

**期货研究报告·年度视野**  
**春回大地 慢牛可期**  
**——2021 年股指期货投资策略**

广州期货研究所

叶倩宁

从业资格号：F3022667

投资咨询号：Z0013613

投资咨询业务资格 证监许可【2012】1497 号



期货研究报告·年度视野

## 春回大地 慢牛可期

# —2021 年股指期货年报

## 股指期货

### 年报摘要：

2020 年在新冠疫情得到有力控制加上逆周期的宏观调控的作用下国内经济持经历“V”性反弹，随着库存周期上行和企业利润改善，A 股维持高位震荡。

展望 2021 年，中国经济回归正常运行通道，欧美经济亦将逐渐复苏但外部环境亦更加复杂，在中共中央提出“加快形成以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局”中，战略转换形成新的发展动能但当前各类非常规经济纾困政策“不急转弯”，帮助中国经济持续复苏。基建、房地产投资动能会有所减退但出口会继续维持较好增长；另一方面，制造业投资将开启一个持续缓慢回升的大周期，消费也可能在明年恢复到疫情前的正常水平。

A 股方面市场流动性对推动股市上涨的动力会弱于 2020 年，加上估值水平相对偏高，预计明年将维持慢牛格局，指数涨幅在 15%以内，周期板块和高景气度的消费电子表现相对更好。期指方面随着盈利改善市场风格偏向周期，全年 IF 表现将优于 IH 和 IC。

叶倩宁

执业证书编号：F3022667

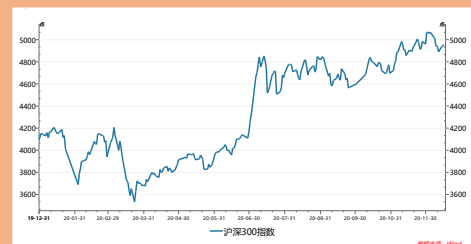
发布日期：2020 年 12 月 15 日

### 市场表现：

#### 上证综指



#### 沪深 300 指数



## 目录

一、宏观经济形势展望.....	3
(一) 2021 年房地产开发稳中有降.....	3
(二) 2021 年大部分行业将进入弱补库阶段.....	5
(三) 汽车消费持续复苏，政策利好的新能源汽车.....	7
(四) 消费电子周期复苏将继续利好科技板块.....	7
(五) 关注实际通胀与指标测度偏差，通胀风险有所增加，货币政策稳中调整“不急转弯”.....	8
(六) 财政与货币政策有望延续，美国经济复苏较为乐观，盈利修复提振美股，美元持续下行.....	10
(七) 英国有序脱欧利于双方工业贸易和消费回暖.....	12
二、2020 年股指投资策略——春回大地，慢牛可期.....	14

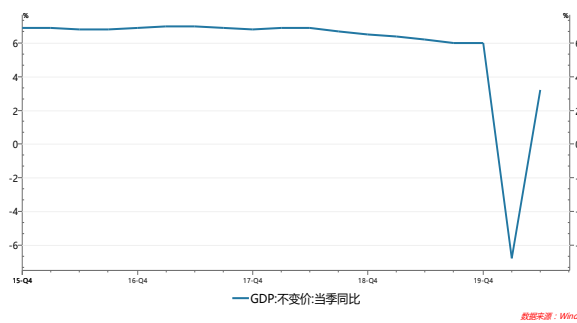
## 图表目录

图 1 2020Q3 国内 GDP 增速接近 6%.....	3
图 2 房地产开发投资保持平稳 .....	4
图 3 土地购置费随拿地积极性下降将有所回落 .....	4
图 4 2021 年施工面积保持平稳并逐步向竣工面积过渡 .....	4
图 5 新开工和竣工面积增速有望在 2021 年转正 .....	4
图 6 竣工面积上升将带动相关下游消费产业回暖 .....	4
图 7 在“三道红线”背景下房企融资需求受限 .....	4
图 8 当前国内处于本轮库存周期的中等水平 .....	5
图 9 库存周期与上市企业净利润相关度较高 .....	5
图 10 制造业新订单需求持续向好推动企业主动补库 .....	6
图 11 行业景气度走高带动汽车行业扩产并提高库存 .....	6
图 12 供需两旺带动汽车下游产业链补库需求 .....	6
图 13 下游消费需求回升推动有色金属主动补库 .....	6
图 14 消费电子保持景气支撑企业维持高库存 .....	6
图 15 明年托底政策力度减弱基建相关板块或仅小幅补库 .....	6
图 16 应收账款或先于汽车库存周期见顶 .....	7
图 17 新能源汽车销量持续增长 .....	7
图 18 消费电子周期的弱复苏将提振基站与手机产量 .....	8
图 19 手机产量回升带动半导体、集成电路产销量保持较快增长 .....	8
图 20 国内 CPI 随猪肉价格大幅回落而落入负增长 .....	9
图 21 生产资料价格带动 PPI 降幅收窄 .....	9
图 22 需求改善工业品价格上涨或明年带动 PPI 转正 .....	10
图 23 M2 与社融或在 2021 年稳步回落 .....	10
图 24 宏观杠杆率高企或使监管收紧信用 .....	10
图 25 美国疫情仍较严峻但新增确诊人数开始回落 .....	11
图 26 疫情冲击下美国制造业保持韧性 .....	11
图 27 美国就业市场改善幅度减少 .....	11
图 28 劳动力参与率和薪资增速反映就业市场向好 .....	11
图 29 标普和道指市盈率屡创历史新高 .....	11
图 30 内外因素影响下美元指数或将持续走低 .....	11
图 31 2021 年欧洲经济仍面临衰退和通缩风险 .....	13
图 32 欧洲主要国家制造业 PMI 保持扩张但拐点已现 .....	13
图 33 疫情冲击对欧洲消费服务业带来较大打击 .....	13
图 34 欧洲经济复苏利于耐用品消费持续回暖 .....	13
图 35 2020 年 A 股经历几个阶段的波动后目前处于高位震荡 .....	15
图 36 电子消费周期对绩优成长股仍有支撑 .....	15
图 37 顺周期板块业绩将持续改善 .....	15
图 38 2021 年流动性推动 A 股上涨的重要动力将减弱 .....	15
图 39 2020 年股指的整体估值有显著上升 .....	15
图 40 业绩增速差决定市场风格 .....	16

## 一、宏观经济形势展望

2020 年以来，全球新冠肺炎疫情爆发，国内外经济政治形势错综复杂，国内经济经历了一季度的短暂衰退后，在财政和货币政策共同发力下二季度开始持续快速修复凸显出较强的韧性，在基建和房地产等逆周期行业提振下，内需得到进一步扩大，下半年工业生产和消费服务业持续改善，截至三季度国内 GDP 同比增速已回到接近 6% 的水平。2020 年国内经济最大亮点在于出口成为拉动经济增长的重要动力，尽管海外疫情严峻使外贸预期悲观，但防疫医疗物资出口强劲大超预期，特别是对欧美的出口增长较快，贸易顺差持续扩大。从结构上看我国已经基本走出了疫情的冲击，经济发展回到正常运行通道，展望 2021 年欧美经济亦将逐渐复苏但外部环境亦更加复杂，在中共中央提出“加快形成以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局”中，战略转换形成新的发展动能将代替当前各类非常规的疫情救助与经济纾困政策，帮助中国经济持续复苏。此外在刺激政策退出的过程中，不能忽视的是利率回升叠加通缩还有企业债务风险。

图 1 2020Q3 国内 GDP 增速接近 6%



### (一) 2021 年房地产开发稳中有降

2020 年国内房地产开发投资保持韧性，经历了一、二季度的负增长后三季度迅速转正，但在监管部门明确了对房企“三道红线”后，其增速开始有所放缓。从房地产开发投资的分项看，建筑工程（与施工面积相关）和其他费用（与土地购置费相关）两项权重最大，对房地产开发投资带来主要贡献带领数据反弹。土地购置费反映的是房企每月在购置土地上的支出，土地成交价款则反映房企买地的总合同金额，因此土

地成交价款对土地购置费大概有 15 个月的领先性，在 2018 和 2019 年土地购置费持续下滑，2020 年上半年房企开始积极拿地土地购置费亦有回升，但在融资“三道红线”的约束下，三季度土地购置面积降幅重新扩大，土地购置费涨幅走平。展望明年，土地市场将回归理性，土地成交价款增速也将趋势收敛，传导到土地购置费增速将回落缓慢回落。建筑工程费用方面受到施工面积的影响，而在今年新开工和竣工面积底部已经确立的情况下，两项数据或继续向上并在明年转正，施工面积将维持扩张。尽管竣工在年初受到疫情影响而拖延，但总体上 2017 到 2019 年高的开工增速仍会逐步向之过渡并在未来 1-2 年迎来兑现。竣工面积回暖预期上升，对家电、玻璃、涂料等与房地产后周期相关的板块形成支撑。

综合来看，在年初低基数效应下，2021 年上半年房地产开发投资将维持较高增长，但在“三道红线”新政对地产融资端约束后，房地产贷款增速下滑，房企将着力存量项目。下半年在土地购置费回落但施工面积增速平稳支撑建筑工程费，房地产开发投资增速将拐头小幅下行。

图 2 房地产开发投资保持保持平稳

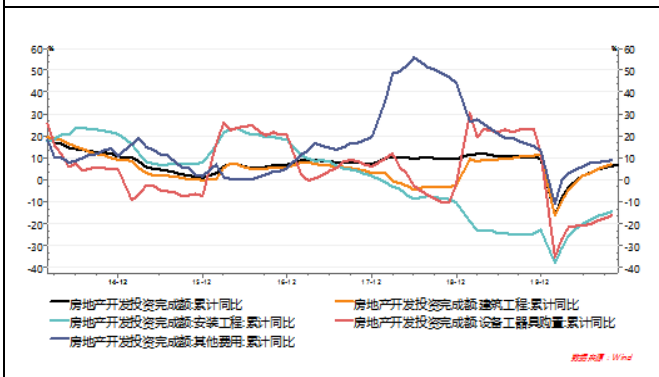


图 3 土地购置费随拿地积极性下降将有所回落

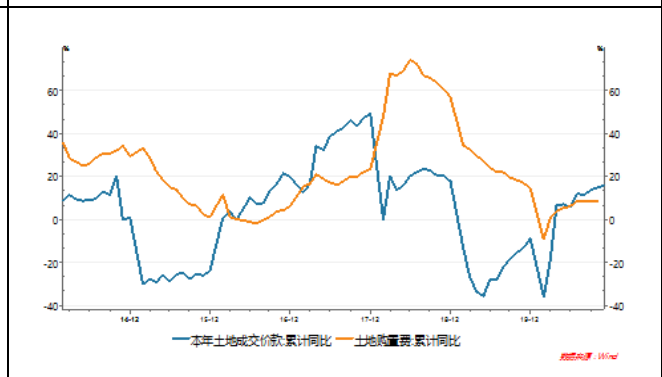


图 4 2021 年施工面积保持平稳并逐步向竣工面积过渡

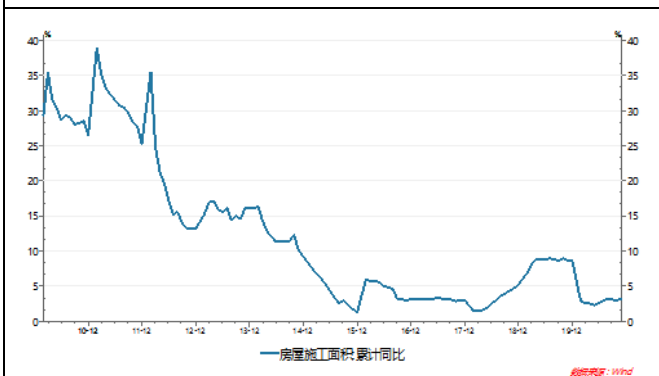


图 5 新开工和竣工面积增速有望在 2021 年转正

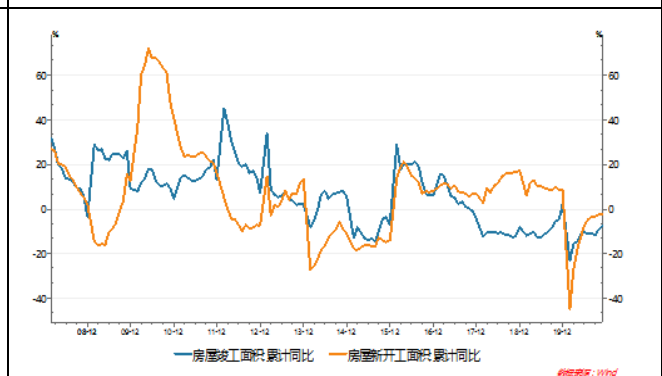
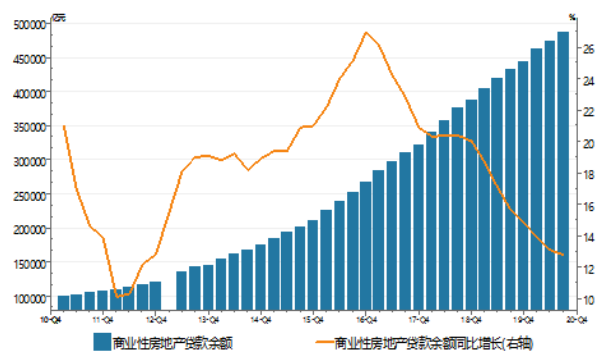
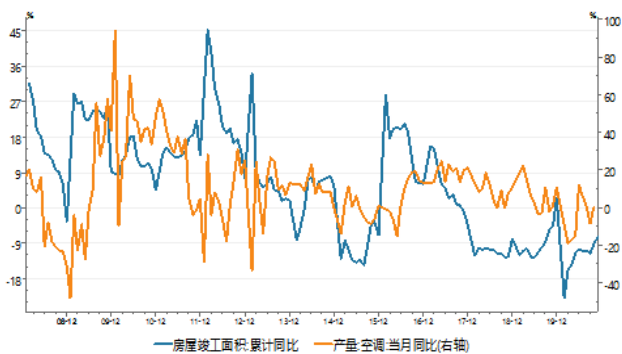


图 6 竣工面积上升将带动相关下游消费产业回暖

图 7 在“三道红线”背景下房企融资需求受限



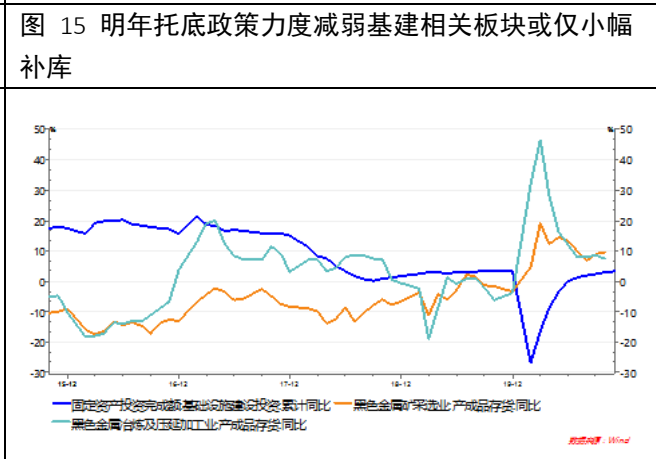
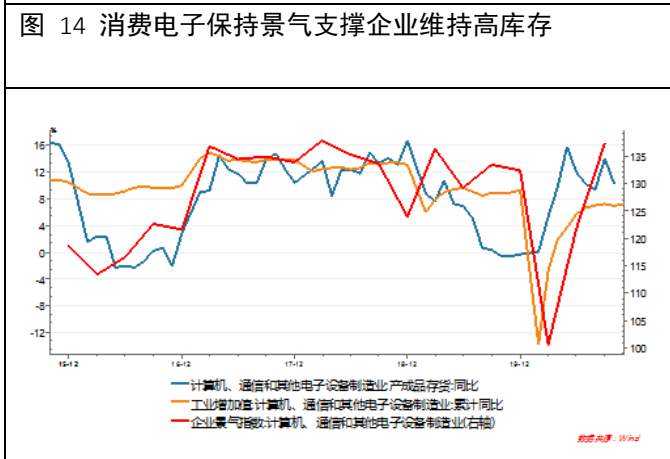
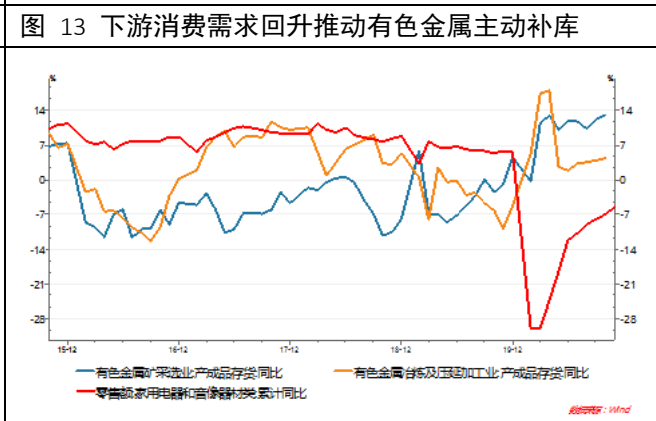
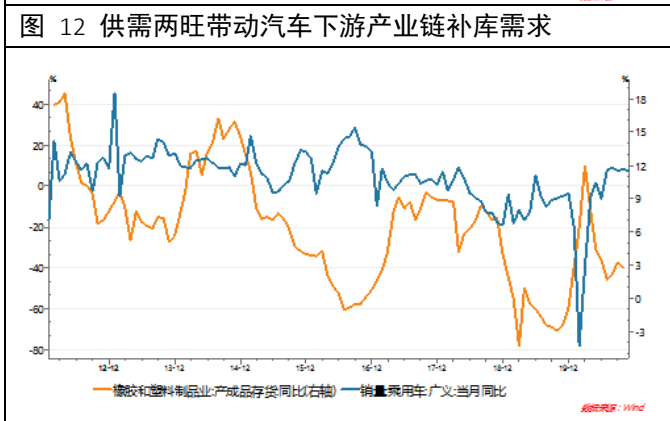
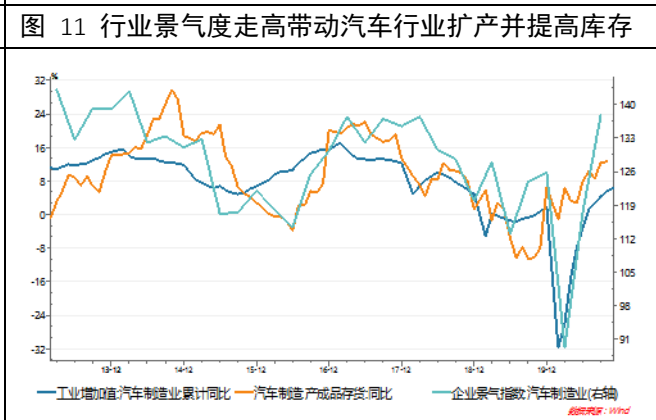
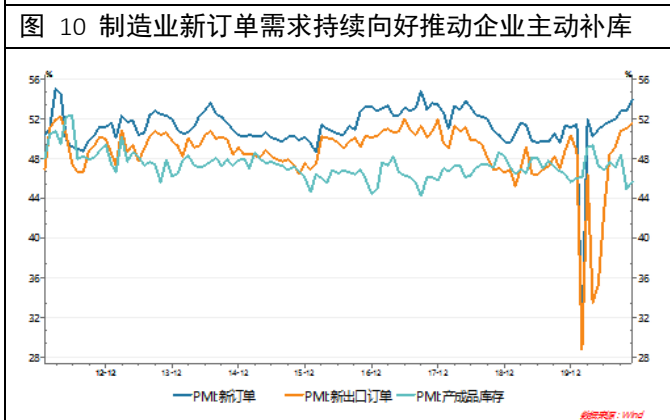
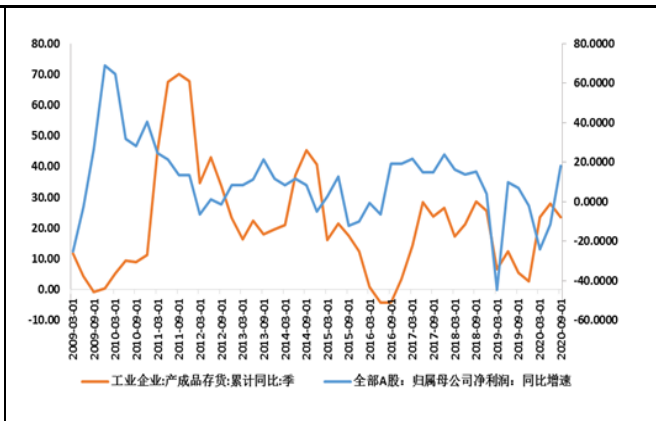
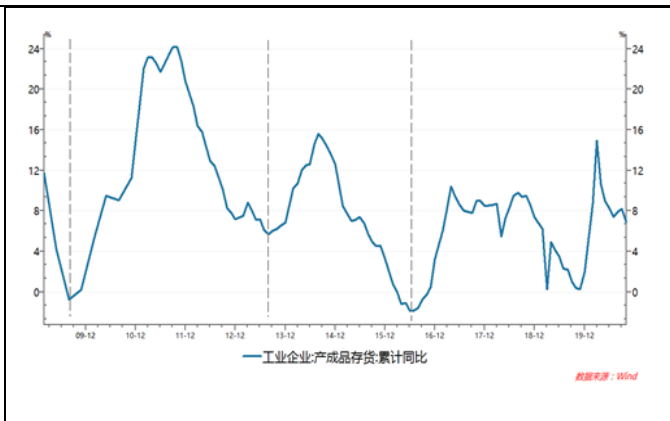
## （二）2021 年大部分行业将进入弱补库阶段

库存周期可以反映企业的盈利周期，是一个相对滞后的指标，但库存周期优势在于是月度数据，相对上市公司净利润季度数据反映更及时，同时库存周期波动更明显也比较稳定，从近几轮的库存周期看，每轮周期平均耗时超过 30 个月。本轮库存周期始于 2016 年 6 月，其中由于疫情的扰动，至今时长已超过 50 个月。今年一季度由于疫情使企业库存被动上升，二季度随着疫情得到控制库存出现去化到第三季度的 8、9 月企业又开始主动补库。尽管当前国内整体库存水平并未降至较低位置，但从 PMI 的高频数据看，国内经济基本面持续修复，海外疫情反弹使供应能力受限拉动我国出口，新订单指数反映内外的需求向好，明年库存仍有回补的空间。

分行业看，行业景气度改善使汽车、家电和消费电子等板块在明年将持续补库。汽车在产销方面随着换车需求的上升而维持高增长，橡胶明年也将有补库需求。除了汽车以外，家用电器亦有销量回升，有色金属在今年年中率先开始主动补库，在全球总的显性库存不断下滑的情况下铜、铝、锌价格持续走高。计算机、电子、通信行业在明年海外需求有望改善，加上 5G 持续的普及和“十四五”开局年对科技等重点领域的提振，为行业带来高景气度，其库存将有稳步增长。对于部分上游行业如黑色金属包括铁矿石、螺纹钢等，2021 年国内非常规刺激政策逐步退出或使专项债额度降低，基建对其需求拉动减小，但由于当前社会库存仍处于下降阶段，在需求错位的情况下后期仍有弱补库的可能。

图 8 当前国内处于本轮库存周期的中等水平

图 9 库存周期与上市企业净利润相关度较高





### （三）汽车消费持续复苏，政策利好的新能源汽车

从历史数据来看，车企应收账款同比增速改善通常意味着汽车销售的回暖，领先库存周期大概一年左右，由于车企的销售方式以向代理经销商赊销为主，经销商渠道中的存货体现为车企的应收账款。但2020年受疫情影响汽车库存先于应收账款而被动增加，随着国内疫情影响消除，海外疫情形势趋缓进出口贸易回稳，宏观经济快速恢复居民消费信心加强，年末车市表现较好。2021年应收账款在低基数情况下维持高速增长但在旺季过后到下半年或率先见顶，后期汽车行业库存周期将逐步回落。政策方面，“十四五”规划中明确了新能源汽车的长期战略定位，通过扩大新能源汽车规模达到控制碳排放的目的。国务院办公厅在11月上旬印发《新能源汽车产业发展规划（2021—2035年）》亦指出要坚持电动化、网联化、智能化发展方向，同时也看到欧美国家都出台了相关政策扶持新能源汽车产业。2021年汽车消费特别是新能源汽车仍将刺激经济的主要手段之一，行业景气度维持高位。

图 16 应收账款或先于汽车库存周期见顶

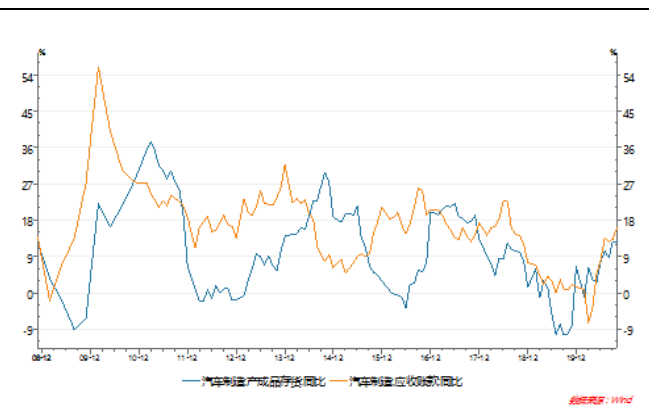
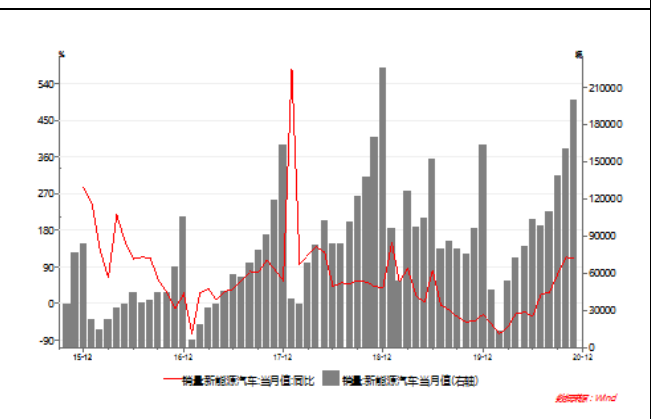


图 17 新能源汽车销量持续增长



### （四）消费电子周期复苏将继续利好科技板块

消费电子指消费者日常生活中需要使用到的电子产品，其中手机是消费电子行业里的核心。手机产业链涉及领域广泛，包括显示屏（触摸屏模组、LCD显示模组）、内存、摄像头（图像传感器、镜头、滤光片）、电池（正负极材料、隔膜、电解液）、主板（基带芯片、射频芯片、处理器等）、PCB、外壳/结构件、指纹识别、无线充电、手机组装，以及耳机、移动电源、保护壳/膜等外部配件和上游的化工、金属材料。2019

年6月6日工信部正式向三大运营商发布5G牌照，标志新一轮消费电子周期的开启。2020年受疫情影响消费电子产品的产量出现下滑，然而国内随着疫情得到控制，加上海外“宅经济”需求继续升温，复工复产步伐迅猛使其产量在年中出现高增。尽管下半年产量受高基数影响而回落，但消费电子相关产品渗透率快速提升，驱动半导体需求增长，整个产业链景气度改善有所体现。

尽管目前手机渗透率已接近饱和，但在消费电子周期复苏中仍将保持较高增长，国际市场研究机构Canalys今日发布全球手机市场2020Q3季度跟踪报告，分别为三星(23%)、华为(14.9%)、苹果(12.4%)、小米(13.5%)、VIVO(9.1%)，行业集中度较去年同期有所提升。国内自主品牌基于供应链的高度确定性、产品竞争力提升和渠道的优化，未来市场份额有望持续提升。随着苹果进入新机周期，叠加5G换机，iPhone12需求持续强劲，上游产业链积极备货，苹果产业链为代表的消费电子景气旺季，产业链向国内转移过程中零部件龙头将迎来量价齐升。展望2021年代表消费电子的科技板块估值将进一步抬升，行业龙头更值得关注。

图 18 消费电子周期的弱复苏将提振基站与手机产量

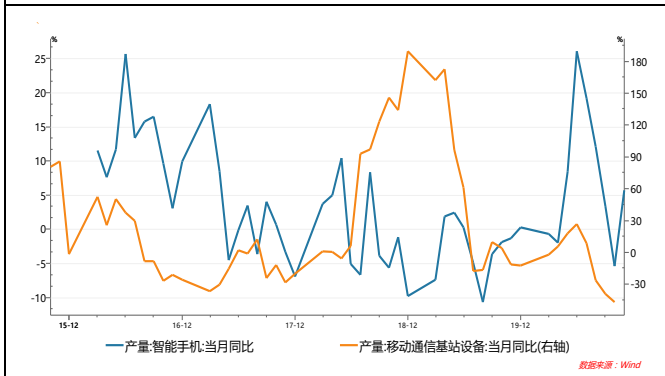
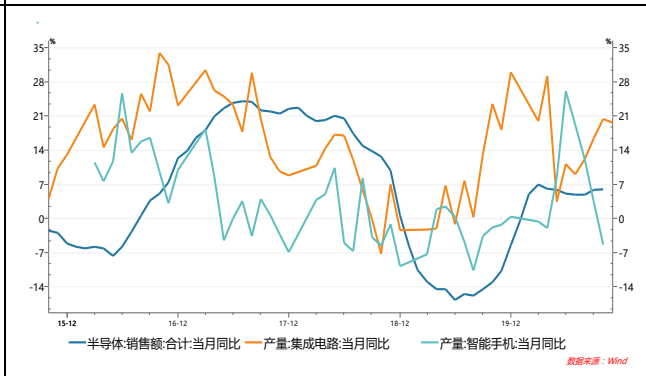


图 19 手机产量回升带动半导体、集成电路产销量保持较快增长



### (五) 关注实际通胀与指标测度偏差，通胀风险有所增加，货币政策稳中调整“不急转弯”

受到猪肉价格持续回落、油价下跌，加上去年高基数的影响，2020年CPI全年呈现下行趋势。11月CPI同比自2009年2月首次转负为下降0.5%。食品价格下跌2%，非食品价格下跌0.1%。食品中，畜肉类价格下降7.3%，影响CPI下降约0.53个百分点，其中猪肉价格降12.5%，影响CPI下降约0.6%，鲜菜、水产品和鲜果价格则有不同比例的上涨。非食品方面，其他用品和服务、医疗保健、教育文化和娱乐

价格分别上涨 2.5%、1.5%和 1.0% ;生活用及服务价格持平 ;交通和通信、居住、衣着价格分别下降 3.9%、0.6%和 0.3%。PPI 方面，2020 年受疫情影响，工业需求受到因全球经济衰退而呈现疲弱现象，工业生产者出厂价格全年均处于负增长，但从下半年开始，PPI 的降幅开始收窄。11 月 PPI 同比下降 1.5%，较 10 月环比上涨 0.5%，反映需求较强。其中，生产资料价格同比下降 1.8%，降幅比上月收窄 0.9 个百分点；生活资料价格同比降 0.8%，前值降 0.5%。生产资料中，采掘工业价格下降 3.6%，前值降 5.1%，原材料工业价格下降 4.2%，前值降 6.0%，加工工业价格下降 0.8%，前值降 1.2%。国内 CPI、PPI 双双落入负区间，这使市场对明年会否发生通缩产生担忧，然而近期包括有色金属、黑色金属和原油等大宗商品价格飙升，以美股为代表的资产价格更是屡创历史新高，中美等国家房地产价格亦水涨船高，实际通胀与各国物价数据普遍呈现通缩的情况有一定背离。行业内对此的声音越发增加，有必要对通胀指标调查样本的权重做出调整，以国内 CPI 为例，食品中特别是猪肉价格的权重较高，今年猪肉价格因高基数而“断崖”式回落，对 CPI 的影响较大，若观察剔除食品和能源的核心通胀，数据在今年基本上维持平稳增长的态势。若明年随着全球经济逐步复苏，统计上对样本权重进行调整将资产价格纳入通胀考虑，预计在二季度开始，国内 CPI 和 PPI 大概率重回正增长区间。

对于明年可能出现的通胀风险，央行需要更多方面的衡量。2020 年 1-4 月期间，为应对突如其来的新冠疫情冲击，中央决策层果断采取“宽货币、宽信用”的政策来应对市场的巨大波动，这使原本处于平稳增长的 M2 和社融均反弹至 10%上方，宏观杠杆率亦快速攀升，利率水平降至历史低位。5 月以来，随着国内基本面企稳反弹加上监管原因，央行逐步收紧流动性但在信用环境维持宽松以支持实体企业，M2 同比有所回落，社融增速则在 11 月见顶回落。市场对于货币政策转向的担忧持续，直到 12 月中央召开的经济工作会议提出政策“不急转弯”，表明 2021 年宏观政策退出会偏缓，未来流动性仍将保持充裕。然而这或表明中央谨慎态度，若明年通胀出现较快上行，GDP 不及预期使宏观杠杆率上升过快，不排除决策层在二季度后经过观察期而开始调整货币政策。

图 20 国内 CPI 随猪肉价格大幅回落而落入负增长

图 21 生产资料价格带动 PPI 降幅收窄

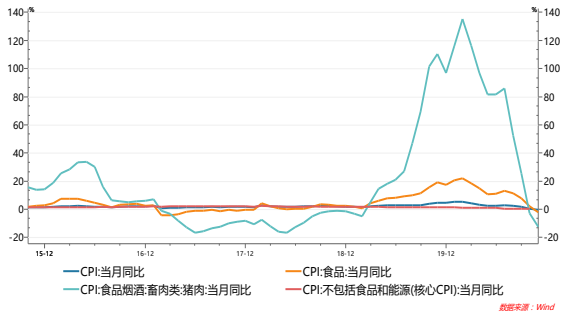


图 22 需求改善工业品价格上涨或明年带动 PPI 转正

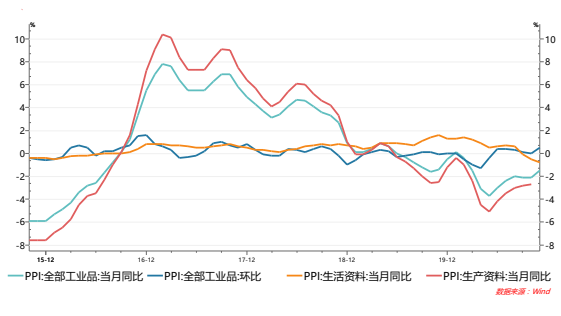


图 23 M2 与社融或在 2021 年稳步回落

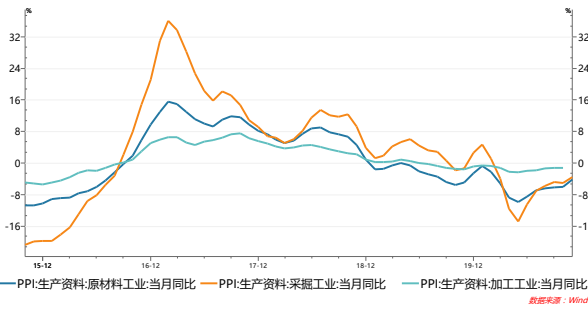
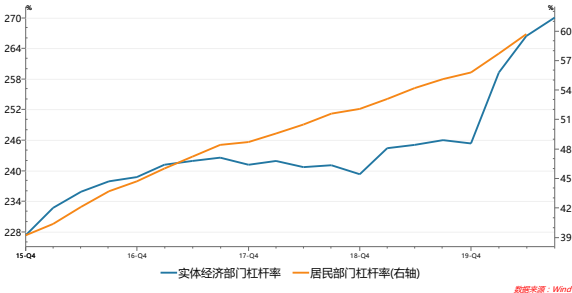
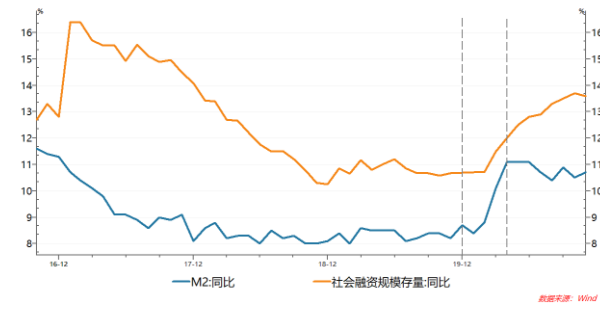


图 24 宏观杠杆率高企或使监管收紧信用



**(六) 财政与货币政策有望延续，美国经济复苏较为乐观，盈利修复提振美股，美元持续下行**

面对第二波疫情冲击，美国确诊新冠人数不断创出历史新高，根据美国约翰斯·霍普金斯大学截至 12 月 21 日，美国新冠感染人数达到 17959886 人，死亡人数逼近 32 万，达到 318782 人。从当前美国经济数据看，整体经济维持良好的恢复态势。美国供应管理协会（ISM）发布数据显示，美国 11 月 ISM 制造业采购经理人指数为 57.5，前值为 59.3。分项指标中，新订单指数为 65.1，生产指数 60.8，就业指数为 48.4，物价指数为 65.4。美国 12 月 Markit 制造业 PMI 初值 56.5，前值 56.7，可以看到尽管有小幅下行但制造业保持韧性。就业方面，美国 11 月季调后非农就业人口新增 24.5 万人，前值增加 63.8 万人。失业率 6.7%，前值为 6.9%。美国 11 月平均每小时工资同比升 4.4%，前值升 4.5%，劳动力参与率 61.5%，

前值 61.7%，可以看到疫情冲击对就业市场影响并不十分显著。2021 年随着疫苗进入大规模生产、流通、接种流程，到未来基本完成多数人群的疫苗覆盖，若疫苗的效果得到显现，美国经济修复节奏将更加快，预计呈现前低后高的“V 型”走势。

民主党拜登上台后政策风向将出现转变，首要行动就是控制疫情带领美国回归正轨。在经济政策方面，拜登希望采取大规模的财政刺激，同时通过全面加税对冲部分财政压力，但若其两党在参众两院形成互相把持的局面，拜登这些主张的推进可能受阻。尽管明年美国通胀率会上升，但在美联储新的货币政策框架之下，宽松的货币环境大概率将得以维持。对于疫苗对促进经济的修复，联储主席鲍威尔态度相对谨慎，认为一季度数据将反应新冠肺炎病例激增所造成的影响。在财政与货币政策有望延续的情况下，尽管美股估值达到历史高位，但考虑利率处于低位，考虑到明年企业盈利在经济回升中得到修复，估值并不极端。盈利驱动下美股或仍有上涨空间，纳斯达克指数中的价值股更具结构性机会。

拜登在贸易政策上反对施加惩罚性关税和逆全球化，主张以多边合作代替单边制裁，因此 2021 年中美贸易摩擦可能在短期有所缓解有利于中美贸易顺差继续扩大，叠加英国有序脱欧对英镑和欧元的提振，美元指数中长期下行的趋势不改。

图 25 美国疫情仍较严峻但新增确诊人数开始回落

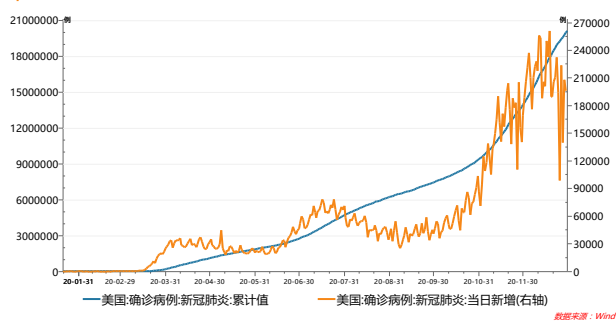


图 26 疫情冲击下美国制造业保持韧性

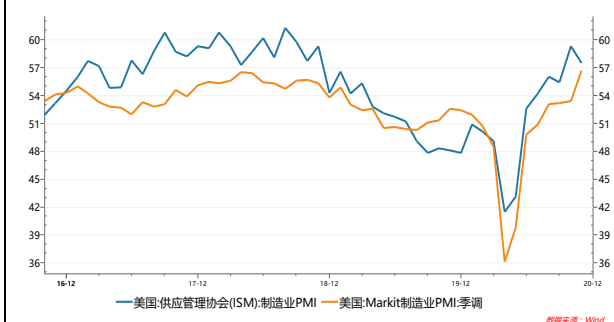


图 27 美国就业市场改善幅度减少

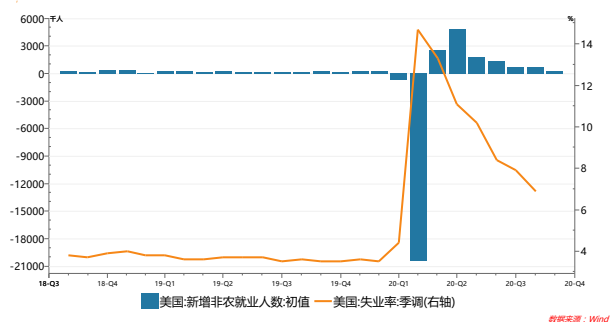


图 28 劳动力参与率和薪资增速反映就业市场向好

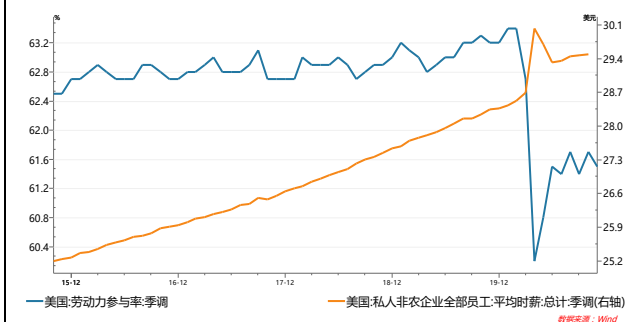
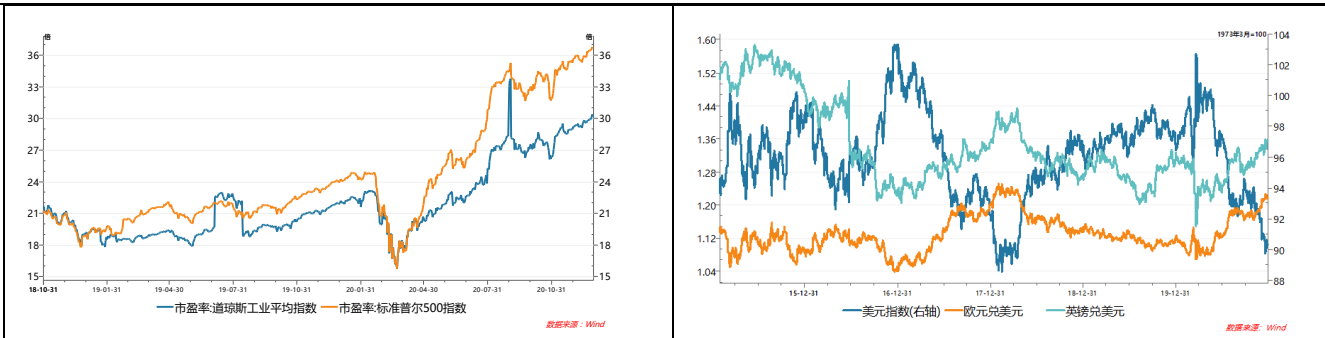


图 29 标普和道指市盈率屡创历史新高

图 30 内外因素影响下美元指数或将持续走低



## (七) 英国有序脱欧利于双方工业贸易和消费回暖

今年欧洲冬季疫情的爆发和英国无协议脱欧无疑使得欧洲经济复苏前景堪忧。截至 12 月中欧洲累计新冠肺炎确诊病例超过 2000 万，目前已累计超过 50 万人死亡，欧洲多国均加强了封锁，对经济带来的损害不断显现。尽管数据显示法国、意大利、西班牙等欧洲主要经济体第三季度 GDP 超预期大幅回升，超市场预期，但市场对欧元区第四季度经济前景悲观，通缩风险来袭。欧洲央行或将 2020 年全年通胀预期从 0.3% 降至 0.2%，把 2021 年预期从 1% 降至 0.9%。11 月欧元区制造业 PMI 指数小幅下降 1.8% 至 53.8，表明生产活动具有韧性，但同期服务业 PMI 指数则降至 46.2，英法德等主要国家指数都在 50 荣枯线以下，体现了疫情对消费服务业的影响。

若说疫情和英国脱欧只是影响欧洲经济增长的外生冲击，其内生问题则包括：一是在疫情之前欧洲经济周期已经出现见顶下滑趋势；二是当地经济复苏过于依赖宽松的负利率政策；三是欧元区国家政府债务高企且内部分化严重，制约财政空间；四是企业资产负债表出现恶化。年末随着欧洲央行宣布了一系列宽松政策，欧盟 27 个成员国领导人也就欧盟长期预算方案达成一致，统一的财政政策有利于欧洲经济复苏。除疫情外，英国“脱欧”也是影响欧元区经济的不确定性因素之一。外界预期英国无法按照预定日期在今年年底“脱欧”，欧盟和英国或将“脱欧”协议拖延至明年一季度末，因英国经济对外依存度比较高，欧盟可能会利用无协议“脱欧”刺痛英国经济以换取有利的谈判条件，继而和英国签订“脱欧”协议。经历 2020 年的巨大冲击后，疫苗陆续的生效有望使欧洲地区经济逐渐摆脱疫情影响，但考虑到英国“脱欧”或延期以及欧盟内部的固有问题，2021 年欧元区经济可能仍无法完全复苏，预计到 2022 年中期才能恢复至疫情前水平。欧洲的二次“封锁”对商品消费影响相对工业生产更小，短期将使供需缺口进一步扩大，

从而利好我国的出口贸易，10月以后中国对欧美地区的出口金额同比增长已经转正，未来有进一步加速的趋势，当中预期消费电子、家电和家具等耐用消费品将更加亮眼。

图 31 2021 年欧洲经济仍面临衰退和通缩风险

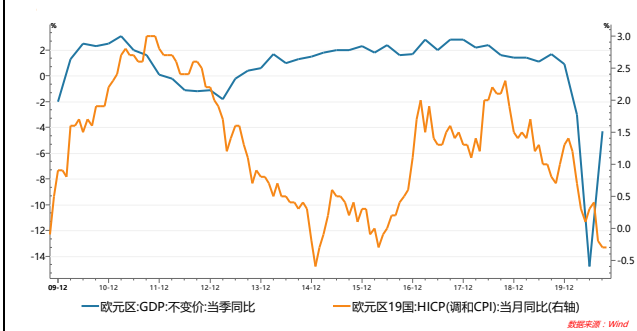


图 32 欧洲主要国家制造业 PMI 保持扩张但拐点已现

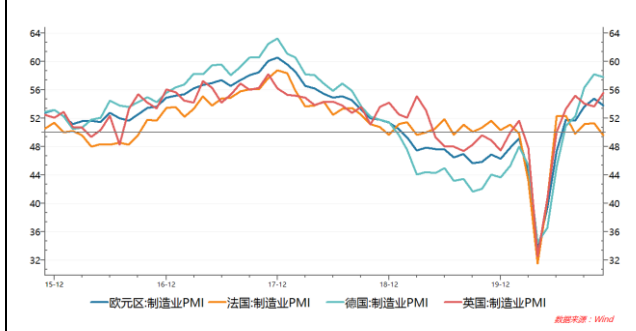


图 33 疫情冲击对欧洲消费服务业带来较大打击

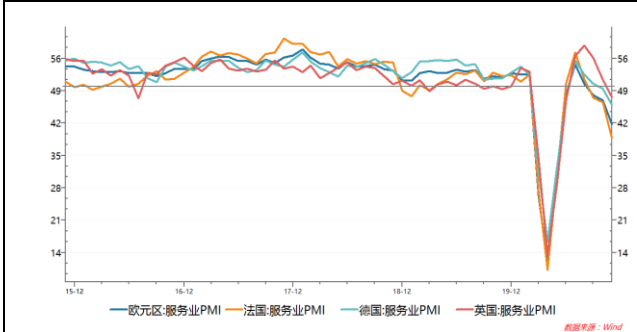
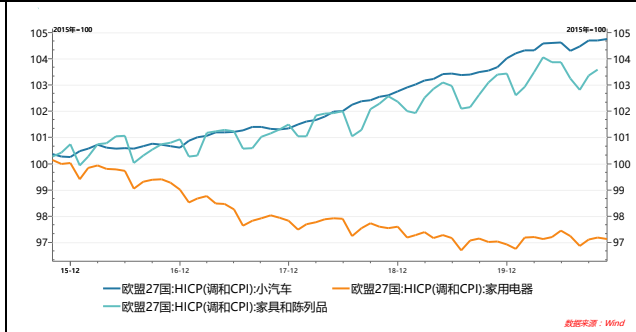


图 34 欧洲经济复苏利于耐用消费品消费持续回暖



## 二、2020 年股指投资策略——春回大地，慢牛可期

受全球疫情影响，2020 年股市经历了几个阶段，年初恐慌导致指数节后指数一次性大幅跳跌后，市场在高层与央行大放水呵护下快速的企稳反弹，又在一季度末因新冠疫情开始全球扩散引发欧美股票指数下跌，拖累 A 股重启下跌。随后全球央行实施无限宽松缓解市场流动性危机，欧美指数跌幅收敛转为震荡，A 股也在科技自主、必须消费等火爆概念下带动指数向上突破震荡高点。到 7 月后，A 股指数的表现则相对全球股市表现逊色，在月初冲高以后核心指数基本是高位震荡。9 月开始全球宏观经济衰退预期压制以金融银行为主的宏观周期股表现，加上经济崩溃下杠杆失衡与坏账风险，大盘指数回落至震荡区间下沿。此后因央行提供流动性呵护、美国大选等风险落地，国内股市随着周期板块改善仍处有指数高位震荡、内部板块分歧的情况。

展望 2021 年，在疫苗的普及下，欧美的复苏很可能在 2021 年春夏开始显著加强，前期被推迟和压抑的生产和消费需求可望出现报复性释放，就业有所恢复，进一步推动经济在 2021 年下半年出现较高的增长。在全球复苏共振的主题下，预计 2021 年 A 股公司整体盈利增速有望回到 10%以上，整体上维持慢牛行情。结构上，随着经济的复苏，顺周期行业的基本面将更为强劲，故沪深 300 增速有望好于创业板。节奏上，春季行情在流动性及基本面改善下可以期待，上半年金融周期及可选消费行业盈利预期逐季改善，下半年的盈利趋势则需要观察全球货币政策和财政政策变化。成长板块方面，新能源车、消费电子、光伏、军工等行业大概率保持较高景气状态。

总体上，2021 年流动性对市场的影响将逐步走弱，基本面的重要性进一步提升；预计一季度处于典型的复苏中期，盈利改善、政策相对友好，仍然是较好的做多时间窗口。截至 2020 年 11 月底，顺周期行业估值约在历史的 30%分位左右，仍有进一步提升空间。二季度以后需要关注政策的风向，业绩确定性较高的行业或有持续超额收益。行业上，相对看好金融、有色、化工、汽车、家电、新能源车、消费电子、光伏、军工等。因此，对于以上板块成分占比更高的沪深 300 指数预期表现会更好，但由于三大指数前期



估值已经有显著回升，因此整体持续上行空间受限。下半年在全球经济恢复到潜在增速前，政策预计将维持宽松，但不排除 2021 年二季度以后的通胀趋势可能会对政策造成重大影响，需要关注全球政策收紧的风险。

股指期货方面，下半年库存周期或进入回升阶段，库存周期对市场风格的影响主要通过业绩增速差来体现，库存周期启动对应了企业盈利周期的启动，随着盈利改善市场风格偏向周期，全年 IF 表现将优于 IH 和 IC。

图 35 2020 年 A 股经历几个阶段的波动后目前处于高位震荡



图 36 电子消费周期对绩优成长股仍有支撑

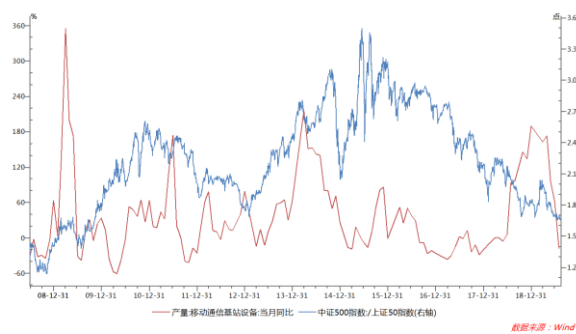


图 37 顺周期板块业绩将持续改善

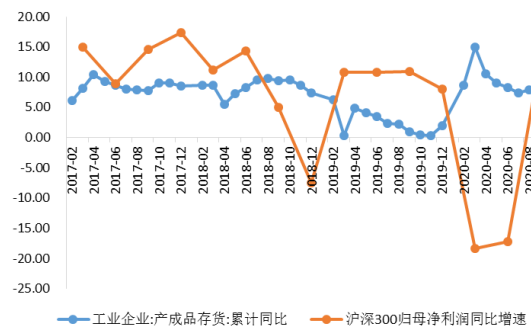


图 38 2021 年流动性推动 A 股上涨的重要动力将减弱

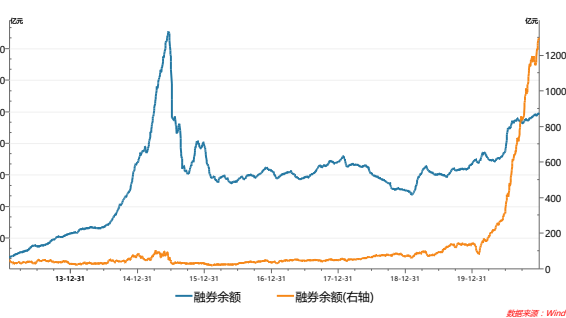


图 39 2020 年股指的整体估值有显著上升

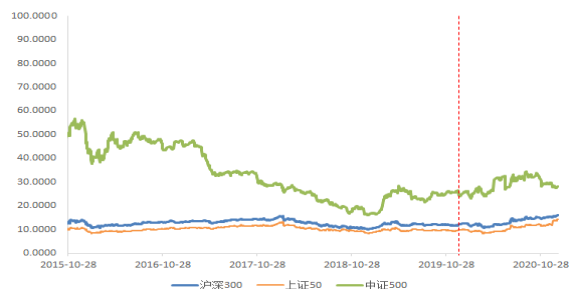
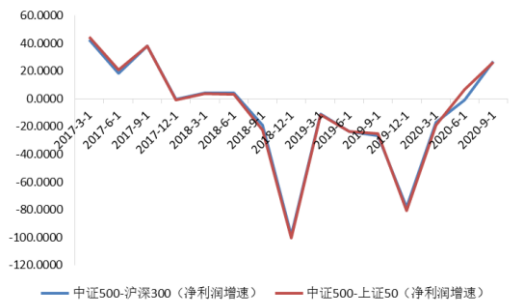


图 40 业绩增速差决定市场风格



## 研究所

公司研究所具有一批资深优秀的产业服务、策略实战经验的分析师，具有齐全的期货投询、金属能化农林产业研究、宏观研究、衍生品及专一品种等一体化研究职能。

研究致力于为客户提供中国资本市场前瞻性、可操作性的投资方案及各类型市场的研究报告，通过对市场进行深度挖掘，提示投资机会和市场风险，完成对资本市场现象、规律的研究探索，为辖区乃至全国的实体经营和机构运作保驾护航。

研究范围涉及目前所有商品期货以及金融衍生品；我们推崇产业链的研究；我们看重数量分析法；我们提倡研究的独立性，鼓励分析师在纷繁复杂的环境下保持清醒，保持市场观点的一致顺延。

我们将积极依托股东单位一越秀金控在宏观经济、产业领域的高端研究资源优势，以“宏观、产业和行情策略分析”为主要核心，大力推进研究市场化和标准化运作，逐步完善研究产品体系，打造具有特色品牌影响力的现代产业与金融行业的资深研究所。

核心理念：**研究创造价值，深入带来远见**

## 联系方式



金融研究

020-22139858



农产品研究

020-22139813



金属研究

020-22139817



能源化工

020-22139824

地址：广州市南沙区海滨路 171 号南沙金融大厦第 8 层自编 803A 邮编：510000

### 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。我们已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操作依据，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。