

研究员：沈恩贤

期货从业证号：

F3025000

投资咨询从业证号：

Z0013972

☎:021-65789219

✉:shenexian_qh@chinastock.com.cn

全球经济复苏，中国股市演绎结构性慢牛

第一部分本年度走势回顾

一、1月中旬至3月末市场反复下探，走出大的ABC浪调整。

1月中旬至2月初市场大幅下跌。上证指数在1月14日创出去年下半年以来的新高之后春节前就开始下跌行情，春节过后第一个交易日国内股票指数大幅下跌。上证指数此间从春节前最高点3127跌到2月4日最低点2685点。下跌幅度达到14.13%。主要原因是国内新冠疫情开始爆发，给投资市场带来巨大恐慌。据当时报道，截止至2月3日全国新增确诊2829例。2月2日0—24时，31个省(自治区、直辖市)和新疆生产建设兵团报告新增确诊病例2829例(湖北省2103例)，新增重症病例186例(湖北省139例)，新增死亡病例57例(湖北省56例，重庆市1例)，新增治愈出院病例147例(湖北省80例)，新增疑似病例5173例(湖北省3260例)。新冠疫情对中国经济的影响巨大，创下了改革开放40年以来当季历史下滑之最。经济增长方面：一季度国内生产总值GDP同比下降6.8%。第一产业增加值下降3.2%；第二产业增加值下降9.6%；第三产业增加值下降5.2%。

消费方面：消费复苏的程度显著低于工业生产，可支配收入下降明显。一季度，社会消费品零售总额同比下降19.0%。投资方面：整体大幅下滑，房地产投资仍然是下滑幅度最小，恢复最快的。一季度，全国固定资产投资同比下降16.1%，分领域看，基础设施投资下降19.7%，制造业投资下降25.2%，房地产开发投资下降7.7%，降幅分别比1-2月份收窄10.6、6.3和8.6个百分点。高技术产业投资下降12.1%，降幅小于全部投资4.0个百分点，进出口方面：一季度还在完成已有的订单，全球疫情爆发对外需的影响还未体现出来，未来将是下滑最大的一块。一季度，货物进出口总额同比下降6.4%。其中，出口下降3.5%；进口增长2.4%，进出口相抵，贸易顺差983亿元。

2月初至3月初股指期货大幅反弹。2月中旬全国每日新增新冠肺炎确诊病例达到高峰之后逐渐回落，国内严格封闭带来的疫情控制取得了明显效果，随着新增病例的下降，人们的恐慌情绪逐渐减弱，再加上预期之中的对经济的刺激政策导致国内股票市场在2月初到3月初大幅回升。

中国金融体系货币供应能力超强，3月末，广义货币(M2)同比增长10.1%，而预期是8.7%，人民币贷款同比增长12.7%，2020年一季度社会融资规模增量累计为11.08万亿元，比上年同期多2.47万亿元。货币乘数处于6.55的较高水平。整体上来看，疫情期间我国金融总量足、支持力度大，快速有力出台的各项金融政策在针对性和有效性上都得到了比较好的落实。一季度人民银行通过降准、再贷款这些工具释放长期流动性2万亿元，新增人民币贷款7.1万亿元，每1元的流动性投放支持了3.5元的贷款增长，是1:3.5的倍数放大效应。一季度美联储投放了1.6万亿美元流动性，贷款增长是5000亿美元，差不多1美元的流动性投放支持0.3美元的贷款增长，大概是3.3比1，这样算来我们的效率从数量来说是美国的十倍。从价上来看，今年3月份一般贷款利率比上一年的高点下降了0.6个

百分点, 今年以来下降了 0.26 个百分点。

3月初至3月下旬股指期货再次大幅下挫。3月初以来国外开始出现新冠疫情, 3月中旬中国逐渐清零 国外处于爆发阶段。3月中旬, 中国以外新冠肺炎确诊病例累计超过 8.5 万例。欧洲疫情形势仍非常严峻, 意大利已连续多天新增病例超 3000 例, 法、西宣布关闭边境; 美国累计确诊病例超 4000 例, 美股再次熔断; 与此同时, 疫情在亚非多国蔓延。根据世卫组织 3月16日发布的最新报告, 截至欧洲中部时间 16日10时(北京时间 16日17时), 中国以外新冠肺炎确诊病例较前一日增加 13874 例, 达到 86434 例; 死亡病例较前一日增加 848 例, 达到 3388 例。国外疫情的大幅爆发导致全球经济严重衰退, 国际货币基金组织预测 2020 年全球经济下降 3%, 后来又调整为预期下降 4.9%。外围股市此间大幅暴跌, 道琼斯工业股指从 2月中旬的 29568 点跌到 3月份的 18213. 下降幅度为 38%。

二、3月下旬至7月中旬股指市场由震荡攀升到快速拉升。

3月下旬和4月初, 随着全球新冠疫情的快速蔓延, 对全球经济的影响巨大。为了稳定经济稳定金融市场, 美联储开启无限量化宽松模式, 采取六大措施拯救经济。

当地时间 3月23日早上, 美联储宣布, 因为新冠病毒大流行对社会各界造成“巨大困难”, 美联储宣布广泛新措施来支持经济, 包括了开放式的资产购买, 扩大货币市场流动性便利规模。美联储称, 本周每天都将购买 750 亿美元国债和 500 亿美元机构住房抵押贷款支持证券, 每日和定期回购利率报价利率将重设为 0%。为确保市场运行和货币政策传导, 将 unlimited 按需买入美债和 MBS。与此同时, 美联储将开始为家庭、小企业和主要雇主提供前所未有的信贷支持。美联储还宣布, 将扩大其商业票据融资安排。该计划现在将包括“高质量、免税的商业票据”, 价格也将降低。美联储表示, 这些计划得到了财政部的支持。除了上述措施之外, 美联储将很快宣布建立一个“大众企业贷款计划”(Main Street Business Lending Program), 为符合条件的中小企业提供贷款, 以补充小企业管理局(SBA)的努力。

除了美联储之外, 国内也采取了降低存款准备金率和降低 LPR 贷款利率等措施来稳定金融市场和稳定经济。中国人民银行授权全国银行间同业拆借中心公布, 2020 年 4月20日贷款市场报价利率(LPR)为: 1年期 LPR 为 3.85%, 5年期以上 LPR 为 4.65%。以上 LPR 在下次发布 LPR 之前有效。此前 3月 LPR 为 4.05%。2020 年 1月6日下调金融机构存款准备金率 0.5 个百分点。此次央行大约释放 8000 亿元资金。2月3日, 央行开展 1.2 万亿元公开市场操作逆回购操作投放流动性, 其中 7天逆回购操作 9000 亿元, 中标利率 2.40%, 14天逆回购操作 3000 亿元, 中标利率 2.55%。两个期限中标利率均下降了 10 个基点。2月17日, 央行当日开展 2000 亿 1年期中期借贷便利(MLF)操作, 调降中标利率 10 个基点至 3.15%。LPR 调整对商业银行贷款定价具有比较强的影响, 直接指向降低实体经济融资成本, 主要是商业银行贷款利率是在 LPR 报价的基础上加点形成, 商业银行在发放贷款时根据市场整体利率的变化来调整加减点幅度。

4月份以来随着国内疫情的控制有力, 国内新增病例大幅减少, 国内经济逐渐复苏。数据显示, 随着统筹推进疫情防控和经济社会发展成效继续显现, 复工复产复商复市全面推进, 生产需求继续改善, 就业物价总体平稳, 积极因素逐步增多。工业增长加快。

5月份, 规模以上工业增加值同比增长 4.4%, 比上月加快 0.5 个百分点, 连续 2 个月正增长。服务业生产由降转升。5月份, 服务业生产指数同比增长 1.0%, 上月为下降 4.5%。从相关指标看, 5月份, 工业用电量增速比上月加快, 服务业用电量、铁路货运量由降转升。5月份, 社会消费品零售总额同比下降 2.8%, 比上月收窄 4.7 个百分点。投资降幅明显收窄。1-5月份, 固定资产投资(不含农户)同比下降 6.3%, 比 1-4月份收窄 4.0 个百分点; 其中

基础设施投资下降 6.3%，收窄 5.5 个百分点。高技术产业、社会领域投资均由降转升。企业复产率继续提升。5 月底 6 月初，规模以上工业、建筑业、服务业达到正常生产水平一半以上的企业比重分别比 4 月底提高 2.9、9.2、7.5 个百分点。5 月份，制造业采购经理指数为 50.6%，非制造业商务活动指数为 53.6%，均连续 3 个月保持在临界点以上。在市场大幅上涨的过程中，对中国经济复苏的良好预期得到 6 月份公布的数据的支持和验证。尤其是 5 月全国规模以上工业企业利润总额同比增长 6.0% 这个数据更是对市场的信心恢复具有极为重要的作用。累计看，1—5 月份利润同比下降 19.3%，降幅依然较大。但单月对比 5 月份工业企业利润增速由负转正。5 月份，全国规模以上工业企业实现利润总额 5823.4 亿元，由 4 月份同比下降 4.3% 转为增长 6.0%。

中美主要经济体的政策刺激再加上中国经济复苏进程比较顺利，国内股票市场在 3 月下旬开始震荡攀升，虽然当时我国经济仍面临较大下行压力，短期疫情拖累，“三期叠加”深化阶段，地缘政治等外部不确定因素仍多，但央行通过改革手段引导金融机构降低融资成本，有助于对冲短期疫情冲击，降低实体经济融资成本，提振微观主体投资需求与经济活力。再加上经济数据的明显回升，国内股指稳健上行。

7 月份以来市场成交量也大幅上升，从历史上对比整个股市的成交量仅仅次于 2015 年第二季度和第三季度，是历史上第三大成交量的季度。经过今年第三季度的上涨及之后的反复震荡调整但仍然保持相对强势，仍然保持了整体的上升趋势，进一步确认了中国股票市场从 2019 年初开启的新一轮上升周期。虽然这轮上升周期与 2005-2007 和 2014-2015 年的快牛相比调整时间比较长，推进力度比较弱，但这正是说明中国股市的牛市特征已经转换，已经从过去的那种普涨式的快牛转换成结构性的慢牛行情。

7 月初到 7 月中旬，股指大幅上涨，上证指数从 6 月 30 日的 2984 涨到 7 月中旬的 3458，涨幅达到 15.8%。同期沪深 300 指数从 4163 到 4878，涨幅达到 17.17%。

三、7 月中旬之后到年末，股指市场一直以宽幅震荡形式进行调整。上证指数一直处于宽幅区间进行反复震荡。

进入 7 月以来，A 股的上涨较快，跟 2015 年的疯牛行情相类似。A 股的繁荣是市场各方所都乐于看到的。但疯牛却是 A 股市场所忌讳的。毕竟 2015 年的疯牛带给 A 股市场的教训太深刻。面对 7 月初 A 股的大幅上涨，管理层采取了行动降温。7 月 6 日，上证指数暴涨 180 余点，为此，作为管理层口舌的四大证券报在 7 月 7 日同时发声，呼唤“健康牛”，提醒投资者保持理性，千万不要好了伤疤忘了痛，放弃一夜暴富心态，准确评估风险承受能力，心中常记“风险”二字。管理层的用心良苦显而易见。7 月 8 日，管理层又放出了打击场外配资的消息，集中曝光了 258 家非法场外配资平台。而场外配资，是股市非法资金与杠杆资金的一个重要来源。而这种杠杆资金正是造成股市不稳定的重要因素，是股市风险的重要来源渠道之一。7 月 9 日晚，中国人保发布《股东减持股份计划公告》称，公司第二大股东全国社会保障基金理事会来函通知，计划减持公司部分无限售条件 A 股股份不超 2%。随着本轮行情的走高，上市公司重要股东减持不断，但作为社保基金的减持意义非同小可，这不是其他股东的减持可以比拟的。7 月 10 日，证监会例行发布了 IPO 核准的信息。证监会一次放行了 7 家公司的 IPO 申请，这创下了近两年一次放行 IPO 公司的新高。总体看随着市场的走高，市场调整压力增加。

创业板注册的推行使得市场对未来股票新增供给加大的预期有所抬头。深交所信息显示，截止 12 月 11 日下午 4 时，创业板累计受理了 467 家企业的首发申请。其中处于受理阶段的有 37 家，问询阶段的有 192 家，68 家近期通过上市委会议，1 家暂缓审议。过会企业

中，25家提交注册中，66家注册生效，12家终止（11家撤回材料），另有66家中止审核。8月24日，伴随着首批18只注册制新股的上市交易，创业板正式迈入2.0时代。创业板实施注册制后，加大了市场的包容度和覆盖面，为更多的成长型创新创业企业提供了直接融资的机会。股市供应将大幅增加的预期为股市上涨带来压力。

全球疫情继续蔓延，为全球经济复苏带来阻力。伴随新增确诊病例数的快速增加，西欧主要国家英国、法国、西班牙近日疫情状况急转直下，英国明确表示，包括罚款在内，将采取更加严格的防控措施，而法国医疗体系则面临越来越大的压力。而后期美国的疫情蔓延程度成为全球之最，整个全球疫情的不不断蔓延导致国内股市也在承受全球经济衰退的压力。再加上国内股市核心资产估值已经回归高位，以上诸多方面因素给国内股市带来压力，导致市场长时间反复调整。

四、市场走势有所分化，上证50和沪深300等核心资产创出5年新高。

数据显示，截止至12月24日，上证指数本年度上涨10.3%，沪深300指数上涨22.06%，上证50上涨13.02%，中证500上涨17.989%。以沪深300为代表的核心资产明显涨幅超越大盘。从各方面的机构观点看，龙头股未来将依然是机构的投资重点。即使身处美股度过十年牛市，但如果你没有买入谷歌、苹果、亚马逊等这样的龙头公司，也难以享有牛市带来的收益。机构投资者经过长期管理实践，几经牛熊转换，已经形成了成熟稳健的投资策略，他们对企业长期价值颇为重视，他们重点选择优质上市公司进行投资，同时积极关注上市公司基本面发生改变时所带来的投资交易机会。核心资产企业的股票，创历史新高或者最近几年新高，这样的逻辑是符合股市的规律的，是和国外的股市接轨的理性和成熟表现。所谓和中国核心资产股票，具有以下几个特性：（1）不可替代性。（2）或者替代起来有些困难，需要很长时间。（3）具有行业龙头地位。（4）具有长期未来三五年看得见的行业增长性。

五、市场投资取向从上半年的成长股为主到下半年的周期股转换。

7月以来，2020年上半年普遍低估的行业涨幅居前，以银行、非银、地产等行业为代表，而前期强势行业表现疲弱，以医药、农林牧渔为代表。此外，从风格指数来看，价值股涨幅显著高于成长股涨幅。因此，结构性变化使得上证50、沪深300等低估值板块中的股票大幅上涨，以银行、非银、地产等行业为代表为例，合计占比沪指总市值约30%，该类行业的大涨进而带动沪指大幅上行，指数快速的涨幅进而带动市场情绪。具体上看，自2019年7月起，以半导体为代表的科技板块在经济结构转型的推动下，景气度出现回升，成为2019年末至2020年春季攻势的市场主线。一月末疫情爆发后，与金融、消费、地产、周期等行业相比，科技板块所受的冲击相对较小，并且与经济周期相关性较弱。在产业周期向上、流动性宽松以及再融资新规提振风险偏好等多重利好作用下，以科技为代表的成长板块表现突出，使得上半年IH/IC市值价差出现明显回落。然而八月以来，随着经济数据的持续改善，宏观流动性边际趋紧的状况愈发明显，这使得利率下行带来的资产荒逻辑逐渐被打破，成长股估值继续修复的动力不足，而周期类公司的利润受益于经济复苏存在上修空间。加上当时板块间估值分化较大，强周期属性的金融地产板块估值较低，而医药、消费、科技等板块的部分个股估值过高，导致增量资金很难从这些板块中获得投资价值，更多的是一种博弈价值。在此背景下，顺周期板块脱颖而出，带动下半年IH/IC市值价差不断回升。

10月份股指期货继续呈现震荡走势，上证指数收盘3224.53，比上个月上涨0.20%，总体处于盘整震荡之中。国庆节后开盘，A股受企业盈利预期将继续上修、流动性预期将趋于平稳、五中全会及“十四五规划”建议稿等提振市场风险偏好，美国大选拜登当选概率上升也有利于中美关系预期稳定，人民币汇率将维持强势都对股指构成支撑。但冲高之后，市场

成交量能没有进一步放大，市场追高意愿减弱，再加上美国欧洲疫情再次爆发导致欧美股市下跌影响十月中旬之后国内股指再次走弱，直到月末总体上呈现震荡下跌态势。但近几个月的支撑位 3200 仍然没有突破。进入 8 月以来市场成交逐月下降，观望心理明显加重。

第二部分 2021 年中国股市所面临的宏观经济形势

一、2020 年在严重疫情背景下中国经济出现积极变化。

2020 年伊始，突如其来的新冠肺炎疫情对中国经济社会发展带来前所未有的冲击，国际疫情持续蔓延，世界经济严重衰退，产业链供应链循环受阻，国际贸易投资萎缩，中国经济面临的不稳定不确定因素显著增多。可喜的是，国内新冠肺炎疫情在短期内得到了较好的控制，疫情影响并未冲击到中国经济长期向好的基本面，中国经济的长期增长中枢仍然处于稳定运行通道。国际货币基金组织最新报告预测，2020 年中国经济将增长 1.9%，是全球唯一实现正增长的主要经济体。

2020 年三季度以来，在疫情基本得到控制后，中国经济复苏态势持续向好，总需求平稳回升，主要指标逐季改善，前三季度中国 GDP 同比增长 0.7%，年内首次实现由负转正，在主要经济体中一枝独秀。

新动能的经济支撑作用凸显。前三季度，规模以上高技术制造业增加值增长 5.9%，装备制造业增加值增长 4.7%；高技术产业投资增长 9.1%，加快 2.8 个百分点。线上购物、直播带货等新业态、新模式持续火热，在线办公、远程问诊、在线教育等新兴需求非常旺盛。前三季度实物商品网上零售额同比增长 15.3%，增速较上半年加快 1 个百分点，占社会消费品零售总额的比重达到 24.3%。工业生产已基本恢复至正常水平。10 月份，规模以上工业增加值同比增长 1.8%，累计增速环比再度加快 0.6 个百分点，连续 3 个月处于正增长区间。从单月看，10 月全国规模以上工业增加值同比增长 6.9%，增速环比持平，较 2019 年同期大幅增加 2.2 个百分点；9 月规模以上工业企业实现利润总额同比增长 10.1%，2019 年同期为 -5.3%；10 月中国制造业采购经理指数为 51.4%，连续 8 个月位于临界点以上。此外，三季度全国工业产能利用率为 76.7%，较二季度上升 2.3 个百分点，也高于 2019 年二、三季度的 76.4%，进一步反映出工业生产已基本恢复到疫情前水平。企业销售收入增速逐季回升。2020 年以来，中国企业销售收入增速总体呈现逐季回升向好态势。10 月份，全国企业累计销售收入同比增长 3.2%，增速较前三季度提高 1.4 个百分点，反映出随着统筹推进常态化疫情防控和经济社会发展的各项政策显效发力，中国经济复苏的态势进一步巩固。分季度看，一季度中国经济受疫情冲击较大，企业销售收入同比下降 17.6%；二季度同比增长 9%；三季度同比增长 12.4%。10 月份增速进一步提升，同比增长 15.1%，较三季度提高 2.7 个百分点。

二、2021 年经济有望向常态下的周期趋势回归

根据当前的疫苗上市及对 2021 年疫情大概率得到有效控制前提下，我们预计 2021 年全球经济会明显复苏，中国经济复苏动力仍然充足。根据国际货币基金组织的预测，2021 年全球经济将增长 5.2%，中国 GDP 增长 8.2%。由于明年的疫情仍然具有不确定性，新冠病毒的变异已经出现，新冠疫苗是否有效及有效期有多长等等都还存在许多不确定性，所以对于明年的 GDP 增速主流观点还是有一定分歧的。一部分是市场投资者认为疫情后的中国经济潜在增速会回落到 6% 以下，其中将近 6 成认为潜在增速会回落到 5.5% 以下。基本上反映了投资者对于疫情后会出现新周期的说法不抱希望。另外一部分是专家学者的预期是认为明年 GDP 增速会在 7%-9% 之间。但从我们根据各个行业及三驾马车对明年经济拉动的分析，2021 年中国 GDP 在 7%-8% 之间概率最大。

1. 制造业投资：回升确定，但增速不宜估计过高。

2020Q1 受疫情影响，制造业企业产能利用率、盈利大幅下滑，投资增速亦大幅下行，Q2 以来随需求逐步恢复，企业盈利自 5 月实现单月同比转正，产能利用率逐步提升，货币政策聚焦精准导向，引导资金更多的流向实体经济，深化贷款市场报价利率改革，引导贷款利率和企业融资成本下行，制造业投资降幅明显收窄并于 8 月实现单月增速转正。展望 2021 年，内需仍有恢复空间，PPI、产能利用率仍有上行条件，企业融资成本仍将低位运行，企业盈利向好，疫苗落地提振企业家信心。但也要看到 2019 年在疫情之前制造业投资增速为 3.1%。2020 年基数虽然较低，虽然 2021 年制造业投资稳健增长的确性较强，但也无法对 2021 年制造业有过高的增幅预期，预计全年同比增长 6-8% 为大概率事件。这其中有 2021 年出口可能受国外制造业复苏的影响而增速减弱的因素导致。

2. 房地产投资：增速进一步回落

2021 年三季度当季投资增速约 12%，前三季度累计投资增速 5.6%，预计全年增速在 6-7% 之间。8 月房地产企业座谈会传达重点房企融资新规的“三条红线”政策，8-9 月房企新开工、施工面积单月增速持续下将，购地面积明显下滑。施工面积与房地产开发投资中建筑工程相关性较大，将对后期房地产开发投资形成一定拖累；而当前的土地购置面积和成交价款一般影响 3 个季度后的土地购置费，而今年 4 月以来土地成交价款增速明显回升，将对 2021 年房地产开发投资形成一定支撑。但由于土地购置面积的下降幅度较大，而且房地产销售全国范围看几遍难有增长潜力。因此 2021 年地产投资增速虽然还有任性，但增速可能会比 2020 年有所回落。

3. 基建投资：新增潜力有限

今年国债、特别国债以及地方政府债合计净融资 8.5 万亿元，较去年多出 3.6 万亿元，市场对全年尤其是下半年基建投资增速预期较高，但 Q3 基建投资增速逐月回落，原因多重，包括一般公共预算加大对六保的支出而减少对基建的支出、棚改债与补充中小银行资本金分流、符合条件的优质项目不足，其中优质项目储备不足或是核心影响因素。截至 9 月末口径基建投资累计增速 2.4%，9 月底部分募投项目的调整已完成报备，财政拨付资金加快，10 月单月基建投资斜率回升至 7.3%，全年累计增速预计在 4% 左右。2021 年专项债新增额度大概率少于今年，特别国债预计取消发行，优质项目亦难有明显增长，经济恢复常态对基建稳增长的主观需求下降，因此 2021 年基建投资增速难有明显改善，但明年是十四五规划的开局之年，规划建议稿提出要保持投资合理增长，加快补齐基础设施、市政工程等领域短板，推进新型基础设施、新型城镇化、交通水利等重大工程建设，加快建设交通强国，这些对基建投资仍然有一定支撑。展望 2021 年，基建投资增速仍然有限，预计增速 1%-4%。

4. 消费：将会明显回升

2020 年受疫情影响，居民收入增速在 Q1 大幅下降，Q2 以来逐步回升，居民消费支出波动趋势相同，但支出增速下滑幅度远大于收入，说明存在非收入因素影响了支出，实际上主要是居民对疫情的主观担忧及政府疫情管控政策对部分消费场景的客观限制，导致居民存在“有钱没处花”的情况，如消费下滑较多的主要是接触性较高的消费领域。二、三季度随疫情明显控制及管控政策放松，经济向好带来就业和收入改善，居民收支增速均开始回暖，但支出增速恢复斜率高于收入增速，支出与收入增速差值开始收窄，这一趋势预计在未来几个季度依然延续，预计全年居民消费支出累计增速在 -1% 左右。此外，十四五规划建议稿中提出全面促进消费，因此明年的政策亦将在支持消费增长方面更加友好，再考虑到今年低基数影响，因此 2021 年居民消费支出、社会消费品零售总额增速会明显提升，成为拉动经济

增长的主要动力。

5. 出口：国外产业链复苏，我国出口增速放缓

今年新冠疫情全球肆虐，国内积极有序推动企业复工复产，生产端率先恢复。海外主要经济体通过财政政策大力度支持居民消费，而生产端恢复情况欠佳。使得我国有效弥补了全球因疫情冲击造成的供给缺口，防疫物资、宅经济商品（笔记本电脑、平板电脑、家电等）先后有力拉动了出口的增长，下半年在海外疫情度过高峰后推动复产复工，传统需求逐渐恢复下，我国其他传统产品出口也开始改善，成为拉动出口增长的主要动力，截止2020年11月份累计出口金额增长2.5%。2021年疫苗上市、疫情缓解概率较高，全球经济复苏整体上支撑我国传统出口增长，海外供应链需要逐步渐进恢复，我国出口替代仍有时间窗口。但由于我国防疫产品出口增速预计将下降，抢占出口份额效应也逐步下降，同时人民币升值后出口竞争力下降，预计出口增速全年在1%-2%左右。

6. 全球经济复苏

尽管疫情的影响仍会持续发酵，但在宽松政策护航之下，主要经济体都将继续复苏之路，按照IMF预测，2021年全球GDP增速有望达到5.2%。新冠疫情引发了世界近百年来最大规模的经济衰退，全球经济活动受到严重的打击，各国经济都出现了大幅度的下滑。尽管目前各国逐步放宽防控措施，部分国家经济向好趋势明显，但全球经济复苏仍充满不确定性，世界各国亟需在遏制疫情的同时努力促进长期复苏。就目前情况来看，在货币政策基本已经达到政策目标之后，2021年各国政府预计将继续以积极的财政政策和宽松的货币政策以缓解实体经济的压力，但是即便如此，疫情造成的影响将非常深远。短期来看，高失业率的阵痛在所难免，社会总需求低迷也导致通胀始终在低位徘徊；长期来看，各国政府将面临大幅举债所导致的债务风险将制约经济复苏的力度。但无论如何，只要疫苗确实能有效控制疫情，全球经济复苏方向就会确定，由于2020年基数很低2021年复苏力度应该较大。国际货币基金组织的预测很可能成为现实。

三、2021年经济政策“不急转弯”但有望逐步回归中性

1. 中央经济工作会议已经为明年的总体政策定下基调。12月份召开的中央经济工作会议指出，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。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。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。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。会议要求，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，要紧紧扭住供给侧结构性改革这条主线，注重需求侧管理，打通堵点，补齐短板，贯通生产、分配、流通、消费各环节，形成需求牵引供给、供给创造需求的更高水平动态平衡，提升国民经济体系整体效能。要更加注重以深化改革开放增强发展内生动力，在一些关键点上发力见效，起到牵一发而动全身的效果。会议确定强化国家战略科技力量。要充分发挥国家作为重大科技创新组织者的作用，坚持战略性需求导向，确定科技创新方向和重点，着力解决制约国家发展和安全的重大难题。要发挥新型举国体制优势，发

发挥好重要院所高校国家队作用，推动科研力量优化配置和资源共享。增强产业链供应链自主可控能力。产业链供应链安全稳定是构建新发展格局的基础。要统筹推进补齐短板和锻造长板，针对产业薄弱环节，实施好关键核心技术攻关工程，尽快解决一批“卡脖子”问题，在产业优势领域精耕细作，搞出更多独门绝技。要实施好产业基础再造工程，打牢基础零部件、基础工艺、关键基础材料等基础。要加强顶层设计、应用牵引、整机带动，强化共性技术供给，深入实施质量提升行动。

2. 保持宏观杠杆率基本稳定，导致政策回归中性。特殊时期宏观杠杆率阶段回升，支持实体经济成效显著。过去5年（2015-2019年），中国宏观杠杆率的总体走势是先上升再企稳。2015-2016年中，伴随着金融周期和房地产周期的扩张，中国宏观总杠杆率加速上升，其中居民、企业部门杠杆率在此期间都出现了加速上升，共同驱动国民经济杠杆率整体走高。2017年提出了稳杠杆政策，随着政策重心向“防风险、去杠杆”倾斜，宏观杠杆率过快上升的势头得到了遏制，其中企业部门杠杆率从涨幅收窄转变为同比回落。2019年，在年初社融信贷放量的驱动下，宏观杠杆率重新上升，其中企业部门杠杆率的降幅收窄、转为同比回升，居民部门杠杆率稳中有升、政府部门杠杆率涨幅扩大，共同驱动当年宏观杠杆率上升。2020年宏观杠杆率由于分母端经济负增长、分子端对冲疫情影响的宽信用政策再次较快上行，上半年宏观杠杆率上升21个百分点至266.4%。央行调查统计司司长阮健弘指出，当前面临的是特殊情况，宏观杠杆率的回升是宏观政策支持疫情防控和国民经济恢复的一个体现，应该允许宏观杠杆率有阶段性的上升，扩大对实体经济的信用支持。应该说这个政策现在已经取得了显著的成效，而且它向实体经济传导的效率已经明显得到了提升。

经济企稳后，对风险防控的关注度再度提升。7月30日，中共中央政治局会议指出，完善宏观调控跨周期设计和调节，实现稳增长和防风险长期均衡。“跨周期”的说法首次出现在中央级别会议通稿中，体现相对于实现稳增长的“逆周期”调节而言，中央层面开始明确关注防风险。8月17日，郭树清在《求是》发表题为“坚定不移打好防范化解金融风险攻坚战”的文章指出，今年总体杠杆率和分部门杠杆率都会出现较大反弹，金融机构的坏账可能大幅增加。由于金融财务反应存在时滞，目前的资产分类尚未准确反映真实风险。10月21日，易刚在2020金融街论坛年会表示，货币政策需把好货币供应总闸门，适当平滑宏观杠杆率波动，使之在长期维持在一个合理的轨道上。货币政策要把握好稳增长和防风险的平衡，既不让市场缺钱，也不让市场的钱溢出来，保持货币供应与反映潜在产出的名义国内生产总值增速基本匹配。

预计明年违约风险事件点状发生的频率和规模加大。明年在政策取向更为关注防风险后，宏观政策易紧难松，从长期的角度，对于实现我国经济的高质量增长具有重要意义，但在短期内也会造成实体经济面临一定的融资困难，微观层面的违约风险事件预计发生的频率和规模会相对加大。如2021年3月31日对中小微企业贷款实施临时性延期还本付息优惠政策到期后，预计有部分企业贷款不能按时还本付息，根据银行的测算，如果不考虑核销、不考虑还款率等处置方式，将会导致银行不良率提高16-32bp。信贷和其他融资方式的风险是联通的。近期出现的一系列信用债违约事件，是政策转向中性过程中的必然结果，2021年会进一步扩大加剧。

3. 财政政策和货币政策都会回归中性。

今年为了应对疫情，采取了积极的财政政策措施：赤字规模上，提升到3.76万亿，比2019年增加1万亿。此外，还有1万亿的特别国债。通过统筹财政收入、赤字、调用预算稳定调节基金，预算安排今年财政支出24.8万亿，比2019年增加了0.9万亿。另外，还进一步加大了减税降费、转移支付的力度等。从未来的政策方向来看，货币政策已经提前完成了

向常态化的转变，而财政政策预计也将在明年向历史常态水平进行回归。但考虑到经济和就业的结构性问题仍然凸显，预计财政政策也将更加强调结构性发力。今年基建增长持续低于市场预期，背后的逻辑或许和地方债务风险管控的大趋势下，地方政府基建意愿下降有关，同时也反映了当前优质项目缺乏的现状。在今年年内财政资金未能得到充分使用的情况下，明年财政继续积极的必要性并不高。

另外，预计明年社融增量和货币供应增量低于今年。一方面，货币政策和财政政策向常态化回归，而今年政府债券的发行对社融增速影响度较大，另一方面，货币供应体系上，央行也明确提出“保持货币供应与反映潜在产出的名义国内生产总值增速基本匹配”。我们倾向于认为，潜在增速水平或是在6%以下，即便考虑到2-3%的通胀因素，反映潜在产出的名义国内生产总值增速也很难系统性的高于9%。2020年12月9日，央行发布2020年11月份金融信贷数据。社融存量同比增速13.6%（前值13.7%）；M2同比增速10.7%（前值10.5%）。由此可见2021年社融增速将明显下降。

第三部分 2021 年国内股市的政策环境分析

1. 2021年股市政策主基调。根据12月22日中国证监会召开党委扩大会议精神，明年在股市上的主要政策基调是：明年是“十四五”开局之年，要着力完善资本市场支持科技创新的体制机制，优化再融资、并购重组等政策，完善股权激励和员工持股等制度，支持优质领军上市公司更好发挥引领作用，带动中小企业创新活动。积极发挥资本市场枢纽功能，促进畅通货币政策、资本市场和实体经济的传导机制。完善多层次资本市场体系，加强各层次股权市场之间的有机联系，促进改善融资结构。科学合理保持IPO、再融资常态化。稳定交易所债券市场，夯实信用基础。着力加强资本市场投资端建设，增强财富管理功能，促进居民储蓄向投资转化，助力扩大内需。推动加强多层次、多支柱养老保险体系与资本市场的衔接，继续大力发展权益类公募基金，推动健全各类专业机构投资者长周期考核机制。进一步加强投资者保护，增强投资者信心。在注册制改革、健全退市机制、提高上市公司质量、完善证券执法体制机制等方面，持续抓好重点改革措施和关键制度的落地实施。坚持金融创新必须在审慎监管的前提下进行，防止资本无序扩张。严把IPO入口关，完善股东信息披露监管。加强监管协同和信息共享，避免监管真空。强化对监管工作全流程全链条的监督，严格纪律约束。适应注册制改革新变化，进一步完善对发行审核注册等公权力的监督制约机制。

这里对股市影响较大的是科学合理保持IPO、再融资常态化，落实好注册制改革、健全退市机制，继续大力发展权益类公募基金。

2. 2021年新股发行力度将进一步加大。经Wind统计，2020年1月1日-12月22日，A股市场纳新376股，其中科创板、创业板分别新增137股、101股。另外，据德勤发布的报告显示，预计2021年A股将有410-500只新股发行融资额约达5200亿-6400亿元。注册制下，新股发行速度已经明显加快，新股已经不再具备稀缺性，伴随着资本市场全面注册制的推进，IPO发行节奏将保持常态化。

3. 大力发展权益类公募基金。中国证券投资基金业协会最新数据显示，截至2020年11月底，我国境内共有基金管理公司132家，其中，中外合资公司44家，内资公司88家；取得公募基金管理资格的证券公司或证券公司资产管理子公司共12家、保险资产管理公司2家。以上机构管理的公募基金资产净值合计18.75万亿元。18.75万亿的公募管理总规模，比2019年底规模激增4万亿，增幅为27%。在今年基金发展大年，公募基金管理规模屡屡刷新历史高点，再度显现了快速的增长势头。从各类型基金的增长情况看，今年前11月，权益

类基金规模激增 2.7 万亿，在公募基金新增规模中占比 67.6%，成为公募市场最重要的“生力军”。其中，混合型基金激增 2.1 万亿，股票型基金规模增长 5916 亿元。截至 11 月底，权益类基金总规模已经达到 5.88 万亿元，在公募基金总规模中占比 31.37%，比去年底占比大幅提升近 10 个百分点。同期，在债市调整行情下，前 11 月债券型基金规模萎缩 2151 亿元，规模缩水 7.8%。今年是权益类基金发展的大年，一是因为基础市场较好，投向股市的权益类基金市值攀升，规模出现较大扩容；第二是监管层积极引导大力发展权益类基金，基金注册、发行、评价、基金投顾等方面都迎来最好制度环境；第三，在权益类基金赚钱效应下，权益类新基金受市场追捧，爆款基金频频现身，头部基金经理产品“单日售罄”，“炒股不如买基金”的理念也深入人心。监管层明年继续大力发展权益类公募基金，将有利于持续提升规范运作、管理透明的公募基金等机构投资者在资本市场的占比，此举有利于推动资本市场继续更好服务实体经济，增强公募基金财富管理和普惠金融的功能，也有利于我国资本市场继续高质量健康发展。

4. 创业板注册制及后续的改革措施影响市场的股票供给预期，但总体预期会平稳过度。

6 月 12 日，证监会发布了《创业板首次公开发行股票注册管理办法（试行）》、《创业板上市公司证券发行注册管理办法（试行）》等一系列创业板注册制改革的文件，对发行条件、注册程序、持续监管、发行保荐等主要制度做了规范和完善，上述文件自公布之日起施行。与此同时，证监会、深交所、中国结算、证券业协会等机构也发布了相关配套规则。

创业板的注册制改革是我国资本市场改革的重要一步，也是将科创板的注册制改革试点推广到 A 股市场其他板块的关键一环。创业板注册制的改革在利好创业板的同时也有望利好券商，此外，在更加注重优胜略汰的改革步骤之下，有望促进我国资本市场长期良性发展。同时，根据近期的市场表现，总体上市场预期创业板注册制改革并不会造成市场流动性紧张。一方面，当下实体流动性及股市流动性宽裕，另一方面，注册制的推进同时也加大了退市力度。创业板注册制改革简化了退市程序，取消暂停上市和恢复上市，完善了退市标准，创业板退市率有望大幅提高，从而将壳公司占用的资金解放出来获得更加合理的配置。最后，注册制的实施是分步、稳妥推进的，只要秉承着市场化改革的理念，注册制带来的新股扩容问题将能够通过市场化定价、市场化的上市时间选择。

5. 进一步健全退市机制。12 月 14 日晚间，退市新规正式落地，其中参照科创板、创业板经验，在退市程序上取消暂停上市、恢复上市环节，在财务类退市标准上新增组合财务退市指标。除此之外，此次退市新规也有多项要点让投资者眼前一亮，诸如放开退市整理股票首日涨跌幅限制、退市整理期缩短至 15 个交易日、年报不保真或被退市等。伴随着退市新规的落地，A 股畅通“出口关”的效率将会大大提升。Wind 数据统计显示，年内已有 20 股被清出 A 股市场，其中 *ST 刚泰（维权）、*ST 金钰（维权）也已触发了破面退市，目前正在等待宣判。

第四部分中国股市技术分析

从中国股市开市近 30 年以来，一共经历了四轮周期循环，目前正在展开第五轮周期，前四轮周期之中牛市部分有三轮牛市是快速上涨的牛市，但最终都导致了大规模的下跌，甚至导致股灾的发生。目前中国股市的市值已经大幅提升，到目前已经达到接近 80 万亿的水平，而且注册制的实施将导致股票上市速度加快，而且政策监管层也吸取了以前的教训，而且股市投资者结构也有了较大的改变，股市愈发成熟，这种背景下快牛之后的暴跌这种周期模式已经不太可能再次发生。本轮股市的牛市将以慢牛行情来演绎。从目前的波浪结构和时

间周期看，市场的牛市仍然没有完结。虽然部分核心资产已经价格高企，但总体股市估值水平上不算高。所以2021年从技术上看至少上半年股市仍然将以震荡攀升的方式演绎宏观经济复苏带来的复苏牛。

第五部分后市展望

1. 从中国股市目前的估值看，根据12月24日wind数据，全球主要股指市盈率为：道琼斯29.8，纳斯达克76.5，标普500为36.3，法国CAC40为56.4，德国DAX64.6，日经225为37.1，印度SENSEX30为32.7，而中国的上证指数16.89、沪深300为15.54、中小企业板49.22，创业板99.2。从估值对比上看，国内上证指数和沪深300的估值总体水平不算高，与美国上百年历史上对比这种估值也是估值走势之中的中间位置。所以如果宏观经济形势进一步好转，上市公司盈利进一步增强，退市机制进一步完善，中国股市从估值角度看仍然具有上行空间。但这种上升空间是结构性的资产增值所带来的，不是普遍性的估值提升，所以股指价格上会以震荡而且可能是缓慢攀升的方式演绎结构性行情。

2. 2021年由于全球债务约束导致流动性边际收紧的预期在增强，各国财政政策和货币政策虽然各有差异，但宽松程度和对股市的支撑力度在边际弱化。另外一旦疫情得到控制，通胀水平有望上升，这里主要原因一个全球极为宽松的货币环境必然造成通胀回升；另一个原因是全球就业水平的恢复，消费能力的增强；再有就是全球农产品价格将逐渐上涨也是重要因素，今年中国玉米价格大幅上涨创出历史新高，国内玉米每年都有较大缺口，而全球可耕地除了巴西的热带雨林之外已经基本很少了，而全球人口仍然在增加，全球农产品价格上涨是长期趋势；再有就是原油近几年大部分时间处于低位时期，全球原油投资近几年大幅缩减，后期一旦经济复苏能源需求增长，原油可能重新回到高位，这些都是造成通胀的因素。一旦通胀发生，全球财政货币政策就必然调整。这虽然在2021年上半年可能不会发生，但2021年下半年就不能排除这种可能。但中短期全球低利率环境和美联储持续量化宽松对全球资产价格仍然构成支撑。

3. 2021年中国股市将呈现供需两旺态势，注册制的实施将增加股票的供给，但大力发展权益类公募基金，以及房地产投资收益下降，部分资金从房地产投资撤出，居民新增收入投资股市占比增加，中国经济长期向好，核心资产投资仍然具有较强吸引力，这些因素导致中国股市在2021年仍然具有较强支撑。国内股市资金供给方面，2021年居民、机构、外资三大活水，居民财富持续通过基金入市。偏股类基金发行规模根据市场情况预计2020年全年、2021年达14,417、8,508亿元。普通股票型基金：预计2020年全年和2021年发行2,247、1,317亿元；混合型基金：预计2020年全年和2021年偏股型和灵活型基金发行12,171、7,190亿元。保险资金入市规模，2020年和2021年可能达2,623、2,979亿元。

4. 2021年是十四五开局之年，“双循环”政策思路出台的十四五规划与战略性新兴产业规划所释放的政策红利。中共中央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》，其与十三五规划建议的不同点在于将“形成强大的国内市场，构建新发展格局”作为重要章节写入，国内大循环被提高到更重要的位置，供给端生产端更受关注。消费升级是未来的必然趋势。随着房地产持续升值带来的财富效应，社会保障制度逐渐完善，居民边际消费倾向提高，带来总需求的扩大，经济增长由投资驱动向消费拉动转变。2021年的增长引擎将依靠消费来提供，消费领域的复苏将成为经济增长的重要推动力。部分科技成长和消费类以及行业龙头股票等核心资产将驱动股指走出结构性的震荡攀升走势。

5. 未来五年万亿量级外资流入 A 股。新冠疫情发酵后，全球央行再度“大放水”，负利率时代逐步来临，发达国家从债市到股市，都面临中长期隐含收益大幅下降的问题。中国经济的韧性、财政货币政策的定力和空间，一方面促使国内资产与海外相关性较低，另一方面也让中国的债市和股市在全球资产中独具性价比。保守估计未来五年内有望看到平均每年 2000-3000 亿元的资金继续流入，外资持股占 A 股流通市值比例有望继续提升 3 个百分点左右。

6. 疫苗上市有限控制疫情，将有力促进全球经济复苏。近日，中国新冠疫苗又陆续传来好消息。阿联酋和巴林宣布，已正式批准中国疫苗在该国上市；埃及已接收第一批中国疫苗；摩洛哥也对中国国药集团的疫苗发放了临床批件。与此同时，美国新冠疫苗的上市和接种计划也在紧锣密鼓地推进中。12 月 11 日，美国食品药品监督管理局 (FDA) 紧急授权辉瑞公司和 BioNTech 生产的疫苗在美上市。同时，联邦政府也在加快组织向各州发放疫苗。中国国药集团已向国家药监局提交了新冠疫苗上市申请。现在三期临床试验表明疫苗的安全性和有效性都表现良好，疫苗的上市会对全球疫情的控制起到决定性的作用。

总体看，2021 年全球经济复苏，中国经济继续向好，A 股市场将成为一个长期结构性做多的市场。虽然经过过去 2 年的上涨以后，部分股票价格已经达到历史新高或创出历史新高。但总体股市估值仍然没有达到大规模调整的程度。在中国经济长期向好、居民理财需求旺盛以及海外主要经济体集体放水的背景下，A 股存在长期结构性机会。但在 2021 年中后期由于经济全面复苏，通胀抬头，政策收紧可能性仍然存在，届时不排除调整可能。

六、数据图表呈现

图1：沪深300走势



图2：上证50走势



数据来源：Wind、银河期货

图3: 中证500走势

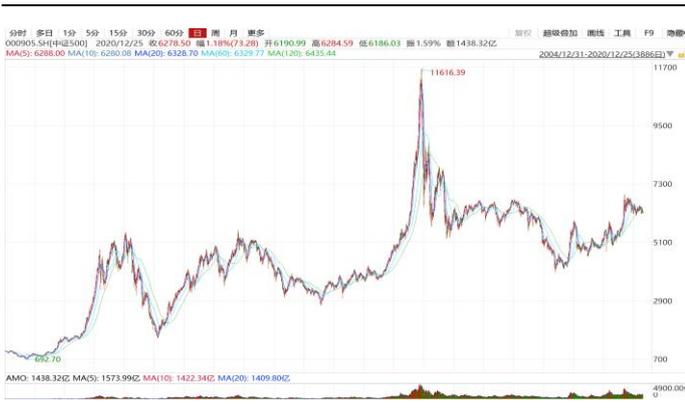


图4: 上证指数走势

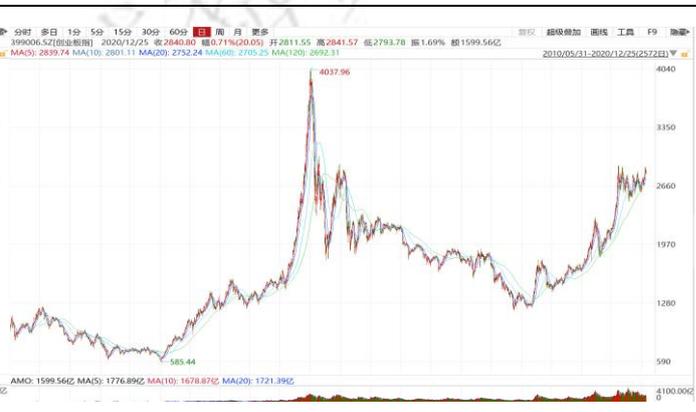


数据来源: Wind、银河期货

图5: 深证成指走势



图6: 创业板指数走势



数据来源: Wind、银河期货

图7: IF成交和持仓变化



图8: IH成交和持仓变化

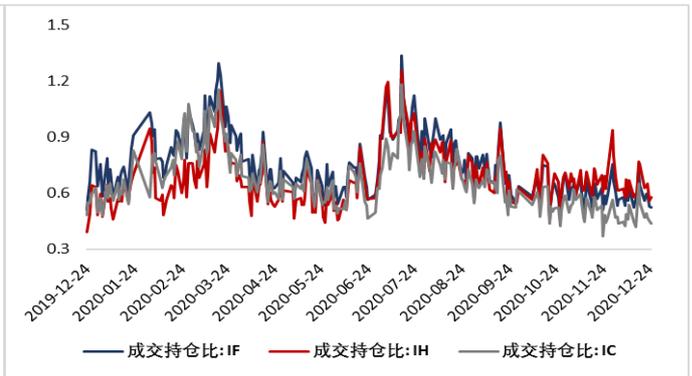


数据来源: Wind、银河期货

图9: IC成交和持仓变化



图10: 持仓成交比



数据来源: Wind、银河期货

图11: 北向资金变动情况

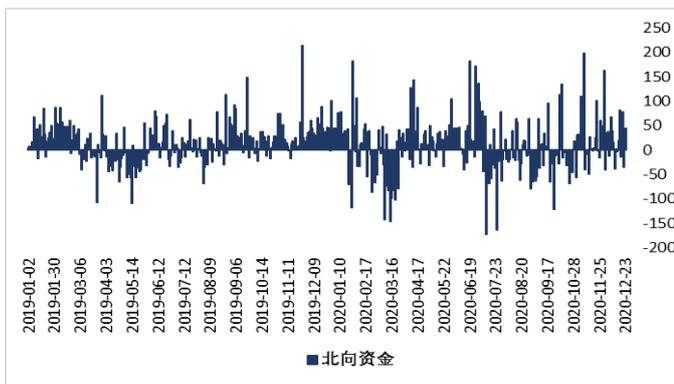


图12: 融资融券余额 (截至上一交易日)

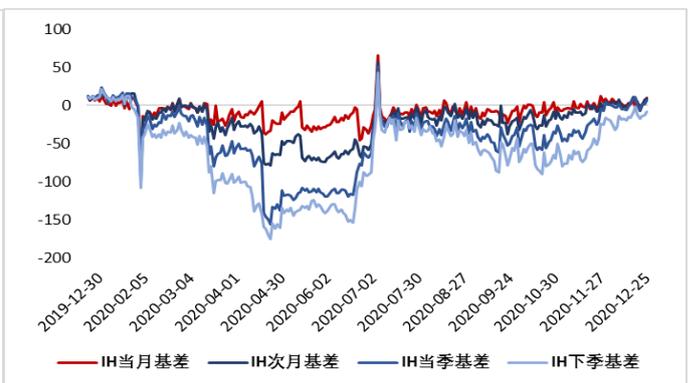


数据来源: Wind、银河期货

图13: IF基差变化



图14: IH基差变化



数据来源: Wind、银河期货

图15: IC基差变化

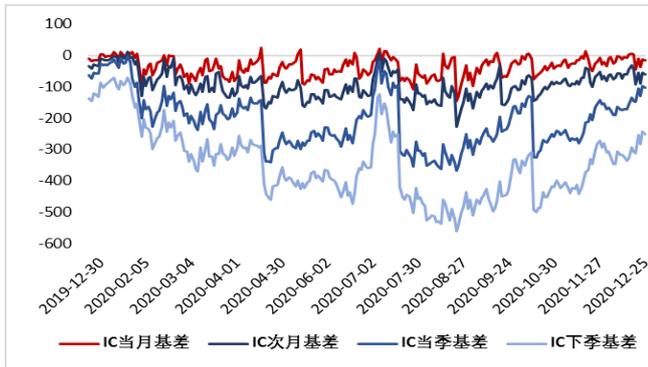
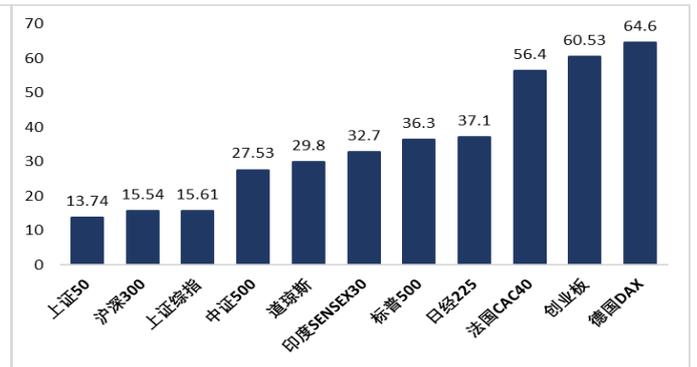


图16: 国际市场主要指数估值对比



数据来源: Wind、银河期货

图17: 市盈率变化

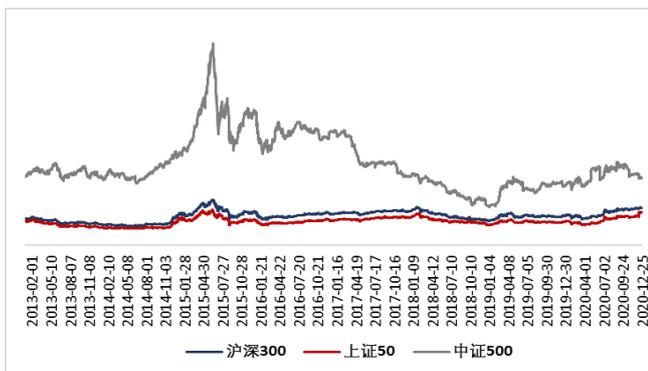
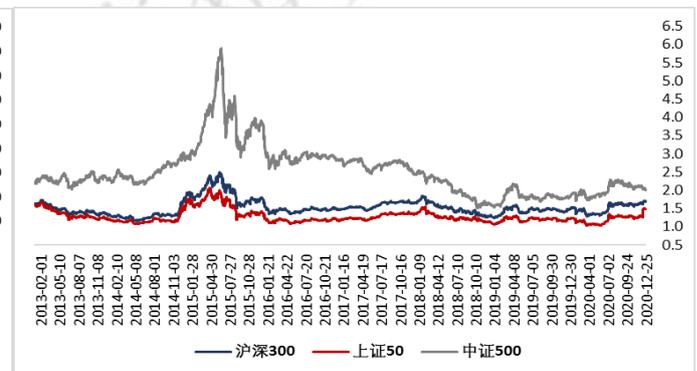


图18: 市净率变化



数据来源: Wind、银河期货

图19: Shibor利率水平

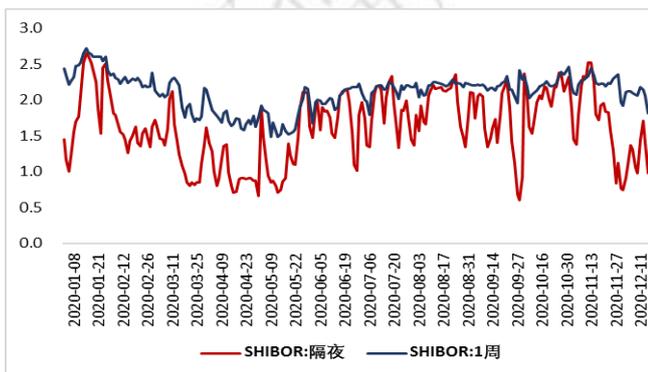


图20: 国债到期收益率 (中证)



数据来源: Wind、银河期货

图21: 制造业PMI

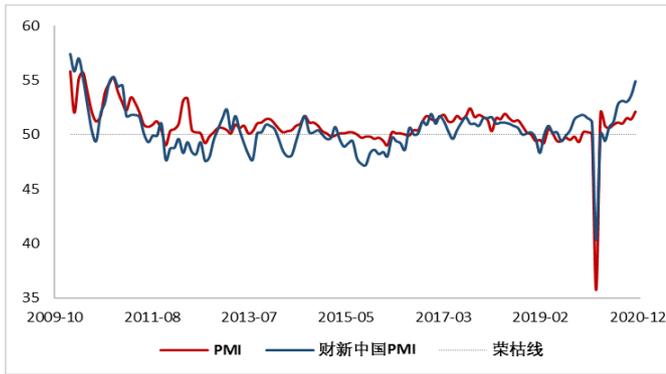
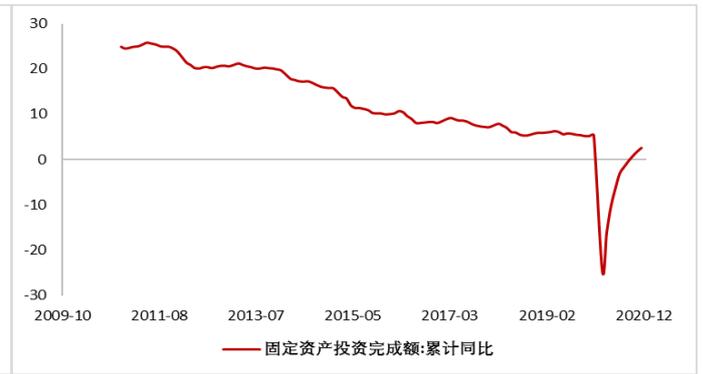


图22: 固定资产投资完成额



数据来源: Wind、银河期货

图23: 房地产、制造业和基建投资完成额

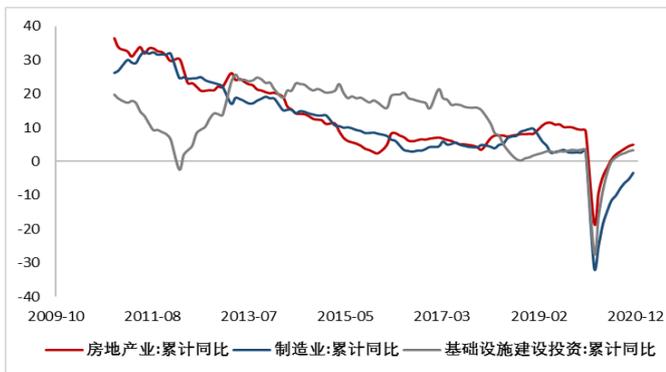
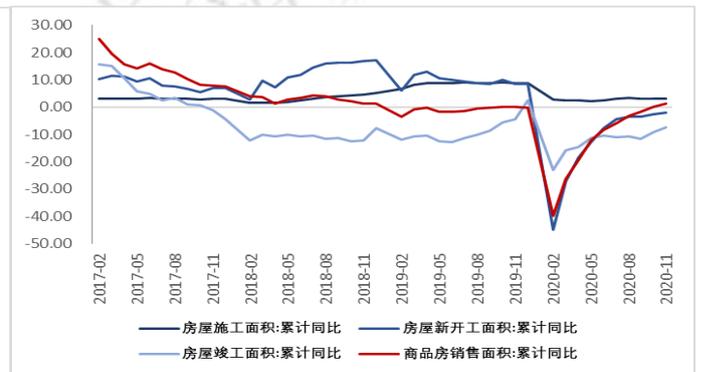


图24: 地产相关数据



数据来源: Wind、银河期货

图25: 工业增加值

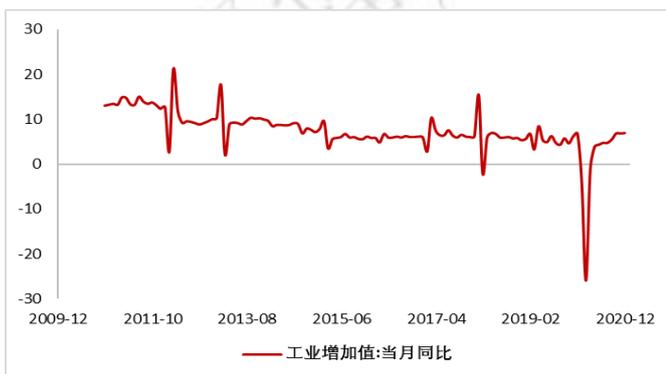


图26: 社会消费品零售总额



数据来源: Wind、银河期货

图27: 外贸进出口

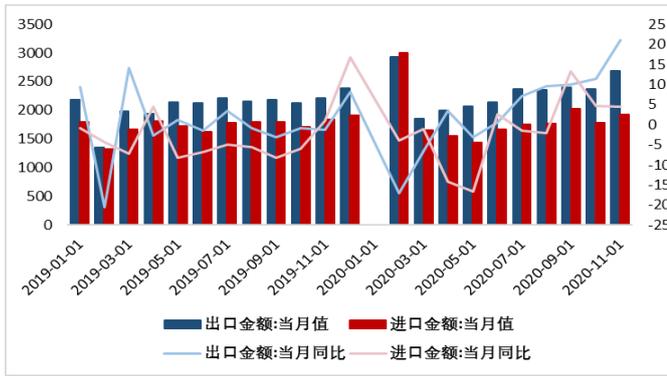
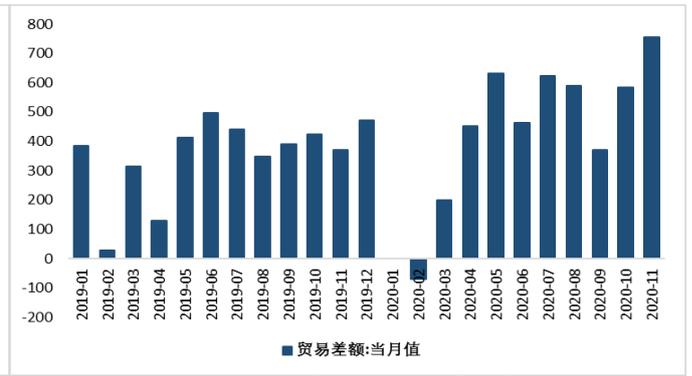


图28: 贸易差额

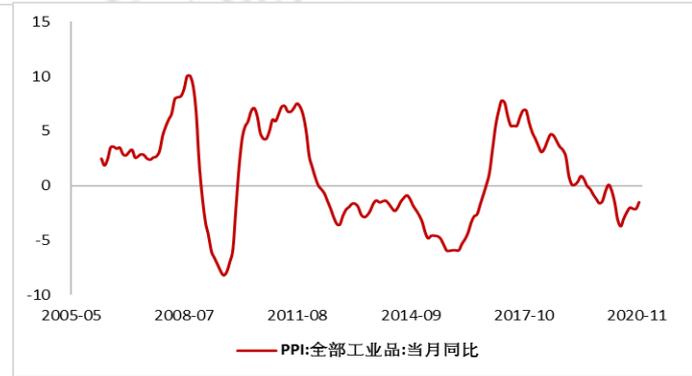


数据来源: Wind、银河期货

图29: CPI



图30: PPI



数据来源: Wind、银河期货

图31: 社会融资增速



图32: M1和M2同比



数据来源: Wind、银河期货

图33: 非企业部门杠杆率

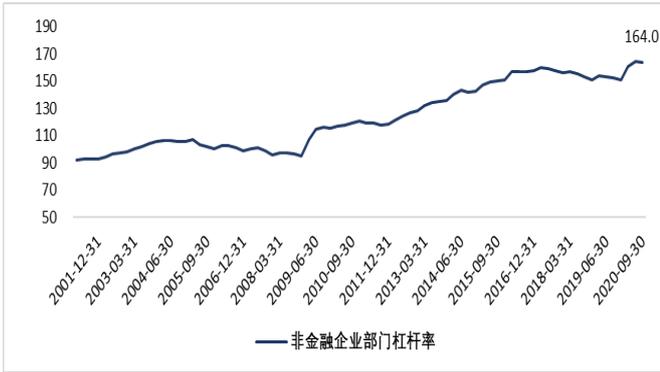


图34: 居民部门杠杆率

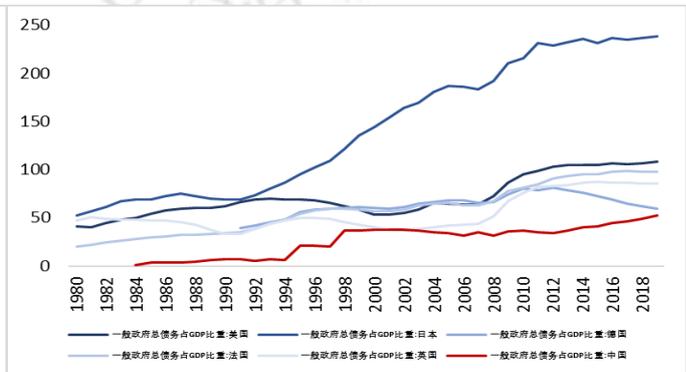


数据来源: Wind、银河期货

图35: 政府部门杠杆率



图36: 部分国家政府债务占GDP比重对比



数据来源: Wind、银河期货

作者承诺

本人具有中国期货业协会授予的期货从业资格证书，本人承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

免责声明

本报告由银河期货有限公司（以下简称银河期货，投资咨询业务许可证号 30220000）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河期货。未经银河期货事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议。银河期货认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河期货在最初发表本报告日期当日的判断，银河期货可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河期货没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河期货不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河期货不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河期货建议客户独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

银河期货版权所有并保留一切权利。

联系方式

银河期货有限公司 大宗商品部

北京：北京市朝阳区朝外大街 16 号中国人寿大厦 11 层

上海：上海市虹口区东大名路 501 号上海白玉兰广场 28 楼

网址：www.yhqh.com.cn

邮箱：shenexian_qh@chinastock.com.cn

电话：400-886-7799