

2021 股指年报：盈利修复主导，结构性牛市可期

陈夏昕

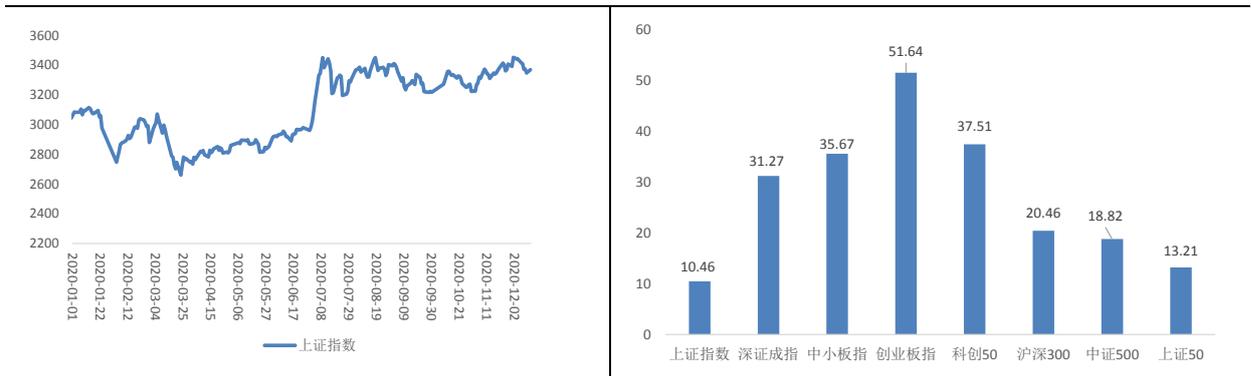
一、2020 年行情回顾

1、A 股市场行情回顾：先抑后扬

2020 年 A 股市场先抑后扬，表现为一季度受疫情冲击出现暴跌，随后国内疫情逐步得到有效控制，复工复产有序进行，加上货币政策和财政政策双管齐下，股市开启上涨行情。一季度末科技成长板块一马当先，引领大盘从低位反弹，创业板指期间最高涨幅一度达到 56.33%。7 月后大盘蓝筹启动，低估值的保险、银行等金融板块到有色、水泥、化工等顺周期板块轮番表现，而创业板指开始震荡下行，市场风格由成长股转向价值股。

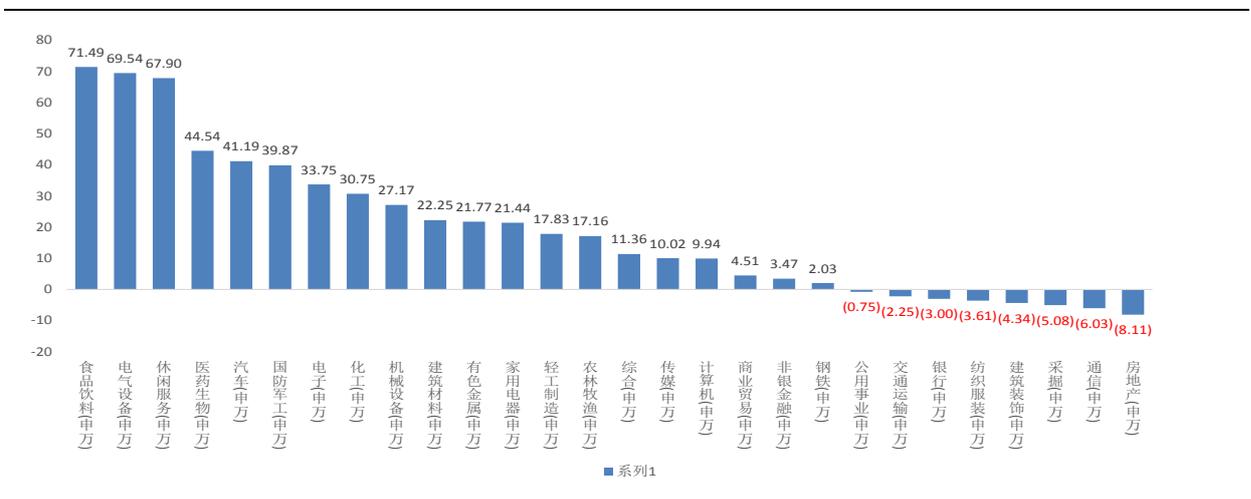
截至 2020 年 12 月 14 日，上证综指累计上涨 10.46%，沪深 300 指数累计上涨 20.46%。从各大指数来看，创业板指涨幅最大为 51.64%，其次是科创 50 指数 37.51%，上证综指涨幅最小。从行业分布来看，涨幅居前的有食品饮料、电气设备及休闲服务，跌幅居前的为房地产、通信和采掘。

图 1：2020 年上证综指收盘价走势及 A 股市场表现（截止时间 2020 年 12 月 14 日）



数据来源：Wind 资讯 福能期货研究院

图 2：2020 年 A 股各行业涨跌幅（截止时间 2020 年 12 月 14 日）



数据来源：Wind 资讯 福能期货研究院

经过 2020 年 A 股大幅反弹，A 股的估值相应回升。截止 12 月 14 日，主要指数的估值指标 P/E、P/B 的数值及百分阶位数如下表所示。从下图可以看到，大部分指数估值指标处于 16 年以来较高水平。

表 1：国内主要指数 P/E、P/B 及相应百分阶位

指数名称	PE	PE 百分阶位 (%)	PB	PB 百分阶位
上证指数	15.6	73.5	1.5	45.8
深证成指	30.3	69.5	3.5	97.0
创业板指	57.6	81.9	7.5	93.2
上证 50	13.8	99.9	1.5	98.9
沪深 300	15.4	98.9	1.7	95.6
中证 500	27.8	44.3	2.0	38.7
中小板指	32.9	60.0	4.5	91.1
科创 50	77.5	60.1	6.9	31.1

数据来源：Wind 资讯 福能期货研究院

2、股指期货市场行情回顾

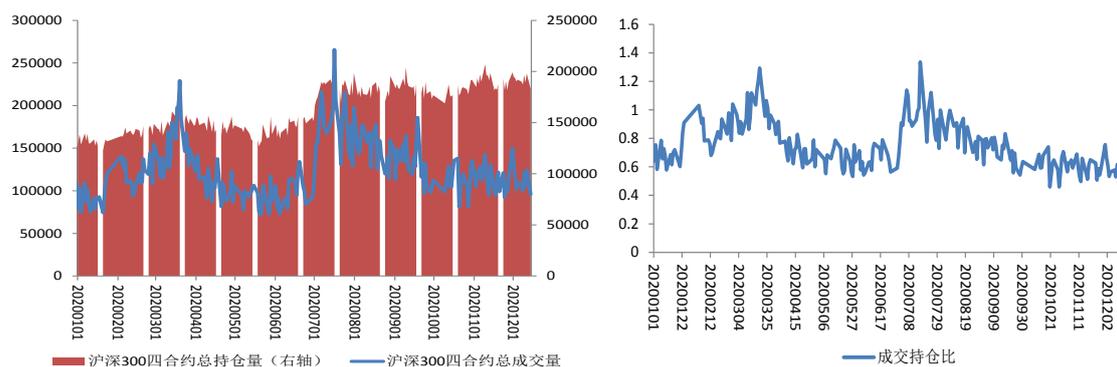
从成交持仓数据来看，截至 12 月 14 日，股指期货总成交量为 71958239 手，其中 IF、IH、IC 分别为 28948162 手、11303534 手、31706543 手，IF、IH、IC 日均成交量分别为 125862 手、49146 手、137855 手；总持仓量达到 497086 手，其中 IF、IH、IC 分别为 190499 手、74267 手、232320 手。

表 2：2020 年沪深 300 股指期货行情汇总（截止时间 2020 年 12 月 14 日）

合约代码	沪深 300 当月合约	沪深 300 次月合约	沪深 300 当季合约	沪深 300 下季合约
年收盘价	4931.8	4924.0	4906.8	4872.8
年结算价	4926.0	4917.8	4900.2	4866.8
年开盘	4131.2	4140.2	4158.2	4142.2
最高价	5095.8	4140.6	4146.8	4131.6
最低价	2942.2	2945.0	2945.8	2940.4
涨跌	826.8	810.2	787	756.4
涨跌幅 (%)	20.14	19.69	19.10	18.38

数据来源：Wind 资讯 福能期货研究院

图 3：2020 年沪深 300 成交持仓情况



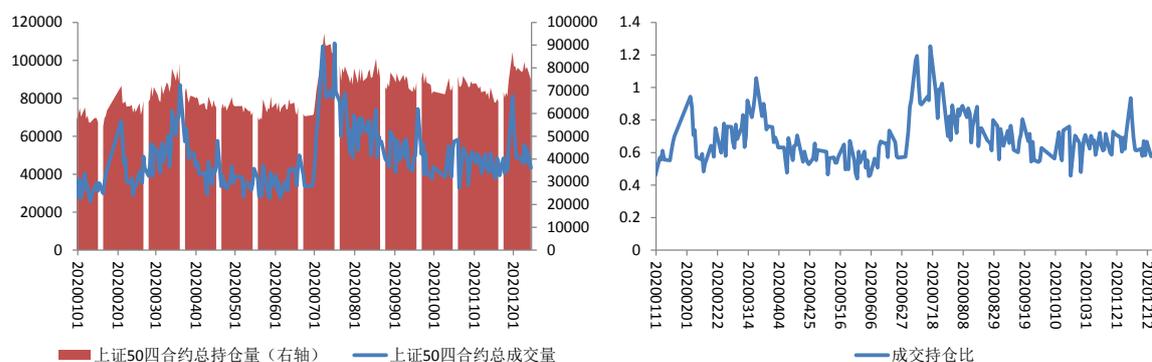
数据来源：Wind 资讯 福能期货研究院

表 3：2020 年上证 50 股指期货行情汇总（截止时间 2020 年 12 月 14 日）

合约代码	上证 50 当月合约	上证 50 次月合约	上证 50 当季合约	上证 50 下季合约
年收盘价	3467.2	3465.2	3462.0	3448.0
年结算价	3465.4	3463.2	3460.2	3447.0
年开盘	3093.0	3096.6	3099.8	3100.0
最高价	3584.0	3068.8	3060.4	3052.0
最低价	2250.8	2256.8	2260.0	2265.0
涨跌	396.6	388.2	381.6	369.8
涨跌幅 (%)	12.92	12.62	12.39	12.01

数据来源：Wind 资讯 福能期货研究院

图 4：2020 年上证 50 成交持仓情况



数据来源：Wind 资讯 福能期货研究院

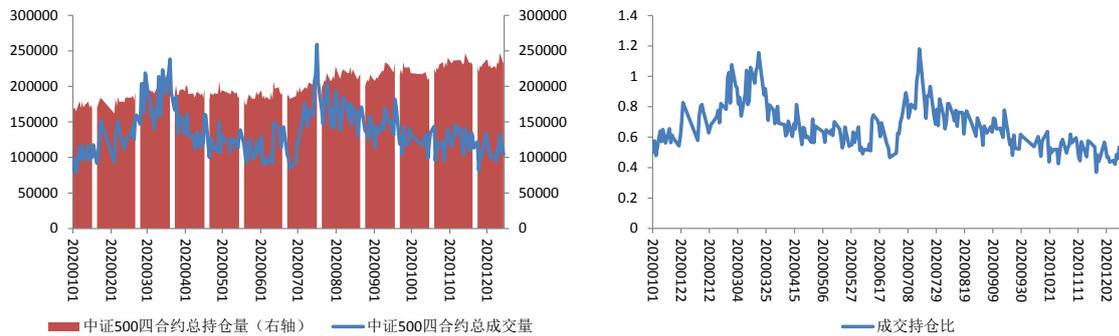
表 4：2020 年中证 500 股指期货行情汇总（截止时间 2020 年 12 月 14 日）

合约代码	上证 50 当月合约	沪深 300 次月合约	沪深 300 当季合约	沪深 300 下季合约
年收盘价	6253.2	6198.4	6086.8	5936.0
年结算价	6241.2	6186.6	6072.8	5919.4
年开盘	5300.0	5288.2	5269.6	5210.0
最高价	6909.2	5932.2	5902.0	5888.2
最低价	4058.0	4034.2	4010.0	3947.6
涨跌	986.4	948.8	855.2	771.6

涨跌幅 (%)	18.73	18.07	16.35	14.94
---------	-------	-------	-------	-------

数据来源: Wind 资讯 福能期货研究院

图 5: 2020 年中证 500 成交持仓情况



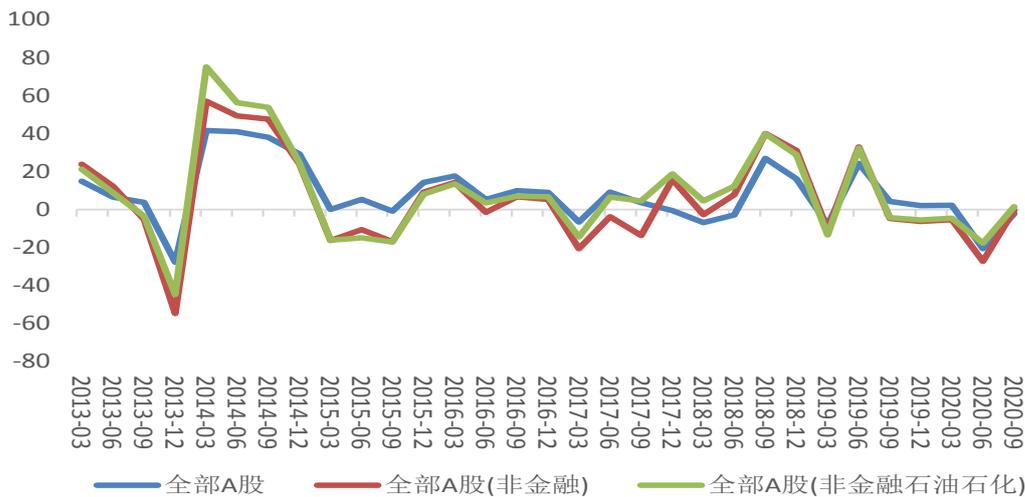
数据来源: Wind 资讯 福能期货研究院

二、2021 年展望：盈利修复主导，结构性牛市可期

1、企业利润有望继续改善

从股票指数估值定价角度来看，分子是企业利润增长率，长期来看趋向经济增长率。2020 年受疫情冲击影响，一季度 A 股盈利增速大幅回落，之后随着疫情得到有效控制，国内复工复产有序推进，二季度 A 股盈利增速触底回升，三季度延续修复趋势。2020 年三季度 A 股归属母公司净利润累计同比增长率分别为：全部 A 股 (-2.23%)、全部 A 股非金融 (-0.36%) 和全部 A 股非金融石油石化 (1.43%)，其中全部 A 股净利润累计同比增速低于去年同期，其他均高于去年同期，环比改善明显。

图 6: A 股归属母公司股东的净利润累计同比增长率 (%)



数据来源: Wind 资讯 福能期货研究院

从行业盈利增速变动来看，三季度经济企稳回升，部分行业利润累计同比增速转正。受房地产、基建投资拉动作用，中上游原材料的有色金属、钢铁、化工等周期行业景气度较高，业

绩持续回暖。中游工业品业绩继续改善，电气设备和国防军工行业的三季度归母净利润增速大幅上升，分别为 18.08%和 17.69%，显示需求端快速恢复。下游消费品休闲服务、汽车和纺织服装等行业业绩改善明显，分别较上个季度增加 35.75%、25.57%和 24.21%。TMT 行业中，传媒板块受疫情冲击较大维持负增，电子行业维持较高利润增速，通信行业利润增速较二季度大幅下降 159.35%，可能与全球政治、经济不确定性上升有关。考虑到“十四五”规划提出坚持创新的核心地位，长期来看仍利好 TMT 板块。

2021 年企业利润有望继续改善。11 月 PMI 数据显示企业产成品库存大幅下滑，原材料库存和采购上升，或意味着企业开启补库周期。在全球经济复苏、国内消费恢复及出口拉动下，企业补库需求提升，工业企业盈利有望持续改善，对期指价格形成向上推动作用。

表 5：分行业归属母公司股东净利润同比增长率（%）

行业		2019-12	2020-03	2020-06	2020-09
上游原材料	SW 有色金属	(46.64)	(56.80)	(32.85)	(9.97)
	SW 采掘	(2.38)	(84.33)	(78.04)	(31.07)
中游原材料	SW 化工	(39.33)	(106.95)	(70.90)	(19.35)
	SW 公用事业	1.77	(28.86)	5.14	15.16
	SW 建筑材料	17.16	(38.03)	(1.49)	5.44
	SW 建筑装饰	3.12	(30.39)	(8.89)	(0.45)
	SW 钢铁	(45.80)	(41.36)	(34.95)	(13.05)
中游工业品	SW 交通运输	3.05	(121.79)	(99.28)	(75.03)
	SW 电气设备	46.97	(10.98)	22.39	40.48
	SW 轻工制造	4.35	(35.45)	(21.43)	(6.87)
	SW 机械设备	0.54	(43.33)	7.46	19.30
	SW 国防军工	8.50	39.63	2.95	20.64
下游消费品	SW 房地产	9.06	(42.47)	(20.06)	(12.77)
	SW 医药生物	(10.04)	(17.97)	10.61	24.84
	SW 农林牧渔	194.69	397.43	185.34	121.71
	SW 食品饮料	13.09	(0.66)	9.83	12.30
	SW 休闲服务	(8.95)	(151.16)	(122.22)	(86.47)
	SW 纺织服装	(23.43)	(80.76)	(54.37)	(30.16)
	SW 商业贸易	(15.08)	(72.84)	(44.60)	(48.67)
	SW 家用电器	16.39	(51.81)	(31.24)	(15.36)
TMT	SW 汽车	(26.62)	(81.21)	(30.42)	(4.85)
	SW 通信	(255.15)	(56.67)	446.39	287.04
	SW 电子	24.05	(10.87)	17.95	27.90
	SW 计算机	(13.57)	(118.11)	(44.54)	(32.59)
金融	SW 传媒	34.35	(49.93)	3.43	(25.35)
	SW 银行	6.92	5.52	(9.42)	(7.72)
	SW 非银金融	64.83	(23.61)	(22.69)	(5.67)

数据来源：Wind 资讯 福能期货研究院

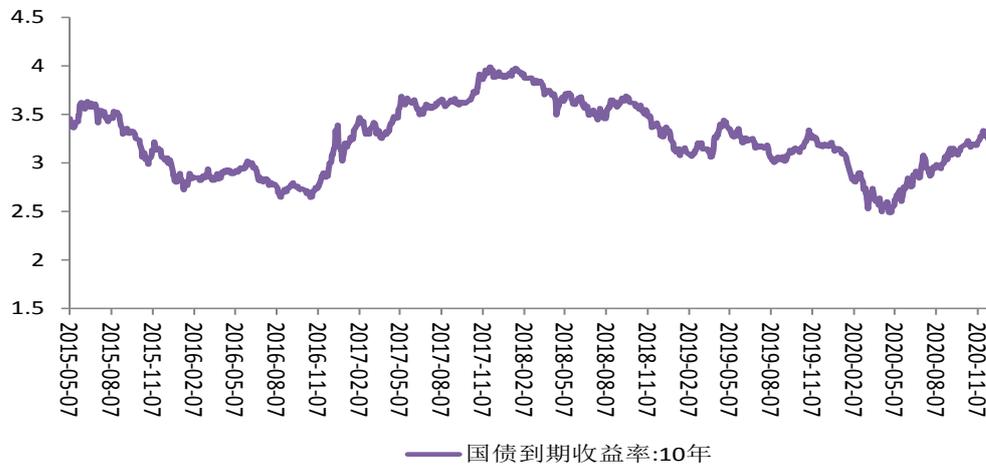
2、长期国债收益率仍有上行可能

分母可为无风险利率的长期国债收益率和风险溢价两项。长期国债收益率上升对股指价格影响负面。影响长期国债收益率的因素主要有宏观经济状况、通货膨胀率、货币政策和国外利率水平等方面。

2020 年实体经济杠杆率迅速攀升，由于信用债违约频发、房企债务高企等风险事件，央行重提“保持宏观杠杆率基本稳定”，并新增“健全金融风险预防、预警、处置、问责制度体系”，强调防范系统性金融风险，货币政策逐步走向正常化，信用环境收紧是大概率的事件。

2021 年宏观经济延续复苏态势，货币政策逐步正常化，信用环境收紧，叠加再通胀压力再起，PPI 上行风险未消等因素，长期国债收益率仍有上行可能，对期指价格形成向下压力。

图 7：长期国债收益率走势（%）



数据来源：Wind 资讯 福能期货研究院

3、十四五规划提供主题热点

“十四五”时期是我国全面建成小康社会、实现中国第一个百年奋斗目标后的第一个五年目标。“十四五”规划建议中并未提及经济发展的量化目标，但提到 2035 年需要实现“人均国内生产总值达到中等发达国家水平”，意味着“十四五”时期中国实际 GDP 增速要高于 5.4%（陆挺，2020）。整体来看，中国经济增长进入增速下降但质量持续提升的过程。

2021 年“十四五”规划将在两会期间发布，发展方向与政策措施将得到进一步细化，后续各产业“十四五”规划也将陆续出台，为市场提供炒作热点，有助于提升市场风险偏好。“十四五”规划从“双循环”格局出发，围绕扩大内需、科技创新、制度改革、对外开放等方面展开，进一步激发经济内生动力，预计消费、高科技等板块仍有上行空间。

4、股市双向扩容，波动加剧

(1) 资金需求

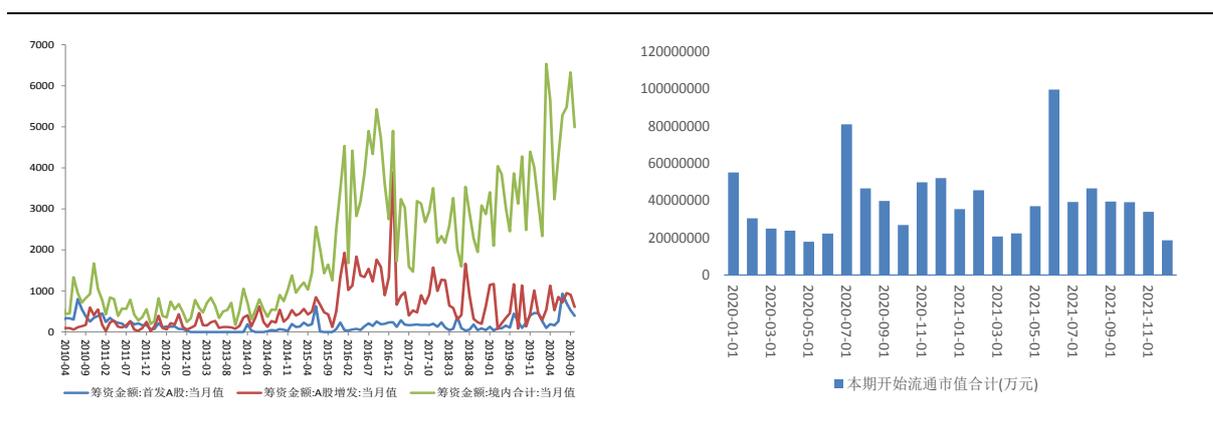
股市融资。2020 年是 A 股发行速度大幅上行的一年，新股发行数量与融资金额创下新高。

6 管理风险 创造财富

根据德勤统计,全年A股合计发行新股388只,同比增长93%;融资额4645亿元,同比增长87%,其中,上交所新股228只, IPO融资额居于全球第三位。2020年10月31日国家金融稳定发展委员会重磅定调,要全面实行股票发行注册制,建立常态化退市机制,提高直接融资比例,预计2021年全面注册制有望落地。由于全面注册制将推动IPO提速,A股新股发行将持续增长,其中科创板和创业板新股发行数量仍是主要来源。

限售股解禁。2021年解禁股市值约为4.78万亿,规模高于今年,对市场资金需求造成一定压力。

图8: A股融资额(亿元)和限售股解禁规模(万元)



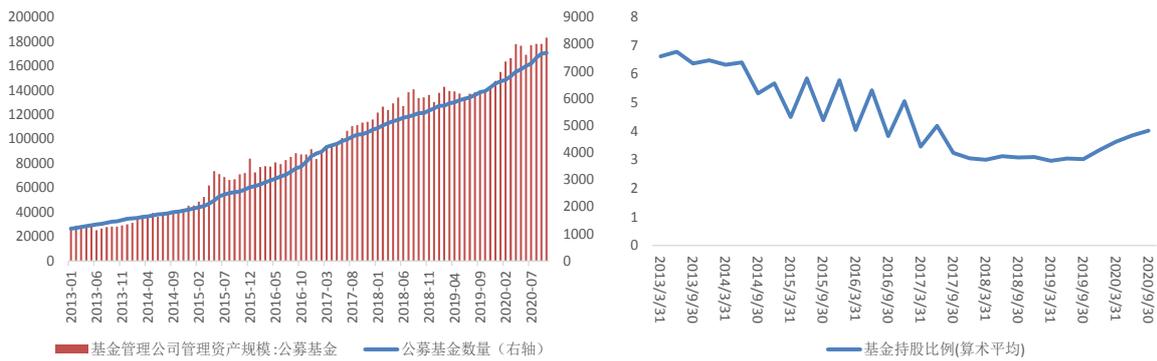
数据来源: Wind 资讯 福能期货研究院

(2) 资金供给

2020年中国经济复苏领先于各发达经济体,资本市场基础设施建设逐步完善,金融市场对外开放,为机构资金入市打造良好的市场环境。在资本市场改革、人民币升值的背景下,基金、银行理财、保险、外资等资金仍将持续性进入股市,为市场带来增量资金。

公募基金规模有望继续增长。2019年美国居民和非营利部门资产投资于股票和共同基金占总资产比例为48.27%,而中国居民同类资产占比为14.5%(2016),较发达国家仍有较大进步空间。在优质资产匮乏、“三道红线”、“房住不炒”的背景下,居民财富向金融资产倾斜、金融资产向机构倾斜的带动下,公募基金成为居民资产进入A股的重要渠道。截止2020年10月,公募基金数量为7682只,基金公司管理资产规模达到18.31万亿元,创历史新高。此外,A股市值中机构持股比例也出现了进一步上升的趋势。

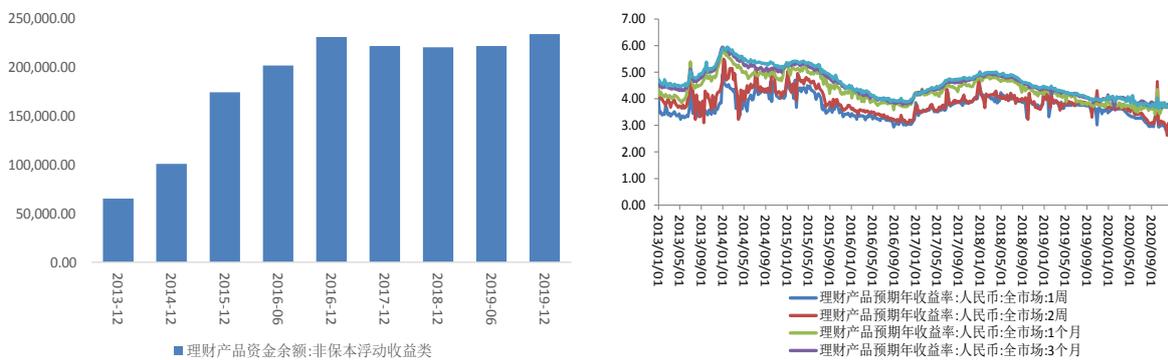
图 9：公募基金数量和规模持续上升，基金持股比例（%）



数据来源：Wind 资讯 福能期货研究院

银行资金配置性需求。2019年末银行非保本理财产品存续余额共计23.4万亿元，其中投资债券占比59.72%，投资权益类资产占比7.56%，投资于非标准债权化资产为15.63%。银行理财产品主要仍以固定收益类产品为主，目前资产配置主要集中在债券和货币市场工具。考虑到非标资产供给进一步压缩减少，且理财收益率不断下行，未来权益配置比例仍有提升空间。假设明年银行理财产品将增加权益类配置比例从7.56%至9%，这样股市新增资金约有3370亿。

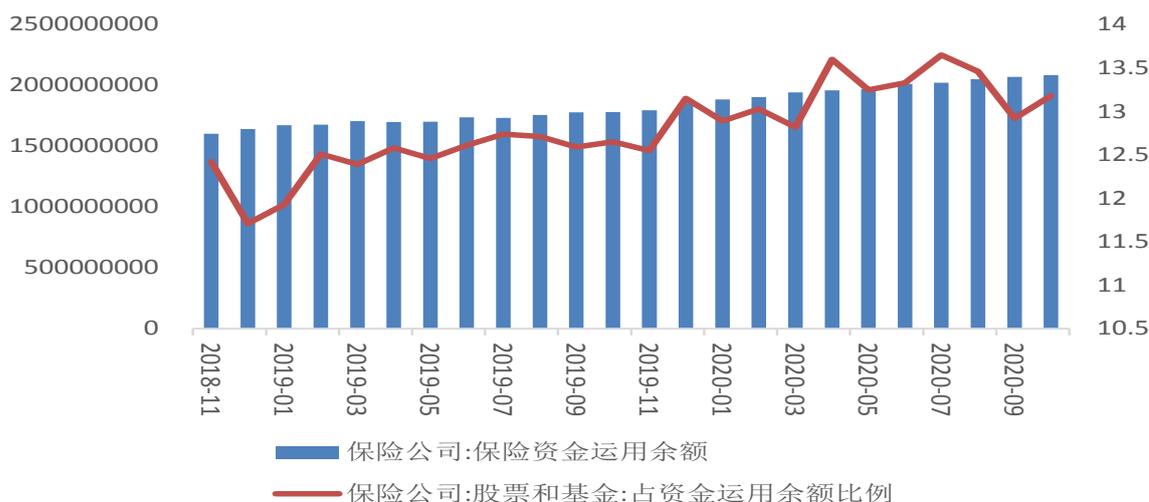
图 10：非保本浮动理财产品余额和理财产品收益率（%）



数据来源：Wind 资讯 福能期货研究院

保险资金配置性需求。截止2020年10月，保险资金运用余额为20.85万亿，较2019年12月增长12.51%，其中，股票和证券投资基金2.75万亿元，占比13.19%，而在2019年12月股票和证券投资基金2.44万亿元，占比为13.15%，保险资金入市规模明显提升。12月9日召开的国务院常务会议指出，对保险资金投资权益类资产设置差异化监管比例，最高可至公司总资产的45%。2021年保险资金对股票的投资比例仍有提升空间，假设明年保险资金运用余额增速达到13%，且股票配置比例提升至14%，则增量资金预计达到4250亿。

图 11：保险公司可投资余额及股票占险企资产比例（%）



数据来源：Wind 资讯 福能期货研究院

养老金入市或带来千亿以上级别的增量资金。我国现行养老保险体系由三个层次构成，即政府主导并负责管理的基本养老保险为第一支柱，政府倡导并由企业自主发展的企业年金和职业年金为第二支柱，个人养老金账户制度则为“第三支柱”。

从第一支柱看，截至 2019 年末，全国社保基金资产总额约为 2.63 万亿元，累计投资收益额 1.25 万亿元，实现 2911 亿元，收益率约 14.06%。基本养老保险基金受托规模今年以来仍在不断扩大。根据人社部消息，“截止三季度末，已有 24 个省份启动基金委托投资，合同金额 1.1 万亿元，到账 9757 亿元，其中 21 个省份启动城乡居民养老保险基金委托投资工作”，按照养老金投资股票类资产最高 30%比例计算，总额约有 3300 亿元资金可投资于权益类资产。

从第二支柱看，截止 2020 年 6 月，企业年金累积基金规模达到 1.98 万亿元，同比增长 23.2%，投资收益为 709.17 亿，加权平均收益率 2.99%，其中投资权益类产品 1.58 万亿元。近年来企业年金市场运作步伐加快，以最高 30%的比例计算入市规模，总额约为 6000 亿元，具体到 A 股市场预计增量规模在千亿元以上。

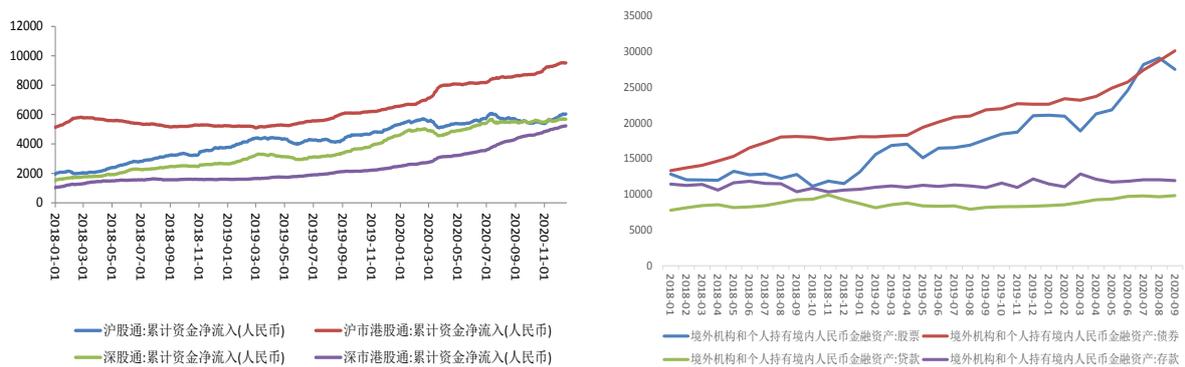
图 12：社保基金资产总额（亿元）及其年均收益率、企业年金规模（亿元）及其收益率（%）



数据来源：Wind 资讯 福能期货研究院

境外资金方面。2020 年中国经济复苏领先于各发达经济体，在资本市场改革、人民币升值的背景下，境外长期资本和主要机构投资者进入国内资本市场。截止 2020 年 9 月，境外机构和个人持有股票和债券分别为 2.75 万亿元和 3.01 万亿元，分别较 2019 年末增加 30.88%和 33.1%。截止 2020 年 12 月 14 日，沪股通累计净流入 6018.21 亿元，较 2019 年末增加 12.85%；深股通累计净流入 5701.32 亿元，较 2019 年末增加 23.9%。2021 年作为“十四五”规划的第一年，我国将加快资本市场改革开放的步伐，以及人民币进一步升值空间的打开，外资对于人民币资产的持有意愿有望进一步提升并带来资金流入。

图 13：陆股通和港股通（亿元）、境外机构和个人持有境内人民币金融资产（亿元）



数据来源：Wind 资讯 福能期货研究院

三、综合分析

国外宏观经济延续修复，货币政策逐步走向正常化但非系统性收紧，期指仍存上行动能。

对于 IF、IH 板块，PPI-CPI 价差继续修复，工业企业利润有望继续走强，利好周期股板块。此外，十四五规划中提及“经济总量和城乡居民人均收入将再迈上新的台阶”，12 月中央政治局会议中提及“需求侧改革”，利好消费等白马股，代表大盘蓝筹板块的上证 50 和沪深 300 指数仍有一定上行空间。

对于 IC 板块，“十四五”规划建议将科技创新提升到前所未有的高度，相关政策料不断落地，IC 有望继续走强。

具体来看，IF 波动区间为【4100，5900】，IH 波动区间为【2800，3900】，IC 波动区间为【4600，8000】。

免责声明

以上作品（包括但不限于研究报告、分析评论文章、视频等）版权属于福能期货，仅作参考之用。不管在何种情况下，本作品都不能当作买卖所述品种的依据。作品是针对商业客户和职业投资者准备的，所以不得传播给其他人员。尽管我们相信作品中数据和资料的来源是可靠的，但我们不对它们的真实性、准确性和完整性等做任何的保证。我们也不承担因根据本作品操作而导致的损失。未经福能期货书面授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播本作品的行为均可能承担法律责任。福能期货提醒广大投资者：期市有风险，入市需谨慎！

福能期货经营机构办公地址信息

厦门分公司

地址：中国（福建）自由贸易试验区厦门片区
东渡路61号B201、B202、B204室
邮编：361012 电话：0592-2619767
电子邮箱：68482501@qq.com

福州营业部

地址：福州市鼓楼区华林路93号1座5、6层
邮编：350003 电话：0591-88013378
电子邮箱：245003420@qq.com

深圳营业部

地址：深圳市福田区彩田路福建大厦A座603、604
邮编：518000 电话：0755-82993386
电子邮箱：762656866@qq.com

上海营业部

地址：上海市浦东新区东方路969号8楼805
邮编：200122 电话：021-68827096
电子邮箱：jinyoushh@163.com

南京营业部

地址：南京市玄武区中山路268号汇杰广场1508室
邮编：210000 电话：025-83209186
电子邮箱：33528657@qq.com

南昌营业部

地址：南昌市恒茂梦时代国际广场7栋办公楼2312室
邮编：330000 电话：0791-86213373
电子邮箱：jinyoux@163.com

广州营业部

地址：广州市天河区天河北路大都会广场911-912
邮编：510620 电话：020-38550010
电子邮箱：jyqhgz@163.com

泉州营业部

地址：泉州市丰泽区田安路北段阳光大厦A幢7楼
邮编：362000 电话：0595-22115955
电子邮箱：fnqhzyyb@126.com

永安营业部

地址：永安市含笑大道1196号阳光丽景1号楼1503-1507室
邮编：366000 电话：0598-3859578
电子邮箱：jyya@jinyouqh.com

湖北分公司

地址：武汉市洪山区徐东大街67号广泽大厦9层D户
邮编：430070 电话：027-88773007
电子邮箱：675874152@qq.com

晋江营业部

地址：晋江市崇德路金融广场3号楼1401-1402室
邮编：362200 电话：0595-85610866
电子邮箱：fnjj@fnqh.com.cn

莆田营业部

地址：莆田市城厢区联创国际广场B区B4#201号
邮编：351100 电话：0594-2209090
电子邮箱：jypt@fnqh.com.cn

漳州营业部

地址：漳州龙文区万达广场A2地块9幢603-604
邮编：362000 电话：0596-2038010
电子邮箱：jyqhzz@126.com

龙岩营业部

地址：龙岩市新罗区华莲路金融中心A1A2栋1203-1205
邮编：364000 电话：0597-2219938
电子邮箱：fnly@fnqh.com.cn

四川分公司

地址：成都市武侯区科华北路65号世外桃源广场B座1917
邮编：610042 电话：028-87590801
电子邮箱：393078013@qq.com

青岛营业部

地址：青岛市市南区香港中路36号16层1601户
邮编：266001 电话：0532-82023816
电子邮箱：119138382@qq.com

宁德营业部

地址：宁德市蕉城南路94号泓源·国际-1-607
邮编：352100 电话：0593-2999108
电子邮箱：fnnd@fnqh.com.cn

公司总部

公司地址：福建省福州市鼓楼区五四路75号海西商务大厦31层
邮编：350003 电话：0591-87871692 传真：0591-88265617
网址：www.fnqh.com.cn