弘业期货
HOLLY FUTURES

宏观金融

年度报告

宏观经济
国债 股指 恒指 外汇

2021

ANNUAL REPORT



目 录

不急转弯：“经济进”与“政策退”的权衡

——宏观策略 2020-2021 年度报告

1. 迈好第一步：长期经济发展格局的视角 5
2. 不急转弯：短期宏观经济政策的视角 6
2.1. 积极财政政策 6
2.2. 稳健货币政策 6
3. 内外回暖：宏观总需求结构的视角 7
3.1. 扩大消费 7
3.2. 增强投资增长后劲 8
3.3. 外需复苏与份额转移 11
4. 通胀隐现：宏观总价格水平的视角 12
4.1. CPI 通胀无忧 12
4.2. PPI 通胀隐现 13
5. 复苏共振：宏观经济周期的视角 14
5.1. 经济中周期 14
5.2. 经济短周期 14
6. 宏观经济概述及大类资产配置建议 15
6.1. 宏观经济概述 15
6.2. 大类资产配置建议 16

过往不泣，未来不惧

——国债期货 2020-2021 年度报告

1. 回首 2020 18
2. 展望 2021 25
2.1. 经济基本面：经济渐进修复 25
2.2. 政策面：货币政策相机抉择，财政政策回归常态 27
2.3. 债券供给：总量回落，压力缓解 29
2.4. 海外市场：扰动依旧 30
2.5. 期债后市展望 30

股指转弯不急，回归常态

——股指期货 2020-2021 年度报告

1. 2021 年中国经济展望 33
1.1. 2020 年经济和疫情回顾 33
1.2. 货币政策由宽松转为中性 34
1.3. 财政政策由积极回归正常 36
2. A 股 2021 年市场投资策略 37
2.1. A 股上市公司盈利改善 37
2.2. A 股估值较年初有较大提升 38
2.3. A 股市场资金存在压力 39
2.4. 股指期货 2021 年投资展望 42

风正一帆悬

——恒指期货 2020-2021 年度报告

1. 恒生指数 2020 年回顾 45
1.1. 恒生指数 2020 年回顾 45
1.2. 香港市场资金流向 47
1.3. 恒生指数估值概况 50
2. 香港市场的机遇与挑战 52
2.1. 香港市场的机遇 52
2.2. “中方涉军企业”投资禁令的影响 53
3. 恒生指数 2021 年展望 55

不急转弯：“经济进”与“政策退”的权衡

——宏观策略 2020-2021 年度报告

摘要：

本文从长期经济发展格局、短期宏观经济政策、宏观总需求结构、宏观总价格水平、宏观经济周期等五个视角，对 2021 年中国宏观经济进行展望。

从**长期经济发展格局的视角**来看，明年重点是“迈好构建双循环新发展格局的第一步”。

从**短期宏观经济政策的视角**来看，明年宏观政策会保持连续性、稳定性、可持续性，保持对经济恢复的必要支持力度，政策操作上“不急转弯”。

从**宏观总需求结构的视角**来看，2021 年在构建“双循环新发展格局”背景下，扩大内需尤其是扩大消费是确定的，制造业设备投资有望走上行周期，基建和房地产投资基本持稳；外需共振复苏背景下，出口份额的下滑并不必然导致出口增速大幅走弱。中国经济在全球率先走出疫情危机后，2021 年继续走向复苏。

从**宏观总价格水平的视角**来看，CPI 同比仍有望保持低位、似乎不必担忧通胀；但从 PPI 来看，通胀若隐若现，甚至不排除超预期的可能。

从**宏观经济周期的视角**来看，无论是中周期还是短周期，中国经济 2021 年都大概率处于复苏阶段。

根据宏观经济与大类资产表现之间的映射关系，对 **2021 年大类资产表现展望**如下：

股票将在大类资产中表现较优，尤其是顺周期类的相关行业板块，有望成为阶段性行情主线；而科技成长类行业是本轮长期结构性慢牛行情的主线，在近几个月的波段调整之后，明年有望再度表现出色；大消费相关行业尽管近两年涨幅较大，估值消化需要时间，但大消费行业长期趋势向好、穿越牛熊，即使出现暂时休整，也会是强势休整，行业内表现超预期的优质个股仍将持续上涨。

大宗商品表现次之。经济复苏前期大宗商品的需求回暖带动产能利用率提升，价格涨幅相对温和；而到了复苏后期乃至过热期才会是大宗商品表现最佳的时期。

利率债表现相对较差。经济复苏、通胀回暖、货币政策边际收紧，利率债难以有好的表现，行情可能由当前的熊平转向熊陡。在经济增长不及预期、通胀不及预期、国际市场避险情绪上升等个别时期或许有短期反弹，但难以形成中期上涨趋势，至多转入中期震荡。而一旦经济增长或通胀超预期，利率债表现将更差。

人民币汇率升值趋势放缓。决策层对于人民币快速升值的容忍度可能在下降；人民币升值的趋势未必改变，但速度和斜率将放缓。

基于上述分析，**2021 年大类资产配置策略建议**如下：

增加股票类资产配置权重，尤其是增加顺周期类、科技类行业的配置权重，立足更长周期可继续配置大消费类行业；适当配置大宗商品；利率债权重不宜过高，尤其是谨慎对待中长久期利率债。进口企业等用汇主体可抓住有利时机锁汇。

风险因素：疫苗有效性风险、地缘政治风险等。

正文

本文从长期经济发展格局、短期宏观经济政策、宏观总需求结构、宏观总价格水平、宏观经济周期等五个视角，对 2021 年中国宏观经济进行展望，并在此基础上提出大类资产的宏观配置策略。

1. 迈好第一步：长期经济发展格局的视角

2020 年以来，中央在多个重大会议和场合提出“构建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”，标志着中国经济发展战略的重大转变。

2020 年 12 月 16 日至 18 日中央经济工作会议提出，“**加快**构建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”。结合当前中美博弈、全球化与逆全球化博弈的国际环境，“加快”的提法，显示出了紧迫性。会议明确要求，“构建新发展格局明年要**迈好第一步，见到新气象**”。与以往相比，2021 年无论是制度改革还是政策制定，会带有“构建新发展格局”的鲜明印记。

对于如何“构建新发展格局”，中央经济工作会议作出了明确回答：“要紧紧扭住供给侧结构性改革这条主线，注重需求侧管理”。

供给侧结构性改革自 2015-2016 年提出之后，一直是这些年经济工作的主线，2021 年也不例外。例如，中央经济工作会议提出 2021 年八大重点任务，排在前两位的都是供给侧改革的内容：一是强化国家战略科技力量；二是增强产业链供应链自主可控能力。再比如，第五项任务是“解决好种子和耕地问题”，在中央经济工作会议上单独鲜明的列出“种子问题”，实属罕见。这些问题，实际上都是亟待解决的供给侧“卡脖子”问题，都是供给侧改革“补短板”的重要方面，都是为了产业链供应链自主可控、为了维护经济安全。

但是，在“供给侧结构性改革”这条主线之外，此次中央经济工作会议提出“注重需求侧管理”，是一个新的信号。12 月 11 日中央政治局会议首次提出“需求侧改革”，引发了市场的热烈讨论。“改革”比“管理”感觉上对利益格局的调整力度更大一些，更偏向于长期的制度建设一些。政治局

会议关于“需求侧改革”的提法，在中央经济工作会议中也得到了一些体现，例如，“必须在合理引导消费、储蓄、投资等方面进行有效制度安排”，就体现了需求侧制度改革之义。

总之，需要在“构建新发展格局”的语境下去理解“需求侧改革”、“需求侧管理”，以及“扩大内需这个战略基点”。

2. 不急转弯：短期宏观经济政策的视角

中央经济工作会议对 2021 年的短期宏观经济政策总的表述是：

“明年宏观政策要保持**连续性、稳定性、可持续性**。要继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，**保持对经济恢复的必要支持力度**，政策操作上要更加**精准有效，不急转弯**，把握好政策时度效。要用好宝贵时间窗口，集中精力推进改革创新，以高质量发展为‘十四五’开好局”。

近几个月来，金融市场对明年的宏观经济政策，总担心疫情过后宏观政策常态化过程中会不会过快收紧，甚至出现“政策悬崖”。对此，中央经济工作会议一锤定音：“不急转弯”。宏观政策正常化过程会是渐进的，视经济恢复程度而定的。

2.1. 更可持续、保持强度的积极财政政策

中央经济工作会议对财政政策的表述是：

“积极的财政政策要提质增效、**更可持续，保持适度支出强度**，增强国家重大战略任务财力保障，在促进科技创新、加快经济结构调整、调节收入分配上主动作为，抓实化解地方政府隐性债务风险工作，党政机关要坚持过紧日子”。

财政政策的基调不变，还是“积极”，会保持**适度的**支出强度；同时，也强调更可持续，**量入为出、不会过度刺激**。

2.2 灵活精准、合理适度的稳健货币政策

中央经济工作会议对货币政策的表述是：

“稳健的货币政策要灵活精准、合理适度，保持**货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配**，保持**宏观杠杆率基本稳定**，处理好恢复经济和防范风险关系，多渠道补充银行资本金，完善债券市场法制，加大对

科技创新、小微企业、绿色发展的金融支持，深化利率汇率市场化改革，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定”。

货币政策的基调不变，还是“稳健”；与财政政策一样，强调了“合理适度”，同时“灵活精准”。会议还用货币供应量、社会融资规模、宏观杠杆率三个指标对货币政策进行了定量描述，与近年来央行货币政策报告的描述基本一致：货币供应量、社会融资规模同名义经济增速基本匹配，而宏观杠杆率保持基本稳定。简而言之，**货币政策“稳杠杆”而非“去杠杆”。**

此外，值得注意的是，继 2017 年之后，在中央经济工作会议公告中再次提及“保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定”，显示出决策层对于今年 5 月份之后人民币快速升值的容忍度在下降。人民币升值的趋势未必改变，但速度和斜率或将放缓。

综上，无论是财政政策、还是货币政策，基调都是“适度”，虽然疫情非常时期的宽松肯定要退出，但不会“急转弯”，不会出现“政策悬崖”。只有显著的“经济进”，才会有显著的“政策退”。

3. 内外回暖：宏观总需求结构的视角

中央经济工作会议明确提出，“坚持扩大内需这个战略基点。形成强大国内市场是构建新发展格局的重要支撑”。明年扩大内需基本没有什么悬念，尤其是扩大消费需求的趋势非常明确，投资需求也具有很强的韧性。疫苗开始推广后外需逐步回暖也是明确的，但目前市场担心出口份额转移可能导致出口大幅走弱，对此仍有一定的争论。

以下，我们对总需求“三驾马车”消费、投资、出口分别进行分析和展望。

3.1. 扩大消费

中央经济工作会议明确指出，“扩大消费最根本的是促进就业，完善社保，优化收入分配结构，扩大中等收入群体，扎实推进共同富裕。”从宏观角度来看，消费需求主要取决于居民可支配收入、边际消费（储蓄）倾向。就业、收入分配结构、社保等，决定了居民可支配收入和边际消费（储蓄）倾向。因此，中央经济工作会议提出的这几点无疑是扩大消费的根本之策；

都是着眼长远的改革措施，是之前政治局会议“需求侧改革”的题中之义。2021 年，就业、社保、收入分配等领域的改革新举措值得期待。

除了上述扩大消费的长远根本之策，中央经济工作会议还提出“有序取消一些行政性限制消费购买的规定，充分挖掘县乡消费潜力”，“合理增加公共消费，提高教育、医疗、养老、育幼等公共服务支出效率”。所谓“行政性限制消费购买的规定”，一个很重要的体现是在汽车的消费购买上。有序取消这些行政性限制，无疑会在短期内对扩大消费起到立竿见影的效果。“提高教育、医疗、养老、育幼等公共服务支出效率”，例如近期医疗器械、抗癌特效药等医保集采，就是提高医疗公共服务支出效率的重要举措，可以合理增加老百姓的医疗公共消费。

此外，疫情冲击过后，经济恢复常态化，即使不考虑上述改革及促销费的政策措施，明年居民的消费意愿也应当比 2020 年有所增强，尤其是在部分受疫情冲击较大的消费领域，即所谓的“补偿性消费”（也有人称之为“报复性消费”）。对于是否存在“补偿性消费”，市场有很多争议。我们认为有证据证明是存在的。例如，疫情受控初期，粮油食品（必选消费品）3-6 月单月增速均值达 14.8%。再比如，三季度至四季度，汽车（可选消费品）7-10 月单月增速均值达 11.8%。因此，有理由期待，2021 年疫苗大面积接种后，服务消费（如旅游、餐饮、娱乐休闲等）可能会出现一轮比较集中的“补偿性消费”。

总之，在“需求侧改革”、“补偿性消费”等合力作用下，2021 年消费需求增速扩大是比较明确的。

3.2. 增强投资增长后劲

中央经济工作会议对于明年投资需求总的定调是，“要增强投资增长后劲，继续发挥关键作用”。

在投资主体上，“要发挥中央预算内投资在外溢性强、社会效益高领域的引导和撬动作用。激发全社会投资活力”。

在投资方向上，“要大力发展数字经济，加大**新型基础设施投资**力度。要扩大**制造业设备更新和技术改造投资**。要实施城市更新行动，推进**城镇老**

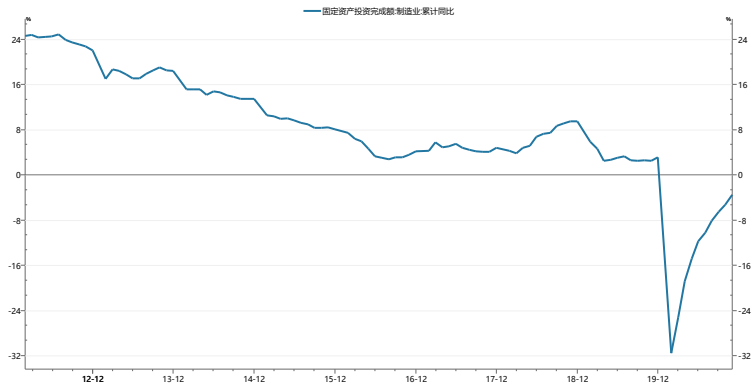
旧小区改造，建设**现代物流体系**。”此外，会议强调“要加强统一规划和宏观指导，统筹好产业布局，避免新兴产业重复建设”。

以上表述中，总的定调关于“后劲”的提法，显然立足长远，不急于一时。在投资方向上，对于固定资产投资的三个主要领域：基建投资、制造业投资、房地产投资都有所涉及，但没有面面俱到，而是突出重点。在基建投资上，主要是加大“新基建”的投资力度，没有提及“旧基建”；在制造业固定资产投资上，主要是扩大设备更新和技术改造投资，没有提制造业厂房投资；在房地产投资上，主要是推进城镇老旧小区改造投资，没有提及“棚改”。

3.2.1 制造业投资

自 2011 年见顶以来，制造业固定资产投资增速处于 2008 年金融危机之后的中周期下行趋势中，2016 年降至 3%以下；2017 年尤其是 2018 年出现了明显的反弹，一度达到 2018 年底的 9%左右；而 2019 年再度快速下行至 3%以下。2020 年制造业固定资产投资同比负增长，甚至在 2 月份录得了-31.5%的极端值。

图表 1：制造业固定资产投资增速（2012-2020）



数据来源：Wind，弘业期货

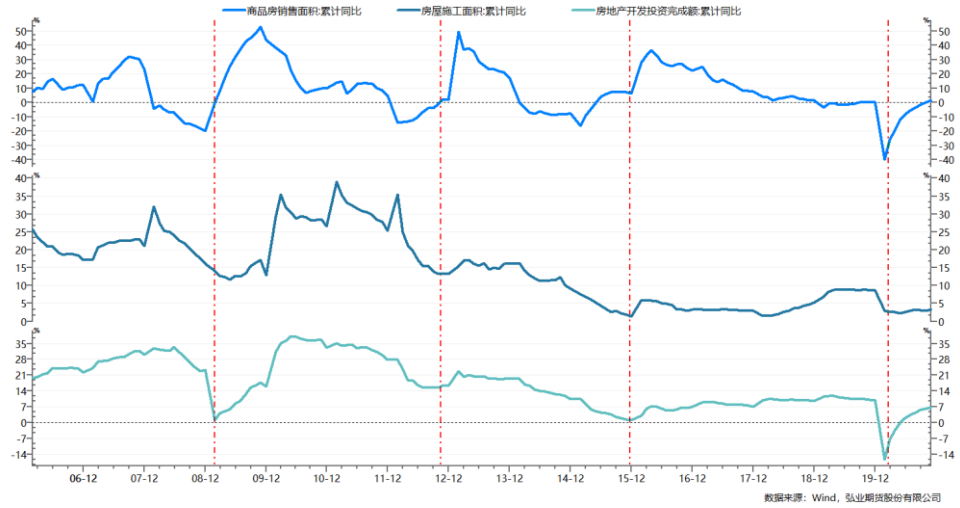
我们认为，经过供给侧改革去产能（尤其是 2016-2017 年），制造业的产能过剩状况得到极大改善，市场接近出清，制造业新的固定资产投资周期蠢蠢欲动；2018 年中美贸易战环境下制造业投资增速反弹即是证明。2019 年企业对于中美贸易摩擦的长期性有了新的、充分的认识，制造业固定资产投资心态谨慎，增速再次探底。2020 年受疫情影响，制造业固定资产投资同

比负增长。在市场出清、2021 年全球经济共振复苏的背景下，2021 年制造业固定资产投资有望开启新的周期性增长，而且由于 2020 年的低基数，同比增速可能会显得很高。

3.2.2 房地产投资

我们采用销售面积、施工面积、房地产开发投资增速 3 类指标来描述房地产市场。

图表 2：房地产短周期（2007-2019）



数据来源：Wind，弘业期货

自 2009 年以来，房地产市场经历了大约 4 轮短周期，每轮短周期 3 年左右。目前正处于第 5 轮短周期的上升期。前 2 轮周期波动峰谷比较明显，第 3 轮短周期波动减弱，第 4 轮短周期在前期波动非常小，只是疫情冲击下第 4 轮短周期以快速回落结束。

展望明年，中央经济工作会议继续强调“房住不炒”、叠加宏观政策“不急转弯”，房地产投资不会大幅增长，也难以大幅回落。低基数效应下，2-4 月份房地产投资增速可能会显得很高，5 月份之后同比增速回落，呈现所谓“前高后低”。撇开 2-4 月份低基数造成的扭曲，5 月份之后房地产投资的实际波动可能会比较小，有望继续保持近几年所展现出的韧性。

3.2.3 基建投资

基建投资历来是逆周期调节的重要政策工具，尤其是 2008 年金融危机以来表现得尤其明显。在经济复苏的大背景下，明年基建投资没有大幅增长的必要性。

图表 3：基建投资（2004-2020）



数据来源：Wind，弘业期货

中央经济工作会议对于财政政策强调“更可持续”，对于基建投资也只重点提了“新型基础设施建设”。目前“新基建”在基建投资中的占比还比较小，加大新基建的投资力度，对于整体基建投资的增速影响还不是很大。因此，明年基建投资的增速不会很高，可能保持在近两年的增速 3%-5%附近。

3.3. 外需复苏与份额转移

2020 年的出口增速屡屡超出市场预期，无疑是全年经济的一大亮点。在外需受疫情冲击严重下滑的背景下，今年出口增速的上升，主要是因为海外的供给受疫情冲击下滑更严重，总需求的蛋糕小了，但中国在其中所占的份额大幅上升了。疫情之下，全球主要经济体供应链普遍受到严重冲击；只有中国经济一枝独秀。5 月份中国复工复产之后，中国出口占全球出口的份额迅速攀升到了近 20%左右的历史高位。市场普遍认为，东南亚、南亚、拉美等地区的供应链受到疫情严重冲击，制造业出口份额下滑严重，相当多的订单转移到了中国。尤其是劳动密集型的纺织服装等行业，中国三季度织机开工率重回历史新高，得益于东南亚、南亚等纺织服装出口订单向中国的转移。

正因为如此，市场有一种担忧，明年海外供给修复后，中国出口的份额将下降，因此担忧明年中国的出口会大幅走弱。

对此我们认为，出口份额下降是没有疑问的，但是出口增速未必一定大幅走弱。理由是，不应该忽略外需的强劲复苏所带来的全球贸易总量的回升；

最终的出口增速，取决于外需复苏回升与出口份额下降二者的综合效应。换而言之，今年出口的超预期增长，是全球总需求蛋糕变小、中国获得的蛋糕份额变大二者的综合效应。对于明年，全球总需求蛋糕变大、中国获得的蛋糕份额变小，二者的综合效应如何，仍有待观察。

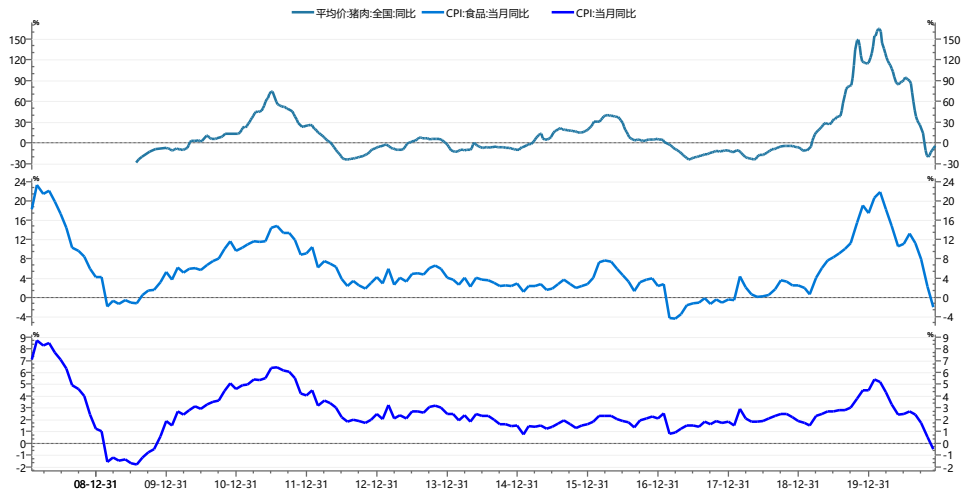
总之，从需求侧结构来看，2021 年在双循环的新发展格局下，扩大内需尤其是扩大消费是确定的，投资需求中制造业设备投资有望走上行周期、基建和房地产投资基本持稳；外需共振复苏的背景下，出口份额的下滑并不必然导致出口增速大幅走弱。中国经济走出疫情危机后，2021 年有望继续走向复苏。

4. 通胀隐现：宏观总价格水平的视角

我们以 CPI 和 PPI 两个指标来共同研判宏观总价格水平。

4.1. CPI 通胀无忧

图表 4：CPI 同比与猪肉价格同比（2008-2020）



数据来源：Wind，弘业期货

2019 年开始的猪周期于 2020 年初见顶；在能繁母猪、生猪产能恢复的大背景下，2021 年猪价大概率继续下行。由于食品价格在 CPI 中占权重较高，而食品当中猪肉和蔬菜水果的波动相对于粮食而言波动更大，因此猪肉和蔬菜水果的价格与 CPI 走势相关度较高，尤其是猪肉占比较大，猪肉价格

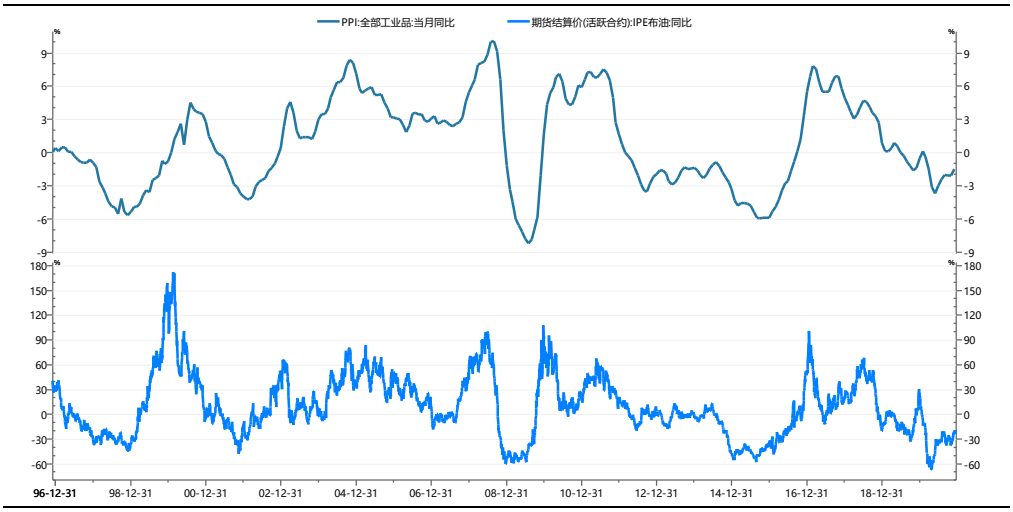
同比与 CPI 同比之间从中周期来看的相关性较高。因此，我们预计 2021 年 CPI 同比增速可能仍然偏弱。

不过，按照“五年一大调、一年一小调”的制度惯例，国家统计局将在 2021 年对 CPI 的构成权重进行调整，猪肉价格在 CPI 的权重可能会有所下降。若此，CPI 同比增速会比调整前表现偏强。

4.2. PPI 通胀隐现

原油价格与 PPI 从长期来看的相关性较高。2018 年 4 季度原油价格一度快速下跌，低基数效应下，原油价格同比增速于 2019 年 4 季度摆脱了前 3 个季度的同比负增长、快速上行至 0 以上，PPI 同比的下行态势有所趋缓。2020 年新冠疫情冲击之下，国际油价大幅下跌，PPI 同比也出现了一波快速下行。随着原油价格的止跌回升，PPI 同比也相应回升至，目前仍处于 0 轴下方。

图表 5：PPI 同比与原油价格同比（1998-2019）



数据来源：Wind，弘业期货

2021 年，随着疫苗的推广，全球主要经济体复工复产，原油需求将持续回暖，国际油价易涨难跌，大宗商品价格可能偏强运行；PPI 同比可能将彻底摆脱 2016 年末、2017 年初以来的下行趋势，回升至 0 轴上方。考虑到疫情期间美联储为首的主要央行释放了天量流动性，不排除明后年通胀超预期的可能性。

总之，从 CPI 来看，似乎不必担忧通胀；但从 PPI 来看，通胀若隐若现，甚至不排除超预期的可能。考虑到 CPI 的构成当中猪肉价格权重较高，相对而言 PPI 对货币政策的参考价值可能相对较大一些；因此对于明年 PPI 通胀的可能性，需要保持高度警惕。

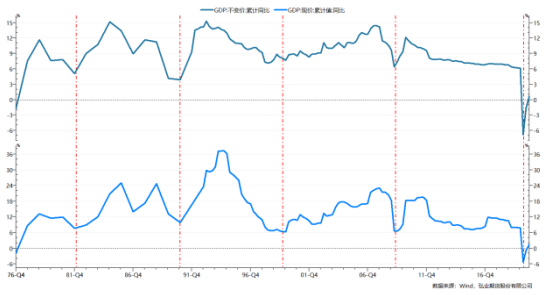
5. 复苏共振：宏观经济周期的视角

2020 年全球新冠疫情危机强烈的重塑了全球各国的经济周期，天然的成为各国经济周期的分界线。

5.1. 经济中周期

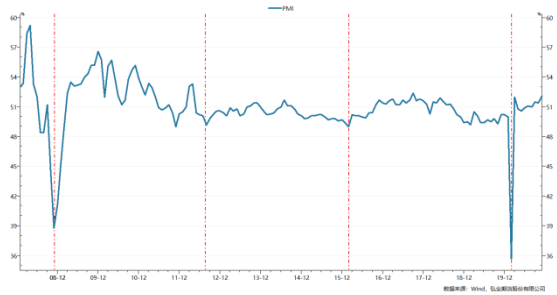
本文以 GDP 同比增速指标用“谷-谷”法划分经济中周期。自 1976 年至今，中国经济可以划分为 5 轮中周期，每轮周期 5-11 年，平均 7-8 年。2008 年金融危机之后，2009 年开始的一轮中周期，最终在 2020 年一季度新冠疫情危机中宣告结束。自 2020 年 2 季度以来，中国经济已经在全球率先开启了新一轮经济中周期的复苏阶段。2021 年，全球经济将迎来疫情危机之后的复苏共振。

图表 6：中国经济中周期划分（1976-2020）



数据来源：Wind，弘业期货

图表 7：中国经济短周期划分（2008-2020）



数据来源：Wind，弘业期货

5.2. 经济短周期

我们以制造业 PMI 来衡量经济短周期。自 2009 年中周期以来，可以划分为 3 轮半 PMI 短周期，一轮短周期时长 3-5 年，上升、下降的半周期大约 1-2 年，平均 1.5 年左右。2016 年初至 2020 年一季度可以视为“谷-谷”法的一轮 PMI 短周期。

自 2020 年 2 季度以来，中国经济率先从疫情冲击当中走向复工复产，制造业 PMI 迅速回升。从简单的经验法则来看，2021 年 PMI 短周期仍有望继续回升，2021 年 4 季度、最晚 2022 年上半年可能是制造业 PMI 短周期见顶期。新一轮短周期的具体时间长度，主要取决于 2021 年经济复苏的力度、通胀形势，以及由此所带来的货币政策变动。

由于今年疫情冲击造成的低基数，明年多数宏观经济指标会显得“前高后低”，这基本上没有什么悬念。因此，相比于 2-4 月份的“前高”，我们更关注 5 月份之后的“后低”。相比于 2-4 月份的超高增速来说，5 月份之后的肯定是显得低的。但是，撇开疫情造成的低基数，从常态化的角度来看，5 月份之后的增速可能会达到近年来的平均水平。考虑到“新常态”下中国经济的潜在增速已经趋势性下移，实际增速若能达到近年平均水平，仍然意味着周期的复苏上行。

总之，从简单的经验法则判断，无论是中周期还是短周期，中国经济 2021 年都大概率处于复苏阶段。

6. 宏观经济概述及大类资产配置建议

6.1. 宏观经济概述

前文从长期经济发展格局、短期宏观经济政策、宏观总需求结构、宏观总价格水平、宏观经济周期等五个视角，对 2021 年中国宏观经济进行了展望。

从**长期经济发展格局的视角**来看，明年重点是“迈好构建双循环新发展格局的第一步”。

从**短期宏观经济政策的视角**来看，明年宏观政策会保持连续性、稳定性、可持续性，保持对经济恢复的必要支持力度，政策操作上“不急转弯”。

从**宏观总需求结构的视角**来看，2021 年在构建“双循环新发展格局”背景下，扩大内需尤其是扩大消费是确定的，投资需求中制造业设备投资有望走上行周期、基建和房地产投资基本持稳；外需共振复苏，出口份额的下滑并不必然导致出口增速大幅走弱。中国经济在全球率先走出疫情危机后，2021 年继续走向复苏。

从**宏观总价格水平的视角**来看，CPI 同比仍有望保持低位、似乎不必担忧通胀；但从 PPI 来看，通胀已经若隐若现，甚至不排除超预期的可能。

从**宏观经济周期的视角**来看，无论是中周期还是短周期，中国经济 2021 年都大概率处于复苏阶段。

6.2 大类资产配置建议

根据宏观经济与大类资产表现之间的映射关系，对 2021 年**大类资产表现展望**如下：

股票将在大类资产中表现较优，尤其是顺周期类的相关行业板块，有望成为阶段性行情主线；而科技成长类行业是本轮长期结构性慢牛行情的主线，在近几个月的波段调整之后，明年有望再度表现出色；大消费相关行业尽管近两年涨幅较大，估值消化需要时间，但大消费类行业长期趋势向好、穿越牛熊，即使出现暂时休整，也会是强势休整，行业内表现超预期的优质个股仍将持续上涨。

大宗商品表现次之。经济复苏前期大宗商品的需求回暖带动产能利用率提升，价格涨幅相对温和；而到了复苏后期乃至过热期才会是大宗商品表现最佳的时期。

利率债表现相对较差。经济复苏、通胀回暖、货币政策边际收紧，利率债难以有好的表现，行情可能由当前的熊平转向熊陡。在经济增长不及预期、通胀不及预期、国际市场避险情绪上升等个别时期或许有短期反弹，但难以形成中期上涨趋势，至多转入中期震荡。而一旦经济增长或通胀超预期，利率债表现将更差。

人民币汇率升值趋势放缓。决策层对于人民币快速升值的容忍度可能在下降；人民币升值的趋势未必改变，但速度和斜率将放缓。

基于上述分析，2021 年**大类资产配置策略建议**如下：

增加股票类资产配置权重，尤其是增加顺周期类、科技类行业的配置权重，立足更长周期可继续配置大消费类行业；适当配置大宗商品；利率债权重不宜过高，尤其是谨慎对待中长久期利率债。进口企业等用汇主体可抓住有利时机锁汇。

风险因素：疫苗有效性风险、地缘政治风险等。

过往不泣，未来不惧

——国债期货 2020-2021 年度报告

摘要：

2020 注定是不平凡的一年，农历新年前夕，新冠疫情突然来袭。疫情发生以后，习近平总书记亲自指挥部署，多次作出重要指示批示。家成了抗击病毒的前沿阵地，全民一心向病毒发起进攻。由于疫情给社会生活按下了“暂停键”，经济形势急剧恶化。在经济下行和恐慌情绪共同作用下，国债收益率大幅下行，国债期货不断冲高。为应对疫情的冲击，逆周期调控政策不断加码，经济逐步企稳回升。同时，疫情防控取得阶段性胜利，政策开始回归常态化，国债收益率开始调整，国债期货转而下行。

2021 年，在基数效应的作用下，GDP 增速前高后低已成为市场一致预期。制造业继续改善，基建面临一定压力，地产仍保持韧劲，通胀压力整体可控，但通胀预期不容忽视。货币政策相机抉择，财政政策回归常态。债券发行总量回落，压力有所减缓。债务风险问题需要关注。此外，美国将开启一轮新的政治周期，对市场的扰动依旧。在全球环境复杂严峻，存在诸多不稳定性和不确定性的背景下，债券市场的扰动因素也变得更加复杂。2021 年，国债期货全年以震荡为主，波动较 2020 收敛，整体料相对温和，把握波段机会。2020 年即将过去，过往无需过度纠结，但需回顾与反思。未来也无需惧怕，总结历史经验，以好的心态迎接 2021 的到来。

正文

1. 回首 2020

2020 年，国债收益率呈现 V 字形走势。2020 年 1-4 月由于新冠疫情的冲击、央行综合运用降准、中期借贷便利、再贷款、再贴现等工具投放中长期流动性，在货币政策宽松加码等因素的影响之下，国债收益率明显回落，国债期货不断冲高。10 年期国债收益率在 4 月下探至 2.48%的低位。4 月底，随着国内经济修复预期、货币政策边际放缓、债券供给放量、资金中枢提高，现券利率转而向上，国债期货快速下行。10 年期国债收益率最高到达 3.35%。

图 1：国债收益率呈现“V”型



数据来源：Wind，弘业期货

图 2：10 年国债期货“先上后下”

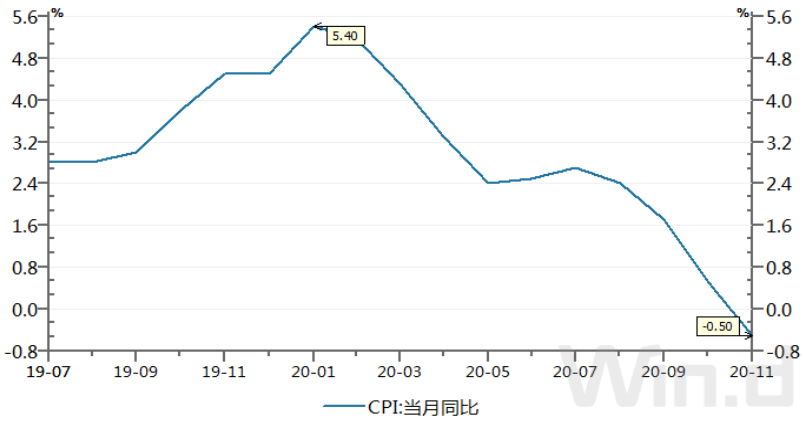


数据来源：Wind，弘业期货

2020 年央行元旦发布降准公告，于 1 月 6 日调节金融机构存款准备金率 0.5 个百分点，释放长期资金约 8000 亿元。央行全面降准，并加大跨年资金投放。美国和伊朗的摩擦引发中东地缘政治紧张局势不断升级，推动市场避险情绪升温，国债收益率震荡下行，国债期货不断走高。在经历长期的协商之后，中美第一阶段贸易协议终于正式签署，市场以愉悦的心态迎接农历新年的到来。

未曾想到的是一场将会席卷全球的疫情悄然而至。突如其来且百年未有的重大疫情给社会生活按下了“暂停键”。疫情发生以后，习近平总书记亲自指挥部署，多次作出重要指示批示。在新冠疫情影响下金融市场延迟一周开市。为了应对金融市场的流动性冲击，央行在开市前预告将进行 1.2 万亿元公开市场逆回购投放。开市当日，央行在进行逆回购操作时，分别下调 7 天期和 14 天期逆回购利率各 10BP。春节休市期间市场压抑的情绪在开市首日得到宣泄。10 年国债收益率下行 15BP，10 年国债期货大涨 1.37%。之后公布的 CPI 数据“破 5”给国债期货带来一些打击，叠加传闻 MPA 中房地产信贷考核调整，期债有所回调。在国内疫情出现明显向好的情况下，海外疫情却开始扩散，带动全球市场恐慌情绪升温，成为了第二波国债期货上行的主要推动力。为应对疫情爆发，美联储非常规降息 50BP。市场认为美联储紧急操作是在暗示美国经济风险压力，美债收益率不断创新低。随后海外市场流动性出现问题，美联储降息至零利率并推出 QE 计划。

图 3：CPI 数据“破 5”



数据来源：Wind，弘业期货

3 月 16 日央行进行普惠金融定向降准，同时对股份制商业银行额外降准 1 个百分点用于发放普惠金融领域贷款。3 月 30 日，受季末因素的影响，资金面有所收紧。央行下调 7 天期逆回购利率 20BP。本来下调逆回购利率，而且幅度不小，应该对期债利好。然而在当时的环境和时间点上，逆回购利率下调引发市场对于存款基准利率调降落空的担忧，国债期货一度直线拉升后快速回吐所有涨幅。不过央行货币政策委员会委员、清华大学金融与发展研究中心主任马骏表示，此次下调标志着人民银行进一步加大逆周期调节力度。31 日关于座谈会上的“建议今年不再设定 GDP 增长目标”，市场对经济基本面悲观预期再起，推动 2 年和 5 年期债再创新高。

4 月，国新办发布会上的“存款利率是利率体系里的一个‘压舱石’”的表述，让前期市场一直预期的存款基准利率下调落空。然而出乎意料的是，央行突然放出大招“定降+超额存款准备金率”调整。尽管离上一次降准时隔 20 余天，但是超额存款准备金利率的下调却是 12 年来首次。央行的本意是调降超额准备金率倒逼商业银行进行信贷投放，意在引导实体利率下行。不过超额存款准备金利率的下调，也为隔夜资金利率打开下行空间。

5 月，国内疫情逐步得到控制，经济基本面开始修复，而且利率债供给压力较大，创历史单月最大供给。流动性较之前相比有所收紧，资金价格持续上行。市场对债券供给担忧叠加市场期望的货币进一步宽松未出现开始压制期债的表现。2020 年政府工作报告没有提及全年经济增速具体目标，并表示抗疫特别国债发行规模为 1 万亿，给予市场一定的喘息机会。中美之间的大国博弈并未因为第一阶段贸易协定签署而结束，仍然是债市需要关注的扰动因素。

6 月，央行创设两个直达实体经济的货币政策工具，市场对于创新工具的解读存在分歧。国内经济延续修复态势，贸易摩擦带来的扰动依旧，而美国出现新冠疫情反弹迹象，美股暴跌油价重挫。两会时提及的“降准”未出现，国常会又再次传递“降准”信号。6 月 18 日，在第十二届陆家嘴论坛上，刘鹤副总理和一行两会罕见同台发声，市场宽松预期开始转变。由于处在半年时间点上，央行启动 14 天期逆回购操作提前满足市场跨半年末流动性需求，以稳定市场预期。一篇署名为“余初心”的文章的出现还是使得市

场情变得低落。月末，央行宣布将下调再贴现再贷款利率，不过对期债利好有限。

图 4：股债“跷跷板”



数据来源：Wind，弘业期货

图 5：上证指数



图 6：10 年国债期货



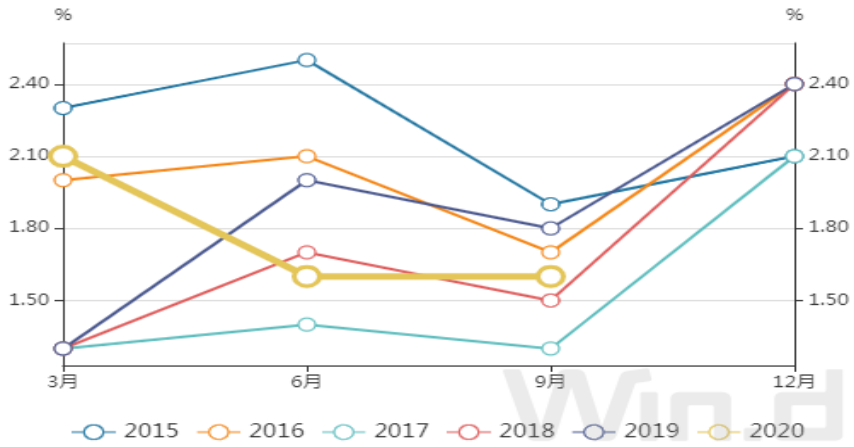
数据来源：Wind，弘业期货

7 月，国内经济修复加速推进，市场对经济基本面复苏预期乐观。6 月已经开始启动的抗疫特别国债，财政部要求在 7 月底之前发行完毕，这导致大量一般国债和地方债为特别国债让路从而推迟发行，市场对后续供给压力忧心。虽然股债大多数时候呈反向变动，但是股债跷跷板并非总是存在，有时候也会呈现“双杀””双牛”。7 月初股债“跷跷板”效应明显，伴随着股

市快速上涨，国债期货一路下跌。7 月中旬，股市结束了快速上涨行情，国债期货在中美关系紧张，避险情绪的推动下开始反弹。7 月底，财政部表示，力争 10 月底发完专项债。随后的政治局会议，货币政策从“稳健”转变为“更加灵活适度、精准导向”。

8 月公布的数据多不及预期，经济修复斜率有所放缓。流动性方面，央行通过大量逆回购投放及加量续作 MLF，维持资金面相对稳定的态势，流动性环境维持紧平衡。由于超储率偏低、缴税缴款因素的影响，资金利率中枢有所续升。8 月中下旬，资金面的紧张还是给市场带来了冲击，国债期货从 8 月中下旬开始一路下跌。14 天期逆回购工具的重启反倒让市场情绪更加紧张。14 天逆回购操作一般都是用于季末和春节期间，维稳特殊时点的资金面。当 14 天逆回购出现在 8 月的时候，市场就猜想不断，央行此举是否意在锁短放长、抬高资金利率，变相加息。

图 7：超储率偏低

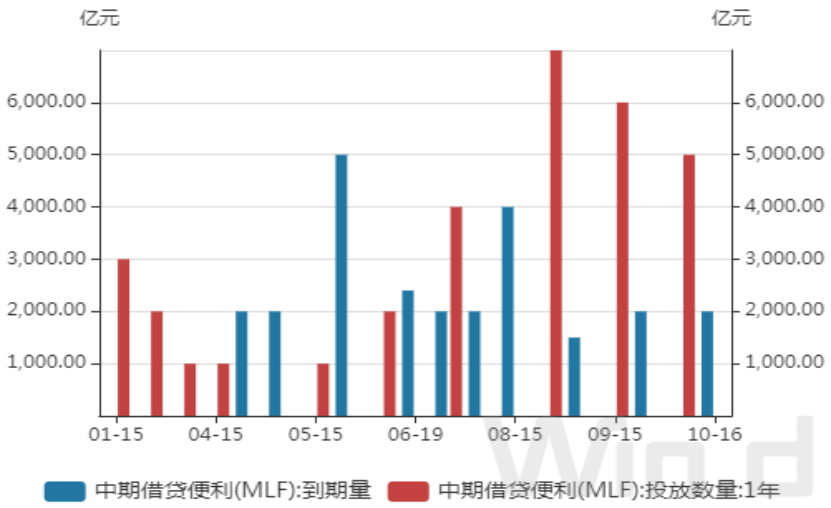


数据来源：Wind，弘业期货

9 月，国债期货呈现震荡态势。刚进入 9 月央行就开始在公开市场净回笼，传递出不想进一步宽松的信号，市场不安的情绪推着国债收益率上行，突破 3.1%关口，并一度达到 3.16%。随着央行超额续作 4000 亿 MLF，市场悲观情绪有所改善。加上海外市场的影响，避险情绪有所上升。9 月 25 日，富时罗素宣布将中国国债纳入富时罗素全球政府债券指数（WGBI），将于明年 10 月生效。到目前为止，全球三大主流指数均已将中国债券纳入其中。

自 2019 年中国债市纳入全球重要债券指数之后，境外机构买盘力量明显走高。

图 8： MLF 超额投放



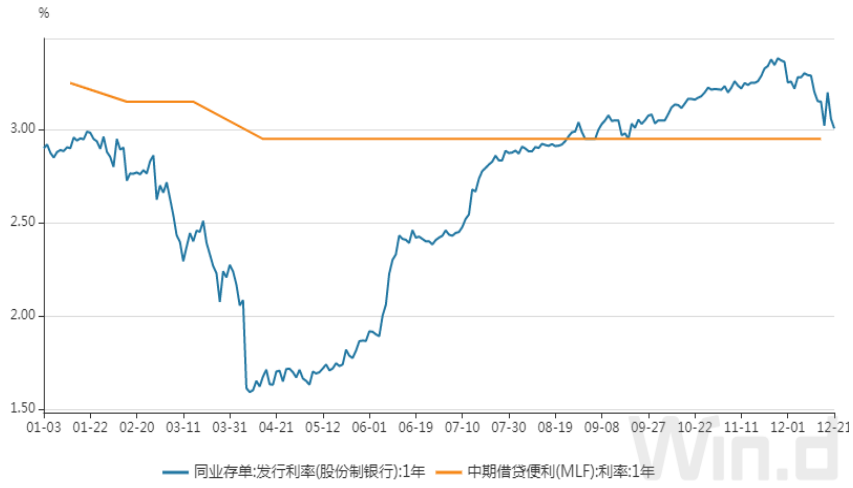
数据来源：Wind，弘业期货

由于国庆假期因素，10 月的交易日较少。今年国庆和中秋假期叠加，节日气氛浓厚，假期间旅游业出现明显恢复。在全国人民欢度“双节”期间，海外市场并不平静。欧美新冠疫情新增病例数持续上升，特朗普确认感染新冠，不过很快特朗普病情好转，市场风险偏好回升，不仅推动美债收益率上行，也给美国大选增加了不确定性。12 日，央行将远期售汇业务的外汇风险准备金率从 20%下调为 0。19 日公布的三季度 GDP 及 9 月经济数据，仅第三季度 GDP 增长低于预期，而且在当时资金面较为紧张的情况，期债却表现出不一般的“韧劲”。一方面是经济增长预期的变化，另一方面是期债在长时间的下跌后，开始“抢反弹”。

11 月的焦点当属“美国大选”和“信用冲击”。 11 月 3 日是美国全国选民的投票日，美国内部分裂严重，选情十分焦灼，大选的情况成为当时全球市场风险偏好的一个关键变量，而且 “中国牌”一直都是特朗普政府的选择，所以美国大选就成了市场关注的重点。美国大选犹豫一部“美国大片”，剧情波折且轰轰烈烈，带动着市场情绪不断变化。继 10 月底，拥有“AAA”主体评级，省属国企华晨违约后，11 月 10 日， 同样为“AAA”信用等级的永煤发生实质性违约，引起了信用债市场巨震，进而波及到整个债市。直到 11 月 22 日，金融委第四十三次会议上“严厉处罚各种逃废债行为”的定

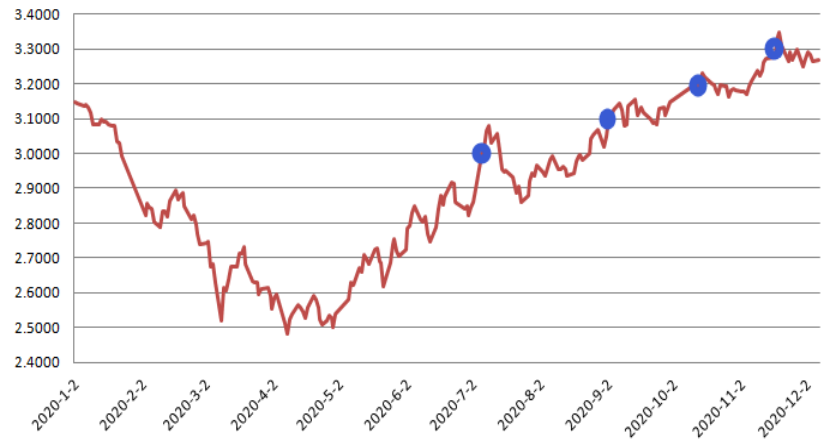
调，终于给当时债券市场惶惶不安的各方参与者吃了颗定心丸。由于“AAA”评级的国企频频出险，投资者们对于国企债券投资“信仰”逻辑也开始重塑。

图 9：存单利率冲高企稳



数据来源：Wind，弘业期货

图 10： 10YTM 不断突破年内高点



数据来源：Wind，弘业期货

12 月，压制债市表现的存单利率开始回落，此前结构性存款压缩，存单“量价齐升”。为缓解信用风险事件的冲击带来的流动性风险，央行在 11 月 30 日超常规的进行 MLF 操作。2020 年以来，央行仅在每月 15 日前后进行 MLF 操作，以强化了其作为 LPR 报价指引的定位。央行意外开展 MLF 不仅在情绪上对债市有所提振，而且覆盖 12 月初公开市场的到期。15 日，央行进行 9500 亿 MLF 投放，连续第 5 个月超额续作 MLF，且成为 MLF 史上

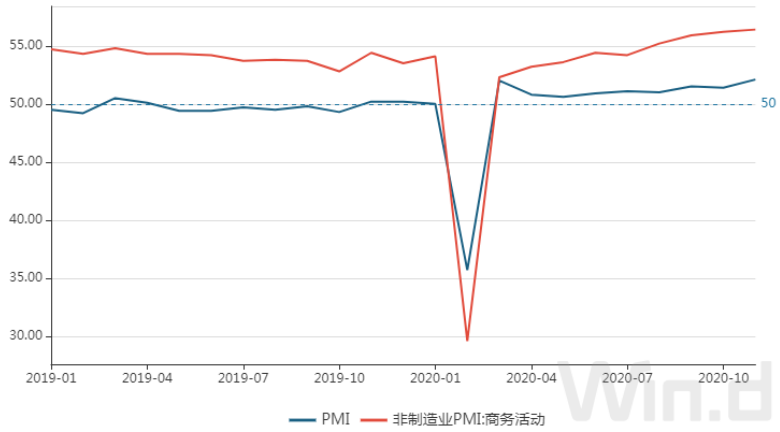
单日规模最大操作。在央行贴心的呵护下，流动性保持稳定，信用债违约带来的波动缓和，流动性风险有所缓解。

2. 展望 2021

2.1. 经济基本面：经济渐进修复

2020 注定是不平凡的一年，农历新年前夕，新冠疫情突然来袭。一般春节是餐饮住宿、旅游交通、饮食娱乐等行业的黄金时期，但今年新型冠状病毒引起的肺炎疫情发生在春节期间，全国各地取消聚集性的活动，实施交通管控，全民居家抗疫。受到疫情的影响，居民消费意愿减弱，而春节延期开工也对产出带来影响。为了抑制疫情所造成的成本都对一季度经济增长形成拖累。2 月公布的官方制造业 PMI 为 35.7%，非制造业 PMI 录得 29.6%，而一季度 GDP 增速出现罕见的负增长为-6.8%，经济形势呈现急剧恶化的情况。

图 11： PMI 急剧回落

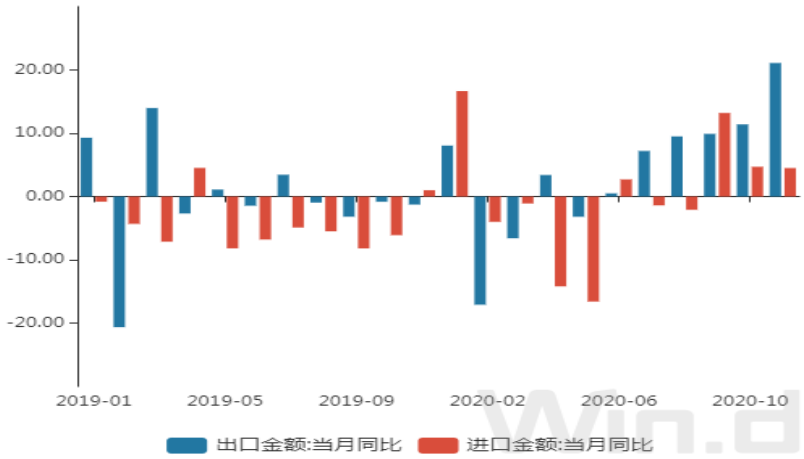


数据来源：Wind，弘业期货

新冠肺炎是百年来影响范围最广的全球性疫情。疫情暴发初期新冠常被与“非典”进行相比，然而新冠病毒的传染性更强、致病率更高。在经济下行压力和市场恐慌情绪的共同驱动下，债市收益率出现快速下行。尽管疫情给中国经济带来较大下行压力，但是在有效抗击疫情措施下，中国在短时期内

控制住了疫情。随着复工复产的持续推进，逆周期调控政策效果显现，经济开始企稳回升，GDP 同比增速由负转正。

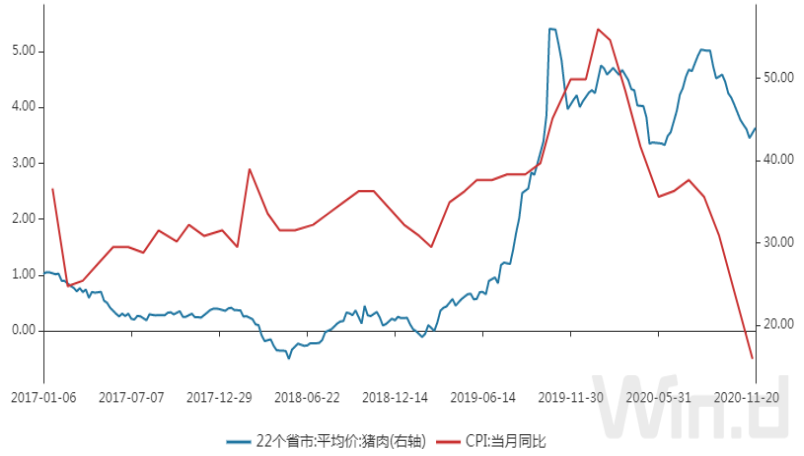
图 12：进出口贸易走势



数据来源：Wind，弘业期货

2020 年出口的表现完全超出了市场预期。由于全球疫情蔓延，而我国率先控住疫情，海外一些疫情严重的国家对于防疫物资、医疗设备等需求拉动出口增速。2021 年，出口方面仍存有支撑，但是随着疫苗的普及，海外经济逐步恢复，出口方面同样存在制约。进口在全球疫情得到有效控制后将会有所改善。此外，还要关注中美第一阶段贸易协定的执行情况。RCEP 的落地降低了全球贸易的不确定性，也将会为中国外贸提供相对的稳定性。

图 13：猪价推动 CPI



数据来源：Wind，弘业期货

依然记得 2019 年 10 月，高频数据显示的猪肉价格环比涨幅大超预期，市场上关于 CPI“破 4”，甚至“破 5”的声音不绝于耳。而这一轮的猪价暴涨远非历史可比，上涨的幅度远远超过历次猪价高点，猪肉价格现出“疯涨”。随着猪肉供需的改善，8 月以来猪肉价格持续回落。不论是去年还是今年猪肉价格大幅波动对 CPI 影响仍然是“一枝独秀”。CPI 按照“5 年大调，1 年小调”的原则进行基期轮换，上一次调整是 2016 年。从趋势上来看，食品权重不断的下调，而服务权重不断的上升。需要注意的是，虽然 11 月 PPI 同比仍然处于负区间，但是环比转涨。随着国内经济稳步复苏，国外经济逐渐恢复，2021 年 PPI 趋于回升，尽管整体通胀压力可控，但通胀预期不容忽视。

2020 年，中美两国在应对疫情的政策上有所不同，美国侧重于“补居民”，而我国侧重于“补企业”，这主要是由于环境背景的不同。尽管我国疫情控制迅速，加快推进复工复产，但是居民消费情况仍旧不佳。在疫情影响淡化后，2021 年消费将会继续恢复。2021 年，制造业将继续改善，基建将面临一定压力。在“三条红线”政策调控和”房住不炒”基调下，地产无法持续乐观，但仍将保持韧劲。在基数效应下，2021 年国内经济增长将呈“前高后低”走势。随着国内国际双循环，经济将逐步迈向高质量发展。

2.2. 政策面：货币政策相机抉择，财政政策回归常态

2020 年，为应对疫情的冲击，货币政策更加灵活，财政政策更加积极有为，逆周期调节力度空前，债务规模和杠杆率出现阶段性上升，毕竟稳住基本面必要性毋容置疑。随着宏观经济复苏态势稳定，政策恢复将逐步常态化。其实在国内疫情得到有效控制后，货币政策已经开始回归正常化，遏制空转套利脱实向虚势头。不过当前经济仍在修复，并未达到收紧货币政策的条件。三季度货币政策执行报告姗姗来迟，重提“把握货币供应总闸门”和“不搞大水漫灌”，强调“不让市场缺钱，也不让市场的钱溢出来”，指出 “疫情冲击带来的金融风险存在一定时滞，未来不良贷款有上升压力”，提出“宏观杠杆率保持平稳，稳妥推进风险化解任务”。近期信用债违约引发信用收

缩，市场恐慌情绪上升，市场波动加大，为避免出现系统性风险，短期仍需央行“呵护”。

图 14:实体经济部门杠杆率

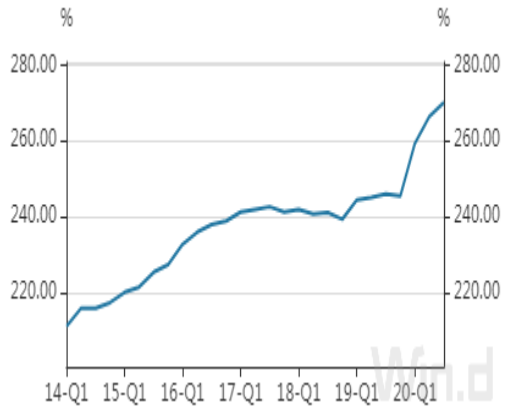


图 15:非金融企业部门杠杆率

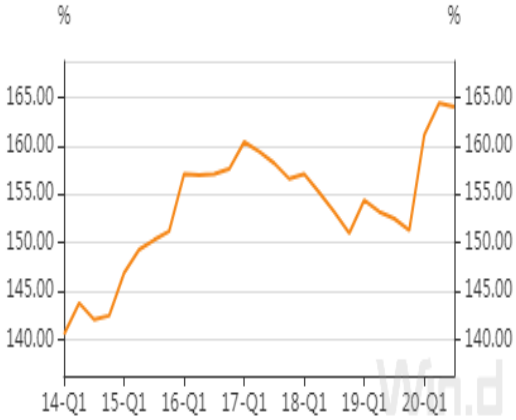


图 16:居民部门杠杆率

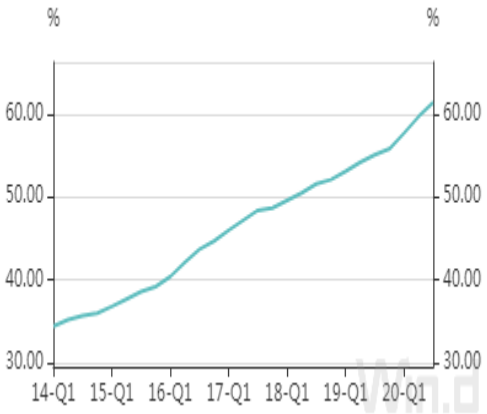
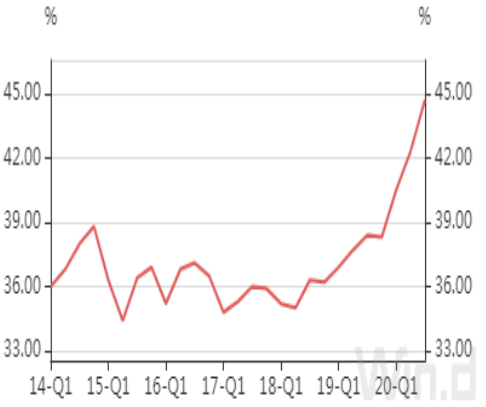


图 17:政府部门杠杆率



数据来源：WIND 弘业期货

2020 年 5 月，“构建国内国际双循环相互促进的新发展格局”首次提出。“两会”期间，习近平总书记再次强调，要“逐步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”。10 月，党的十九届五中全会通过的《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十四个五年规划和二〇三五年远景目标的建议》。

12 月，政治局会议分析研究 2021 年经济工作，可以说是中央经济工作会议的前奏。2015 年供给侧改革提出之后，政策强调供给端的调整。12 月的政治局会议提出的“需求侧改革”引人注目。12 月 18 日召开的中央经济工作会议，为 2021 年的宏观经济工作定调，对 2020 年的收官形势给予肯定的同时，提示内外部环境依然存在许多不确定性。会议提出，明年宏观政策

要保持连续性、稳定性、可持续性。要继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，保持对经济恢复的必要支持力度，政策操作上要更加精准有效，不急转弯，把握好政策时度效，以高质量发展为“十四五”开好局。

展望 2021 年，随着经济逐步恢复，宏观政策从逆周期对冲逐步转向“定向调控”。货币政策将在稳健的基础上更加灵活精准，在平衡政策目标中相机抉择，兼顾“稳杠杆”和“防风险”。财政政策回归常态，此前大幅提高的赤字率和地方政府专项债将会下调，特别国债料将退出。在国内大循环为主题，国内国际双循环背景下，政策对需求侧管理的关注度提升，将会形成供给侧和需求侧相互促进的更高水平动态平衡。

2.3. 债券供给：总量回落，压力缓解

2020 年，债券供给问题一度成为影响国债期货走势的主要因素之一。为对冲新冠肺炎疫情给中国经济带来的下行压力，原本积极的财政政策更加积极，中央和地方大幅提高支出力度。5 月，由于对债券供给压力的担忧，市场情绪趋于谨慎。之后“两会”确认，财政赤字率按 3.6%以上安排，财政赤字规模比去年增加 1 万亿元。为扩大有效投资，2020 年安排地方政府专项债券 3.75 万亿元，比 2019 年增加 1.6 万亿元，增加规模历年最高。此外，发行 1 万亿元抗疫特别国债。

根据财政部要求，抗疫特别国债从 6 月中旬开始发行，7 月底之前发行完毕，大量一般国债和地方债为特别国债推迟发行。在特别国债发行告一段落后，此前为特别国债“让路”的一般国债和地方债再次登场。2020 年，利率债发行规模大幅增加，国债是发行规模增加最多的品种。根据财政部公布的数据显示，今年新增一般债发行计划已完成 100%；1-11 月全国累计发行新增专项债券 3.55 万亿元，发行进度 95%，发行规模同比增加 1.42 万亿元，增长 67%；已发行专项债券资金已支出 3.32 万亿元，占发行规模的 94%。展望 2021，基于经济稳步复苏，财政政策回归常态，债券发行总量将回落，供给压力有望缓解。

2.4. 海外市场：扰动依旧

2020 年是美国大选年，四年来在特朗普“不按牌理出牌”的折磨下，全球各国都对美国大选报以极高的关注。目前美国大选结果已成定局，与特朗普不同的是，拜登支持多边自由贸易，对外将重回全球化立场。拜登当选意味着短期中美关系存在边际改善，但是从中美关系的中长期来看，这种改善有限。虽然对华的策略可能不同，但是对华压制的目标并不会有所改变。待拜登就职后将在财政和货币方面有所行动，这是关系到美国经济和全球市场情绪的变量之一，而实施的规模将受到美国国会控制权归属的影响。

当前海外仍深陷疫情泥潭之中，12 月 19 日全球新增确诊病例 61.62 万例，其中美国新增确诊病例 19.63 万例，截止目前，全球累计确诊 7629 万例，累计死亡 168.55 万例。2020 年全球经济增速深度下行，目前新冠肺炎疫苗取得重大进展。2021 年，伴随着疫苗投入使用并普及后，全球疫情将会得到有效控制，疫情对全球经济的负面影响缓解，全球主要经济体将会呈现修复，外部经济环境将会转好。在此过程中，不论海外的经济情况，还是中美关系变化，或者放大到国际关系发展，这些对国内债市的扰动是难以避免。

2.5. 期债后市展望

总的来看，2021 年 GDP 增速前高后低，货币和财政回归常态已形成市场一致预期。由于基数的效应，GDP 同比指标的效果有限。2020 年表现出超预期的出口，主要得益于中国疫情控制有效，经济在全球属于“一枝独秀”。在全球疫情负面消退，海外经济呈现修复态势，出口在存有支撑的同时也会面对压力。明年基建面临一定压力，制造业继续改善，地产仍保持韧劲，消费将继续恢复。通胀压力可控，但通胀预期不容忽视。债务风险是一个关注点，信用风波引发的流动性问题，需要货币政策针对性的给予支持。货币政策将在稳健的基础上相机抉择，财政政策在积极的基础上回归常态。而明年债券发行总量预计将回落，供给压力有望缓解。

当前海外债市利率仍处于较低水平，而我国债市利率已回到较高位置，中美债市利差处于相对较高水平，而且中国债券市场对外开放便利度持续提

升，更是加大中国债市对海外资金的吸引力。2021 年是我国现代化建设进程中具有特殊重要性的一年，是“十四五”开局之年。在国内大循环为主题，国内国际双循环新格局下，将会确保“十四五”开好局。美国将开启一轮新的政治周期，海外经济情况和国际关系发展对市场的扰动依旧。在全球环境复杂严峻，存在诸多不稳定性和不确定性的背景下，债券市场的扰动因素也变得更加复杂。展望 2021 年，国债期货全年以震荡为主，整体波动较 2020 收敛，表现料相对温和，把握波段机会。2020 年即将过去，过往无需过度纠结，但需回顾与反思。未来也无需惧怕，总结历史经验，以好的心态迎接 2021 的到来。

股指转弯不急，回归常态

——股指期货 2020-2021 年度报告

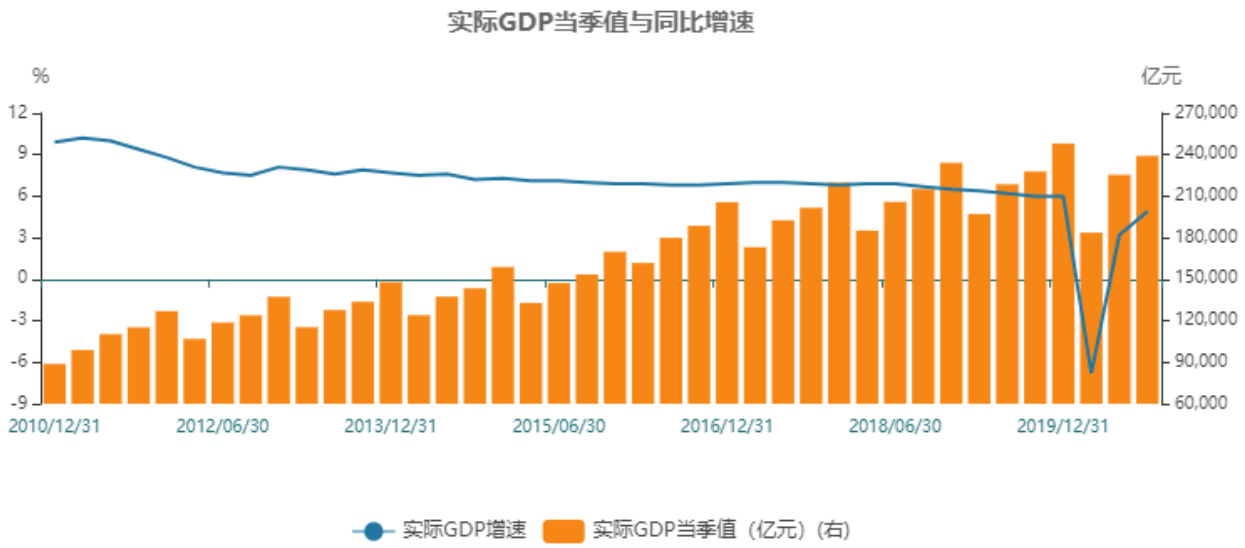
摘要：

2021 年，随着疫情稳定，防疫措施健全，疫苗陆续推出，全球经济都将进入复苏回稳阶段，中国经济将于一季度率先全球冲高。但考虑到明年主要的宏观政策将从宽松回归中性，M2 和社融增速相较 2020 年将有所回落，财政政策趋于正常化，不会再大规模举债，中国经济将于一季度末冲高回落。但考虑到外部风险的不确定性，政策回调将更加精准有效，不会转弯过急。预计 2021 年 A 股市场基本面整体将比 2020 年有大幅改善，盈利增速将前高后稳，整体估值将回归正常水平，但进一步提升难度较大。市场资金面仍存在较大压力。预计明年股市行情仍主要受国内和全球经济周期影响，股指或呈现冲高震荡格局。

1. 2021 年中国经济展望

1.1. 2020 年经济和疫情回顾

图表 1：实际 GDP 当季值与同比增速



数据来源：Wind，弘业期货

2020 年一场意料之外的新冠疫情，超出所有人的预期，中断了经济回暖的进程。1 月下旬，由于疫情在中国爆发，导致 1 季度 GDP 同比下降 6.8%，但所幸中国政府严格的隔离措施，我国疫情在 2 月中下旬就得到全面的控制，且至今没有明显反弹，使得二季度 GDP 就实现反转，同比增长 3.2%。三季度 GDP 更进一步达到 4.9%，根据最近的各项经济指标显示，中国经济基本恢复正常态势。然而纵观全球，各国受疫情影响程度，控制力度和防疫效果差异巨大。欧美国家疫情于 2、3 月份爆发后，经历多次反复，目前仍处于第 3 次爆发中。新兴市场疫情继 4 月初爆发后，一直未得到有效控制。可以说全球经济受疫情影响，仍面临各种挑战。

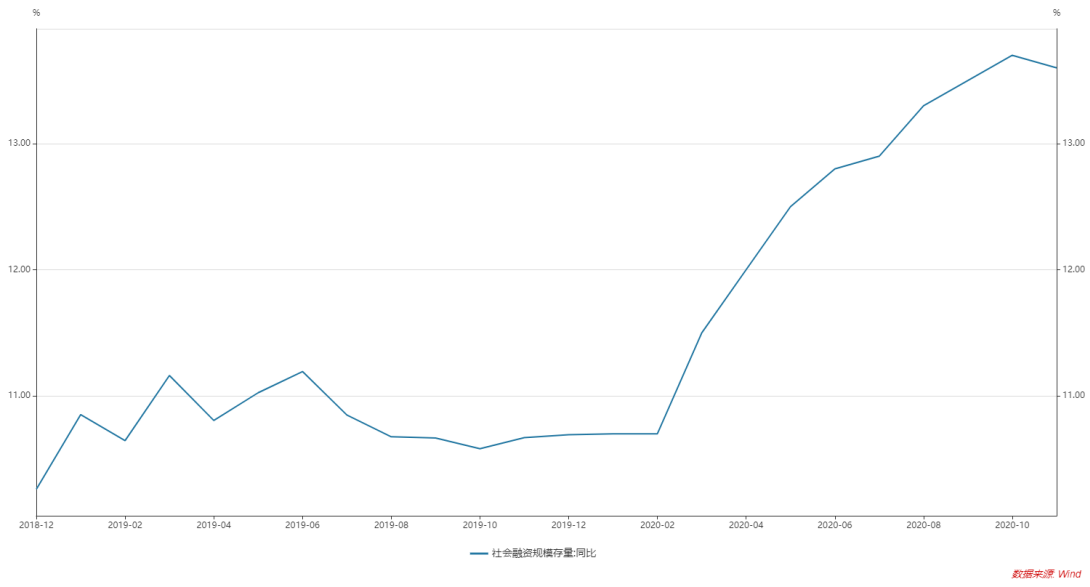
疫苗推出时间表或将成为欧美经济复苏关键因素。目前全球共有 9 款疫苗进入 3 期临床，预计 2020 年底至 2021 年初疫苗将会陆续获批准上市。但预计各国后续的疫苗分配和接种进度会有较大差距。根据全球新冠肺炎疫苗实施计划（COVAX）预计，欧美发达国家高危人群将最先获得疫苗接种，发达国家将在 2021 年 2 季度初完成高危人群的基本覆盖，在 2021 年 3 季度末

完成大规模接种，2021 年底基本可以解除隔离措施，使得经济增长快速摆脱疫情的拖累。然而对于新兴市场和欠发达地区，获得疫苗速度相对滞后，疫苗分发和接种系统整体水平较弱，预计在 2021 年中才能陆续获得疫苗资源，整体疫苗的覆盖也可能需要一年以上的时间，因此疫情对经济的影响或将延续到 2022 年中。

虽然新冠疫情始料未及，但人们战胜灾难的历史却不断重演。同样对全球经济产生重创的 08 年美国次贷危机或许可以作为我们对此次疫情冲击的参考。当年由于难以想象的次贷危机造成美国经济一落千丈，连带效应迅速席卷全球，然而随着突发事件的影响进入预期，叠加政策刺激和原本的实体经济增长积累，经济开始进入快速反弹期。同样的经济增长和此轮新冠疫情下的中国经济复苏十分类似。全球整体看来，随着新冠病毒传播过程中毒性减弱，大众防疫措施增强，加上上半年各国在疫情防控和经济刺激方面大量的投入，全球经济都将进入复苏回稳阶段。未来随着全球经济相继复苏，预期阶段性高速增长还将在各大经济体中得到验证。预计随着疫情对经济的边际影响减弱，中国经济可能于明年 1 季度率先全球冲高回落。欧美国家经济的明显回落可能在明年下半年也会显现。

1.2. 货币政策由宽松转为中性

图表 2：社会融资存量同比



数据来源：Wind，弘业期货

2020 年货币政策以数量性和结构性结合的方式，帮助实体经济快速恢复。央行同时实施了降低存款准备金率、再贷款再贴现、创新直达实体经济的货币工具等方式保持了较大的信用扩张力度，同时也通过降低政策利率等方式实现金融部门向实体经济全年让利 1.5 万亿。截止到今年 11 月份，社融增速从 10.6%增长到 13.6%。前三季度，中国 GDP 实际增长 0.7%，成为全球首个回正的主要经济体，这其中宽松的货币政策起到了十分积极的作用。

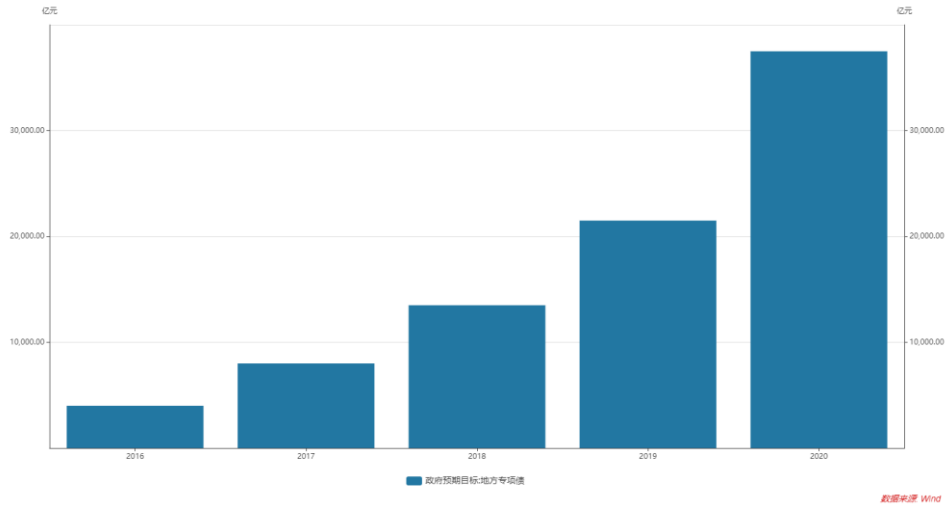
2021 年政策重心从稳增长向防风险转移。2020 年疫情对中国经济的影响已经基本修复，今年二、三季度的 GDP 增长已表现出明显的反弹，截至 9 月，反映供给侧的工业增加值增速已持平于去年的高点，反映需求状况的社零增速也连续两个月回到正增长，显示中国经济已经在平稳复苏。持续信用扩张的必要性已经减弱。另一方面，部分融资渠道已经收窄。从今年 3 季度开始，企业中长期贷款余额增速放缓，企业债券融资和居民中长期贷款已出现回落，随后信用派生的拉动也将减弱，加上非标收缩加速、地产调控压力，显现出信用收缩的信号。

调控节点或受经济增长节奏影响。2021 年一季度末至 4 月初是一个比较重要的观察时点。一方面，受 2020 年一季度低基数的影响，2021 年一季度的 GDP 增速同比或达 20%左右，增速将保持极高水平，政府或将结合各项经济指标和经济增长预期调整当下货币政策方向。另一方面，在 2020 年的抗疫扶持政策当中，对中小微企业贷款临时性延期还本付息的政策，其最长可延至 2021 年 3 月 31 日，其中共涉及 3.7 万亿贷款本息。而这一部分的贷款本息是否能够在 2021 年 3 月 31 日政策到期后如期归还，也是 2021 年主要的“风险”之一。若银行坏账风险届时有明显暴露，则货币政策可能将保持较为宽裕的状态，帮助这一风险平稳过渡；但若整体评估状况良好，则我们认为央行的货币政策将趋于中性。今年 8 月，房地产三条红线的调控政策出台，约束房企杠杆，未来部分房企调整压力较大，再加上部分城市的房产限售政策的影响，居民贷款必然会受到一定影响。

2021 年，数量型中介目标将作为主要调控对象，比如广义货币增速和社融增速。随着疫情冲击消退以及经济逐步恢复至常态，政策重心转向跨周期设计与调节，2020 年三季度《货币政策执行报告》重提“把握货币供应总闸门”和“不搞大水漫灌”，并且强调“社融和 M2 增速与反映潜在产出的名义 GDP 增速相匹配”，而不是疫情时期“社融和 M2 增速与名义 GDP 增速基本匹配”，可见政策偏向边际收紧态势。受地产监管政策和融资类信托监管政策约束，杠杆拉动效应减弱，非标规模加速收缩，社融将面临一定的回落压力，而 2020 年货币政策的拉动效应还将持续一到两个季度，进一步扩增社融的必要性将减弱，因而判断 2021 年社融增量相对 2020 年必然会有所下降。根据历史数据，2019 年至少前三季度的数据特征符合央行所说的“社融和 M2 增速与反映潜在产出的名义 GDP 增速相匹配”要求，而 2019 年社融与名义 GDP 增速差约为 3%，M2 与名义 GDP 增速差约为 1%。由于明年反映潜在产出的名义 GDP 增速预计约为 7.5%，按此推算明年社融增速可能略高于 10.5%，对应新增社融规模大约是 30 万亿，较今年超过 35 万亿的规模会有明显下降，降幅超过 5 万亿。考虑增速差明年 M2 增速则可能在 8.5%左右。然而如此大的降幅历史上从未出现，次贷危机后，在政策收紧的宏观背景下，2010 年新增社融规模仍较 2009 年有小幅提升，就算社融规模降幅最大的 2018 年，也是建立在去杠杆和防风险的基础上。2021 年宏观政策需要回归正常化，但还远没有到达需要全面收紧的程度。一方面我国经济增长内生动力还不足，国际市场因为疫情还未有效控制也存在较大不确定性，债务违约风险和不良贷款压力较大，另一方面，目前我国仍处于温和通胀阶段，综合来看，明年社融增速在不超过今年同等水平下，可能比预期略高。

1.3. 财政政策由积极回归正常

图表 3：政府预期目标：地方专项债



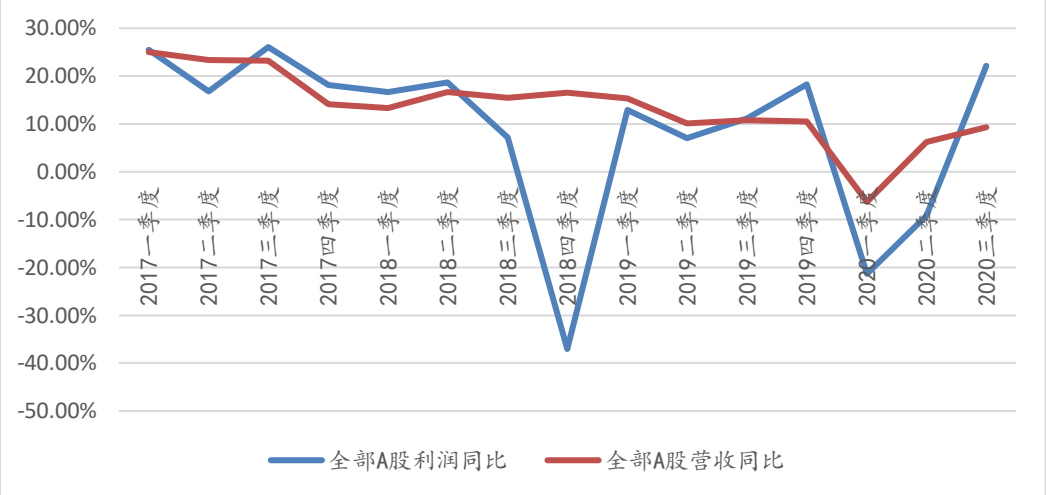
数据来源：Wind，弘业期货

2020 年疫情期间，政府的预算赤字率升至 3.6%以上，而加上地方政府专项债券 3.75 万亿和抗疫特别债券 1 万亿，广义财政赤字今年已经增加 3.6 万亿至 8.51 万亿，广义赤字率可达 8.3%，地方债务率已升至 92%，接近 100%的预警线。展望 2021 年，中国经济基本恢复稳定，货币政策已明显释放中性甚至适时收缩的信号，预计财政政策也将回归常态。赤字率和专项债规模由于接近警戒线，估计明年新增地方专项债要有所下调，特别债券也不会继续发行，预算赤字率将回调至 3%以内。而随着经济逐渐恢复常态，地方政府收入也将从疫情中恢复，最明显的应属税收和土地出让收入，都有望较今年有所提升，也将缓解一部分财政压力。

2. A 股 2021 年市场投资策略

2.1. A 股上市公司盈利改善

图表 4：全 A 营收与盈利同比增速

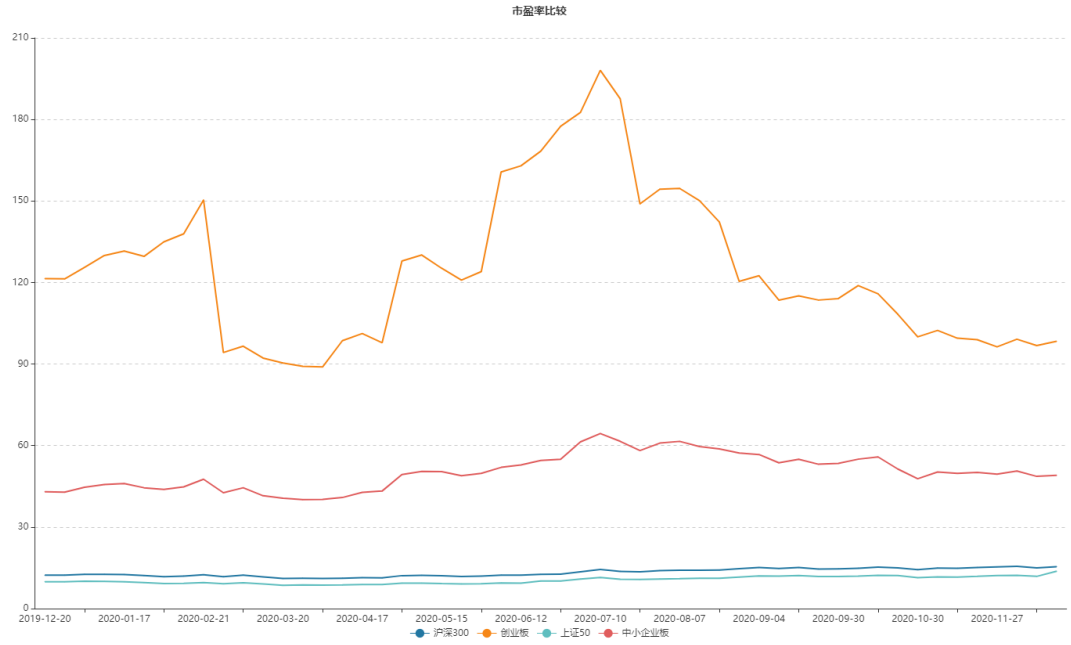


数据来源：Wind，弘业期货

2021 年 GDP 增速预计在 9%左右，名义经济增速或超 10%。名义增速的回升将带动上市公司基本面盈利进一步上升。2020 年社融增速持续增加，将带来未来一至两个季度盈利的持续改善。首先在生产库存方面，全 A 非金融上市企业今年前三季度存货同比增速为 8.0%，低于 2019 年同期的 11.3%，未来仍有库存增加意愿。同时，实体企业投资意愿也在继续扩张。全 A 非金融两油的单季度购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金增速自 2020 一季度触底 6.6%后于二季度、三季度分别回升至 12.4%、19.3%，已经接近 2017 年单季高点 23.0%。2020 年一季度的低基数，也客观造成 2021 年一季度利润增速大幅提升。全部 A 股 2021 年盈利增速有望于一季度达到高点。二季度随着基数问题的缓和逐步回归正常。因此，2021 年上半年的业绩增速也将呈现出一季度大幅增长，二季度慢慢回归正常增长的态势。预计 2021 年 A 股市场基本面整体将比 2020 年有大幅改善，盈利增速将前高后稳，整体估值将回归正常水平。

2.2. A 股估值较年初有较大提升

图表 5：市盈率比较



数据来源：Wind，弘业期货

经过今年疫情期间的大幅回落，以及宽松宏观政策的调节后，A 股指数整体估值较年初由较大提升。截至 12 月 11 日，沪深 300 指数、上证 50 指数、创业板指估值分别为：15.01、11.85、96.77。其中沪深 300 指数与上证 50 指数估值较低的原因主要是银行、地产、钢铁、煤炭、建筑等行业的估值较低，从而拉低整体的估值水平。如果剔除掉银行、地产、建筑、建材、钢铁等行业，则整体市场的估值水平则处于略偏高水平，还需要后续业绩增长消化估值水平。创业板则估值处于近两年估值略偏高位置。2021 年货币政策或开始紧缩，估值进一步提升难度较大。

2.3. A 股市场资金存在压力

2.3.1. 股市资金需求

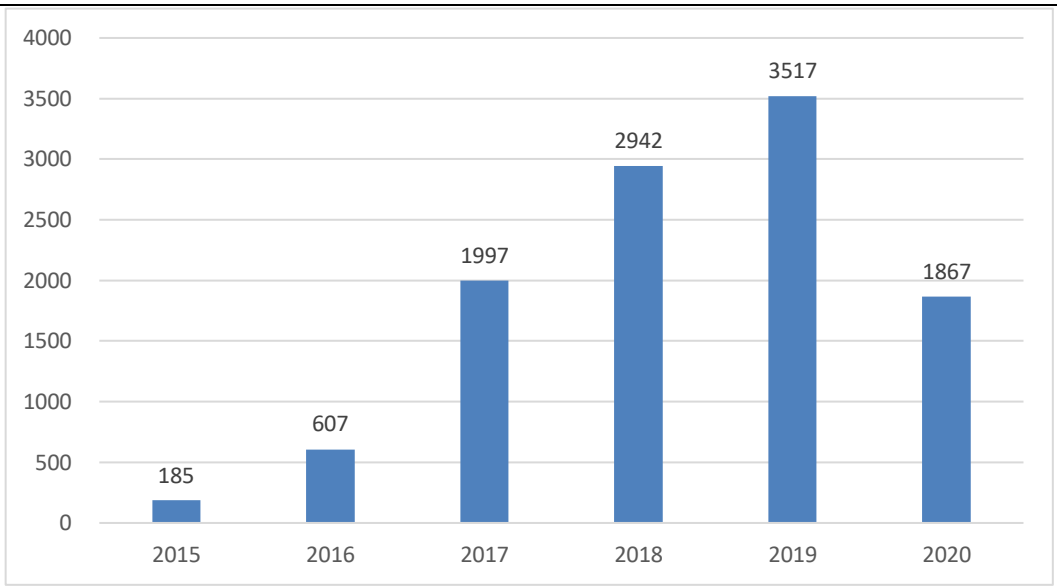
自科创板和创业板实行注册制以来，资本市场新股发行规模一直保持在历史高位。今年截至 11 月底，股权融资总体规模已超 1.4 万亿元，高于 2018 和 2019 年同期水平，其中，IPO 募集 4239 亿，科创板融资规模为 2,022 亿元。如果 2021 年注册制全面推进，A 股融资规模将继续保持较高水平，融资压力仍会较大。另一方面，2021 年 A 股市场受股票解禁影响，资本减持压力

仍较大。2020 年 A 股市场解禁规模约为 4.57 万亿，实际减持应在 6000 亿元左右。预计 2021 年解禁规模在 4.5 万亿左右，全年减持可能还要略高于 2020 年，其中一季度科创板，二、三季度主板都将受到解禁压力的较大影响，而 6 月和 7 月还将迎来新一轮解禁潮。

2.3.2. 股市资金供给

2.3.2.1. 境外资金

图表 6："北上资金"净流入规模（亿元，年度，截至 12 月 18 日）



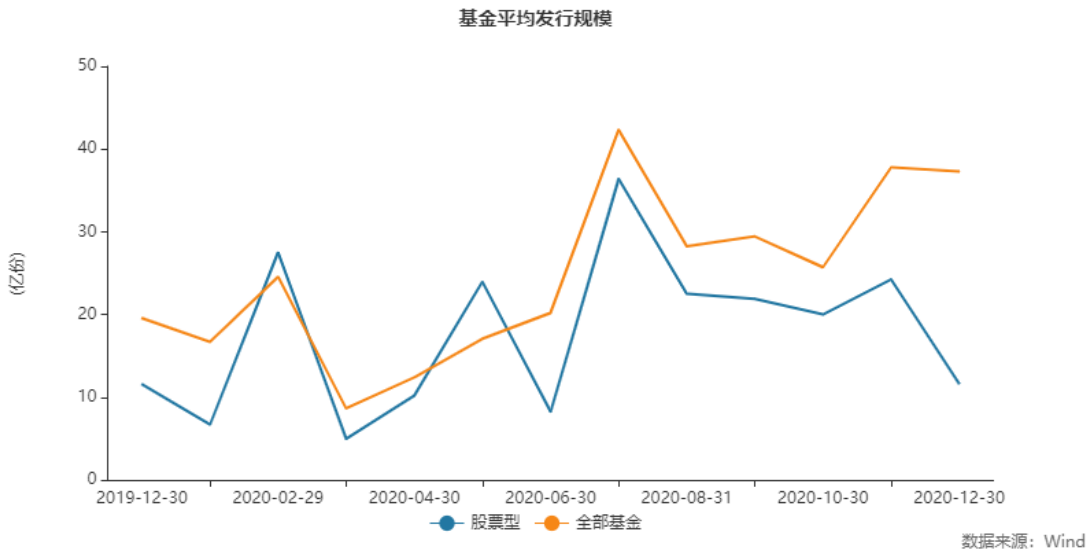
数据来源：Wind，弘业期货

2020 年，北上资金流动波动性较大，但仍然保持了较高的净流入，预计全年净流入在 1400 亿元左右。由于受到疫情等国内外不确定性因素影响，今年 3 月、9 月和 10 月资金出现净流出，其余月份均保持净流入。目前我国经济运行平稳，明年一季度还将大概率出现增长高点，或将吸引北上资金提前布局。虽然未来一年可能呈前高后低的平稳回落，但预计名义经济增速不会低于 10%，并且 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，外资对于人民币资产的持有意愿有望进一步提升，从而带来资金流入。同时由于人民币仍处于升值周期，有利于增强股市对外资的吸引力。之前受到 A 股纳入国际指数的进程推进，北上资金一度创造高位，但目前看来，如果明年一季度没有明确进一步提升纳入比例的意向，可能对

明年的北上资金流入造成一定影响。综合来看，预计 2021 年海外资金净流入约 2000 亿元左右。

2.3.2.2. 基金

图表 7：基金平均发行规模

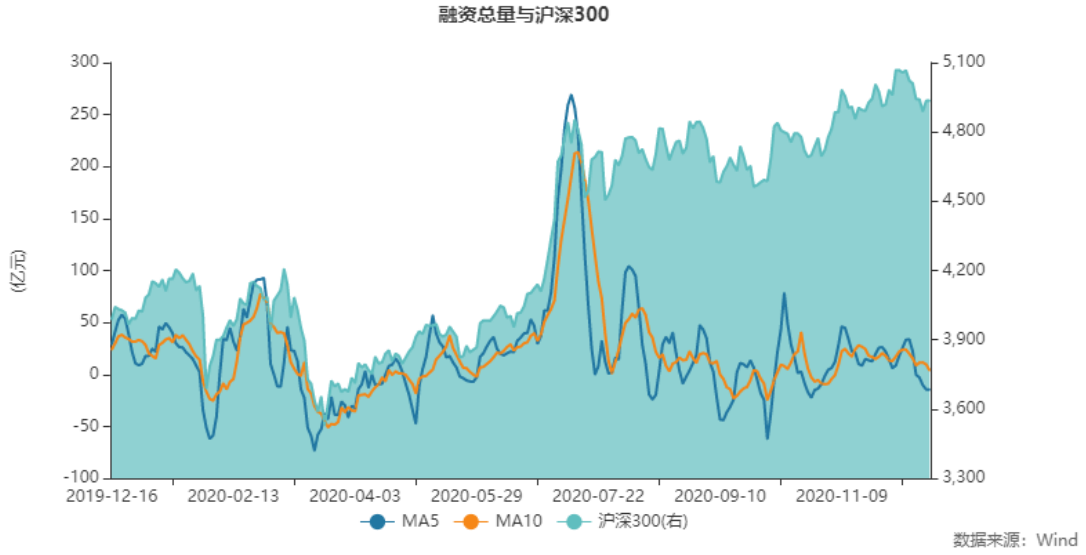


数据来源：Wind，弘业期货

公募基金规模持续扩张，明年增量大致持平。通常市场行情上行都会带动基金发行活跃，新发基金规模大幅增长。本轮扩张从 2017 年开始，基金份额呈现平稳持续扩张，并在 2020 年下半年开始加速。截止到 2020 年 11 月 27 日，公募基金新发行基金 28,533 亿份，较去年全年发行规模增长 101.3%，其中股票型基金发行规模达到 3,422 亿份，明显高于去年水平；混合型基金达到 15,098 亿份，较 2019 年全年增长超万亿份，占新发基金比例超过 50%。在居民资产配置向金融资产倾斜、金融资产配置向机构倾斜的带动下，A 股市值中机构持股比例会有进一步上升的趋势，未来公募基金或将成为居民对 A 股市场配置的重要通道。依据前文判断，目前的经济回暖将延续到 2021 年，在一季度创造高点，之后平稳回落，那么公募基金在 2021 年上半年势必持续甚至加速扩张，下半年可能有所回落，同样呈现前高后低的走势。预计明年公募基金为权益市场带来 6000-7000 亿元左右的增量资金，与今年大致持平。

2.3.2.3. 两融杠杆资金

图表 8：融资总量与沪深 300



数据来源：Wind，弘业期货

2020 年，两融资金持续增长成为推动市场资金面持续活跃的重要增量资金。目前，沪深两市两融余额 15737 亿元，其中融资余额为 14574 亿元，较 2019 年底增加 5544 亿元，涨幅达 54.39%。2021 年一季度前，随着市场信心不断修复，行情走势冲高，预计两融资金增速不会减慢。明年下半年如果经济平稳回落，融资余额占 A 股流通市值的比例可能有所下降，保守估计 2021 年两融资金将贡献资金增量约 3000 亿元。

综合来看，在基金发行节奏延续、两融资金支持、北向资金流入、中长线资金持续配置股市等因素的影响下，上半年市场资金面会比较宽松，能够继续目前的增速，但由于下半年政策收紧，经济增速回归常态，市场将面临一定融资压力，而 6 月 7 月的新一轮解禁潮也将影响下半年的市场资金供给。预计明年市场总体资金净流入与今年相当，或有小幅下降。

2.4. 股指期货 2021 年投资展望

国内和全球经济周期仍将是市场主要影响因素。2020 年疫情期间，我国交通管控措施得力，采用数量性和结构性并举的货币政策形成较大信用扩张，同时以发行特别债券等形式财政政策一齐发力，使得国内经济率先全球进入复苏阶段。2021 年上半年随着国内外经济稳步复苏，疫情形势的缓和，基本面因素将持续改善，国内在十四五规划以及两会政策引导下将保持积极态势，积极财政政策效果继续体现，而货币政策将逐步回归正常化，资本市场的改

革深化为市场健康发展注入新动力，对中长期资金的引导以及居民财富配置的转移更为市场带来资金支持，市场资金面会相对宽松，行情偏向乐观。同时欧美日等发达国家实施大规模货币和信用扩张，随着疫情的缓解和疫苗的出炉，压抑的信用扩张和消费投资需求将要得以释放，中国出口也将得到大幅改善。同时叠加价格水平和基数效应，中国企业明年二季度以前盈利将有较好表现，周期板块和金融板块改善较为明显。

二季度开始，随着经济不断改善上行，通胀压力增加，信用扩张必要性下降，地产调控政策限制等因素，依据前文分析，中国政府或采取边际收紧的或者相机抉择的中性货币政策，财政方面由于赤字率压力和特别债券发行停止，对经济刺激力度也将回归常态。总体判断，政策方向势必要转弯。但在国内外疫情仍存在变数，外部风险不确定的情况下，政策改向的力度和节奏会趋于缓和。刚刚召开的中央经济工作会议也明确表示“疫情变化和外部环境存在诸多不确定性，我国经济恢复基础尚不牢固”，“明年宏观政策要保持连续性、稳定性、可持续性”、“政策操作上要更加精准有效，不急转弯，把握好政策时度效”。目前看来，货币政策已经回归中性，短期内不会过度收紧流动性了，而财政政策在保证赤字率回调的基础上，可能会继续保持与今年相当的专项债的规模，以支持地方经济发展。而欧美方面由于央行的信用扩张也会边际放缓，市场整体将利率上行，流动性收紧，预期经济增长将可能下调，导致企业盈利将可能出现拐点。资金方面受到两融收缩、大小非减持，资金净流入下降，对市场支持作用受限，可能导致 A 股市场进入转折期，预计明年估值将难以有明显提升，股指或呈现冲高震荡格局。

风正一帆悬

——恒指期货 2020-2021 年度报告

摘要：

2020 年恒指走势接近于弱修复能力下的上证和标普的走势叠加。1）港股相较于 A 股，有着同样的企业盈利周期与复苏节奏，香港本地股复苏节奏稍慢于中资股。恒指成分股中，中资股市值已远超香港本地股，所以在走势上与上证综指相似。2）港股市场作为我国资本的离岸市场，外资占比远超大陆市场，故而对中美贸易摩擦的敏感性更强，恒指波动更大。3）港股市场外资体量大、进出自由性强，所以受国际流动性变化、美联储无限量 QE 影响更甚，因而恒指走势与标普 500 也相似。但事实上恒指的修复力度明显弱于上证和标普，一方面是因为香港受中美摩擦等国际关系风险的扰动更强，另一方面恒指中顺周期板块占比更大，而疫情阶段弱周期板块走势优于顺周期板块。

2021 年预计恒指走牛。1）现阶段疫苗层出上市，疫情趋于可控，预计 2021 年全球经济复苏，有利于价值和成长风格配置的均衡，利于处于低点位的恒生指数的走高。2）拜登当选美国总统，料 2021 年将是中美关系缓和的窗口期，市场波幅将减少，有利于港股风险偏好的改善。3）美联储无限量 QE、美元贬值预期下，全球资产配置轮转，中国资产对海外资金的配置吸引力提升，港股的性价比更好将吸引内资和外资共同配置。

1. 恒生指数 2020 年回顾

1.1. 恒生指数 2020 年回顾

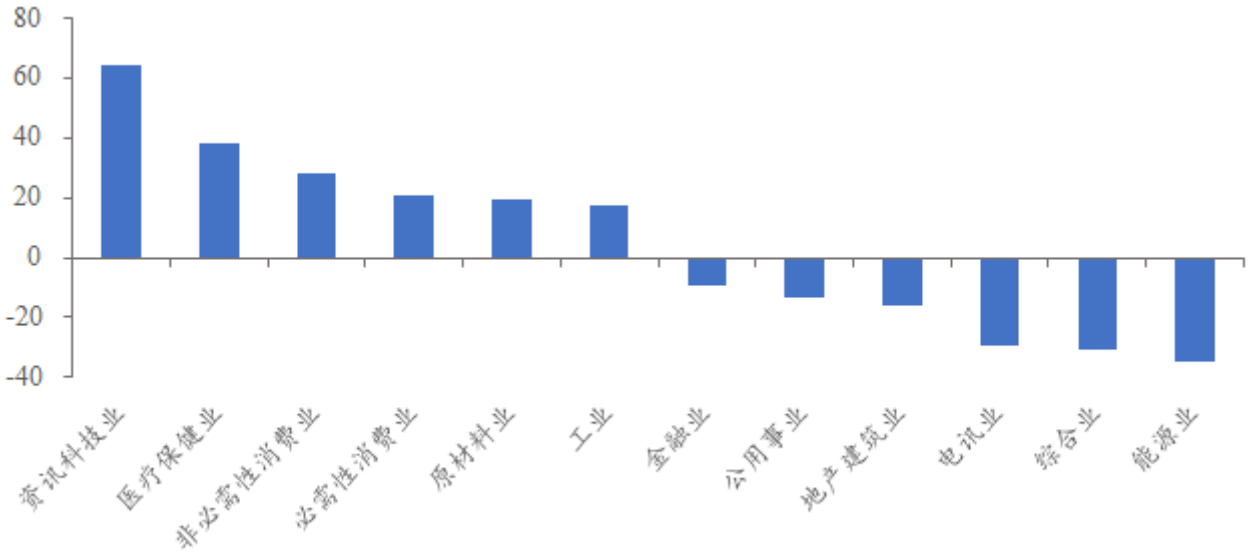
截至 2020 年 12 月 16 日，恒生指数全年下降 1729 点，跌幅 6.6%，收报 26460 点；全年股指振幅为 28.4%，大市累计成交 30.7 万亿元，同比上升 49.7%。恒生中国企业指数（H 股指数）本年累降 706 点，跌幅 6.8%，收报 10462 点。本年度恒生综合行业指数涨跌互现，领涨的是资讯科技业、医疗保健业和非必需品消费业（64.4%、38.1%、28.0%），跌幅最多的是能源业、综合业和电讯业（-34.6%、-30.7%、-29.5%）。

图表 1：各指数截至 2020 年 12 月 16 日涨跌情况

指数	12 月 16 日收市价格	年初至今涨跌幅	年累计成交额（万亿元）
上证指数	3,367	10.8%	79.7
深证成指	13,751	32.7%	117.5
恒生指数	26,460	-6.6%	30.7
恒生中国企业指数	10,462	-6.8%	9.7

数据来源：Wind，弘业期货

图表 2：恒生综合行业指数 2020 年涨跌幅



数据来源：Wind，弘业期货

港股 2020 年走势主要分为六个阶段。

1）国内疫情爆发前夕（1 月中上旬）：中美第一阶段贸易协议靴子落地，降准下宏观流动性偏宽松，港股延续 2019 年 12 月以来的上涨行情。

2）国内疫情爆发（1 月下旬至 2 月初）：国内疫情爆发，全国社交隔离、消费基本停滞，港股开市较 A 股早，节后第一个交易日领跌。因为历史具有记忆性，2003 年交运远不及现在繁荣发达的时候，SARS 受灾最严重的地区是北京和香港，所以港股对疫情极为敏感。

3）疫情受到重视（2 月中下旬）：国内疫情受到自上而下的重视和自下而上的控制，市场情绪显著修复，仍未复工复产之下，宽松的流动性脱实入虚，推动港股大幅上涨。

4）全球疫情蔓延，美元流动性短缺（3 月）：海外疫情升级、交运需求锐减、原油类产能过剩导致市场恐慌情绪蔓延，叠加沙特与俄罗斯原油减产价格战，大类资产遭遇无差别抛售下的流动性挤兑，直至美联储宣布无限量 QE 和原油价格战缓和。

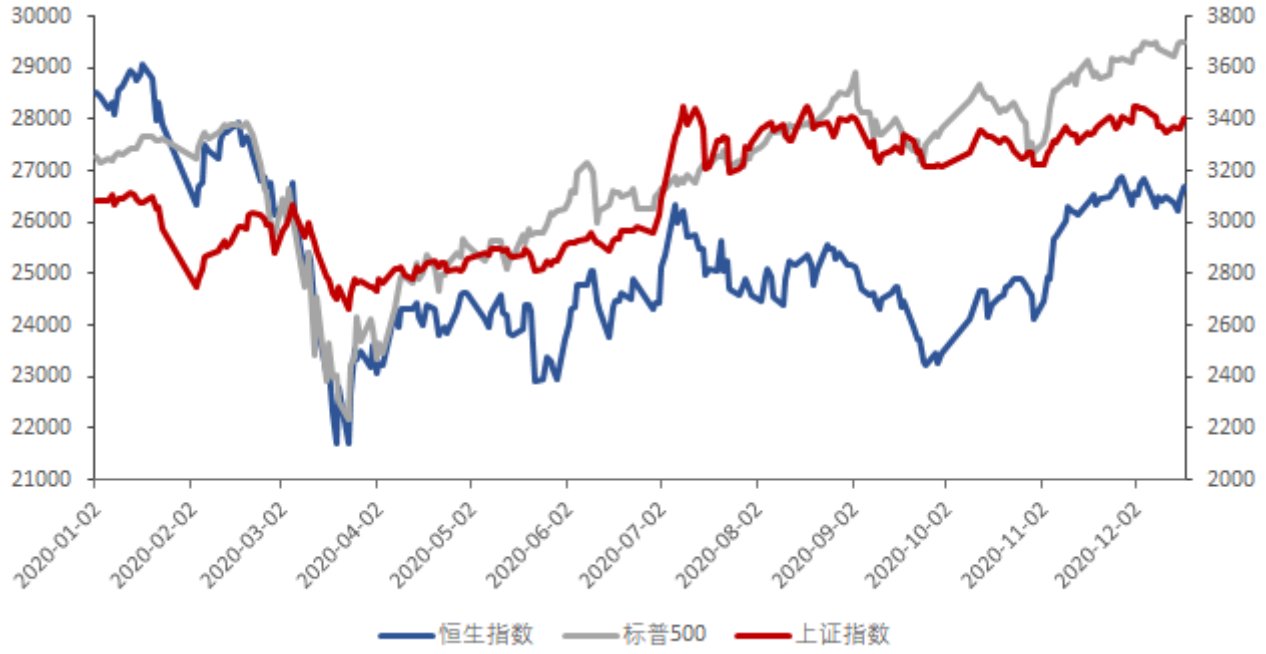
5）国内经济渐进修复（4 月至 7 月上旬）：国内疫情得到有效控制、国内经济全面重启，欧美等国也逐步复工复产，5 月中旬国内货币政策开始向常态化回归，同时国内资本市场改革加速（上证综指新编制方案出炉、科创板和创业板注册制开启等），港股趋势性修复。7 月上旬场外资金大幅入场下带来快涨行情。

6）国内流动性收敛（7 月中下旬至今）：国内经济延续修复，但监管加强、美国大选波动、海外疫情反复，国内信用收紧、利率走高、流动性收敛，港股震荡走势。

整体而言，**2020 年恒指走势接近于弱修复能力下的上证和标普的走势叠加。**1）港股相较于 A 股，有着同样的企业盈利周期与复苏节奏，香港本地股复苏节奏稍慢于中资股。恒指成分股中，中资股市值已远超香港本地股，所以在走势上与上证综指相似。2）港股市场作为我国资本的离岸市场，外资占比远超大陆市场，故而对中美贸易摩擦的敏感性更强，恒指波动更大。3）港股市场外资体量大、进出自由性强，所以受国际流动性变化、美联储无限量 QE 影响更甚，因而恒指走势与标普 500 也相似。但事实上恒指的修复力度明显弱于上证和标普，一方面是因为香港受中美摩擦等国际关系风险

的扰动更强，另一方面恒指中顺周期板块占比更大，而疫情阶段弱周期板块走势优于顺周期板块，当 11 月份板块轮动到顺周期时，恒指涨幅远超上证和标普。

图表 3：恒生指数 2020 年走势



数据来源：Wind，弘业期货

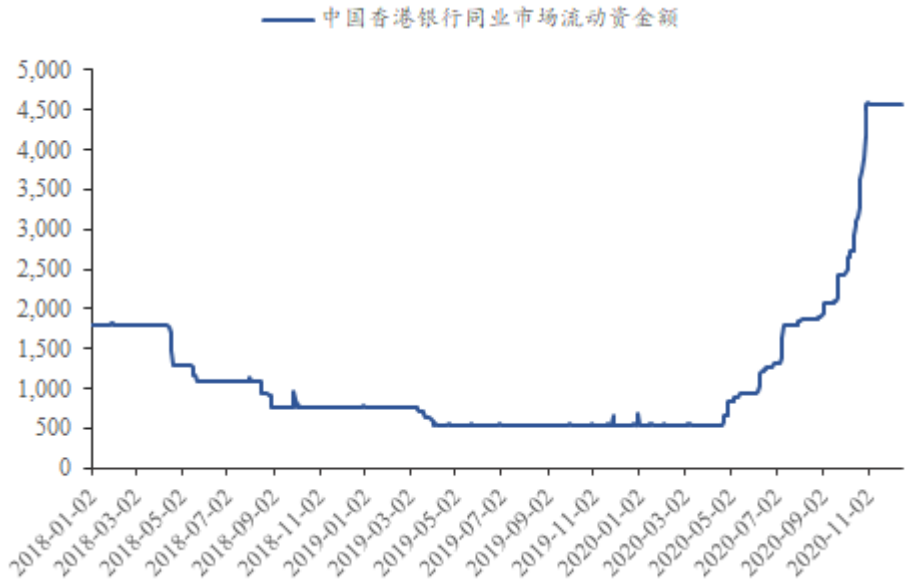
1.2. 香港市场资金流向

2020 年中美争端不断、境外疫情呈波段式发展、经济恢复缓慢、资产波动剧烈，得益于国内疫情控制得当、经济恢复迅速、资产处于低估值洼地，相较于去年的资金外逃，今年香港外储回笼加剧。12 月 7 日，香港金管局公布，截至 11 月底，外汇储备资产为 4860 亿美元，较 10 月底增加 111 亿美元，相当于香港流通货币的 6 倍多，或港元货币供应 M3 约 42%。

值得一提的是，8 月 13 日央行成功在中国香港发行了 300 亿元人民币央行票据。此次央票的发行，受到了境外投资者的热烈追捧。数据显示，境外投资者的投标总量约为 624 亿元，接近发行量的 2.1 倍。说明自 2018 年我国央行在香港逐步建立了人民币央行票据的常态机制以来，离岸人民币货币市场和人民币国际化得以快速发展，其背后有两大原因。1）中国在疫情

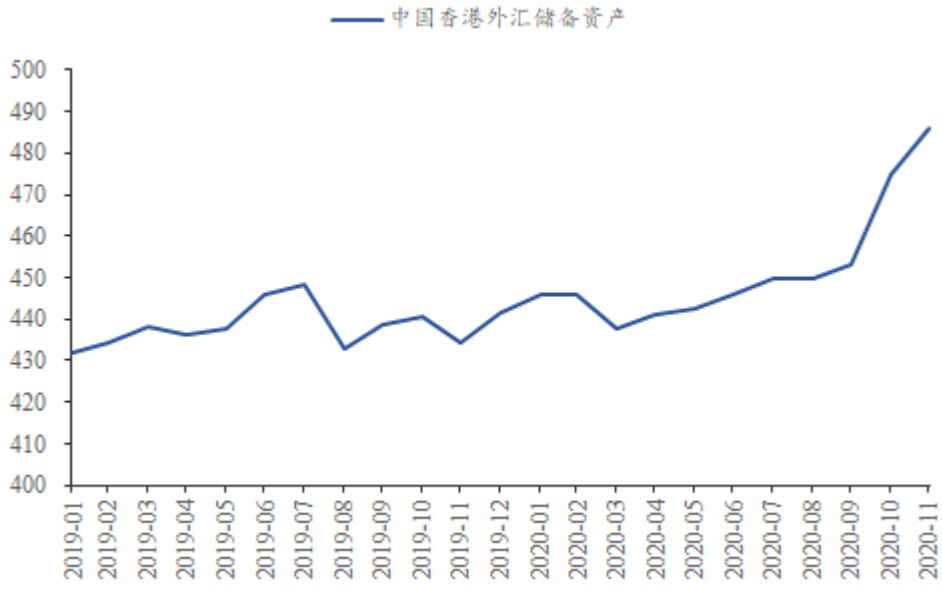
防控和经济恢复上都走在世界前列，增加了国际社会对人民币的信心。今年第二季度，中国 GDP 实现同比增长 3.2%；为此，IMF（国际货币基金组织）也预测中国将成为今年全球唯一正增长的主要经济体。2）疫情下美国开动“印钞机”，导致美元在货币体系中的主导地位逐渐下降，多元化货币储备已成为大趋势，国际市场对人民币的需求也明显提升。

图表 4：香港银行间流动性充裕



数据来源：Wind，弘业期货

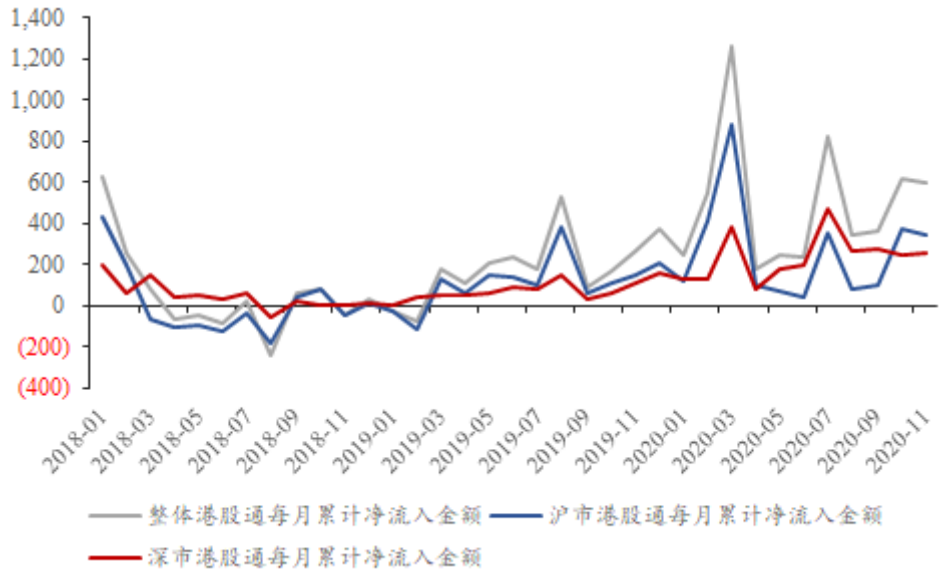
图表 5：香港外汇储备上涨



数据来源：Wind，弘业期货

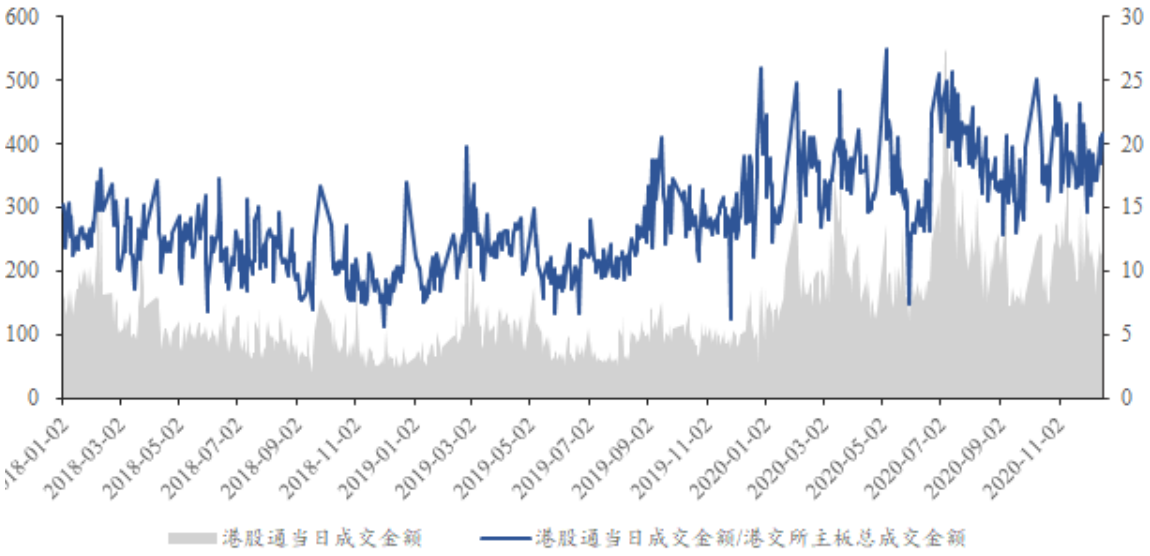
港股通持续净流入，有内地资金持续加持。截至 2020 年 11 月，整体港股通累计净流入 5459 亿元，较 2018 年同期 1846 亿元增加 196%，已连续 21 个月持续流入。南下资金分别从沪港通和深港通流入，沪港通今年累计净流入 2858 亿元，较去年同期增加 1736 亿元，而深港通今年呈爆发式增长累计净流入 2601 亿元，较去年同期增加 1877 亿元。南下资金的流入对港股市场起到了一定的支撑作用，近一年港股通成交额日均 214 亿元，是去年同期的 2.3 倍，占港股主板总成交额达 18%，较去年同期上升 3 个百分点。

图表 6：沪港通促港股通净流入



数据来源：Wind，弘业期货

图表 7：港股通支撑香港股票市场

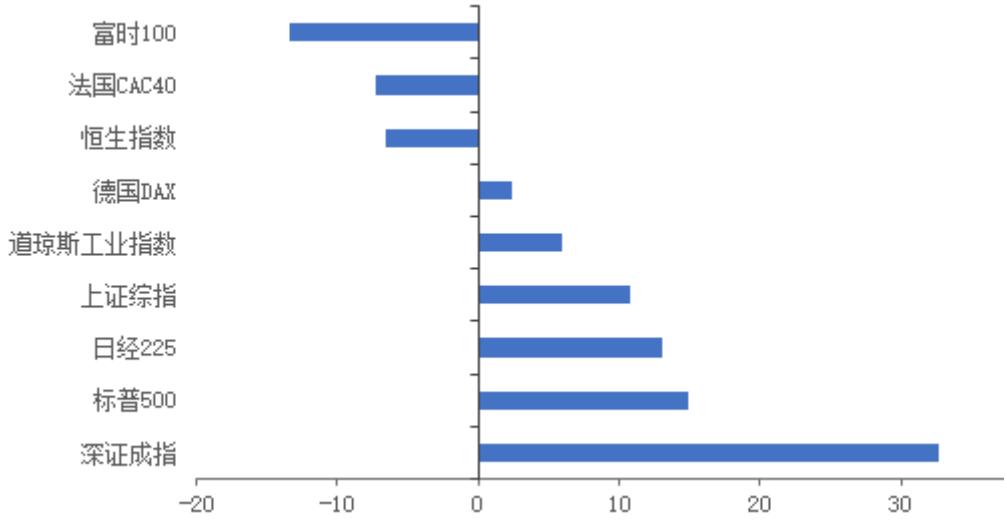


数据来源：Wind，弘业期货

1.3. 恒生指数估值概况

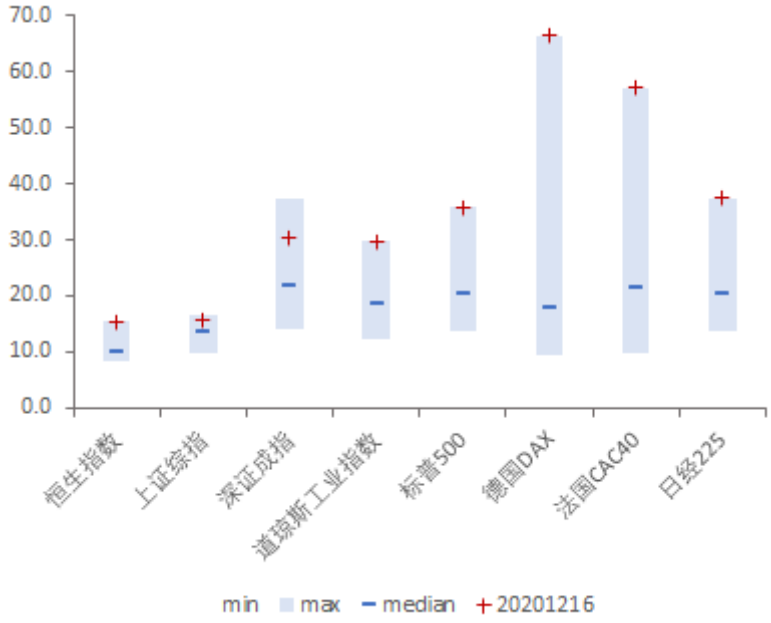
恒指全年走跌，估值仍处于洼地。截至 2020 年 12 月 16 日恒生指数下跌 6.6%，低于其他多数国家及地区的股票指数。由于新冠疫情导致的全球停工停产，2020 年大部分企业盈利呈负增长状态，而起伏一年后截至年底多数指数不降反升，各个国家及地区的指数市盈率 PE 均处在历史高位。横向对比全球主要股指的估值水平可以发现，无论按 PE 估值计量，还是按 PB 估值计量，截至 12 月 16 日恒指滚动市盈率 PE 估值仅为 15.5 倍，市净率 PB 估值仅为 1.3 倍，皆位居全球各大股指最低水平，明显处于估值洼地。纵观历史来看，恒生指数权益资产 PB 估值，仅仅处在二分之一分位点上下，在历史上也不算高位，而其他重大国家及地区的股指 PB 估值大多都处在 90%分位点以上。目前恒生指数已反映了多方风险，估值再被压缩的空间有限，战略配置价值进一步凸显，未来或将迎来资本的青睐。

图表 8：恒生指数 2020 年初至 12 月 16 日涨跌幅



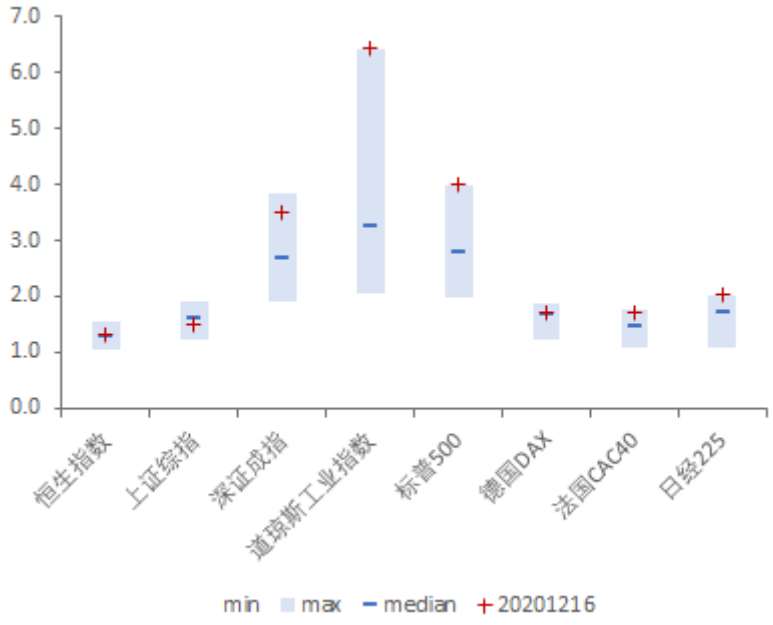
数据来源：Wind，弘业期货

图表 9：全球重要指数近 10 年 PE 估值



数据来源：Wind，弘业期货

图表 10：全球重要指数近 10 年 PB 估值



数据来源：Wind，弘业期货

2. 香港市场的机遇与挑战

2.1. 香港市场的机遇

中概股回归推动港股市场 IPO 继续保持前列。1）中美关系的不确定性仍然持续，预期未来美国对中资企业的监管将继续收紧，预期仍有大量中概股陆续回归。2）预计美国监管机构在 2021 年落地相关法规法案，原计划 2021/22 赴美上市的公司或将转为港股市场上市。3）除了发行上市以外，回归中概股通常会将大量股份存放于香港托管行，用于 ADR 向港股的转换，相比起发行，此部分转换为港股流通股带来的市值规模相较于二次发行更为庞大。综合考虑其市值和成交情况，届时均将有较大可能纳入港股通。4）事实上，2020 前三季度，中国香港市场新上市公司达 104 家，共募集资金 2113.6 亿港元，同比增长 57.9%，其中中概股募资 1045.0 亿港元，占比 49.4%，略逊于同期纳斯达克总 IPO 金额 431.4 亿美元（折合约 3343 亿港元）。

全年市场交投将实现大幅增长。1）新经济数量提升引流南下资金推动市场活跃度提升。2017 年，成交额前十大公司中，新经济公司共 1 家（腾讯），其成交额占全年港股成交额比重约为 9.5%；2019 年这两个数据上升到 2 家（腾讯、美团）和 11.2%；2020 年 1-8 月，数据为 5 家（腾讯、阿里、

美团、中芯、小米）和 24.7%。新经济公司占比不断提升，其自身交投活跃的属性将提振港股市场成交，同时还将不断吸引内地资金，随着内地资金对港股市场成交贡献持续升高，内地市场高换手率的风格向港股市场渗透。2）中概股回归为日均交易带来的增长可分为 2 个部分，一是发行股份的交易，另一分部分是 ADR 转换带来的股份的交易，这将累计带来约 10%交易增量。

香港衍生品市场蓬勃发展，有望成为全球风险管理中心之一。2020 上半年港交所与 MSCI 合作拟推出一系列亚洲及新兴市场指数的期货及期权产品。第一批 37 只合约已推出 36 只，剩余一只尚未公布推出事件，后又追加 2 只 MSCI 台湾 25/50 指数期货已于 9 月 28 日推出。合计推出的 39 只期货及期权产品将包括不同种类的指数，例如净总收益指数及价格回报指数，以及以美元、新加坡元及日圆等不同货币计价的指数。在有关合约全部推出后，香港交易所将成为亚洲时区内拥有最多元化 MSCI 衍生工具的交易所，将推动中国香港升级为国际风险管理中心。

2.2.“中方涉军企业”投资禁令的影响

事件内容：美东时间 2020 年 11 月 12 日，美国总统特朗普在白宫官网发布《关于应对与“中方涉军企业”相关的证券投资威胁的行政命令》，禁止美国主体投资“中方涉军企业”。即美国个人、投资公司及其他类型的投资方将不得购买已被认定和未来被认定为“中方涉军企业”的证券、衍生证券以及用于为该证券提供投资机会的证券（例如成分股中含这些公司的指数）。

短期震荡适合逢低布局。恒生指数因为权重股中国海洋石油、中国移动、中国联通等在“涉军企业”名单里，在 1 月 11 日之前面临美资被动配置盘的抛压，但压力不大。罗素指数和 MSCI 或继续调整指数名单，对恒指“涉军权重股”形成短期冲击，但其他核心资产将因为权重的增加而被增持，拉升恒指。12 月 4 日，富时罗素已经宣布，将从富时全球股票等相关指数中删除海康威视、中国铁建、中国卫星、中国交通建设股份有限公司、中国核工程建设集团有限公司、中国中车股份有限公司、曙光信息产业有限公司、中

国化工股份有限公司等。如若特朗普政府在剩下的一个多月任期内继续滥用权力打压及制裁中国企业，恒指短期仍适合逢低布局。

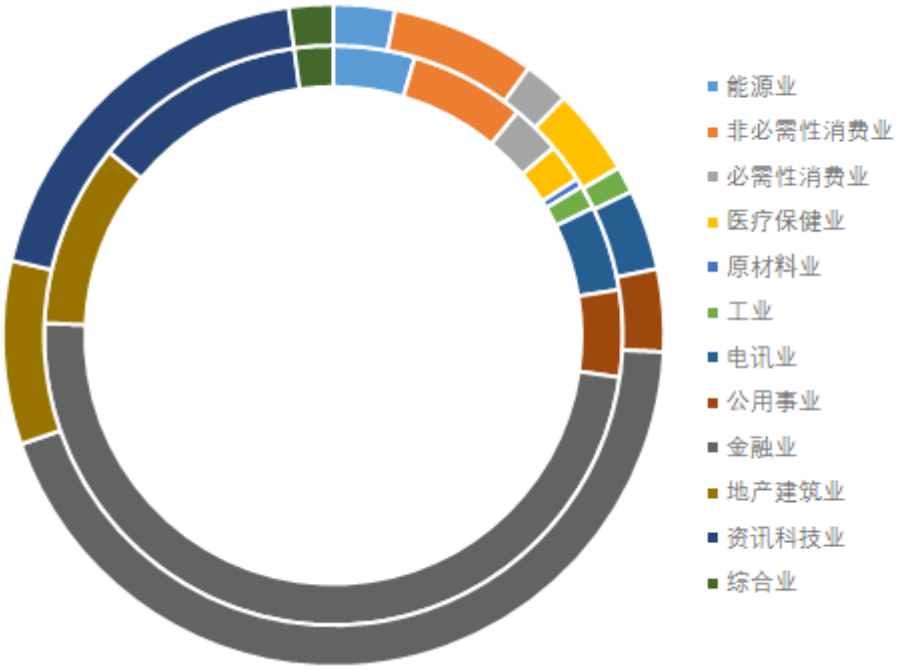
图表 11：截至 20201203，美国国防部公布的 35 家“中方涉军企业”公司名单

公司名称	公司名称
南京熊猫电子股份有限公司	中国化工集团有限公司
中国核工业建设股份有限公司	中国中化集团有限公司
中国化学工程集团有限公司	中国建设科技集团股份有限公司
中国东方红卫星股份有限公司	中国国际工程咨询有限公司
中科曙光	中国航空工业集团公司
中国铁建股份有限公司	中国航天科技集团公司
中国交通建设公司	中国电子科技集团有限公司
中国广核集团有限公司	中国南方工业集团公司（中国兵器装备集团）
中国中车股份有限公司	中国北方工业集团公司（中国兵器工业集团）
中国联合网络通信集团有限公司	华为技术有限公司
中国电信集团有限公司	浪潮集团
中芯国际公司	中国航空发动机集团
中国海洋石油集团有限公司	中国核工业集团公司
杭州海康威视数位技术股份有限公司	中国运载火箭技术研究院
中国移动通信集团有限公司	中国电子信息产业集团有限公司
中国航天科工集团公司	中国建筑集团有限公司
中国船舶重工集团有限公司	中国长江三峡集团有限公司
中国船舶工业集团	-

资料来源：公开信息整理，弘业期货

中期将促进恒指成分股更迭出新。所谓的投资禁令或将加速推动恒生指数剔除相关传统经济的龙头，纳入更多的新经济公司。这种变化早就有迹可循，2018 年以来，港股的行业市值结构显著优化，以初步实现科技、医药、新消费为主导的转型。科技行业市值占比由 2019 年 1 季度末 18.6%上升至 2020 年 11 月 1%，居于首位；可选消费+必须消费占比 24%；医疗保健均占比 7%；而金融占比从 2019 年 1 季度末 37.1%降至 2020 年 11 月 13.6%。2020 年 8 月 14 日恒生指数和国企指数的检讨决定纳入同股不同权、二次上市公司，这只是变化的开始。9 月底，恒生指数（HSI）中金融占比 43%，较 5 月底下降 4.5 个百分点，科技占比 19%，较 5 月底上升 7.3 个百分点。恒生中国企业指数（HSCEI）金融占比下降至 35%，科技占比上升至 26%。

图表 12：恒指行业权重分布变化



数据来源：恒生指数公司，弘业期货

3. 恒生指数 2021 年展望

整体而言，**我们相对看多 2021 年港股走势，预计恒指走牛。**

1）全球经济复苏，有利于价值和成长风格配置的均衡，有利于目前价值股占比大的恒生指数、恒生国企指数。境外方面，2021 年财政政策更积极，流动性环境仍将保持宽松，益于超常规刺激政策的累计效应、疫苗大规模使用下疫情防控能力提升，2021 年欧美经济主动补库存周期、经济复苏。国内方面，中国库存周期向上，优质上市公司利润增长有望持续反转。

2）2021 年将是中美关系缓和的窗口期，至少好于 2020 年，有利于港股风险偏好的改善。2021 年拜登将优先解决美国内部问题，中美或进入相对有序、可控的竞争关系，海外资金对中国资产特别是港股的风险偏好将会较今年改善。

3）美元中期贬值预期之下，全球资产配置轮转，中国资产对海外资金的配置吸引力提升，港股的性价比更好将吸引内资和外资共同配置。2021 年人民币有望延续渐进升值的趋势；且中国金融开放深化，吸引国际资本流入。

此外，2021 年中国货币政策进一步回归正常化，而海外流动性相对更宽松，海外流动性环境的边际变化好于国内，但是海外面临着高估值股票、负利率债券的“资产荒”时代。

分析师声明

作者具有中国期货业协会授予的期货投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告中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变更。

我们已力求报告内容的客观和公正，但文中的观点和建议仅供参考，客户应审慎考量本身需求。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

本报告版权归弘业期货所有，未经书面许可，任何机构和个人不得翻版、复制和发布；如引用、刊发需注明出处为弘业期货，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

投资咨询业务资格：
证监许可【2011】1448 号

宏观金融团队成员：

研究员

张惠乾
从业资格证号：
F3036196
投资咨询证号：
Z0014677
邮箱：
zhanghuiqian@ftol.com.cn

史珂
从业资格证号：
F3007722
投资咨询证号：
Z0015049
邮箱：
shike@ftol.com.cn

刘译
从业资格证号：
F3052411
投资咨询证号：
Z0015427
邮箱：
liuyi@ftol.com.cn

研究员助理

岳清蕊
从业资格证号：
F3061465
邮箱：
yueqingrui@ftol.com.cn