粤开证券 YUEKAI SECURITIES

投资策略研究

粤开金牛奋蹄升，A 股扬帆风起时——2021 年度策略展望

2020 年 12 月 06 日

分析师：殷越
执业编号：S0300517040001
电话：021-51782237
邮箱：yinyue@ykzq.com

分析师：陈梦洁
执业编号：S0300520100001
电话：010-64814022
邮箱：chenmengjie@ykzq.com

研究助理：姜楠宇
邮箱：jiangnanyu@ykzq.com

研究助理：吴晓媛
邮箱：wuxiaoyuan@ykzq.com

近期报告

《【粤开策略解盘】市场氛围活跃，沪指突破可期-1201》2020-12-01

《【粤开策略解盘】新高之后，趋势几何-1202》2020-12-02

《【粤开策略深度】乘风破浪政策三重共振，否极泰来重回内生增长——2021 政策与经济展望》2020-12-03

《【粤开医药深度】一文读懂生物产业研究框架》2020-12-04

《【粤开策略大势研判】回测十年寻规律，跨年行情或开启》2020-12-06

投资要点

策略展望：金牛启程，奋蹄 4300 点区域

2021 辛丑年即将到来，天干五行属“金”，农历属牛年，所以辛丑年将迎来“金牛”。**我们判断经济将持续强势复苏，政策面三重共振，资金面维持充裕，A 股涨势有望延续。2021 年作为“十四五”开篇之年，“金牛”奋蹄，正是扬帆风起时。**

周期的视角：资本市场、库存与盈利周期

1990 年 12 月深交所开启试营业，上交所正式成立，标志着中国股市正式开始运行，至今已走过 30 个年头。如果从 1990 年开始画一条指数趋势线，随着我国经济的高速发展，股市也是在大的上行趋势中运行。**我们把菲波纳契神奇数字“5”作为资本市场周期年限长度，A 股已经历了 6 个完整周期，2020 年是上一轮周期的结束，同时也是新一轮的开始，参考过去几轮资本市场周期走势，2021 年 A 股或将迎来“新牛市”。（周期走势及特征详见正文分析）**

补库存周期开启，强化盈利加速修复，盈利仍将是明年估值提升的主要驱动。工业企业库存周期大约为 3-4 年一个周期，**上一轮库存周期在 2019 年年底呈现拐点，补库周期开启，未来随着疫苗研发持续推进以及经济加速恢复，国际油价有望企稳，工业需求有望提升，带动工业品价格中枢上行，PPI 后续上行的确定性相对较强。**从盈利周期的角度看，**上市公司盈利增速大概也呈现 3-4 年的周期。**上一轮盈利周期的高点出现在 2017 年的一季度，**考虑到 2020 年年初公共卫生事件打乱了本轮上行周期的节奏，高点到来的时间将延后两个季度左右，明年经济预期向好，内外需共振有望带来需求强劲上行，预计 2021 年 A 股盈利修复有望加速，并在三季度前后达到本轮上行周期的高点。**

技术的视角：沪指有望上行至 4300 点区域

明年在全球经济复苏及国内十四五开局之年政策红利驱动下，叠加疫情控制后低基数高增长的行业业绩增速背书，三重看多因素下明年上证指数底部运行空间将有所抬升，**有望从今年 2 月份的低点 2440 点区域升至 3000 点区域。上证指数运行高点有三个预期区域：第一阻力区域在 3700 点区域；第二阻力区域为上证指数 4000 点区域；第三个预期点位约在 4300 点区域。**

行情发展的节奏：上半年确定性相对更高

从经济增长情况、政策节奏、流动性、企业盈利预期、外部环境五个角度进行考量，上半年行情的确定性相对更高：经济方面，**国内经济复苏方向较为确定，经济增速可能会前高后低，短期制造业、消费、服务业将会成为经济的主要驱动因素。**政策方面，更强调中长期结构性的优化，**财政、货币政策灵活、缓慢、有序回归常态，短期大幅收紧的概率较低。**流动性方面，由于总量政策的逐步退出，放水会有一定程度的减弱，但考虑到外资流入的大趋势以及社会财富的配置重心从房产向金融资产转移，流动性环境也不会出现大幅收紧，**预计上半年的流动性要好于下半年。**外部环境方面，新任美国总统将于年初上任，整体外交态度将相对理性及开放，**短期有助于提升 A 股的**

风险偏好。盈利周期方面，**上半年 A 股盈利修复的确定性相对更高，为行情开展提供业绩支撑。**

进入到下半年，首先从国内来看，**经济增速大概率将出现一定程度放缓，前期的政策将有序退出，叠加盈利与库存周期高点**，行情的不确定性因素有所增加。**估值方面**，如果上半年行情向好，估值水平有所抬升，**后续市场风险收益比的吸引力将会下降**，部分资金可能会选择获利了结，市场存在一定抛压。其次从外部环境看，考虑到新任总统当选并不会改变美国全面遏制中国发展的基本战略意图，中美经贸关系具有复杂性与长期性，同时国外公共卫生事件仍有反复，**外部因素依旧存在诸多不确定性。**

否极泰来：21 年经济回归内生增长

短期内 ,疫后需求与 GDP 同步反弹趋势较为确定 ,但随着刺激政策逐步退出，中长期来看总需求回到内生增长轨道。**2021 上半年，在修复总基调和低基数下的经济有望维持高增长，而下半年增速将有所放缓，逐步回归到 5-6%左右的增速区间，预计全年实现 8-10%的增长。具体看三驾马车，消费以修复为主线，可选、服务、汽车是主驱动力；投资重心从地产、基建切换至制造业；出口增速预计略降，汇率仍相对强劲。**随着经济的逐步复苏，**财政和货币政策将灵活、缓慢、有序回归常态**

乘风破浪：政策面三重共振助推市场上行

国内政策方面 ,“十四五”规划指明社会经济发展方向，创新支撑高质量发展，构建“双循环”新发展格局 ,各行业规划将在明年陆续出台 ,相关产业链有望迎来快速发展机会。**科技领域中长期发展规划预计率先落地，优先关注硬科技、新能源、大消费和高端装备制造相关板块投资机会。**

国外政策方面，美国大选尘埃落定，拜登将实施更加理性开放的外交态度，**市场风险偏好短期上行，但也要注意拜登主张的对大企业加税政策，可能造成市场大幅波动影响。**

资本市场方面，A 股改革持续推进，目前仍处监管宽松创新周期，直接融资比例提升利好资本市场，全面实施注册制和退市制度完善将显著提升上市公司质量，多层次资本市场建设逐步完善，**有望提升市场热度，推动市场上行。**

资金面：A 股净流入有望达 3000 亿元左右

增量资金方面：居民财富结构变化、外资持续配置、保险养老金入市将成为 A 股主要的增量资金来源。预计 2021 年全年，A 股增量资金将达 15000 亿元，包括：居民财富结构变化约 8000 亿；北上+QFII 约 4000 亿；保险、养老金等资金继续入市约 3000 亿。

分流资金方面：南下港股通配置、IPO 和产业资本的解禁、减持将成为主要的分流资金来源。预计 2021 年全年，A 股分流资金约 12000 亿元，包括：港股新经济股吸引力增强分流约 3500 亿；随着全面注册制的逐步落地，IPO 预计分流约 4000 亿；产业资本解禁、减持压力仍然存在，预计分流约 4500 亿元。**预计 2021 年全年，中性情况下 A 股有望在保持供需平衡的基础上略有充裕；乐观情况下 A 股净流入或将达到 3000 亿元左右的水平。**

新形势下 A 股的发展路径——类比美股

我国目前宏观经济可以从经济增速、产业结构、投资者结构几个方面类比

70-80 年代的美国，当时的宏观经济也催生了 70-90 年代美股的 10 倍牛市，勾勒出美国由制造业驱动向服务业驱动的模式转换的大体路径，**而引领市场行情的板块主要集中在消费、科技和金融领域。**

从企业微观角度，A 股大消费板块可类比美股“漂亮 50”，**宏观因子变动引起的估值回落，及企业盈利的相对优势减弱是两大回调主因。**中短期维度，目前 A 股正处于盈利持续增长、信用逐步见顶的区间，**消费、医药等大消费短期主要关注信用变动对估值的影响，警惕部分疫情冲击较小的子行业在未来信用收紧后回落。低基数下，可关注前期受疫情冲击较大的旅游、酒店、珠宝、家居、纺织等可选行业明年上半年的复苏机会。长期来看，龙头企业由于盈利较稳定，获得超额收益的概率较大，中长期关注“核心资产”品种，如白酒、化妆品等。**

美股科网牛市起于宏观经济环境的高增长低通胀、科技周期进入计算机时代，以及政策方面利好不断，止于美联储加息、微软垄断案、互联网行业竞争格局变化等，**拥有优质商业模式、业绩可持续的科技企业拥有较好的股价表现。短周期来看，目前市场处于周期轮动逻辑中，科技成长全面行情仍需等待。**个股选择方面，类比科网行情，**拥有优质商业模式、业绩可持续的科技龙头企业有望拥有较好的股价表现。长周期来看，类比美股科网行情，科技类行业增长动力源于政策和产业技术驱动，新能源、半导体、军工等“十四五”政策预期较高且受风险偏好抬升影响较大的板块值得关注。**

配置方向：均衡配置顺周期、消费、科技三条主线

短期来看，当前的顺周期行情虽然有所分化，但基于宏观经济持续复苏这一支持，周期性行情依旧将成为跨年行情的重要推动。从中长期视角来看，2021 年是“十四五”的开局之年，“十四五”规划建议强调坚持创新驱动发展，构建“双循环”新发展格局，将扩大内需作为战略基点，经济转型升级之下，对科技和消费形成长期利好。

内外需提振，经济增长逐渐回归内生增长轨道，2020 年低迷需求的修复有望成为 2021 年增速的支撑，顺周期板块估值仍有提升空间。低基数叠加需求持续复苏，再综合一季度的元旦、春节假期因素，前期受公共卫生事件冲击较大的休闲服务、餐饮旅游等可选消费行业在上半年有望迎来快速增长，带动估值进一步修复。消费、医药龙头作为 A 股的核心资产，盈利整体较为稳定，可以长期看好，逢低布局。科技成长方面，中长期景气上行叠加是“十四五”规划重点方向，长线关注新能源汽车和优质成长股等。信用边际收紧将带动利率提升，资产负债两端持续改善，叠加资本市场改革加速推进等一系列政策刺激下，场外资金进场率提升，整体利好大金融板块。

风险提示：经济超预期下行，政策推进不及预期，外围环境超预期走弱

目 录

一、策略展望：金牛启程，奋蹄 4300 点区域 7
（一）2020 年 A 股市场回顾 7
（二）大盘有望站上 4300 平台：周期与技术视角 7
（1）周期的视角：资本市场、库存与盈利周期 7
（2）技术的视角：沪指有望上行至 4300 点区域 9
（三）行情发展的节奏：上半年确定性相对更高 11
二、否极泰来：21 年经济回归内生增长 12
（一）内外需提振，经济回归内生增长轨道 12
1、消费：消费以修复为主线，可选、服务、汽车是主驱动力 13
2、投资：经济回归内生驱动，投资重心从地产、基建切换至制造业 14
3、进出口：出口增速预计略降，汇率仍相对强劲 17
（二）财政、货币政策灵活、缓慢、有序回归常态 18
三、乘风破浪：政策面三重共振助推市场上行 19
（一）国内：“十四五”规划指明发展方向 19
1、整体规划：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 19
2、经济发展：更加注重经济发展质量，推进结构均衡 20
3、产业政策：关注新能源、大消费、硬科技和高端装备制造 20
（二）国外：美国大选尘埃落定，风险偏好短期上行 20
1、内政政策：加税调节贫富差距，提高最低工资水平 21
2、外交政策：多边主义，理性开放 21
3、市场影响：短期风险偏好提升，关注长期波动 21
（三）资本市场：政策宽松创新周期，市场改革持续推进 21
四、资金面：A 股净流入有望达 3000 亿元左右 22
（一）预计 2021 年 A 股增量资金约为 15000 亿元左右 23
1、“房住不炒”背景下，居民财富入市规模有望达 8000 亿元 23
2、海外资金持续流入，北上+QFII 预计有望贡献 4000 亿元增量 26
3、保险、养老金等资金继续入市，预计带来 3000 亿增量资金 28
（二）预计 2021 年 A 股分流资金约为 12000 亿元左右 29
1、全面注册制逐步落地，预计 IPO 分流资金 4000 亿元 29
2、解禁、减持压力仍存，预计分流股资金 4500 亿元 29
3、港股新经济股吸引力增强，预计分流资金 3500 亿元 29
五、新形势下 A 股的发展路径——类比美股 30
（一）回望 80 年代——宏观经济环境类比 30
1、经济增速中枢放缓，消费驱动增长 30
2、产业结构转型，服务业脱颖而出 31
3、资产配置变化，机构投资者崛起 31
4、社保完善，提升边际消费倾向 32
（二）回顾 70-90 年代的 10 倍牛市——时代及产业轮动变迁 33
1、类比“漂亮 50”，消费和医药板块是 A 股的核心资产 34
2、科网牛市复盘，关注商业模式与业绩持续性 35
六、配置主线：均衡配置顺周期、消费、科技三条主线 36
（一）顺周期配置：跨年行情的重要推动 37
1、上游原材料价格指数复苏 37

2、制造业回暖利好中下游产业 37
（二）消费板块：消费升级、需求回暖、政策支持三重加码 38
1、业绩向好与政策激励催化消费升级 38
2、人口老龄化趋势利好服务型消费 39
（三）科技板块：中长期景气上行 39
1、科技产业进入 5G 新周期 39
2、政策扶持利好新能源相关产业 40
3、美国大选落地改善外部环境 40
（四） 大金融板块：估值有望明显修复 40
1、信用边际收缩利好银行板块补涨 40
2、保险具备多重支撑逻辑 41
3、慢牛行情下券商业绩持续向好 41
（五）十四五规划：政策红利持续释放利好相关产业 42

图表目录

图表 1： 资本市场的 6 个五年周期（年线） 8
图表 2： 补库存周期开启 9
图表 3： 全 A（非金融）业绩增速有望加速上行 9
图表 4： 五年股指运行箱体的中枢在 3000 点区域（月线） 9
图表 5： 沪指支撑位置（年线） 10
图表 6： 沪指三重预期区域（月线） 11
图表 7： 2020 总需求断崖式下跌后逐步反弹，但与 GDP 增速差距仍大于疫前 12
图表 8： 社会消费品零售总额当月同比 9 月才开始转正、10 月环比快速反弹 13
图表 9： 限额以上零售总额 14
图表 10： 人均可支配收入累计同比增速有待提升 14
图表 11： 人均消费支出和人均可支配收入 14
图表 12： 固定资产投资累计同比 15
图表 13： 地产数据跟踪 15
图表 14： 今年拿地火热将滞后体现在明年的地产投资的土地购置 15
图表 15： 开发贷款余额同比增长回落滞后限制 21 年地产投资的增长空间 16
图表 16： 专项债券预计后续逐步落地 16
图表 17： 中长期企业贷款占比提升 17
图表 18： 盈利修复叠加补库存趋势 17
图表 19： 出口超预期增长 18
图表 20： 20 年贸易差额表现亮眼 18
图表 21： 政府部门杠杆率逐步上升 19
图表 22： 政策利率回归常态 19
图表 23： 社会融资中股票与债券融资占比（%） 22
图表 24： 2021 年资金供需预测 23
图表 25： 中国家庭资产构成 24

图表 26： 中国家庭金融资产构成 24
图表 27： 居民通过购买股票直接入市的规模变化 25
图表 28： 新发股票型+混合型基金份额变化 26
图表 29： 与日韩、巴西、美国外资持股占比的对比 27
图表 30： 近年 QFII 流入情况统计与预测 27
图表 31： 保险资金投资占比预测 28
图表 32： 解禁、减持分流资金预测 29
图表 33： 70 年代美国 GDP 增长中枢下降 30
图表 34： 2011 年起我国 GDP 增速放缓 30
图表 35： 中美两国人均 GDP 对比 31
图表 36： 美国 GDP 支出法构成 31
图表 37： 中国 GDP 三大产业占比 31
图表 38： 中国 GDP 支出法构成 31
图表 39： 上交所投资者持股市值占比 32
图表 40： 我国国内总储蓄率 2011 年起呈下降趋势 32
图表 41： 美国人口变化趋势 33
图表 42： 中国人口及变化趋势 33
图表 43： 1960-1999 年标普 500 指数与道琼斯工业平均指数 34
图表 44： “漂亮 50”成分股行业分布 34
图表 45： 今年 A 股食品饮料、医药板块的行情走势主要由估值驱动 35
图表 46： 90 年代纳斯达克指数 36
图表 47： LME 铝、铜现货价格复苏 37
图表 48： LME 铜处于低库存时期 37
图表 49： 聚合 MDI 出口量边际改善 38
图表 50： 挖掘机内销量快速增长 38
图表 51： 乘用车销量拉动汽车行业回暖 39
图表 52： 新能源汽车销量占比较低，市场空间巨大 40
图表 53： 十年期国债收益率上行 41

一、策略展望：金牛启程，奋蹄 4300 点区域

在 2020 年年度策略中,我们明确提出 2020 年则是“由守转攻年”,尽管年初的公共卫生事件对 A 股的节奏有所影响,但不改 A 股整体上行。**2021 辛丑年即将到来 ,天干五行属“金”,农历属牛年 ,所以辛丑年将迎来“金牛”。我们判断经济将持续强势复苏 ,政策面三重共振，资金面维持充裕，A 股涨势有望延续。2021 年作为“十四五”开篇之年 ,“金牛”奋蹄，正是扬帆风起时。**

（一）2020 年 A 股市场回顾

2020 年，A 股整体上行，中小创表现更为突出，截至 12 月 4 日，创业板指年内涨幅 51.87%，沪深 300 年内涨幅 23.66%，上证综指年内涨幅 12.93%。**从具体市场走势来看，板块轮动以及行业风格较为明显，A 股实现了估值的结构性修复，A 股估值整体抬升。我们大致将今年以来的行情分为四个阶段**：

第一阶段(年初-春节之前): 在春季躁动行情以及成长股业绩触底回升的预期之下，年初 A 股展开了一轮上涨行情 ,**科技成长成为这一阶段的上涨主力 ,周期表现相对偏弱。**

第二阶段 (春节之后-3 月): 突发公共卫生事件之下，市场大幅下挫，在随后的超跌反弹过程中，**必选消费、生物医药、线上板块等**受公共卫生事件影响较小的行业率先走出结构性行情。

第三阶段 (3 月下旬-7 月中旬): 3 月下旬，随着海外流动性风险缓解，市场风险偏好提升；经济数据持续修复，供需两端均有改善；国内的疫情也逐步稳定，扩内需方向明确，信贷依然保持着较为宽松的状态，**前期受疫情影响较大的可选消费、餐饮旅游等板块迎来复苏，宽松的流动性环境也带动成长股由估值修复到估值扩张，科技股弹性凸显，科技成长与大消费板块表现持续强势。**

第四阶段 (7 月中旬至今): 随着经济的持续复苏，跷跷板效应之下，货币政策将逐渐回归常态化。**估值提升由流动性驱动转为盈利驱动，可选消费以及前期滞涨的周期性行业开始演绎基本面的趋势性行情。**

（二）大盘有望站上 4300 平台：周期与技术视角

（1）周期的视角：资本市场、库存与盈利周期

中国股市 30 周年，第六个五年周期结束后或迎新牛市。

1990 年 12 月深交所开启试营业 ,上交所正式成立 ,标志着中国股市正式开始运行，至今已走过 30 个年头。如果从 1990 年开始画一条指数趋势线，随着我国经济的高速发展，股市也是在大的上行趋势中运行。**我们把菲波纳契神奇数字“5”作为资本市场周期年限长度，A 股已经历了 6 个完整周期，2020 年是上一轮周期的结束，同时也是新一轮的开始，参考过去几轮资本市场周期走势，2021 年 A 股或将迎来“新牛市”。**

1、第一个 5 年周期，1990-1995 年经历了一轮完整的上涨和下跌；

2、1995 年-2000 年这第二个 5 年则是走出了单边的上涨行情；

3、第三个 5 年是在 2000-2005 年，则是走出了单边的下跌；

4、第四个 5 年周期是 2005-2010 年，同第一个类似，也是经历了一个完整的上涨

与下跌；

5、第五个周期是 2010-2015 年，则改变了之前四个周期的规律，类似于上一周期，只是从上涨-下跌的顺序出现了反转，走出了 U 型特征；

6、第六个周期是 2015 年至今的下行调整趋势叠加筑底完结回归平衡。新一轮的周期有望启动，慢牛长牛的概率较大。

图表1：资本市场的 6 个五年周期（年线）

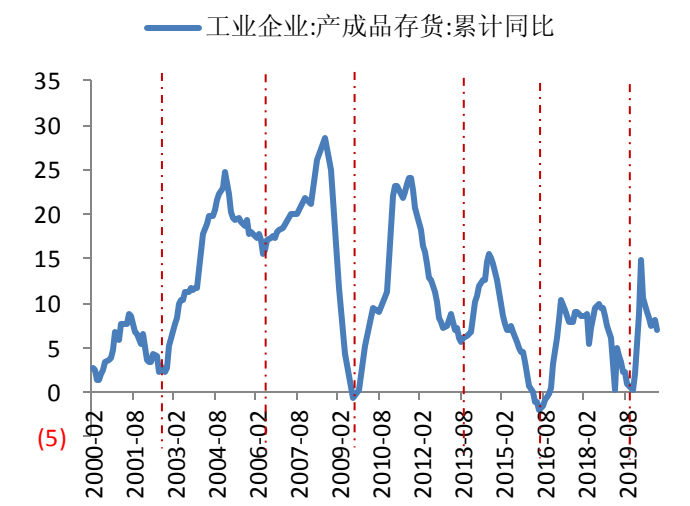


资料来源：wind，粤开证券

补库存周期开启，强化盈利加速修复，盈利仍将是明年估值提升的主要驱动。从过去十多年的工业企业库存周期看，大约为 3-4 年一个周期，**上一轮库存周期在 2019 年年底呈现拐点，补库周期开启，未来随着疫苗研发持续推进以及经济加速恢复，国际油价有望企稳，工业需求有望提升，带动工业品价格中枢上行，PPI 后续上行的确定性相对较强。**从盈利周期的角度看，**上市公司盈利增速大概也呈现 3-4 年的周期**，与库存周期的长度较为吻合。

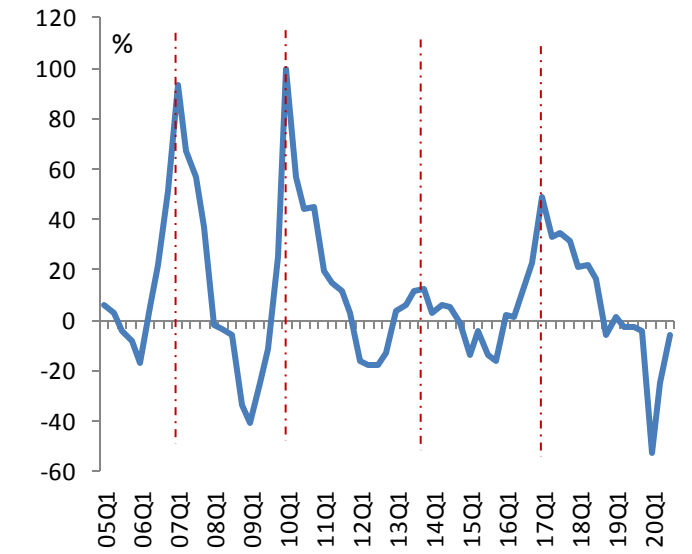
上一轮盈利周期的高点出现在 2017 年的一季度，**考虑到 2020 年年初公共卫生事件打乱了本轮上行周期的节奏，高点到来的时间将延后两个季度左右，明年经济预期向好，内外需共振有望带来需求强劲上行，预计 2021 年 A 股盈利修复有望加速，并在三季度前后达到本轮上行周期的高点。**

图表2：补库存周期开启



资料来源：wind、粤开证券研究院

图表3：全 A（非金融）业绩增速有望加速上行



资料来源：wind、粤开证券研究院

（2）技术的视角：沪指有望上行至 4300 点区域

明年在全球经济复苏及国内十四五开局之年政策红利驱动下，叠加疫情控制后低基数高增长的行业业绩增速背书，三重看多因素下明年上证指数底部运行空间将有所抬升，**有望从今年 2 月份的低点 2440 点区域升至 3000 点区域，技术上此位置有三重叠加支撑**：

1、为近五年股指运行箱体的中枢区域，（3684-2440）/2+2440=3062 点区域，同时此区域也是今年股指运行时间较长的重要成交密集区域。

图表4：五年股指运行箱体的中枢在 3000 点区域（月线）



资料来源：wind，粤开证券

2、上证指数长期上升趋势线目前延伸支撑区域在 3000 点区域，上证指数年线起点与 14 年及 19 年的三点连接延伸线为上证指数长期重要支撑线，在非系统性风险下较难跌破。

3、2007 年牛市顶点与 2020 年顶点连接的下行趋势线，明年也指向 3000 点区域，股指明年如若突破此长期下行趋势线后，此区域将转化为强支撑，大概率在此区域上方运行。

图表5：沪指支撑位置（年线）



资料来源：wind，粤开证券

2021 年上证指数运行高点有三个预期区域：

第一阻力区域在 3700 点区域。沪指目前运行在五年的箱体区域上轨附近，上轨顶点在 3685 点区域，我们认为从上证指数季线组合强势特征，及 KDJ 等指标多头发散的趋势下，突破该平台阻力概率较大。

第二阻力区域为上证指数 4000 点区域。该位置为 2015 年高位调整过程中 8 月份的高点，即是整数关口，也是五年箱体上轨突破后的第一个上行阻力区域，如果在 3700 点箱体上轨站稳并进一步延续上行趋势，上证 4000 点区域将成为多头攻击的有效位置。

第三个预期点位约在 4300 点区域。此区域将为明年沪指上行重要阻力区，该位置是上证月线 2015 年 7 月的高点位置，同时也是该轮牛市沪指单月成交量最大的月份，存在套牢盘的压力。但从多头的上行空间考虑，五年的箱体一旦突破，假设在经济基本面的辅助下市场情绪较好，在增量资金入场的推动下，上行空间从五年箱体顶点突破后，中性乐观判断再度上行空间阻力也将指向 4300 点区域，箱体上轨（3685-下轨 2440）/2+3685=4307 点。同时该区域也是站稳 4000 点后较为接近的第一阻力区域。

图表6：沪指三重预期区域（月线）



资料来源：wind，粤开证券

（三）行情发展的节奏：上半年确定性相对更高

对于 2021 年行情的把握，主要还是从经济增长情况、政策节奏、流动性、企业盈利预期、外部环境这五个角度进行考量，上半年行情的确定性相对更高：

经济方面，国内经济复苏方向较为确定，经济增速可能会前高后低，短期制造业、消费、服务业将会成为经济的主要驱动因素。内外需提振之下，经济增长逐渐回归内生增长轨道，20 年低迷需求的修复有望成为 21 年增速的支撑，可选、服务类、汽车消费恢复，投资重心从基建、地产切换至制造业投资，出口增速在外部产业链复苏下略承压。21 年上半年经济在修复总基调和低基数下高增长，下半年增速放缓，经济增长中枢总体较疫情前略有回落，逐步回归到 5-6%左右的增速区间，预计全年实现 8-10%的增长。

政策方面，更强调中长期结构性的优化，财政、货币政策灵活、缓慢、有序回归常态，短期大幅收紧的概率较低。一方面，财政收支压力和政府部门杠杆率的约束增大，随着经济逐步回归内生增长轨道，财政、货币政策的边际效用递减，逐步向产业政策过渡，政策转向基于供给侧的结构改革和市场要素改革。另一方面，财政、货币政策的退出将是灵活、缓慢、有序的。从内部经济看，制造业和可选、服务消费能否提升还存在一定变数，就业和收入还有较大修复空间。从外部环境看，外需和外部产业链的恢复还需一段时间，同时，外部宽松的财政、货币政策可能给我国带来通胀、汇率、进出口等方面的压力，需要政策灵活应对。

流动性方面，2021 年将是居民财富结构变化+海外持续流入的一年，由于总量政策的逐步退出，放水会有一定程度的减弱，但考虑到外资流入的大趋势以及社会财富的配置重心从房产向金融资产转移，流动性环境也不会出现大幅收紧。**2021 年股市流动性有望在今年下半年供需紧平衡的基础上边际改善，预计上半年的流动性要好于下半年。**

外部环境方面，新任美国总统将于年初上任，整体外交态度将相对理性及开放，短

期有助于提升 A 股的风险偏好。同时根据盈利周期判断，上半年 A 股盈利修复的确定性相对更高，为行情开展提供业绩支撑。

进入到下半年，首先从国内来看，经济增速大概率将出现一定程度放缓，前期的政策将有序退出，叠加盈利与库存周期高点，行情的不确定性因素有所增加。估值方面，如果上半年行情向好，估值水平有所抬升，后续市场风险收益比的吸引力将会下降，部分资金可能会选择获利了结，市场存在一定抛压。

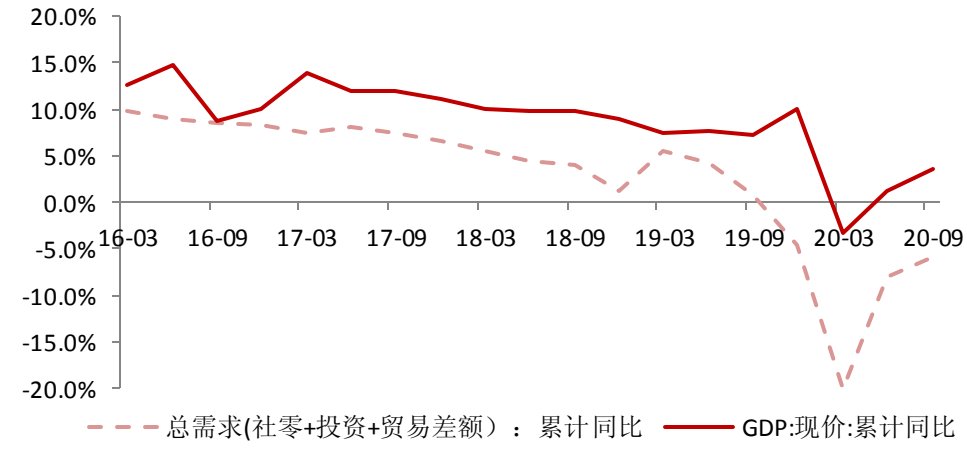
其次从外部环境看，考虑到新任总统当选并不会改变美国全面遏制中国发展的基本战略意图，中美经贸关系具有复杂性与长期性，同时国外公共卫生事件仍有反复，外部因素依旧存在诸多不确定性。

二、否极泰来：21 年经济回归内生增长

（一）内外需提振，经济回归内生增长轨道

2020 年受公共卫生事件影响，经济短期停摆、居民收入大幅削减叠加出行限制等因素对内需和外需造成了极大的冲击。从数据上来看，2016 年以来总需求（社零+投资+贸易差额）的累计同比增长慢于 GDP 现价累计同比，金融危机后续影响和经济增速中枢下落、居民长期的储蓄理念和相对保守的消费意识、人口红利弱化后部分产业链外迁和出口支撑力度下降等因素，使得总需求增长相对疲弱，而新冠疫情的冲击加剧了这一趋势。2020 年一季度总需求出现了断崖式下跌，而后逐步反弹，但是与 GDP 增速的差距仍大于疫前的差距。**短期内，疫后需求与 GDP 同步反弹趋势较为确定，但随着刺激政策逐步退出，中长期来看总需求回到内生增长轨道。2021 上半年，在修复总基调和低基数下的经济有望维持高增长，而下半年增速将有所放缓，逐步回归到 5-6%左右的增速区间，预计全年实现 8-10%的增长。**

图表7：2020 总需求断崖式下跌后逐步反弹，但与 GDP 增速差距仍大于疫前



资料来源：wind、粤开证券研究院

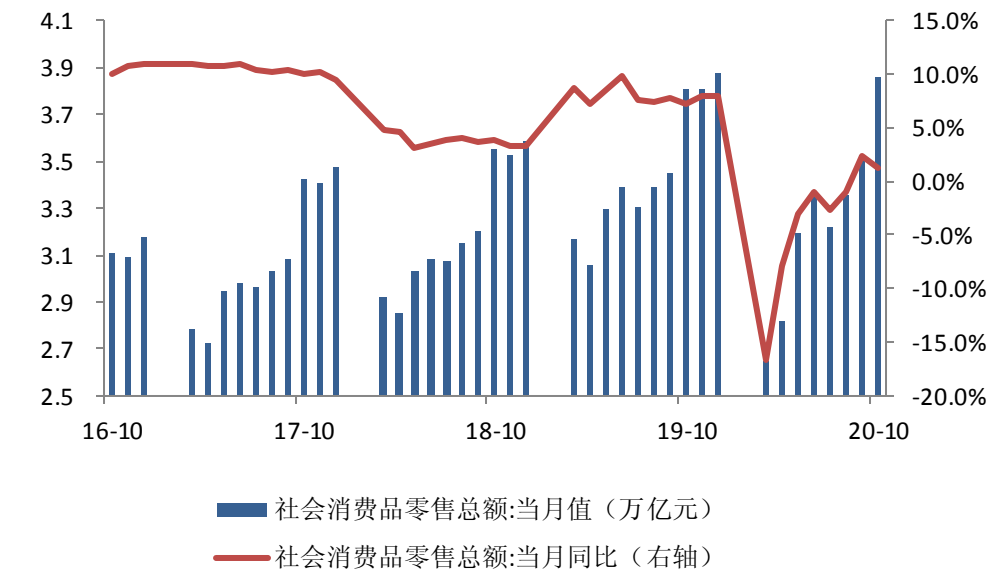
1、消费：消费以修复为主线，可选、服务、汽车是主驱动力

疫情复工后，消费恢复速度明显慢于生产修复，社会消费品零售总额当月同比到 9 月才开始转正，居民消费信心指数 9 月才回归到 120 以上，一定程度上符合居民疫情后持币防御心理提升、滞后消费的预期。一方面，我们可以看到 10 月社零环比出现较大反弹、10 月服务业生产指数首次超过规模以上工业增加值增速 0.5 个百分点，实物、服务消费开始出现较强的复苏势头，另一方面，收入回升并转化消费、社零、服务消费的反弹仍有较大的修复空间，为明年的经济增速回归提供了一定支撑。

从可支配收入看，三季度可支配收入累计同比增长接近 4%，远低于 2019 年 9%的增速水平，明年预计在基数效应下，陆续回到 7-8%的增速区间，但环比增长逐步放缓，**收入叠加消费信心提升有望进一步支撑明年的消费增长。从消费结构上看，近几年，占据限额以上消费大头的汽车消费由于补贴退坡等因素增长放缓，但今年以来新能源汽车政策频频利好，汽车消费有望继续成为消费增长的引擎。**11 月《新能源汽车发展规划》、《节能与新能源汽车技术路线图(2.0 版)》落地，明确提出“我国 2025/2030/2035 年三个时间点的年产销分别为 3200 万辆、3800 万辆、4000 万辆”以及“2035 年实现节能汽车与新能源汽车各占一半”的目标，由此测算，2020-2025 年，我国新能源汽车销量年均增速接近 40%。

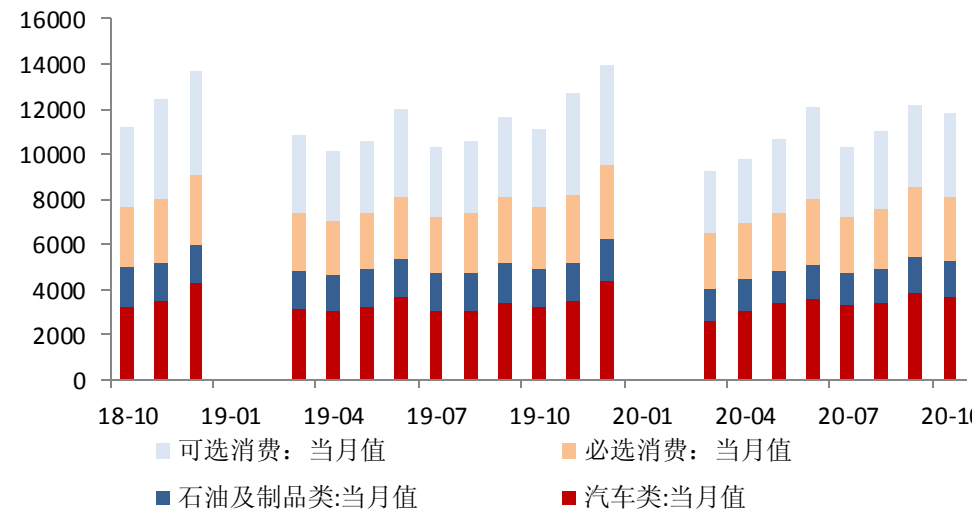
当然，我们也要看到消费增长的限制，一是经济中枢下行限制收入增速，二是居民部门的杠杠率已经从 14 年的 36%快速增长到 19 年的 56%,三是贫富差距进一步拉大，基尼系数 15-18 年有所回升。鉴于目前消费仍是相对疲弱，2021 年消费增长仍是以修复为主线，双循环下农村城市居民消费能力提升、新能源汽车、可选消费、服务消费提振是主要驱动力。

图表8：社会消费品零售总额当月同比 9 月才开始转正、10 月环比快速反弹



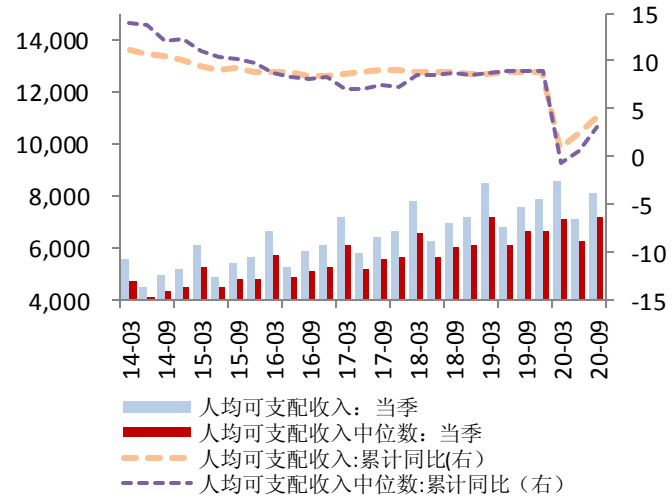
资料来源：wind、粤开证券研究院

图表9：限额以上零售总额



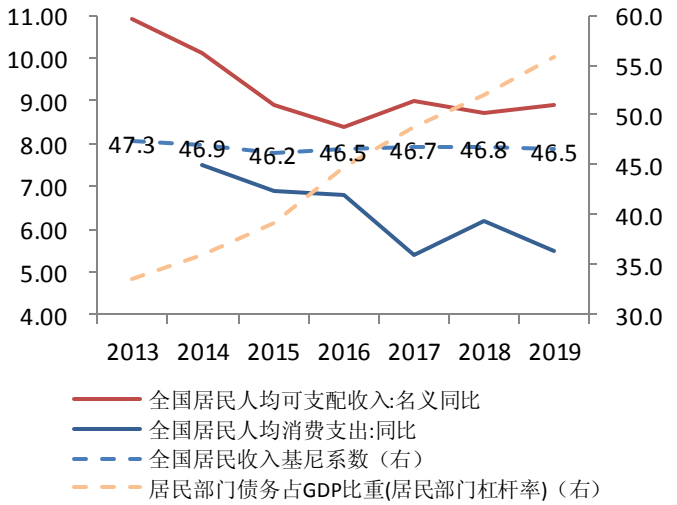
资料来源：wind、粤开证券研究院。必选消费（粮油食品、饮料烟酒、日用品、中西药）、可选消费（服装鞋帽、书报杂志、化妆品、家用电器、通讯器材、文化办公、金银珠宝、建筑装潢、家具、体育娱乐用品等）

图表10：人均可支配收入累计同比增速有待提升



资料来源：wind、粤开证券研究院

图表11：人均消费支出和人均可支配收入



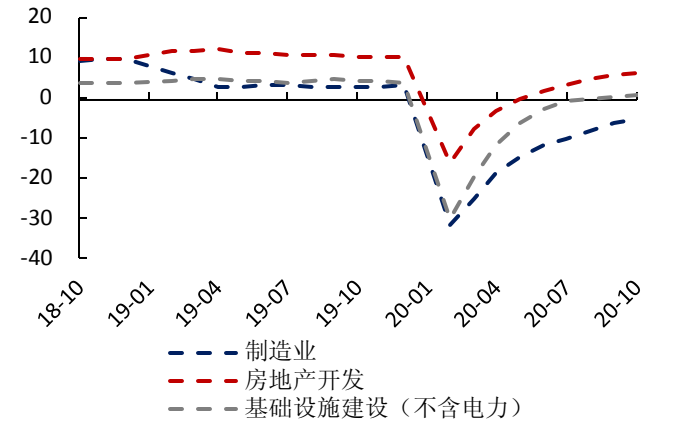
资料来源：wind、粤开证券研究院

2、投资：经济回归内生驱动，投资重心从地产、基建切换至制造业

今年地产投资增速在固定资产投资中表现亮眼，1-10 月累计同比增速 6.3%，二季度相对宽松的货币信用环境、LPR 下调带来房贷利率短期下行给予房企相对友好的内外融资环境，下半年随着货币政策回归常态化、“345 融资新规”的出台、地区限价调控等，

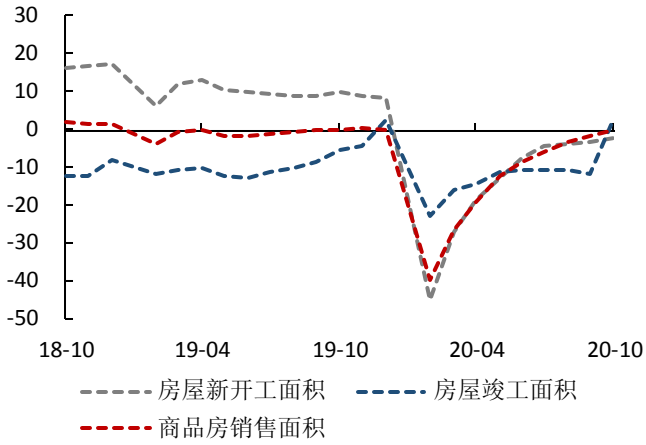
房企加快地产销售、新开工促进资金回流，一定程度上给予地产投资支撑，但增速斜率放缓，20 年 3 季度的地产开发贷款余额同比增长 8.2%，低于去年和前年同期的 11.7%、24.5%。**2021 年预计地产投资总体增速整体回落至 5-7%区间，一方面，从地产投资结构上看，今年拿地火热将滞后体现在明年的地产投资的土地购置费中，另一方面，从资金层面看，外部融资的收紧也将滞后限制 21 年地产投资的增长空间。**

图表12：固定资产投资累计同比



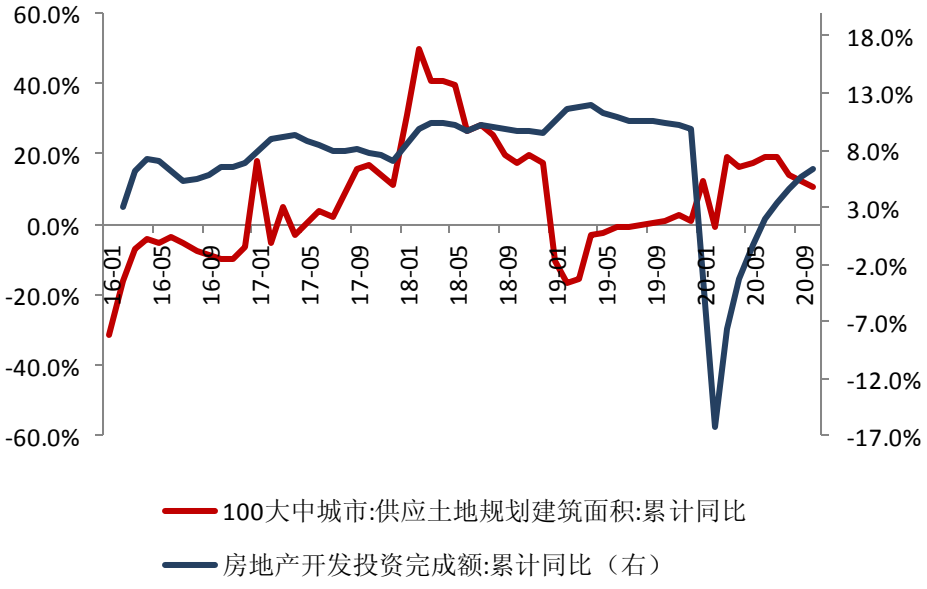
资料来源：wind、粤开证券研究院

图表13：地产数据跟踪



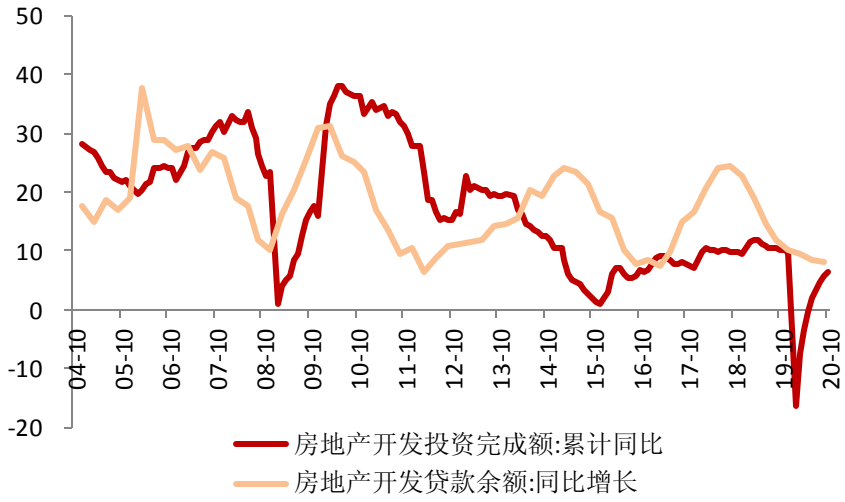
资料来源：wind、粤开证券研究院

图表14：今年拿地火热将滞后体现在明年的地产投资的土地购置



资料来源：wind、粤开证券研究院

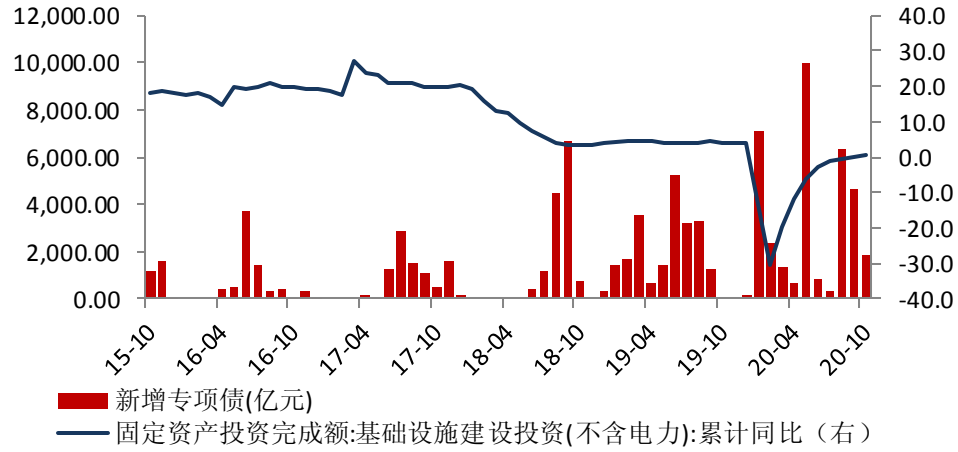
图表15：开发贷款余额同比增长回落滞后限制21年地产投资的增长空间



资料来源：wind、粤开证券研究院

今年在专项债券超额发行的情况下，基建投资增速整体仍低于预期，与经济复苏过程中优质项目仍较紧缺、财政压力下政府支出慎重、货币政策正常化、专项债资金投向向部分非基建领域倾斜有关。**展望2021，一方面，今年专项债项目有望在明年陆续落地，同时十四五规划开局之年对于新基建、重大项目的支持将对明年基建投资形成一定支撑；而另一方面，随着经济从外生刺激转回内生增长，在财政政策边际收紧、财政压力和政府债务的限制下，政策对基建的投入力度减弱，预计基建保持在1-2%的增速。**

图表16：专项债券预计后续逐步落地



资料来源：wind、粤开证券研究院

制造业投资是固定资产投资的主要拖累，10月制造业投资累计增速仍未转正。**2021**

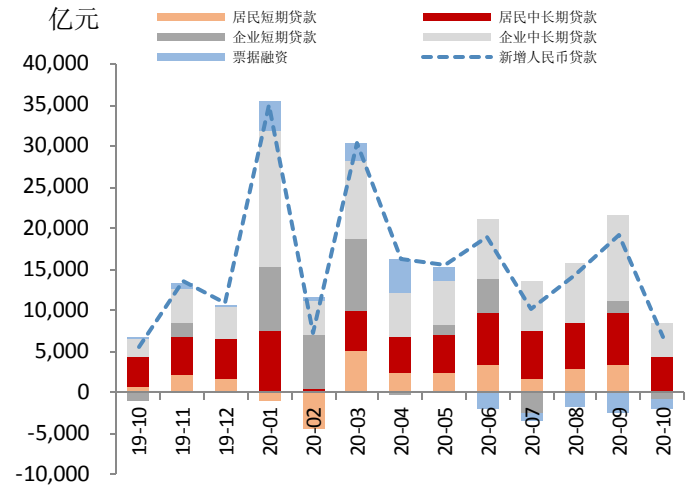
年预计随着地产调控继续收紧、财政政策陆续退出、经济重回内生驱动轨道、十四五规划政策红利落地，制造业的巨大修复空间将是固定资产投资增速的主力驱动，预计明年制造业投资保持 10%以上的增速，上半年由于低基数可能会出现双位数增长。

第一，从企业投资信心来看，M1 增速持续提升，及企业中长期贷款占比提升，均表示企业投资信心在逐步增强。

第二，从企业盈利来看，工业品价格 PPI 目前仍处在通缩状态，但下降幅度逐步收窄，且制造业 PMI 保持在荣枯线上，库存在疫情冲击下从被动去库存转到主动补库存，**预计 21 年需求端持续提振下，制造业盈利修复叠加补库存趋势将极大提升制造业投资需求和信心。**

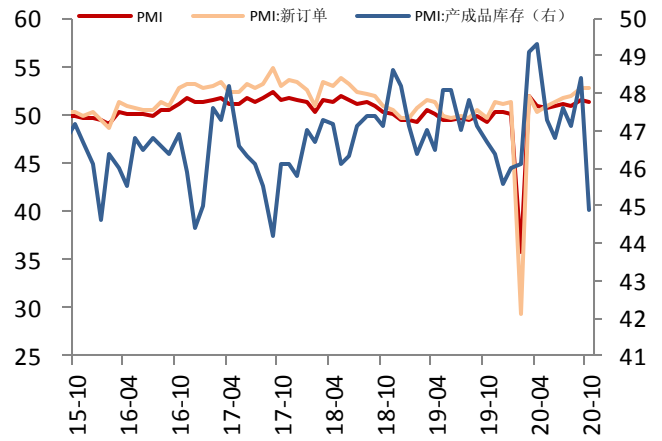
第三，从融资环境来看，货币政策回归常态化叠加潜在的信用风险，一定程度上会收紧民营企业的融资环境，但根据央行定调，**未来结构性工具将持续发力。**

图表17：中长期企业贷款占比提升



资料来源：wind、粤开证券研究院

图表18：盈利修复叠加补库存趋势



资料来源：wind、粤开证券研究院

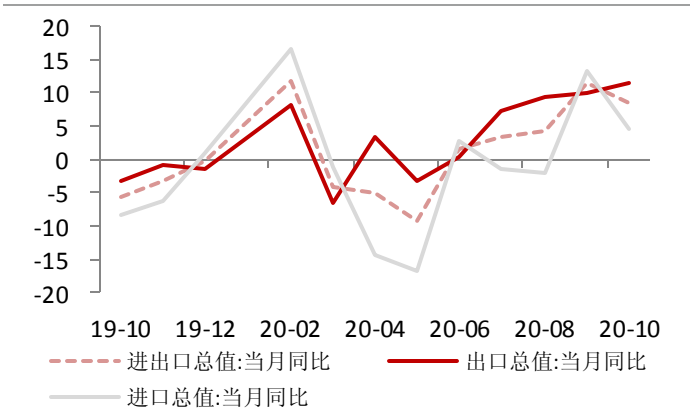
3、进出口：出口增速预计略降，汇率仍相对强劲

今年疫后出口自 4 月开始有较大的反弹，大大超过市场预期，总体保持强劲，进口月开始反弹修复。防疫物资是出口强劲的主要贡献，但贡献力度已经在逐步下降，一方面由于国外疫情防控和复工逐步有序进行，另一方面外需修复，出口结构逐步均衡。**2021 年随着国外产业链陆续复苏，出口整体增速预计有所回落， RECP 对于与东盟、日本等国家贸易的促进、中国可能加入 CPTPP 对亚太乃至跨太平洋的经济合作的进一步深化、拜登刺激法案和缓和中美关系对于中美贸易关系的修复等多重因素利好未来进出口，进出口总额和结构逐步优化。内外需改善下，进口修复速度可能快于出口，贸易差额 21 年预计增速回落。**

在中国率先修复、RECP 及 CPTPP 对于中外贸易的多重利好、拜登当选对于中美关系的修复及其刺激法案的施行、中美利差高位等因素下，**21 年人民币汇率预计仍较强**

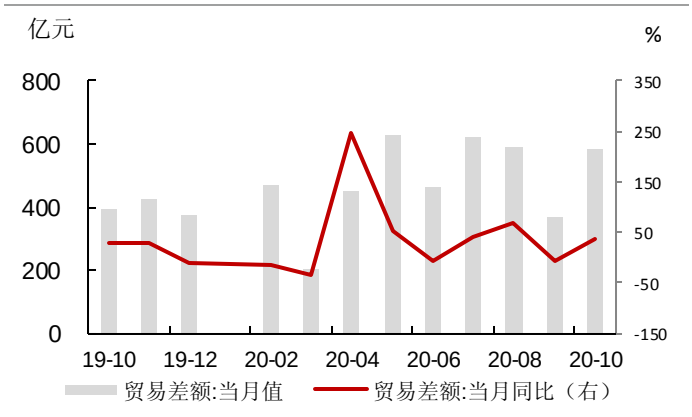
劲，但增长空间受到进口增速修复、出口增速略微承压、海外经济修复下中国相对优势弱化等因素的限制。随着央行通过外汇风险准备金率下调至 0%、淡出逆周期因子等措施维持汇率弹性，叠加复杂的国际政治经济形势，**汇率波动有所放大。**根据《2020 年三季度货币政策执行报告》，央行强调了汇率形成机制的市场化、加强对于市场预期的引导，预计未来汇率弹性和波动变大的同时，将会继续加强外汇市场自律机制和金融机构“风险中性”，减少企业杠杆炒汇、投机套利带来的信用风险，**汇率逐步走向市场化和规范化的统一。**

图表19：出口超预期增长



资料来源：wind、粤开证券研究院

图表20：20 年贸易差额表现亮眼



资料来源：wind、粤开证券研究院

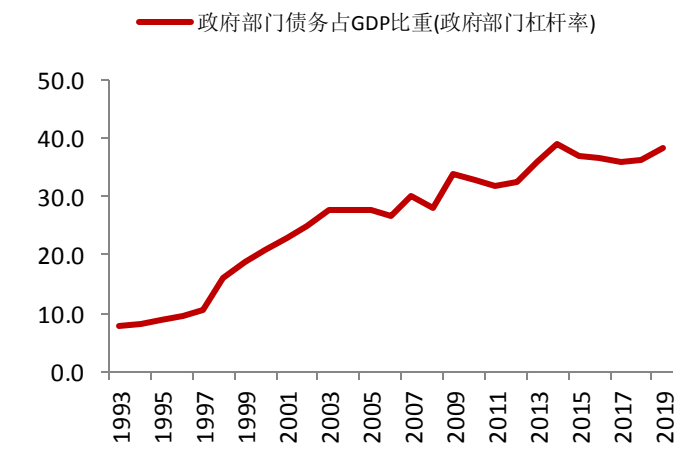
（二）财政、货币政策灵活、缓慢、有序回归常态

为了应对疫情冲击，今年政府部门先以宽松的货币政策和财政政策并举，在经济开始修复后，逐渐以积极有为的财政政策为主、稳健的货币政策为辅。**我们预计 21 年，货币政策继续保持常态化，财政政策陆续收紧。首先，财政政策的发力受到财政收支压力和政府部门杠杆率的约束，**今年减税降费和疫情冲击对财政收入的削减、财政赤字率提升和财政支出的大幅增加，使得财政压力和政府部门债务增大，压缩未来财政政策施展空间。**其次，随着经济逐步回归内生增长轨道，一方面，财政、货币政策的边际效用递减，另一方面，财政、货币政策逐步向产业政策过渡，基于供给侧的结构改革和市场要素改革更为当务之急。**

但是，财政、货币政策的退出将是灵活、缓慢、有序的。从内部经济看，经济仍以地产、基建为发力点，明年制造业和可选、服务消费能否提升还存在一定变数，国内的地产和其他企业信用风险、通胀压力仍存，就业和收入还有较大修复空间。**从外部环境看，防控疫情仍在攻坚之时，**外需和外部产业链的恢复还需一段时间，外部宽松的财政、货币政策可能给我国带来通胀、汇率、进出口等方面的压力，需要政策灵活应对。

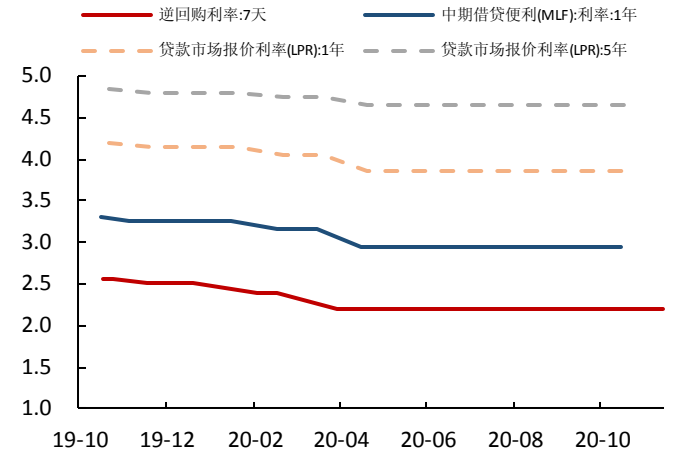
另外，根据央行货币政策司司长孙国峰提出的结构性流动性短缺的货币政策操作框架，“在维持适当的法定存款准备金率水平下，通过每日的公开市场逆回购操作提供短期流动性并持续培育短期政策利率，通过每月定时的 MLF 操作提供中期流动性并持续培育中期政策利率”，**在银行超储率较低且货币乘数较高的情况下，针对货币政策回归常态化过程中的超预期收紧，央行主要通过公开市场操作调节短期流动性。**

图表21：政府部门杠杆率逐步上升



资料来源：wind、粤开证券研究院

图表22：政策利率回归常态



资料来源：wind、粤开证券研究院

三、乘风破浪：政策面三重共振助推市场上行

国内政策方面，“十四五”规划将指明下个五年社会经济发展方向，创新支撑高质量发展，构建“双循环”新发展格局，同时各行业规划将在明年陆续出台，相关产业链有望迎来快速发展机会，科技领域中长期发展规划预计率先落地，优先关注硬科技、新能源、大消费和高端装备制造相关板块投资机会。

国外政策方面，美国大选尘埃落定，拜登将实施更加理性开放的外交态度，市场风险偏好短期上行，但也要注意拜登主张的对大企业加税政策，可能造成市场大幅波动影响。

资本市场政策方面，A 股改革持续推进，目前行业仍处监管宽松创新周期，直接融资比例提升利好资本市场，全面实施注册制和退市制度完善将显著提升上市公司质量，多层次资本市场建设也在逐步完善，有望提升市场热度，推动市场上行。

（一）国内：“十四五”规划指明发展方向

十九届五中全会于 2020 年 10 月 26 日至 29 日在北京召开，认为当前和今后一个时期，**我国发展仍然处于重要战略机遇期，但机遇和挑战都有新的发展变化。下面我们从整体规划、经济发展和产业政策三个维度解析“十四五”规划对市场影响。**

1、整体规划：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

“十四五”规划的总纲要是以推动高质量发展为主题，以深化供给侧结构性改革为主线，以改革创新为根本动力，加快建设现代化经济体系，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，实现经济行稳致远、社会安定和谐，为全面建设社会主义现代化国家开好局、起好步。

十九届五中全会提出了“十四五”时期经济社会发展六大目标 对经济发展、改革开放、社会文明、生态文明、民生福祉和国家治理提出新要求：经济发展取得新成效；改革开放迈出新步伐；社会文明程度得到新提高；生态文明建设实现新进步；民生福祉达到新水平；国家治理效能得到新提升。

2、经济发展：更加注重经济发展质量，推进结构均衡

十九届五中全会公报对于经济发展的描述与以往有所区别，对经济增长速度有所淡化，更加注重经济发展质量。与“十二五”公报中提出的“经济平稳较快发展”和“十三五”公报中的“经济保持中高速增长”不同，本次并未对经济发展速度做出描述，而是提出“**在质量效益明显提升的基础上实现经济持续健康发展，增长潜力充分发挥”，体现了对经济高质量发展的重视，对经济发展的结构、创新、协调和体系更加关注，预计具体的经济增长目标将在明年公布的规划全文中披露。**

3、产业政策：关注新能源、大消费、硬科技和高端装备制造

十九届五中全会提出“十四五”时期“文明建设实现新进步，生产生活方式绿色转型成效显著，能源资源配置更加合理、利用效率大幅提高。领导人在第 75 届联合国大会讲话提出了“中国二氧化碳排放力争于 2030 年前达到峰值，努力争取 2060 年前实现碳中和”的目标。**未来五年，我国新能源产业链有望迎来快速发展机会，目前我国已经具备完善的光伏新能源产业链，市场占有率也相对较高，从而具备较高的定价话语权，未来发展前景广阔。**

“十四五”时期将全面促进消费，顺应消费升级的趋势，鼓励消费新模式新业态发展。畅通国内大循环，促进国内国际双循环，全面促进消费，拓展投资空间。随着“十四五”规划的顺利推进，我国将会培育世界上规模最庞大的中等收入群体，形成巨大的国内消费市场。我国目前消费占比和发达国家尚有一定差距，预计将有更多消费刺激政策出台，通过消费增长带动投资。

“十四五”期间将加快核心创新技术的突破进度，发展现代产业体系，发展战略性新兴产业，统筹推进基础设施建设，加快建设交通强国。**预计将继续大力发展高端装备制造行业，同时在目前领先的 5G 和人工智能领域继续发力，加速推进数字中国建设，新基建和轨道交通等领域也将迎来发展机会。**

根据过往几届五中全会流程经验，2021 年全国两会将正式通过并公布“十四五”规划全文；**2021 年下半年，各行业领域的“十四五”具体规划将逐步落地，科技领域中长期发展规划预计率先出台，将指明各行业未来五年发展方向，相关板块有望迎来投资机会，可关注相应的重要时间节点。**

（二）国外：美国大选尘埃落定，风险偏好短期上行

2020 年美国大选中拜登最终胜出，预计将在 2021 年 1 月 20 号宣誓成为美国第四十六任总统。长期以来，拜登属于民主党中的温和派，但近期其政纲中已吸纳部分进步派主张。与特朗普过于简明的执政纲领不同，拜登的施政纲领非常详尽，涵盖疫情、财税、气候、能源、人权等议题。从内容来看，虽然出身温和派，但在当前进步派和激进派支持者日益增多的背景下，拜登的施政纲领也逐步吸收了部分左倾观点。

1、内政政策：加税调节贫富差距，提高最低工资水平

稳定经济和增加就业岗位方面，拜登承诺推出以清洁能源革命和交通设施改善为核心的两万亿基建计划，并提出 4000 亿美元的政府采购以推进“买美国货”落地、实现制造业回流和就业稳定增长。

财税政策方面，与特朗普延续其“减税”政策不同，拜登计划对富人和大公司增税以支付对公共服务的投资、同时通过税收抵免减轻工薪阶层税负，**体现调节贫富差距的税收政策取向，彰显了一定的左派平等价值观。**

在民生方面，拜登吸收进步派观点，主张大幅提高最低工资，延长疫情失业救济金方案，支持增加低收入地区学校的教育支出。

2、外交政策：多边主义，理性开放

从整体对外政策来看，拜登并不会延续特朗普的“孤立主义”单边外交政策，**将保持更加理性开放的外交态度。**

在对华政策上，拜登当选并不会改变美国全面遏制中国发展的基本战略意图，但是拜登政府采取的方式或有所不同，延续特朗普的关税战措施的概率较低，而会坚定地向非关税贸易措施转变，包括通过联盟对抗、增加多边谈判、重新评估中国商品进口关税、对特定公司及个人实施制裁等。

3、市场影响：短期风险偏好提升，关注长期波动

从资产配置来看，拜登获选后或将推出超过两万亿美元的财政刺激方案，推动美国经济复苏，且拜登的行为更可预期，重建美国共识、国际秩序重回规则导向、降低贫富差距解决结构性问题，**短期可能会提升市场风险偏好，利好股票市场。**但拜登主张的企业加税以及提升最低工资措施将显著提高企业经营成本，尤其是加强对科技企业避税监管，叠加强化金融监管以及美联储的独立性增强，流动性推升的牛市不再，**或将对美股长期走势形成不利影响，甚至造成大幅波动。**

从过去十次美国大选后美股纳斯达克指数表现来看，整体走势较强。过去十次大选日后一月平均涨幅为-0.57%，而之后一个季度、半年和一年平均涨幅均为正值，分别是3.12%、4.68%、14.85%，当然这与过去四十年美股的长期牛市有一定关系，但也体现了**大选结束后风险偏好回升带来的股市上行趋势。**

行业影响方面，拜登曾承诺“上台后第一天就要重返《巴黎气候协定》”，同时提出支持清洁能源革命，**加大气候与基建投资，整体利好新能源行业**；另外提出加强金融监管，或对金融行业发展不利。

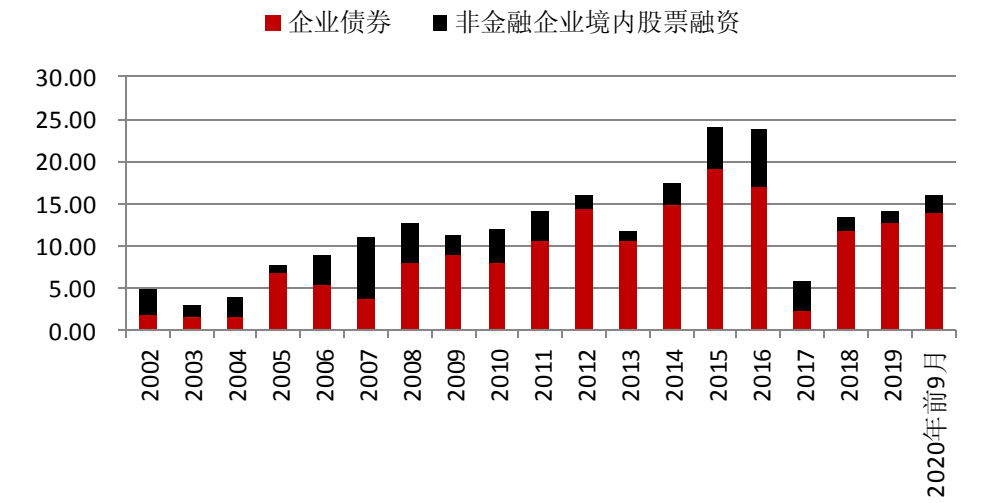
（三）资本市场：政策宽松创新周期，市场改革持续推进

当前，我国越来越重视资本市场建设，推出科创板、探索注册制、推动与境外资本市场互联互通等一系列改革措施，指向的都是更好地发挥资本市场为实体经济服务。监管层多次提出要提升直接融资比例，保持新股发行常态化，进一步优化并购重组、再融资、分拆上市等制度，充分激发市场活力；债券融资方面，积极推动公司信用类债券发行准入和信息披露标准统一，促进债券市场互联互通。

从各种政策中，可以看出一个明显趋势，那就是越来越鼓励实体经济从债务融资转向股权融资。提高直接融资比例有助于优化金融结构，促进新经济行业发展，2017 年以

来，我国直接融资比例逐步提升，**未来还将稳步上升，利好资本市场发展。**

图表23：社会融资中股票与债券融资占比（%）



资料来源：wind、粤开证券研究院

证券行业处于宽松创新监管周期。2000 年之后，证券行业经历了两轮完整的监管周期，2003-2007 年是第一个周期，主要政策为股权分置改革；2008-2014 为第二个周期，推出创新 11 条；目前行业处于第三个周期的宽松阶段，全面推行注册制，行业加速对外开放加速，"深改 12 条"明确指出改革方向。

新证券法出炉提供制度基础保障，全面推行注册制增加资本市场容量，新三板深化改革完善多层次资本市场建设，全面对外开放促进行业高水平发展，**2021 年政策宽松预期将持续。**

四、资金面：A 股净流入有望达 3000 亿元左右

增量资金方面：居民财富结构变化、外资持续配置、保险养老金入市将成为 A 股主要的增量资金来源。预计 2021 年全年，A 股增量资金将达 15000 亿元，包括：居民财富结构变化，预计带来 8000 亿元增量资金；海外资金持续流入，北上+QFII 预计带来 4000 亿元增量资金；保险、养老金等资金继续入市，预计带来约 3000 亿元增量资金。

分流资金方面：南下港股通配置、IPO 和产业资本的解禁、减持将成为主要的分流资金来源。预计 2021 年全年，A 股分流资金约 12000 亿元，包括：港股新经济股吸引力增强，预计分流资金 3500 亿元；随着全面注册制的逐步落地，IPO 预计分流资金约 4000 亿元；产业资本解禁、减持压力仍然存在，预计分流资金约 4500 亿元。

图表24：2021 年资金供需预测

	资金类别	2020 预测，亿元	2021 中性预测，亿元	2021 乐观预测，亿元
资金供给	居民资产入市	8000	7250	8000
	北上+QFII	1840	3250	4000
	保险、养老金入市	2400	2500	3000
	合计	**12240**	**13000**	**15000**
资金需求	IPO	4100	4350	4200
	解禁、减持	6100	4650	4200
	南下资金	5200	3850	3400
	合计	**15400**	**12850**	**11800**
增量资金-分流资金合计		**-3160**	**150**	**3200**

资料来源：粤开证券研究院

2021 年会是居民财富结构变化+海外持续流入的一年。在股市的流动性方面，2021 年有望在今年下半年供需紧平衡的基础上边际改善，预计上半年的流动性要好于下半年，下半年随着经济平稳恢复，政策或将逐步平稳有序退出。中性情况下，预计 2021 年全年，A 股有望在保持供需平衡的基础上略有充裕。乐观情况下，预计 2021 年全年，A 股净流入或将达到 3000 亿元左右的水平。

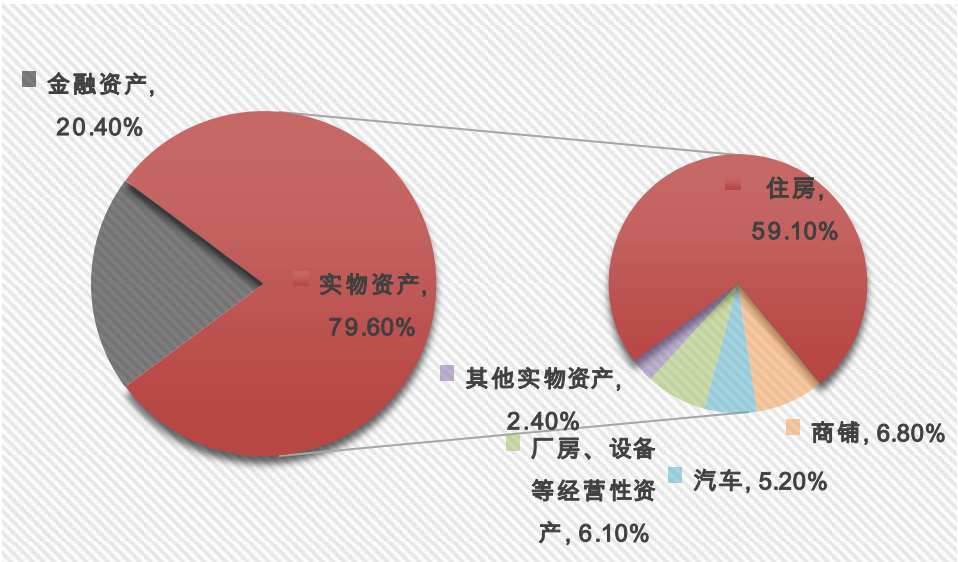
（一）预计 2021 年 A 股增量资金约为 15000 亿元左右

1、“房住不炒”背景下，居民财富入市规模有望达 8000 亿元

近年来，居民财富结构有所变化，居民资产配置有不断向金融资产倾斜的趋势。从历史来看，过去几十年，居民财富主要集中在房地产上，房地产占比一直显著高于金融资产，但是这一比例并非一成不变，居民对金融资产的配置比例也受到金融资产与房地产的表现影响，**整体来看，二者有此消彼长的态势。**

数据显示，2018 年末，我国居民财富中的房地产规模约占居民总资产的 70%，而到了 2019 年，根据中国人民银行发布的《2019 年中国城镇居民家庭资产负债情况调查报告》显示，我国家庭资产构成中，住房+商铺占比为 66%左右。**在政策不断强调并强化“房住不炒”的背景下，以及自 2019 年股市的赚钱效应不断提升的带动下，出现居民财富结构向金融资产倾斜顺理成章。**

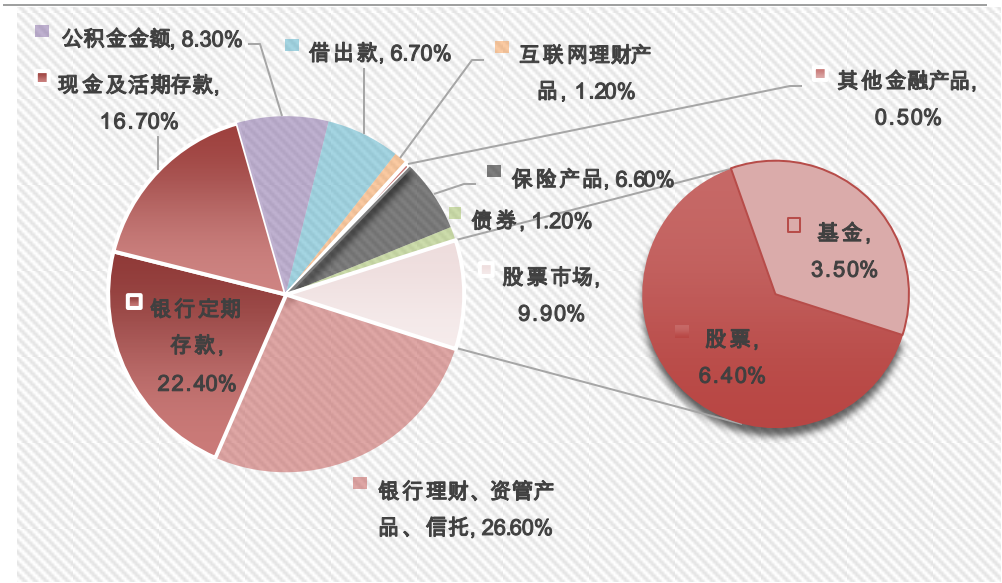
图表25：中国家庭资产构成



资料来源：中国人民银行、粤开证券研究院

具体来看，2019 年，我国城镇居民家庭资产构成中，金融资产约占 20%左右，而这其中股票只占到 6.4%，基金占到 3.5%，总计比例不到 10%，那么整体来看，我国家庭资产构成中只有 2%左右在股票市场，这一比例与美国等发达国家相差甚远。

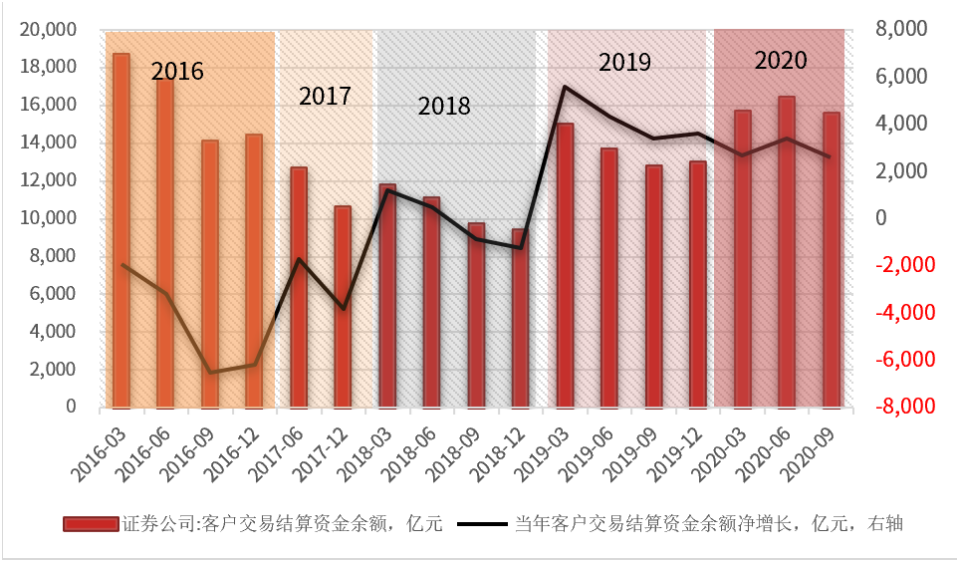
图表26：中国家庭金融资产构成



资料来源：中国人民银行、粤开证券研究院

除了“房住不炒”外，随着投资者教育的逐步深化，居民大类资产配置的意识越来越强，叠加股市赚钱效应好转，权益市场对投资者的吸引力越来越强。居民借“股”入市与“基”入市越来越多，而机构相比个人投资者具备更专业的能力以及更好的抗风险能力，**A 股市场机构化也“小荷才露尖尖角”。**

图表27：居民通过购买股票直接入市的规模变化



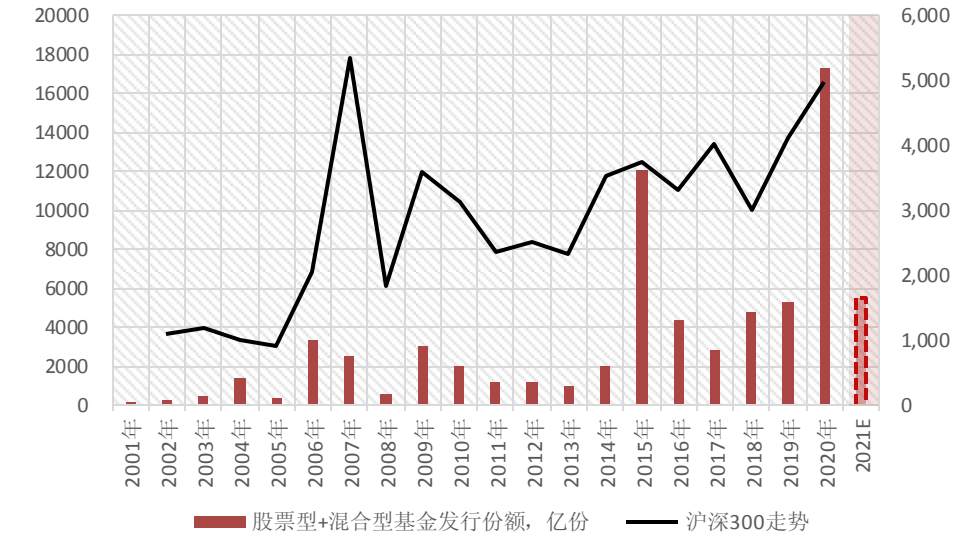
资料来源：Wind、粤开证券研究院

截至 2020 年三季度，居民通过购买股票直接入市的规模为 2600 亿元，2016 年/2017 年/2018 年/2019 年/2020 年三季度居民通过购买股票直接入市的规模分别为-6200 亿元/-3800 亿元/-1221 亿元/3621 亿元/2600 亿元，当年沪深 300 的涨跌幅分别为-11.28%/21.78%/-25.31%/36.07%/11.98%。

可以看出，目前我国居民资产入市仍很大程度受到市场表现的影响，但是随着投资者教育的逐步深化，居民大类资产配置的意识越来越强，以及 80 后、90 后逐渐成为市场的主力军，我国居民财富结构有望逐步向金融资产倾斜。**基于我们继续看好明年 A 股表现的基础上，预计 2021 年，居民通过购买股票直接入市的规模有望保持在 2000~3000 亿元。**

同时，随着基金赚钱效应的持续释放，以及机构相比个人投资者具备更专业的能力以及更好的抗风险能力等特点，居民借“基”入市有望继续超过借“股”入市，成为居民资产入市的主力。2020 年上半年，居民通过购买基金间接入市的规模为 4877 亿元，**预计 2021 年，居民通过购买基金间接入市的规模有望维持在 4500~5000 亿元。**

图表28：新发股票型+混合型基金份额变化



资料来源：Wind、粤开证券研究院

整体来看，居民通过购买股票直接入市+基金间接入市的规模有望达 8000 亿元。

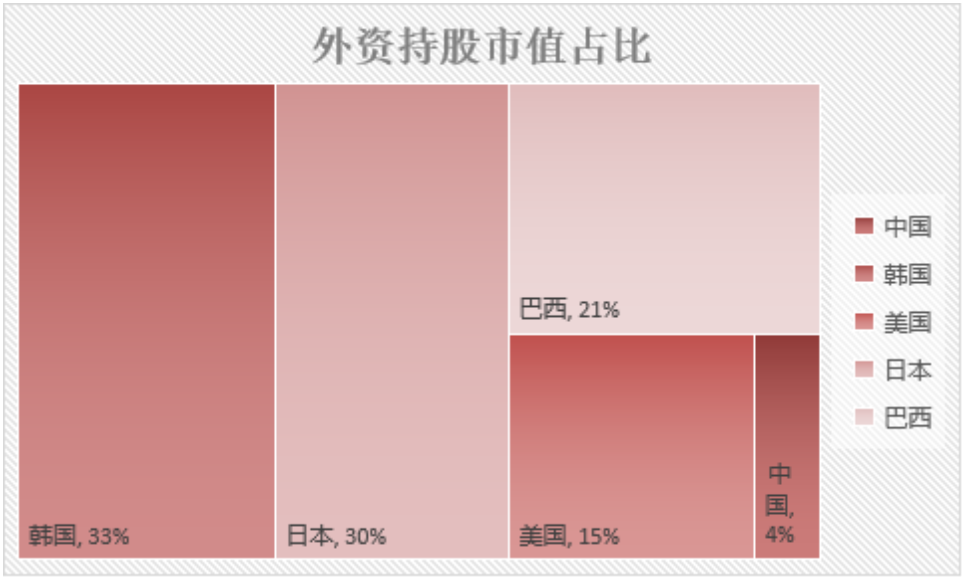
2、海外资金持续流入，北上+QFII 预计有望贡献 4000 亿元增量

今年外资持续流入的步调明显放缓，主要原因还是因为全球卫生事件影响所致，全球经济大幅下滑以及外部不确定事件的扰动。中长期来看，我国外资流入的空间仍然广阔：

从纵深基本面来说，我国经济复苏早、对外开放持续推进、人民币资产收益相对较好，外资中长期投资中国市场和增持人民币资产的信心和趋势没有改变。当前国内经济稳步复苏，消费、投资等主要经济指标逐步改善，强大国内市场的“磁吸效应”将继续显现，吸引外资在华投资兴业。预计明年 MSCI、富时罗素两大指数公司有望进一步提高 A 股在其指数中权重，带来可观的资金增量。

从横向对比来看，我国外资持股比例相较于日韩、巴西、美国仍然显著偏低，后续可持续流入的空间巨大。根据国家外汇管理局数据显示，美国外资持股占美国股市总份额的 15%，日本占比为 30%，巴西占比为 21%，韩国为 33%，而我国截至 2020 年 11 月 20 日，北上资金+QFII 的持股市值占 A 股流通市值的比例仅有 4%左右，中国作为全球第二大市场，这一比例不仅远低于日本和美国等发达国家，还低于韩国和巴西等新兴市场国家。**未来随着金融市场对外开放稳步推进，境外资本进入中国仍具有较大的增长空间和增长动力。**

图表29：与日韩、巴西、美国外资持股占比的对比



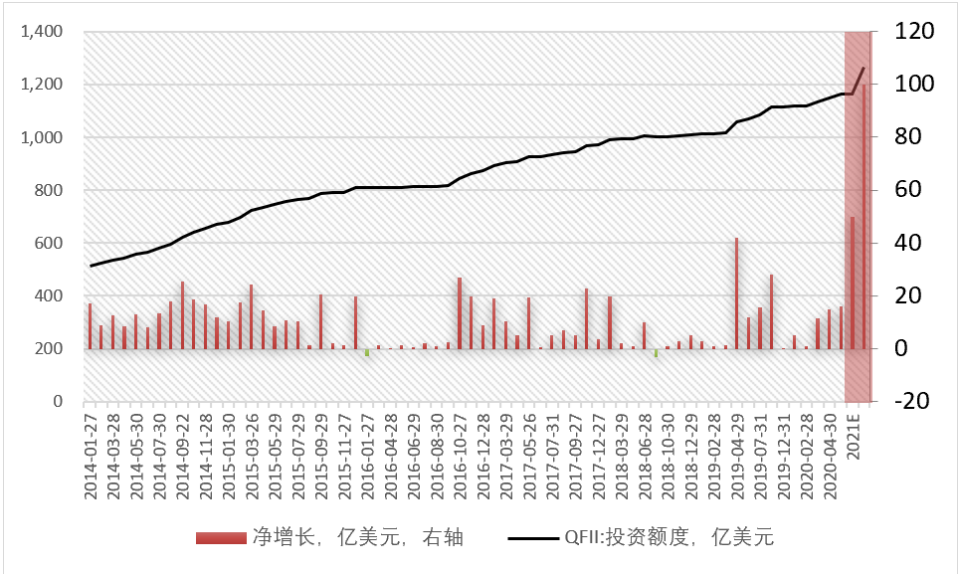
资料来源：国家外汇管理局、粤开证券研究院

自陆股通开通以来，北上资金已累计净流入 11234 亿元，具体逐年来看，2014 年/2015 年/2016 年/2017 年/2018 年/2019 年/2020 年净流入额分别为 686 亿元/185 亿元/607 亿元/1997 亿元/2942 亿元/3517 亿元/1299 亿元。

随着外部事件扰动的减小+国内经济表现亮眼+人民币保持强势，预计 2021 年，"聪明钱"北上资金有望重回大幅净流入，全年净流入额有望达到 2000~3500 亿元，旗帜资金或将为 A 股市场贡献重要增量。

QFII+RQFII 方面，与陆股通资金相比，近年来增长较为缓慢，预计 2021 年仍将维持稳定增长，有望给 A 股带来百亿美元级别的增量资金。

图表30：近年 QFII 流入情况统计与预测



资料来源：Wind、粤开证券研究院

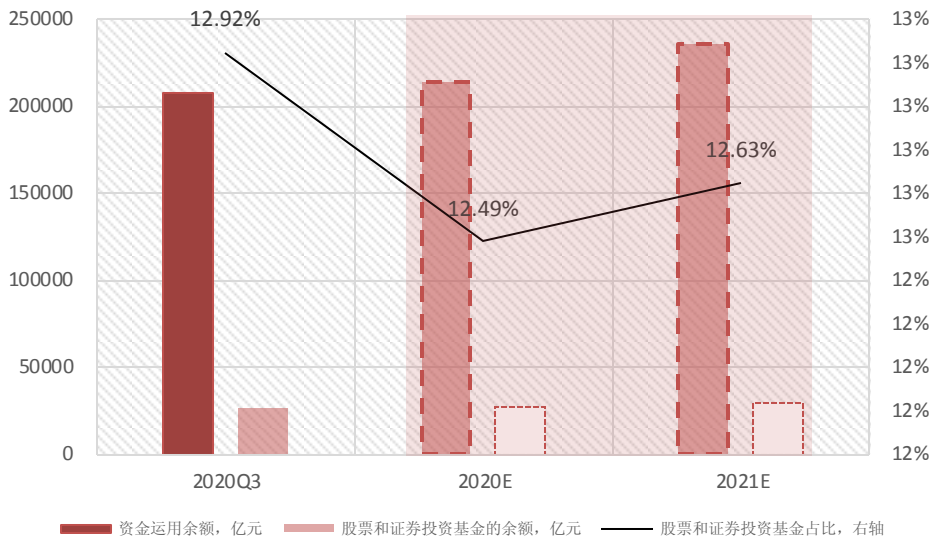
因此，整体来看，2021 年，海外资金有望持续流入，北上+QFII 预计贡献 4000 亿元增量资金。

3、保险、养老金等资金继续入市，预计带来 3000 亿增量资金

7 月 17 日，银保监会对保险机构权益投资比例实施差异化管理，**最高可到占上季末总资产的 45%。**

保险资金权益配置主要跟随保费呈稳定增长态势。根据银保监会的数据显示，截至 2020 年三季度，保险公司原保险保费收入 3.7 万亿元，同比增长 7.2%，资金运用余额突破 20 万亿元 ,但是其中关于股票和证券投资基金的余额为 26762 亿元 ,占比为 12.9%，远未达到投资比例上限。从绝对值来看，股票和证券投资基金的余额相较去年年底净增长 2397 亿元，相较上半年略有降低。**预计 2021 年，随着保费的持续稳定增长以及权益类投资比例逐步提高，险资入市可带来增量资金 2000~3000 亿。**

图表31：保险资金投资占比预测



资料来源：粤开证券研究院

另一方面，养老金或将成为 A 股的重要增量资金来源。当前我国养老金储备的来源主要包括三方面：基本养老保险金、社会保障基金和企业年金。截止 2020 年三季度末，企业养老保险基金累计结余 4.5 万亿元。横向对比来看，美国养老金股票市值占总市值比重基本保持在 20%-30%之间 ,而我国三支柱养老金合计持股规模占股票市场总市值比重不到 10%。

截至 2020 年三季度，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，养老金到账并陆续开始投资。养老金“入市”，长线资金“压舱”可期。

（二）预计 2021 年 A 股分流资金约为 12000 亿元左右

1、全面注册制逐步落地，预计 IPO 分流资金 4000 亿元

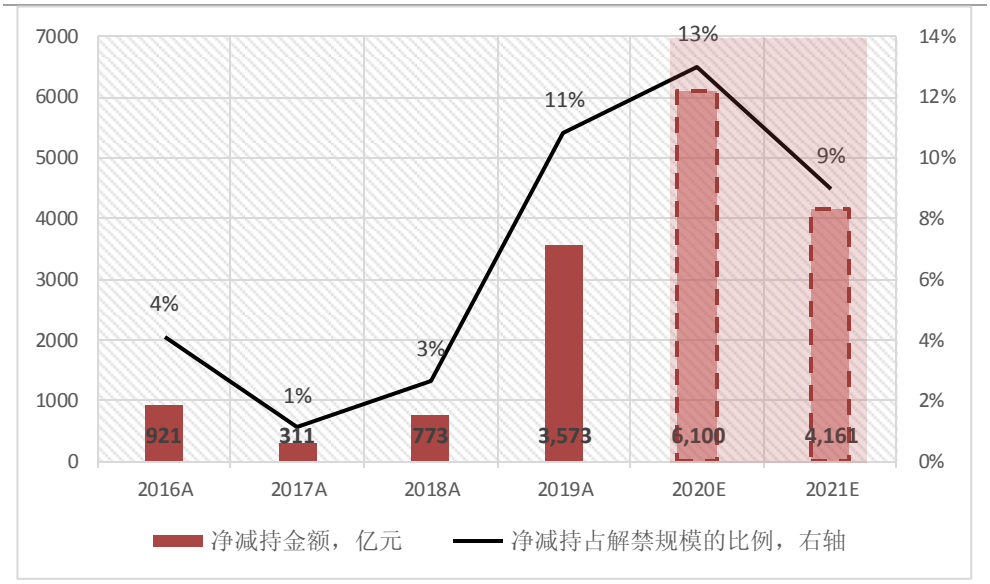
注册制已经顺利在科创板、创业板试点，未来两年注册制或有望在主板、中小板落地。截止 12 月 4 日，年内累计 IPO 上市 351，募集资金总计约 4341 亿元，较 2019 年全年增长超 70%。

A 股全面推行注册制已是大势所趋，随着全面注册制逐步落地，对资金面的压力可能加大，**预计 2021 年全年新股发行募集资金或将分流资金 4000~4500 亿元。**

2、解禁、减持压力仍存，预计分流股资金 4500 亿元

回顾 A 股历年净减持占解禁规模的比例变化比较大，但是总体来说，与当年市场表现呈现出比较强的相关性，市场表现好的情况下，净减持占解禁规模的比例可能更大一些，反之，净减持所占比例可能减小。**基于我们对明年市场继续向好的判断，以及近 2 年减持比例已经达到比较高的水平，我们预计 2021 年占比可能会小幅下降。**

图表32：解禁、减持分流资金预测



资料来源：Wind、粤开证券研究院

截至 2020 年 12 月 4 日，A 股净减持规模约 5952 亿元，预计 2020 年全年，净减持规模 6100 亿元，全年 A 股解禁规模大约为 4.68 万亿，净减持占解禁规模的比例约为 13%左右。我们预计 2021 年净减持占解禁规模的比例将有小幅下降，降至 9%~11%左右，那么以 2021 年 A 股解禁规模为 4.62 万亿进行测算，**预计 2021 年全年，A 股市场净减持规模在 4000~5000 亿元左右。**

3、港股新经济股吸引力增强，预计分流资金 3500 亿元

随着越来越多的新经济公司和中概股公司选择赴港上市或二次上市，港股市场成为新经济的“聚集地”已初具雏形，目前新经济板块在香港中资股中占比在 60%左右。而香港将扩大与内地股票互联互通的涵盖范围也进一步提上日程，将包括在香港上市的生物

科技股及第二上市股份，目前港股第二上市股份包括阿里巴巴、网易、京东等。

在港股新经济股吸引力逐步增强+居民资产配置向金融股资产倾斜+低估值港股配置价值凸显的背景下，港股受到了更多的关注。以南下资金为例，截止 12 月 4 日，今年以来累计净流入超 6000 亿港币，远超往年流入规模，同期北上资金净流入仅约 1700 亿元，南下资金流入规模是北上资金约 4 倍，成为港股市场的一股不可忽视的力量。

自港股通开通以来，南下资金已累计净流入 16880 亿港币，流入规模超过陆股通。具体逐年来看，2014 年/2015 年/2016 年/2017 年/2018 年/2019 年/2020 年净流入额分别为 131 亿港币/1272 亿港币/2460 亿港币/3399 亿港币/827 亿港币/2493 亿港币/6298 亿港币。预计 2021 年南下资金仍将维持大幅流入态势，但规模相较于今年的高点可能略有放缓。预计 2021 年，**全年净流入额有望达到 4000~5000 亿港币，按照 1 港币兑 0.85 元人民币的汇率估算，约合人民币 3400~4300 亿元，与北上资金规模相当。**

五、新形势下 A 股的发展路径——类比美股

（一）回望 80 年代——宏观经济环境类比

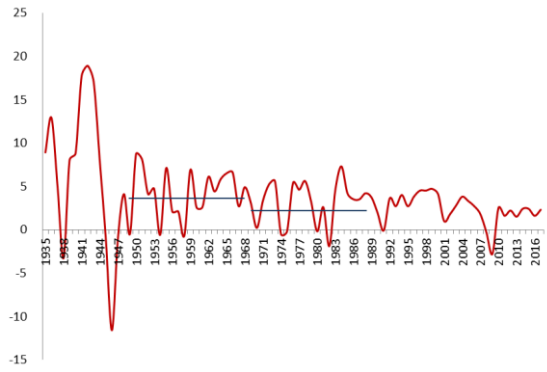
我国目前宏观经济可以从经济增速、产业结构、投资者结构几个方面类比 70-80 年代的美国。70 年代起，美国经济增速放缓，重工业化告一段落，房地产销售见顶，人均 GDP 突破 8000 美元，同时社会保障制度进一步完善，18-64 岁人口占比亦不断提升。多重因素导致了美国 70 年代中后期到 90 年代初消费产业的崛起，工业型经济转型为消费型经济，整个 80 年代是美国消费产业发展的黄金十年。

1、经济增速中枢放缓，消费驱动增长

70 年代，美国经济增长由投资驱动转为消费驱动。二战后得益于马歇尔计划、战后需求释放、婴儿潮以及中产阶级成长等因素，美国的工业发展迅速；进入 70 年代后，经历石油危机、房地产销售见顶，叠加第三次科技革命对经济的推动力有所减弱，美国制造业开始走下坡路，经济增长难以为继，GDP 中枢由战后的 4%下降至 2%左右。

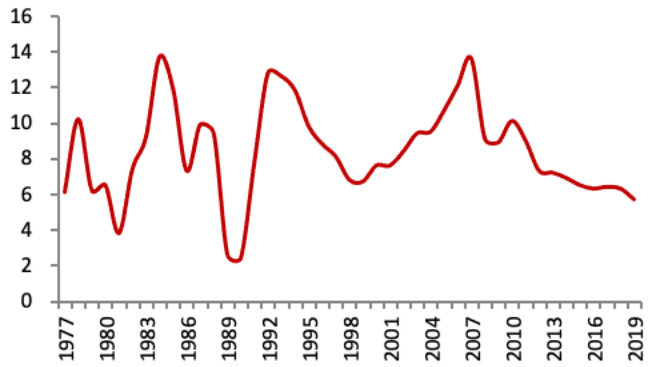
我国自 2000 年加入 WTO 至 2008 年金融危机之前，经济增速中枢保持在 10%左右，2011 年起中国经济增速进入缓慢下行阶段，经济增速的中枢下降至 7%附近。

图表33：70 年代美国 GDP 增长中枢下降



资料来源：wind、粤开证券研究院

图表34：2011 年起我国 GDP 增速放缓



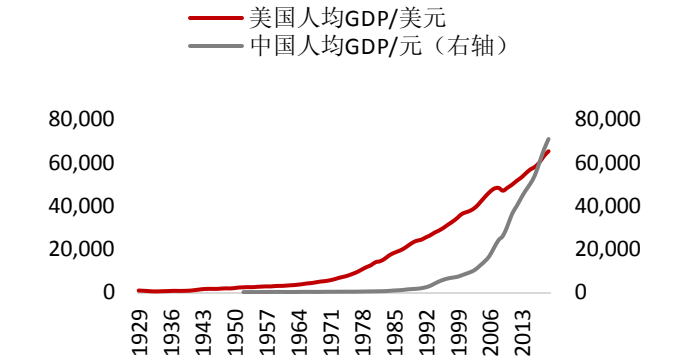
资料来源：wind、粤开证券研究院

2、产业结构转型，服务业脱颖而出

70 年代美国传统工业逐步衰落，服务业脱颖而出。1950-1960 年，钢铁和汽车是美国两大支柱产业。得益于二战及越南战争等军工需求爆发，1950 年美国粗钢生产占全球份额高达 46.6%，随着日本和欧洲工业技术崛起，1960 年美国的粗钢生产份额收缩至 26.0%。60 年代亦是美国汽车工业的巅峰期，随着居民收入增长和中产阶级扩张，1960 年美国汽车生产占全球 48.5%，石油危机后欧洲的小型车市占率提升，美国汽车生产占全球比例下滑至 27.0%。里根经济学通过减税、恢复自由市场等措施，使得美国服务产业脱颖而出。

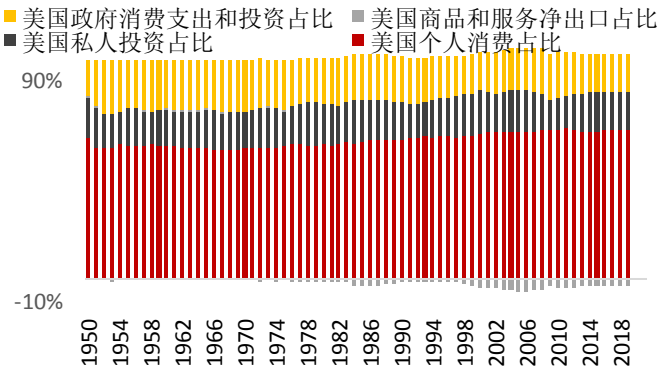
目前我国人均 GDP 水平约与 80 年代美国相当，经济增长亦由投资驱动向消费拉动转变。2019 年中国人均 GDP 为 70892 元(约 10261 美元),约与 1978 年美国人均 GDP 相当（10563 美元）。1980 年美国个人消费、私人投资、政府消费和投资、商品和服务净出口占 GDP 比重分别为 61%、19%、21%、0%，1980-2000 年美国个人消费占比从 61%提升至 66%。

图表35：中美两国人均 GDP 对比



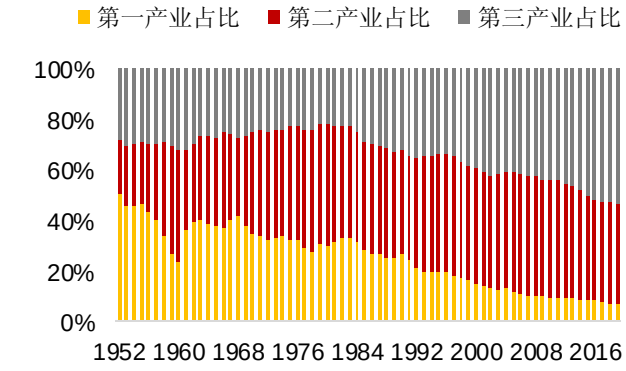
资料来源：wind、粤开证券研究院

图表36：美国 GDP 支出法构成



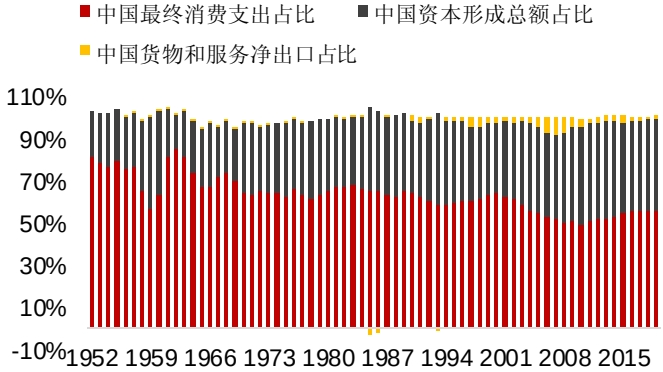
资料来源：wind、粤开证券研究院

图表37：中国 GDP 三大产业占比



资料来源：wind、粤开证券研究院

图表38：中国 GDP 支出法构成



资料来源：wind、粤开证券研究院

3、资产配置变化，机构投资者崛起

对比美股与 A 股的投资者结构，70 年代以前，美股投资者结构中家庭和非营利组织

持股占比约为八成，而 2018 年上交所投资者结构中一般法人和散户占比合计 85%，两者结构较为相似。

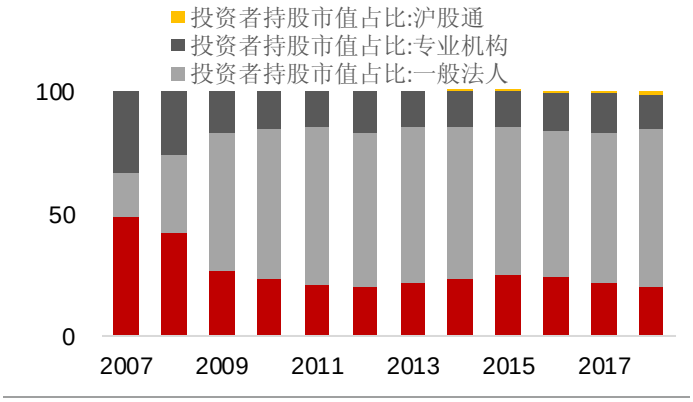
美股的机构化进程自 70 年代开始加速。60 年代，美股陆续经历了“电子热”、消费电子浪潮、并购浪潮、养老概念潮等数轮题材炒作，题材泡沫破裂后，市场均以大幅下跌收场。期间机构投资者偏好的大盘蓝筹股的收益率较稳健，散户为了稳定收益，逐渐通过购买基金入市，从而提高了美国股市的机构占比。

类比来看 A 股的机构化历程，过去中国居民资产配置的重要部分是房地产，当前在城市化进程放缓、“房住不炒”政策下，未来房价大概率较平稳运行，伴随金融市场的逐步发展，**居民资金通过机构入市，自然人持股市值占比呈下降趋势，未来居民资产配置将更加灵活，机构入市有望加速。**

4、社保完善，提升边际消费倾向

60 年代美国战后“婴儿潮”一代步入青年，随后人口增速渐放缓，由 60 年代初的 1.7%下降至 70 年代的 1.0%左右，随着老龄人口占比提升，80 年代初美国推行了著名的“401K”计划，**一方面促进了居民储蓄率下降，提升了边际消费倾向，另一方面长期资金入市也促进了股市发展。**我国亦处于人口增长逐渐放缓、人口红利逐渐淡化的过程中，且从人口结构来看，中国 2019 年 65 岁以上人口占比为 12.6%，大致对应美国 1985 年左右的水平。我国的社会保障机制处在完善进程中，企业年金规模逐步增长，2011 年起居民储蓄率呈下降趋势，边际消费倾向提升。

图表39：上交所投资者持股市值占比



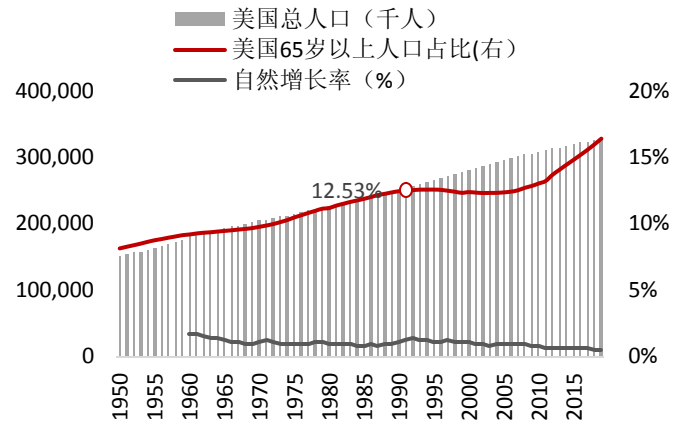
资料来源：wind、粤开证券研究院

图表40：我国国内总储蓄率 2011 年起呈下降趋势



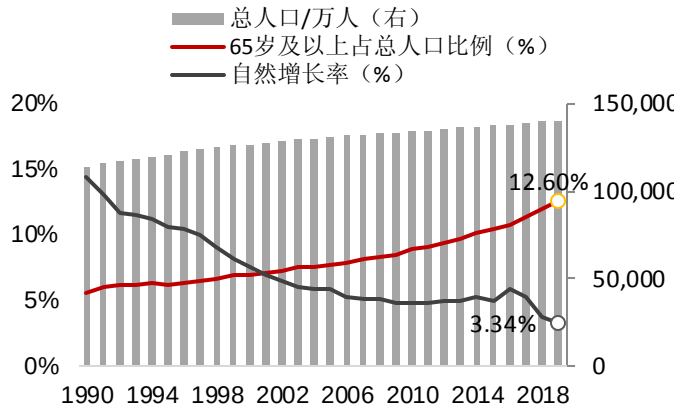
资料来源：wind、粤开证券研究院

图表41：美国人口变化趋势



资料来源：wind、粤开证券研究院

图表42：中国人口及变化趋势



资料来源：wind、粤开证券研究院

（二）回顾 70-90 年代的 10 倍牛市——时代及产业轮动变迁

70 年代，“漂亮 50”引领行情。在低利率、低通胀、经济复苏的经济环境，以及消费转型升级的产业背景之下，以可口可乐、辉瑞、强生、麦当劳为代表的“漂亮 50”股票三年的累计涨幅超过 130%，跑赢同期标普 500 指数超过 50 个百分点。进入 1973 年，相继经历布雷顿森林体系崩塌、第一次石油危机之后，美国出现了短暂的经济衰退，“漂亮 50”微观企业的竞争优势亦有所减弱，行情随之结束。

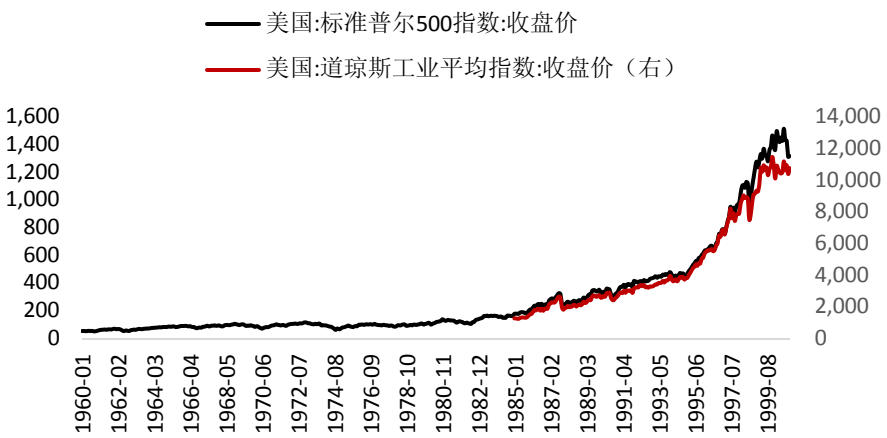
80 年代初，小型个人计算机的普及推动了计算机板块引领的一波牛市，标普 500 指数上涨 50%。**80 年代末，美国大型公司成功的全球化战略推动股指翻番。**美国的科研、娱乐等服务业进步巨大，通过将生产制造环节外包，充分发挥本土服务技术优势。

90 年代初，美股金融板块上涨超过 150%，带来了另一波牛市。美国金融业通过利率自由化、地域自由化和业务自由化改革，促进了机构间的竞争整合与优胜劣汰，提升了金融行业整体的服务与产出效率。

90 年代中后期互联网革命带来了 20 世纪的最后一波牛市。当时整体经济高增长、低通胀，技术发展正由电子时代走向计算机时代，政策上“信息高速公路”、“军用民享”等支持不断。1995 年 1 月-2000 年 2 月，纳指上涨 525%，标普 500 上涨 192%。

几波牛市共同构成 1980-2000 年 10 倍的大牛市，勾勒出 70-90 年代美国由制造业驱动向服务业驱动的模式转换的大体路径，**而引领市场行情的板块主要集中在消费、科技和金融领域，后文我们分别从“漂亮 50”和“科网行情”两次代表性牛市与 A 股进行类比和分析。**

图表43：1960-1999 年标普 500 指数与道琼斯工业平均指数

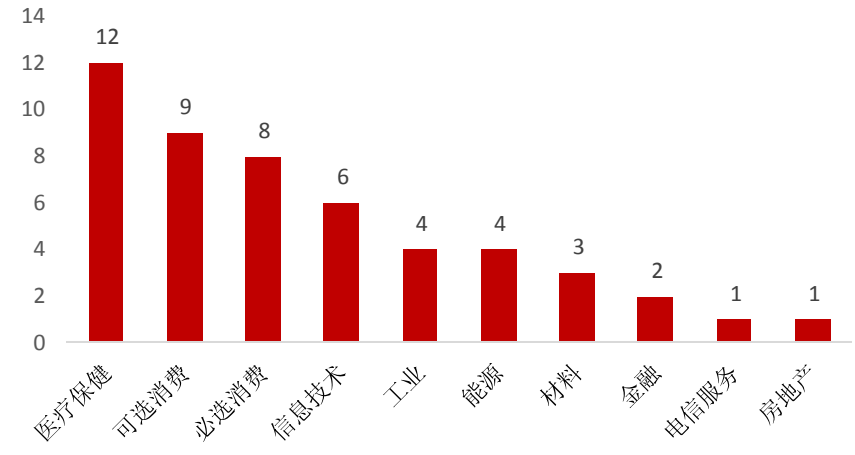


资料来源：wind、粤开证券研究院

1、类比“漂亮 50”，消费和医药板块是 A 股的核心资产

从企业微观角度，A 股大消费板块可类比美股“漂亮 50”。美股“漂亮 50”包括 12 家医药企业、9 家可选消费、8 家必选消费企业。70 年代初，美国制药和饮料行业的集中度有所提升，且 ROE 显著高于同行，在市场中获得了较高估值。国内受益于供给侧改革和消费升级，A 股大消费板块的生物医药、白酒等企业的行业集中度提升，且具备长期盈利优势。

图表44：“漂亮 50”成分股行业分布



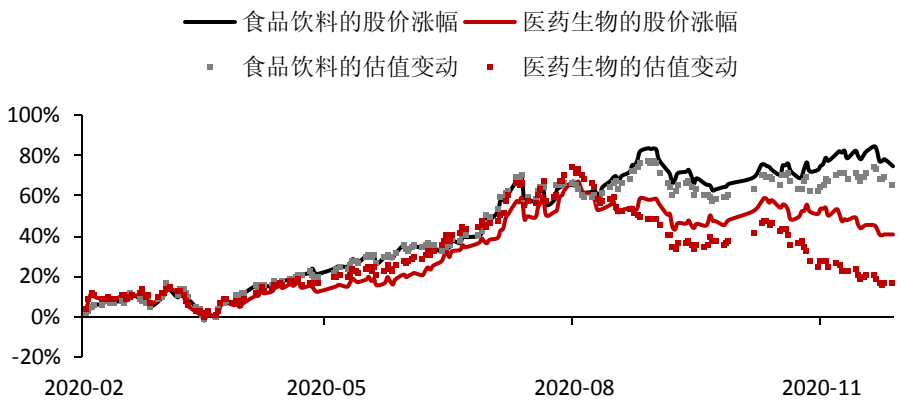
资料来源：《Forbes》、粤开证券研究院

借鉴“漂亮 50”经验，宏观因子变动引起的估值回落，及企业盈利的相对优势减弱是两大回调主因。“漂亮 50”行情起于经济复苏、低利率、低通胀，止于经济衰退、利率抬升。分析其后期回调原因，主要是由于（1）前期大幅的财政赤字和信贷扩张积聚通胀压力，受“粮食危机”影响 1972 年后期通胀阴霾重现；（2）1973 年布雷顿森林体系瓦解后，美

元大幅贬值；(3) 1973 年 10 月石油危机，通胀进一步恶化。在一系列压力之下，流动性加速收紧，美国经济陷入滞涨，美股转熊。微观层面，企业熊市中盈利稳定性不再，以及科技的崛起进一步加剧了"漂亮 50"的下跌。因此，**宏观因子及微观盈利或是 A 股核心资产的主要影响因素**。2020 年上半年的整体经济环境是低利率、低通胀，消费、医药等板块表现突出，与 70 年代的"漂亮 50"行情有相似之处。分析今年以来的股价涨幅和估值变动，上半年支撑核心资产走强的主要原因是资金面利好带来的估值驱动行情。今年下半年以来利率有所上行，食品饮料和医药生物板块的估值有所回落。

在"十四五"期间 "畅通国内大循环，促进国内国际双循环，全面促进消费，拓展投资空间" 的政策之下，整体基调是全面促进消费。**中短期维度，目前 A 股正处于盈利持续增长、信用逐步见顶的区间，对于消费和医药等大消费板块来说，短期主要关注信用变动对估值的影响，警惕部分疫情冲击较小的子行业在未来信用收紧后的回落趋势，在今年的低基数效应下，可关注前期受疫情冲击较大的旅游、酒店、珠宝、家居、纺织等可选行业明年上半年的复苏机会。**长期来看，龙头企业由于盈利较稳定，获得超额收益的概率较大，**中长期关注"核心资产"品种，如白酒、化妆品等。**

图表45：今年 A 股食品饮料、医药板块的行情走势主要由估值驱动



资料来源：wind、粤开证券研究院

2、科网牛市复盘，关注商业模式与业绩持续性

科网牛市起于宏观经济环境的高增长低通胀、科技周期进入计算机时代，以及政策方面利好不断，1995/1-2000/2，纳指上涨 525%，标普 500 上涨 192%。90 年代的美国经济运行处于"高增长、低通胀、低失业、低赤字"的良好状态，科技发展从电子时代走向计算机时代，互联网被视为与 18 世纪的铁路、19 世纪初的汽车和收音机比肩的科技革命，期间多家互联网公司成立，如 1995 年 eBay 和亚马逊、1995 年 3 月 1 日雅虎公司成立、1998/9/4 谷歌公司成立。

科网泡沫止于美联储加息、微软垄断案、互联网行业竞争格局变化等。(1) 宏观经济方面，美联储自 1999 年中期开始加息周期，2000 年 CPI 由 1 月的 2.7%上升至 3 月的 3.8%，美联储加息速度加快；(2) 微软被判违反反垄断法，引发市场恐慌，是戳破泡沫的直接因素；(3) 互联网行业的需求增长放缓，而供给大幅增加，利率上升使得"烧钱"难以为继，公司的业绩可持续性受到冲击；(4) 亚洲金融危机逐渐平复，资金回流美国趋势放缓。

长期来看，拥有优质商业模式、业绩可持续的科技企业拥有较好的股价表现。在互联网泡沫破灭之后，英特尔、微软、IBM、甲骨文公司等净利润虽受较大影响，但仍维持正值，背后是企业可持续的商业模式支撑。

短周期来看，目前市场处于周期轮动的逻辑中，科技成长板块的轮动及全面行情仍需等待。个股选择方面，类比科网行情，拥有优质商业模式、业绩可持续的科技龙头企业有望拥有较好的股价表现。长周期来看，类比美股科网行情，科技类行业增长动力源于政策和产业技术驱动，新能源、半导体、军工等“十四五”政策预期较高且受风险偏好抬升影响较大的板块值得关注。

图表46：90 年代纳斯达克指数



资料来源：wind、粤开证券研究院

六、配置主线：均衡配置顺周期、消费、科技三条主线

短期来看，当前的顺周期行情虽然有所分化，但基于宏观经济持续复苏这一支持，周期性行情依旧将成为跨年行情的重要推动。从中长期视角来看，2021 年是“十四五”的开局之年，“十四五”规划建议强调坚持创新驱动发展，构建“双循环”新发展格局，将扩大内需作为战略基点，经济转型升级之下，对科技和消费形成长期利好。

内外需提振，经济增长逐渐回归内生增长轨道，2020 年低迷需求的修复有望成为 2021 年增速的支撑，顺周期板块估值仍有提升空间。

低基数叠加需求持续复苏，再综合一季度的元旦、春节假期因素，前期受公共卫生事件冲击较大的休闲服务、餐饮旅游等可选消费行业在上半年有望迎来快速增长，带动估值进一步修复。

消费、医药龙头作为 A 股的核心资产，盈利整体较为稳定，可以长期看好，逢低布局。

科技成长方面，中长期景气上行叠加是“十四五”规划重点方向，长线关注新能源汽车和优质成长股等。

信用边际收紧将带动利率提升，资产负债两端持续改善，叠加资本市场改革加速推进等一系列政策刺激下，场外资金进场率提升，整体利好大金融板块。

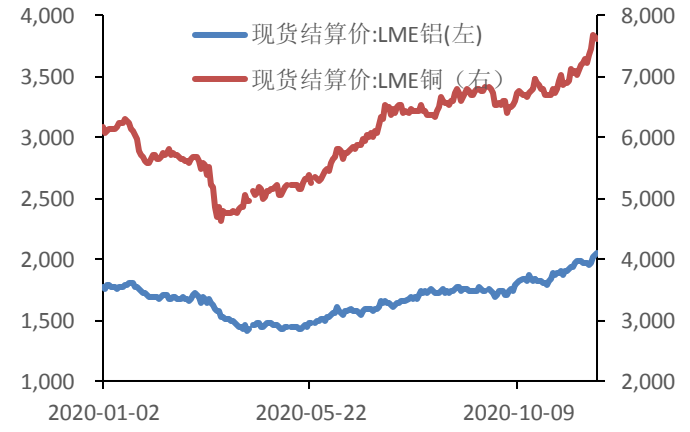
（一）顺周期配置：跨年行情的重要推动

在全球经济复苏背景下，我国制造业受益于全产业链布局，短期内顺周期板块有望伴随基本面修复延续至跨年。上游原材料价格指数回暖，部分原料处于低库存周期，**中下游钢铁、化工、和机械等产业将有更大的盈利空间。**

1、上游原材料价格指数复苏

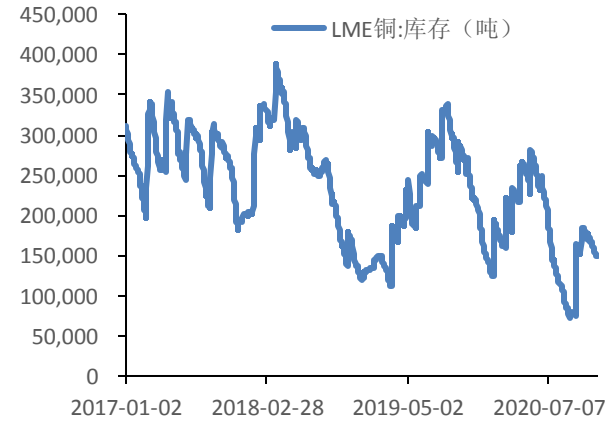
上游周期品中的煤炭、有色等原材料价格受益于补库存及中下游需求持续拉动。其中铝的价格指数水平自 4 月以来强势复苏，截止 12 月 3 日现货价格为 2028，较 4 月初增幅达 40%，已超过疫情之前的水平。铜则处于历史性低库存期，考虑到国内中下游基建等行业的需求提振，叠加汽车、新能源电池等产业原材料用量的增加，有色行业表现值得期待。

图表47：LME 铝、铜现货价格复苏



资料来源：wind、粤开证券研究院

图表48：LME 铜处于低库存时期

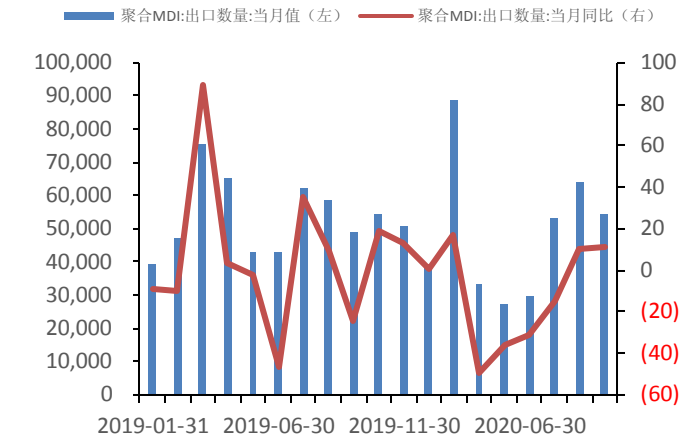


资料来源：wind、粤开证券研究院

2、制造业回暖利好中下游产业

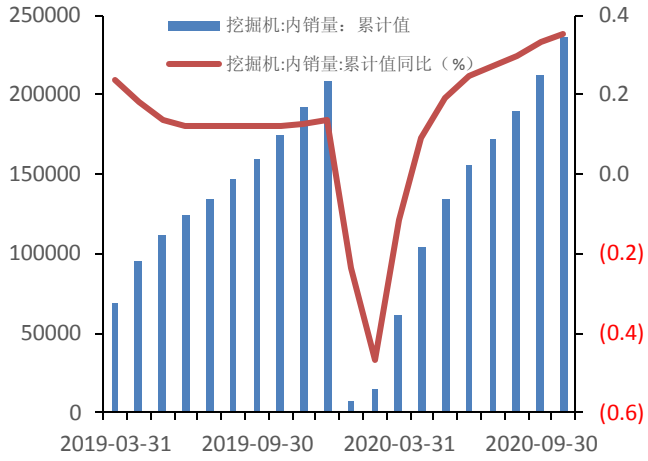
目前钢铁下游需求走高，但上游供给弹性不足，钢材市场去库存趋势明显。化工方面 MDI 在全球经济复苏背景下，销量呈现边际改善态势，4-9 月聚合 MDI 出口量呈现连续边际改善，增速逐渐由负转正。工程机械同样迎来销量快速增长，其中挖掘机增幅最大，1-10 月累计内销量 24 万台，同比增长 36%，海外需求恢复也拉动外需扩张，自 7 月以来挖掘机出口增速一直保持在 25%以上，考虑到国产品牌的市占率稳步提升，未来工程机械领域发展大有可为。

图表49：聚合 MDI 出口量边际改善



资料来源：wind、粤开证券研究院

图表50：挖掘机内销量快速增长



资料来源：wind、粤开证券研究院

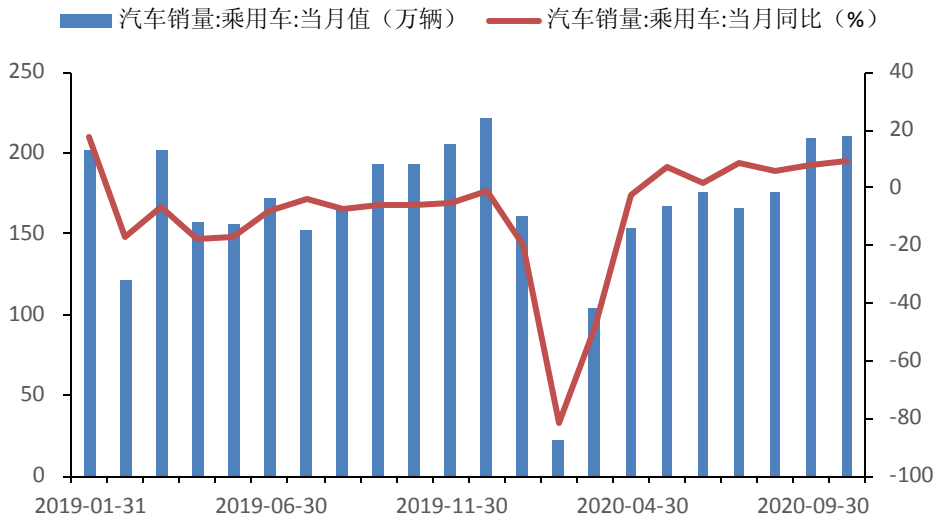
（二）消费板块：消费升级、需求回暖、政策支持三重加码

休闲服务等可选消费中期将成为复苏补涨行业，长期看好表现稳健的消费蓝筹。今年以来在政策持续加码及需求持续释放之下，相关行业上涨势头强劲，消费行业已经成为推动经济增长的重要动能，**未来对于可选消费行业的配置，主要受经济环境影响和企业自身业绩驱动。**随着未来国内外经济的稳步复苏，消费改善在内外需共振下具有较强的持续性，新发展业态之下，消费升级与服务型消费有望成为新的经济增长点，**重点关注汽车、家电、轻工家居、纺织服装、白酒、养生保健、医疗美容等板块。**

1、业绩向好与政策激励催化消费升级

由于对冲公共卫生事件影响，政府减税降费、释放流动性，今年第三季度城镇居民收入同比增长 5%，可选消费行业中汽车、家电、高端白酒等表现抢眼。其中汽车行业回暖明显，据中汽协数据，今年 10 月乘用车零售为 211 万辆，同比增加 9.3%，增速连续 4 个月超过 6%，累计增速持续收窄至-9.9%。在消费升级大趋势下，未来非必需品消费能力将稳步提升，公司业绩将持续回暖。而在政策方面，十四五规划提出“形成强大的国内市场，构建新发展格局”战略，叠加“双循环”经济模式，也成为配置消费升级相关板块的催化剂之一。

图表51：乘用车销量拉动汽车行业回暖



资料来源：wind、粤开证券研究院

2、人口老龄化趋势利好服务型消费

对于服务型消费领域，人口老龄化趋势和居民健康意识的提升，促进养生保健、医疗美容等细分服务的需求，后疫情时代医药服务发展值得关注。1995-2018 年，我国 65 岁及以上人口占比增长 5.7%，同时城镇居民人均年度医疗保健支持续上升，年均增速约为 5%。预计人口老龄化水平将继续提高，2022 年我国将由老龄化社会进入老龄社会，“十四五”期间新增老年人口将是“十三五”时期的 1.5 倍。疫情常态化背景下，居民健康意识已经由治病转向预防，**养生保健、医疗美容等服务型消费需求不断攀升。**

（三）科技板块：中长期景气上行

技术升级、政策支持和外部环境编辑改善等多重利好因素之下，预计 2021 年科技行业整体利润将持续增长，中长期景气上行。“十四五”规划中强调要“坚持创新驱动发展，科技自立自强，加快在关键核心技术领域实现突破”，着力开发核心技术，进行科技创新是当前内外部环境下的必然趋势，也符合高质量发展的核心战略，**重点关注 5G、新能源、半导体、芯片等行业。**

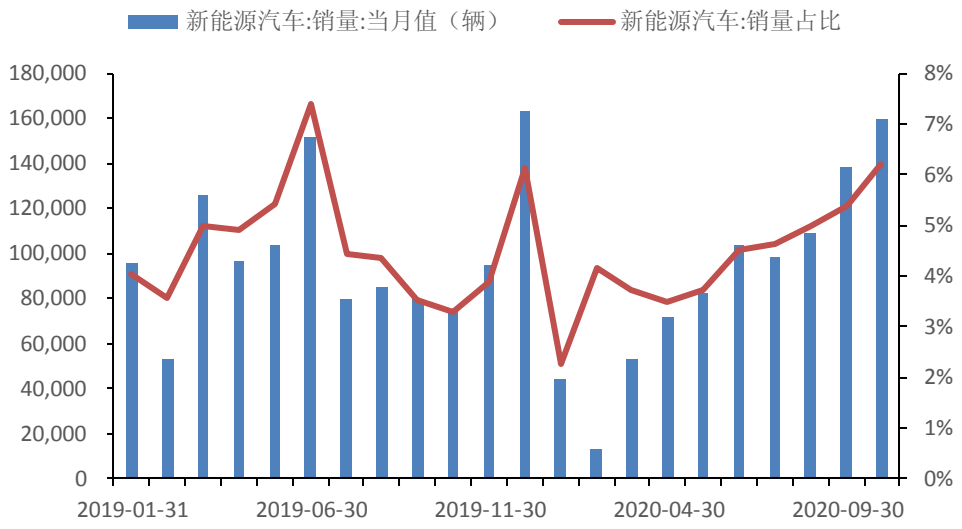
1、科技产业进入 5G 新周期

如今以 5G 为主的新一轮科技周期已经拉开大幕，不同于之前科技周期内跟随者的角色，当前我国作为 5G 技术的领先国家，计算机、传媒等相关产业链发展空间巨大。中国信通院预测，我国 2019 年云计算市场规模为 1334 亿元，预计 2023 年市场规模将达到 2300 亿元。云计算等技术的应用创新更促进了先进科学技术与生产的融合，推动了高端制造业的数字化转型。

2、政策扶持利好新能源相关产业

新能源汽车成为另一大新兴消费趋势。11 月 2 日国务院引发《新能源汽车产业发展规划（2021-2035 年）》，提出到 2025 年新能源汽车新车销售量达到汽车新车销售总量的 20%左右，而如今这一比例仅为 5%左右，市场空间巨大，**预测未来新能源汽车销量将进入高速增长期，盈利周期上行。**

图表52：新能源汽车销量占比较低，市场空间巨大



资料来源：wind、粤开证券研究院

3、美国大选落地改善外部环境

除了政策和自身技术发展，外部环境也是影响科技行业发展的另一重要因素。随着美国大选结果尘埃落地，拜登代表的民主党即将执政，未来中美之间经贸关系将有一定程度缓和，外部风险落地，**利好半导体、芯片等科技产业。**

（四）大金融板块：估值有望明显修复

考虑到信用周期拐点临近，政策上信用边际收紧将成为大概率事件，利好估值较低的银行板块。受益于经济企稳、长端利率回升及资产负债端双重改善，保险股估值有望迎来明显修复。我国资本市场改革加速进程中，场外资金进场率提升，慢牛行情下券商业绩有望持续向好。大金融板块上半年行情更为确定，后续持续关注政策节奏。

1、信用边际收缩利好银行板块补涨

2021 年宏观环境将主要以复苏和信用收紧为主，信用周期拐点基本确定，信用边际收缩使金融这类低估值传统周期板块有一定修复空间，板块补涨需求旺盛。

在政策层面，明年大概率会降低杠杆率，信用边际收紧，预期社融增速将有所回落。

信用见顶会压低市场估值，尤其是对于没有流动性和资金面支持的高估值板块形成制约，而目前处于低估值的银行业具备相对优势。

2、保险具备多重支撑逻辑

从经济基本面的角度来看，明年经济持续回暖的确定性较高，人均可支配收入提升有所保障，对保险负债端持续增长形成支撑。

从资产端来看，十年期国债利率上行趋势显著，从 4 月份的年内低点 2.5%左右回升至 23.3%附近，长端利率上行有望带动资产端收益持续改善。

图表53：十年期国债收益率上行



资料来源：Wind、粤开证券研究院

从产品方面来看，险企提前布局 2021 年开门红产品，整体看产品期限较短、结算利率较高，竞争优势明显，保费收入和 NBV 有望超预期增长。

从政策方面来看，近期监管陆续推出多项举措支持保险业发展，包括取消保险资金开展财务性股权投资行业限制、批设更多保险资产管理公司、加快发展商业养老保险等，为险企实现高质量发展提供了有力的政策保障。

从观念及生活方式方面来看，公共卫生事件的发展提升了居民对呀提前布局保险的意识，另外在人口老龄化趋势下，保险养老年金具备较大发展潜力，保费收入有望持续改善。

3、慢牛行情下券商业绩持续向好

对于券商而言，在本轮牛市的带动下，市场成交量走高提升了券商业绩，虽然行业指数涨幅较低，但今年前三季度券商累计归母净利润同比增长 40%，日均成交额超 8000 亿元，较 2019 年提高近 3000 亿。注册制的全面推行对 IPO 相关业务有明显促进作用，而随着资本市场更加规范，吸引更多资金入场，预期券商业绩将持续向好。

（五）十四五规划：政策红利持续释放利好相关产业

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是“十四五”期间一项重要任务。资本市场改革持续推进，金融体系强化支持实体经济。市场端包括全面推行注册制、优化退市制度等；投资端包括全面对外开放、引入长期资金等；机构端包括支持金融行业做大做强、分类评价制度优化等。银行机构将继续加强支持实体经济，完善公司治理。

关注十四五与双循环政策红利带来的投资机会，11 月 3 日发布《关于制定国民经济和社会发展第十四个五年规划和 2035 年远景目标的建议》,提出强化国家战略科技力量，制定人口长期发展战略，增强生育政策包容性和全面实行注册制等内容，为我国未来发展方向指明道路。根据历史经验，以往的五年规划对股市的影响不尽相同。十一五期间，沪指涨幅为 141%，提出要发展新型工业化、科教兴国等战略，但涨幅居前的是金融板块，而十三五规划期间，沪指整体收跌，跌幅为 8.3%。

总体来看，“十四五”规划有望释放经济和改革方面的中长期利好，包括资本市场制度建设方面的利好，有利于资本市场的长期健康发展，A 股市场长期向好发展可期。

但随着金融市场的发展和完善，国内经济环境进入全新发展阶段，一系列变革与开放叠加外部经济环境变化，促使我国迎来新的发展机遇，经济有望迈上新台阶。**规划中重点提及的新基建、新能源汽车、计算机、非银金融等板块有望充分获得政策红利。**

分析师简介

殷越 ,上海财经大学硕士 ,2017 年加入粤开证券 ,现任首席市场分析师、新三板研究负责人。证书编号 :S0300517040001。

陈梦洁，2016 年加入粤开证券，现任高级策略分析师、行业比较及资产配置组负责人，证书编号：S0300520100001。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券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。

与公司有关的信息披露

粤开证券具备证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10485001。

本公司在知晓范围内履行披露义务。

股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

股票投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入：相对大盘涨幅大于 10%；

增持：相对大盘涨幅在 5%~10%之间；

持有：相对大盘涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对大盘涨幅小于-5%。

行业投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数 5%以上；

中性：我们预计未来报告期内，行业整体回报介于基准指数-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来报告期内，行业整体回报低于基准指数 5%以下。

免责声明

本报告由粤开证券股份有限公司(以下简称“粤开证券”)提供 ,旨为派发给本公司客户使用。未经粤开证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于粤开证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。粤开证券可随时更改报告中的内容、意见和预测 ,且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司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，不构成所述证券的买卖出价或询价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在本公司及作者所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在允许的范围内使用，并注明出处为“粤开证券研究”, 且不得对本报告进行任何有悖意愿的引用、删节和修改。

投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用资料所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员做出的任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

联系我们

广州市黄埔区科学大道 60 号开发区金控中心 21-23 层

北京市朝阳区红军营南路绿色家园媒体村天畅园 6 号楼 2 层

上海市浦东新区源深路 1088 号平安财富大厦 20 层

深圳市福田区深南大道和彩田路交汇处中广核大厦 10 层

网址：www.ykzq.com