

2021

# 期货市场年度投资报告

INVESTMENT REPORT OF FUTURES MARKET 2021

---

2021 年股指期货年报

知止不殆

## 品种年报——股指期货（IF&amp;IH&amp;IC）

## 知止不殆

## 陈畅

金融衍生品分析师  
投资咨询证号：Z0013351  
邮箱 [2542141169@qq.com](mailto:2542141169@qq.com)

部门：期权部

电话：(022) 58298788  
网址：www.ydqh.com.cn  
地址：天津市和平区解放北路  
188 号信达广场 16 层  
邮编：300042

## 内容摘要

回顾 2020 年，新冠疫情的爆发一度使得全球经济和资本市场遭受巨大的冲击。为缓解疫情影响，各国纷纷推出相应的刺激政策，反而给股票市场带来了机遇。展望 2021 年，随着后疫情时代的来临，市场有哪些潜在的机遇，又可能面临哪些挑战？详见报告分解。

## 核心观点

- 随着疫情逐步得到有效控制，全球将进入后疫情时代。明年上半年很可能出现全球经济复苏与中国经济上行共振的局面。在全球贸易共振与补库存周期的影响下，企业盈利（尤其是周期板块）将会得到显著改善。
- 当前国内的货币政策正从应对疫情冲击的偏宽松状态向后疫情时代的稳健中性取向回归，然而欧美方面暂时并没有退出宽松政策的意愿，在此背景下人民币汇率升值预期较为明确。
- 考虑到明年上半年国内经济延续复苏、货币政策维持稳健以及人民币汇率升值的背景，虽然国内信用收缩使得高估值个股面临收紧压力，然而出口向好拉动企业盈利回升对市场形成支撑。在两者相互对冲的作用下，明年市场依然是结构性行情，顺周期蓝筹股有望受益，高估值成长板块则会受到抑制，但大指数能否走出类似 2017 年甚至更强的行情有待观察和验证。
- 明年最主要的风险都来自于对利率、汇率、盈利一致性预期的意外挑战。

# 目录

1. 温故 2020：不经历风雨，怎能见彩虹 .....	3
1.1 市场趋势：从波澜壮阔到迂回前行 .....	3
1.2 市场结构：从成长占优到周期发力 .....	4
2. 知新 2021：无可奈何花落去，似曾相识燕归来 .....	5
2.1 企业盈利：复苏，再平衡 .....	6
2.2 流动性：稳健，防风险 .....	7
2.3 风险偏好：谨慎，迎挑战 .....	9
3. 思辨风格：基本面角度依然是结构化行情 .....	13
3.1 盈利改善提高大指数配置性价比 .....	13
3.2 流动性趋紧抑制小指数估值抬升 .....	13
4. 核心观点及风险提示 .....	14
4.1 核心观点：前事不忘，后事之师 .....	14
4.2 风险提示：警惕一致性预期的意外挑战 .....	15
4.3 操作建议：重在把握结构性机会 .....	16
<b>免责声明</b> .....	<b>17</b>

## 1. 温故 2020：不经历风雨，怎能见彩虹

回顾 2020，新冠疫情的爆发给世界经济带来了巨大的影响，各国纷纷推出相应的刺激政策来应对疫情给经济带来的冲击。就 A 股而言，2020 年的市场节奏和市场风格很大程度上取决于国内政策面宽松的力度和盈利改善的幅度。下面，我们从企业盈利增速、流动性和风险偏好三者所组成的传统分析框架出发，对 2020 年的市场趋势和市场结构进行简要回顾。

### 1.1 市场趋势：从波澜壮阔到迂回前行

整体来看，2020 年前七个月在国内外宽松流动性环境的推动下，市场出现了较为明显的贝塔性机会。而后随着国内经济的持续复苏和货币信用的双双收紧，下半年市场整体性、趋势性的机会减少，更多体现为板块间的结构性机会。

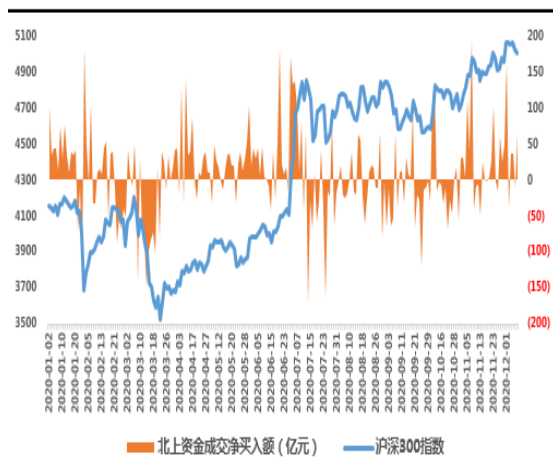
具体而言，2020 年上半年曾出现三次较为明显的贝塔性机会，分别是：2019 年 12 月至 2020 年 1 月、2020 年 2 月以及 2020 年 6 月至 7 月。从这三次机会来看，无论是提早到去年十二月的春季躁动，还是二月国内疫情冲击后的绝地反击，或是六月末至七月初市场的轧空上涨，很大程度上都得益于以北上资金和新发基金为代表的增量资金驱动，但导致增量资金进入 A 股的因素却有所差别。一季度在宏观流动性宽松（一月倾向于货币供给发力、二月则是融资需求不足推动）的背景下，利率水平不断走低促使金融资产估值提升，由此导致股票市场和债券市场双双上涨。然而二季度期间，虽然 A 股市场接连攀升，但债券市场却持续走弱，因此市场强势的原因并非源于宏观流动性的宽松（即利率水平的走低），而是由于信用利差收窄引发的市场风险偏好提升以及美联储宽松政策背景下美元流向以中国为代表的新兴市场。然而自七月中旬开始，上述两个因素开始发生改变：首先，内资方面，自 7 月 30 日政治局会议和央行二季度货币政策执行报告起，宏观流动性出现边际收紧的预期。利率的回升和流动性的收紧往往存在累计效应，初期会让市场强化对于经济复苏的确认和信心，后期则会使泡沫化的行情破灭。而 10 月 21 日央行行长讲话再提“把好货币供给总闸门”（之前提到货币政策总闸门分别是在 2018 年 3 月和 2019 年 4 月）和 11 月 10 日永煤超短期融资券违约，进一步强化了投资者对货币信用双双收紧的预期。加上今年机构重仓股收益显著，在积累较高收益后本身就有锁定收益的倾向。其次，外资方面，尽管人民币汇率不断升值，然而出于对美国第二轮财政刺激计划陷入僵局、美国大选前政策不确定性以及欧洲二轮疫情与美国三轮疫情叠加等因素的担忧，北上资金流入 A 股的持续性不强、甚至多次出现大幅流出。在此背景下，市场整体性估值修复的动力不足，更多体现为结构性行情。

## 1.2 市场结构：从成长占优到周期发力

从全年的市场结构来看，2020 年的 A 股市场经历了从赚流动性到赚盈利增长的转变。上半年受益于宽松的货币信用环境，科技、消费、医药等板块相对占优，中小指数明显跑赢大指数。下半年随着国内经济的不断改善，政策由“宽货币、宽信用”逐渐转向“稳货币、稳信用”。在经济基本面持续改善、货币政策回归中性的背景下，支撑成长股估值修复的宏观因素发生改变，顺周期板块性价比提升。

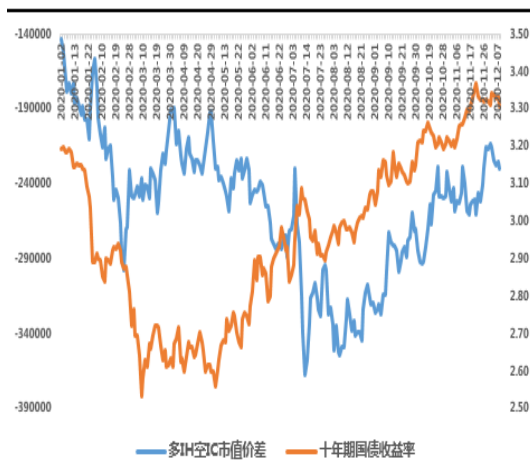
具体而言，自 2019 年 7 月起，以半导体为代表的科技板块在经济结构转型的推动下，景气度出现回升，成为 2019 年末至 2020 年春季攻势的市场主线。一月末疫情爆发后，与金融、消费、地产、周期等行业相比，科技板块所受的冲击相对较小，并且与经济周期相关性较弱。在产业周期向上、流动性宽松以及再融资新规提振风险偏好等多重利好作用下，以科技为代表的成长板块表现突出，使得上半年 IH/IC 市值价差出现明显回落。然而八月以来，随着经济数据的持续改善，宏观流动性边际趋紧的状况愈发明显，这使得利率下行带来的资产荒逻辑逐渐被打破，成长股估值继续修复的动力不足，而周期类公司的利润受益于经济复苏存在上修空间。加上当时板块间估值分化较大，强周期属性的金融地产板块估值较低，而医药、消费、科技等板块的部分个股估值过高，导致增量资金很难从这些板块中获得投资价值，更多的是一种博弈价值。在此背景下，顺周期板块脱颖而出，带动下半年 IH/IC 市值价差不断回升。

图 1.1：沪深 300 走势及北上资金成交净买入



资料来源：wind，一德期货

图 1.2：IH/IC 市值价差与十年期国债收益率



资料来源：wind，一德期货

## 2. 知新 2021：无可奈何花落去，似曾相识燕归来

回顾 2020 年，新冠疫情的爆发一度使得全球经济和资本市场遭受巨大的冲击。为缓解疫情影响，各国纷纷推出相应的刺激政策，反而给股票市场带来了机遇。展望 2021 年，随着后疫情时代的来临，市场有哪些潜在的机遇，又可能面临哪些挑战？下面我们将结合 DDM 模型，从企业盈利、流动性和风险偏好三个维度出发，谈谈我们对 2021 年 A 股市场的一点看法（市场风格的讨论将展示在年报第三部分）。

DDM 模型显示，股票市场的估值主要取决于三个核心变量：分子端的企业盈利、分母端的流动性和市场风险偏好，只不过在不同阶段三个变量对市场的影响权重不同。首先企业盈利方面，随着疫情逐步得到有效控制，全球将进入后疫情时代。从国内角度来看，市场对本轮经济复苏持续到明年上半年已成一致性预期。受低基数效应影响，明年一季度经济基本面继续改善具有很强的确定性，因此明年上半年很可能出现全球经济复苏与中国经济上行共振的局面。在全球贸易共振与补库存周期的影响下，企业盈利（尤其是周期板块）将会得到显著改善。其次流动性方面，当前国内的货币政策正从应对疫情冲击的偏宽松状态向后疫情时代的稳健中性取向回归，然而欧美方面暂时并没有退出宽松政策的意愿。在此背景下，明年上半年很难出现类似 2019 年初和 2020 年初的流动性红利，但人民币汇率升值预期较为明确。历史行情显示在货币政策稳健和人民币汇率升值的背景下，价值股尤其是金融股表现都比较亮眼（类似 2017 年）。而明年下半年则存在两种可能性：一是欧美经济全面复苏之后，可能会出现通胀和利率上升较快的现象。一旦宽松政策逐步退出、流动性出现收紧预期，风险资产面临杀估值的风险。二是如果经济复苏效果不尽如人意，那么欧美很可能会再次启动宽松政策（类似 2010 年 QE2），届时风险资产有可能再度进入估值扩张区间。最后风险偏好方面，当前市场对于明年上半年国内经济复苏、货币政策维持稳健和人民币汇率升值的预期较为强烈，因此市场大概率延续震荡上涨的态势，同时外资配置 A 股的动力较为充足，除非上述一致性预期被意外打破。相对而言，下半年市场的不确定性较高。如果最终情景一假设成立，则需警惕外资流出、股票市场杀估值的风险；如果最终情景二假设成立，则在欧美宽松政策背景下外资有望继续流向以中国为代表的新兴市场（类似 2020 年二季度），届时股票市场有可能再度进入估值扩张区间。

综上所述，站在当前时点来看，我们对于 2021 年上半年（尤其是一季度）的 A 股市场持谨慎乐观的态度。在此期间，影响市场节奏和风格的核心点在于流动性收紧的力度和盈利复苏的幅度。虽然国内信用收缩使得高估值个股面临收紧压力，然而出口向好拉动企业盈利

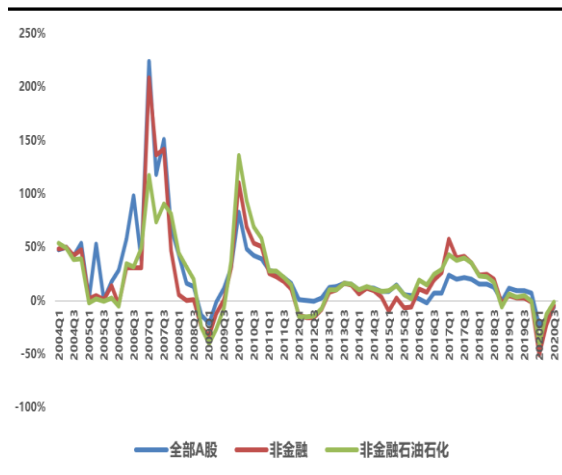
回升对市场形成支撑。在两者相互对冲的作用下，指数有望延续震荡上涨行情，除非上述一致性预期发生改变。市场结构也将出现分化，顺周期蓝筹股有望受益，高估值成长板块则会受到抑制，但大指数能否走出类似 2017 年甚至更强的行情有待观察和验证。相对于上半年预期的一致，下半年市场的不确定性较高，全年主要的风险还是来自于对利率、汇率、盈利一致性预期的意外挑战。

## 2.1 企业盈利：复苏，再平衡

从上市公司归属母公司股东净利润累计同比情况来看，自 2017 年一季度达到阶段性高点后，A 股企业盈利随即进入缓慢回落的下降过程。从近三年情况来看，2018 年上市公司在经济下行、紧信用和大量资产减值的冲击下，整体盈利增速下降至较低的水平。2019 年初在低基数和货币信用双宽松的环境，A 股盈利出现小幅反弹，但随后再次出现回落。2020 年受疫情冲击，一季度企业盈利增速明显下滑，二季度以来随着国内疫情得到有效控制，加上一系列稳增长政策的落地起效，上市公司业绩在一季度深度回调的基础上明显复苏。统计数据显示，2020 年前三季度全部 A 股归属母公司股东净利润累计同比增速为-5.88%，其中非金融上市公司净利润累计同比增速为-4.33%，剔除金融石油石化后净利润累计同比增速为-1.44%。就 2020 年四季度来说，十月底前地方政府专项债加速发行使得基建投资保持高速增长，同时在国内疫情维持稳定的条件下，餐饮、服务行业的修复仍将延续，因此预计四季度 A 股盈利将持续改善，2020 年全年企业盈利大概率呈现底部回升态势（注：2020 年 A 股上市公司年报将于 2021 年 4 月正式披露）。

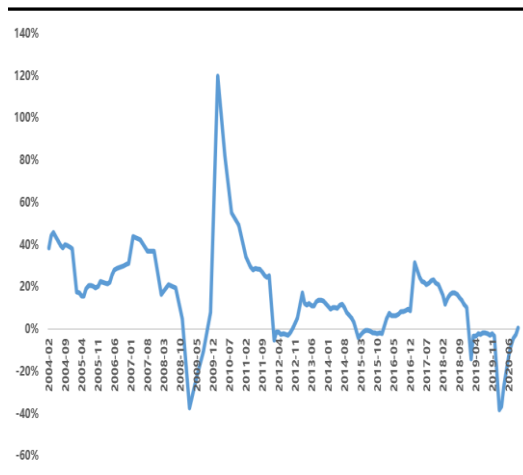
就 2021 年来说，随着疫情逐步得到有效控制，全球将进入后疫情时代。从国内角度来看，市场对本轮经济复苏持续到明年上半年已成一致性预期。下半年随着经济复苏斜率的逐渐减缓，上市公司盈利将维持震荡或出现小幅回落。具体而言，美国目前产能短缺，但由于疫情对供给的冲击大于需求，明年上半年大概率仍会面临供不应求的局面，必须增加进口，而美国的进口又与中国的出口高度相关。在外围需求拉动的作用下，2021 年中国出口有望继续保持较高增速，明年上半年很可能出现全球经济复苏与中国经济上行共振的局面。再加上 2020 年初的低基数效应，本轮经济复苏大概率持续到明年上半年，其中投资者对于一季度经济基本面继续改善的预期尤为强烈。在全球贸易共振与补库存周期的影响下，工业品价格存在较强的上行动力，在此背景下预计企业盈利（尤其是周期板块）将会得到显著改善。

图2.1：上市公司归母净利润累计同比（%）



资料来源：wind，一德期货

图2.2：工业企业利润增速累计同比（%）



资料来源：wind，一德期货

## 2.2 流动性：稳健，防风险

站在当前时点来看，明年国内外政策取向存在一定差别。从国外的角度来看，海外疫情给经济造成的负面影响仍在持续，因此欧美并没有退出宽松政策的意愿。12月10日欧盟首脑批准了由共同债务支持的2.2万亿美元刺激计划，同日欧洲央行宣布将1.35万亿欧元的紧急债券购买计划进一步增加至1.85亿欧元。而美国方面，进入十二月后第三轮疫情出现恶化，疫情的持续升级意味着新一轮财政刺激方案的推出是非常有必要的。12月1日，民主党和共和党议员提出一份9080亿美元的刺激计划。12月2日，美国众议院议长佩洛西与参议院民主党领袖舒默呼吁立即磋商经济刺激方案，并敦促参议院多数党领袖康奈尔将9080亿美元的两党提案作为谈判基础。美联储主席鲍威尔12月2日再度重申，敦促国会批准更多刺激性支出。

就国内而言，央行三季度货币政策执行报告指出，未来经济的不确定性主要有：1、全球疫情持续时间可能超预期，疫苗有效性尚待观察；2、公共部门和实体部门债务攀升，财政可持续性面临严峻挑战；3、金融市场表现与经济基本面脱节，金融风险隐患上升。与二季度关注全球经济衰退风险相比，央行在三季度报告中重点强调了全球资本市场估值泡沫化、非银机构的流动性错配与财政可持续的风险。前两者是极度宽松货币政策的副作用，隐含的政策涵义是货币流动性环境不宜过松；后者是宽财政的副作用，隐含的政策涵义是政府债务不能过度膨胀。也就是说，在当前国内经济快速修复的背景下，逆周期政策发力托底的必要性已有所下降，政策天平将逐渐向“防风险”倾斜，后续宏观政策料将逐渐回归常态化。由此可见，未来的财政政策将由积极趋向于稳定，货币政策也会从应对疫情冲

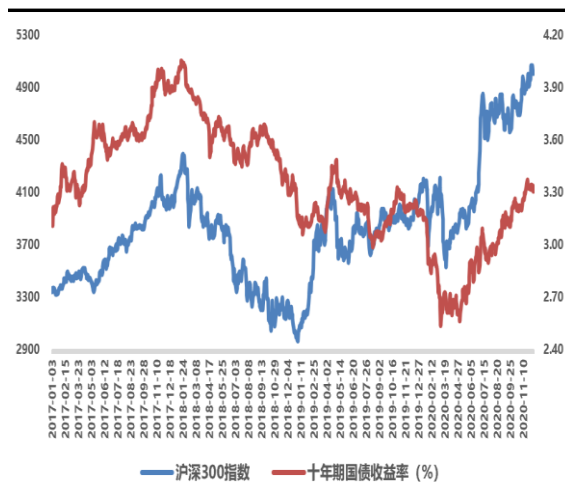


击的偏宽松状态向后疫情时代的稳健中性取向回归，“稳货币”“稳信用”将成为明年的政策基调。

在国内外政策取向存在差异性的背景下，目前市场普遍预期：第一，虽然明年上半年整体的利率和信用环境还是会以稳为主，但是出现类似 2019 年初和 2020 年初流动性红利的概率较低。因此成长股的高估值必然受到折价，而顺周期公司则相对受益。第二，由于中美两国的货币政策大概率会处在不同的路径上，加上央行表示现阶段不会进行外汇市场常态化干预，人民币汇率升值预期较为明确。历史行情显示在人民币汇率升值期间，价值股尤其是金融股表现比较亮眼。这样的一致性预期很容易让人联想起 2017 年下半年至 2018 年初的市场状况，彼时在供给侧改革推动下，经济开始结构性复苏、流动性边际收紧、人民币汇率升值，并且龙头股的估值基本上超过市场的平均水平，即出现“高利率、高汇率、高估值”的“三高”现象。随后 2018 年期间 A 股市场出现剧烈调整，同时人民币汇率快速贬值、利率水平大幅回落，结束了“三高”并存的局面。那么，2021 年的 A 股市场会不会重蹈覆辙？目前来看，我们认为概率不是很大。首先，在国内经济保持稳定、出口高增速可期的推动下，明年上半年企业盈利的扩张具有较大的确定性。虽然当前 A 股存在一定的结构性高估，但盈利的回升能够抵补一部分高估值。其次，虽然明年的信用环境会相对收缩，宏观杠杆率增幅会比较低，但由于本轮信用扩张主要是由企业和政府部门贡献的，居民的杠杆率较为平稳，加上地产销售量并没有出现明显上行，故而今年政策面的宽松没有产生地产的溢出效应。从这个角度来看，明年国内的内生通胀压力较小，政策没有过度收紧的必要，重演 2017 年至 2018 年去杠杆导致政策大幅收紧的概率较低。

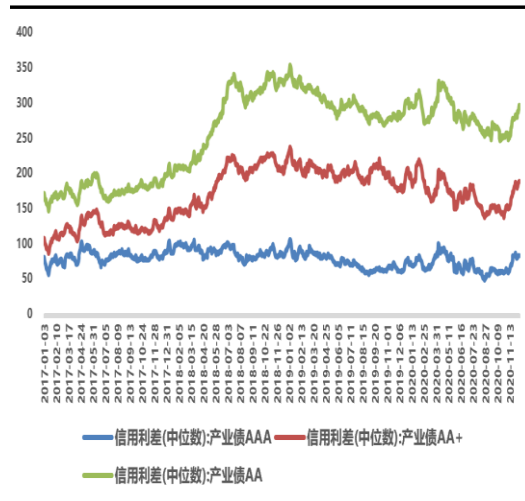
目前来看，市场对于明年上半年的预期相对一致，而谈到明年下半年则存在一定分歧。具体而言，明年下半年有两种可能性：一是欧美经济全面复苏之后，可能会出现通胀和利率上升较快的现象，不排除美国核心 CPI 超过 2.5% 的可能性。统计数据显示，当美国核心 CPI 增速高于 2.5% 时，美联储往往会加大货币紧缩力度，以阻止通胀的进一步上行。一旦宽松政策逐步退出、流动性出现收紧预期，风险资产面临杀估值的风险。二是假如经济复苏效果不尽如人意，尽管低利率甚至负利率造成的长期后果很可能偏向负面，然而欧美大概率还是会再次启动宽松政策（类似 2010 年 QE2），届时风险资产有可能再度进入估值扩张区间。就当下而言，情景一发生的概率相对较大，但不管最终市场呈现的是哪种假设，都需要警惕对利率、汇率、盈利一致性预期的意外挑战。

图 2.3：沪深 300 与十年期国债收益率



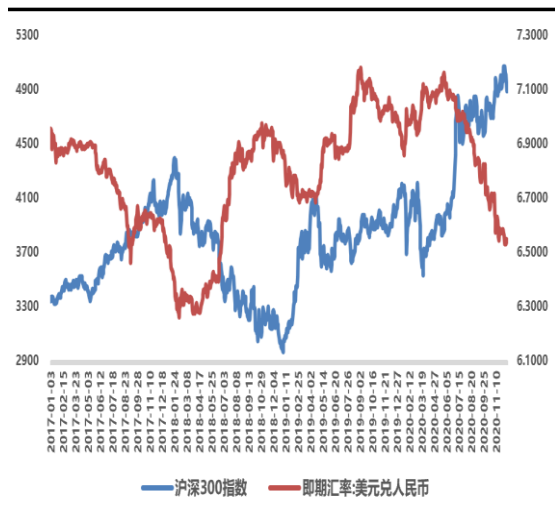
资料来源：wind，一德期货

图 2.4：产业债信用利差（AAA、AA+、AA）



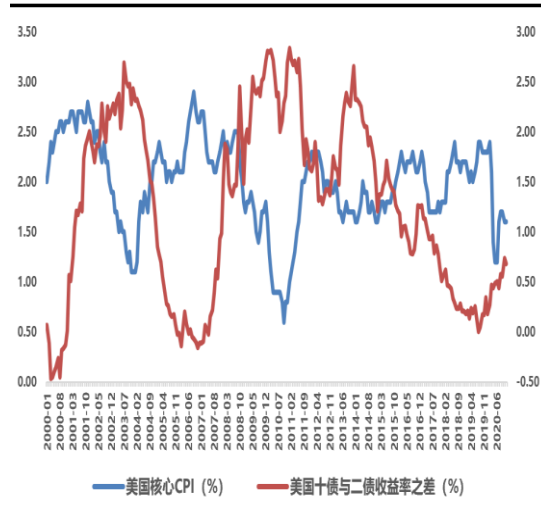
资料来源：wind，一德期货

图 2.5：沪深 300 与美元兑人民币汇率



资料来源：wind，一德期货

图 2.6：美国核心 CPI 与十债二债收益率差值



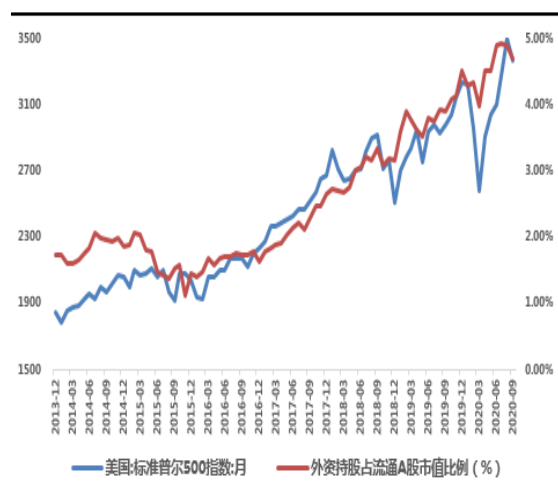
资料来源：wind，一德期货

## 2.3 风险偏好：谨慎，迎挑战

自 2017 年以来，随着 A 股国际化的不断深入，以北上资金为代表的外资在 A 股中的定价权不断提升，逐渐成为最主要的增量资金来源，极大地影响了指数的趋势和市场的风格。央行统计数据显示，截止 2020 年 9 月，境外机构及个人持有 A 股市值已达 27509.07 亿元。一旦外资出现大幅波动，势必会对阶段性的风险偏好构成扰动，并进一步影响行情的演化。从内外盘联动性的角度来看，美股对 A 股的影响主要体现在两个层面：趋势层面和结构层面。市场趋势方面，美股下跌可通过北上资金外流直接影响 A 股，或从港股、人民币汇率等渠道间接影响 A 股。从历史数据可以看出，外资持股占流通 A 股市值比例与美股走势高度

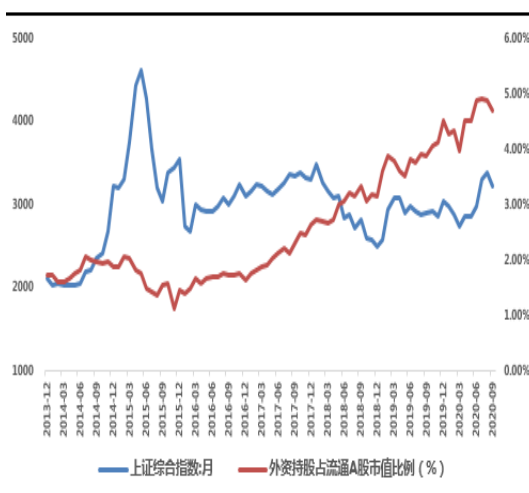
吻合。这是因为外资在做全球市场配置时，更加关注权益资产的总体持仓，而对各个市场的择时关注相对较少。在不发生系统性风险的情况下，外资的流入意愿主要取决于各个市场自身的趋势和赚钱效应。而一旦美股发生剧烈调整，外资在收缩风险资产配置的同时也会收缩 A 股的配置（类似 2018 年 2 月、2018 年 10 月、2019 年 5 月和 2020 年 3 月）。市场结构方面，同行业间非系统性风险的发生一定程度上会给 A 股相关板块带来情绪上的负面影响，比如 2020 年 3 月美国高收益企业债风险对 A 股地产板块的映射以及同年 9 月美股科技股调整对 A 股科技板块的情绪冲击。

图 2.7：标普 500 与外资持股占比



资料来源：wind，一德期货

图 2.8：上证综指与外资持股占比



资料来源：wind，一德期货

就 2021 年来说，外资流入存在比较大的不确定性。前文中我们提到，市场对明年上半年的预期已基本形成共识，而对于明年下半年的演化则存在一定分歧。从基本面角度来看，当前的宏观环境确实与 2017 年存在相似之处：

首先，从经济和盈利情况来看，在供给侧结构性改革的推动下，2016 年经济开始结构性复苏，PMI 于 2016 年 10 月正式站上 51，且 2017 年全年均维持在 51 之上。而 2020 年 7 月，受益于国内疫情的有效防控和稳增长政策的发力，PMI 重回 51 以上。企业盈利方面，2016 年二季度上市公司盈利企稳回升，并在 2017 年一季度达到阶段性高点，随后企业盈利出现回落但仍保持较高增速。而 2020 年一季度受疫情冲击，企业盈利增速明显下滑，二季度以来随着国内疫情得到有效控制，加上一系列稳增长政策的落地起效，上市公司业绩在一季度深度回调的基础上明显复苏。目前市场对本轮经济复苏持续到明年上半年已成基本共识，但下半年随着经济复苏斜率的逐渐减缓，上市公司盈利将维持震荡或出现小幅回落。

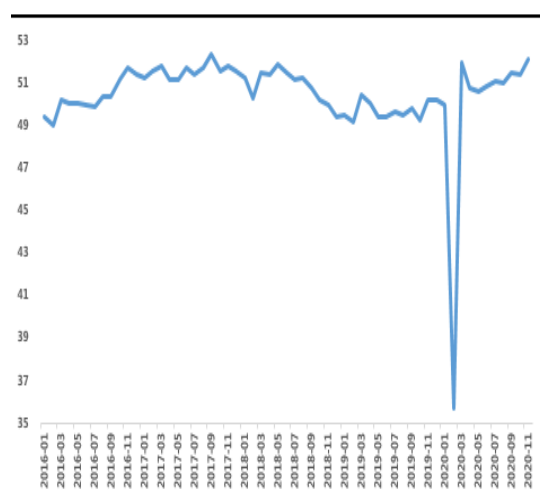
其次，从流动性角度来看，在经历 2015 年至 2016 年间的大幅宽松后，十年期国债收益率一路回落至 2016 年 10 月 24 日的 2.63%，随后利率开始回升，直至 2018 年 1 月 19 日达

到 4.05% 的高点后才逐渐回落。而今年在年初宽松货币政策的推动下，十年期国债收益率一度下行至 2020 年 3 月 9 日的历史低点 2.53%，而后随着经济的复苏和货币信用的编进收紧，利率逐渐反弹至现阶段的 3.3%。

第三，从出口数据来看，2017 年中国出口额为 22635.22 亿美元，累计同比增长 7.9%，一改 2016 年 -7.7% 的同比下滑。今年年初受疫情影响，出口增速下滑明显，但在海外供给替代作用下出口增速很快见底回升。考虑到明年外围需求拉动效应，预计中国出口有望继续保持较高增速。

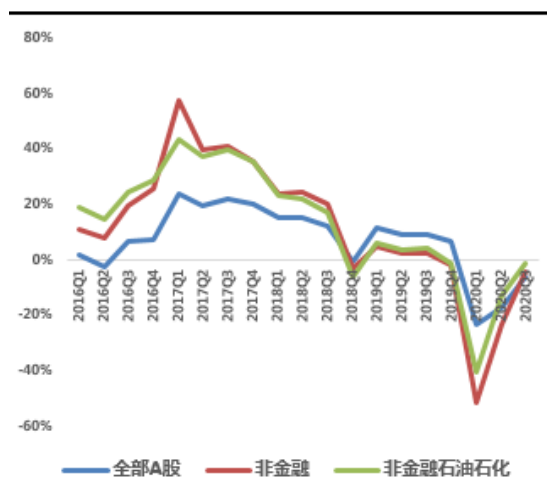
最后，从人民币汇率走势来看，由于 2017 年期间人民币汇率不断升值，2017 年 9 月央行将外汇的风险准备金率从 20% 降到 0%。无独有偶，2020 年 5 月人民币汇率再次进入升值通道，而在 2020 年 10 月，央行又一次将外汇风险准备金率降至 0%，以应对人民币的强势升值。由于中美两国的货币政策大概率会处在不同的路径上，加上央行表示现阶段不会进行外汇市场常态化干预，明年人民币汇率升值预期较为明确。

图 2.9：PMI 指数 (%)



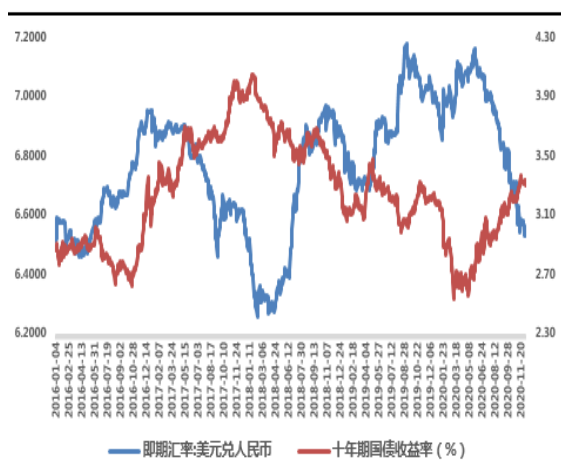
资料来源：wind，一德期货

图 2.10：上市公司归母净利润累计同比 (%)



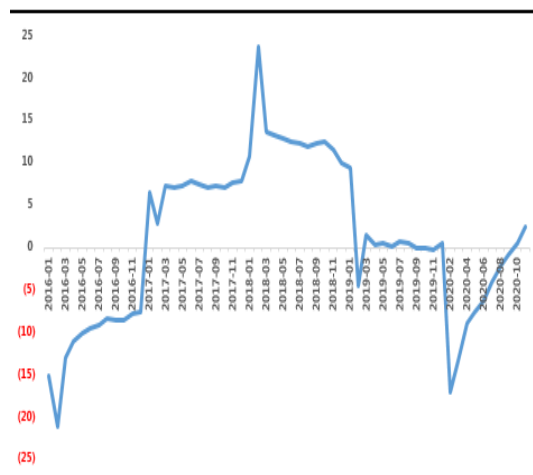
资料来源：wind，一德期货

图 2.11: 人民币汇率与十年债收益率 (%)



资料来源: wind, 一德期货

图 2.12: 出口金额累计同比 (%)



资料来源: wind, 一德期货

在明年上半年国内经济延续复苏和货币政策维持稳健的背景下,虽然国内信用收缩使得高估值个股面临收紧压力,然出口向好拉动企业盈利回升对市场形成支撑。在两者相互对冲的作用下,指数有望延续震荡上涨行情,除非上述一致性预期发生改变。市场结构也将出现分化,顺周期蓝筹股有望受益,高估值成长板块则会受到抑制,但大指数能否走出类似 2017 年甚至更强的行情有待观察和验证。回顾 2017 年,在没有被动型资金建仓的情况下,北上资金全年成交净买入额约 2000 亿元,使得外资在 A 股中的定价权不断提升,极大地影响了当年指数的趋势和市场的风格。而 2021 年上半年受人民币汇率升值预期影响,预计外资有望像 2017 年一样加大对 A 股的配置力度,届时价值股尤其是金融股会相对受益。

相对于上半年预期的一致,明年下半年的状况略显复杂,整体来看存在两种可能性,每种可能性背后都隐藏着不同的情景和潜在的风险。一是全球经济复苏及政策收紧风险,目前来看发生这种可能性的概率相对较大。遥想 2018 年年初和十一假期期间,受美国加息预期升温影响,北上资金大幅外流,A 股市场暴跌。而明年下半年欧美经济全面复苏之后,可能会出现通胀和利率上升较快的现象。随着美国宽松政策的逐渐退出和流动性的边际收紧,强美元预期会不断加强,届时外资流入 A 股的动力将会减弱,甚至不排除大幅流出的状况,股票市场面临杀估值的风险。二是经济复苏不及预期及低利率(甚至负利率)风险,目前来看发生这种可能性的概率相对较小。如果全球疫情持续时间超预期,或是前期的经济刺激效果不尽如人意,欧美大概率还是会再次启动宽松政策(类似 2010 年 QE2),尽管低利率甚至负利率造成的长期后果很可能偏向负面。届时在欧美宽松政策背景下外资有望继续流向以中国为代表的新兴市场(类似 2020 年二季度),股票市场有可能再度进入估值扩张区间。值得注意的是,不论当前市场对于明年上半年行情的共识有多么强烈,也不论下半年市场最终呈

现的是哪种假设，明年最主要的风险都来自于对利率、汇率、盈利一致性预期的意外挑战。

### 3. 思辨风格：基本面角度依然是结构化行情

从基本面角度来看，市场风格的切换一方面取决于各板块的增速预期差，另一方面则受当时所处货币环境的影响。考虑到明年上半年国内经济延续复苏、货币政策维持稳健以及人民币汇率升值的背景，虽然国内信用收缩使得高估值个股面临收紧压力，然而出口向好拉动企业盈利回升对市场形成支撑。在两者相互对冲的作用下，明年市场依然是结构性行情，顺周期蓝筹股有望受益，高估值成长板块则会受到抑制，但大指数能否走出类似 2017 年甚至更强的行情有待观察和验证。

#### 3.1 盈利改善提高大指数配置性价比

回顾 2020 年初成长型公司的脱颖而出，除了流动性宽松的推动，还在于其本身受疫情影响较小、部分公司甚至受益于疫情。而三季度以来，随着国内经济数据的持续改善，周期类公司的利润出现改善的空间。

前文中我们提到，当前的宏观环境与 2017 年存在一定相似之处。随着全球疫情对经济的冲击逐步消退，明年很有可能出现全球经济复苏与中国上行共振的局面。在全球贸易共振与补库存周期的影响下，工业品价格存在较强的上行动力，这使得顺周期板块的企业盈利有望继续得到改善，实现从修复资产负债表到释放利润表的过程；而成长型公司盈利进一步抬升空间则相对有限，加上明年边际趋紧的流动性环境，高估值板块面临估值回归的压力。

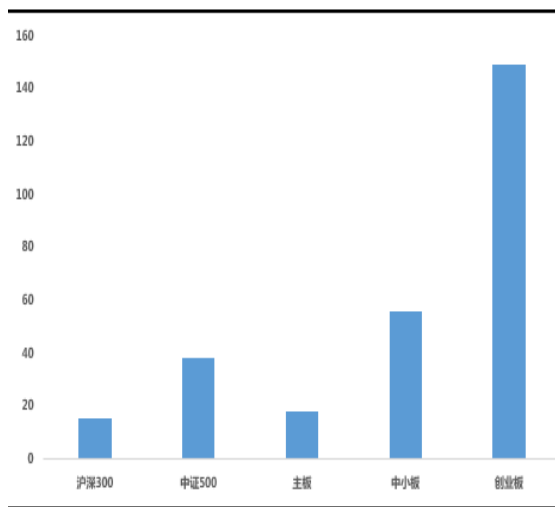
简而言之，在明年流动性和信用边际趋紧的大背景下，追盈利、杀估值成为决定市场风格的关键。而从盈利角度来看，周期蓝筹板块在盈利改善的驱动下估值存在支撑，而成长型公司则需要继续消化前期估值过度扩张而带来的泡沫，因此明年的市场风格有望重新回归“以大为美”。

#### 3.2 流动性趋紧抑制小指数估值抬升

目前来看，国内外的政策趋向存在一定差别：国外方面，海外疫情给经济造成的负面影响仍在持续，因此欧美并没有退出宽松政策的意愿。而从国内的角度来看，随着经济的快速修复，逆周期政策发力托底的必要性已有所下降，未来的财政政策将由积极趋向于稳定，货币政策也会从应对疫情冲击的偏宽松状态向后疫情时代的稳健中性取向回归，“稳货币”“稳信用”将成为明年的政策基调。

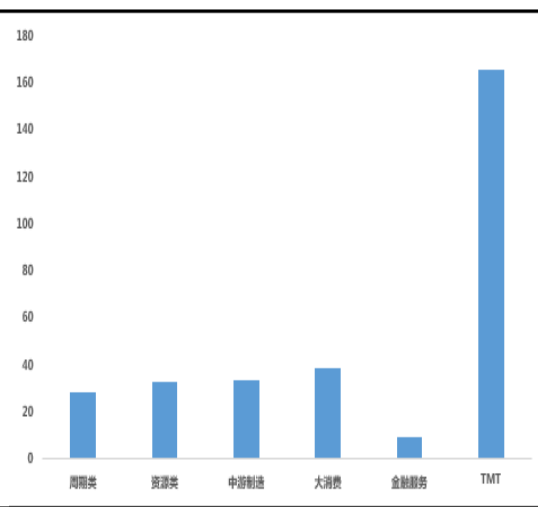
国内外不同的政策基调进一步促使大小指数的估值分化趋向于收敛。首先，虽然明年上半年整体的利率和信用环境还是会以稳为主，但是出现类似 2019 年初和 2020 年初流动性红利的概率较低。因此成长股的高估值必然受到折价，而顺周期公司则相对受益。其次，由于中美两国的货币政策大概率会处在不同的路径上，加上央行表示现阶段不会进行外汇市场常态化干预，人民币汇率升值预期较为明确。历史行情显示在人民币汇率升值期间，价值股尤其是金融股表现比较亮眼。

图 3.1：各板块估值水平：PE（TTM）



资料来源：wind，一德期货

图 3.2：大类行业估值水平：PE（TTM）



资料来源：wind，一德期货

## 4. 核心观点及风险提示

### 4.1 核心观点：前事不忘，后事之师

站在当前时点来看，我们对于 2021 年上半年（尤其是一季度）的 A 股市场持谨慎乐观的态度。在此期间，影响市场节奏和风格的核心点在于流动性收紧的力度和盈利复苏的幅度。虽然国内信用收缩使得高估值个股面临收紧压力，然而出口向好拉动企业盈利回升对市场形成支撑。在两者相互对冲的作用下，指数有望延续震荡上涨行情，除非上述一致性预期发生改变。市场结构也将出现分化，顺周期蓝筹股有望受益，高估值成长板块则会受到抑制，但大指数能否走出类似 2017 年甚至更强的行情有待观察和验证。相对于上半年预期的一致，下半年市场的不确定性较高，全年主要的风险还是来自于对利率、汇率、盈利一致性预期的意外挑战。

具体而言，首先企业盈利方面，随着疫情逐步得到有效控制，全球将进入后疫情时代。

从国内角度来看，市场对本轮经济复苏持续到明年上半年已成一致性预期。受低基数效应影响，明年一季度经济基本面继续改善具有很强的确定性，因此明年上半年很可能出现全球经济复苏与中国经济上行共振的局面。在全球贸易共振与补库存周期的影响下，企业盈利（尤其是周期板块）将会得到显著改善。其次流动性方面，当前国内的货币政策正从应对疫情冲击的偏宽松状态向后疫情时代的稳健中性取向回归，然而欧美方面暂时并没有退出宽松政策的意愿。在此背景下，明年上半年很难出现类似 2019 年初和 2020 年初的流动性红利，但人民币汇率升值预期较为明确。历史行情显示在货币政策稳健和人民币汇率升值的背景下，价值股尤其是金融股表现都比较亮眼（类似 2017 年）。而明年下半年则存在两种可能性：一是欧美经济全面复苏之后，可能会出现通胀和利率上升较快的现象。一旦宽松政策逐步退出、流动性出现收紧预期，风险资产面临杀估值的风险。二是如果经济复苏效果不尽如人意，那么欧美很可能会再次启动宽松政策（类似 2010 年 QE2），届时风险资产有可能再度进入估值扩张区间。最后风险偏好方面，当前市场对于明年上半年国内经济复苏、货币政策维持稳健和人民币汇率升值的预期较为强烈，因此市场大概率延续震荡上涨的态势，同时外资配置 A 股的动力较为充足，除非上述一致性预期被意外打破。相对而言，下半年市场的不确定性较高。如果最终情景一假设成立，则需警惕外资流出、股票市场杀估值的风险；如果最终情景二假设成立，则在欧美宽松政策背景下外资有望继续流向以中国为代表的新兴市场（类似 2020 年二季度），届时股票市场有可能再度进入估值扩张区间。

#### 4.2 风险提示：警惕一致性预期的意外挑战

明年最主要的风险来自于对利率、汇率、盈利一致性预期的意外挑战，需警惕类似 2018 年“高汇率、高利率、高估值”破灭所带来的剧烈波动。

就明年上半年而言，国内流动性和信用环境双双收紧已成基本共识，虽然目前来看重演 2017 年至 2018 年去杠杆期间政策大幅收紧的概率较低，但也需防范政策过度紧缩或者一致性预期打破给市场情绪造成的冲击。

相对上半年来说，明年下半年的状况略显复杂，整体来看存在两种可能性：一是全球经济复苏及政策收紧风险，目前来看发生这种可能性的概率相对较大。如果明年下半年欧美经济全面复苏，则可能会出现通胀和利率上升较快的现象。随着美国宽松政策的逐渐退出和流动性的边际收紧，强美元预期会不断加强，届时外资流入 A 股的动力将会减弱，甚至不排除大幅流出的状况，股票市场面临杀估值的风险。二是经济复苏不及预期及低利率（甚至负利率）风险，目前来看发生这种可能性的概率相对较小。如果全球疫情持续时间超预期，或



是前期的经济刺激效果不尽如人意，欧美大概率还是会再次启动宽松政策（类似 2010 年 QE2），尽管低利率甚至负利率造成的长期后果很可能偏向负面。届时在欧美宽松政策背景下外资有望继续流向以中国为代表的新兴市场（类似 2020 年二季度），股票市场有可能再度进入估值扩张区间。

#### 4.3 操作建议：重在把握结构性机会

**趋势性策略：**考虑到明年上半年国内经济延续复苏、货币政策维持稳健以及人民币汇率升值的背景，虽然国内信用收缩使得高估值个股面临收紧压力，然而出口向好拉动企业盈利回升对市场形成支撑。在两者相互对冲的作用下，指数有望延续震荡上涨行情，除非上述一致性预期发生改变。下半年市场面临的不确定性较多，在欧美经济全面复苏之后，可能会出现通胀和利率上升较快的现象。随着美国宽松政策的逐渐退出和流动性的边际收紧，强美元预期会不断加强，届时外资流入 A 股的动力将会减弱，甚至不排除大幅流出的状况，股票市场面临杀估值的风险。

**结构性策略：**在流动性和信用边际趋紧的大背景下，追盈利、杀估值成为决定市场风格的关键。随着全球疫情对经济的冲击逐步消退，明年很有可能出现全球经济复苏与中国上行共振的局面。在全球贸易共振与补库存周期的影响下，工业品价格存在较强的上行动力，这使得顺周期板块的企业盈利有望继续得到改善，实现从修复资产负债表到释放利润表的过程；而成长型公司盈利进一步抬升空间则相对有限，高估值板块面临估值回归的压力。加上货币政策维持稳健以及人民币汇率升值期间，价值股尤其是金融股表现比较亮眼。因此我们预计明年顺周期蓝筹股有望受益，高估值成长板块则会受到抑制，但大指数能否走出类似 2017 年甚至更强的行情有待观察和验证。期指方面，IF 和 IH 相对 IC 而言性价比较高，可择机关注多 IH 空 IC 跨品种套利。

## 免责声明

- 本研究报告由一德期货有限公司（以下简称“一德期货”）向其服务对象提供，无意针对或打算违反任何国家、地区或其它法律管辖区域内的法律法规。未经一德期货事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式引用、转载、发送、传播或复制本报告。本研究报告属于机密材料，其所载的全部内容仅提供给服务对象做参考之用，并不构成对服务对象的决策建议。一德期货不会视本报告服务对象以外的任何接收人为其服务对象。如果接收人并非一德期货关于本报告的服务对象，请及时退回并删除。
- 一德期货认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。本报告所载内容反映的是一德期货在发表本报告当时的判断，一德期货可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知服务对象。一德期货也不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于服务对象。服务对象不应单纯依靠本报告而取代自身的独立判断。一德期货不对因使用本报告的材料而导致的损失负任何责任。

一德期货天津分公司 (Tel: 022-2331 4816)

天津市和平区小白楼街大沽北路与徐州道交口万通中心8层 (802-804)

北京北三环东路营业部 (Tel: 010-8831 2088/8831 2150)

北京市东城区北三环东路36号E栋7层02/03房间

上海营业部 (Tel: 021-6257 3180/6257 4270)

上海市中山北路2550号物贸中心大厦1604-1608室

天津营业部 (Tel: 022-2813 9206)

天津市和平区南马路11号、13号-2352、2353-1号 (和平创新大厦A座25楼2352、2353-1号)

天津津滨大道营业部 (Tel: 022-5822 0902)

天津市河东区上杭路街道津滨大道53号B座2301

大连营业部 (Tel: 0411-8480 6701)

辽宁省大连市沙河口区会展路129号大连国际金融中心A座-大连期货大厦2702号房间

郑州营业部 (Tel: 0371-65612019/65612079)

郑州市未来大道未来大厦803、804、805室

天津滨海新区营业部 (Tel: 022-6622 5869/5982 0931)

天津经济技术开发区第一大街79号泰达MSD-C区C1座2205单元

宁波营业部 (Tel: 0574-8795 1915/8795 1925)

浙江省宁波市鄞州区彩虹南路11号嘉汇国贸大厦A座2006室

唐山营业部 (Tel: 0315-5785 511)

河北省唐山市翔云道唐山金融中心金融大厦2号楼9层905号

烟台营业部 (Tel: 0535-2163 353/2169 678)

山东省烟台市经济技术开发区长江路77号3303-3304室

日照营业部 (Tel: 0633-2180 399)

山东省日照市东港区石臼街道海曲东路386号天德海景城A栋5701、5702室

杭州营业部 (Tel: 0571-8799 6673)

浙江省杭州市江干区瑞立江河汇大厦801室

### 一德期货营业网点

 联系方式 4007-008-365
  公司官网 www.ydqh.com.cn
  总部地址 天津市和平区解放北路188号信达广场16层