

指数宽幅震荡，机遇与风险并存

兴证期货·研发中心

2020年12月21日星期一

金融研究团队

韩惊

从业资格编号：F3010931

投资咨询编号：Z0012908

021-20370949

hanjing@xzfutures.com

● 内容提要

我国经济保持复苏趋势。我国2020年三季度GDP同比增长4.9%升至年内新高，消费和投资逐步复苏，进出口保持强劲，未来经济增速有望进一步加快。

市场估值处于相对高位，未来上涨动力来自于企业盈利的改善。受益于市场流动性的宽松，2020年市场估值提升明显。不过随着疫情影响的消退和经济的持续复苏，2021年货币政策大概率将出现边际收紧的情况，市场也难以出现像2020年一样流畅的估值提升带来的上涨，未来市场的上涨动力更多的将来自盈利端的改善。目前来看本轮盈利周期在2021年初仍将保持1-2个季度的上行。

机构化进程加速。未来外资和国内机构有望继续增加权益市场配置。外资方面，在人民币保持升值趋势和中美关系存在边际改善可能的情况下，明年陆股通资金的流入速度或将加快。国内方面，2020年基金发行火爆，我们认为居民存款搬家的趋势将延续，而机构由于其出色的收益率和专业的投资水平仍将受到中小投资者的青睐，未来市场机构化的发展速度有望进一步加快。

我们认为2021年A股市场走势或为宽幅震荡，前高后低。上半年在企业盈利改善的预期下，指数存在进一步上涨空间，而下半年货币政策边际收紧对指数的压力或逐渐显现。此外，我们预计上证50和沪深300的盈利修复更好、机构配置的意愿更强并且对于货币政策的收紧相对更不敏感，所以走势相对中证500更强，同理IH和IF的走势也将强于IC。

● 风险提示

中美贸易摩擦升温，经济超预期下行，疫情发展超预期。

目录

1. 市场回顾	4
1.1 A 股震荡上行	4
1.2 市场估值快速提升	5
1.3 股指期货成交持仓放大	6
1.4 基差扩大	7
2. 市场基本面	8
2.1 GDP 增速触底回升	8
2.2 未来货币政策或边际收紧	10
2.3 A 股仍处于盈利周期上行阶段	11
2.4 三季度企业盈利大幅改善	12
3. 资金配置意愿加强	14
3.1 外资持续流入	14
3.2 全球宽松程度进一步加深	14
3.3 居民继续加配权益资产	16
3.4 国内市场机构化进程加快	16
4. 外部不确定性风险犹存	17
4.1 海外疫情形势依然严峻	17
4.2 中美关系难出现实质性改善	18
5. 总结	18
6. 免责声明	19

图目录

图 1: A 股主要指数涨跌幅 (截至 12 月 11 日)	4
图 2: 申万一级行业涨跌幅 (截至 12 月 11 日)	5
图 3: WIND 全 A 估值	5
图 4: 沪深 300 估值	5
图 5: 上证 50 估值	6
图 6: 中证 500 估值	6
图 7: 股指期货总成交情况 (手)	6
图 8: 股指期货日均持仓情况 (手)	6
图 9: IF 基差 (现货-期货)	7
图 10: IH 基差 (现货-期货)	7
图 11: IC 基差 (现货-期货)	8
图 12: GDP 增速不变价当季同比	9
图 13: 固定资产投资增速 (%)	9
图 14: 消费增速 (%)	9
图 15: 进出口增速 (按美元计)	10
图 16: PMI 走势图	10
图 17: 社融和新增人民币贷款 (亿元)	11
图 18: M1、M2 增速	11
图 19: 上证指数与归母净利润增速	12
图 20: WIND 全 A 归母净利润增速 (除金融、石油石化)	12
图 21: 2020 年三季度归母净利润增速	13
图 22: 历年归母净利润增速走势	13
图 23: 陆股通近年来流入情况 (亿元)	14
图 24: 专业机构投资者持仓 (2020Q3)	14
图 25: 美国联邦基金利率 (%)	15
图 26: 主要国家 10 年期国债收益率	15
图 27: 美元指数和人民币兑美元中间价走势	15
图 28: 7 日年化收益率: 余额宝(天弘) (%)	16
图 29: 中美资产配置对比	16
图 30: 基金新发统计 (亿份)	17
图 31: 基金市场规模 (亿份)	17
图 32: 全球新冠肺炎新增确诊人数	18

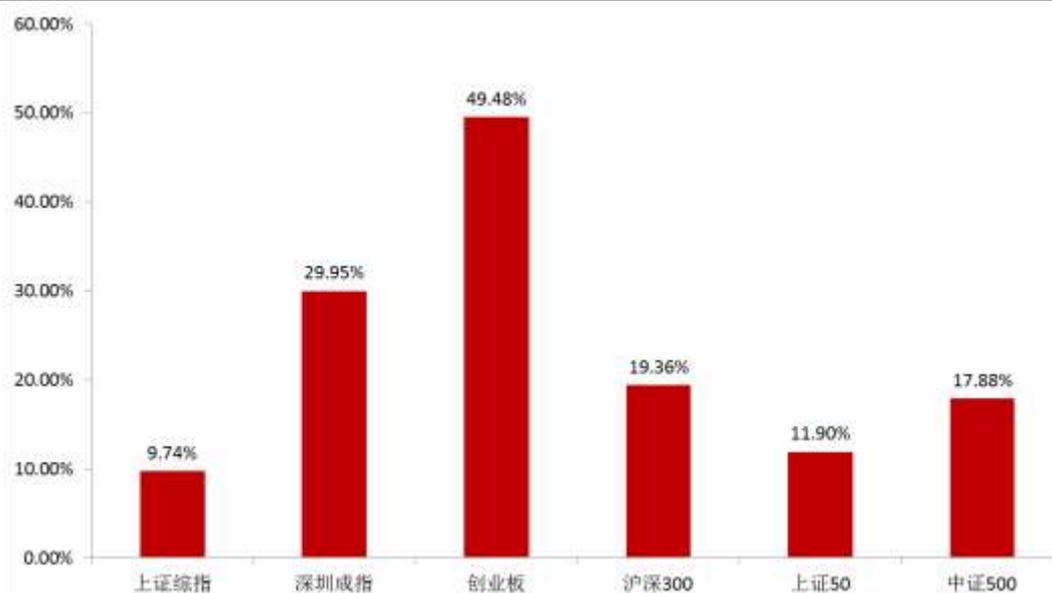
1. 市场回顾

1.1 A 股震荡上行

2020 年 A 股震荡上行，市场先后经历国内及国外两波新冠疫情的冲击，之后在流动性宽松及经济持续复苏的大环境下震荡上行并在 7 月初大幅上涨，下半年由于流动性的边际收紧和外部不确定性的上升，市场维持区间震荡。2020 年创业板在成长股，尤其是疫情受益的医药板块的强势下，走势明显强于上证综指。

分指数来看，上半年中证 500 走势强于沪深 300 和上证 50，不过随着流动性的边际收紧，下半年沪深 300 和上证 50 走势相对偏强。

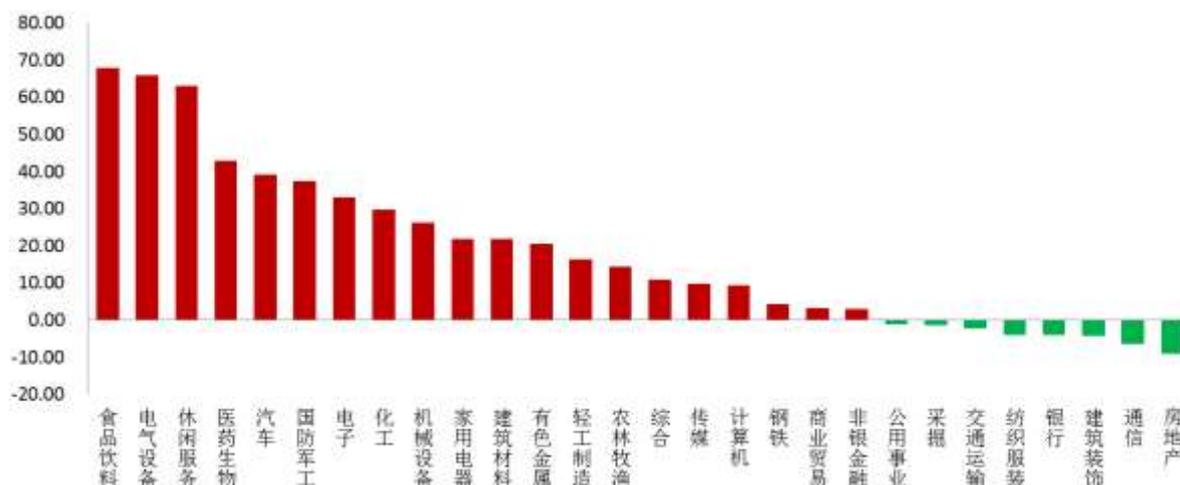
图 1: A 股主要指数涨跌幅（截至 12 月 11 日）



数据来源：Wind，兴证期货研发部

分板块来看，截至 12 月 11 日申万一级行业中 20 个行业板块年度上涨，8 个行业板块下跌。其中确定性较高的食品饮料和受益于新能源概念的电气设备涨幅较大，年度涨幅均超过 65%。而银行、建筑装饰和房地产等受政策和经济环境压制的周期性行业走势相对较弱。

图 2：申万一级行业涨跌幅（截至 12 月 11 日）

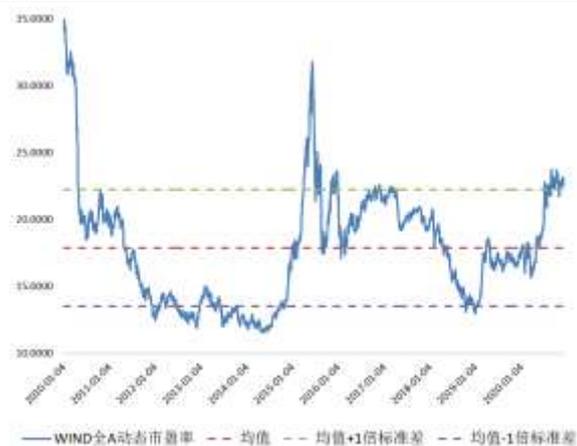


数据来源：Wind，兴证期货研发部

1.2 市场估值快速提升

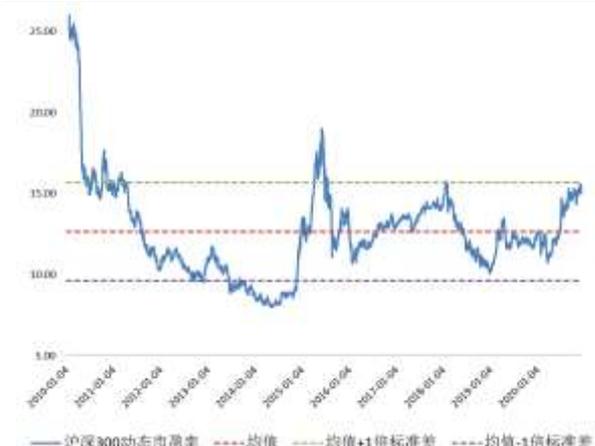
目前市场整体估值水平处于相对高位。截止 2020 年 12 月初，WIND 全 A 的动态市盈率已经来到 2010 年初至今的 90% 估值分位数水平。分指数来看，沪深 300、上证 50 和中证 500 的估值分位数分别处于 2010 年至今的 84%、82% 和 35% 左右的水平。受益于市场流动性的宽松，今年市场估值提升明显。不过随着疫情影响的消退和经济的持续复苏，2021 年货币政策大概率将出现边际收紧的情况，市场也难以出现像今年一样流畅的估值提升带来的上涨，未来市场的上涨动力更多的将来自盈利端的改善。

图 3：WIND 全 A 估值



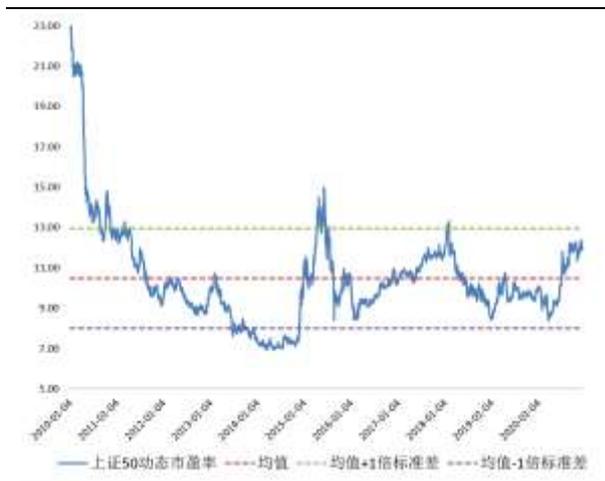
资料来源：Wind，兴证期货研发部

图 4：沪深 300 估值



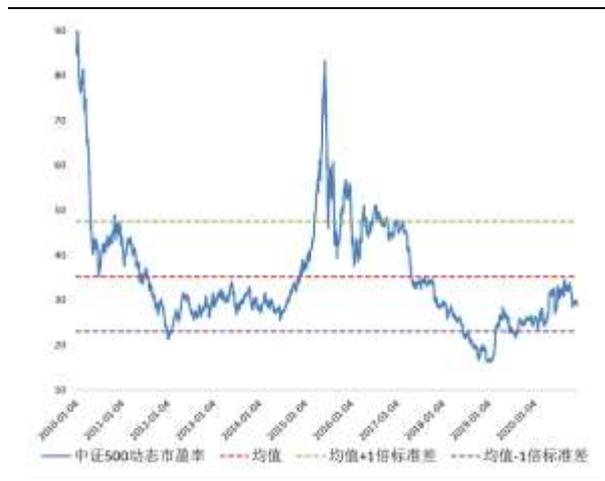
资料来源：Wind，兴证期货研发部

图 5: 上证 50 估值



资料来源: Wind, 兴证期货研发部

图 6: 中证 500 估值



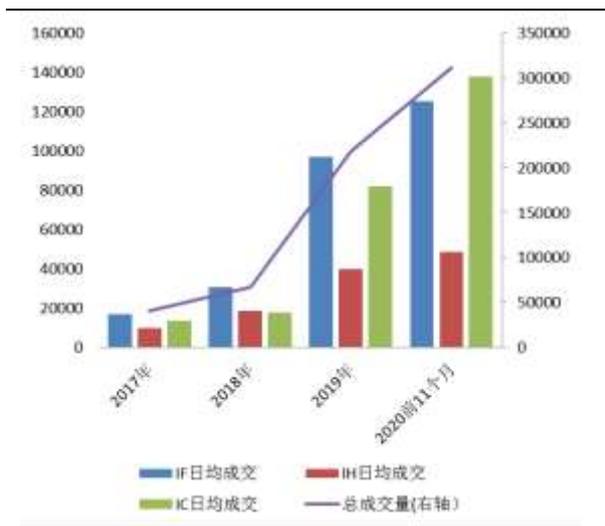
资料来源: Wind, 兴证期货研发部

1.3 股指期货成交持仓放大

2020 年股指期货成交量进一步增长。分品种来看, 2020 年前 11 个月 IF 的日均成交量为 12.49 万手, 同比增长 28.97%; IH 的日均成交量为 4.84 万手, 同比增长 22.15%; IC 的日均成交量为 13.75 万手, 同比增长 68.27%。

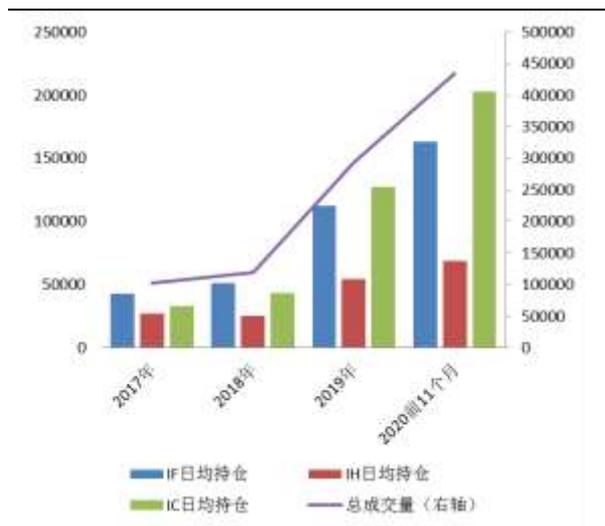
2020 年股指期货持仓量同样出现上升。分品种来看, 2020 年前 11 个月 IF 的日均持仓为 16.27 万手, 同比增长 45.05%; IH 的日均持仓为 6.89 万手, 同比增长 27.37%; IC 的日均持仓为 20.26 万手, 同比增长 59.32%。

图 7: 股指期货总成交情况 (手)



资料来源: Wind, 兴证期货研发部

图 8: 股指期货日均持仓情况 (手)



资料来源: Wind, 兴证期货研发部

1.4 基差扩大

今年三大期指的平均基差有所扩大。上半年受疫情的影响，市场波动较大并且投资者对于未来的预期较为悲观，三大期指均出现大幅贴水现货的情况。而年中7月初的大幅上涨又一度扭转了市场预期，期指在市场乐观情绪的推动下短期出现了大幅升水现货的情况。此后随着短期乐观情绪的消退，股指期货的基差在下半年显得相对平稳。我们认为随着金融市场的逐渐成熟，未来股指贴水幅度较大的情况将得到好转，套期保值的效果将得到提高。

图 9: IF 基差 (现货-期货)

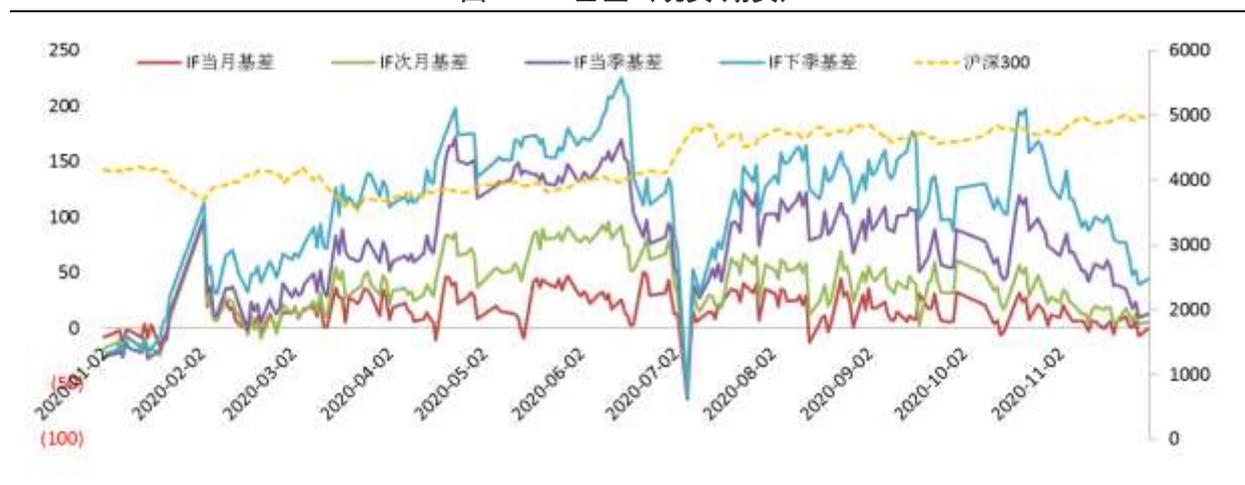


图 10: IH 基差 (现货-期货)

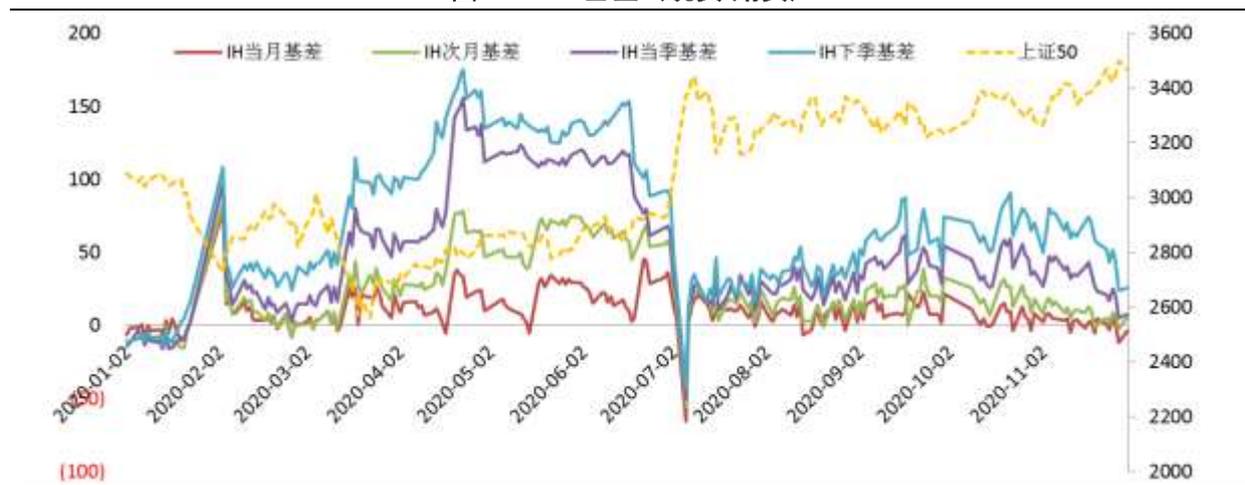
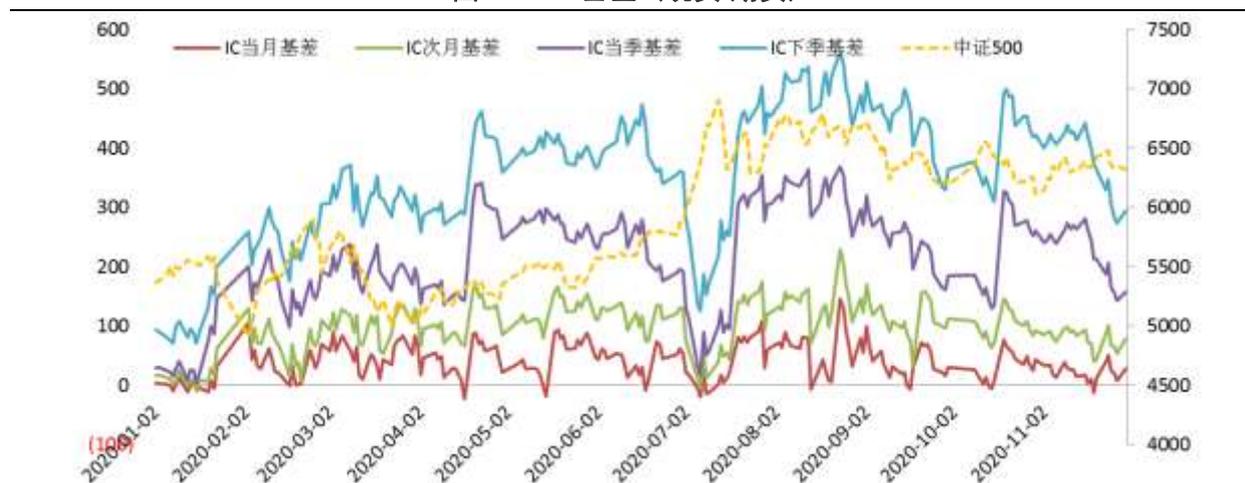


图 11: IC 基差 (现货-期货)



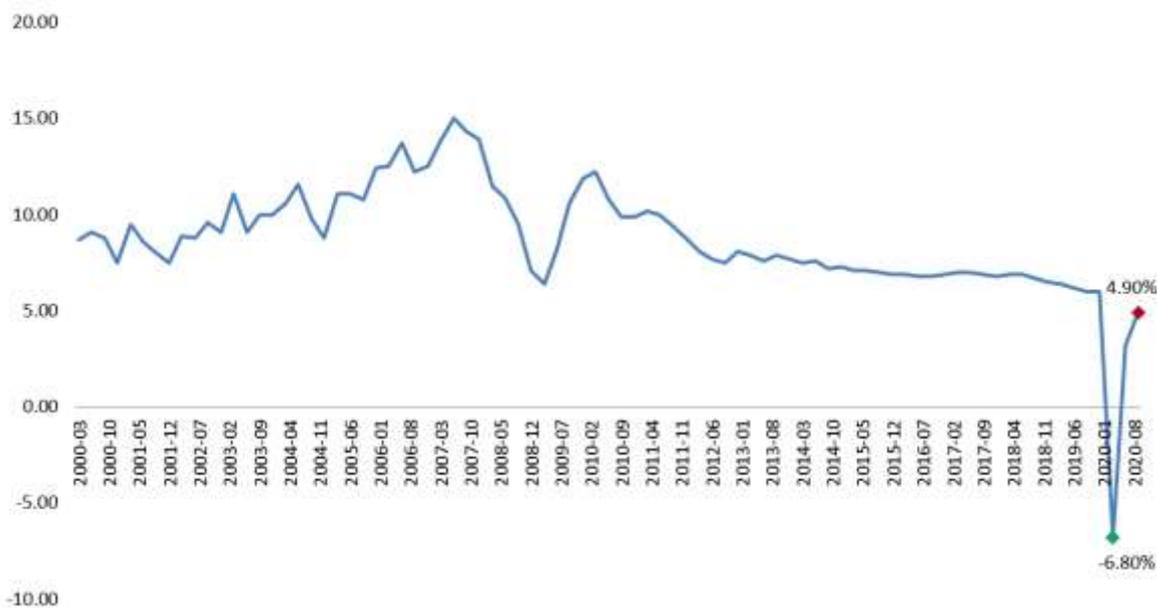
数据来源: Wind, 兴证期货研发部

2. 市场基本面

2.1 GDP 增速触底回升

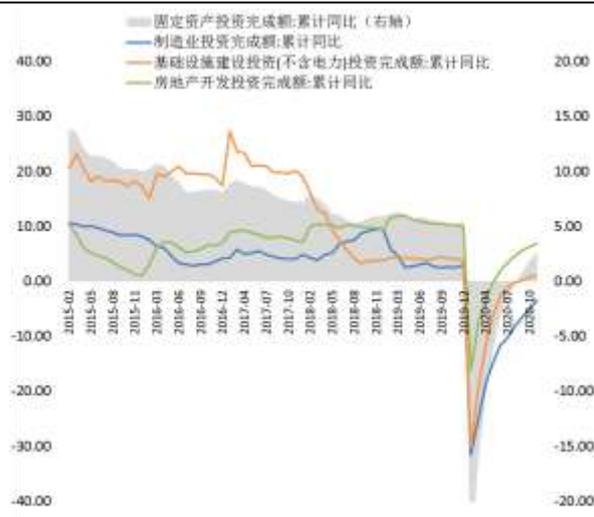
目前国内宏观环境与 2010 年相似。2008 年前后我国遭遇金融危机影响, 宏观经济出现显著回落, 而之后随着海外扰动的逐步消退和国内“四万亿”扩内需、稳增长的政策刺激下, A 股市场也完成了牛熊转换。对比今年, 年初受疫情的影响, 我国经济供需两端都受到严重冲击, 其中一季度 GDP 增速一度下滑至-6.8%。但之后由于我国疫情控制良好和复工复产的稳步推进, 经济出现复苏迹象, 逐渐走出了最困难的时刻。我国三季度 GDP 同比增长 4.9% 升至年内新高, 消费和投资逐步复苏, 进出口保持强劲, 未来经济增速有望进一步加快。在此期间 A 股市场也经历了探底之后大幅回升的走势。而与 2010 年类似, 我们认为 A 股市场明年上半年仍存在上升空间, 不过上涨动力将从今年的估值提升转为由企业盈利推动。

图 12: GDP 增速不变价当季同比



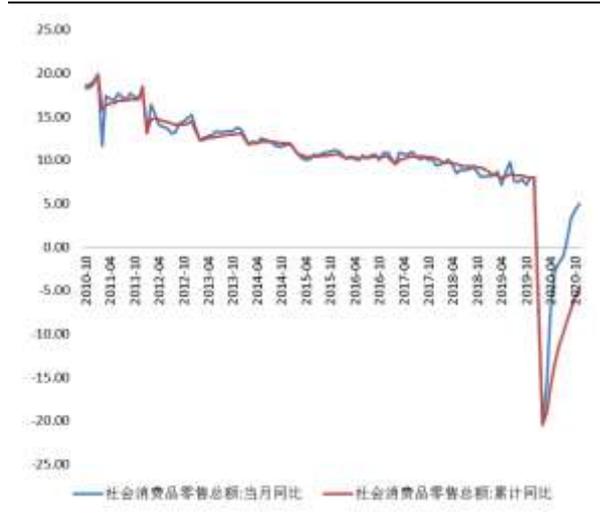
数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 13: 固定资产投资增速 (%)



资料来源: Wind, 兴证期货研发部

图 14: 消费增速 (%)

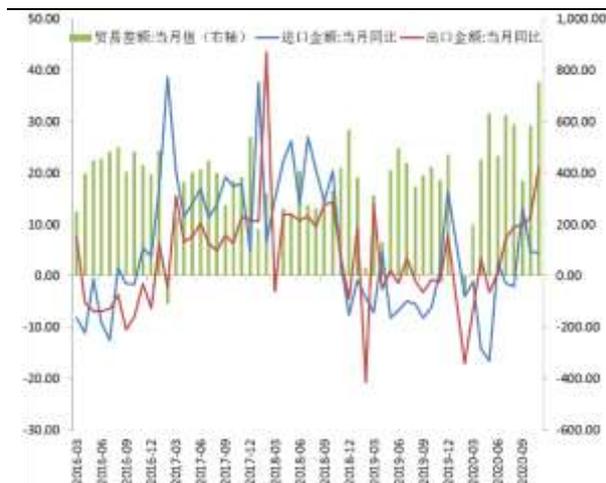


资料来源: Wind, 兴证期货研发部

我国 11 月份 (按美元计价) 外贸进出口增长 13.6%，其中出口同比增长 21.1%。此外由于海外市场疫情依然严重，预计在出口转移效应的影响下，我国进出口数据在明年上半年仍将保持较高增速。

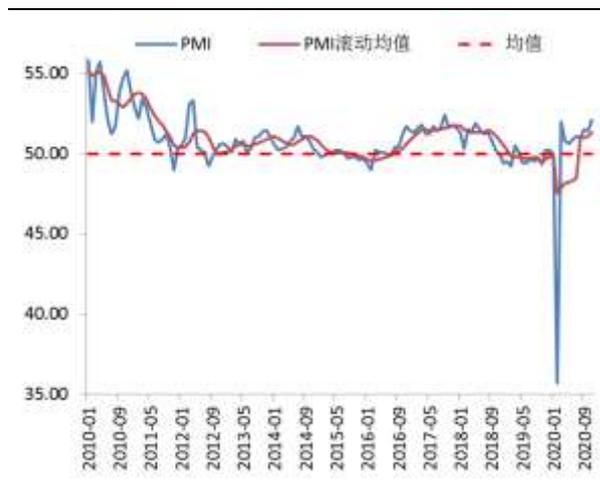
我国 11 月份制造业采购经理指数 (PMI) 为 52.1%，比上月上升 0.7%，并连续 9 个月位于临界点以上，数据显示我国制造业的恢复进一步加快。

图 15: 进出口增速 (按美元计)



资料来源: Wind, 兴证期货研发部

图 16: PMI 走势图



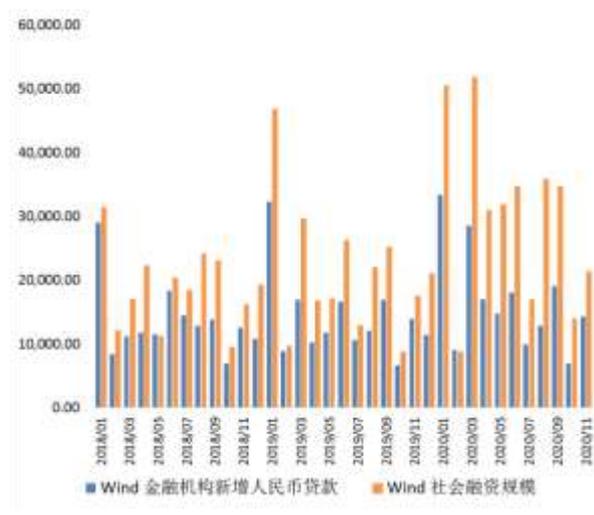
资料来源: Wind, 兴证期货研发部

2.2 未来货币政策或边际收紧

受疫情影响, 2020 年上半年央行货币政策保持宽松, 三次降准释放了较多长期流动性, 为实体经济的复苏提供了基础。不过随着经济的逐步复苏, 明年货币政策也将逐步正常化。

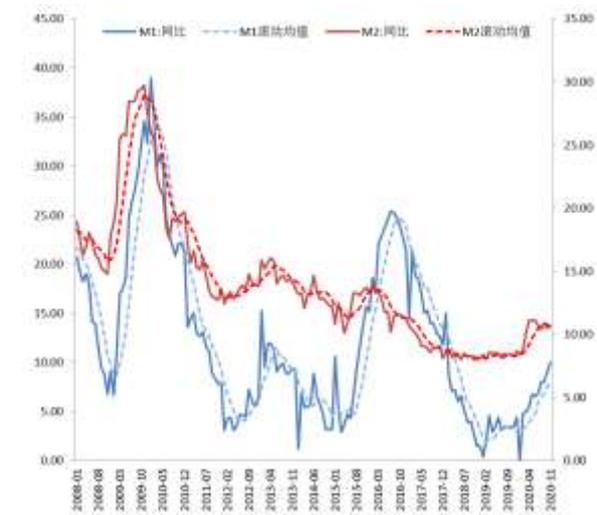
从近期央行的货币政策执行报告和相关高层的发言中我们可以看到, 国家对于整个实体经济恢复的进展还是较为满意的, 并且对于未来经济能够继续恢复也保持着信心。所以这也使得整个货币政策短期没有继续扩大宽松的必要, 再加上目前海外疫情依然严重和中美关系依然复杂, 所以留有一定的政策空间也是央行需要考虑的情况。不过我们同样可以看到, 目前货币政策也同样不存在大幅收紧的预期, 央行仍然希望保持流动性合理充裕。中央经济工作会议在 12 月召开, 会议提出宏观政策“不急转弯”, 表明虽然未来货币政策将随着经济复苏而逐步正常化, 但将保持合适的节奏, 政策短期大幅收紧的概率较低。所以我们预计明年一季度货币政策仍将保持中性, 而下半年则有着回归常态化的预期。

图 17: 社融和新增人民币贷款 (亿元)



资料来源: Wind, 兴证期货研发部

图 18: M1、M2 增速



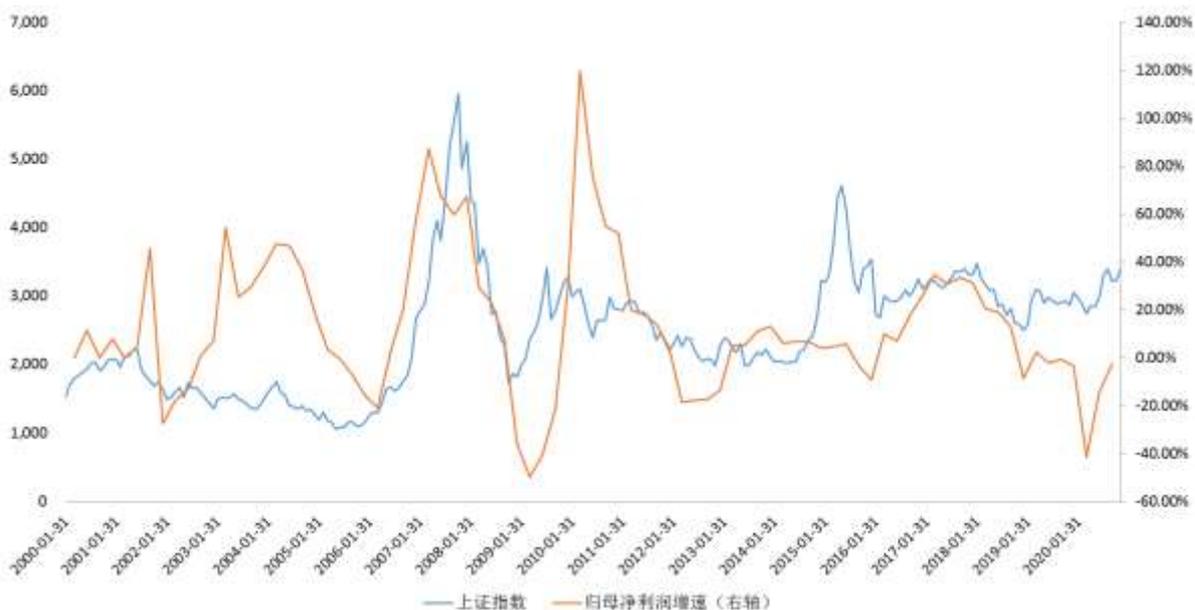
资料来源: Wind, 兴证期货研发部

2.3 A 股仍处于盈利周期上行阶段

货币层面的边际收紧使得 A 股难以再出现流动性宽松式的上涨, 未来 A 股上涨的动力将来源于企业盈利的改善。根据最新的 A 股三季报盈利情况来看, 随着我国经济的持续复苏, 目前市场盈利也在稳步转好。

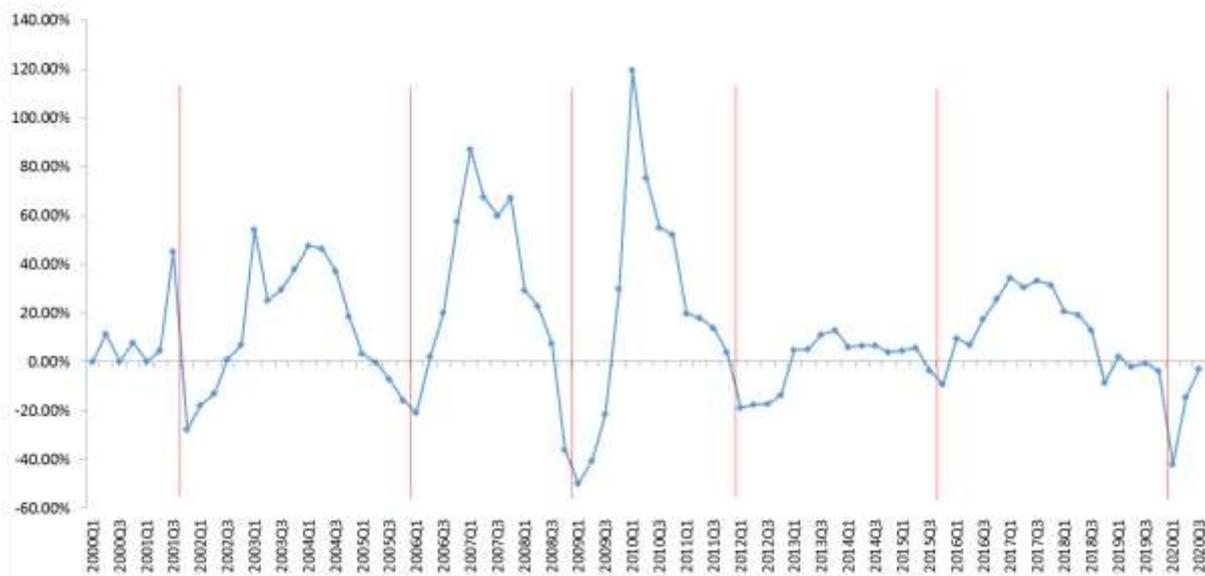
从历史上看 A 股的走势与市场整体企业盈利的走势相一致并且存在着较为明显的周期性, 目前来看本轮盈利周期在 2021 年初仍将保持 1-2 个季度的上行。此外由于中小盘股票对流动性相对更加敏感, 未来随着货币政策的逐步边际收紧, 我们认为中证 500 受到的影响更大。所以从企业盈利改善的角度来看, 我们认为上证 50 和沪深 300 的走势将强于中证 500。

图 19：上证指数与归母净利润增速



数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 20：WIND 全 A 归母净利润增速（除金融、石油石化）



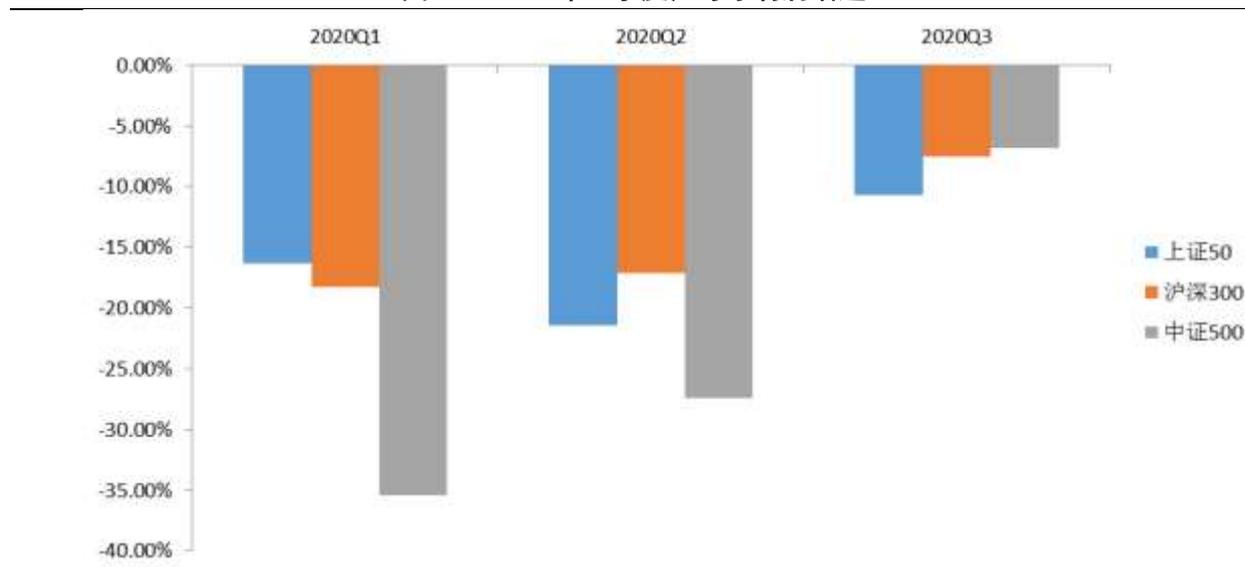
数据来源：Wind，兴证期货研发部

2.4 三季度企业盈利大幅改善

从 2020 年三季度报来看，A 股归母净利润出现大幅改善。2020 年三季度全部 A 股（非金融石油石化）累计净利润增速同比为-2.86%，较二季度的-14.61%的降幅出现明显收窄。分指数

来看，上证 50 累计同比增速为-10.74%，降幅相比二季度出现大幅收窄并扭转了此前的下降趋势，中证 500 和沪深 300 同样出现改善，累计同比增速分别为-6.87%和-7.59%。

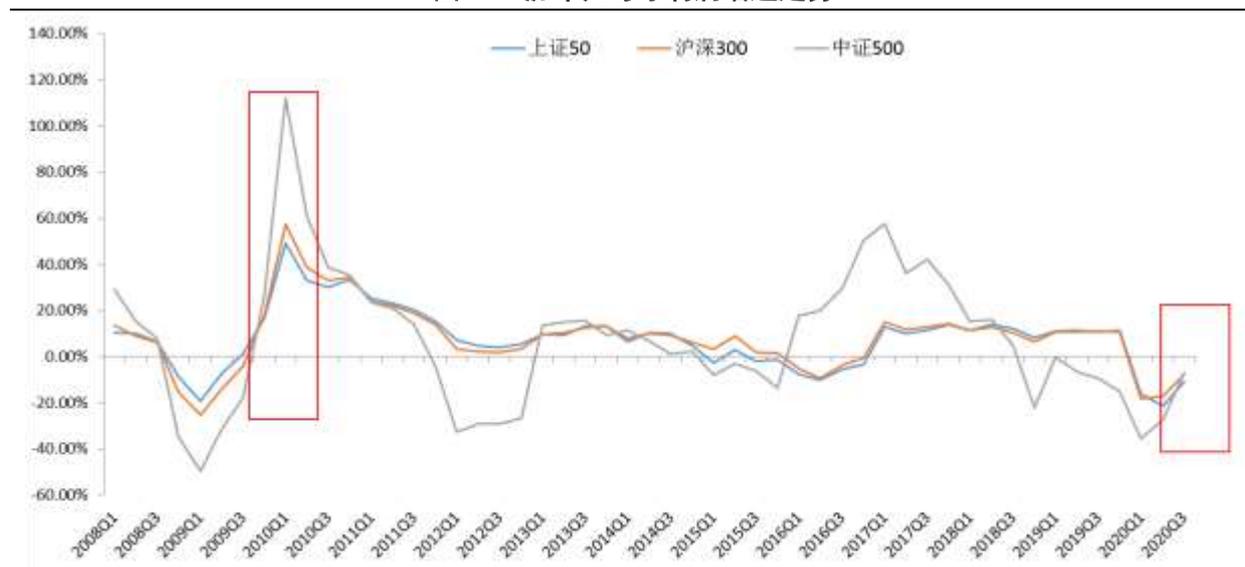
图 21：2020 年三季度归母净利润增速



数据来源：Wind，兴证期货研发部

与 2010 年前后相似，A 股目前也处于利润增速快速修复的阶段。不过与当年不同的是，由于今年央行的货币政策更加克制，所以对于流动性更加敏感的中证 500 很难出现当年利润增速大幅好于上证 50 的情况。而未来随着宏观经济的修复和货币政策的逐步正常化，我们预计中证 500 的修复速度将趋缓，而上证 50 和沪深 300 则将保持较快的利润修复速度。

图 22：历年归母净利润增速走势



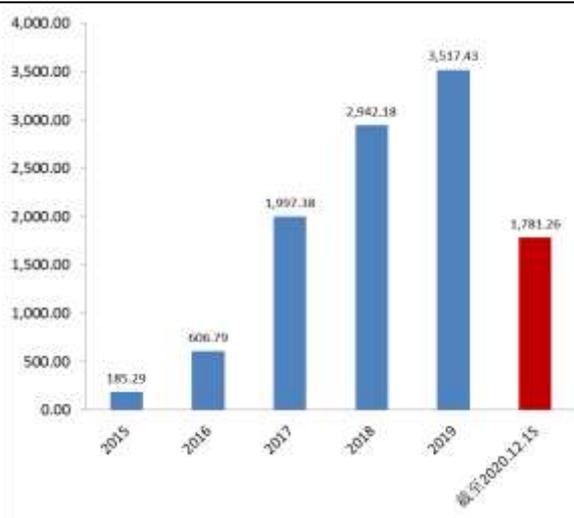
数据来源：Wind，兴证期货研发部

3. 资金配置意愿加强

3.1 外资持续流入

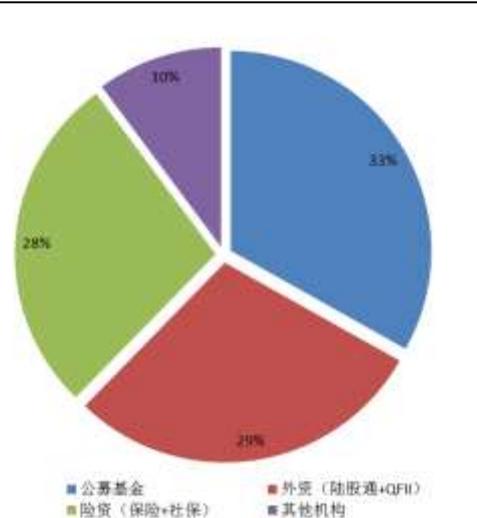
2016年后,陆股通开始加速流入A股市场,外资的持仓和成交在A股中的比例越来越高,影响也越来越大。今年在疫情和中美关系紧张的影响下,北上资金流入幅度相较于近几年有所下滑,但仍然录得较大幅度净流入。在全球流动性宽松和我国经济领先全球复苏的背景下,我们认为外资中长期流入的趋势不变。此外从新兴国家纳入MACD等指数的历史情况来看,在纳入的几年进程中,外资为持续流入的趋势。我们认为在人民币保持升值趋势和中美关系存在边际改善可能的情况下,明年陆股通资金的流入速度将加快。

图 23: 陆股通近年来流入情况 (亿元)



资料来源: Wind, 兴证期货研发部

图 24: 专业机构投资者持仓 (2020Q3)

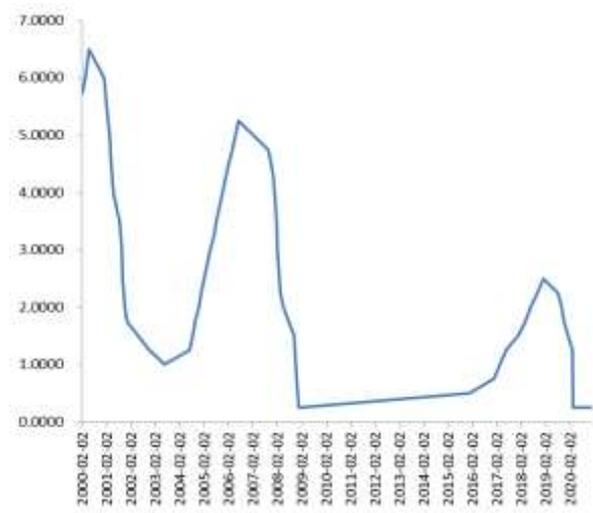


资料来源: Wind, 兴证期货研发部

3.2 全球宽松程度进一步加深

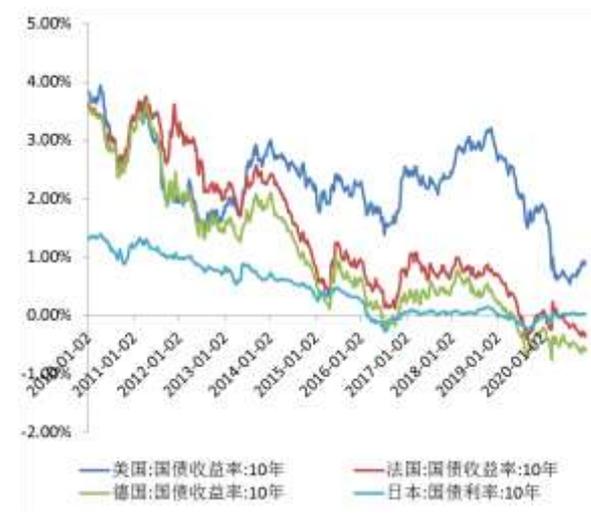
受疫情的影响,今年全球货币政策维持宽松,海外释放的大量流动性使得各国在负利率的程度进一步加深。除了欧盟和日本等国的10年期国债收益率继续维持负值以外,美国今年将联邦基金利率目标区间下调至0-0.25%,并且从点阵图和相关官员的表述来看,这一区间预计将保持到2023年,而美国国债收益率也出现了大幅下行。

图 25: 美国联邦基金利率 (%)



资料来源: Wind, 兴证期货研发部

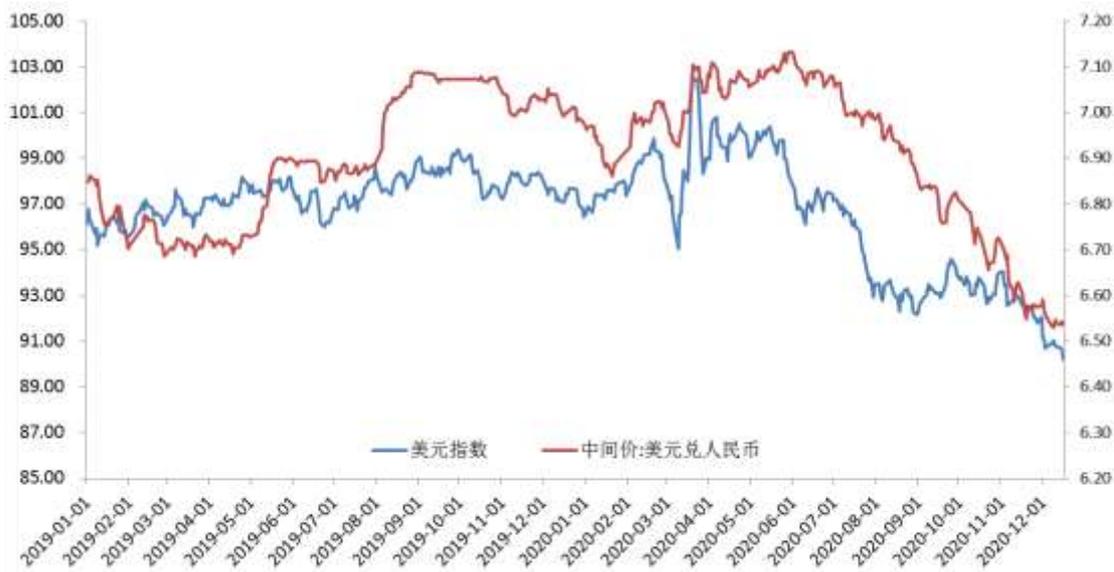
图 26: 主要国家 10 年期国债收益率



资料来源: Wind, 兴证期货研发部

目前海外市场疫情形势依然严峻, 虽然疫苗方面取得进展, 但是最终大规模注射的效果如何还有待观察, 所以整体经济前景不确定性较高, 宽松的货币政策难以退出。而我国由于出色的疫情控制, 目前经济持续复苏, 人民币资产的吸引力持续上升, 人民币汇率也处于上升趋势之中。今年美元指数大幅下行, 进入 12 月后已经跌至 90 以下, 全年跌幅超过 6%, 而美元兑人民币中间价也从年中 7.12 左右的高点跌至 12 月的 6.5 以下。在人民币趋势性升值的大背景下, 外资对于 A 股的配置意愿也逐步加强, 而拜登的当选也给中美之间的关系带来缓和预期, 2021 年外资有望加速流入 A 股市场。

图 27: 美元指数和人民币兑美元中间价走势

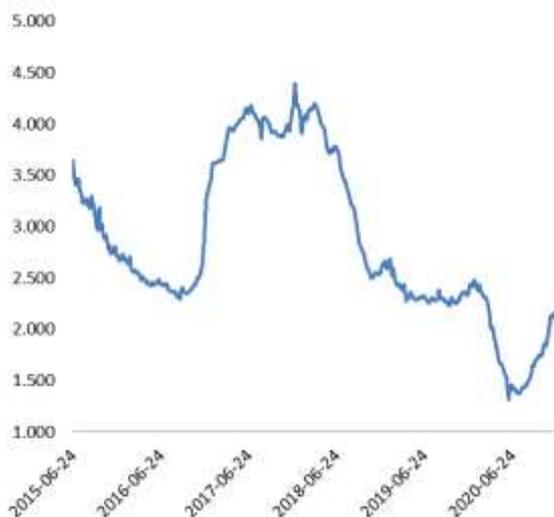


数据来源: Wind, 兴证期货研发部

3.3 居民继续加配权益资产

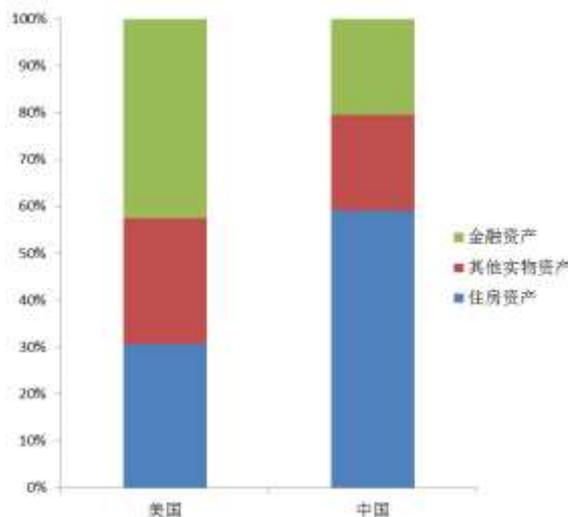
从 2019 年中国城镇居民家庭资产配置的情况来看，住房是我国家庭实物资产的最重要的构成。我国城镇居民家庭的实物资产中，实物资产占 79.6%，居民住房资产占的比重为 59.1%。和美国相比，我国居民家庭住房资产比重偏高，高于美国居民家庭 28.5 个百分点。与美国相比，我国城镇居民家庭金融资产占总资产的比重偏低，比美国低 22.1%，并且金融资产的分化程度更明显，我国金融资产中股票的占比只有 6.4%，而基金的占比 3.5%，两者都是低于我们的公积金余额，更远低于定期和活期存款。而美国这边储蓄率极低，大部分为权益类投资。所以说从资产配置的构成角度来看，居民对于权益资产的配置上升空间还非常大。此外目前国家仍然坚持房住不炒的大基调，各种理财和货币基金的收益率持续下降，并且未来还存在资管新规打破刚兑的预期，所以我们认为居民将继续加大对 A 股的配置比例。

图 28：7 日年化收益率：余额宝(天弘) (%)



资料来源：Wind，兴证期货研发部

图 29：中美资产配置对比

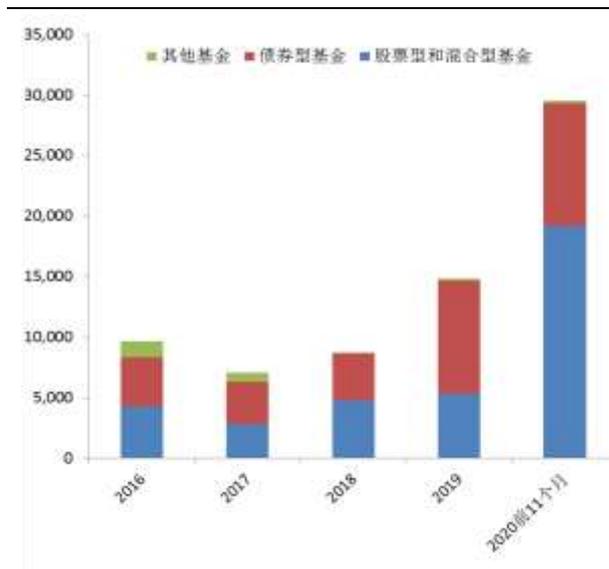


资料来源：Wind，兴证期货研发部

3.4 国内市场机构化进程加快

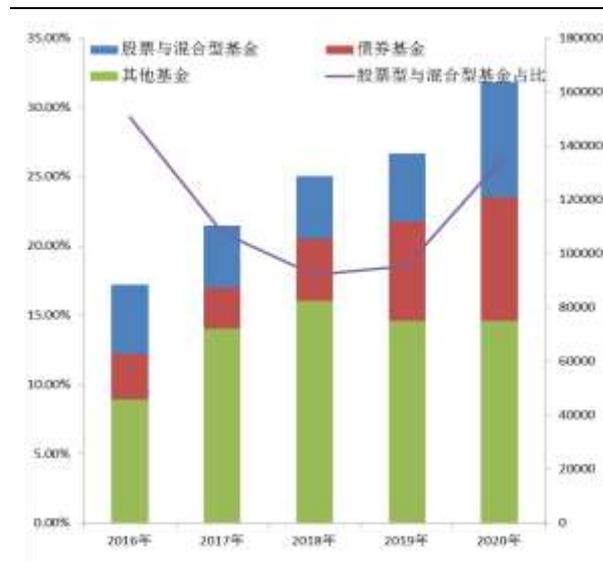
今年基金发行火爆，国内市场机构化的进程逐步加速。今年前 11 个月公募基金新发行了近 1300 只基金，总募集份额达到近 3 万亿，其中股票型和混合型基金总共发行了 827 只，发行份额近 2 万亿，占比达到 65%，远高于前几年的比例。而从全市场基金份额的变化来看，今年公募基金前 11 个月相对去年全年份额的增长也达到近 20%，其中股票型和混合型基金份额的增长更是高达 65% 以上。我们认为居民存款搬家的趋势将延续，而机构由于其出色的收益率和专业的投资水平仍将受到中小投资者的青睐，未来市场机构化的发展速度有望进一步加快。而与海外机构相似，国内机构投资者同样青睐上证 50 成分股，所以机构投资者相同的审美偏好有助于未来上证 50 走势继续强于中证 500。

图 30：基金新发统计（亿份）



资料来源：Wind，兴证期货研发部

图 31：基金市场规模（亿份）



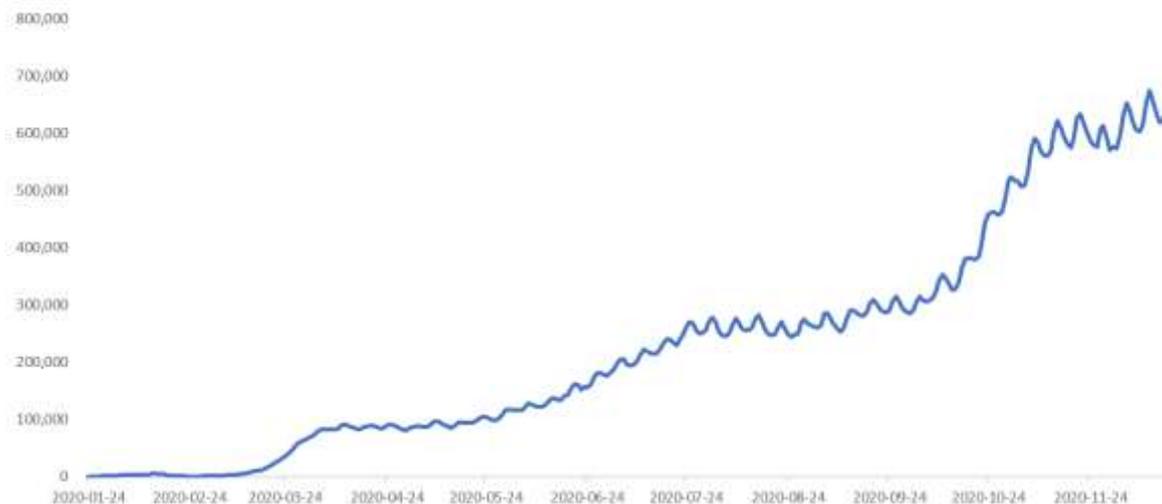
资料来源：Wind，兴证期货研发部

4. 外部不确定性风险犹存

4.1 海外疫情形势依然严峻

目前海外疫情的形势依然严峻，新增确诊人数仍在持续创出新高，冬季的低气温更有利于病毒的存活和传染。而随着欧美圣诞季和新年假期的来临，部分国家已经面临疫情第三波冲击的风险。目前来看海外疫情想要得到有效控制，还是需要依靠疫苗的作用，近期美国食品和药物管理局（FDA）已经先后批准辉瑞和 Moderna 新冠疫苗的紧急使用授权，不过具体效果如何还有待观察，并且疫苗的产量依然存在瓶颈，难以在短期内满足市场的需求。所以我们认为疫情带来的不确定性依然存在，特别是在上半年仍将对市场产生一定扰动。

图 32：全球新冠肺炎新增确诊人数



数据来源：Wind，兴证期货研发部

4.2 中美关系较难出现实质性改善

海外方面，美国总统大选结果落地，拜登由最初的民调大幅领先到选票统计阶段的一度落后，最后再次反转赢得多数票。相对于特朗普在关税方面的强势和难以琢磨的行事风格，拜登的政策主张更加柔和并且一致性较高。未来中美之间的关系有望进入相对平稳的时期，贸易摩擦有望出现一定程度的缓解。但我们认为中美之间长期竞争的格局已经形成，两国的意识形态和根本利益的冲突已经让摩擦不仅停留在贸易层面，而是已经蔓延到高科技、金融和文化等领域。所以我们认为未来中美关系虽然存在边际缓和的预期，但是难有实质性的改善。

5. 总结

我们认为 2021 年 A 股市场走势或为宽幅震荡，前高后低。上半年在企业盈利改善的预期下，指数存在进一步上涨空间，而下半年货币政策边际收紧对指数的压力或逐渐显现。此外，我们预计上证 50 和沪深 300 的盈利修复更好、机构配置的意愿更强并且对于货币政策的收紧相对更不敏感，所以走势相对中证 500 更强，同理 IH 和 IF 的走势也将强于 IC。

分析师承诺

本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点。报告所采用的数据均来自公开资料，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断的得出结论，力求客观、公正，结论，不受任何第三方的授意影响。本人不曾因也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

免责声明

本报告的信息均来源于公开资料，我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。文中的观点、结论和建议仅供参考。兴证期货可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的独立判断。

客户不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的损失负任何责任。

本报告的观点可能与资管团队的观点不同或对立，对于基于本报告全面或部分做出的交易、结果，不论盈利或亏损，兴证期货研究发展部不承担责任。

本报告版权仅为兴证期货有限公司所有，未经书面许可，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，需注明出处兴证期货研究发展部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。