值期权月度成本率（%）	平值看跌期权年化成本率（%）
2020-02-24	2020-03-20	IO2003-P-4150.CFE	110	1.90%	22.82%
2020-03-23	2020-04-17	IO2004-P-3650.CFE	229.8	4.40%	52.83%
2020-04-20	2020-05-15	IO2005-P-3850.CFE	128.8	2.42%	29.06%
2020-05-18	2020-06-19	IO2006-P-3900.CFE	99.6	1.81%	21.70%
2020-06-22	2020-07-17	IO2007-P-4100.CFE	101.4	1.75%	21.03%
2020-07-20	2020-08-21	IO2008-P-4550.CFE	135.4	2.13%	25.61%
2020-08-24	2020-09-18	IO2009-P-4700.CFE	129.8	1.95%	23.44%
2020-09-21	2020-10-16	IO2010-P-4750.CFE	108.2	1.67%	20.07%
2020-10-19	2020-11-20	IO2011-P-4800.CFE	146.8	2.28%	27.40%

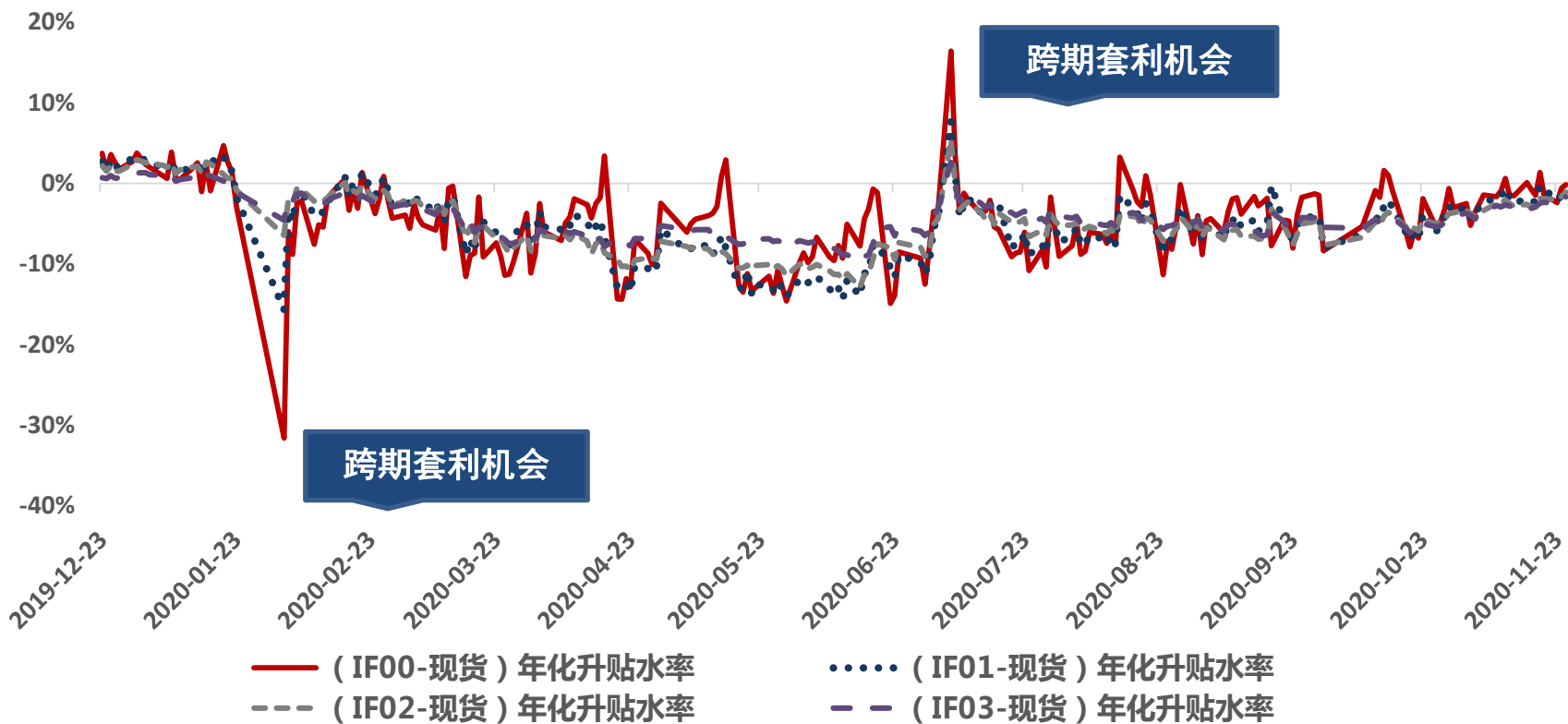
***假设以期权上市当日开盘价建仓；

***股指期权到期时间为第三个星期五

短期剧烈波动下股指期货存套利机会

- 年度来看会有多次确定性较高的期现套利机会。1) 升贴水大幅波动下存期现、跨期套利机会；2) 临近到期都有比较明显的基差回归规律。
- 2020年以来，股指期货提供了多次期现套利和跨期套利的机会。而在行情的推动下，股指期货今年成交量同比增长了**近30%**。

2020年以来年化升贴水率（%）



期现套利和跨期套利测算

2020年2月3日，受国内疫情爆发影响，股指短期大幅下跌，当月期货合约的贴水幅度迅速扩大至和远月合约同一个水平，达到97.16点，年化贴水率达到31.61%。若我们在当日以该贴水率进行期现（买期货卖现货，执行较为困难）和跨期（多近空远，操作相对简便）套利建仓，到2月21日股指期货合约到期，IF00和现货间套利可以获利101.87点，收益率为2.76%，而IF01和IF00间套利可以获利106.27点，收益率为2.88%。

期现反向套利和多近空远跨期套利测算				
开仓日期	沪深300期货当月-沪深300	沪深300期货次月-沪深300	沪深300期货当季-沪深300	沪深300期货下季-沪深300
2020/2/3	-97.16	-96.36	-99.16	-112.56
	(IF00-现货) 年化升贴水率	(IF01-现货) 年化升贴水率	(IF02-现货) 年化升贴水率	(IF03-现货) 年化升贴水率
	-31.61%	-15.67%	-6.45%	-4.58%
平仓日期	沪深300期货当月-沪深300	沪深300期货次月-沪深300	沪深300期货当季-沪深300	沪深300期货下季-沪深300
2020/2/21	4.71	9.11	-4.49	-41.29
	(IF00-现货) 年化升贴水率	(IF01-现货) 年化升贴水率	(IF02-现货) 年化升贴水率	(IF03-现货) 年化升贴水率
	1.36%	1.32%	-0.26%	-1.49%
绝对盈亏	IF00-现货	IF01-现货	IF02-现货	IF03-现货
	101.87	105.47	94.67	71.27
		IF00-IF01	IF00-IF02	IF00-IF03
		106.27	92.67	55.87
			IF01-IF02	IF01-IF03
			91.87	55.07
				IF02-IF03
				57.87
收益率(%)	IF00-现货	IF01-现货	IF02-现货	IF03-现货
	2.76%	2.86%	2.57%	1.93%
		IF00-IF01	IF00-IF02	IF00-IF03
		2.88%	2.51%	1.51%
			IF01-IF02	IF01-IF03
			2.49%	1.49%
				IF02-IF03
				1.57%

2020年公募基金股指期货空头持仓明显增多

1Q20股指期货持仓情况				
股指期货持仓	持仓量(多头)	合约市值(万元)	持仓量(空头)	合约市值(万元)
IF	2292	247,495.34	-9121	(992,376.62)
IH	605	1,185.34	-1041	(82,432.72)
IC	4558	446,086.52	-917	(89,078.20)
合计	7455	694,767.21	-11079	(1,163,887.54)

**合约市值按2020年3月31日数据计算。

2Q20股指期货持仓情况				
股指期货持仓	持仓量(多头)	合约市值(万元)	持仓量(空头)	合约市值(万元)
IF	2125	233,115.97	-18660	(2,286,486.10)
IH	223	19,320.32	-1137	(98,014.54)
IC	4004	383,226.68	-2151	(245,227.40)
合计	6352	635,662.98	-21948	(2,629,728.04)

**合约市值按2020年6月30日数据计算。

3Q20股指期货持仓情况				
股指期货持仓	持仓量(多头)	合约市值(万元)	持仓量(空头)	合约市值(万元)
IF	2468	327,605.32	-19537	(2,647,822.50)
IH	212	20,316.19	-1705	(162,963.69)
IC	3595	435,576.63	-2319	(279,396.46)
合计	6275	783,498.14	-23561	(3,090,182.65)

**合约市值按2020年9月30日数据计算。

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

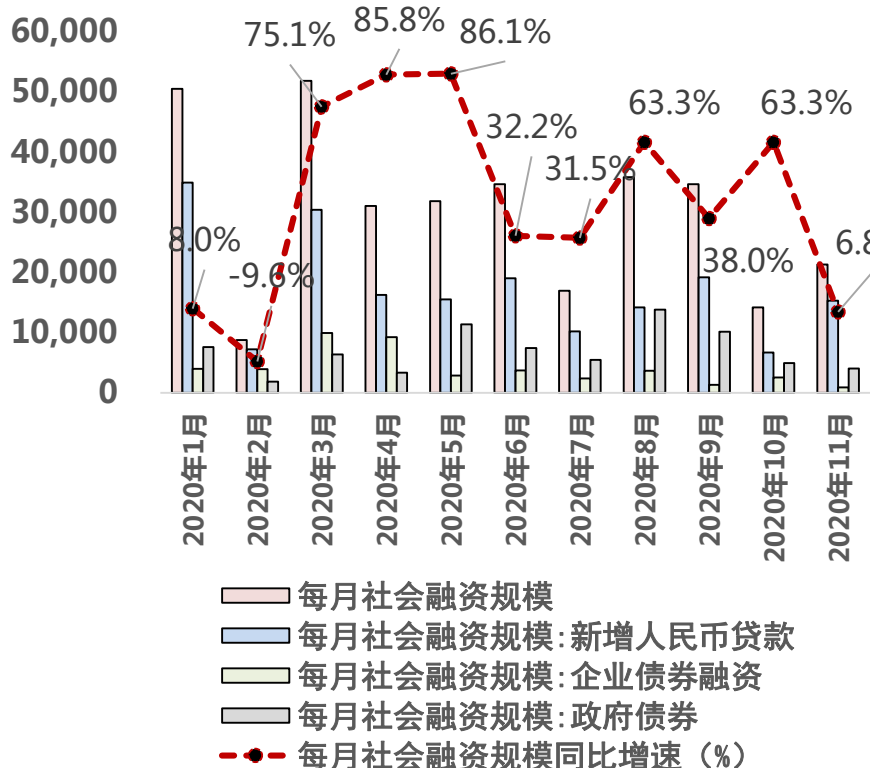
主要内容

- 疫情中的科技交替复苏中的周期
- 流动性合理充裕下利于慢牛走势
- 加快资本改革提升长期权益配置
- 2021年度股指行情展望及投资策略

2020年实施的宽松政策在未来将逐步退出

- 2021年政策基调：货币政策的灵活性加大，回归常态化，但不会大幅收紧；财政政策会受到预算的约束。
- 2021年信用会有一定收缩，2020年10月社融数据可能见顶。

2020年政府债券融资比例大幅上升



2020年国债收益率先降后升



从测算数据来看，企业年化资金成本率有明显下降

沪深300	财务费用 (亿元)	付息负债 (亿元)	年化资金成本 (%)	中小板综	财务费用 (亿元)	付息负债 (亿元)	年化资金成本 (%)
2016/12/31	1,908.8	113,348.2	1.68%	2016/12/31	313.5	5,501.9	5.70%
2017/12/31	2,331.5	140,269.5	1.66%	2017/12/31	539.5	6,590.0	8.19%
2018/12/31	2,725.7	166,214.0	2.19%	2018/12/31	643.2	8,924.9	9.61%
2019/3/31	733.1	173,144.8	0.56%	2019/3/31	205.8	10,419.6	2.63%
2019/6/30	1,399.4	179,845.9	1.04%	2019/6/30	372.5	10,855.5	4.58%
2019/9/30	2,155.6	185,693.4	1.55%	2019/9/30	575.9	13,438.2	5.71%
2019/12/31	2,768.8	193,135.0	1.91%	2019/12/31	830.7	13,575.2	8.16%
2020/3/31	768.2	194,461.1	0.53%	2020/3/31	212.6	13,938.7	2.03%
2020/6/30	1,410.8	201,257.0	0.93%	2020/6/30	434.2	14,363.8	4.03%
2020/9/30	2,008.7	214,985.2	1.25%	2020/9/30	689.1	14,982.4	6.13%
中证500	财务费用 (亿元)	付息负债 (亿元)	年化资金成本 (%)	创业板综	财务费用 (亿元)	付息负债 (亿元)	年化资金成本 (%)
2016/12/31	649.7	10,008.5	6.49%	2016/12/31	56.4	698.3	8.08%
2017/12/31	889.7	12,473.3	7.13%	2017/12/31	150.0	1,231.9	12.17%
2018/12/31	1,088.4	16,098.4	9.01%	2018/12/31	186.1	1,398.8	17.74%
2019/3/31	281.9	17,344.3	2.17%	2019/3/31	62.7	1,460.5	5.73%
2019/6/30	601.1	19,545.2	4.10%	2019/6/30	99.5	1,540.0	8.62%
2019/9/30	900.2	19,806.0	6.06%	2019/9/30	138.3	1,557.2	11.84%
2019/12/31	1,264.2	20,692.2	8.15%	2019/12/31	201.4	1,474.2	18.21%
2020/3/31	324.0	21,792.2	1.98%	2020/3/31	41.6	1,648.0	3.37%
2020/6/30	648.2	24,368.5	3.55%	2020/6/30	85.8	1,768.5	6.47%
2020/9/30	987.5	24,932.1	5.28%	2020/9/30	160.4	2,033.2	10.52%

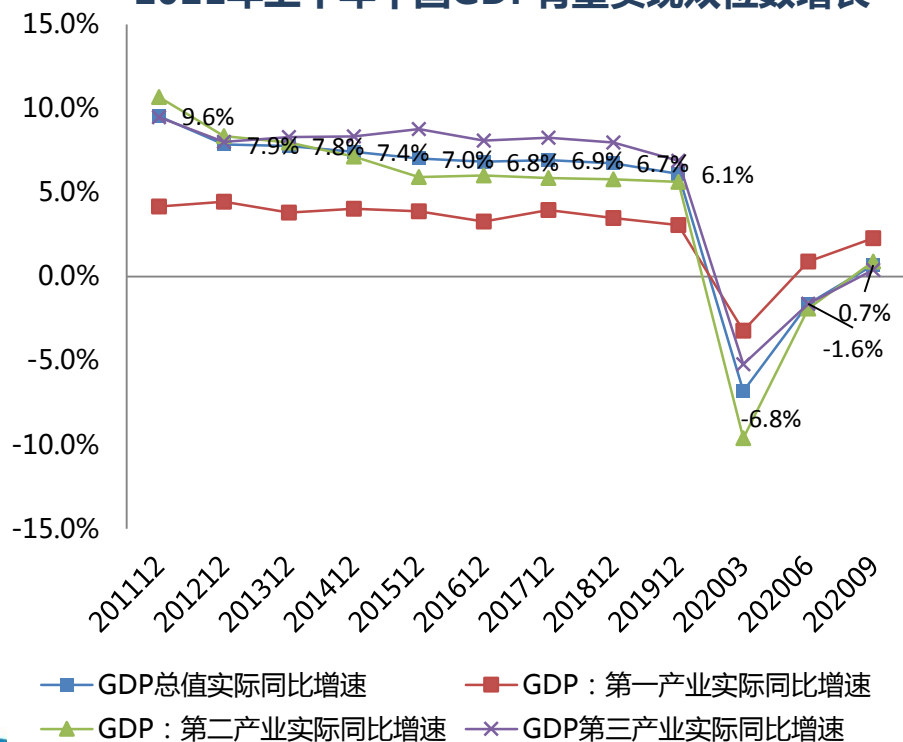
***由于缺少利息支出数据，所以用总财务费用进行计算；而总财务费用扣减了利息收入，故实际资金成本会比计算值偏高

***付息负债包括长期借款和应付债券

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



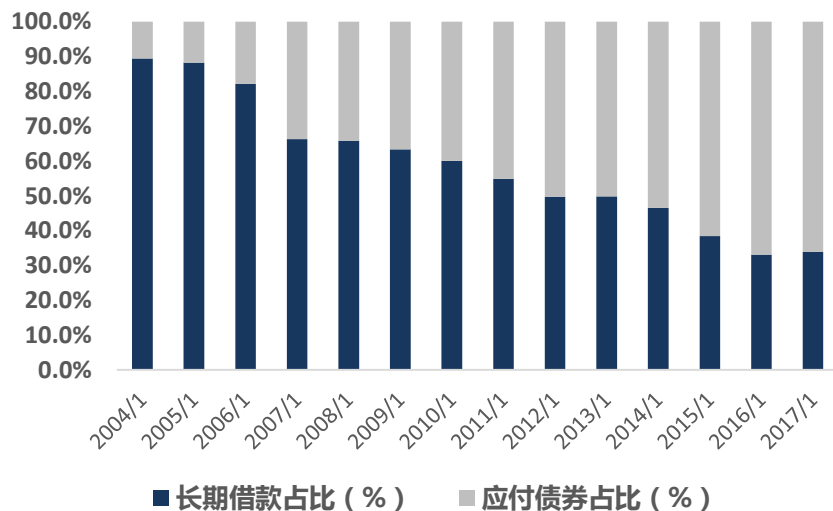
归母净利润同比增速 (%)	1Q20	2Q20	3Q20
上证50	-16.34%	-25.10%	12.64%
沪深300	-18.32%	-17.26%	12.26%
中证500	-35.42%	-18.25%	39.23%

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%

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。2020年下半年工业增加值中高技术产业同比依然保持较高增速，11月数据为同比增速为10.8%。
- 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 (%)



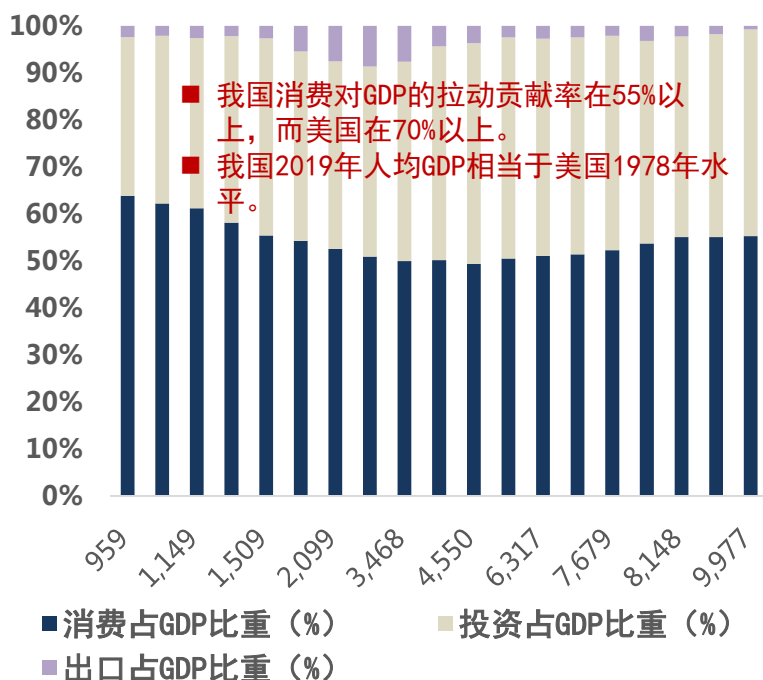
IPO融资规模 (亿元)	2020年	2019年	2018年
半导体与半导体生产设备	792	112	16
资本货物	587	337	170
制药、生物科技与生命科学	518	98	45
材料Ⅱ	483	313	66
技术硬件与设备	422	270	426
运输	340	31	31
软件与服务	262	192	25
食品、饮料与烟草	212	51	63
多元金融	198	28	151
耐用消费品与服装	186	27	37
商业和专业服务	118	46	14
汽车与汽车零部件	81	56	46
医疗保健设备与服务	70	79	67
公用事业Ⅱ	56	135	21
媒体Ⅱ	35	26	0
家庭与个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

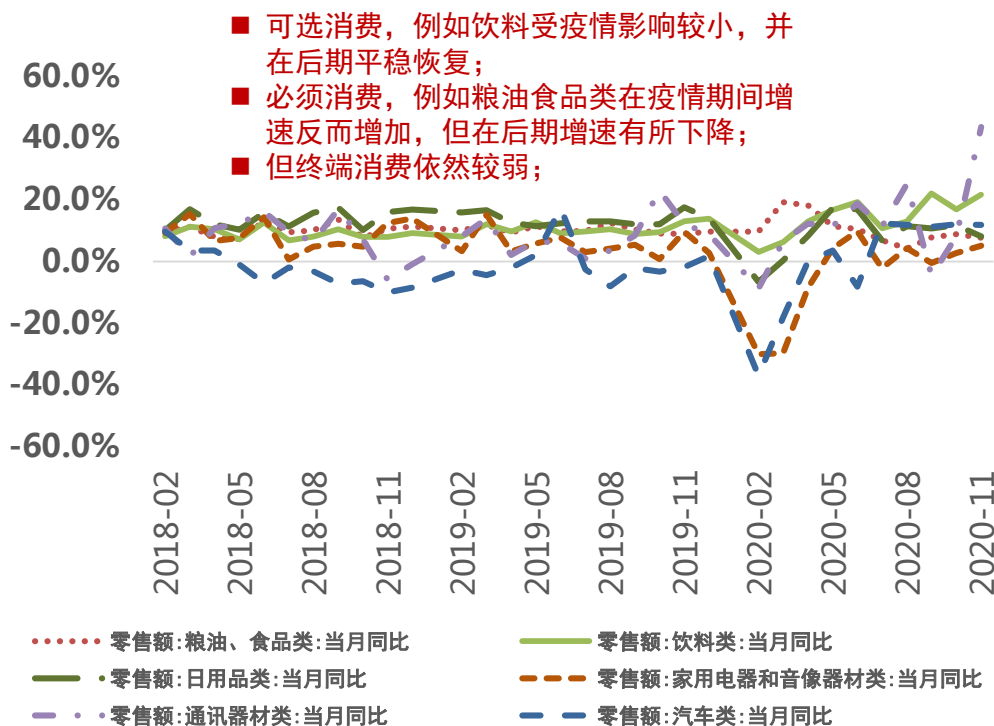
“需求侧改革”下消费领域的长期机会

- 2020年12月召开的政治局会议中提出要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，提升国民经济体系整体效能。
- 在国内国际双循环大背景下，国内端要刺激内需，出台促销费措施，推动传统消费、新型消费、服务消费，从而实现从投资驱动转向消费驱动。我国当前最终消费占比明显偏低，消费对经济增长的支持作用逐步增强，但仍低于美日韩等发达经济体的可比阶段。

消费是GDP主要贡献力量



限额以上企业商品零售增速 (%)



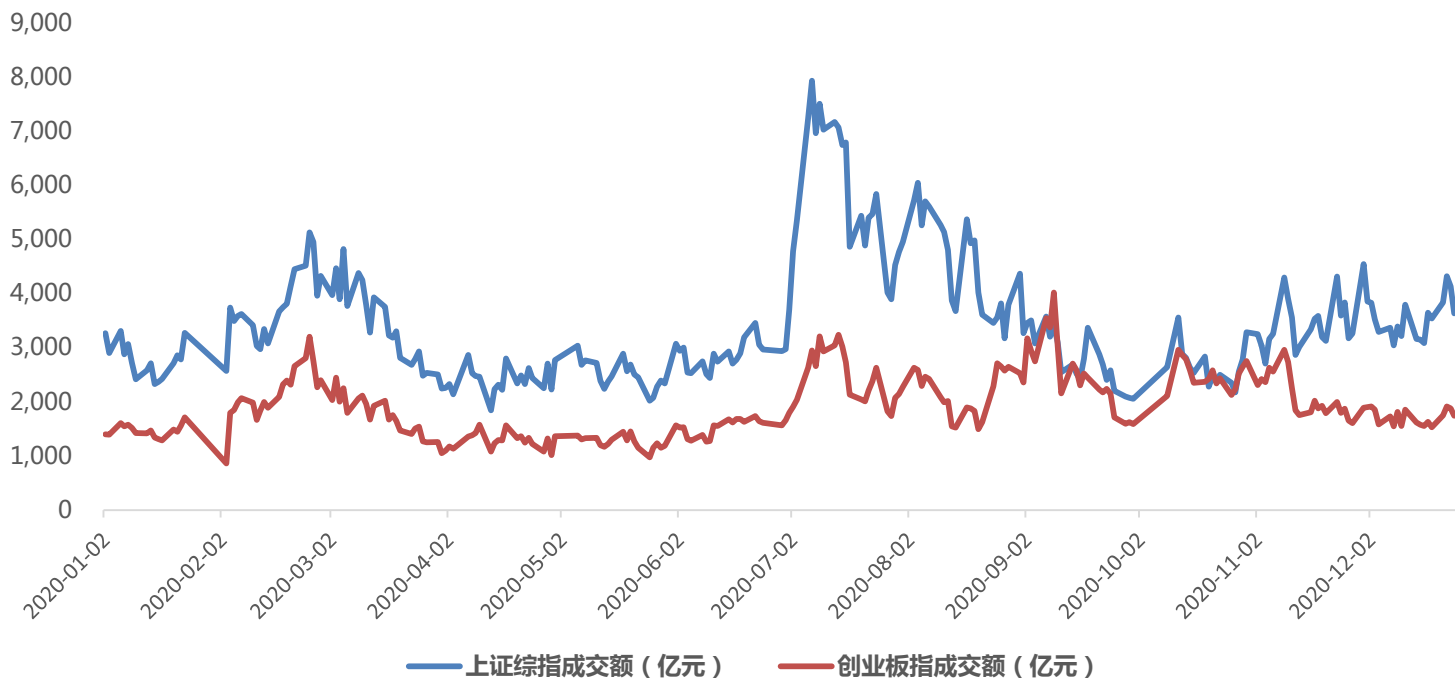
主要内容

- 疫情中的科技交替复苏中的周期
- 流动性合理充裕下利于慢牛走势
- 加快资本改革提升长期权益配置
- 2021年度股指行情展望及投资策略

创业板注册制实施后短期吸引了大量资金交易

- 创业板自8月24日注册制正式实施以来，成交量明显变得活跃，9月8日，创业板指成交额为3374.55亿元，首次超过上证综指的3202.30亿元。
- 随着成长股投资热情的退却，创业板的成交量也随之减少。

自注册制实施后创业板指数短期成交额增加



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>

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。

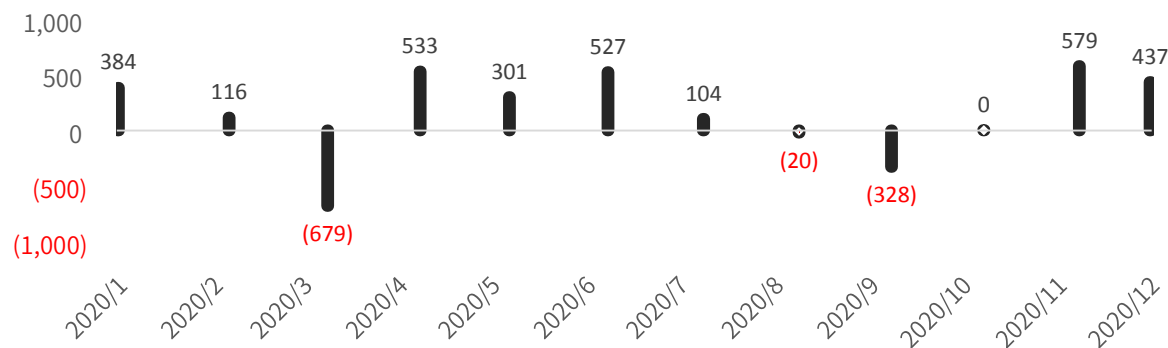
外资和杠杆资金与股指表现密切相关

- 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%

外资收益主要来自工业、消费、医疗保健和信息技术

2020年以来北向资金每月成交净买入（亿元）



2020年外资持股市值每月变动（亿元）												
日期	Wind能源	Wind材料	Wind工业	Wind可选消费	Wind日常消费	Wind医疗保健	Wind金融	Wind信息技术	Wind电信服务	Wind公用事业	Wind房地产	合计
2020年1月	-16.91	30.09	13.74	16.30	-163.26	165.10	-67.29	330.10	-2.19	-19.04	-34.61	252.02
2020年2月	-16.04	-7.10	66.21	-120.10	72.50	87.69	-166.81	116.52	-2.02	-8.70	-7.21	14.93
2020年3月	-30.87	-105.58	-224.94	-370.28	-5.60	51.56	-269.31	-364.56	-1.62	-6.29	-50.27	-1,377.75
2020年4月	-0.95	95.77	160.07	145.52	435.79	224.25	20.91	217.69	1.81	-0.50	40.36	1,340.72
2020年5月	-0.21	19.79	83.88	235.93	186.33	127.69	-82.64	123.63	-2.68	3.68	-22.39	665.52
2020年6月	5.66	120.26	204.56	216.57	290.88	373.82	83.26	580.05	0.73	33.42	30.38	1,939.59
2020年7月	13.61	324.59	425.77	445.08	450.24	346.30	420.71	342.37	3.30	4.59	29.22	2,805.80
2020年8月	11.67	52.00	168.19	-17.93	385.32	-54.46	107.45	-93.08	2.59	24.83	22.02	608.60
2020年9月	-9.07	-68.91	-50.54	21.38	-538.21	-193.13	-161.20	-156.68	-4.41	-19.50	-15.91	-1,191.16
2020年10月	-11.91	59.47	201.90	336.57	86.91	37.09	228.32	-17.35	-1.58	123.73	-29.07	1,014.08
2020年11月	69.53	241.60	351.18	336.97	15.05	-162.80	393.89	63.82	0.51	14.28	55.10	1,379.13
2020年12月	7.41	126.28	320.93	54.74	439.00	475.81	-160.00	228.22	-9.46	-14.09	-63.55	1,403.29
合计	21.94	893.27	1,720.44	1,300.76	1,654.96	1,478.93	340.29	1,370.72	-15.03	136.42	-47.94	8,854.76

***外资数据包括沪深港通、QFII/RQFII、外资私募

杠杆资金首选医药生物、科技和金融板块

- 2020年以来，杠杆资金流入居首的5个行业是医药生物、电子、非银金融、电气设备、计算机，流入资金量分别达到615.79亿元、539.93亿元，372.16亿元、323.19亿元、243.14亿元。

2020年杠杆资金变化（单位：亿元）														
序号	融资净买入额	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月	合计
1	医药生物	-4.48	66.79	-24.72	39.53	37.61	139.28	276.59	48.06	-29.79	22.03	13.45	31.44	615.79
2	电子	43.50	146.49	-84.92	23.69	49.12	118.88	256.54	20.81	-66.80	26.34	17.26	36.40	539.93
3	非银金融	-38.23	24.61	-46.55	-63.20	-3.98	94.61	411.63	27.95	-57.17	-20.02	52.39	-9.88	372.16
4	电气设备	13.98	46.41	-10.79	-18.81	8.12	17.09	88.87	36.80	0.14	52.34	16.97	72.07	323.19
5	计算机	21.42	99.49	-67.29	-14.65	13.49	63.87	169.74	34.84	-41.00	3.36	-12.39	-27.75	243.14
6	化工	17.78	58.44	-25.58	-18.76	2.24	24.34	82.95	24.04	-13.81	34.54	37.11	8.34	231.63
7	食品饮料	11.75	-7.46	-28.23	-13.89	17.84	35.12	65.53	61.05	9.20	14.38	33.32	31.34	229.96
8	农林牧渔	3.35	-6.70	64.67	22.00	14.06	11.69	79.42	43.22	-10.65	-6.86	9.33	5.24	228.77
9	国防军工	15.14	44.68	-12.72	-1.98	4.94	15.68	100.65	34.46	-30.05	12.96	5.38	13.40	202.55
10	有色金属	1.18	17.18	-32.42	-14.18	24.71	8.20	96.64	24.20	-29.98	1.98	85.77	9.91	193.19
11	汽车	9.82	-0.87	-11.58	-6.11	7.25	10.93	38.61	12.56	8.47	34.39	62.42	14.94	180.83
12	机械设备	9.83	16.86	-12.39	-6.56	10.76	9.99	51.01	22.44	-8.59	15.59	10.58	7.01	126.54
13	传媒	11.23	30.05	-18.78	-0.95	8.55	47.14	38.17	21.27	-19.31	-0.39	1.43	-0.41	118.00
14	银行	2.67	4.74	-27.27	-13.84	2.08	26.50	108.36	0.63	-19.03	-14.13	2.30	27.47	100.48
15	房地产	7.08	-10.29	-18.43	-8.59	25.64	26.80	52.74	4.62	-11.28	14.27	-15.78	18.90	85.69
16	交通运输	15.77	-5.33	-3.95	-11.37	6.29	2.33	38.14	18.25	-3.72	5.60	17.02	3.40	82.45
17	公用事业	5.33	5.73	-15.62	-6.14	0.90	3.67	39.55	16.43	-4.76	2.91	8.56	5.42	61.98
18	建筑材料	2.05	-0.34	4.90	-8.42	11.98	8.65	8.39	7.91	-0.88	8.75	6.06	6.52	55.58
19	轻工制造	6.87	-0.07	-3.26	-1.23	0.04	4.54	23.98	-0.79	1.94	6.28	7.60	6.79	52.69
20	家用电器	5.46	25.77	-10.81	-6.20	-4.77	6.84	25.19	-1.05	-9.89	1.99	1.10	18.27	51.91
21	商业贸易	-2.55	-6.43	-2.97	-1.34	7.18	20.90	39.16	-5.82	-3.52	-1.67	1.26	3.16	47.36
22	建筑装饰	6.09	2.41	1.00	-10.70	6.65	0.12	23.20	7.41	-8.10	12.58	3.34	1.85	45.85
23	通信	-4.54	41.29	-1.21	-20.61	-0.78	20.47	39.56	-2.93	-21.93	4.26	1.33	-11.38	43.51
24	采掘	0.30	-3.52	-7.67	-6.94	-0.80	1.13	24.31	3.27	-4.09	5.95	14.62	10.24	36.81
25	纺织服装	0.50	3.37	0.40	-1.95	0.55	0.69	5.70	2.24	0.40	5.57	-2.28	0.85	16.03
26	休闲服务	10.88	-12.62	2.08	-11.46	4.23	3.13	24.53	-3.54	-3.95	-1.55	0.33	3.91	15.96
27	钢铁	-2.14	-1.44	3.43	-4.82	5.76	6.89	6.70	1.70	-6.37	1.35	7.93	-4.64	14.35
28	综合	1.30	8.32	-6.61	-3.57	0.70	-0.71	7.60	0.68	-5.70	-2.45	1.08	-0.70	-0.05
	合计	171.36	587.57	-397.27	-238.44	260.38	728.79	2223.46	460.69	-390.21	240.35	387.50	282.11	4316.28

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。

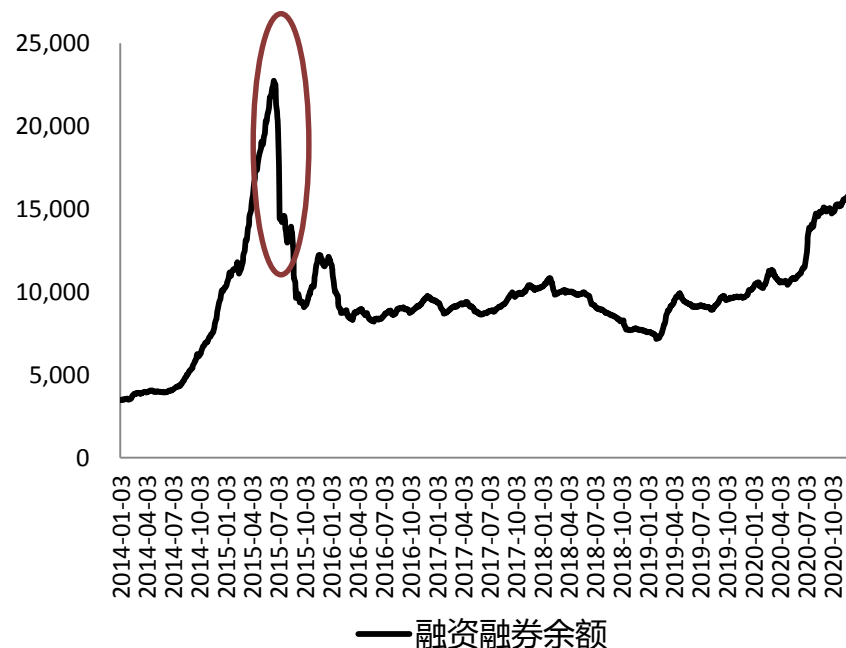
日期	外资持有股票市值 (亿)	外资持有股票市值占A股总市值 (%)	QFII&RQFII测算值 (右轴)	QFII&RQFII占比 (%)	沪深港通持股市值 (右轴)	沪深港通占比 (%)
2016/12/31	6,492	1.17%	4,790	73.78%	1,702	26.22%
2017/12/31	11,747	1.86%	6,604	56.22%	5,143	43.78%
2018/12/31	11,517	2.37%	5,000	43.41%	6,518	56.59%
2019/12/31	21,019	3.20%	6,840	32.54%	14,178	67.46%
2020/9/30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

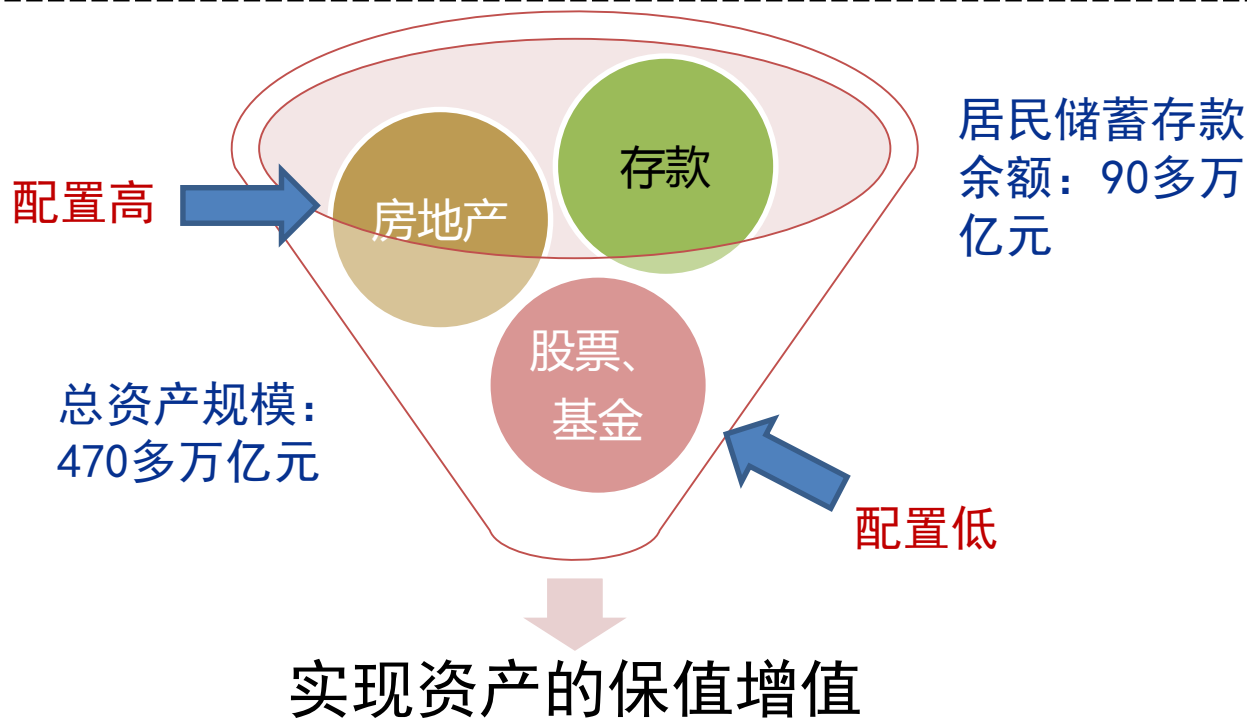
- 2019年、2020年分别有3637.35亿元、4619.98亿元（截至12月16日）杠杆资金流入A股。
- 我们预计2021年约有3500亿元杠杆资金流入A股，和2019年的水平相当。主要原因在于：
 - 1) 2021年股指预计仍会以震荡上行为主，会跟随行情缓慢提升；
 - 2) 流动性合理充裕下，杠杆资金不会急剧增加。

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



居民配置：权益时代的到来

人民群众日益增长的财富保值增值的需求非常迫切。
证监会指出将促进居民储蓄向投资转化，大力发展公募基金。

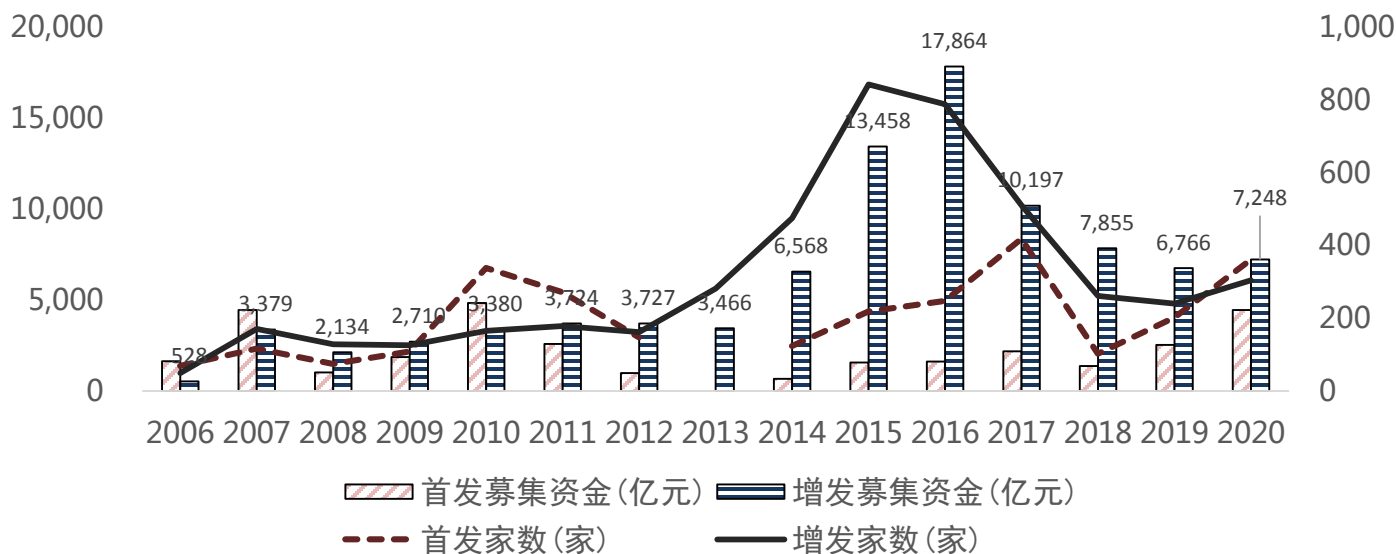


在房地产市场严格控制、风险资产价格波动较大的背景下，低配置的股票和基金有望受到养老保险资金、银行理财资金、外资、居民等的青睐，增加相关的配置。

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）

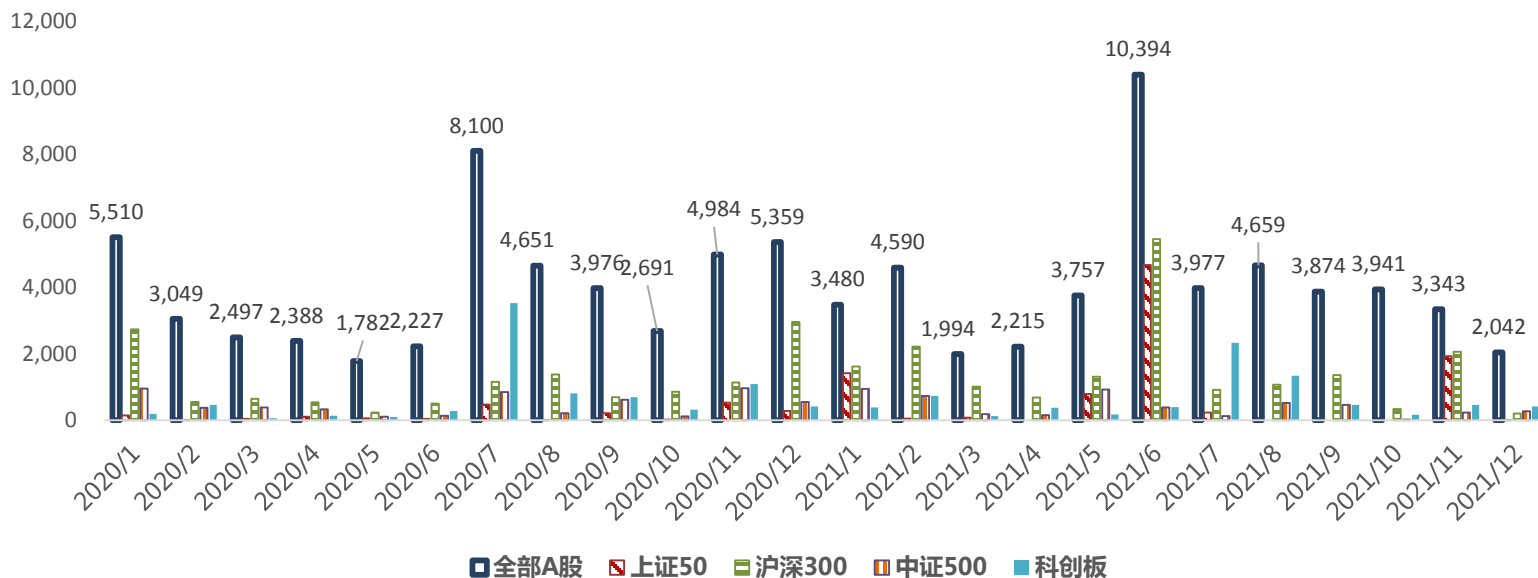


- 截至2020年12月16日，2020年IPO募资规模为4,463亿元，比2019年全年的2,534亿元增加了1929亿元，增幅达到76.1%。
- 截至2020年12月16日，2020年增发募资规模7,248亿元，比2019年的6,766亿元增加了482亿元，自2016年以来首次转为正增长。2016年增发募资规模达到了阶段性新高18,053亿元。

2021年和2020年解禁规模相当

- 2020年共约47,215亿元限售股解禁，同时产业资本密集减持，通过测算，2020年二级市场重要股东共**减持约6655亿元，增持约487亿元**（按变动截止日统计）。
- 2021年预计仍有一定解禁压力，规模达48,266亿元，且上证50和沪深300的解禁规模明显增加，分别从2020年的1,937亿元、13,399亿元增加到9,165亿元、18,241亿元。

限售股解禁规模（亿元）



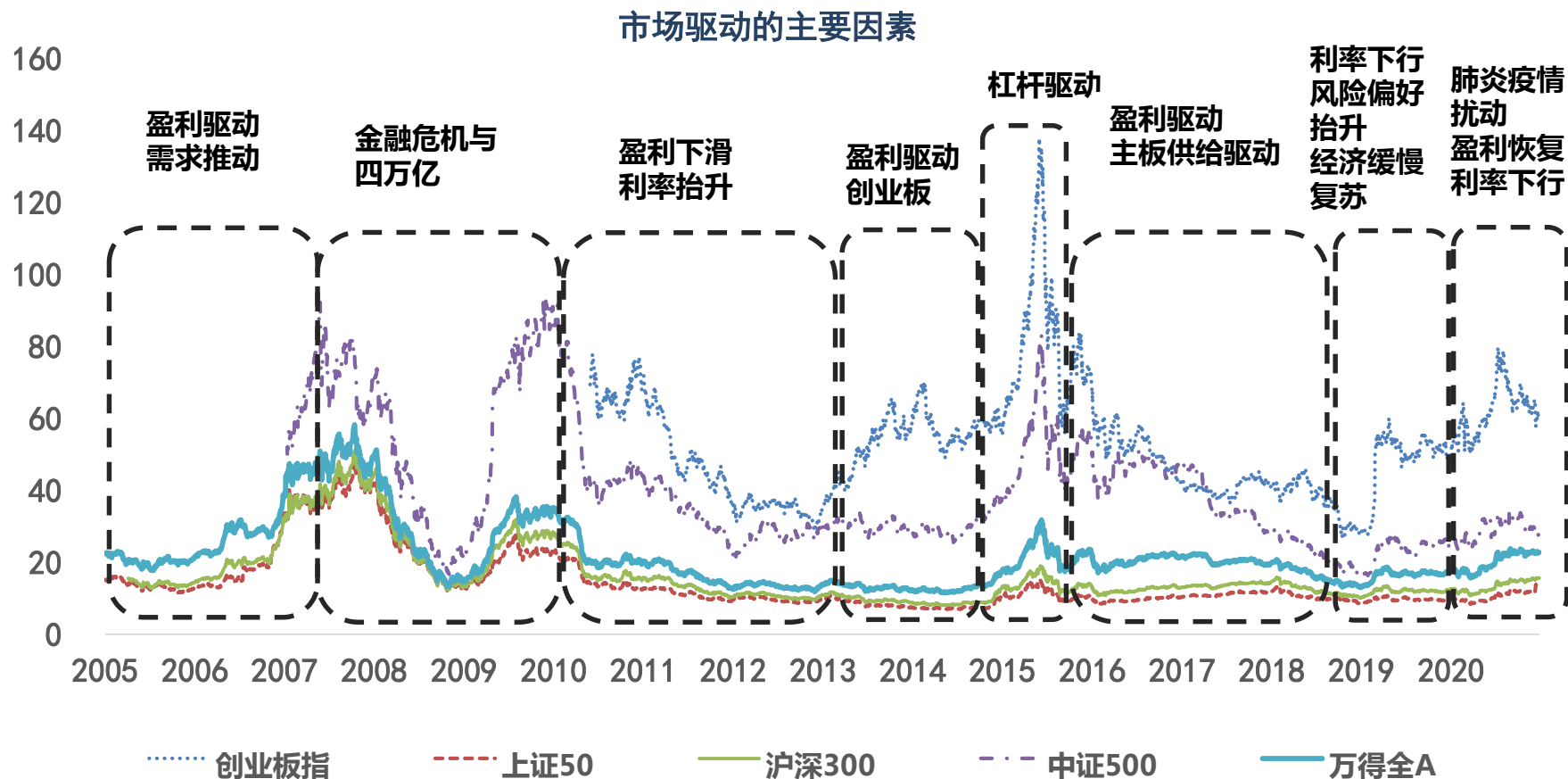
- 2020年全年解禁规模为47,215亿元，其中上证50、沪深300、中证500、科创板解禁规模分别是1,937亿元、13,399亿元、5,611亿元、8,091亿元。
- 2021年全年解禁规模为48,266亿元，其中上证50、沪深300、中证500、科创板解禁规模分别是9,165亿元、18,241亿元、4,977亿元、7,375亿元。**2021年6月份解禁压力较大，全市场解禁规模达10,394亿元。**

主要内容

- 疫情中的科技交替复苏中的周期
- 流动性合理充裕下利于慢牛走势
- 加快资本改革提升长期权益配置
- 2021年度股指行情展望及投资策略

2021年股指整体估值水平不会系统性提升

■ 2021年流动性将保持合理充裕，灵活适度。



2021年权益市场核心因素综合评定表：偏好

关注点	主要观点	代表数据	股市影响
宏观	经济稳健复苏 货币政策以合理为主 外部环境不确定性仍存	GDP、行业GDP、人均GDP、工业产能利用率、投资、消费等	利好
大类资产	股市性价比、风险收益较高	理财收益、债券收益率，存款收益率、楼价、风险收益比等	中性
股市基本面	盈利水平改善	营收增速、利润增速等	利好
	整体估值难全面抬升	市盈率、市净率、破净破发等	中性
股市资金面	边际增量来自外资、机构资金、居民配置	融资规模、IPO、定增、沪港通、公募基金规模、保险资金运用	利好
股市政策面	政策扶持	减税降费、注册制改革	利好
技术形态	震荡上行	量价关系、技术形态、时间空间等、	利好
情绪指标	风险偏好	成交换手、期货升贴水，融资额变化、新增投资者数量等	中性
综述	资本市场未来将走向高质量发展的道路，基本面将决定资金长期配置的方向。整体上，在稳健的货币政策下预计股市仍以慢牛长牛的走势为主，且个股间的分化会进一步加剧，同时要警惕海外风险事件对我国股指走势的影响。		

行情展望：慢牛持续

- 后续主要关注：1) 经济数据；2) 中美关系；3) 相关政策。
- 随着我国加快金融行业对外开放以及提升资本市场服务实体经济的能力，我们认为资本市场未来将走向高质量发展的道路，基本面将决定资金长期配置的方向，个股走势分化下仍需关注龙头企业和优质资产。未来我国支持科技创新的方向不会改变，随着科创板公司加快进入主要指数和沪港通，居民、机构、全球配置科创板蓄势待发，科技板块依然是主要板块之一。
- 整体上，在稳健的货币政策下预计股市仍以慢牛长牛的走势为主，且个股间的分化会进一步加剧。2021年在经济继续保持复苏以及资金持续流入股市的有利条件下股指仍有支撑，而预期差会决定最终的区间大小。在保持流动性灵活适度的前提下，股指的估值水平不会有系统性的提升，仍然以结构性行情为主。
- 操作上建议逢低建仓，中长期可以增加估值合理业绩良好的相关板块的配置比例。

2021年：上证综指核心区间3200—4000点

基准情景

经济持续复苏，股指重心震荡上行 (概率70%)

- 宏观不利因素：1) 全球经济复苏不确定性仍存；2) 消费数据仍恢复不足；3) 中美贸易关系仍存隐忧。
- 宏观有利因素：我国经济保持复苏势头，流动性灵活适度，资金流入股市，股指估值有支撑。
- 2021年核心区间预估：上证综指3200—4000点，沪深300指数4400—5800点。

可能情景

中美争端升级，经济复苏不及预期，股指继续探底 (概率30%)

- 中美之间爆发新争端，美股大幅下跌引发市场调整。
- 2021年核心区间预估：上证综指3000—3700点，沪深300指数4100—5400点。

2021年股指期货策略总结

推介一

支撑位做多

- 理由：国内经济企稳，中美贸易关系改善，估值支撑。
- 策略：如果沪深300指数下跌至4400点附近，建议尝试做多期指，止损4200点附近，沪深300指数上行至5800点附近逐渐减仓，建议波段操作。

推介二

事件驱动做多

- 理由：经济复苏超预期、政策力度加大等。
- 策略：重要事件或会议前，建议期指逢低做多。具体时间点或点位请关注申万期货后期股指策略报告。

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。