

疫情褪去万物复苏 A股慢牛渐入佳境

摘要

- 后疫情时代，全球货币宽松政策 2021 年难以退出，而实体经济修复的需求或将明显强于 2008 年金融危机，过剩的流动性或有可能逐步推升通胀。此外，气候影响农产品价格、工业金属供需缺口、地缘政治风险，供需关系也将成为通胀上行的潜在因素。这也将继续推动股票和商品市场走强。
- 2021 年将是十四五规划开局之年，也是建党 100 周年，宏观政策预计将保持较强的定力，推动中国经济行稳致远。中国经济增速在 2021 年将呈现前高后低的轨迹，宏观经济持续向好的确定性较强。随着基建、地产、外贸出口对于经济的贡献预计将有所减弱，修复较为缓慢的制造业（高端制造业）和消费有望在需求侧改革的推动下，为经济提供新动能。
- 政策层面，由于需求端结构将逐渐发生改变，财政赤字率等指标将下降，对于基建的支撑将有所减弱。货币政策在 2020 年二季度发生转变后，已开始进入回归正常化的节奏中。M2 与社融增速均已达到本轮宽松周期的拐点，但整体回归的过程将更为平稳，且信贷收紧预计将呈现结构性特征，企业端信贷投放有望保持稳定，不出现政策断崖。
- A 股当前估值已处在近十年来较高的水平，利率上行成为 A 股估值继续上行的制约因素，市场风险偏好受到明显抑制，风险溢价处于较低水平。2021 年 A 股估值进一步扩张则主要需要来自 A 股自身基本面与市场风险偏好（资金面）的共同驱动，而低估值高成长的板块有望推动 A 股保持上行走势。
- 策略上，建议投资者 2021 年上半年偏多操作为主，经济修复、上市公司业绩加速回升、物价温和上升、海外经济持续回暖将成为市场上行的主要驱动力。上涨过程或将在国庆后随着信贷收缩传导、经济增速回归正常等因素逐步放缓并结束，但随着市场结构的变化，A 股已难再现大幅回撤的走势，调整过后重心有望持续上移。
- 股指期货以 IC 合约操作为主，中证 500 指数突破 6500 点附近，逢低介入多单。年末建议采取多 IF 空 IC 套利交易。
- 股票层面可选择战略新兴产业（新能源、新材料、高端装备制造）、顺周期、金融等进行布局，亦可介入创业板 50、中证 500ETF 以及上述相关产业基金。
- 风险提示：疫苗落地、经济修复不及预期；政策收紧超预期。



金融投资专业理财
JINRONGTOUZI ZHUANYELICAI

瑞达期货研究院
投资咨询业务资格
许可证号：30170000

分析师：
张昕
投资咨询证号：
Z0015602

咨询电话：059586778969
咨询微信号：Rdqhyjy
网 址：www.rdqh.com

扫码关注微信公众号
了解更多资讯



目录

摘要	1
2020 年回顾：先疫后扬 A 股茁壮成长	4
一、疫情突如其来	4
二、流动性放与收	4
宏观展望：全球货币助力复苏 国内经济修复过半	6
一、疫情难阻全球复苏势头	6
（一）全球经济进入复苏通道	6
（二）通胀预期？	11
（三）流动性环境依旧宽松	13
二、国内经济将迎拐点 货币重心转向	15
（一）国内经济驱动转变	15
（二）信用面临收紧 货币保持稳健	18
（三）价格推升制造业投资	21
（四）需求侧改革	23
A 股市场：估值拔高存压力 市场改革行稳致远	25
一、基本面驱动强化	25
二、A 股渐进式升级	28
2021 年股指期货总体观点	34
免责声明	36

图表 1 全球主要资产单季涨跌幅%	5
图表 2 A 股主要指数涨跌幅%	5
图表 3 全球单日新增病例与各洲确诊病例占比	6
图表 4 新冠肺炎疫情全球死亡率	7
图表 5 新冠疫苗临床试验数量	7
图表 6 新冠疫苗潜在产能（2021 年）	8
图表 7 IMF 主要经济体 GDP 增速预测%	8
图表 8 主要经济体制造业 PMI	9
图表 9 欧元区零售销售指数与失业率%	9
图表 10 美国消费品支出增速与失业率%	10
图表 11 主要经济体出口增速（WTO, %）	10
图表 12 主要经济体生产指数	11
图表 13 美国货币派生效率较低	11
图表 14 美国货币乘数	12
图表 15 拉尼娜与大豆、通胀	12
图表 16 铜价与供需关系	13
图表 17 联邦基金目标利率与失业率	14
图表 18 美国暂时与非暂时性失业人数	14
图表 19 美国 PCE 物价指数	14
图表 20 ECB 仍将持续扩表	15
图表 21 中国 GDP 增速%	15
图表 22 中国工业增加值增速%	16
图表 23 外贸增速%	16
图表 24 消费增速%	17
图表 25 投资增速%	17
图表 26 三驾马车贡献率%	18
图表 27 政策与市场利率	18
图表 28 中国与美国 M2 同比	19
图表 29 中国央行与美联储总资产	19
图表 30 中国经济杠杆率	19
图表 31 M2、社融与名义 GDP 增速%	20
图表 32 信贷保持高增，表外面临收缩	20
图表 33 中国 CPI 当月同比%	21
图表 34 中国 PPI 当月同比%	21
图表 35 M1 与 PPI（滞后 6 个月，%）	22
图表 36 PPI 与 CPI（滞后 6 个月，%）	22
图表 37 PPI 各类行业增速%	23
图表 38 PPI 各类行业增速%	23
图表 39 GDP 与三驾马车增速%	24
图表 40 A 股主要板块净利率	26
图表 41 A 股主要板块资产周转率	26
图表 42 A 股主要板块资产负债率	26
图表 43 A 股主要板块 ROE	27
图表 44 A 股 P/E	27
图表 45 A 股风险溢价	27
图表 46 申万一级行业 PB-ROE	28

图表 47 A 股 IPO 数量.....	29
图表 48 全球主要交易所退市率	29
图表 49 A 股退市家数.....	30
图表 50 A 股机构资金持股比例%.....	31
图表 51 国民总储蓄率	31
图表 52 股票型、偏股型基金发行总数与份额	32
图表 53 银行理财产品种类分布	32
图表 54 偏债混合型基金发行总数与份额（固收+）	32
图表 55 外资与陆股通持股比例%	33
图表 56 陆股通资金流向（亿元）	33
图表 57 上证指数月线走势	35
图表 58 中证 500 周线走势	35

2020 年回顾：先疫后扬 A 股茁壮成长

突如其来的新冠疫情对全球经济和人类带来了严重的冲击，其烈度甚至超过了两次世界大战。全球资本市场在不平凡中走过，国内股指期货春节后首个交易日纷纷跌停、美股数次熔断、史上首次负油价、美元荒，都在刷新着投资者的认知，2020 年注定是载入史册的一年。面对市场的极端行情以及肆虐的疫情，各国政府在采取封锁措施的同时，全球央行共采取了 300 多项货币宽松措施，以拯救经济和稳定市场预期。经济修复叠加大水漫灌，全球资本市场逐渐走出阴霾，股票、商品市场开启长达三个季度的共振回升走势，美股及部分大宗商品均创下新高，相对而言，A 股的表现则受制国内流动性收缩，较为纠结，也略显逊色，但市场结构的变化，也使得牛途中的 A 股更为稳健。

一、疫情突如其来

2020 年新年钟声敲响之际，武汉市部分医疗机构陆续出现不明原因肺炎病人，新冠肺炎至此进入人们的视野里。上半年 A 股行情的演绎也伴随着疫情的发展而展开，我们先后经历了国内疫情爆发-封城-海外疫情爆发-国内得到控制-海外陆续封城-海外疫情得到初步控制-国内外疫情反复的阶段。疫情对于市场的冲击主要集中于前三个月，A 股期间两度下探，但整体回调幅度和韧性要远低于海外主要指数，但对于病毒的未知以及经济危机的议论再现，市场风险偏好整体受到抑制，未来的不确定性让投资者对风险资产望而却步。

虽然市场在全球暴跌期间显露出随风而动的特征，但也展现出较强的韧性，成为全球股票市场最为抗跌的标的。三月份国内疫情基本得到控制，企业复工复产提速，财政货币政策双轮驱动，为进入改革深水区的 A 股市场提供了较强的支撑，但受到疫情冲击较为明显的大盘蓝筹表现要整体弱于医药、芯片、新能源等新经济板块，结构性行情的特征较为明显。

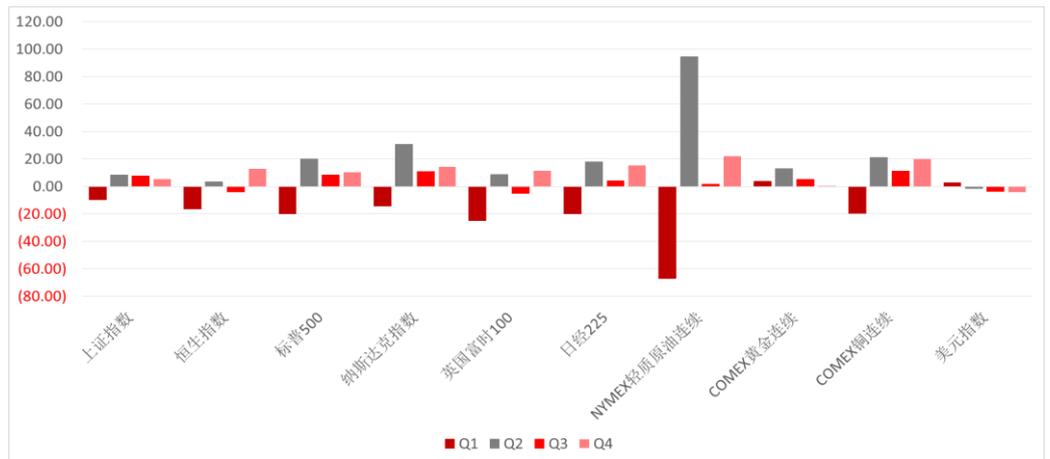
二、流动性放与收

在一季度的剧烈波动后，国内疫情趋于稳定、经济基本面逐季修复、国内以及全球货币宽松政策所释放的流动性，推动市场在二季度持续走强，一扫疫情带来的阴霾，海外资本市场一路上扬。不过此次疫情国内央行政策不再像过往那样大开大合，政策定力总体，更强总基调调整体偏稳健。国内货币政策重心变化以及流动性从投放进入回收初期，这也是 A 股七月份过后呈现与海外市场截然相反走势的重要原因。

在疫情得到有效控制和流动性大幅投放后，国内复工复产的稳步推进，经济进入全面恢复阶段，复苏预期以及流动性驱动 A 股在七月份迎来了快速上升的行情，主要指数相继刷新近年来新高，牛市行情显现。不过利率快速下行带来的结构性存款套利、资金空转现象开始引起央行重视，并开始对结构性存款业务从严控制，市场利率开始上行。随着上半年经济数据预期兑现以及年中政治局会议对于货币政策阐述发生变化，引发政策边际收紧的担忧。与此同时，新股大规模发行和股东大幅度减持，流动性对 A 股估值驱动力明显减弱，市场逐渐进入由基本面驱动的行​​情中。

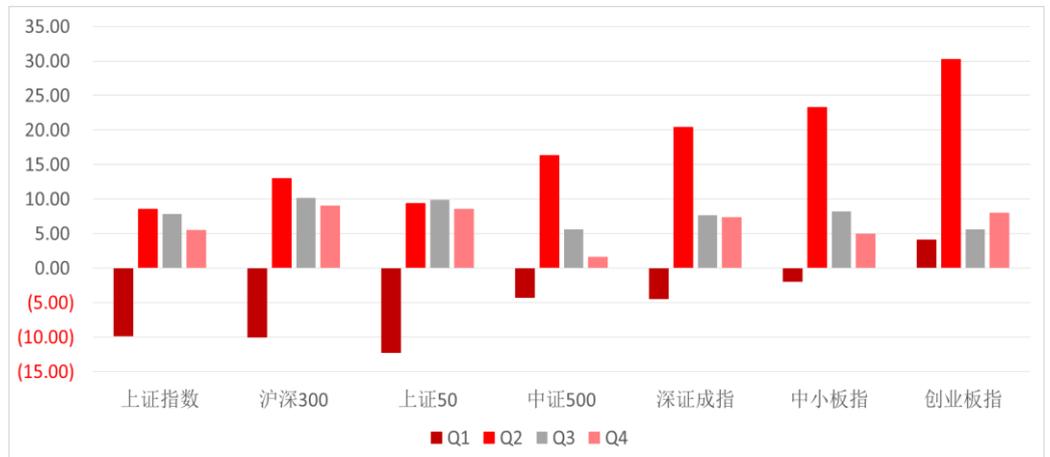
PPI 探底回升，大宗商品价格持续走高，A 股半年报 ROE 低点出现，经济复苏得到确认，金融、周期为代表的权重股迎来估值修复，而估值处于高位的消费、医药、芯片等行业则表现疲软。在经济周期向上的一致预期下，也将为 2021 年上半年市场继续走强奠定基础，但宽松政策逐步退出，叠加去杠杆、去刚兑、资管新规等因素，信用进入收缩周期，难免令市场的上涨动能逐渐消失。

图表 1 全球主要资产单季涨跌幅%



资料来源: Wind, 瑞达期货

图表 2 A 股主要指数涨跌幅%



资料来源: Wind, 瑞达期货

宏观展望：全球货币助力复苏 国内经济修复过半

2020 年的疫情使得全球经济陷入萎靡，资本市场大幅回落，关于新一轮经济危机的忧虑也油然而生，这也给了矜持已久的各国央行，打开水闸的机会。疫情一波接着一波，但在经历了一二季度的剧烈冲击后，全球经济逐渐进入复苏的阶段，疫情的影响已明显被削弱。2020 年末，多款新冠疫苗有效性获得验证，且部分国家已率先开展接种，即便 2021 年疫情再度出现反复，也较难阻碍全球经济复苏，从而进一步推升价格温和抬升与就业回升，但无需担心货币政策收紧的问题。国内外经济错位修复，国内经济恢复已进程过半，下半程工业品价格向上，信贷向下的拐点将相继出现，国内经济也将在一季度达到顶峰后逐渐回归平稳，价格、流动性、盈利能将是影响 A 股走势的重要因素。

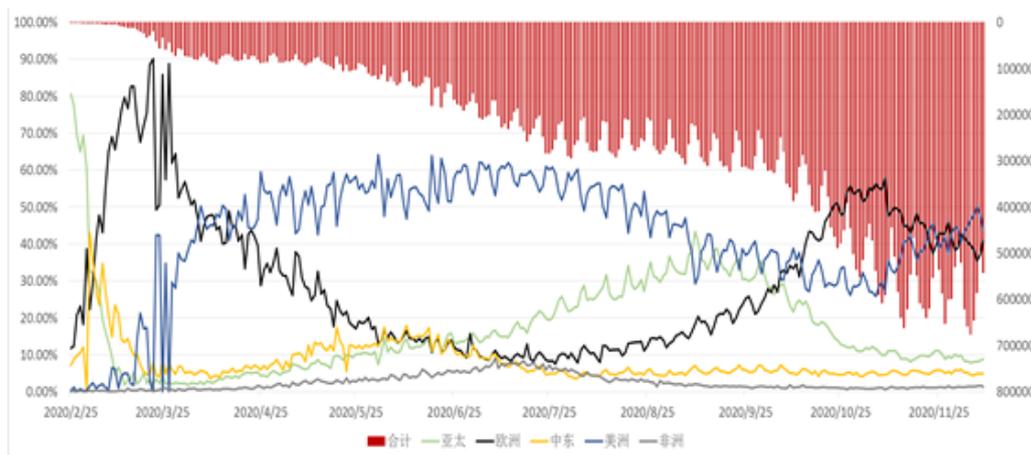
一、疫情难阻全球复苏势头

（一）全球经济进入复苏通道

1、疫情与疫苗

2020 年新冠肺炎疫情肆虐全球，在经历了疫情有所好转的夏季后，政府和普通民众都放松了警惕，也让病毒有了可乘之机，秋冬交替之际全球疫情在全球范围内二次全面爆发，全球每日新增患者保持在 50 万到 70 万之间，主要经济体无奈采取新一轮社交管控措施，似乎病毒与人类的缠斗进入到一个无休止的死循环中。

图表 3 全球单日新增病例与各洲确诊病例占比

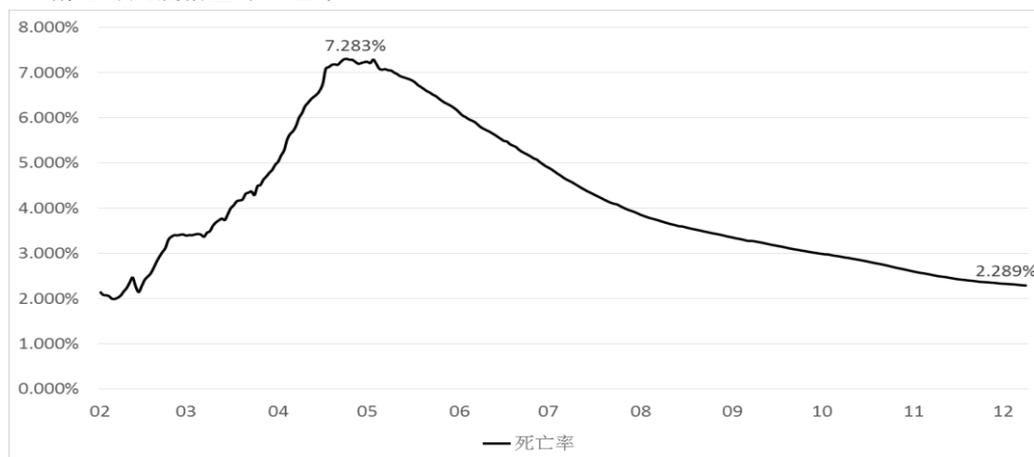


资料来源：Wind，瑞达期货

无奈之下，主要经济体采取新一轮社交管控措施，但在西方“民主”体制下，疫情已经无法完成彻底的控制。人类面对疫情的心理也从盲目乐观-恐慌-担忧-无奈-沮丧-认知、接纳，这也在金融市场体现的淋漓尽致。当疫情二月份开始在欧美地区被发现时市场依旧

乐观，且不以为然，但随着疫情快速蔓延并伴随着较高的死亡率，无知、恐慌、担忧交织在三月份的行情中。到了三四季度，新增病例量屡创新高，全球市场则是另外一番景象，标普 500 指数仅仅出现了 6% 的调整，这也反映出人类对病毒认知更加充分、医疗物资更加充足、疫苗诞生在望，病毒开始融入人们的生活，并被接纳。

图表 4 新冠肺炎疫情全球死亡率



资料来源：Wind，瑞达期货

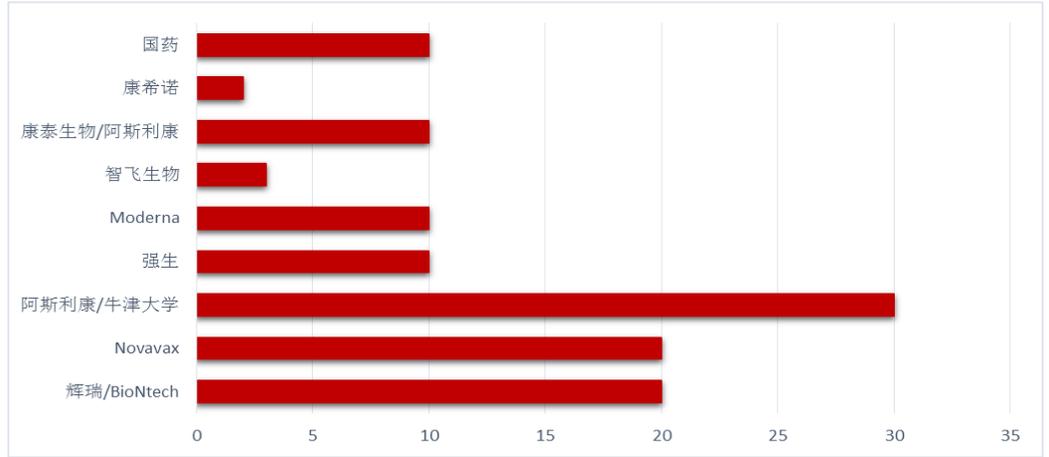
疫苗在进入四季度后好消息不断，全球范围内已有 48 款疫苗处于临床研发阶段，包括灭活、非复制型载体、mRNA 等 11 款已经进入临床 3 期。其中辉瑞、Moderna、阿斯利康三期临床期中数据保护率分别达到 94.5%、95%、70%，而国药中生疫苗保护率亦达到 86%。随着疫苗的有效性获得临床验证，阿联酋、英国、巴林、加拿大已提前开始“抢购”疫苗，获准上市；与此同时，据杜克大学，全球已有 30 个国家、地区、组织明确采购订单量达到 64 亿剂。疫苗虽然已经逐步推出，但由于产能缺口，严苛的运输条件，全球范围实现群体免疫（70-90%接种率，52-67 亿人，至少 100 亿剂）依然任重道远，不过病毒对经济活动的影响将因此而明显减弱，并与人类共存，各国再度大规模封锁的可能性较低。

图表 5 新冠疫苗临床试验数量



资料来源：WHO，瑞达期货

图表 6 新冠疫苗潜在产能 (2021 年)

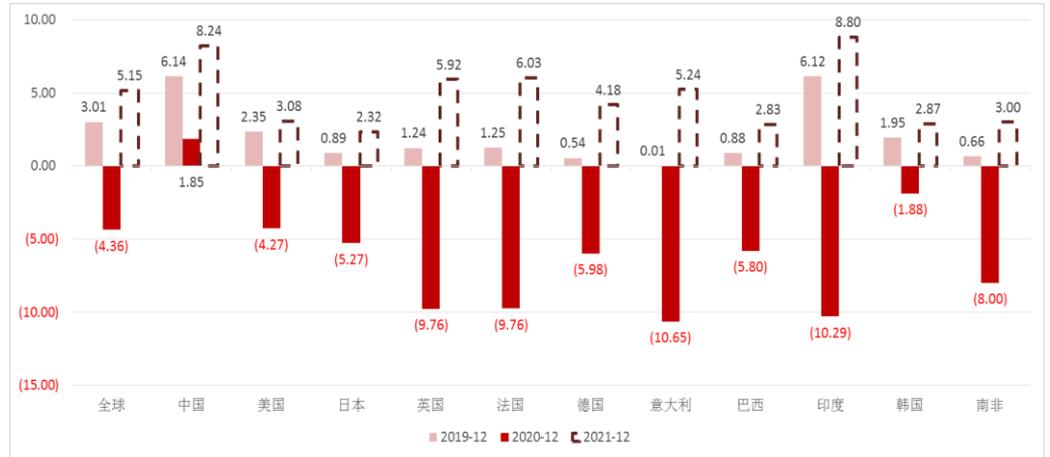


资料来源：公开资料整理，瑞达期货

2、全球经济修复

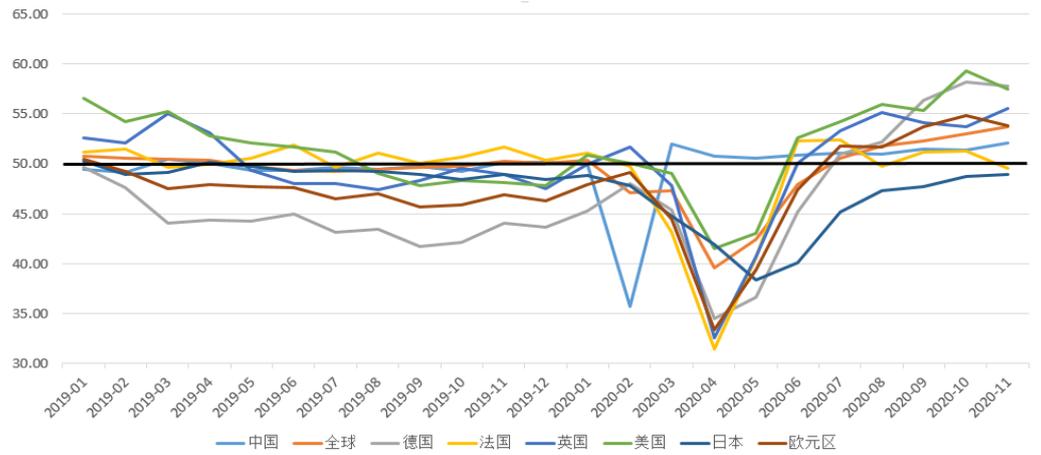
下半年开始各国开始放松管控措施，经济活动逐渐恢复，病毒与二次封锁带来的负面影响明显弱于三四月份，制造业、服务业 PMI 并未在十月份出现显著回落。在这样的趋势下，随着疫苗的普及与人员流动的提高，二季度开始复苏的力度将进一步提高，2021 年全球经济将由结构性的复苏转向全面复苏。IMF 预计 2021 年全球经济增速将有望超过 5%，主要经济体增速将迎来较快增长，但整体复苏力度仍较为有限。

图表 7 IMF 主要经济体 GDP 增速预测%



资料来源：Wind，瑞达期货

图表 8 主要经济体制造业 PMI



资料来源: Wind, 瑞达期货

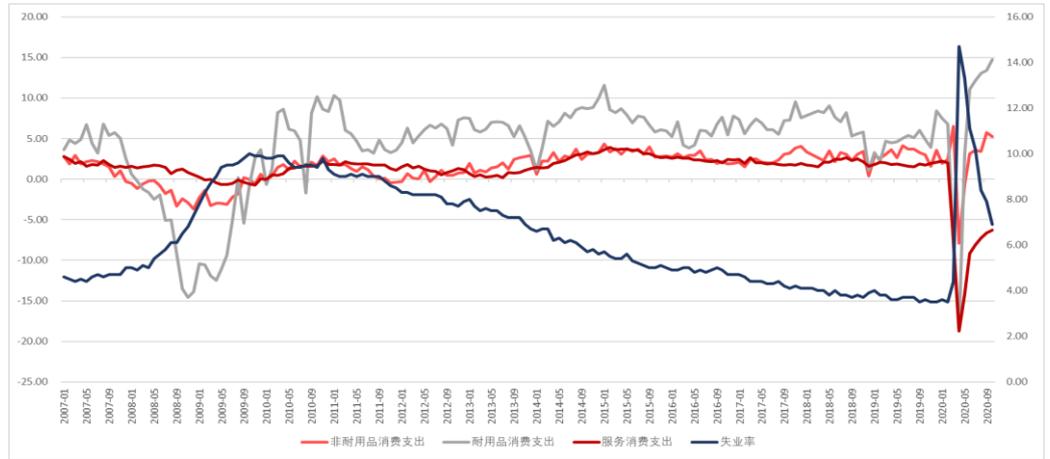
2020 年经济修复呈现出需求强, 供给弱的特点, 全球外贸出口保持快速复苏的态势。根据 WTO 主要经济体外贸出口情况, 中国、日本、欧盟、法国当月同比增速均已转正, 美国亦保持着较快的复苏势头, 需求端在财政刺激政策的保护下, 呈现较快的复苏势头。以欧美为例, 欧元区消费指数同比增速已达到近年来高位, 而就业修复势头强劲的美国, 则已回归到往年同期水平。由于人员流动受限, 相对于商品消费而言, 诸如航空、旅游、餐饮等服务型行业受到疫情的抑制较为明显, 一旦疫苗普及, 2021 年服务消费将有望迎来较为明显的修复, 同时也将加速生产效率的提升。

图表 9 欧元区零售销售指数与失业率%



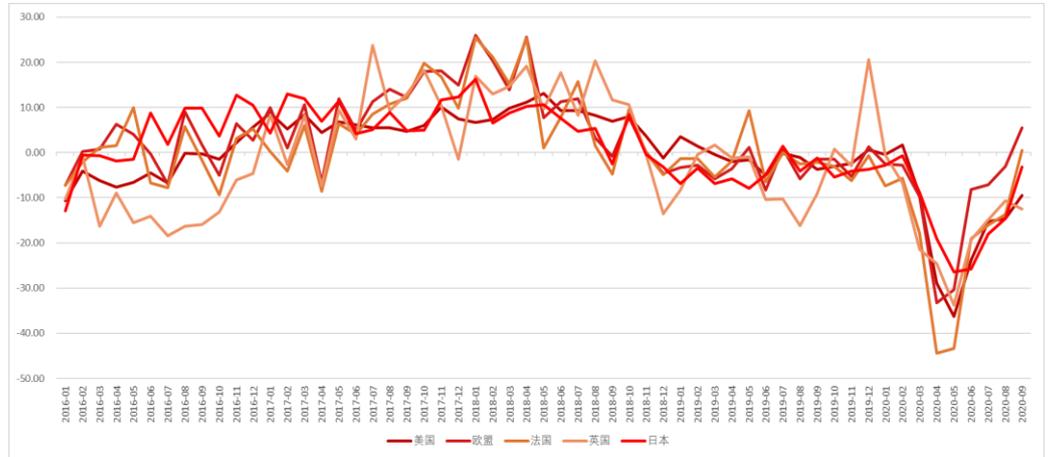
资料来源: Wind, 瑞达期货

图表 10 美国消费品支出增速与失业率%



资料来源：Wind，瑞达期货

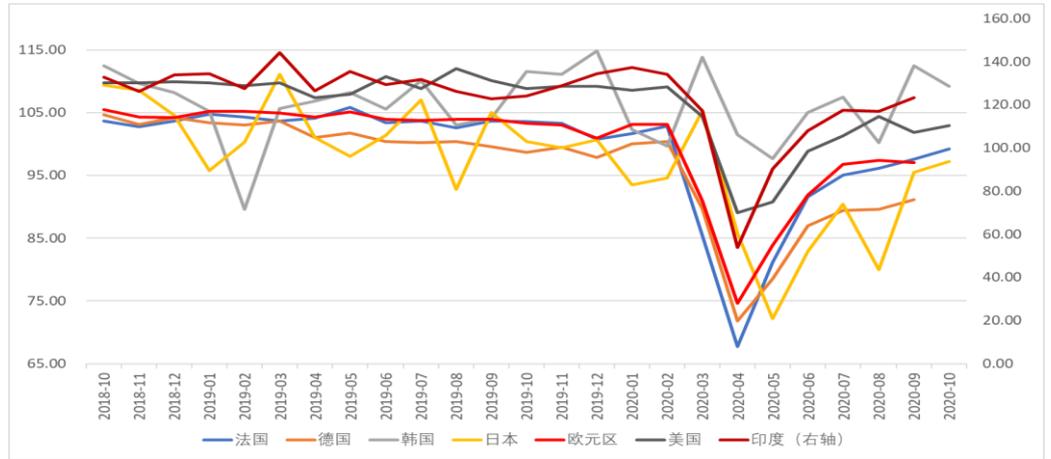
图表 11 主要经济体出口增速（WTO,%）



资料来源：Wind，瑞达期货

相比于中国生产端快速走出阴霾并迅速复苏，海外生产端受到经济封锁和社交隔离的显著抑制，而较大的供需缺口，也让 2020 年中国外贸数据分外亮眼。尽管海外生产修复缓慢进程要弱于需求端，欧洲、日韩、印度工业产能正在逐步修复，工业生产指数及产能利用率基本回归到正常水平。2021 年需求扩大，疫情影响减弱，生产将有望进一步修复，全球供需缺口将逐步回归常态，也将加快经济的复苏进程。对于中国而言，2021 年出口有可能随着欧美、新兴经济体生产的修复，而受到一定的影响，增速将有所放缓。

图表 12 主要经济体生产指数



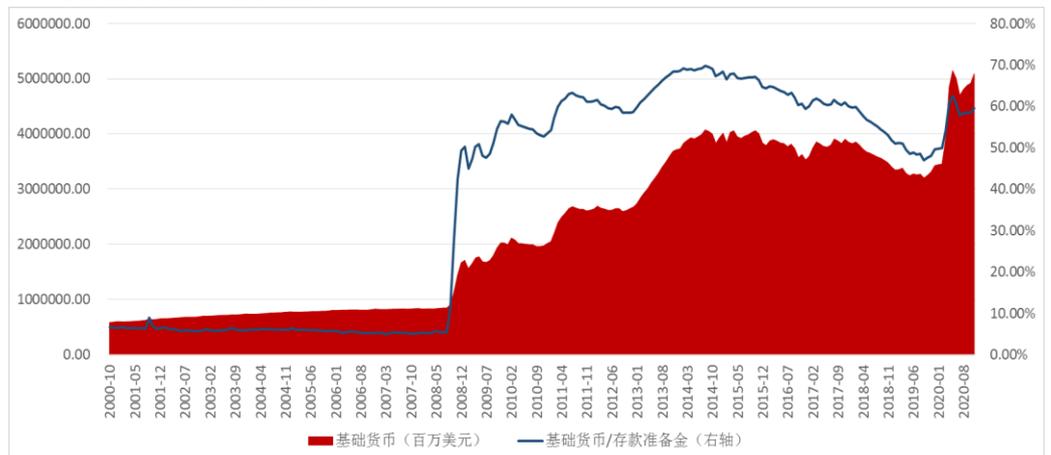
资料来源：Wind，瑞达期货

(二) 通胀预期?

以美联储为主的全球各大央行无限量购债计划驱动流动性大幅扩张，令市场对 2021 年随着经济的恢复是否会出现高通胀问题的担忧有所上升。推动通胀一方面来自货币传导，另一方面来自供求关系。从当前货币政策传导的路径来看，基本面兑现带来的供需关系变化，或将成为通胀回升的主要因素。

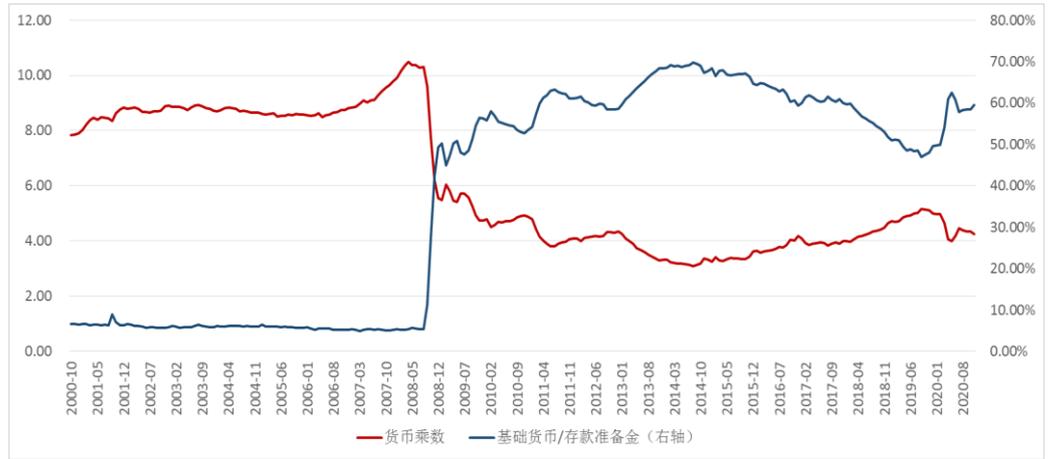
货币传导层面，央行通过扩表增加基础货币投放，并通过商业银行释放流动性，而商业银行的投放意愿则直接影响货币的传导效率。2008 年金融危机后，央行货币宽松向银行传导的阻力显著大于危机前。以美联储为例，2008 年至今央行资产规模、基础货币均出现显著扩张，但新增基础货币以存款准备金的形式回到央行，货币乘数、货币流速均持续下降，货币派生能力明显弱于危机前，传到效率下降。后疫情时代，实体经济修复的需求或将较金融危机后明显增强，实体部门预计将开启加杠杆之路，过剩的流动性或有可能逐步推升通胀。

图表 13 美国货币派生效率较低



资料来源：Wind，瑞达期货

图表 14 美国货币乘数



资料来源：Wind，瑞达期货

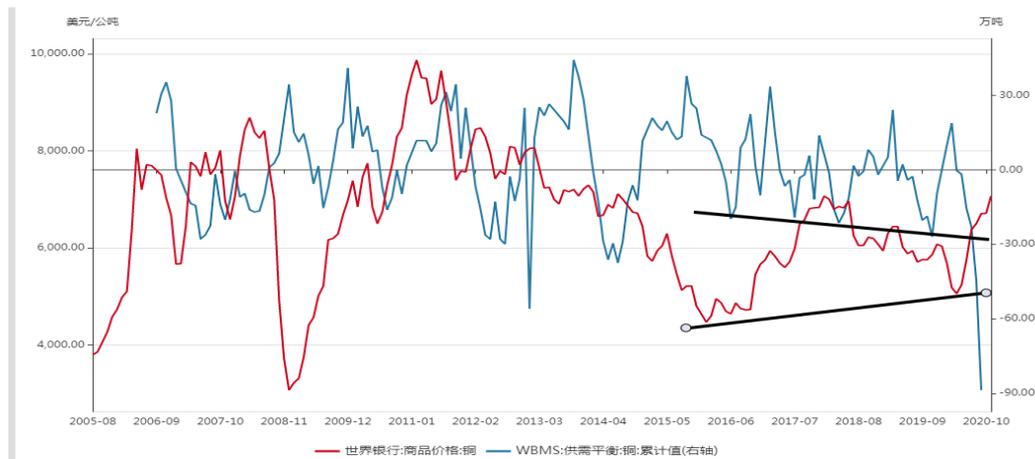
如上文所述，需求端将有望随着疫情的褪去而迎来复苏，叠加供给缺口，供需关系将成为 21 年通胀上行的主要因素。第一，东太平洋水温低于零下 0.5 摄氏度，现象已经出现，且呈现持续增强的态势。在近 20 年内出现了三次较强的拉尼娜现象分别在 1997-2000 年、2007-2008 年以及 2010-2012 年，大豆价格整体呈现较强的上涨走势，而 2016-2018 年弱拉尼娜现象对价格影响较小。第二，以最重要的基本金属铜为例，供需缺口自 2016 年以来呈现逐步放大的态势，铜价重心上移周期或已开启。第三，美伊关系以及中东地缘政治局势在进入到四季度依旧紧张，地缘政治问题的不确定性将有可能对油价产生驱动。

图表 15 拉尼娜与大豆、通胀



资料来源：Wind，瑞达期货

图表 16 铜价与供需关系



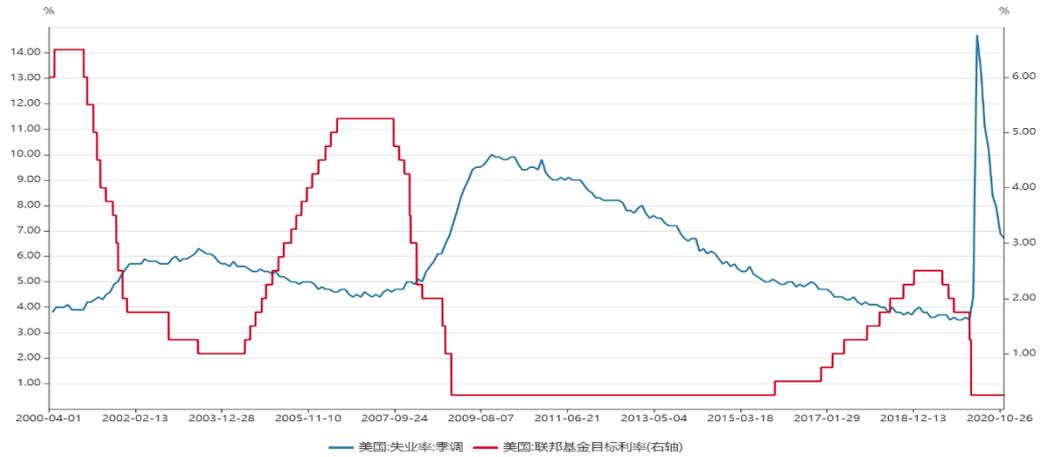
资料来源：Wind，瑞达期货

（三）流动性环境依旧宽松

2021 年全球复苏或将大概率伴随着温和通胀出现，但从目前美联储 FOMC 会议以及欧洲央行表态来看，全球央行在经济复苏内仍将维持相对宽松的状态，且金融危机和欧债危机后，央行资产负债表依然维持扩张状态。2021 年货币宽松周期有望延续，这也将继续推动股票和商品市场走强。

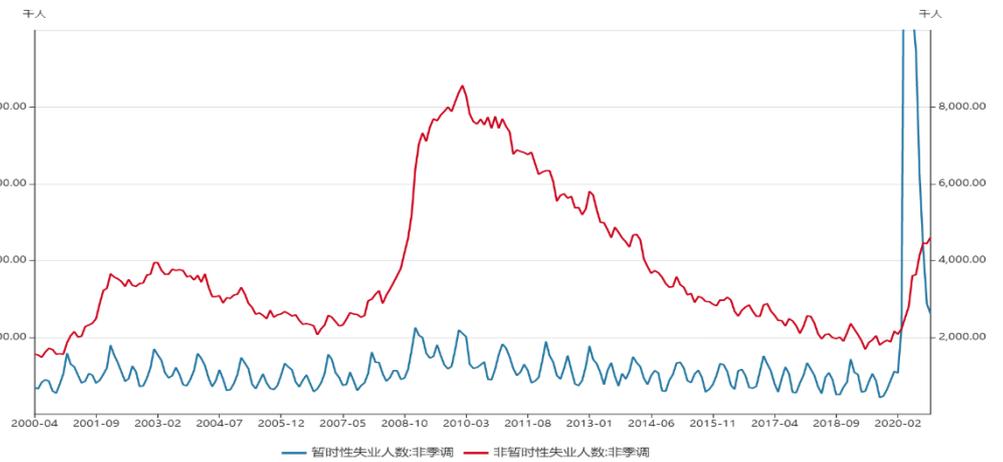
美联储方面，随着金融市场逐渐走出流动性危机，资产负债表仍在保持扩张，斜率则有所放缓，但趋势并未发生改变。九月份和十一月份美联储议息会议明确未来加息的条件，即劳动力市场达到充分就业且通胀上升至 2%并在一段时间内维持在 2%以上的水平，才会采取加息的行动。一方面，2021 年生产端将逐步修复，但失业持续时间平均周数以及非暂时性失业人数仍在攀升，预计明年就业较难修复到疫情前的水平。2000 年以来，当失业率降至 6%以内时，美联储有较大的可能考虑采取行动。另一方面，受到基数、需求回暖、供需缺口等因素的影响，PCE 将有可能在二季度突破 2%，但预计较难维持在这一水平上，总体将低于 2%。因此，2021 年美联储尚不具备收紧货币政策或加息的条件，同时可能出现的“分裂国会”，将使得新一轮财政刺激计划持续难产，不排除美联储采取行动进一步支持经济复苏。

图表 17 联邦基金目标利率与失业率



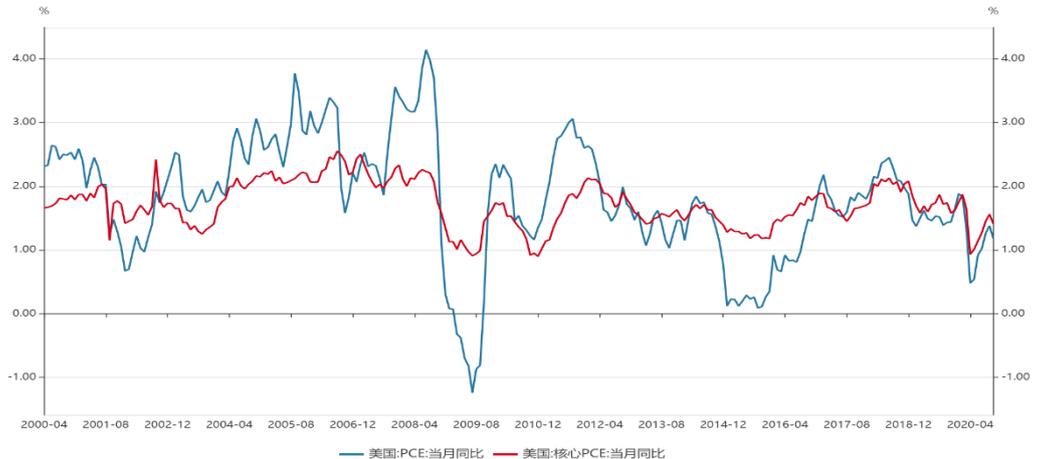
资料来源：Wind，瑞达期货

图表 18 美国暂时与非暂时性失业人数



资料来源：Wind，瑞达期货

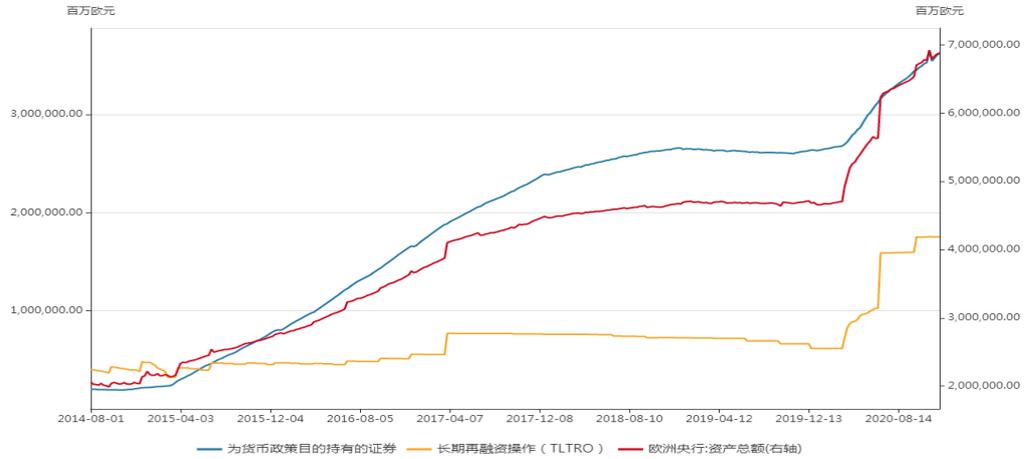
图表 19 美国 PCE 物价指数



相较于美联储，由于二次疫情削弱了欧洲经济复苏的力度，欧洲央行收紧货币政策的进程将更为崎岖。十二月份欧洲央行会议进一步放水，将紧急抗疫购债计划（PEPP）规模增加 5000 亿元，达到 1.85 万亿元，延长期限至 2022 年 3 月底；与此同时，将定向长期再融资操作（TLTRO-III）优惠利率延长至 2022 年 6 月份。这也意味着，2021 年欧洲央行将继续维持当前超宽松的货币政策，但在货币传导效率较低背景下，2020 年中欧洲议会通

过的欧洲复苏基金计划（7500 亿欧元）落地将更加值得关注，或将成为提振欧洲经济的关键。

图表 20 ECB 仍将持续扩表

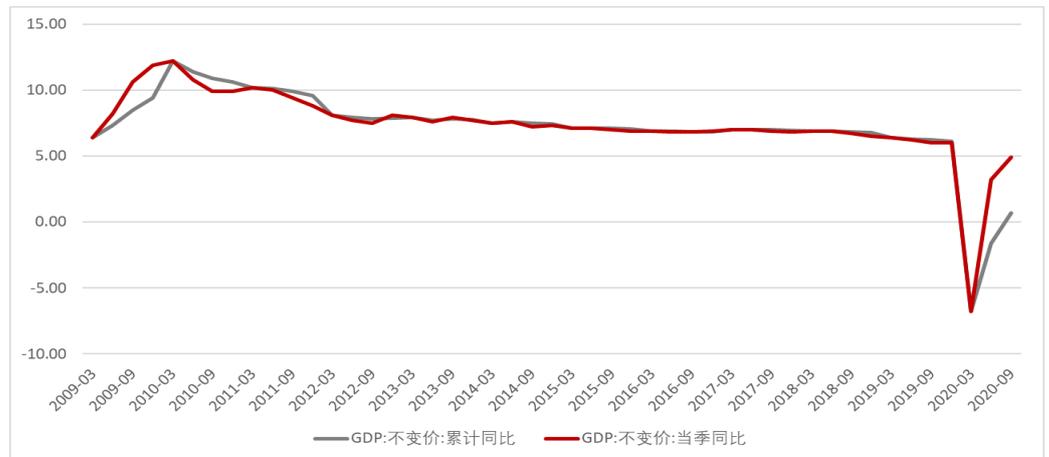


二、国内经济将迎拐点 货币重心转向

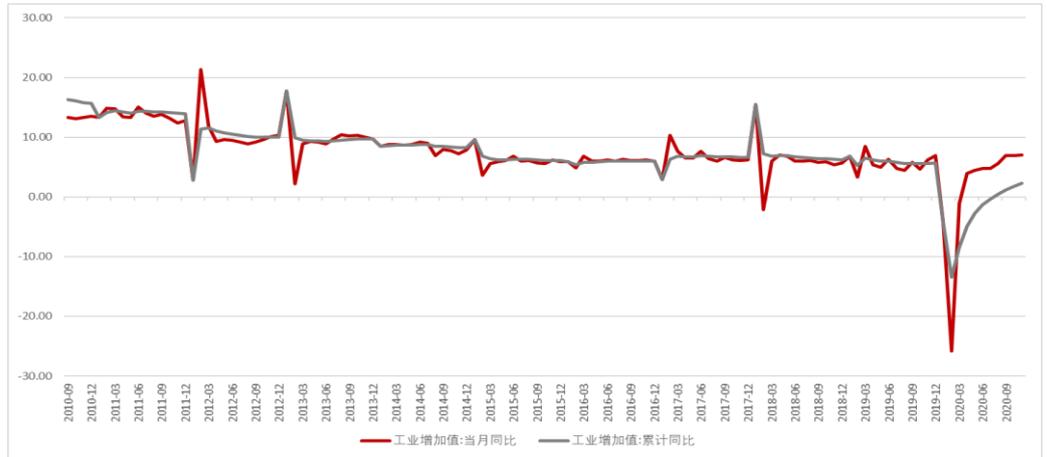
（一）国内经济驱动转变

国内经济在短期内受到新冠肺炎疫情较大的冲击，历史上首次出现单季 GDP 负增长。不过在国内疫情防控取得积极成效后，经济活动逐步有序放开，国内经济领跑全球，开始进入持续复苏的进程。二季度 GDP 累计同比降幅收窄至 1.6%，三季度实现由负转正，单季增速回升至 4.9%，并成为全球唯一实现正增长的主要经济体。

图表 21 中国 GDP 增速%



图表 22 中国工业增加值增速%



资料来源：Wind，瑞达期货

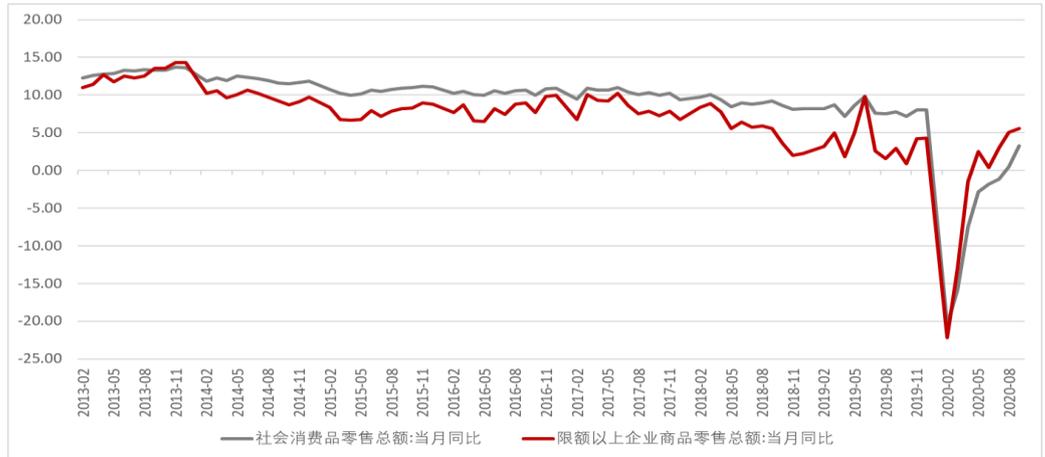
2021 年由于基数、政策、全球经济环境等因素的影响，国内经济将呈现前高后低的增长轨迹，增长重心也将发生改变，但经济基本面持续向好的确定性较强。2020 年经济复苏呈现出供给强于需求的特点，工业增加值率先转正且持续上行，相对而言，仅依靠基建、地产投资与外贸拉动的需求端，整体表现依然乏力，特别是消费、制造业投资复苏进程较为缓慢。

图表 23 外贸增速%



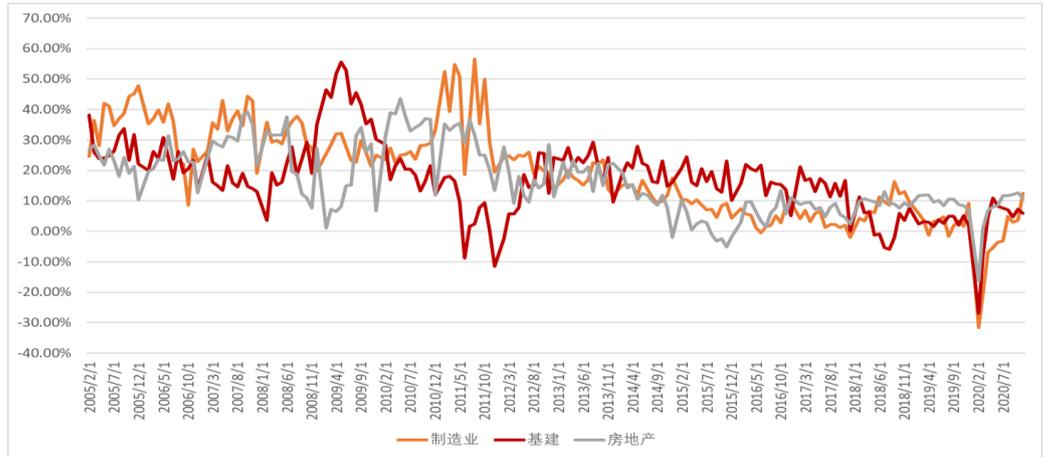
资料来源：Wind，瑞达期货

图表 24 消费增速%



资料来源：Wind，瑞达期货

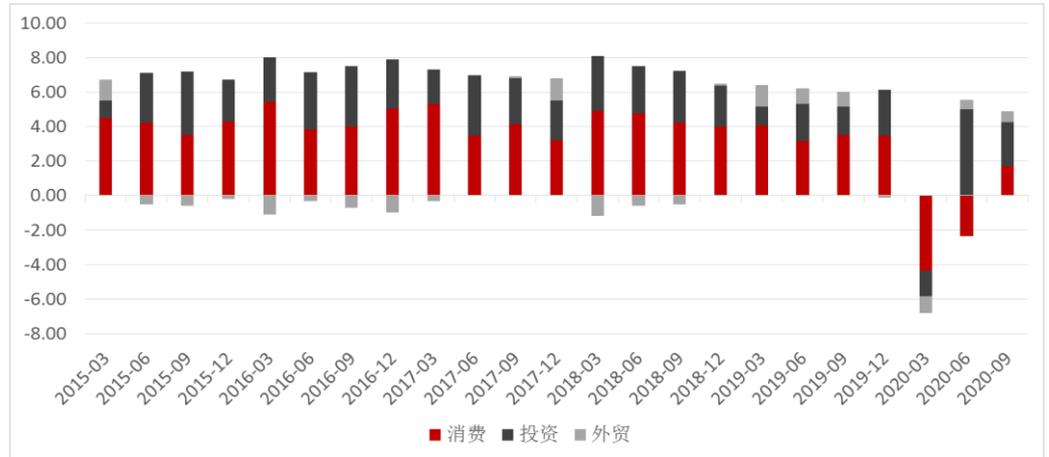
图表 25 投资增速%



资料来源：Wind，瑞达期货

进入 2021 年，需求端结构预计将逐渐发生改变。首先，专项债增量减少以及抗疫特别国债可能不再发行，财政赤字收窄，基建投资增速预计将受到抑制；其次，地产政策在 2020 年疫情期间保持着较强的定力，叠加信贷政策收紧与楼市三道红线，2021 年地产仍难松绑，销售驱动将有所减弱，地产投资中枢料将小幅下移；再次，随着海外经济复苏，供需缺口收敛，外贸出口增长也将承受一定的压力；最后，在需求侧改革的背景下，消费、制造业投资对经济增长的拉动作用将明显增强，而这也是形成国内大循环发展的重要基础。因此，2021 年经济结构仍将继续改善，消费、投资、外贸对经济的拉动将呈现此消彼长的特点。

图表 26 三驾马车贡献率%

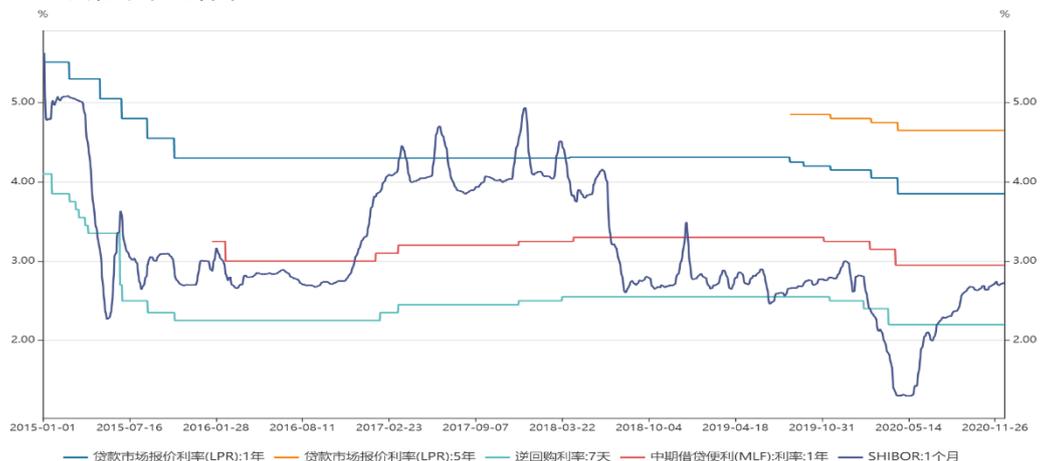


资料来源：Wind，瑞达期货

(二) 信用面临收紧 货币保持稳健

为了应对疫情爆发后带来的危机，央行采取了一系列量价并举的货币宽松政策，推动利率快速下行，支持实体经济快速走出阴霾。利率持续偏低带来的金融市场套利行为促使央行二季度政策开始从宽货币转向宽信用，更加注重对实体经济的信贷支持，市场利率开始出现反弹并回归到政策利率区间内。随着经济逐渐走出疫情的影响，货币政策逐渐将焦点转向稳杠杆、防风险，同时保持市场流动性充裕，央行连续五个月超额续作 MLF，稳定预期，保持流动性平稳。

图表 27 政策与市场利率



资料来源：Wind，瑞达期货

与 2008 年金融危机国内央行和 2020 年海外央行操作相比，国内应对危机实施的力度非常节制，且节奏控制较为到位。从以下两张图表对比可以发现，2008 年金融危机期间，国内 M2 增速由 15% 飙升至 29.3%，实体经济部门杠杆率上升 39 个百分点至 180%；2020 年以美联储为代表的各国央行资产负债表均极速扩张，M2 增速亦大幅走高。2020 年前三季度，M2 与杠杆率上升幅度均要低于 2008 年，扩表幅度有限。这也意味着避免大开大合的操作

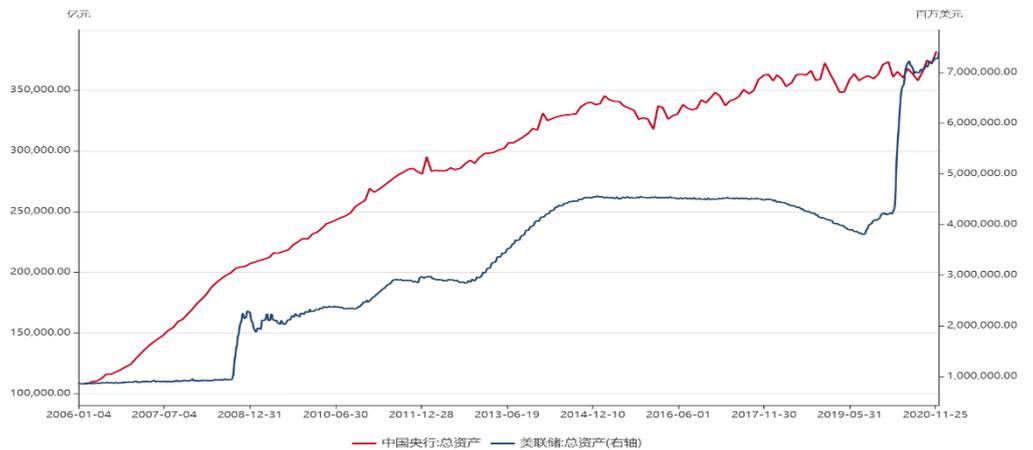
手法后，央行在危机过后的操作将比 12 年前更加从容，创造更为稳定的货币政策环境，将有利于维护市场的稳定。

图表 28 中国与美国 M2 同比



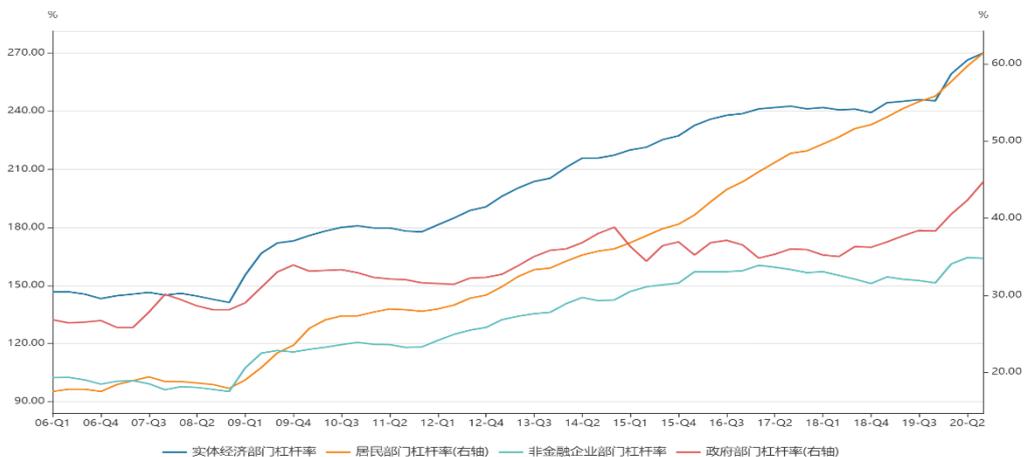
资料来源：Wind，瑞达期货

图表 29 中国央行与美联储总资产



资料来源：Wind，瑞达期货

图表 30 中国经济杠杆率



资料来源：Wind，瑞达期货

三季度央行货币政策执行报告明确，货币政策要更加灵活适度、精准导向，重提把好货币供应总闸门、保持 M2 和社融增速与名义 GDP 增速基本匹配，同时也强调保持流动性合

理充裕，资金面“不缺不溢”。2021年随着疫情影响消除，经济加速复苏，货币政策将继续稳步退出，但资管过渡期截止、防范金融风险、稳杠杆，因而稳货币与信用结构性收紧预计将贯穿2021年，但对于A股的传导可能将更多出现在下半年。

图表 31 M2、社融与名义 GDP 增速%

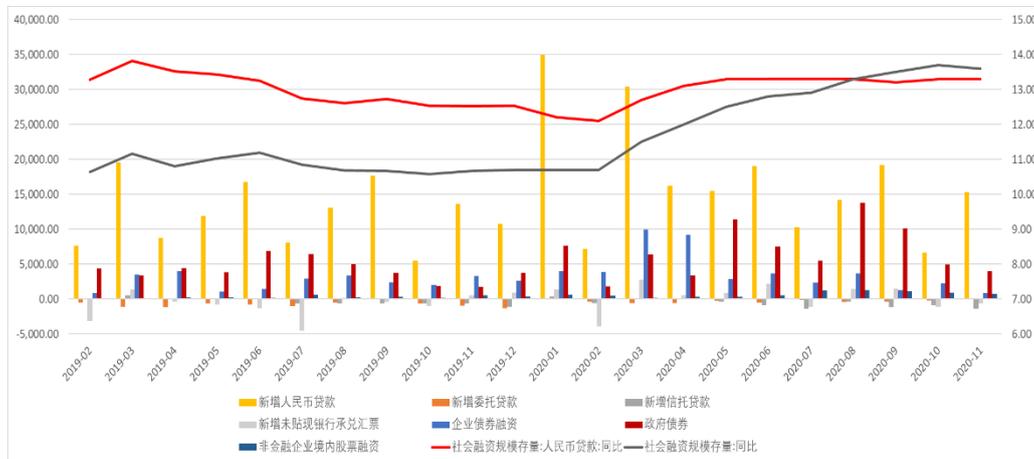


资料来源：Wind，瑞达期货

从指标上来看 M2 与社融增速均已达到本轮宽松周期的拐点，但整体增速仍保持相对平稳，2021 年出现增速快速下行的可能性较小。一方面，名义 GDP 将呈现高增，与之匹配的货币、社融增速仍将保持在较高水平，对杠杆率整体影响较为有限；另一方面，当前经济仍处在修复阶段，政策层面也将维持结构性特点，保证政策措施平稳退出。

结构性收紧特征主要会呈现在：1) 资管过渡期截止，将加速非标融资业务收紧；2) 赤字率下降、专项债增量下滑、特别国债退出，政府债券扩张难以继续；3) 地产融资将进一步受限，同时对居民中长期贷款形成抑制；4) 一系列抗疫支持措施（再贷款再贴现、创新直达实体工具）相继到期，企业面临本息偿付压力，且实体企业修复有待进一步确认，企业端信贷投放预计仍将保持平稳，确保不出现政策断崖，不排除采取定向降准措施。

图表 32 信贷保持高增，表外面临收缩



资料来源：Wind，瑞达期货

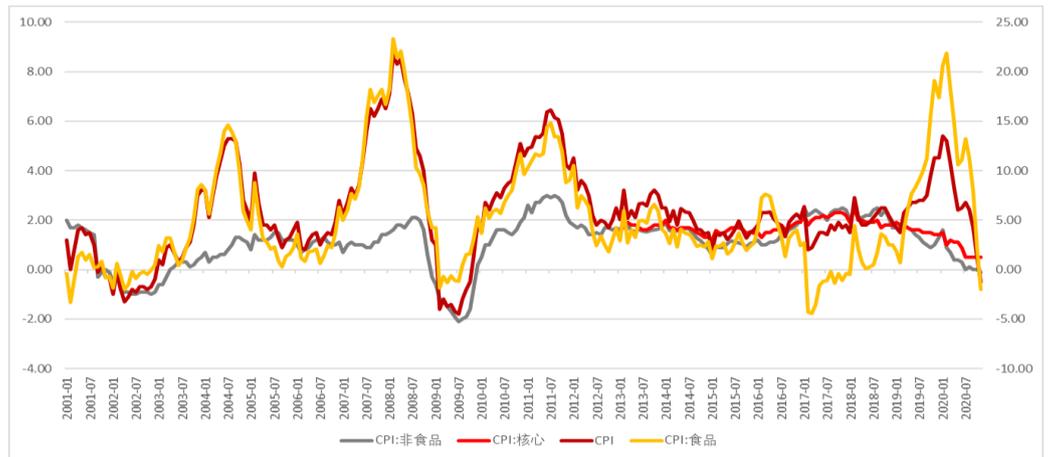
信用收紧的同时，货币供给将保持平稳，维持市场利率总体稳定。通过公开市场操作

(OMO、MLF) 保持流动性合理充裕，市场流动性“不缺不溢”。由于信贷环境收紧，或将使得部分金融风险逐渐浮出水面，银行局部不良压力、企业债和城投债打破刚兑风险，导致信用利差上行，不利于企业融资。在十一月份信用债风险局部释放时，央行加大公开市场操作力度，保持市场利率平稳，说明当信用事件的干扰项出现时，央行将会及时出手，稳定市场预期，推动市场利率在政策利率走廊内运行，达到为企业降低融资成本的目的。

(三) 价格推升制造业投资

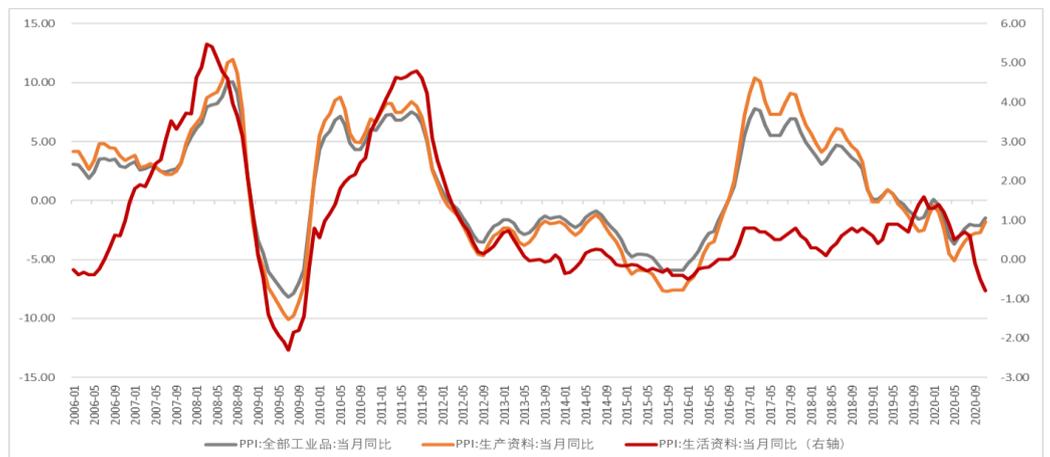
受到疫情、总需求修复缓慢、猪肉价格等因素的共同影响，自二月份以来国内 CPI 同比呈现回落形态，并在十一月份转负。CPI 由正转负主要受到猪价同比大幅下滑拖累（食品权重 31%），同时核心通胀依然尚未走出低位，连续五个月持平于 0.5%。PPI 则在五月份探底后逐渐回暖，上下游价格呈现明显分化，生产资料价格走高，生活资料表现乏力。

图表 33 中国 CPI 当月同比%



资料来源：Wind，瑞达期货

图表 34 中国 PPI 当月同比%



资料来源：Wind，瑞达期货

由于猪肉价格的剧烈波动并进入下行周期，将对 2021 年 CPI 形成抑制，并在上半年进一步回落，投资者更需要关注核心 CPI 与 PPI 的变化。货币传导、内外需修复、低基数将推

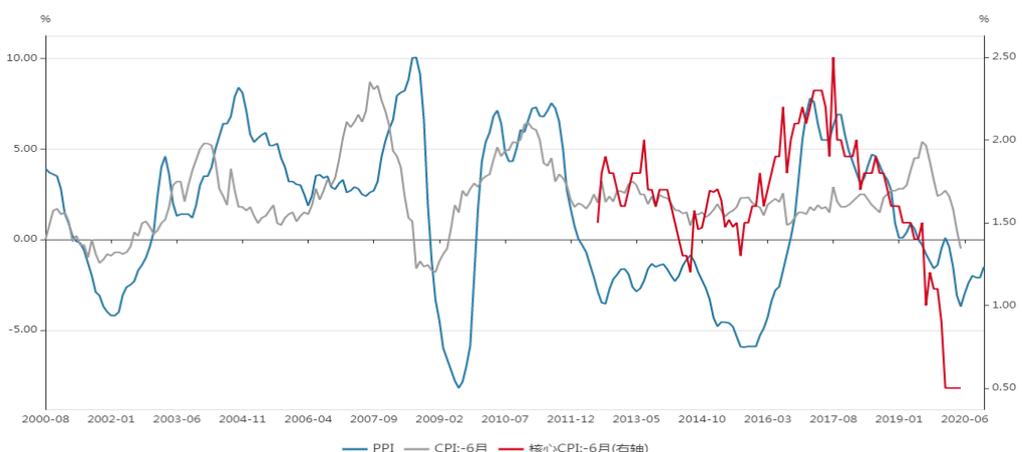
动 PPI 价格在进入上行通道。尽管 M2 增速已逐渐放缓，M1 增速保持上升态势，表明实体经济运行持续改善。过往 PPI 同比落后 M1 同比大约 4-6 个月，M1 增速拐点出现在去年四季度，PPI 则在疫情过后的二季度开始进入上行通道，在货币传导的推动下，2021 年上半年 PPI 仍将保持上行态势。需求方面，国内经济仍处在修复通道，全球经济也有望在新冠疫苗推出后加速修复，推动 PPI 上半年重回正增长并有望迎来加速上行。PPI 对核心 CPI 的传导同样需要 4-6 个月的时间，核心 CPI 预计将在 2021 年开始走出底部并逐渐攀升，下半年随着猪肉价格影响弱化，CPI 将继续抬升，但将低于 3% 的水平。M2 拐点已现，M1 预计将在明年上半年达到高位并回落，且基数效应将使得 PPI 在年中达到高点后，增速逐步放缓。

图表 35 M1 与 PPI（滞后 6 个月，%）



资料来源：Wind，瑞达期货

图表 36 PPI 与 CPI（滞后 6 个月，%）

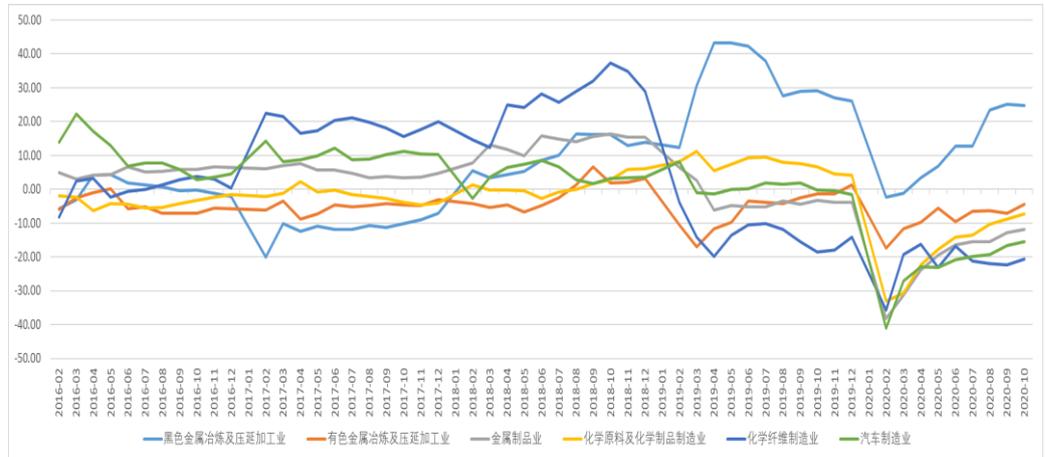


资料来源：Wind，瑞达期货

受到疫情冲击较大的制造业投资，整体回暖的势头要明显弱于地产和基建投资，需求端疲软、价格回升缓慢、企业家信心等因素制约着制造业复苏的态势。累计数据来看，制造业表现偏弱，但单月同比增速可以发现，在九月份制造业投资增速已逐渐修复到近年来的平均水平附近。2021 年制造业投资有望呈现加速复苏的形态。驱动力在于，2020 年企业

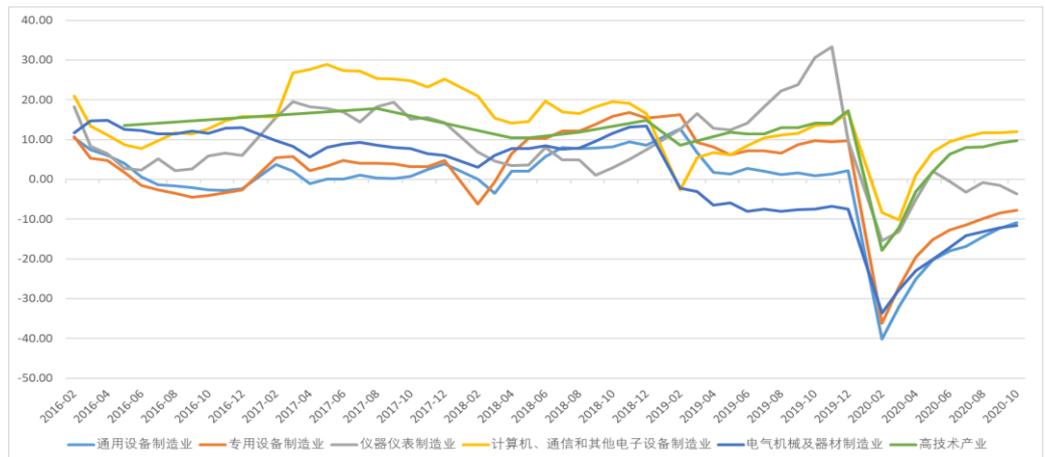
融资成本降低，中长期贷款需求旺盛，增量资金逐渐显效；工业品价格 2021 年有望加速上行，带动企业盈利增速快速回升，加码投资；科技赋能以及政策支持的背景下，高端制造业动能预计将持续增强。

图表 37 PPI 各类行业增速%



资料来源：Wind，瑞达期货

图表 38 PPI 各类行业增速%



资料来源：Wind，瑞达期货

(四) 需求侧改革

政治局经济工作会议提出，要扭住供给侧结构性改革，同时注重需求侧改革。需求侧改革和 2020 年以来政策不断强调的“双循环”、“扩大内需”有着颇为紧密的联系，也是“双循环”重要的组成部分之一。十三五提出的供给侧改革主要在于削减过剩产能、提高生产效率，缓解需求不足带来的影响；需求侧改革则是要构建更合理的需求结构，释放需求活力，扩大内需，从而结局供需矛盾，提升经济效率。

我国需求侧的着力点主要在投资、消费、出口，俗称“三驾马车”。国内经济发展从入世后的外贸驱动，转向金融危机后的投资驱动，再转到消费驱动。投资边际拉动作用逐步减弱，单边主义、贸易保护主义、价格优势下降，增加了出口的不确定性，消费对经济的

拉动作用也在不断加大，出口、投资拉动将难以持续。不过 2020 年疫情过后，本应该作为经济主要驱动力的消费却持续低迷，社零增速却远远落后于经济增速，这也体现了需求侧改革的紧迫性，推动国内总需求结构优化和提升，不仅是扩大内循环，也是未来中国经济转向高质量发展的重要一环。

供给侧改革最终实现的目标是“三去一降一补”，而需求侧改革的目标则是供需两端相互拉动，形成需求牵引供给、供给创造需求的更高水平动态平衡，两者相辅相成。需求牵引供给，关键在于如何激发庞大的中等收入群体消费，就业、收入、房贷、医疗、养老等因素都在加重该部分人群消费的顾虑。通过完善收入分配制度，提高居民收入，扩大中等收入群体，完善社会保障体系，稳定房价，提升消费潜力，扩大扩大。供给创造需求，主要围绕产业转型升级，加大新基建、战略新兴产业投资力度，增强产业链供应链自主可控能力，实现进口替代，降低成本，拓展新产品、新业态、新技术，即通过供给端降价，创造和激发新的市场需求。在投资、出口驱动减弱的情况下，需求侧改革无疑是双循环发展格局和经济发展的必经之路，这将更快激发内需活力，加速新旧动能切换，推动经济在疫情过后保持平稳增长。

图表 39 GDP 与三驾马车增速%



资料来源：Wind，瑞达期货

A股市场：估值拔高存压力 市场改革行稳致远

一、基本面驱动强化

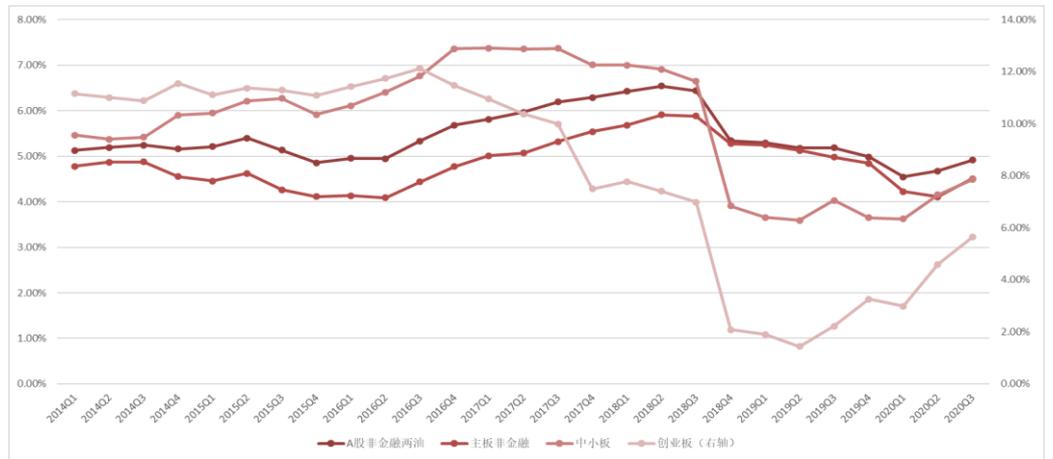
信贷扩张是2020年上半年反弹的核心驱动力，随着央行货币政策逐渐收缩，市场利率保持上行，经济亦迎来较快恢复，企业盈利能力逐步修复，宏观经济运行对微观企业利润等方面的影响开始显现，2020年年末顺周期行情的出现，进一步印证了市场已从流动性驱动转向基本面驱动。

工业企业各项经营数据均已呈现回升态势，也预示A股上市公司业绩修复态势也将获得延续，常见的营收和净利润增速也有望由负转正，为A股整体估值抬升提供空间。杜邦分析框架 $ROE = \text{净利率} * \text{资产周转率} * \text{权益乘数}$ ，是衡量企业运作资产能力、盈利能力的重要指标。

根据Wind数据，2020年三季度全A非金融两油净资产收益率ROE(TTM)为7.26%，较上半年回升0.22个百分点，已逐步回归到正常水平。相较于中小板及创业板，主板非金融ROE恢复过程更为缓慢，三季度虽已升至7.23%，较上半年上升0.53%。中小板非金融、创业板ROE分别为6.34%和5.3%，环比回升幅度虽有减弱，但整体已修复之2018年四季度时的低点附近，疫情并未对中小创的业绩修复带来明显的影响。相对于传统实体经济，科技创新类以及中小型企业，实现了较快的复苏态势，而这也与一系列针对高技术产业及中小企业的扶持政策有着密切的联系。

三季度企业净利率明显回升，全A非金融两油由4.68%升至4.91%，已基本修复至2019年四季度4.99%附近。中小板非金融与创业板则分别达到4.49%和5.64%，均已超过2019年四季度，主板净利率修复则相对缓慢，为4.51%。企业净利率与PPI有着较强的正相关，随着PPI未来六个月有望呈现趋势性回升，企业净利率的表现有望维持强势，也预示着企业补库存周期或将开启。资产周转率与净利率同步回升，但修复力度明显较弱，全A非金融两油三季度仅较二季度回升0.03个百分点，这也说明需求端的修复要明显弱于生产端。资产负债率在一、二季度快速走高后，在三季度出现回落，全A非金融Q3资产负债率为61.67%，主板、创业板也已降至疫情前水平，仅有中小板仍保持上升态势。从ROE拆解不难看出，流动性、加杠杆驱动的业绩修复已经暂告一个阶段，净利率以及需求端的逐步回升，将是ROE继续上行的主要动力，且确定性将加大，持续性更长。

图表 40 A 股主要板块净利率



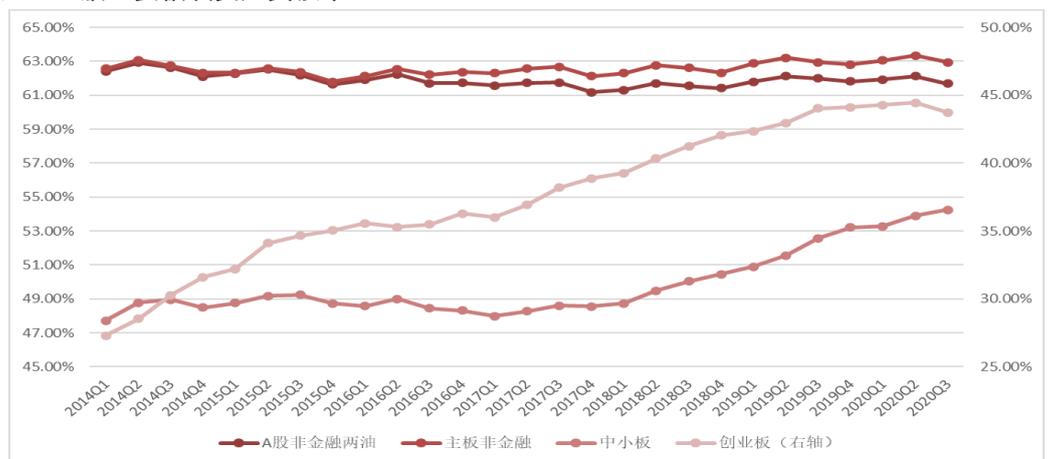
资料来源: Wind, 瑞达期货

图表 41 A 股主要板块资产周转率



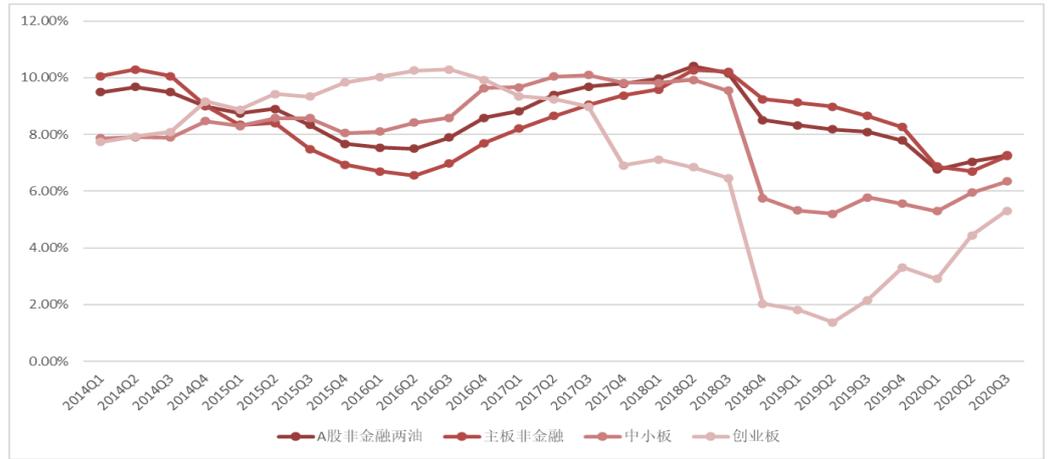
资料来源: Wind, 瑞达期货

图表 42 A 股主要板块资产负债率



资料来源: Wind, 瑞达期货

图表 43 A 股主要板块 ROE



在经历了二季度流动性驱动的估值答复抬升后，A 股整体估值（P/E）已处于近十年来的较高水平，伴随着下半年流动性收紧，利率走高，市场风险偏好受到明显抑制，流动性驱动力明显弱化，已处在历史分位数 80%附近的 A 股估值，估值进一步缺乏较强的动能。尽管估值仍处在高位，但风险溢价（ $1/PE - \text{十年期国债收益率}$ ）在利率的带动下已回落至十年来一倍标准差下限附近，风险偏好已处在较低水平。在基本面逐步改善的推动下，A 股整体估值有望随着业绩回升而出现回落，同时风险偏好或将驱动估值迎来新一轮扩张。

图表 44 A 股 P/E



资料来源：Wind，瑞达期货

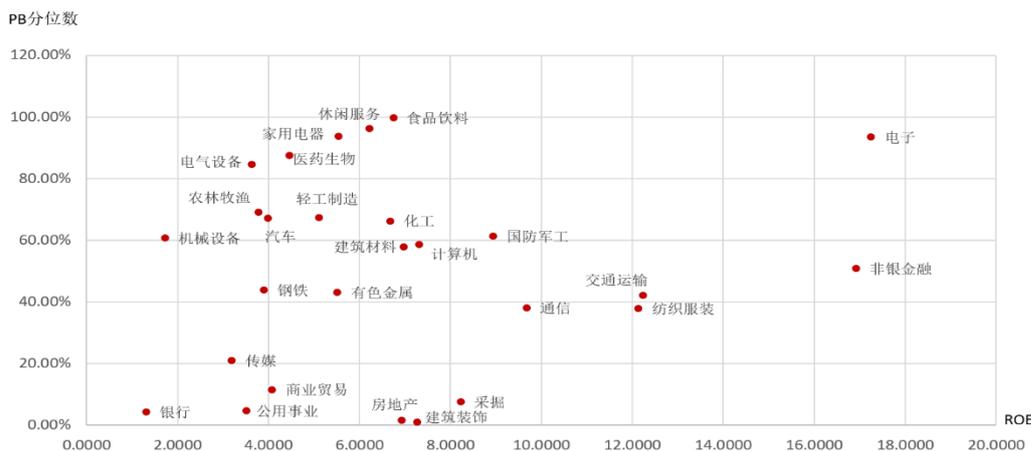
图表 45 A 股风险溢价



资料来源：Wind，瑞达期货

若从行业层面，A 股估值呈现结构性分化，医药生物、电气设备、消费行业在经过上半年的估值拔高后，已经处在近十年的较高水平；银行、公用事业、采掘依旧处在估值偏低状态；绝大多数板块仍处在较为合理的区间，包括顺周期行业钢铁、有色、纺织服装仍有一定的估值提升空间。因此随着业绩的修复，A 股低估值行业有望迎来反弹，推动市场估值走高。

图表 46 申万一级行业 PB-ROE



资料来源：Wind，瑞达期货

二、A 股渐进式升级

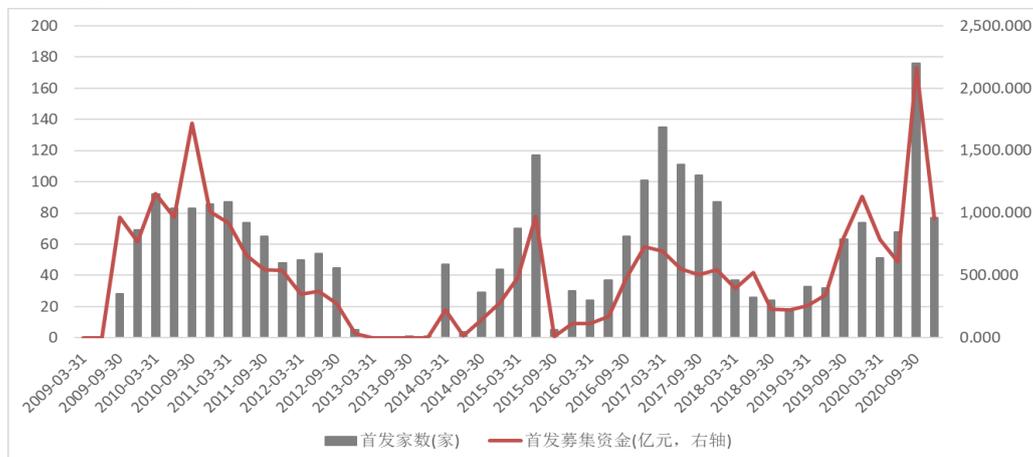
2019 年中共中央政治局第十三次集体学习时强调深化金融供给侧结构性改革，标志着我国金融市场进入全新的发展阶段。同年七月份科创板注册制正式推出，十月份证监会明确资本市场深改 12 条，A 股市场改革明显提速。2020 年疫情爆发并未阻挡资本市场改革前进的步伐，新证券法出台为改革铺平道路，再融资新规、创业板注册制如期落地，退市制度正式出炉，A 股正式进入存量改革阶段。目前深改 12 条进程已经过半，进入 2021 年，资本市场严监管，提高上市公司质量，全市场推行注册制，优化投资者结构，打造航母券商等方面的改革预计将持续推进。虽然市场普遍预期三年牛市或在 2020 年末终结，但渐进式升级的 A 股市场，或难再现 2008 年和 2015 年剧烈回调的走势，波动性将逐渐降低，结束牛短熊长，市场中枢未来将持续上移。

1、A 股加减法

2021 年全市场推行注册制值得期待，监管部门多次公开释放计划全面推行注册制改革的明确信号。2020 年创业板注册制改革实现平稳过度，为 2021 年注册制改革奠定了坚实的基础，但这也给 2020 年 A 股市场资金面带来一定的压力，同时 2021 年庞大的解禁市值

也将成为行情的掣肘。A股市场IPO常态化的趋势在2021年仍将持续,推动IPO融资扩容,而随着高科技企业上市明显增加,A股市场结构也在逐渐发生变化。股票供给量的增加,也意味着资金抱团现象将更加明显,投资只能优中选优,交易集中度将会越来越高。

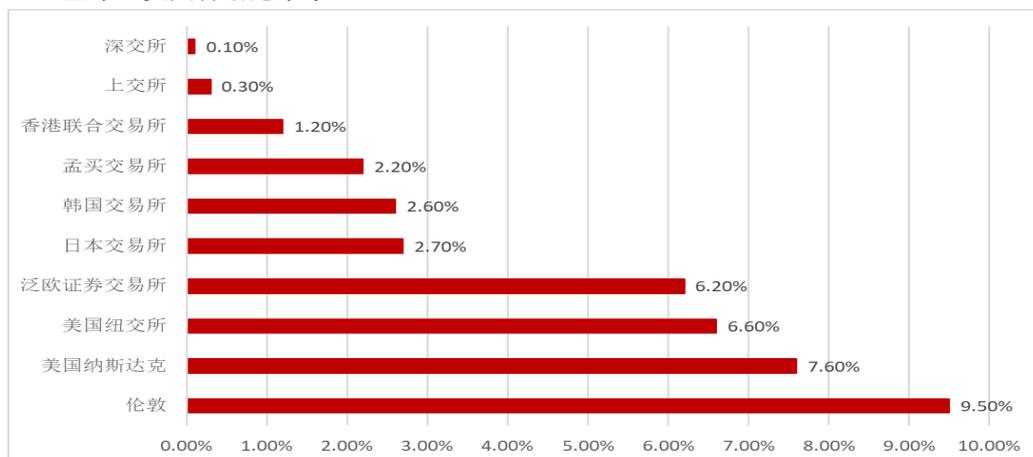
图表 47 A股IPO数量



资料来源: Wind, 瑞达期货

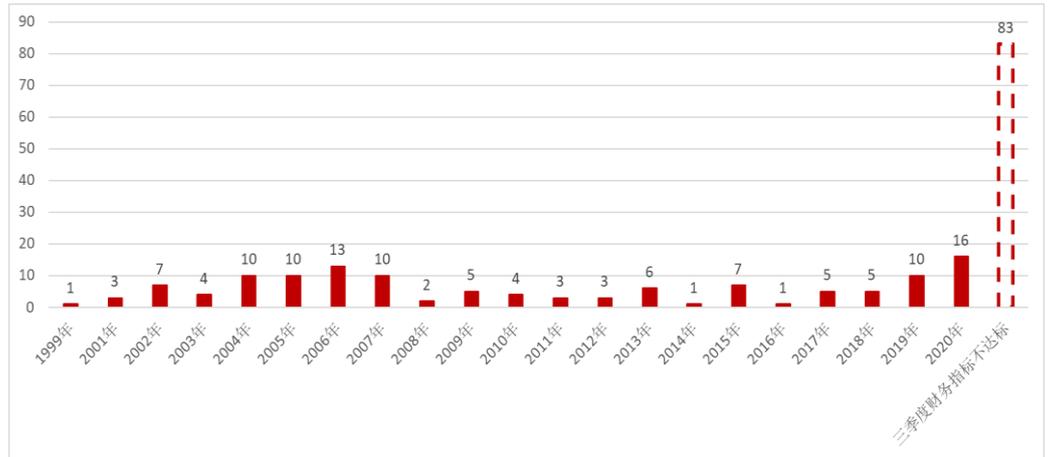
在供给侧增多的同时,市场翘首以盼的退市制度新规正式出台,并将在2020年财报季正式开始实施。与原制度相比,新制度在退市标准、退市程序、退市监管方面出现了较大的变化。财务指标交叉适用,在原有单一的净利润指标基础上,增加扣非前后净利润,以及营收不得低于1亿元的指标;同时新规进一步明确了财务造假退市的标准,并新增信批违规、资本运作存在缺陷的企业的退市情形。意味着退市标准将进一步提高识别劣质企业的的能力,加速市场出清,通过甩卖资产、政府补贴等保壳模式规避退市将被遏制,也将推动上市公司回归本源。退市程序出现明显简化,连续两年触及财务类指标即终止上市,整理期缩短至15个交易日,退市周期大幅缩短,将加快退市节奏,提高市场运行效率。

图表 48 全球主要交易所退市率



资料来源: 格隆汇, 瑞达期货

图表 49 A 股退市家数



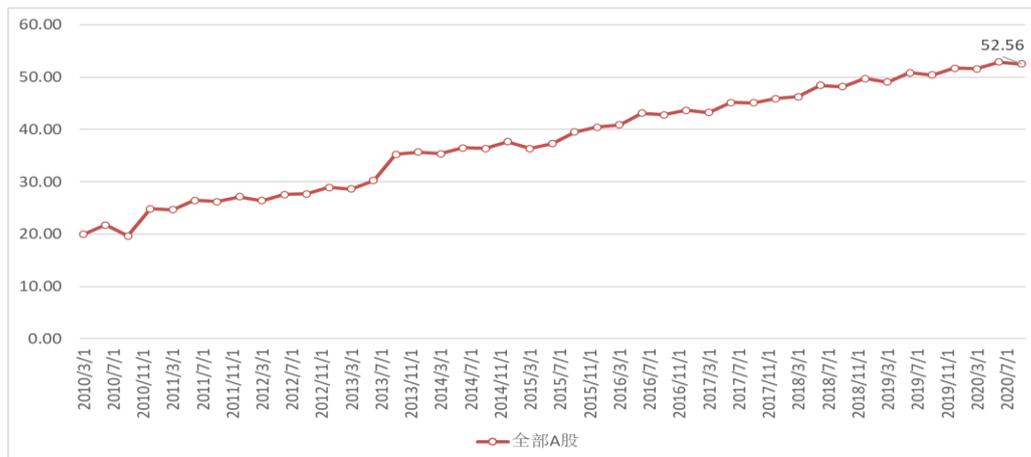
资料来源：Wind，瑞达期货

注册制加法与退市制度减法，是提高 A 股上市公司质量的基础性制度，而 10 月份公布的《进一步提高上市公司质量的意见》，意味着 A 股将进入严监管的阶段，推动市场秩序明显好转。由于退市新规明确连续两年触及财务指标即终止上市，且对企业违法违规“零容忍”，未来的两年市场或将迎来退市高峰，A 股上市公司质量与市场格局将有望出现明显提升。IPO 与退市常态化，有进有出、优胜劣汰的市场环境将进一步提升 A 股的配置价值，劣币驱逐良币的现象将逐步缓解，推动市场资源向优质上市公司靠拢，提升资本市场服务实体经济的能力。

2、投资者结构优化（资金供给）

提高上市公司质量，最终的目标在于吸引增量资金的持续流入，为企业创造良好的融资环境。监管部门多次发声鼓励中长期资金入市，重视程度可见一斑。长期资金在提高股票价值和资产配置效率的同时，也将减轻股市扩容对流动性的冲击，缓解市场的担忧情绪，降低市场波动性。当前 A 股市场逐渐进入机构化时代，近两年对于市场投资风格的影响亦在逐渐显现，绩优股业绩溢价也更为明显。具体数据来看，过去十年全部 A 股机构持股比例由 20% 上升到 2020 年三季度 52.56%，散户在市场中的话语权正在持续被削弱，但新一代投资者也逐渐从股民转向基民，投资逐渐向专业化发展。

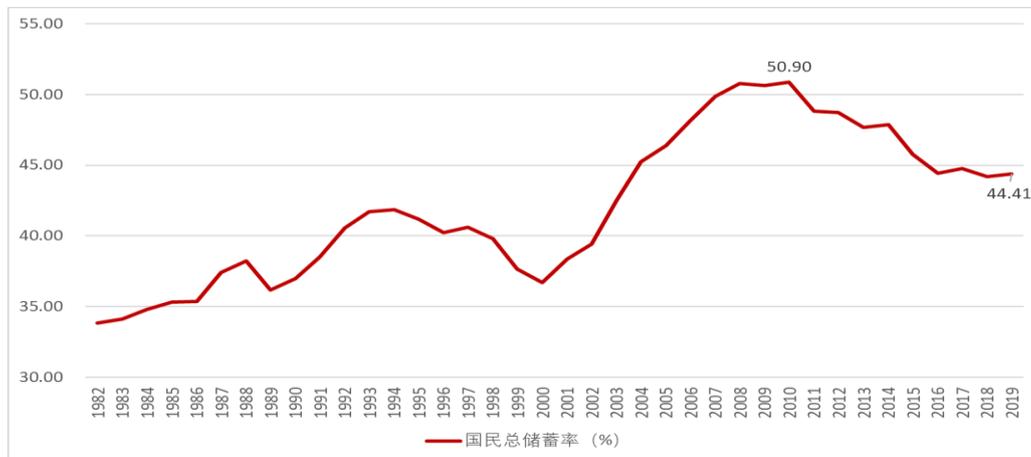
图表 50 A 股机构资金持股比例%



资料来源：Wind，瑞达期货

过去 20 年我国居民投资理念完成了两次切换，2000-2010 年现金是最重要的资产，储蓄率节节攀升，达到 50%左右的水平；2010-2018 年财富快速向房地产市场转移，同时银行理财、资产管理也逐渐成为居民配置的重要组成部分。随着地产调控收紧、理财产品打破刚兑、无风险利率处于长期下行通道，权益类资产在居民资产配置逐步提高将是大势所趋，而一个平稳上行的 A 股市场，在扩大内需中也将扮演者重要的角色，促进居民资产保值增值。

图表 51 国民总储蓄率

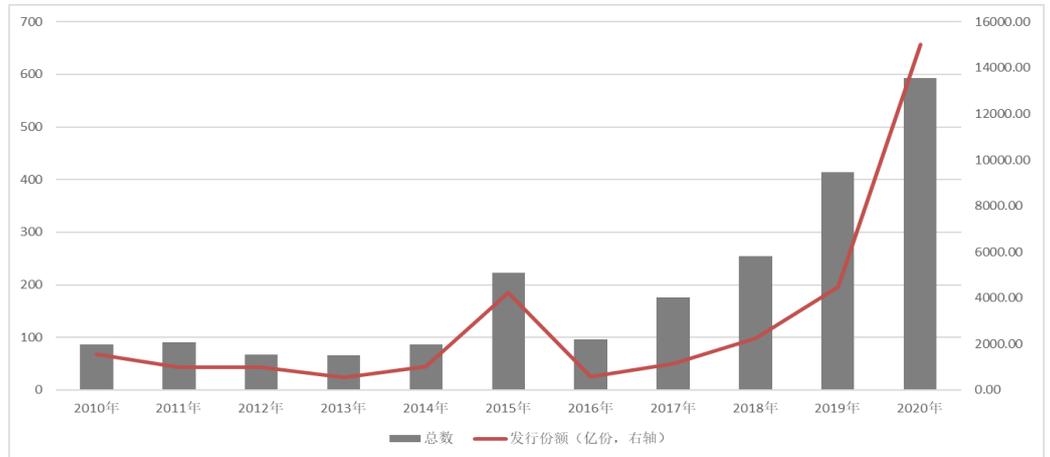


资料来源：Wind，瑞达期货

2019 年以来，新发型偏股型基金（股票+混合）份额持续扩大，私募基金规模证券管理规模亦呈现快速增长态势，这样的态势在 2020 年仍将大概率延续。此外，2018 年银行理财持续受到压降，产品发行数量亦在不断下降，但这一过程中权益类资产的配置占比保持稳定。疫情过后股票与债券在 20 万亿规模的银行理财产品中配置同步提高，收益稳健的“固收+”（偏债混合型）规模持续增长，2021 年将是资管新规过渡期的最后一年，银行理财子公司或将提高权益类产品比重，有望为 A 股带来一定规模的增量资金。除了基金与银行理财外，社保基金资产规模持续增长，持股比例基本稳定，且养老金投资委托金额不断

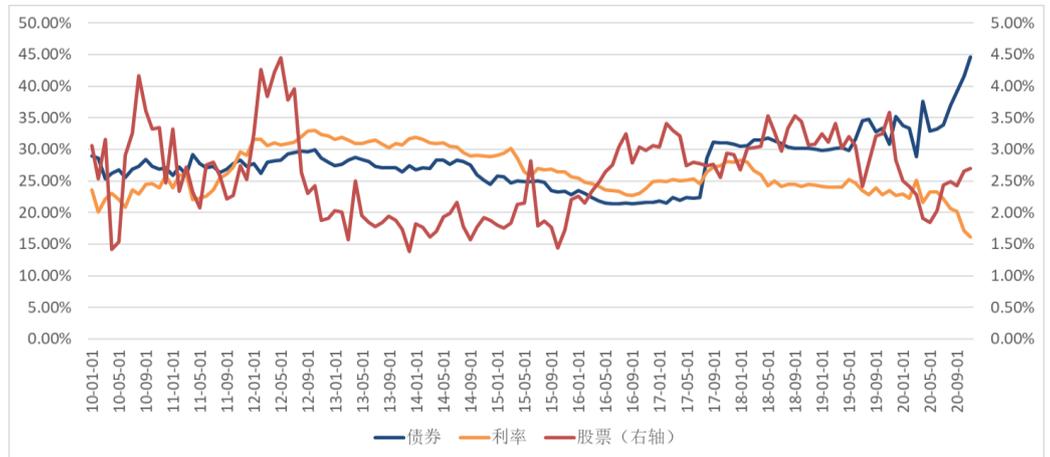
提高，社保、养老金对 A 股的投资规模仍将持续增加。

图表 52 股票型、偏股型基金发行总数与份额



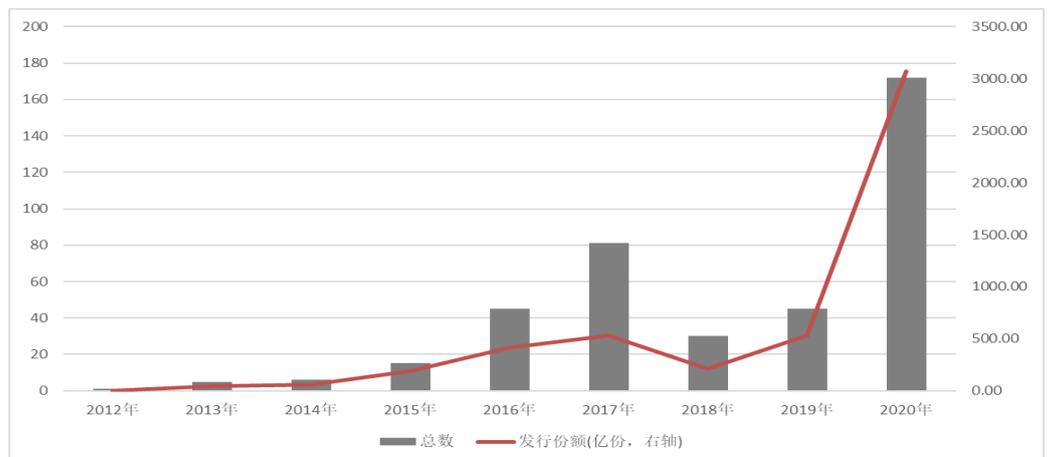
资料来源：Wind，瑞达期货

图表 53 银行理财产品种类分布



资料来源：Wind，瑞达期货

图表 54 偏债混合型基金发行总数与份额 (固收+)



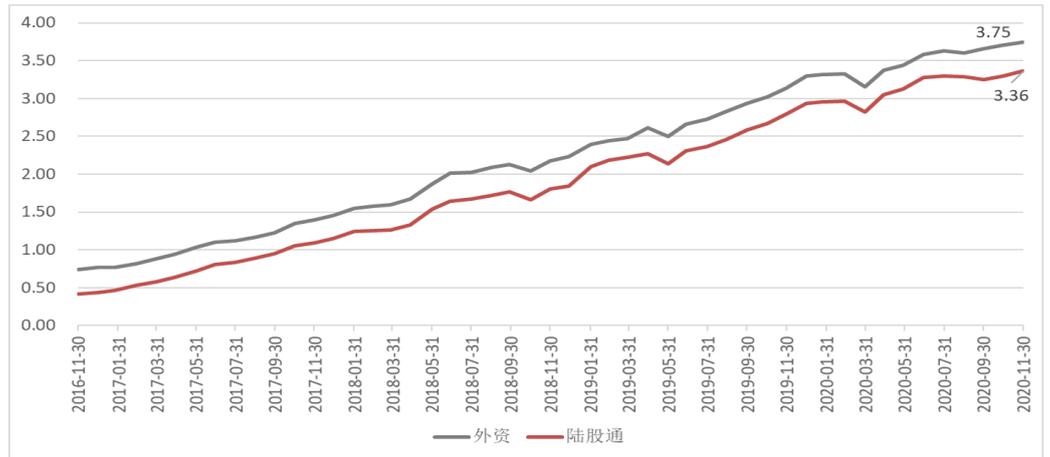
资料来源：Wind，瑞达期货

构投资者中，最为活跃的当属境外资金。自 2014 年至今，随着沪深股通互联互通机制的推进，A 股在 MSCI、FTSE 中的纳入因子分别达到 20%和 25%。尽管受到疫情影响，但境外资金仍在加速流入中国股市，疫情率先得到控制、经济加速修复、人民币持续升值、

迈开开放脚步的中国市场，让境外资金配置意愿明显上升。境外资金，特别是陆股通资金，已逐渐成为市场中重要的资金来源。

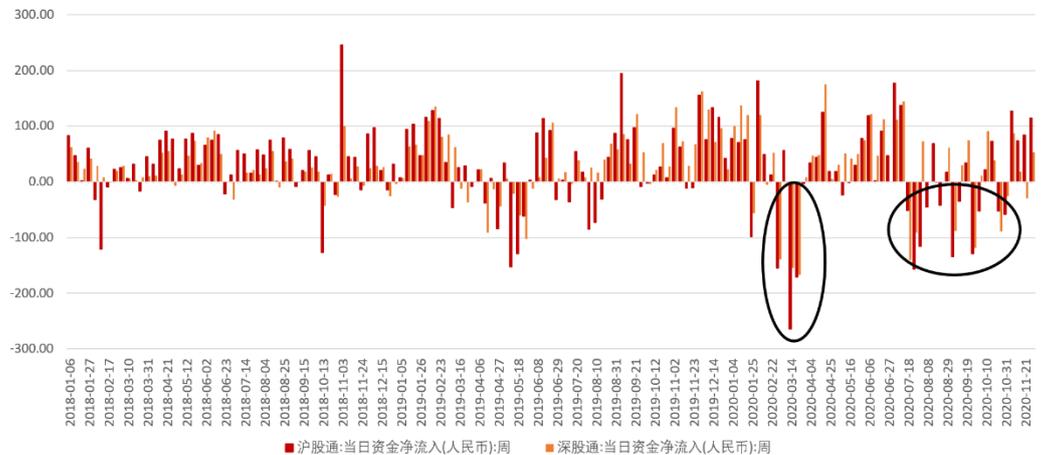
截至 2020 年十一月末，外资持股市值达到 2.32 万亿元，较三月份地点 1.44 万亿元明显上升，占流通 A 股比例由 3.2% 上升至 3.75%，境外资金参与度明显加大。于 2019 年九月份 QFII 投资额度限制取消，QFII 持股市值由 2019 年四季度的 1563 亿元上升至 2020 年三季度 2384 亿元。相较于 QFII，沪深股通（陆股通）已经成为境外资金进入 A 股的主要渠道。陆股通持股市值 2.08 万亿元，较年初增加约 6500 亿元，占流通 A 股比例达到 3.36%，话语权不断提升，影响力逐步攀升。陆股通资金 2020 年受到疫情、七月份剧烈波动、主要指数纳入 A 股因子完成等因素的影响，净流入量较前两年明显减少，前 11 个月净流入约 1500 亿元，18 年、19 年分别净流入 2900 亿元和 3500 亿元。不过随着疫情消退、经济复苏提速，陆股通资金在 2021 年有望保持较高的净流入水平，而外资持股比例限制也有望随着市场改革的深入，进一步放开。

图表 55 外资与陆股通持股比例%



资料来源：Wind，瑞达期货

图表 56 陆股通资金流向（亿元）



资料来源：Wind，瑞达期货

2021 年股指期货总体观点

新冠肺炎疫情的出现，让 2020 年变得极不平凡。在疫情的冲击下，中国、亚太、欧美主要经济体在上半年相继陷入停摆和衰退状态，全球金融市场也迎来了史无前例的动荡行情，美元荒、美股数度熔断、史上首次负油价。为了拯救全球经济和稳定金融市场，各国政府和央行纷纷采取激进的货币宽松和财政刺激。大水漫灌的货币政策推动金融市场逐渐走出阴霾，并随着疫情的影响弱化而持续走高。相较于海外市场，A 股的表现则受到下半年国内流动性收缩的拖累，逊色许多，但市场改革的推进，也让 A 股的慢牛走势更为稳健，有望展现出更强的后劲。

疫情在 2020 年下半年出现了猛烈的反扑，全球单日新增确诊病例屡创新高。在充沛的流动性推动下，全球经济逐渐进入复苏的阶段，疫情的影响已明显被削弱，经济与金融市场未再现二次下挫。2021 年，随着多款疫苗上市，并开始大范围接种，即便疫情再度出现反复，也难阻碍全球经济复苏的态势。后疫情时代，全球货币宽松政策 2021 年难以退出，而实体经济修复的需求或将明显强于 2008 年金融危机，过剩的流动性或有可能逐步推升通胀。此外，气候影响农产品价格、工业金属供需缺口、地缘政治风险，供需关系也将成为通胀上行的潜在因素。这也将继续推动股票和商品市场走强。

2020 年我国经济率先走出疫情阴霾，进入持续复苏的进程，并交出了出色的答卷，成为全球唯一实现经济正增长的主要经济体。2021 年将是十四五规划开局之年，也是建党 100 周年，宏观政策预计将保持较强的定力和稳定性，推动中国经济行稳致远。中国经济增速在 2021 年将呈现前高后低的轨迹，宏观经济持续向好的确定性较强。随着基建、地产、外贸出口对于经济的贡献预计将有所减弱，修复较为缓慢的制造业（高端制造业）和消费有望在需求侧改革的推动下，迎来加速修复的过程，为经济提供新动能。

政策层面，由于需求端结构将逐渐发生改变，财政对于基建的支撑将有所减弱，整体增速预计将受到抑制，财政政策则更有可能倾向于消费、新兴制造业补贴的投向。货币政策在 2020 年二季度发生转变后，已开始进入回归正常化的节奏中。M2 与社融增速均已达到本轮宽松周期的拐点，但整体回归的过程将更为平稳，且信贷收紧预计将呈现结构性特征，企业端信贷投放有望保持平稳，不出现政策断崖。

A 股当前估值已处在近十年来较高的水平，利率上行成为 A 股估值继续上行的制约因素，市场风险偏好受到明显抑制，风险溢价处于较低水平。2021 年 A 股估值进一步扩张则主要需要来自 A 股自身基本面与市场风险偏好（资金面）的共同驱动，而低估值高成长的

板块有望推动 A 股保持上行走势。

技术层面上，A 股在经历了七月份的大幅上涨后，未能乘势而上，反而陷入长达半年的震荡整理。不过当前沪指中长期的上升通道在突破大三角形的震荡区间后，已经被打开，且月线级别 MACD 红柱并未因调整而出现红柱缩短的现象，市场内多头依然占据的上风。沪指 2021 年预计将有较大的概率突破 4000 点整数关口，并进一步向上运行。

策略上，建议投资者 2021 年上半年偏多操作为主，经济修复、上市公司业绩加速回升、物价温和上升、海外经济持续回暖将成为市场上行的主要驱动力。主板注册制改革落地以及退市新规实施，则有望进一步驱动慢牛的形成，上涨过程或将在国庆后随着信贷收缩传导、经济增速回归正常等因素逐步放缓并结束，但随着市场结构的变化，A 股已难再现大幅回撤的走势，调整过后重心有望持续上移。

股指期货以 IC 合约操作为主，中证 500 指数突破 6500 点附近，逢低介入多单。年末建议采取多 IF 空 IC 套利交易。

股票层面可选择战略新兴产业（新能源、新材料、高端装备制造）、顺周期、金融等进行布局，亦可介入创业板 50、中证 500ETF 以及上述相关产业基金。

图表 57 上证指数月线走势



资料来源：Wind，瑞达期货

图表 58 中证 500 周线走势



资料来源：Wind，瑞达期货

免责声明

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，瑞达期货股份有限公司力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本报告版权仅为我公司所有，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，需注明出处为瑞达期货股份有限公司研究院，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。