



注重盈利，布局顺周期

——2021年权益市场展望

要点

■ 一、国际国内宏观情况

- 全球经济共振复苏将是2021年确定性的主线
- 后疫情时代经济的非典型性复苏，更多是节奏错位与结构分化
- 增长和通胀的组合很难过热，宏观流动性料难系统性收紧

■ 二、跨年阶段顺周期占优，全年盈利与估值赛跑

- 全球复苏之下，2021年或将成为盈利兑现之年
- 增量资金入市逻辑并未破坏，微观资金面比宏观流动性乐观
- 中期内，低估值顺周期或将继续占优
- 全年盈利与估值赛跑，EPS的持续性是对抗估值收缩的关键

■ 三、投资建议

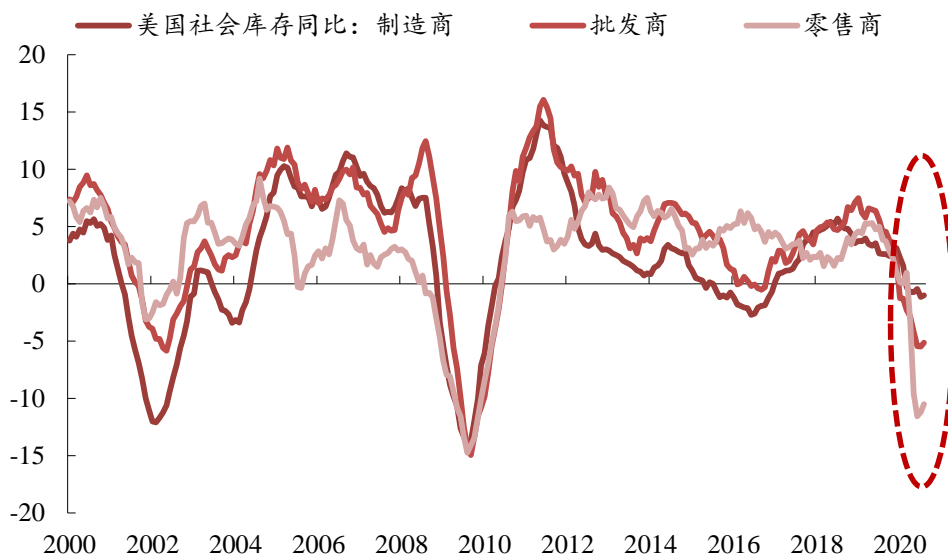
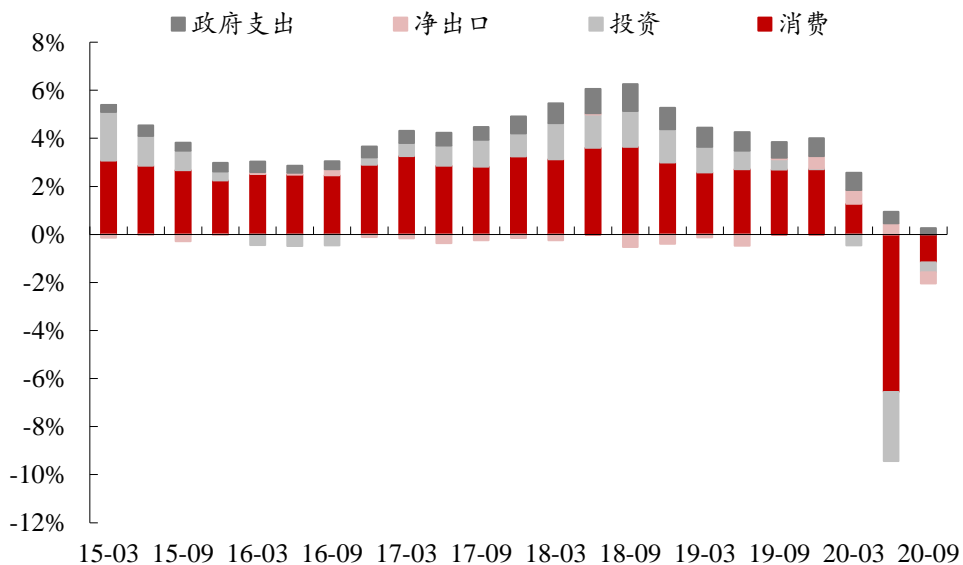
- 跨年阶段价值行情继续，全年紧跟盈利趋势布局
- 把握十四五规划机遇：三大投资主线
- 重点关注景气持续或基本面触底反转行业

■ 四、风险因素

1.1、消费端修复驱动下，21年全球有望继续共振复苏

- 消费端修复驱动下，21年全球有望继续共振复苏。以美国为例，三季度美国GDP较第二季度环比暴增33.1%，创下美国史上最大增幅，远超市场预期。其中，消费需求边际大幅改善成为三季度美国GDP增长超预期的主要驱动力。
- 一方面，消费需求受疫情影响相对较小，而针对疫情的经济救援也有望维稳消费。另一方面，当前美国全社会库存已来到历史极低水位，后续随着疫情影响逐步消退，有望开启补库存进程。

图：本轮补库存将主要集中在消费端

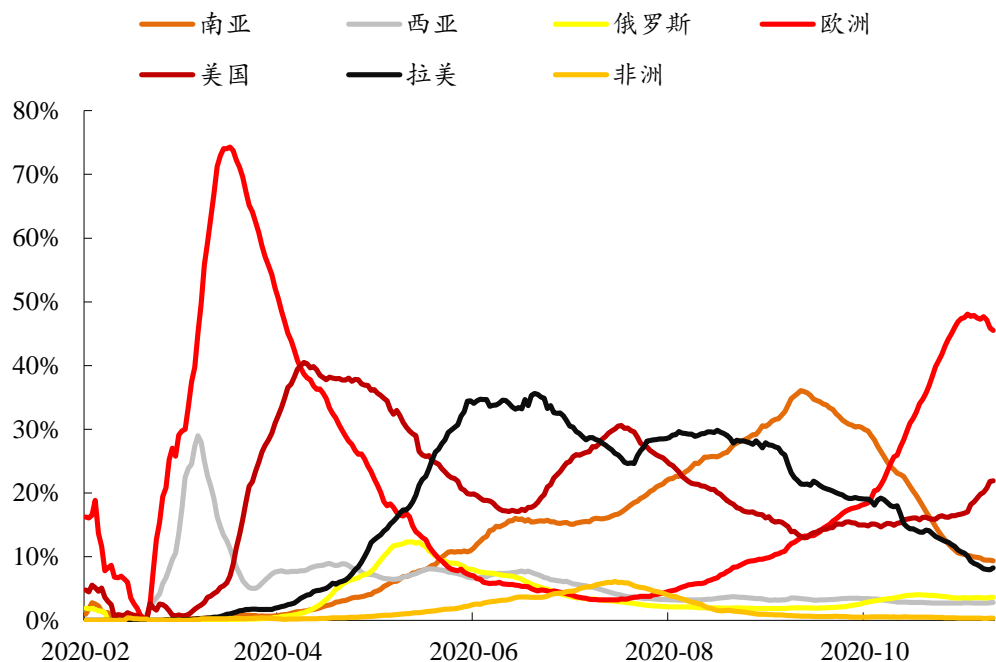


资料来源：Wind数据库，东方基金整理

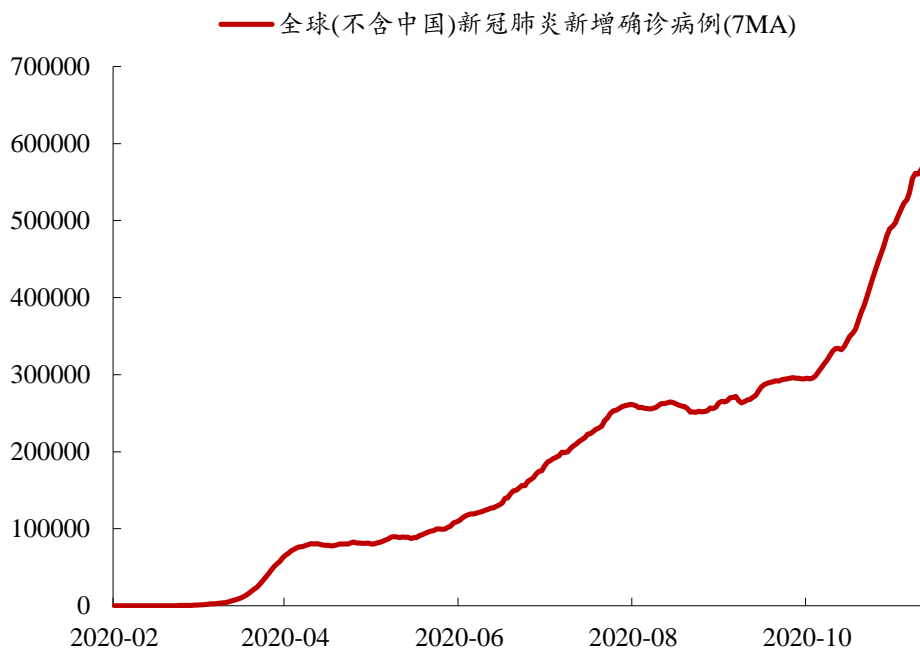
1.1、疫情、政策力度等将影响复苏的高度和节奏

- 首先，疫情对于全球经济的拖累很难在2021年上半年就结束。当前全球疫情仍在持续扩散，其中近期美欧疫情剧烈反弹并成为全球疫情中心、欧洲各国封城重启，再度为复苏中的全球经济抹上阴霾。
- 即便疫苗顺利面世，到其大规模铺开仍需要很长的时间。而在此期间全球仍需面对流感季疫情蔓延的侵扰。

图：美国、欧洲再次成为全球疫情中心



图：当前全球疫情仍在持续蔓延

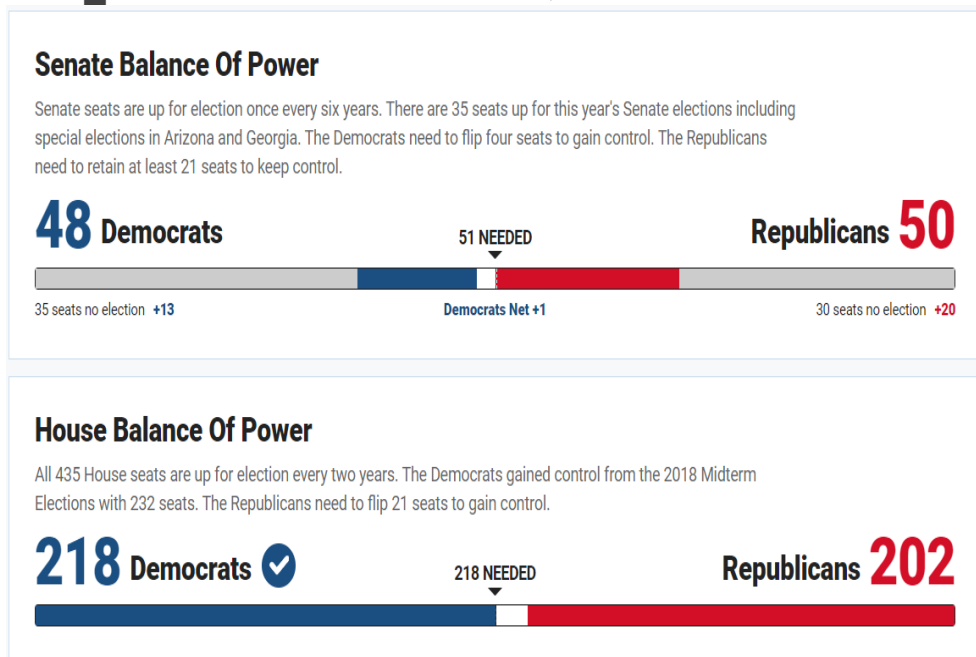


资料来源：Wind数据库，东方基金整理

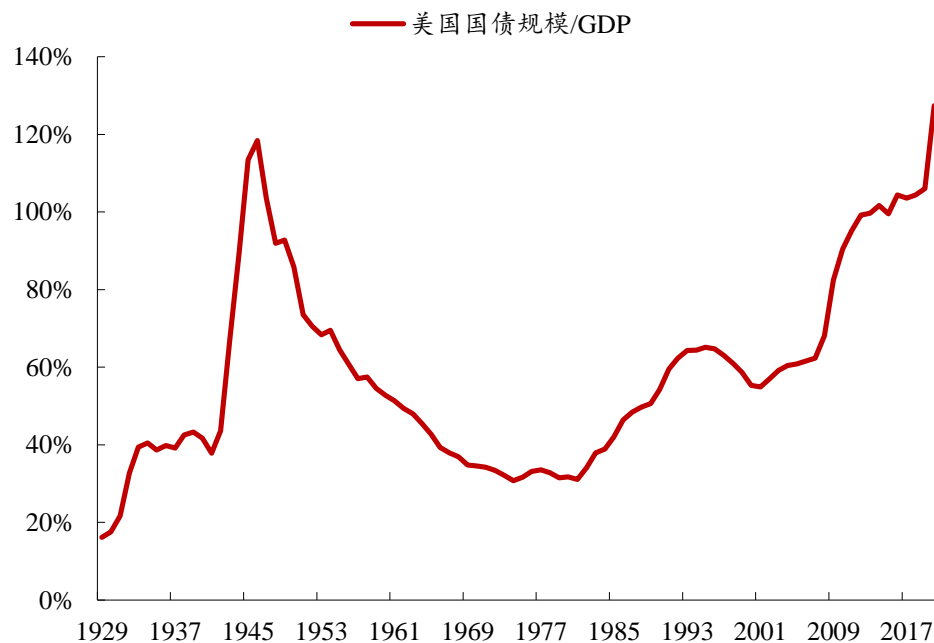
1.1、但疫情、政策力度等仍将影响复苏的高度和节奏

- 其次，财政政策刺激的力度、规模仍有不确定性。一方面，基于政治上的考量。拜登当选后，由于本次国会改选，目前来看民主党大概率难以取得参议院，考虑到内政方面涉及到财政预算税收等都需要众议院发起参议院通过，因此国会分治将对拜登新政形成牵制。
- 另一方面，更为实际的约束是，当前美国政府债务/GDP水平超过二战时期的历史最高位。政府高杠杆之下也对大规模的财政刺激形成制约。

图：美国国会大概率维持分治，对拜登新政形成牵制



图：当前全球疫情仍在持续蔓延

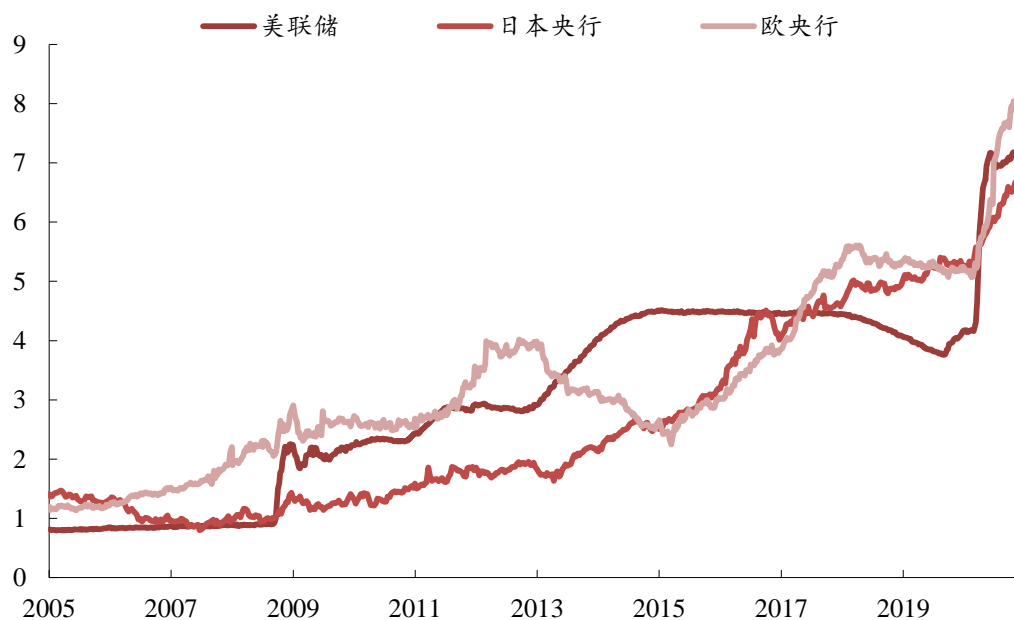


资料来源：Wind数据库，东方基金整理

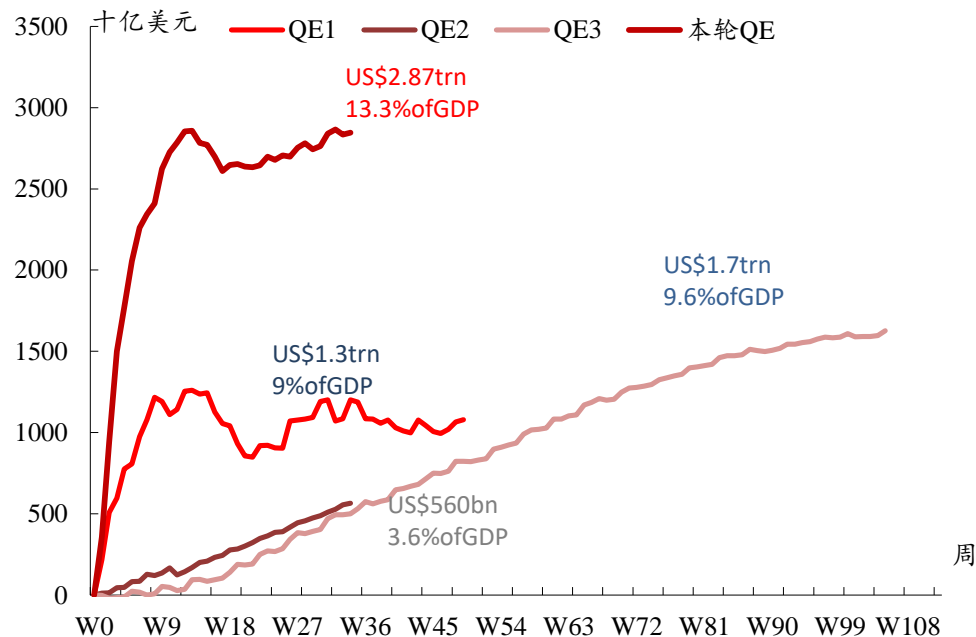
1.1、货币宽松即便持续，力度也很难再提升

- 此外，尽管货币宽松仍将持续，但力度很难再提升。截至当前，美日欧央行已分别较疫情前扩表72%、28%和59%。
- 我们预计，在疫情结束之前，乃至疫情结束后全球经济尚未显著改善之前，大水漫灌状态仍将持续。但从货币政策的力度上来看，预计未来美联储的货币宽松力度很难再进一步提升。

图：西方三大央行资产规模(万亿美元)



图：美联储本轮扩表已显著放缓(亿美元)

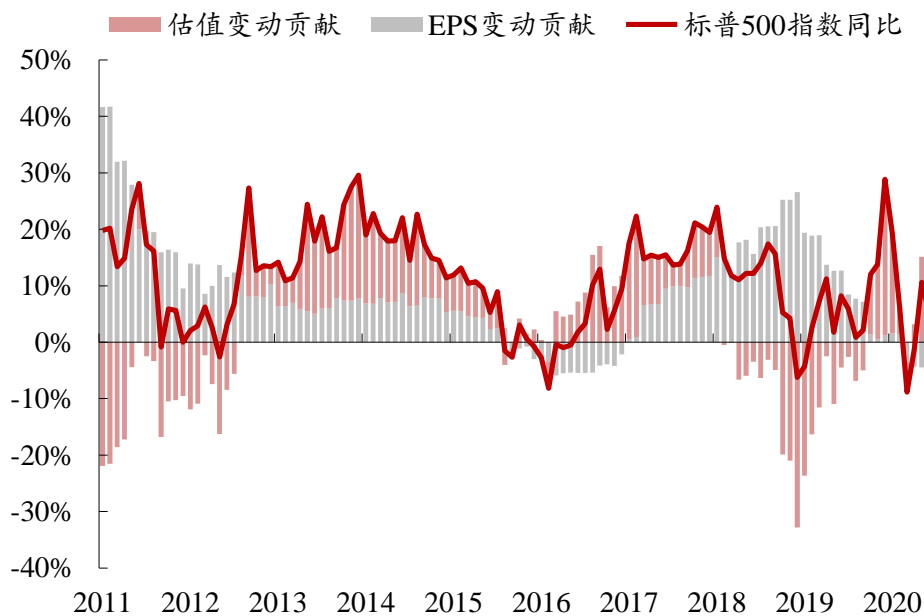


资料来源：Wind数据库，东方基金整理

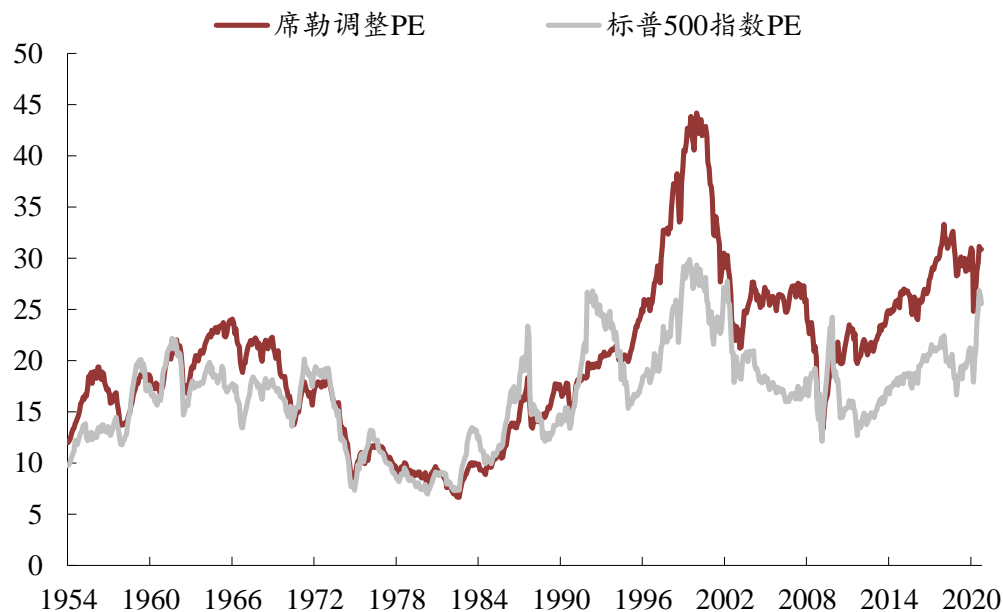
1.1、估值驱动弱化，海外市场将回归基本面

- 3月以来，海外市场超额收益来源主要受估值和流动性驱动。超常规的流动性投放是本轮海外股市巨幅反弹的核心驱动力。但从中长期看，以美股为代表的全球主要市场由盈利主导。
- 当前美股估值已重回历史高位，意味着在没有更大规模的货币宽松支持的情况下，即便市场流动性仍维持极度充裕的状态，在经济缓慢复苏盈利增长放缓的情况下，美股仍需要以更长的时间去消化当前的估值，估值驱动力将不断弱化。

图：本轮美股巨幅反弹主要由估值推动



图：当前美股估值已处于历史高位

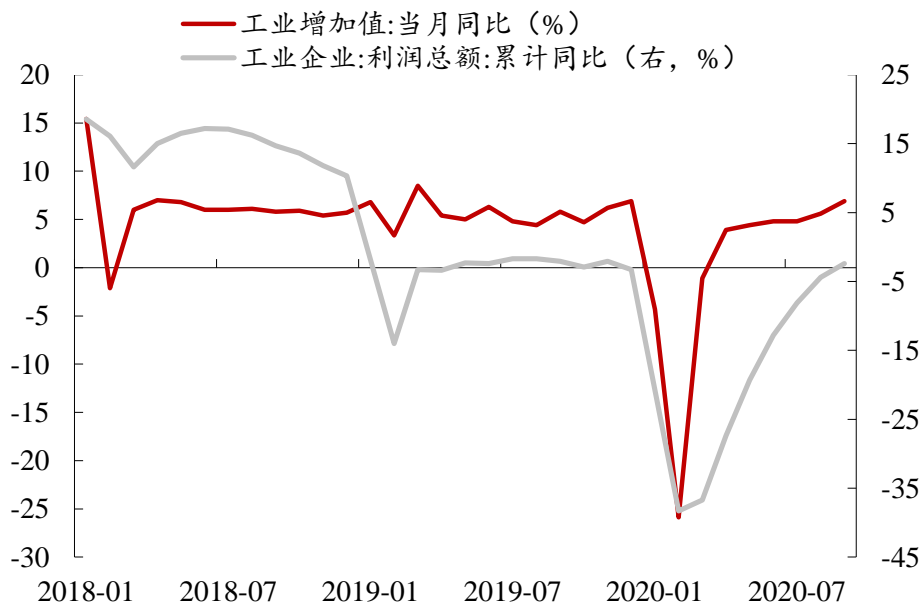


资料来源：Bloomberg，东方基金整理

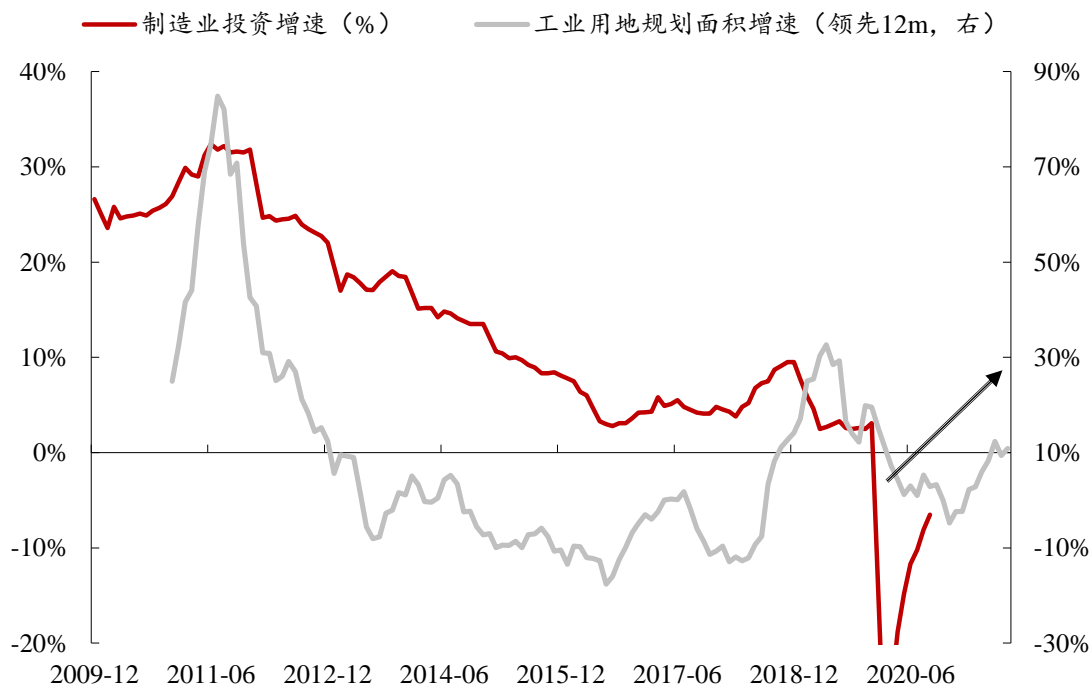
1.2、国内复工复产基本恢复至疫情前水平

- 进入三季度后，工业企业利润连续3个月实现两位数高增，1-9月累计同比也由负转正，说明疫情对国内工业生产影响已经基本平复。
- 且在工业利润高增、工业规划用地加速带动下，制造业投资的回暖趋势也将延续。因此，我们判断在未来2-3个季度，宏观基本面的恢复仍具备持续性。

工业生产及企业利润均已恢复至疫情前正常水平



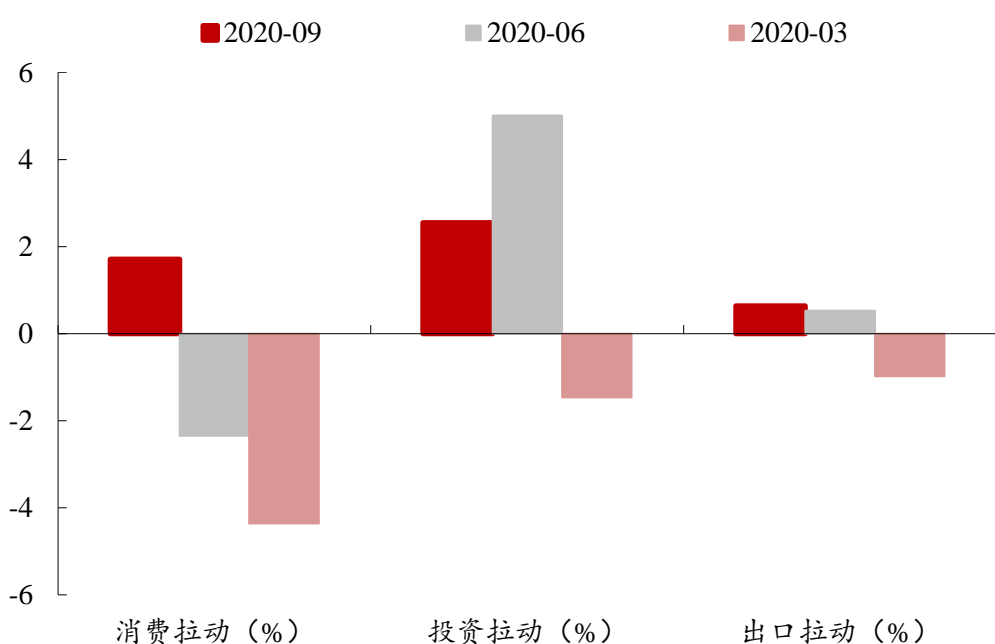
制造业投资在未来有望继续改善



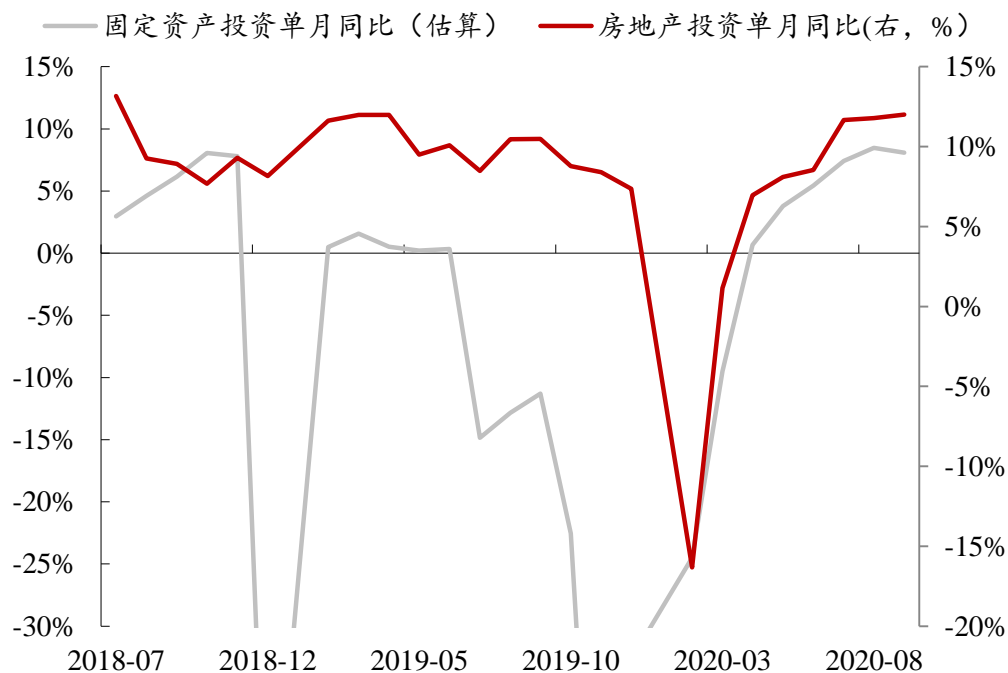
1.2、本轮经济复苏的非典型性

- 我们判断在未来2-3个季度，宏观基本面的恢复仍具备持续性,但必须也要认识到本轮经济复苏的非典型性。
- 首先，经历过前期生产活动快速回暖后，经济的复苏动力将经历从生产-投资到终端消费的过渡，而这将取决于居民收入的改善以及消费习惯的回归情况，相对于前期依靠投资拉动的复苏，后续经济恢复斜率大概率放缓。

工业生产及企业利润均已恢复至疫情前正常水平



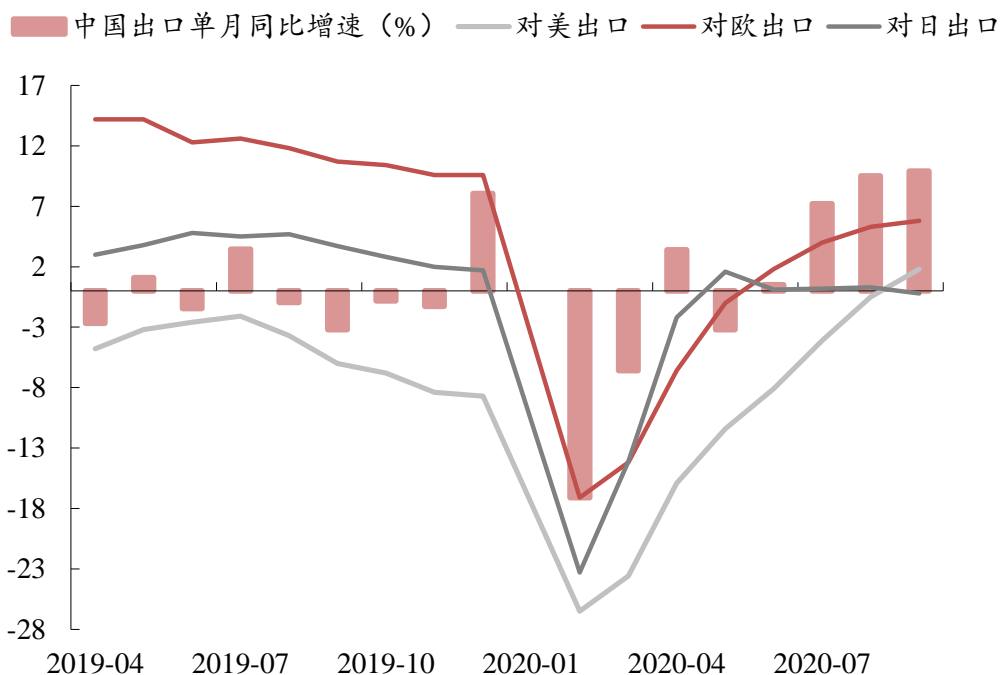
投资端单月增速已经得到充分恢复



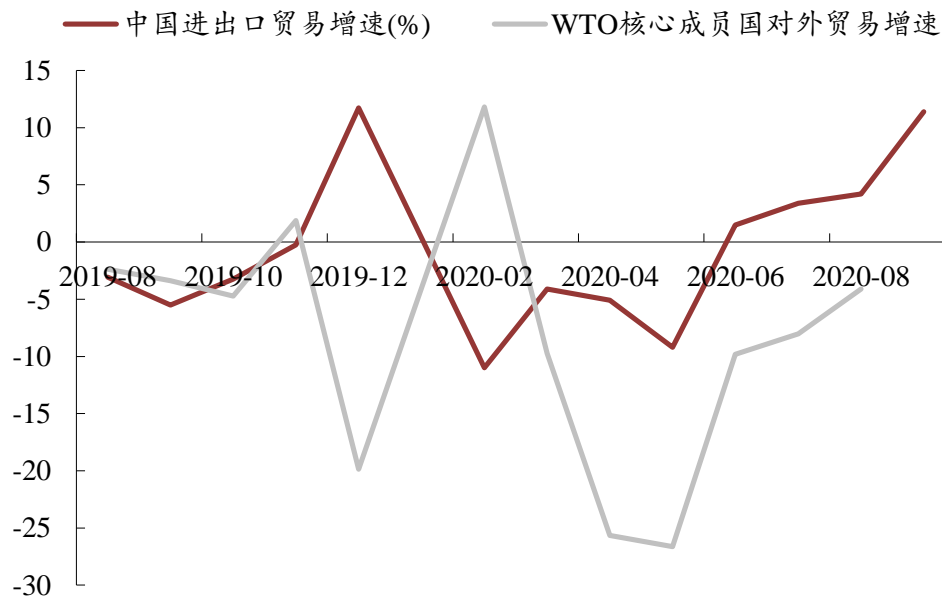
1.2、本轮经济复苏的非典型性

- 其次，由于内外疫情形势的错位，出口链景气在本轮经济恢复中扮演着重要角色。对比对外贸易数据，抗疫优势使得中国的对外贸易远远领先全球，而这很大程度上是源于海外疫情对于生产端的影响。
- 随着海外防疫和复工复产的推进，除了部分永久性替代或产业转移的需求仍会持续外，由阶段性供需缺口带来的需求大概率回落，这也意味着未来2-3个季度内出口景气度将逐渐回归稳态。

疫情节奏错位推动中国对外出口快速恢复



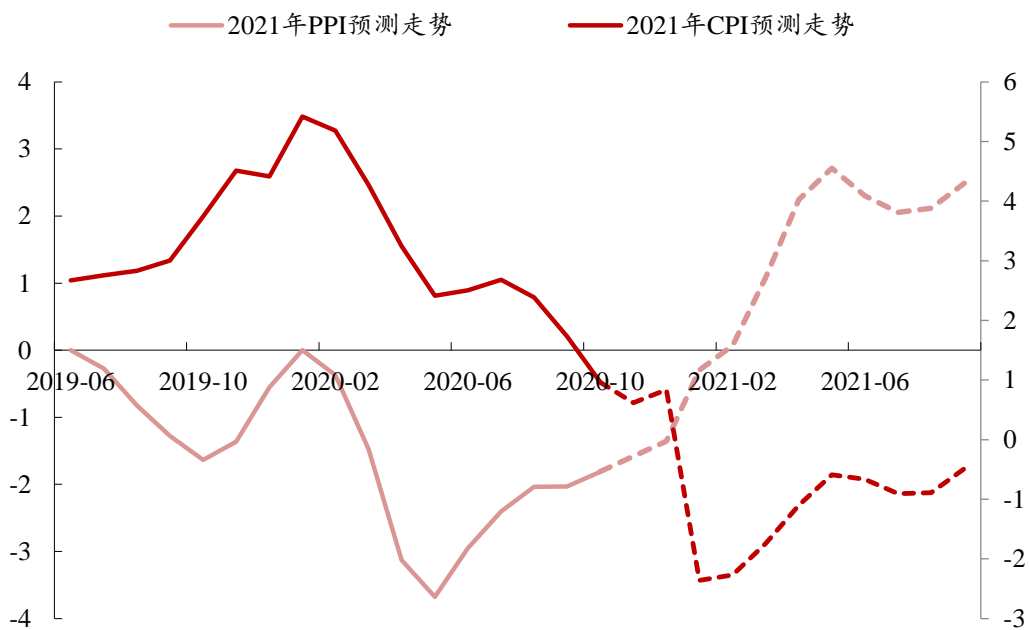
抗疫优势使得中国的对外贸易远远领先全球



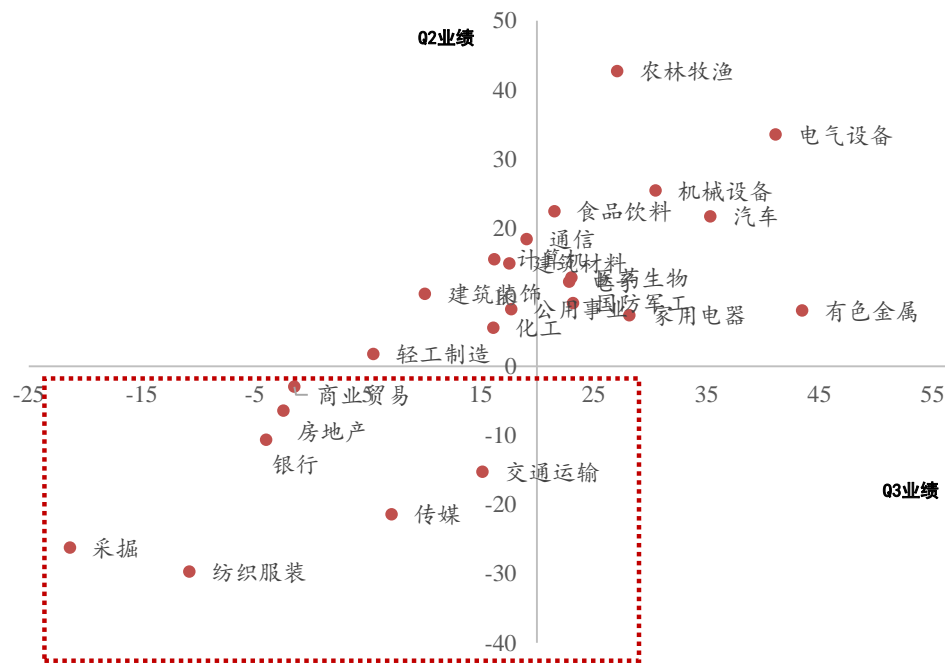
1.3、经济很难过热，宏观流动性也不会系统性收紧

- 观察28个申万行业在Q2-Q3的业绩，绝大多数行业均出现显著环比改善，但从绝对业绩分布上，依然有很多行业未能迅速走出疫情阴影。
- 通胀方面，由于基数原因，明年CPI中性假设下大概率位于负值区间，PPI则延续温和抬升，对货币政策影响有限。
- 总体来看，经济的非典型性复苏不会演化成过热，宏观流动性料也不会系统性收紧。

中性假设下，2021年通胀走势预测



小型企业景气度大幅提升

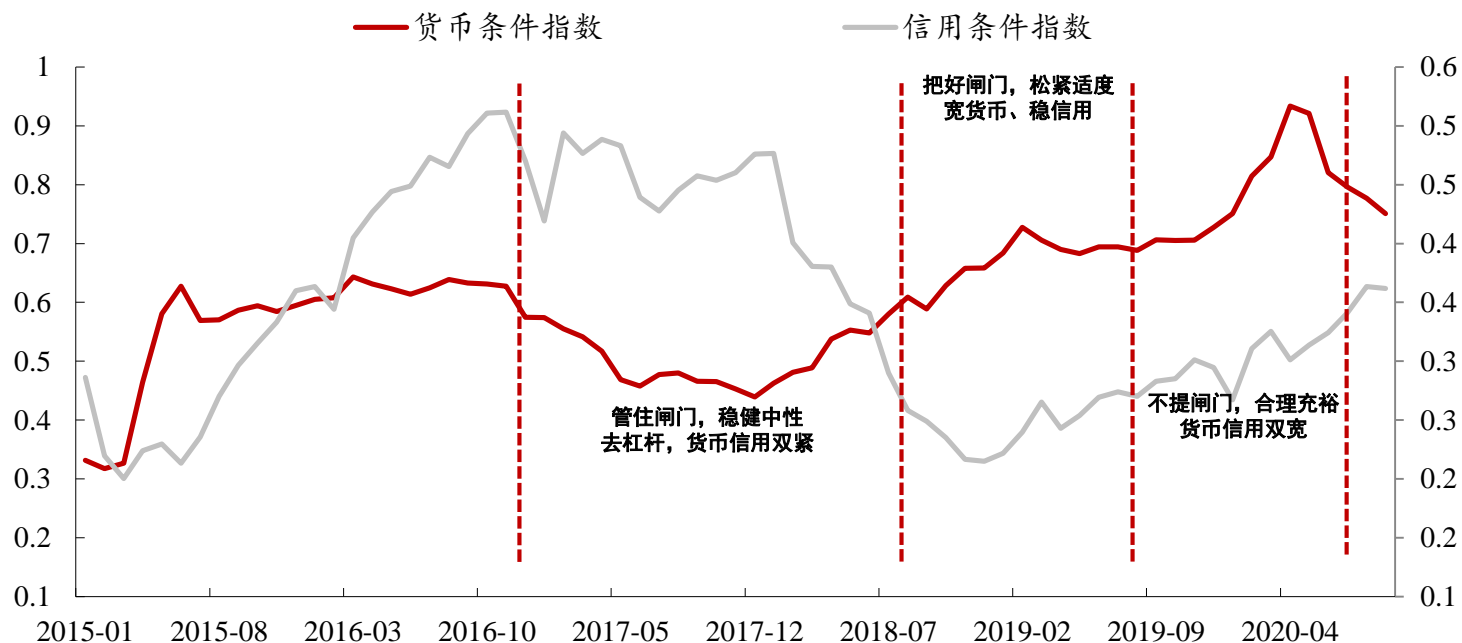


资料来源：Wind数据库，国盛证券，东方基金整理

1.3、重提总闸门不等于收货币，而更接近于稳信用

- 在10月金融街论坛会上，央行时隔1年重提“把好货币总闸门”，通过梳理历史上央行的表述，我们发现“总闸门”的提出并必然不等于收货币，也不等同于去杠杆。
- 此次重提把好总闸门，但并未改变流动性合理充裕表述，政策意图应更接近于中性货币条件下的稳信用。

重提闸门后，宏观流动性更接近于稳货币与稳信用的组合



要点

■ 一、国际国内宏观情况

- 全球经济共振复苏将是2021年确定性的主线
- 但后疫情时代经济的非典型性复苏，带来的是节奏错位与结构分化
- 增长和通胀的组合很难进入过热区间，宏观流动性料难系统性收紧

■ 二、跨年阶段顺周期占优，全年盈利与估值赛跑

- 全球复苏之下，2021年或将成为盈利兑现之年
- 增量资金入市逻辑并未破坏，微观资金面比宏观流动性乐观
- 中期内，低估值顺周期或将继续占优
- 全年盈利与估值赛跑，EPS的持续性是对抗估值收缩的关键

■ 三、投资建议

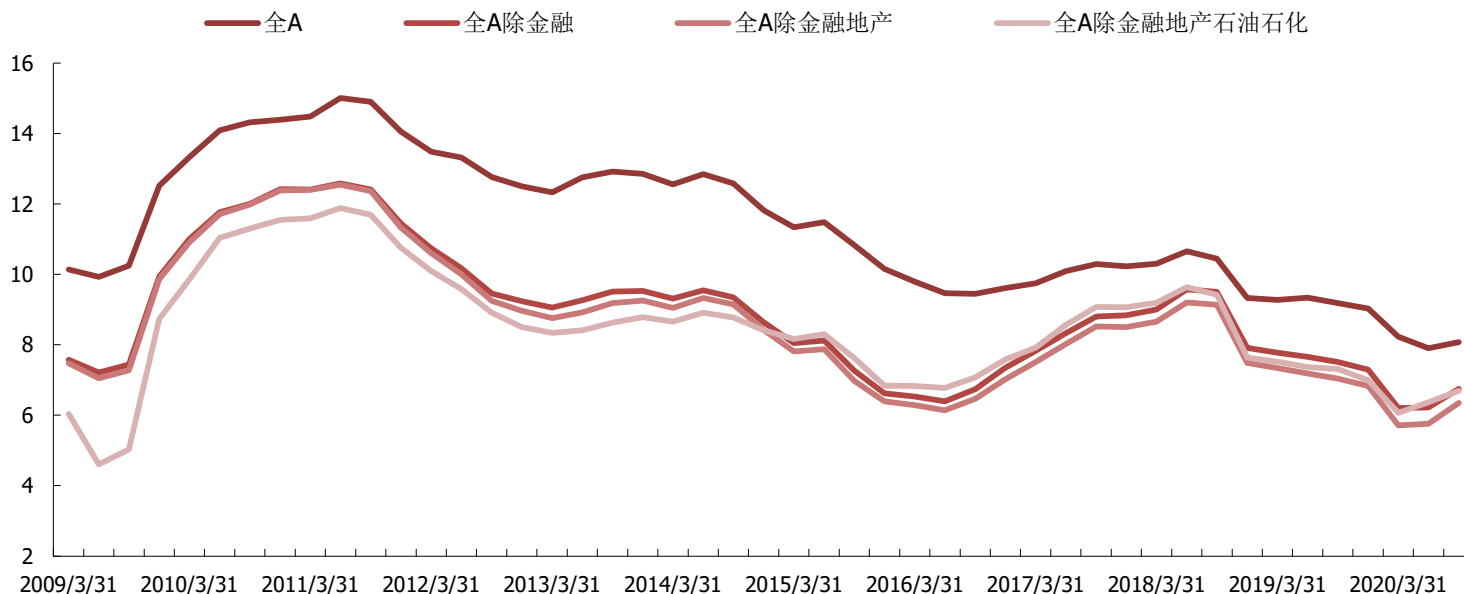
- 跨年阶段价值行情继续，全年紧跟盈利趋势布局
- 把握十四五规划机遇：三大投资主线
- 重点关注景气持续或基本面触底反转行业

■ 四、风险因素

2.1、全球复苏之下，2021年或将成为盈利兑现之年

- 从时间看，2018-2019年的经济下行周期是比较完整的，2020年Q1的疫情冲击让经济出清更加彻底。
- 观察过去十年A股ROE走势，上行周期一般都会持续1年以上，力度最弱的是2012-13年，当前A股的产能格局相较彼时显著改善，因此ROE回升的空间较13年更大，2021年或将成为盈利兑现之年。

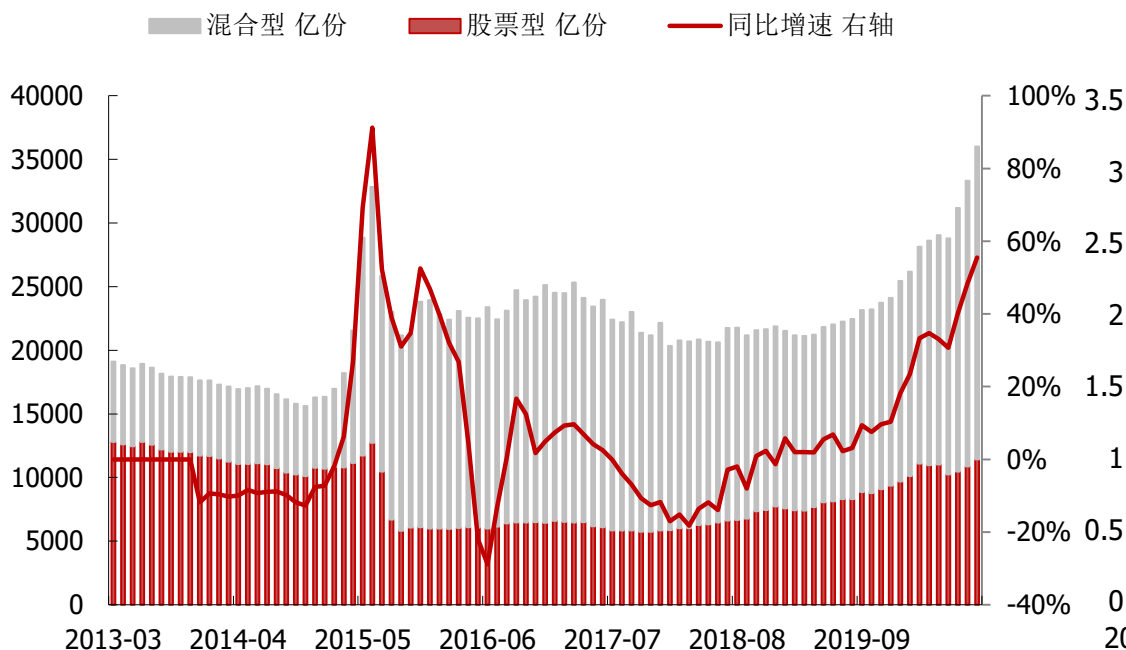
A股上市公司ROE触底，2021年将迎来上行周期



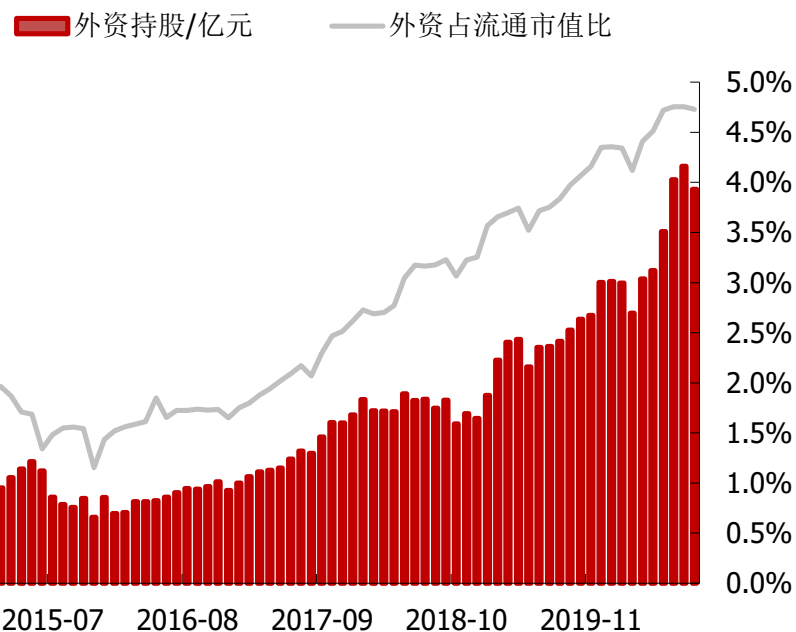
2.2、资金面：机构增量继续主导，股市流动性维持长期充裕

- 2021年偏股基金发行有望继续超过万亿，净增量预计6000~8000亿，可能仍是市场的最重要增量资金；同时，当前外资占比仍较低，外资加仓中国仍是大势所趋，2021年有望维持2000-3000亿增量；
- 此外，险资、银行理财、社保养老金等也有望再添6000亿+的增量。

2020年公募偏股基金净流入创历史新高



外资延续增配，明年维持2000-3000亿流入



2.2、2021年增量资金测算汇总

- 总的来看，在经济波动收敛、政策对冲基调稳固、宏观流动性难以大收大放的前提下，股市流动性仍是影响市场走势的重要变量，而增量资金入市逻辑目前仍未中断。

	测算口径	2019年增量	2020年最新增量	2020年全年增量	2021年全年增量
公募基金	公募偏股基金（股票型+偏股混合型）新发行规模	4273亿	13837亿（截止11月15日）	15000亿	8000~10000亿
	公募偏股基金（股票型+混合型）净流入份额	-293亿	11891亿（截止9月）	13000亿	6000~8000亿
外资	北上资金净流入	3517亿	1244亿（截止11月15日）	2000亿	2000~3000亿
保险	保险资金运用余额:股票	1707亿	1732亿（截止9月）	2000~3000亿	3000~3500亿
银行理财	非保本理财: 股票	213亿	450亿（截止9月）	600亿	1000亿
社保	社保基金资产: 股票	720亿	750亿（截止9月）	1000亿	1200亿
养老金	基本养老金委托金额: 股票	455亿	225亿（截止9月）	300亿	300亿
企业年金	企业年金实际运作金额: 股票	159亿元	150亿（截止9月）	200亿	200亿

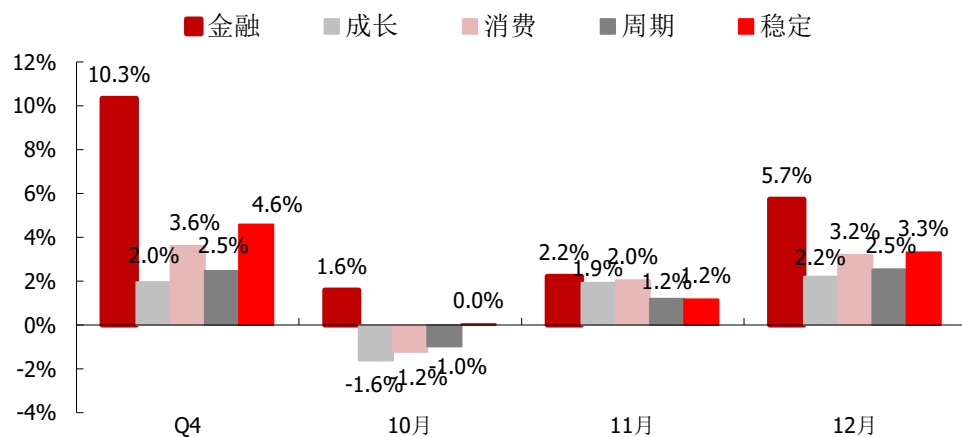
注：2020、2021年全年增量数据为国盛证券测算数据，不代表市场实际情况，亦不作为收益承诺和保证。

资料来源：Wind数据库，国盛证券

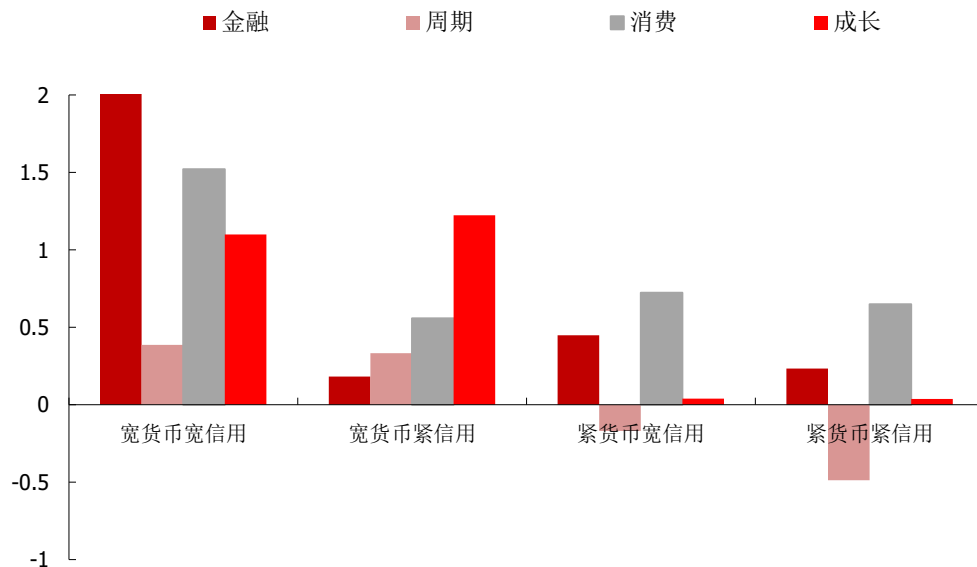
2.3、中期内，低估值顺周期或将继续占优

- 历史经验显示，A股四季度风格通常偏向价值板块，同样以过去10年经验为例，Q4是四个季度内低估值（市盈率）大幅跑赢的时段，其中又以10月和12月最为明显。从中信风格指数复盘也能看出类似规律，过去15年金融板块在四季度明显跑赢；
- 从年底至2021年一季度，内外基本面延续修复，且信用并未见到明确拐点，叠加价值板块的估值优势，未来1个季度内低估值顺周期大概率将继续占优。

2005-2019年各风格板块涨跌均值统计

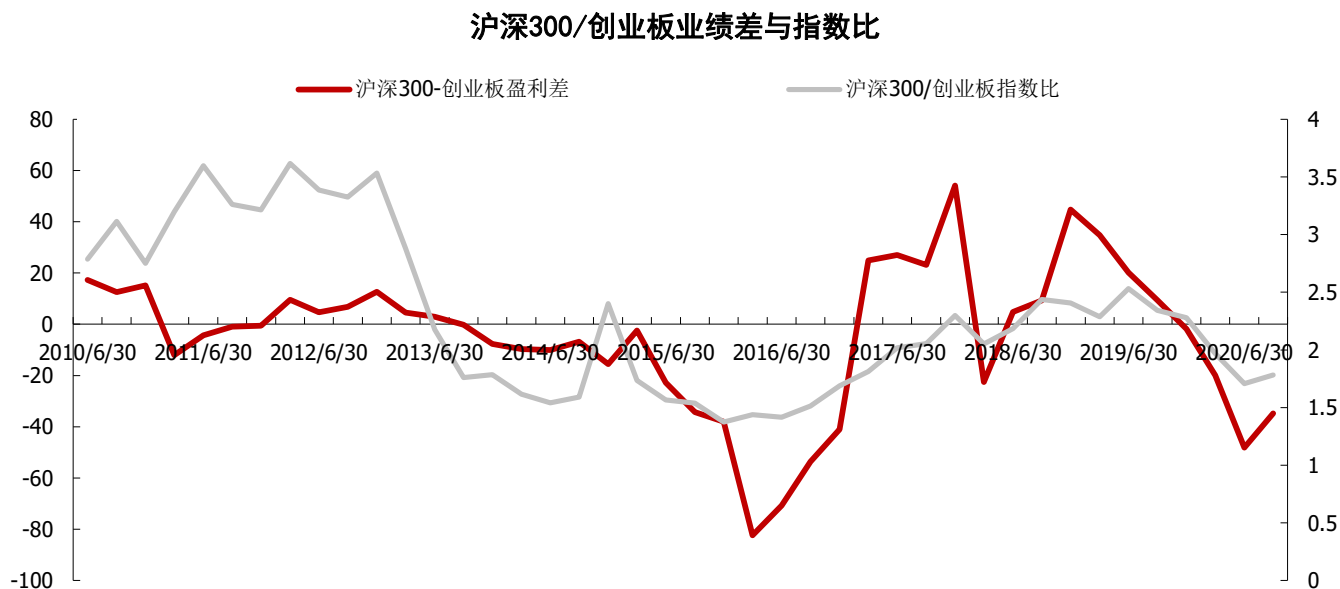


不同货币信用条件下风格表现



2.3、中期内，低估值顺周期或将继续占优

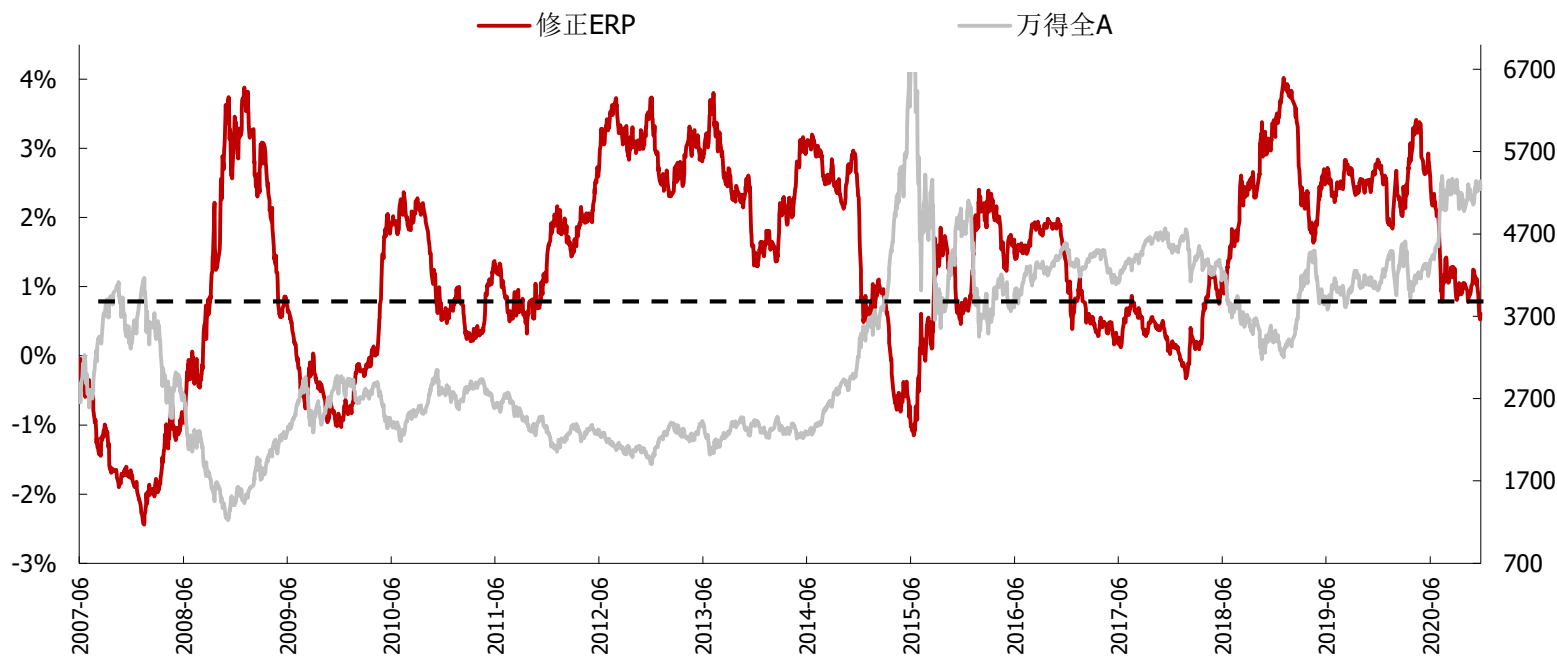
- 自2010年创业板指数开始编制以来，沪深300相对创业板走势与板块的盈利增速差基本吻合，2013-2015年，创业板牛市背后是板块持续的高盈利；2019年下半年以来创业板的持续跑赢也是由于相对业绩高增；
- 从年底至2021年一季度，板块相对盈利朝有利于沪深300的方向变化，这也是中期内以沪深300为代表价值板沪深300盈利改善弹性超过创业板占优的原因。



2.4、全年盈利与估值赛跑，EPS的持续性是对抗估值收缩的关键

- 经过过去两年的估值修复，当前A股股权风险溢价已经回落至历史中枢下方，且结构性高估尤为明显；
- 流动性拐点出现后，A股估值缺乏进一步上行动力，2021全年估值面临一定压力。

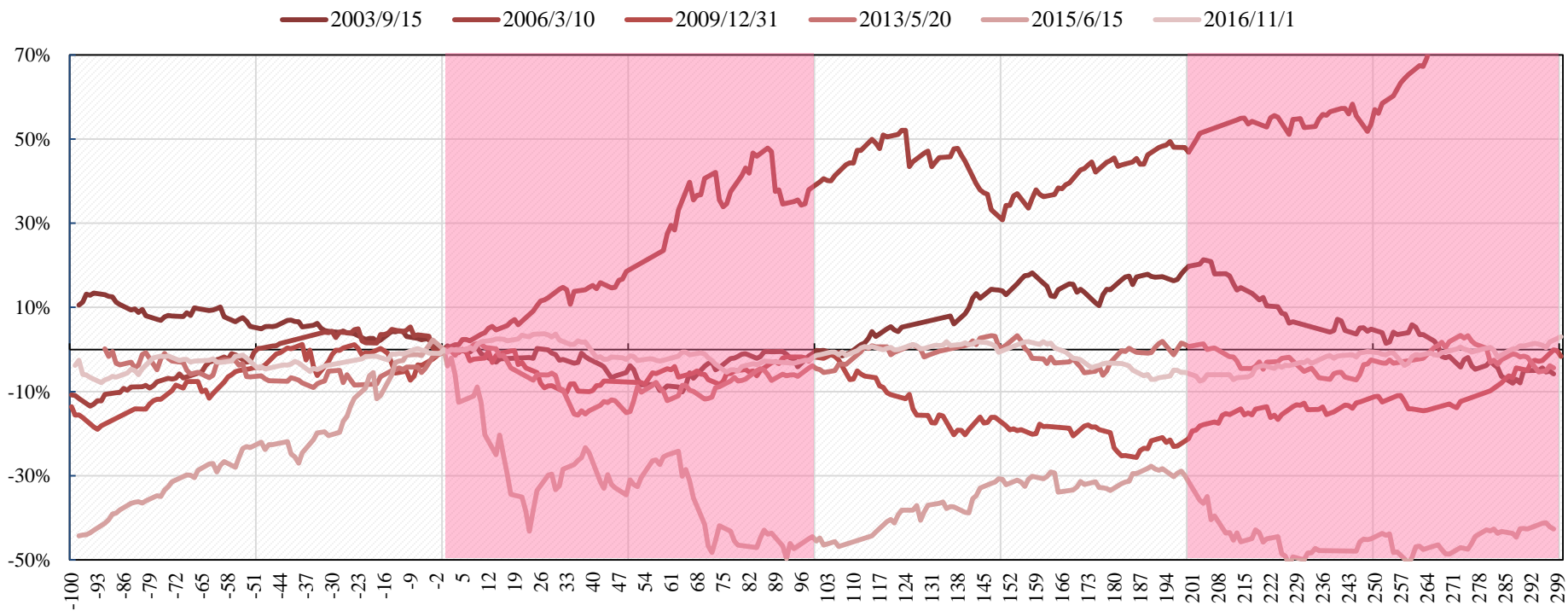
信用拐点后万得全A指数跌多涨少，流动性收紧后100日内仅有阶段二上涨



2.4、全年盈利与估值赛跑，EPS的持续性是对抗估值收缩的关键

- 历史经验显示，宏观流动性（M2）收紧后，全A指数跌多涨少，拐点后100交易日内仅有2006年上涨；
- 而在盈利与估值赛跑过程中，EPS提升的持续性是对抗估值收缩的关键，明年布局应紧跟业绩改善的方向。

信用拐点后万得全A指数跌多涨少，流动性收紧后100日内仅有阶段二上涨



要点

■ 一、国际国内宏观情况

- 全球经济共振复苏将是2021年确定性的主线
- 但后疫情时代经济的非典型性复苏，带来的是节奏错位与结构分化
- 增长和通胀的组合很难进入过热区间，宏观流动性料难系统性收紧

■ 二、跨年阶段顺周期占优，全年盈利与估值赛跑

- 全球复苏之下，2021年或将成为盈利兑现之年
- 增量资金入市逻辑并未破坏，微观资金面比宏观流动性乐观
- 中期内，低估值顺周期或将继续占优
- 全年盈利与估值赛跑，EPS的持续性是对抗估值收缩的关键

■ 三、投资建议

- 跨年阶段价值行情继续，全年紧跟盈利趋势布局
- 把握十四五规划机遇：三大投资主线
- 重点关注景气持续或基本面触底反转行业

■ 四、风险因素

3.1、跨年阶段价值行情继续，全年紧跟盈利趋势布局

- 从年底至2021年一季度，内外基本面延续修复，且信用并未见到明确拐点，板块相对盈利朝有利于沪深300的方向变化，叠加价值板块的估值优势，未来1个季度内低估值顺周期大概率或将继续占优。
- 全年来看，基本面改善可持续叠加增量资金逻辑仍在，A股指数不存在系统性风险；但因为来自基本面和宏观流动性的驱动都相对乏力，指数上行整体空间不大。
- 经过过去两年的估值修复，当前A股股权风险溢价已经回落至历史中枢下方，且结构性高估尤为明显；流动性拐点出现后，A股估值缺乏进一步上行动力，2021全年估值可能面临一定压力。
- 历史经验显示，宏观流动性（M2）收紧后，全A指数跌多涨少，拐点后仅有2006年实现全年单边上涨；在盈利与估值赛跑过程中，EPS提升的持续性是对抗估值收缩的关键，应紧跟业绩改善的方向布局。

3.2、关注业绩——景气持续或反转行业

- **银行&保险**——银行的资产负债表经过较强出清，为估值修复提供了扎实的基础，全球对于经济复苏的预期不断强化，银行有望迎来板块性的修复机会；保险板块攻守兼备，看好明年温和改善贝塔行情。
- **化工行业**——原油需求随全球经济回暖恢复，21年油价确定性向上，布局民营炼化、煤化工。粮食价格创三年新高并持续抬升，农化需求回暖，建议关注农药、化肥。
- **有色行业**——后疫情时代全球需求复苏，供给错配，价格上涨，企业盈利改善确定性高。
- **新能源行业**——2021年新能车销量预计高增长，中游头部企业提升全球份额实现超行业的增速，电解液等材料环节由涨价带来利润弹性；光伏中期成长确定，各行业环节加速集中。
- **军工**——“十四五”军方加大装备建设，军机和导弹产业链景气度有望超预期。军品采购、付款政策变化，行业景气度有望在20年底至21年初提前确认，且上市公司业绩兑现确定性提升。
- **汽车行业**——上半年受疫情影响，汽车板块整体业绩承压，但随着全球疫情的缓和，汽车整车景气度明显回暖。汽车行业周期性底部已现，后续继续看好盈利的修复。
- **消费者服务**——2020年疫情对休闲服务行业产生了较大的负向冲击，随着国内疫情控制得当，国内餐饮旅游消费逐步恢复，后续重点关注免税和酒店板块。
- **白酒**——白酒行业仍处于本轮上行周期之中，中秋国庆动销良好，逐季环比改善逻辑稳步兑现，各酒企控货挺价、基本面向好，看好明年春节白酒动销持续恢复以及中长期产品结构升级、龙头市占率进一步提升。
- **家电行业**——行业需求温和复苏、空调价格战结束，行业景气度和竞争格局向好的确定性强；成本汇率有一定恶化，但受益于规模的恢复和价格同比转正的弹性，盈利能力有望改善。从估值看，当前行业估值仍具有比较优势。



要点

■ 一、国际国内宏观情况

- 全球经济共振复苏将是2021年确定性的主线
- 但后疫情时代经济的非典型性复苏，带来的是节奏错位与结构分化
- 增长和通胀的组合很难进入过热区间，宏观流动性料难系统性收紧

■ 二、跨年阶段顺周期占优，全年盈利与估值赛跑

- 全球复苏之下，2021年或将成为盈利兑现之年
- 增量资金入市逻辑并未破坏，微观资金面比宏观流动性乐观
- 中期内，低估值顺周期或将继续占优
- 全年盈利与估值赛跑，EPS的持续性是对抗估值收缩的关键

■ 三、投资建议

- 跨年阶段价值行情继续，全年紧跟盈利趋势布局
- 把握十四五规划机遇：三大投资主线
- 重点关注景气持续或基本面触底反转行业

■ 四、风险因素

4、风险因素

- 货币政策超预期收紧
- 疫苗进度低于预期
- 其他

免责声明



东方基金管理股份有限公司（下称“东方基金”）是经中国证券监督管理委员会批准依法设立的公募基金管理公司，具备公募基金管理资格。

本报告并非基金宣传推介材料，仅供投资者参考，不构成任何投资建议或承诺。

本报告是基于投资者被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

基金管理人提醒投资人基金投资的“买者自负”原则，在做出投资决策后，基金运作状况与基金净值变化引致的投资风险，由投资人自行承担。

本报告所载资料来源均为已公开资料，东方基金对这些资料的准确性和完整性不做任何保证，且东方基金不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。

东方基金可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员、基金经理的不同观点、见解及分析方法，并不代表东方基金或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员、基金经理于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告版权归东方基金所有，未经东方基金事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊发、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。





Thanks!