

专题报告： 复盘两会，机构抱团股会后将再次反扑上涨

2021年3月1日

研究员：吕洁

执业编号：F0269991

投资咨询号：Z0002739

研究员：陈艺鑫

执业编号：F3082526

联系方式：0571-28132591

信达期货有限公司

CINDA FUTURES CO., LTD

杭州市萧山区宁围街道利一路

188号天人大厦19-20层

全国统一服务电话：

4006-728-728

信达期货网址：

www.cindaqh.com

核心观点

1. 核心逻辑

我们认为机构抱团白马股（消费和新能源板块）在经历20%-30%不等的调整后仍然具有进一步的上涨空间，因此我们建议单边做多IF2104。核心逻辑如下：

- (1) 两会较两会前大概率发生风格切换。两会后的市场风格切换将有利于久跌消费白马和新能源板块大幅调整20%-30%后再次走强，2021年两会将对新能源等消费龙头领域有进一步的利好；
- (2) 每次牛市向下回调时，沪深300指数的调整难以超过15%，目前已经调整超过12%；
- (3) 我国无风险利率（10年期国债收益率）未达到3.5%，仍然支撑白马股和沪深300指数走牛；
- (4) 美国10年期国债收益率向下调整使中美利差反弹，我国A股风险因素再次缩小。

2. 核心风险

通胀上行超预期。

目录

1. 核心观点	3
2. 复盘两会前后和春节前半年涨跌幅	3
2.1. 2021 年两会预期市场降温	3
2.2. 两会后较两会前 A 股市场风格将大概率发生切换	5
3. 牛市期间指数调整通常不超过 15%	5
4. 无风险利率仍有上行空间，白马股仍有走强的余地	6

1. 核心观点

我们认为牛市尚未结束，随着市场风格再次向消费医药板块切换，资金将再次抱团原有的白马消费龙头和部分周期板块（如光伏、新能源等），这将带动沪深 300 指数开启新一轮上涨。因此，我们建议做多 IF2104，核心逻辑如下：

- (1) 两会后的市场风格切换将有利于久跌消费白马和新能源板块大幅调整 20%-30%后再次走强，2021 年两会将对新能源等消费龙头领域有进一步的利好；
- (2) 每次牛市向下回调时，沪深 300 指数的调整难以超过 15%，目前已经调整超过 12%；
- (3) 我国无风险利率未达到 3.5%，之前机构抱团的白马股仍有上行空间。

2. 复盘两会前后和春节前半年涨跌幅

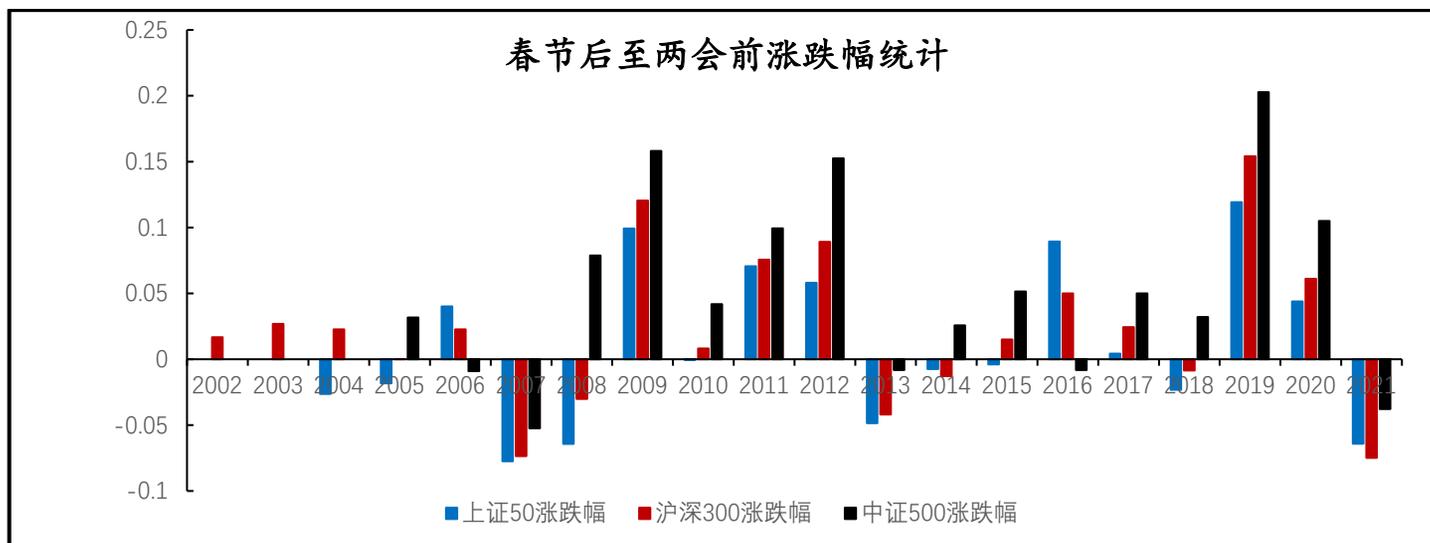
2.1. 2021 年两会预期市场降温

我们认为两会前 A 股久跌后的上涨主要助推因素是两会对市场的维稳作用将有利于市场信心提振，从 2020 年 7 月 1 日至今的股市大幅上涨后，两会则大概率给市场降温的预期增强，导致春节前后大幅上涨的消费白马股出现 20%-30%不等的调整。

一方面，两会对久跌的市场具有较强的信心提振作用。根据 2002-2021 年春节后至两会前上证 50 指数、沪深 300 指数和中证 500 指数涨跌幅情况统计，往年春节后至两会前 A 股 3 大指数大概率将会上涨。以 2019 和 2020 年为例（如图 1），2019 年上证 50 指数、沪深 300 指数和中证 500 指数分别上涨 11.92%、15.41%和 20.27%，2020 年上证 50 指数、沪深 300 指数和中证 500 指数分别上涨 4.39%、6.11%和 10.49%，2019 年上涨的主要原因是当市场在去年下半年到春节前（如图 3）受到中美贸易战等突发性因素的影响而大幅杀跌，两会则是在大幅杀跌中在一定程度上起到了对市场维稳的作用，从而刺激了 2019 年股指的触底反弹。2020 年则是受到新冠疫情的冲击，两会前因为海外疫情大规模爆发带来全球市场恐慌情绪蔓延，覆巢之下无完卵，而 5 月下旬的两会之前市场提前对相关维稳政策和货币宽松的预期，导致两会后 A 股 3 大指数大幅上涨。

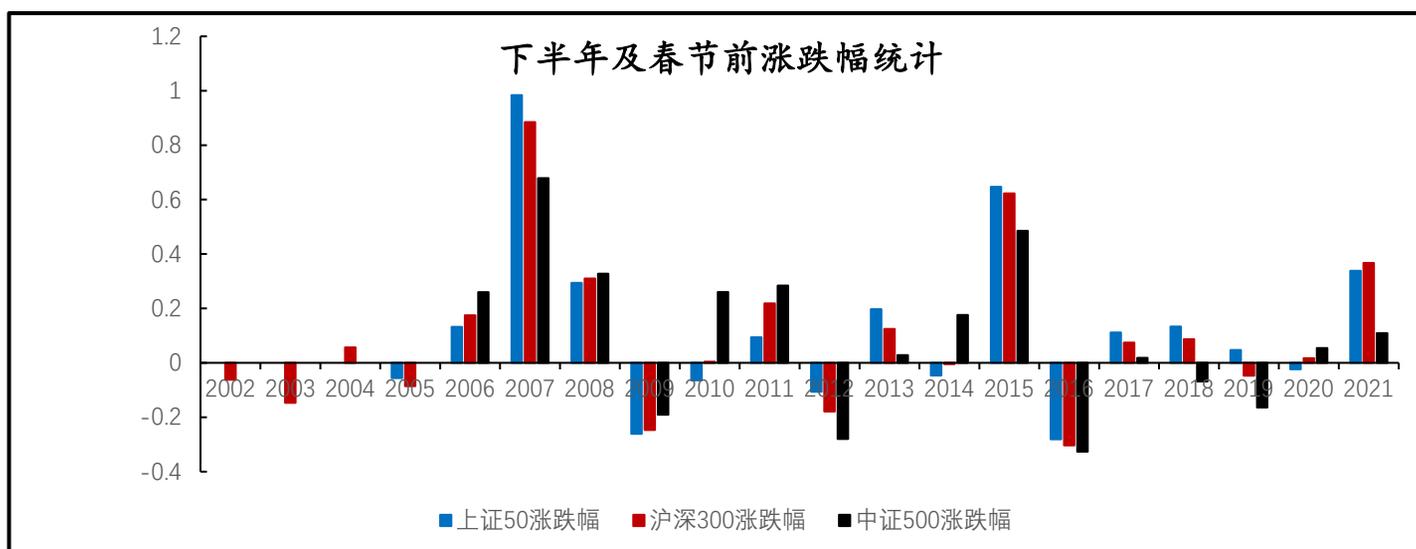
另一方面,市场提前预期2021年两会将大概率给市场降温,导致白马股杀跌,沪深300跑输中证500。由于2020年下半年至2021年春节前股市大幅上涨,市场提前预期两会政策将导致市场情绪趋于稳定,导致机构抱团的消费白马等核心龙头股价在不知不觉中经历了20%-30%不等的向下调整,将带动市场风格重新向消费、新能源等机构抱团股切换。

图1:大跌后的A股两会前因维稳政策预期大幅反弹或上涨



数据来源: wind, 信达期货研究发展中心

图2: 上一年7月1日至今年春节前3大指数涨跌幅统计



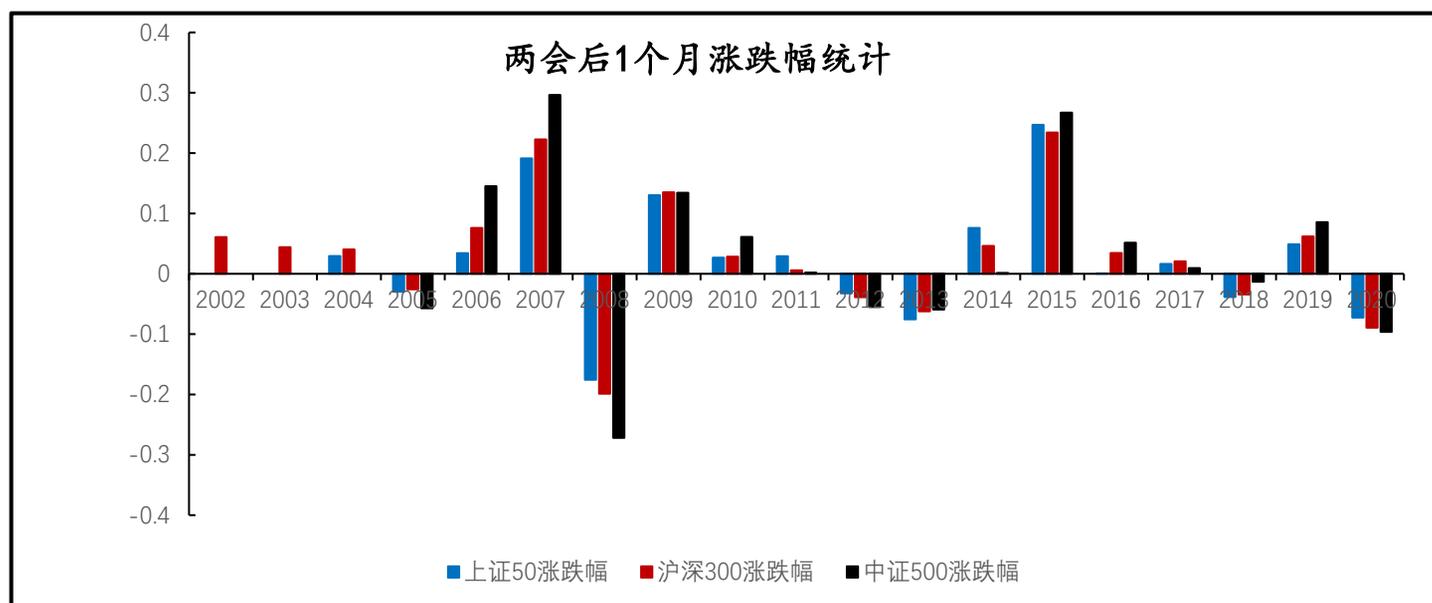
数据来源: wind, 信达期货研究发展中心

2.2. 两会后较两会前 A 股市场风格将大概率发生切换

我们认为当 A 股处于牛市阶段时，两会后 1 个月较春节至两会前的市场风格将大概率发生切换。根据 2002-2021 年 3 大指数涨跌幅统计显示，2015 年两会前上证 50 大幅跑赢中证 500，而 2015 年两会后中证 500 后来居上跑赢上证 50，2006 年春节后至两会前中证 500 跑输上证 50 和沪深 300，而两会后受到北京奥运会等多种利好政策的预期和催化，后来居上大幅跑赢上证 50 和沪深 300。

我们认为目前从 2020 年 5 月两会后启动的牛市至今仍然没有结束，两会后大幅调整的消费白马股和新能源等板块将再次走强。由于两会后较两会前大概率市场风格会发生变化，上文提到，2021 年春节后至两会前许多机构抱团股出现踩踏式下跌，包括贵州茅台、隆基股份等之前机构抱团的消费和新能源板块在不知不觉中下跌幅度超过了 20%，而出于市场对两会将遏制通胀等政策或实际通胀水平不及预期的担忧，机构抱团股将在一定程度上起到避险的作用，导致沪深 300 再次跑赢中证 500。

图 3：两会后 1 个月市场风格与春节后至两会前的市场风格大概率不同



数据来源：wind，信达期货研究发展中心

3. 牛市期间指数调整通常不超过 15%

根据 2006-2008 年、2015 年和 2020 年下半年牛市期间的涨跌幅统计，牛市期间因短期对政策不确定性预期导致沪深 300 指数向下调整幅度难以超过 15%。

- (1) 2020 年 7 月 10 日至 7 月 16 日，沪深 300 指数暴涨后杀跌的幅度仅为 7.5%；
- (2) 2021 年春节后向下调整的幅度仅为 12%；

- (3) 2019年3月5日至3月11日向下调整幅度不足5%;
- (4) 2017年11月下旬向下调整幅度仅为5%;
- (5) 2017年4月20日至2017年5月11日: 向下调整幅度最低仅为7%;
- (6) 2015年2月上旬: 向下调整幅度为10.2%;
- (7) 2015年4月30日-2015年5月10日: 向下调整幅度仅为5%。
- (8) 2007年5月30日(530惨案): 向下调整幅度为13%。

我们认为在政策支持股市走牛的情况下, 沪深300指数在牛市期间的向下回调幅度难以超过15%, 而截至2021年2月26日, 沪深300指数已经大幅调整12%, 再加上2.1节和2.2节论述的因素共同作用, 沪深300指数将会在机构抱团白马股反扑的情况下再次走强。

4. 无风险利率仍支撑股市持续走牛, 白马股仍有走强的余地

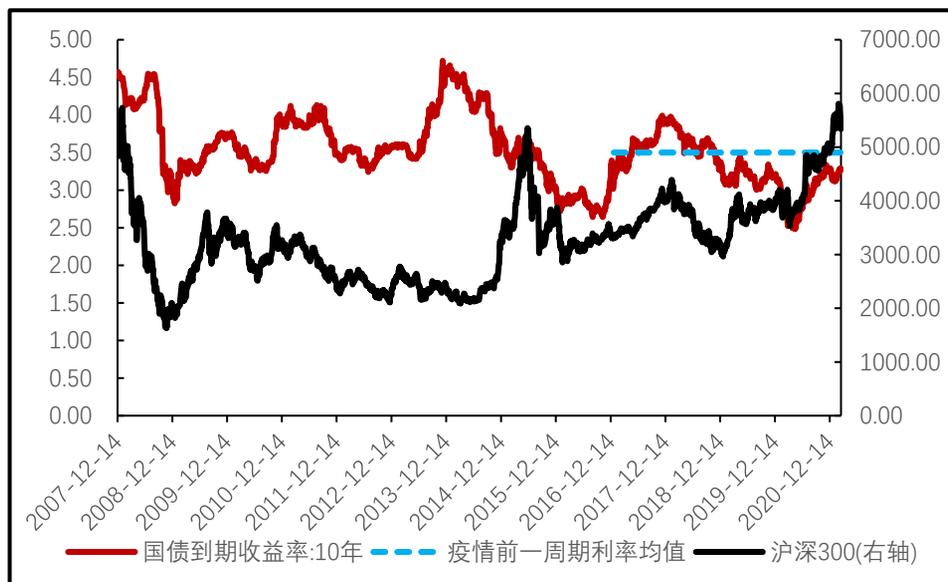
我们认为当10年期国债到期收益率处于相对低位时, 经济复苏和景气刺激无风险利率上行, 企业盈利预期改善推动股价上涨; 但是我国利率从长期来看下降趋势不变, 但是一旦其上涨突破或接近上一年平均水平时, 股价上涨将会受到阻碍, 并且很可能是熊市的起点。

从目前情况来看, 我们认为无风险利率仍有上行空间, 而且仍在机构投资者可接受的范围之内, 判断市场牛熊拐点仍为时尚早。我国10年期国债收益率已经逐步上升至3.28%, 但是仍然低于2019年疫情前3.5%的平均水平, 随着经济复苏和贷款需求的进一步上行, 将逐步上涨逼近3.5%, 一旦预期实际PPI环比并没有跟上无风险利率上行的幅度, 实际利率的走高会对企业盈利水平造成难以弥补的损伤, 因为大宗商品价格的上涨并没有跟上其相关资源股融资成本的上行, 而资源股等重资产公司一般都伴随着高资产负债率和财务杠杆, 导致其2021年上半年业绩不达预期的可能性更大。

但是反过来看, 对于上游原材料开采等周期行业的不利, 通胀不及预期, 但是恰好对下游消费和服务业行业却相对有利, 通胀不及预期导致其消费等下游服务业的成本上升不及预期, 而经济复苏和财政刺激则更多的刺激居民消费, 消费等下游板块的相对走强则导致沪深300和上证50跑赢中证500, 从而刺激当前市场从周期板块再次向消费板块轮动。

再看美国, 美国10年前国债收益率已经上行到1.4%, 而1.9万亿美元大部分均是刺激服务业和维稳(直接给美国公民发钱), 而美国基建需求远远小于中国, 其通胀水平跟不上利率上涨幅度的可能性更大, 进而导致企业业绩预期不利, 进而美国一旦10年期国债收益率出现下行, 中美利差缩小, A股的风险将会得到一等程度上的缓解。

图 4：我国无风险利率没有接近 3.5%



数据来源：wind，信达期货研究发展中心

【信达期货简介】

信达期货有限公司是专营国内期货业务的有限责任公司，系经中国证券监督管理委员会核发《经营期货业务许可证》，浙江省工商行政管理局核准登记注册（统一社会信用代码：913300001000226378，由信达证券股份有限公司全资控股，注册资本 5 亿元人民币，是国内规范化、信誉高的大型期货公司之一。公司全新改版后的新网站 www.cindaqh.com 将以更快捷、更丰富的信息竭诚为您提供最优的服务。公司总部设在杭州，下设 16 家分支机构：包括深圳、金华、台州、苏州、四川、福建、宁波 7 家分公司以及上海、北京、广州、大连、沈阳、哈尔滨、石家庄、乐清、富阳 9 家营业部，公司将以合理的地域布局和快捷的网络系统竭诚为各地期货投资者服务。

【雄厚金融央企背景】

信达证券的主要出资人及控股股东是中国信达资产管理股份有限公司。中国信达资产管理股份有限公司的前身是中国信达资产管理公司，成立于 1999 年 4 月 19 日，是经国务院批准，为化解金融风险，支持国企改革，由财政部独家出资 100 亿元注册成立的第一家金融资产管理公司。2010 年 6 月，在大型金融资产管理公司中，中国信达率先进行股份制改造，2012 年 4 月，首家引进战略投资者，注册资本 365.57 亿元人民币。2013 年 12 月 12 日，中国信达在香港联交所主板挂牌上市，成为首家登陆国际资本市场的中国金融资产管理公司。



【全国分支机构】

分 公 司	金华	浙江省金华市中山路 331 号海洋大厦 8 楼 801-810	0579-82300876
	台州	浙江省台州市路桥区路北街道双水路 669 号华能国际 10-2 室	0576-82921160
	深圳	深圳市福田区福田街道福安社区民田路 171 号新华保险大厦 2305A	0755-83739066
	苏州	苏州工业园区星桂街 33 号凤凰国际大厦 2311 室	0512-62732060
	四川	成都市青羊区横小南街 8 号 1 栋 1 单元 15 层 21 号、22 号、23 号	028-85597078
	福建	厦门市思明区湖滨南路 357-359 号海晟国际大厦 11 层 1101 单元	0592-5150160
	宁波	浙江省宁波市鄞州区姚隘路 796 号 9 楼 9-3-2、9-4 室	0574-28839988
营 业 部	北京	北京市朝阳区和平街东土城路 12 号院 3 号楼怡和阳光大厦 C 座 1606 室	010-64101771
	上海	中国（上海）自由贸易试验区民生路 118 号 2201A	021-58307723
	广州	广州市天河区体育西路 189 号 20A2	020-89814589
	沈阳	沈阳市皇姑区黑龙江街 25 号 4 层	024-31061955
	哈尔滨	黑龙江省哈尔滨南岗集中区长江路 157 号欧倍德中心 4 层 18 号	0451-87222486
	石家庄	河北省石家庄市平安南大街 30 号万隆大厦 5 层	0311-89691960
	大连	辽宁省大连市沙河口区会展路 129 号大连国际金融中心 A 座 2408 房间	0411-84807776
	乐清	浙江省温州市乐清市城东街道旭阳路 6688 号总部经济园 2 幢 803-1 室	0577-27868777
	富阳	浙江省杭州市富阳区富春街道江滨西大道 57 号 1002 室	0571-23255888

【重要声明】

- 报告中的信息均来源于公开可获得的资料，信达期货有限公司力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财政状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定情况。期市有风险，入市需谨慎。
- 未经信达期货有限公司授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播本报告的行为均可能承担法律责任。