



2021年2月27日

Experts of financial
derivatives pricing
衍生品定价专家

优财研究院

投资咨询业务资格

湘证监机构字[2017]1号

刘文波

·从业资格编号 F3070864

·投资咨询编号 Z0015179

联系人：杨谱

·从业资格编号 F3078457

两会期间宏观环境或有利于沪深 300

——股指研究系列之两会篇

内容提要

股指对宏观环境敏感，尤其是两会等重大会议对股指有明显的影响，2010年至2020年，11年间沪深300指数有7年在两会前后涨跌趋势发生明显变化。

两会期所在月沪深300上涨概率为57.9%，上涨的确定性不强，并且两会期间股市一般仍处春季行情中，两会期间股指涨跌需进一步分析宏观环境。

我们判断，宏观政策将保持连续性、稳定和可持续性，不急转弯；经济趋势复苏；财政政策边际收紧，财政赤字规模和赤字率较去年明显下降；货币政策趋势收紧，但不会剧烈调整，将保持流动性合理充裕。在保持政策连续和稳定的背景下，股市的估值或与企业的盈利更休戚相关，我国经济复苏的速度需重点关注。

我们预计今年3月PPI同比和CPI同比均低位上升，GDP同比大概率大幅上升（主要是因为去年基数很低），利率DR007月均值可能从当前的2.44%上升。2021年两会期间通胀和利率环境整体有利于股指上涨，但经济增速大升不利于股指攀升（经济增速大升期政策往往明显收紧），由于政策大概率不会急转弯，我们判断沪深300在3月上涨的概率较大。

值得注意的是，当前沪深300PE位于历史高位，今年2月中旬以来风格偏好由大盘股转向小盘股、由偏好高市盈率转向偏好低市盈率，沪深300调整的可能性加大。

风险提示

重大突发事件冲击；宏观经济指标剧烈变化；监管措施巨大变化

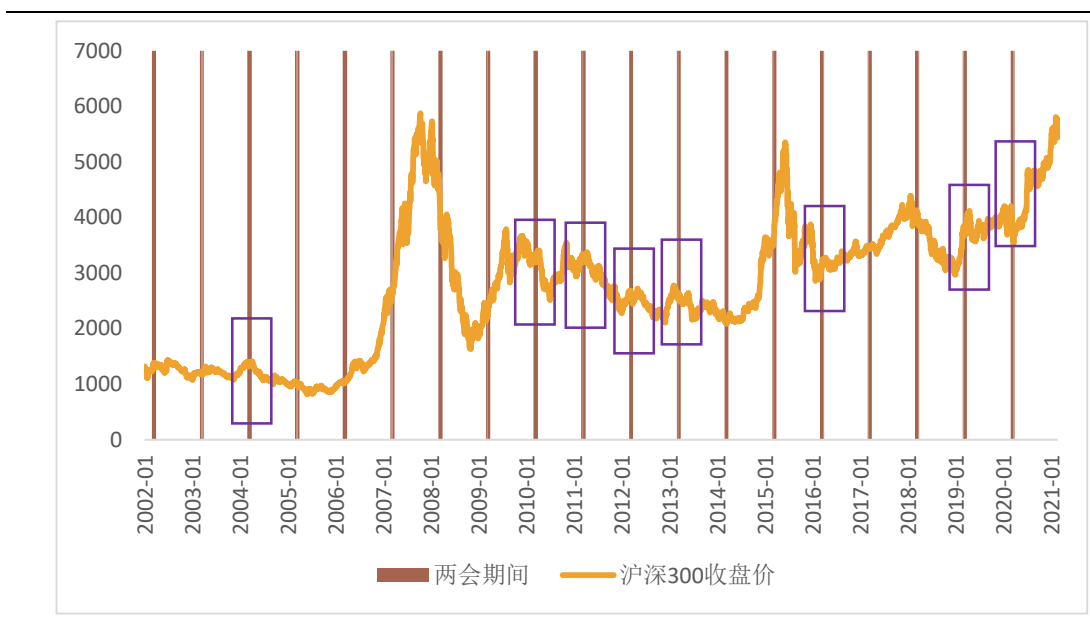


请务必仔细阅读正文之后的声明

一、两会对沪深 300 影响大

股指对宏观环境敏感，尤其是两会等重大会议对股指有明显的影响，2010 年至 2020 年，11 年间沪深 300 指数有 7 年在两会前后涨跌趋势发生明显变化。

图 1：两会期间沪深 300 股指



资料来源：Wind，金信期货研究院

我们统计了 1999 年至 2020 年两会期间主要宏观经济指标变化和主要股指的涨跌幅。

有统计数据以来，两会期所在月沪深 300 上涨概率为 57.9%，中证 500 为 56.3%，上证综指为 54.5%，两会期间所在月份上涨的确定性不强，并且两会期间股市一般仍处春季行情中，股指涨跌需进一步分析宏观环境如何。

表 1：两会主要政策目标

年份	上年经济增速	经济增速目标	经济增速	财政赤字(亿元)	赤字率	新增专项债(亿元)	城镇新增就业(万人)
2005	10.10%	8.0%	11.39%	3000			900
2006	11.40%	8.0%	12.72%	2950			900
2007	12.70%	8.0%	14.23%	2450			900
2008	14.20%	8.0%	9.65%	1800			1000
2009	9.70%	8.0%	9.40%	9500	3%		900
2010	9.40%	8.0%	10.64%	10500	3%以内		900
2011	10.60%	8.0%	9.55%	9000	2%		900
2012	9.60%	7.5%	7.86%	8000	1.50%		900
2013	7.90%	7.5%	7.77%	12000	2%		900
2014	7.80%	7.5%	7.43%	13500	2.10%		1000
2015	7.40%	7.0%	7.04%	16200	2.30%	适当发行	1000
2016	7.00%	6.5%-7%	6.85%	21800	3%	4000	1000
2017	6.80%	6.5%	6.95%	23800	3%	8000	1100
2018	6.90%	6.5%	6.75%	23800	2.60%	13500	1100
2019	6.70%	6-6.5%	6.00%	27600	2.80%	21500	1100
2020	6.10%	不设	2.30%	37600	3.60%	37500	900

资料来源：根据公开信息整理,金信期货研究院

二、两会提出的宏观政策大概率不会急转向

两会一般会设定经济增速目标、财政赤字规模、赤字率和新增专项债规模，定调当年的货币政策和财政政策，对当年的宏观经济有重大影响。当然，两会期间的重要政策均是基于当时的国内外宏观环境做出的，可以从上一年底的经济工作会议中部署的政策进行合理推测。

从去年 12 月召开的中央经济工作会议内容看，会议认为今年国内外经济将趋势复苏，但复苏不稳定不平衡，主张中国要积极参与全球治理改革完善。以深化供给侧结构性改革为主线，以改革创新为根本动力，坚持扩大内需战略，强化科技战略支撑，扩大高水平对外开放。宏观政策要保持连续性、稳定性、可持续性，保持对经济恢复的必要支持力度，政策操作上要更加精准有效，不急转弯。坚持扩大内需这个战略基点，主要从扩大消费和增强投资增长后劲方面发力，扩大消费主要从“促进就业，完善社保，优化收入分配结构，扩大中等收入群体……”等方面着力。

我们认为，今年两会宏观政策大概率延续去年底中央经济工作会议的基调，宏观政策保持连续性、稳定和可持续性，不急转弯；不一定会设定经济增速目标，但

今年的经济增速或达 8.5%；财政政策边际收紧，财政赤字规模和赤字率较去年明显下降；货币政策趋势收紧（2020 年疫情冲击下我国采取了较宽松的货币政策），但不会剧烈调整，将保持流动性合理充裕。在保持政策连续和稳定的背景下，股市的估值或与企业的盈利更休戚相关，我国经济复苏的速度需重点关注。

三、两会期间宏观环境整体有利于沪深 300 上涨

从国外宏观环境看，全球（中国之外）新冠肺炎每日新增确诊人数自 1 月 7 日录得新增确诊人数最高值（突破 85.9 万）后，近期趋势回落至 42.8 万，随着气温逐步的升高和疫苗接种的稳步推进，预计全球疫情管控措施趋势减弱，全球复工复产趋势稳步推进。

2021 年，拜登致力于美国重回世界体系，修复与盟国关系，与中国的紧张经贸关系大概率缓解，全球经济关系或改善。

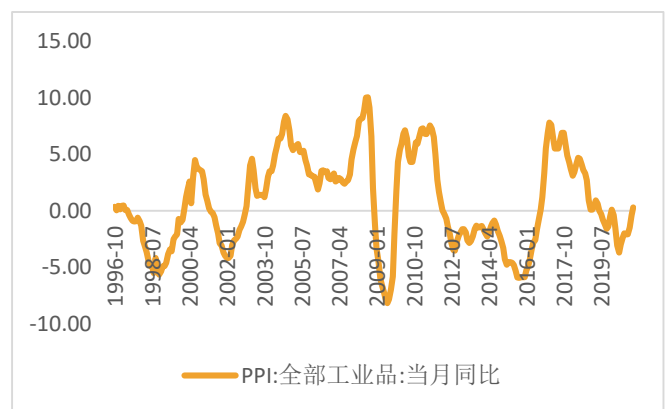
从当前的国内宏观环境看，PPI 同比、CPI 同比均处于低位，工业增加值同比和短期利率已经从低位回升至正常水平。结合去年的基数和类似年份环比数据等，我们判断，PPI 同比和 CPI 同比均低位上升，GDP 同比大概率大幅攀升，利率 DR007 月均值可能从当前的 2.44% 上升。

图 2：CPI 同比：单位：%



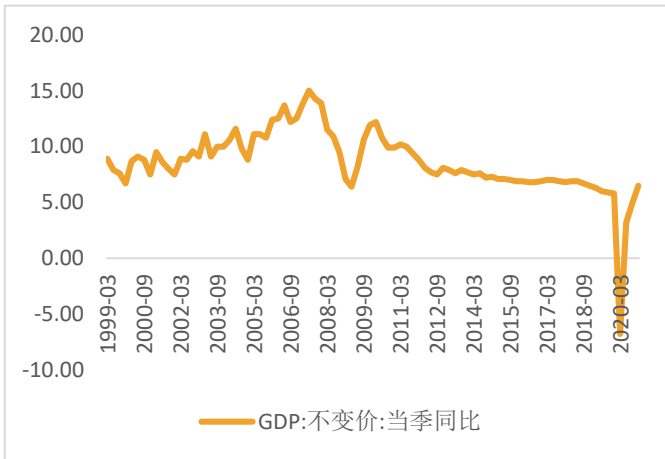
资料来源：Wind，金信期货研究院

图 3：PPI 同比：单位：%



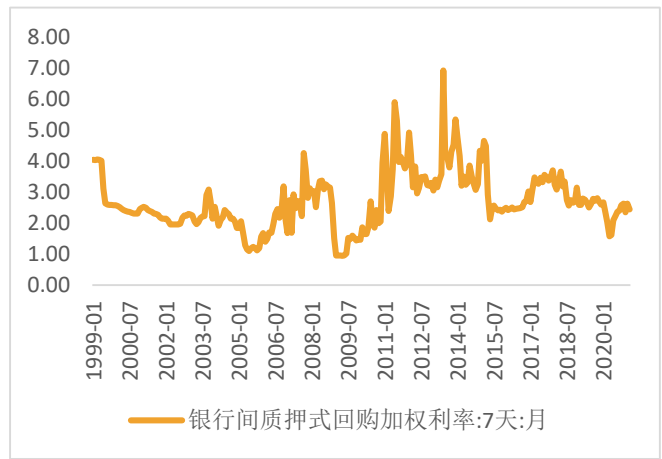
资料来源：Wind，金信期货研究院

图 4：GDP 不变价同比：单位：%



资料来源：Wind，金信期货研究院

图 5：银行间质押式回购加权利率 7 天：单位：%



资料来源：Wind，金信期货研究院

从历史经验看，1999 年以来的 3 月：PPI 同比低位上升期只有 1999 年和 2019 年，这两年股指均录得较大涨幅；CPI 同比低位上升期有 2001 年、2003 年、2009 年、2017 年，2003 年和 2017 年股指涨跌分化，其余 2 年股指上涨；GDP 同比回升期有 2004 年、2011 年、2017 年、2018 年和 2020 年，除 2004 年外，其余 4 年股指涨跌分化，沪深 300 在其中 3 年中小幅下跌；利率上升期（非高位回升期，高位指 DR007 月均值超过 3%），有 2016 年和 2019 年，这两年股指均录得较大涨幅。

综合来看，2021 年两会期间通胀和利率环境整体有利于股指上涨，但经济增速上升不利于股指攀升，由于政策大概率不会急转弯，我们判断沪深 300 在 3 月上涨的概率较大。

表 2：两会期间宏观指标变化及股指涨跌

年份	两会日期	PPI 同比	CPI 同比	GDP 不变价同比	利率	沪深 300	中证 500	上证综指
1999	3.3-3.15	低位收窄	低位下探	高位下降	高位上升			6.24
2000	3.3-3.15	回升	低位下探	低位上升	下降			5.00
2001	3.3-3.15	低位下探	低位上升	低位上升	下降			7.84
2002	3.3-3.15	低位收窄	低位下探	低位上升	低位下降	5.53		5.19
2003	3.3-3.18	高位上升	低位上升	高位上升	下降	0.11		-0.09
2004	3.3-3.14	高位上升	上升	上升	下降	2.47		3.97
2005	3.3-3.14	高位上升	高位下降	低位上升	下降	-9.40	-12.22	-9.55
2006	3.3-3.14	下降	下降	高位上升	低位	0.77	3.68	-0.06
2007	3.3-3.16	上升	上升	高位上升	低位	9.32	16.41	10.51
2008	3.3-3.18	高位上升	高位下降	高位下降	下降	-18.91	-20.04	-20.14
2009	3.3-3.13	低位下降	低位收窄	低位下降	低位	17.16	20.57	13.94
2010	3.3-3.14	高位上升	下降	高位上升	低位下降	1.95	2.62	1.87
2011	3.3-3.14	高位上升	高位上升	上升	下降	-0.50	-1.86	0.79
2012	3.3-3.13	低位下降	上升	下降	高位下降	-6.80	-7.56	-6.82
2013	3.3-3.17	低位下降	下降	下降	高位下降	-6.67	-4.46	-5.45
2014	3.3-3.13	低位下降	上升	下降	高位下降	-1.50	-3.41	-1.12
2015	3.3-3.15	低位收窄	下降	下降	高位下降	13.39	20.51	13.22
2016	3.3-3.16	低位收窄	持平	持平	上升	11.84	15.05	11.75
2017	3.3-3.15	高位下降	低位上升	上升	高位上升	0.09	-0.76	-0.59
2018	3.3-3.20	下降	下降	上升	高位上升	-3.11	1.51	-2.78
2019	3.3-3.15	低位上升	上升	下降	上升	5.53	10.39	5.09
2020	5.21-5.28	低位下降	下降	上升	下降	-1.16	0.98	-0.27
2021E	3.3-3.15	低位上升	低位上升	上升	上升	上涨	上涨	上涨
平均值						1.06	2.59	1.75
上涨概率						57.9%	56.3%	54.5%

资料来源：Wind,金信期货研究院

CPI 同比与 PPI 同比趋势回升除与去年基数相关外（即翘尾因素），还与新涨价因素（即 CPI 环比和 PPI 环比）相关，在今年新冠疫苗逐渐接种和全球经济趋势复苏的背景下，CPI 环比和 PPI 环比大概率多数月份为正，与此同时，去年 CPI 同比和 PPI 同比较低（尤其是下半年），翘尾因素和新涨价因素均整体有利于 CPI 同比和 PPI 同比攀升。

GDP 同比，一是受去年低基数影响，二是受全球经济复苏推动，全年增速前高后低；利率（此处以 DR007 衡量）在去年疫情好转后在低位快速回升，但目前仍处于历史上的低位，我们判断今年经济趋势复苏，内外需均大概率明显好转，为防止经济过热，利率很大可能趋势回升。

四、当前沪深 300 估值较高，需注意回调风险

需要注意的是，当前沪深 300PE 位于历史高位，近期达到 2016 年以来最高位，今年 2 月中旬以来风格偏好由大盘股转向小盘股、由偏好高市盈率转向偏好低市盈率，沪深 300 调整的可能性加大。

图 6：沪深 300PE



资料来源：Wind，金信期货研究院

图 7：十年期国债到期收益率：单位：%



资料来源：Wind，金信期货研究院

沪深 300PE 的倒数（可以理解为风险收益率）与 10 年期国债到期收益率（无风险利率）之差（可以理解为权益类投资的风险溢价）已经位于历史低位，说明相对于国债，沪深 300 的吸引力处于低位。

图 8：沪深 300 风险溢价：单位：%



资料来源：Wind，金信期货研究院

美国国债收益率快速上升也对股指估值产生不利影响。市场投资者认为全球经济正稳步复苏，叠加能源成本上升（原油价格快速上涨）以及美国的新财政刺激措施提振了通胀预期，美国国债收益率升至 1.54%，为 2020 年 2 月以来最高水平。当前无风险利率的上升会降低公司的未来现金流，从而削弱股票估值。但美联储 2 月中旬的货币政策纪要强调将维持超宽松的货币政策立场，不会在近期削减购债规模，缓解了美债收益率上涨引起的市场忧虑。

五、 风险提示

重大突发事件冲击；宏观经济指标剧烈变化；监管措施巨大变化

重要声明

分析师承诺

本人以勤勉的职业态度，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

1.本报告发布的信息均来源于第三方信息提供商或其他已公开信息，但金信期货对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。

2.本报告的观点、见解及分析方法，仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告，并不代表金信期货或其附属机构的立场。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达的意见并不构成对任何人的投资建议，投资者据此投资，风险自担，金信期货不对因使用本报告信息、建议、观点而引致的损失承担任何责任。

3.本报告旨在与金信期货特定客户及其他专业人士交流信息，分享研究成果，版权归金信期货所有，未经金信期货书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制，修改。如引用、刊发，需注明出处为“金信期货”。