

## 把握春季躁动行情，加配顺周期行业

- 春季躁动行情是一种较为特殊的日历效应，即在每年的一季度，国内的股票市场都有较大的上涨概率。从历史情况来看，主要股票指数在一季度均有不错表现，除创业板指数外，其他 5 个股票指数在一季度对应的三个月份涨幅的均值均大于 0 且在三个月份对应的胜率均在 50% 以上，其中二月份的胜率表现尤为突出，胜率均超 60%，中证 500 指数二月份的胜率高达 87.5%。
- 2021 年一季度的春节躁动仍可期待。考虑到每年 12 月会召开中央经济工作会议，而次年 3 月召开全国“两会”，一季度政策频频出台，对股市有一定的刺激作用，这个时间也处于年报和一季报中间的安全期；同时一季度央行大概率通过加大资金投放维持市场的流动性，一季度的春季躁动行情仍可期待。
- 最好的配置机会或在上半年，“春季躁动行情”把握顺周期及政策驱动行业。流动性的弱化会对 2021 年 A 股形成扰动，春季躁动机会弥足珍贵。明年上半年国内利率仍面临上行压力，把握顺周期行业的配置机会，通过回溯历史，在高利率的条件下，创业板走势相对偏弱，此时与成长股相比，周期股更易获得超额收益。目前周期/成长、稳定/成长以及金融/成长对应风格的比值由止跌迹象，2021 年上半年大概率或反转向。2021 年上半年可优先配置金融类以及周期类股票。
- 从 2021 年中央经济工作会议的提出的明年工作的 8 项要点来看，以下一些板块中长期可重点关注。第一是科技板块；第二是随着内需提振举措的不断落地，家电、汽车等传统消费板块也可重点关注；第三是 2021 年可重点关注农业领域的种业板块；第四，绿色能源将是未来重点的发展方向，可关注 A 股的新能源板块，比如新能源汽车板块、光伏板块、风电板块等。
- 风险方面，一季度需警惕以下三个风险，第一，变异病毒多国扩散，或在一定程度抬升市场避险情绪，目前包括日本、德国、法国等若干个国家均出现来自英国的变异病毒病例，需警惕变异病毒的扩散对于全球经济的再扰动。第二，疫苗的安全性以及有效性需时刻关注。第三，美国财政刺激法案是否最终通过仍有悬念，美国众议院共和党人周四阻止了民主党人试图向美国人直接发放 2000 美元支票的努力，与此同时，本周早些时候国会通过的大规模抗疫救助方案的命运仍悬而未决。上述的三个风险近期将对 A 股市场产生扰动。

投资咨询业务资格：

证监许可【2011】1289 号

研究院 FICC 组

侯峻

从业资格号：F3024428

投资咨询号：Z0013950

研究员

蔡劭立

☎ 0755-82537411

✉ caishaoli@htfc.com

从业资格号：F3063489

投资咨询号：Z0014617

联系人

彭鑫

☎ 010-64405663

✉ pengxin@htfc.com

从业资格号：F3066607

高聪

☎ 021-60828524

✉ gaocong@htfc.com

从业资格号：F3063338

相关研究：

在美上市的中国主题 ETF 概况介绍

2020-10-29

二季度公募基金参与股指期货概况介绍

2020-08-28

股指市场情绪高涨，后市可优先关注 IH 和 IF

2020-07-09

美股短期或出现调整，关注成长价值风格切换

2020-06-22

国债利率曲线陡峭下的投资机会

2020-04-20

人民币资产确定性增强，A 股韧性十足不惧海外股市下跌

2020-03-18

## A 股一季度的“春季躁动”行情较为明显

春季躁动行情是一种较为特殊的日历效应，即在每年的一季度，国内的股票市场都有较大的上涨概率。

本文统计了上证 50 指数、沪深 300 指数和中证 500 指数 2004 年至今月度涨跌幅的均值以及对应的胜率（对应历史区间中月度录得上涨的月份数量与总的对应月份数量的比值），统计了上证综指以及深证成指 1993 年至今月度涨跌幅的均值以及对应的胜率、创业板指数 2011 年至今月度涨跌幅的均值以及对应的胜率。

从历史情况来看，主要股票指数在一季度均有不错表现，除创业板指数外，其他 5 个股票指数在一季度对应的三个月份涨幅的均值均大于 0 且在三个月份对应的胜率均在 50% 以上，其中二月份的胜率表现尤为突出，胜率均超 60%，中证 500 指数二月份的胜率高达 87.5%。

表格 1 主要股票指数单一月份的涨跌幅情况以及对应的胜率

		1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月
上证50指数	胜率	52.94%	64.71%	52.94%	58.82%	41.18%	41.18%	58.82%	41.18%	52.94%	64.71%	64.71%	50.00%
	月度涨幅均值	0.26%	1.52%	0.24%	3.57%	-0.96%	-2.14%	2.45%	-1.29%	0.37%	1.16%	1.55%	5.19%
中证500指数	胜率	56.25%	87.50%	50.00%	37.50%	50.00%	50.00%	62.50%	56.25%	62.50%	37.50%	68.75%	60.00%
	月度涨幅均值	0.95%	6.69%	2.06%	2.90%	2.10%	-3.83%	3.51%	-0.67%	0.14%	-1.09%	2.09%	2.31%
沪深300指数	胜率	50.00%	68.75%	50.00%	56.25%	56.25%	50.00%	68.75%	50.00%	62.50%	68.75%	56.25%	60.00%
	月度涨幅均值	0.17%	3.13%	0.42%	3.83%	0.17%	-2.06%	2.84%	-1.57%	0.36%	1.07%	1.55%	4.75%
上证综指	胜率	50.00%	67.86%	57.14%	53.57%	46.43%	53.57%	50.00%	53.57%	46.43%	50.00%	60.71%	40.74%
	月度涨幅均值	1.27%	2.52%	1.25%	3.91%	-0.47%	-0.39%	-0.50%	3.56%	-0.16%	-0.41%	1.51%	0.11%
深证成指	胜率	50.00%	71.43%	64.29%	50.00%	50.00%	42.86%	53.57%	53.57%	46.43%	53.57%	60.71%	40.74%
	月度涨幅均值	0.58%	3.88%	1.52%	2.98%	0.65%	-0.18%	0.64%	0.84%	-0.71%	0.65%	1.34%	-0.05%
创业板指数	胜率	40.00%	80.00%	50.00%	40.00%	60.00%	50.00%	40.00%	70.00%	50.00%	70.00%	50.00%	33.33%
	月度涨幅均值	-0.90%	7.19%	2.53%	0.72%	3.23%	-0.25%	0.43%	-0.38%	0.41%	1.24%	0.70%	-1.52%

资料来源：Wind 华泰期货研究院

表格 2 上证综合指数 2011 年至今月度涨跌幅情况分布

	2020	2019	2018	2017	2016	2015	2014	2013	2012	2011
1	-2.41%	3.64%	5.25%	1.79%	-22.65%	-0.75%	-3.92%	5.13%	4.24%	-0.62%
2	-3.23%	13.79%	-6.36%	2.61%	-1.81%	3.11%	1.14%	-0.83%	5.93%	4.10%
3	-4.51%	5.09%	-2.78%	-0.59%	11.75%	13.22%	-1.12%	-5.45%	-6.82%	0.79%
4	3.99%	-0.40%	-2.73%	-2.11%	-2.18%	18.51%	-0.34%	-2.62%	5.90%	-0.57%
5	-0.27%	-5.84%	0.43%	-1.19%	-0.74%	3.83%	0.63%	5.63%	-1.00%	-5.77%
6	4.64%	2.77%	-8.01%	2.41%	0.45%	-7.25%	0.45%	-13.97%	-6.19%	0.68%
7	10.90%	-1.56%	1.02%	2.52%	1.70%	-14.34%	7.48%	0.74%	-5.47%	-2.18%
8	2.59%	-1.58%	-5.25%	2.68%	3.56%	-12.49%	0.71%	5.25%	-2.67%	-4.97%

9	-5.23%	0.66%	3.53%	-0.35%	-2.62%	-4.78%	6.62%	3.64%	1.89%	-8.11%
10	0.20%	0.82%	-7.75%	1.33%	3.19%	10.80%	2.38%	-1.52%	-0.83%	4.62%
11	5.19%	-1.95%	-0.56%	-2.24%	4.82%	1.86%	10.85%	3.68%	-4.29%	-5.46%
12		6.20%	-3.64%	-0.30%	-4.50%	2.72%	20.57%	-4.71%	14.60%	-5.74%

资料来源：Wind 华泰期货研究院

同时我们统计 2001 年至今第一季度上证综合指数的在连续时间段内的主要涨跌幅情况，数据结果统计显示，除 2008 年外，上证综合指数在一季度相应的时间段内均有不错表现。

表格 3 上证综合指数一季度主要的涨幅分布情况

	起始日	截止日	最大涨幅	春节时间
2001 年	2 月 22 日	4 月 18 日	13.91%	1 月 24 日
2002 年	1 月 28 日	3 月 11 日	22.40%	2 月 12 日
2003 年	1 月 3 日	3 月 4 日	26.44%	2 月 1 日
2004 年	1 月 3 日	2 月 20 日	13.48%	1 月 22 日
2005 年	2 月 1 日	3 月 9 日	10.75%	2 月 9 日
2006 年	1 月 4 日	3 月 1 日	10.63%	1 月 29 日
2007 年	2 月 5 日	2 月 26 日	10.28%	2 月 18 日
2008 年	无	无	整体下跌趋势	2 月 7 日
2009 年	1 月 5 日	2 月 16 日	27.05%	1 月 26 日
2010 年	2 月 8 日	4 月 15 日	7.88%	2 月 14 日
2011 年	1 月 25 日	3 月 9 日	12.13%	2 月 3 日
2012 年	1 月 5 日	3 月 2 日	14.53%	1 月 23 日
2013 年	1 月 11 日	2 月 7 日	8.44%	2 月 10 日
2014 年	1 月 20 日	2 月 20 日	7.41%	1 月 31 日
2015 年	2 月 6 日	4 月 28 日	61.98%	2 月 19 日
2016 年	1 月 28 日	2 月 24 日	10.29%	2 月 8 日
2017 年	1 月 19 日	2 月 23 日	4.84%	1 月 28 日
2018 年	2 月 9 日	3 月 12 日	6.29%	2 月 16 日
2019 年	1 月 2 日	3 月 7 日	26.01%	2 月 5 日
2020 年	2 月 3 日	2 月 21 日	10.67%	1 月 25 日

资料来源：Wind 华泰期货研究院

## 2021 年一季度的春节躁动仍可期待

宏观政策强调不“急转弯”，短期宏观政策确定性有望抬升市场风险偏好

中央经济工作会议强调“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”。之后召开的国常会也对中央经济工作会议精神很好的贯彻。

国务院总理李克强 12 月 21 日主持召开国务院常务会议，决定延续普惠小微企业贷款延期还本付息政策和信用贷款支持计划。国常会确定，明年一季度要继续落实好原有的普惠小微企业贷款延期还本付息政策，在此基础上适当延长政策期限，做到按市场化原则应延尽延，由银行和企业自主协商确定。对办理贷款延期还本付息且期限不少于 6 个月的地方法人银行，继续按贷款本金 1% 给予激励；将普惠小微企业信用贷款支持计划实施期限由今年年底适当延长。对符合条件的地方法人银行发放普惠小微企业信用贷款，继续按贷款本金 40% 给予优惠资金支持。实施好和适当延长上述直达货币政策工具，有利于帮助小微企业更好应对国内外环境变化，实现生产经营稳定恢复。政策的不急转弯意味着短期既不搞大规模刺激，也不贸然收紧，政策确定性相对较高，为 A 股营造较为平稳的外部政策环境，利于抬升市场风险偏好。

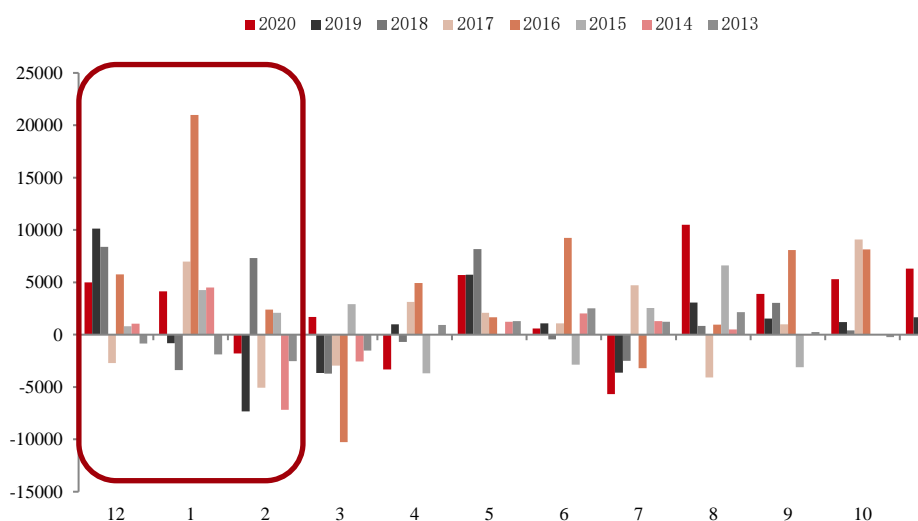
#### 岁末年初以及春节前后，央行往往大量投放流动性，市场流动性无忧

岁末年初，国内往往会面临较大的资金压力。第一是企业税收的影响，一月份是一年之中的缴税大月，过去几年一月份上缴税收最少在 15000 亿左右，最多在 21500 亿左右，缴税导致的基础货币回笼，施压流动性；第二是金融机构缴准，银行出于早投放早收益的考虑，存在年初集中放贷的现象，而贷款派生存款的增加也会导致 1 月法定存款准备金上缴明显增加；三是季末 MPA 考核，银行对非银机构融出资金受到制约，跨季资金紧张。春节期间也会面临流动性紧张的情况，春节期间由于居民和企业都有较大的现金走款需求，对银行体系带来基础货币流出压力。

鉴于以上情况，央行往往会在 12 月份以及 1 季度的期间大幅释放流动性，图 1 中统计的央行对应月份的流动性的净投放量也有所验证。

图 1：一季度央行公开市场操作往往大幅释放流动性

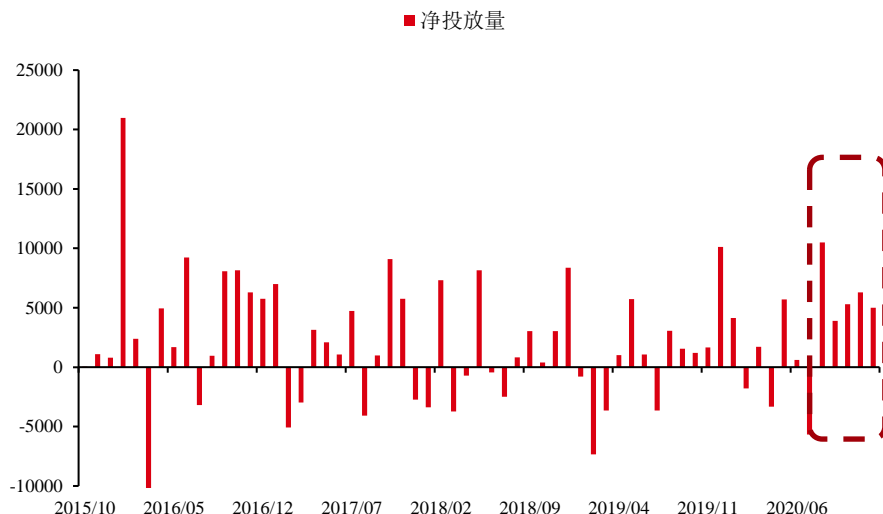
单位：亿元



数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

图 2：8 月份至今央行连续 5 个月公开市场操作净投放资金

单位：亿元

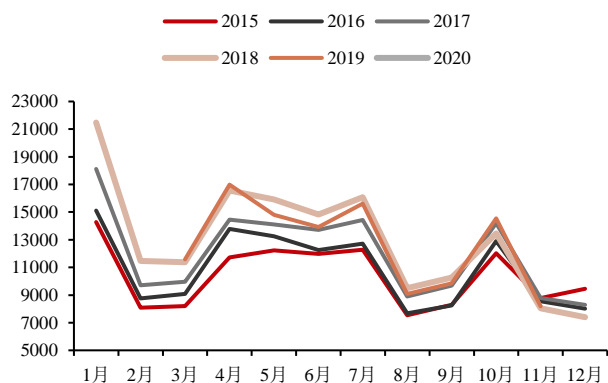


数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

同时，2020 年 8 月份至今，央行公开市场操作已经连续 5 个月向市场净投放资金，总计达 31000 亿元。中央经济工作会议指出政策操作上要更加精准有效，不急转弯，短期预计全面降准降息的概率都不大，大概率会通过公开市场操作等政策工具来维持市场流动性的合理充裕。

图 3：每年 1 月份是税收上缴大月

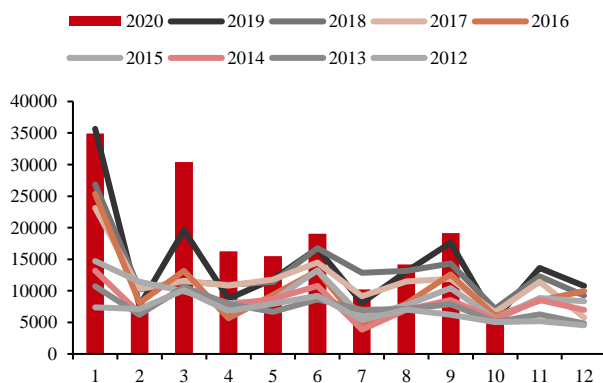
单位:亿元



数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 4：1 月份是贷款大月

单位：亿元



数据来源：Wind 华泰期货研究院

## 最好的配置机会或在上半年，“春季躁动行情”把握顺周期及政策驱动行业

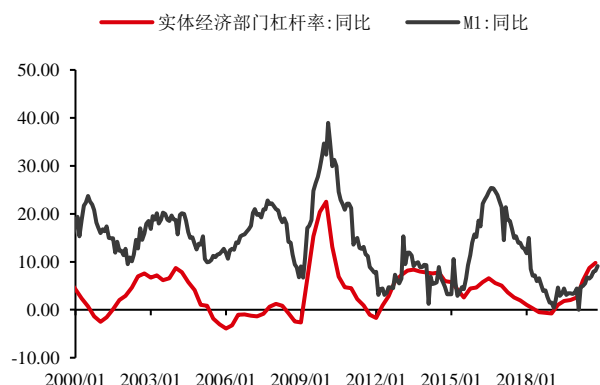
### 流动性的弱化会对 2021 年 A 股形成扰动，春季躁动机会弥足珍贵

从年度视角来看，2021 年宏观流动性相较 2020 年有所偏紧。从债务周期来看，通过观察债务周期，国内的债务周期大概 3-4 年左右，疫情导致本轮国内宏观杠杆率大幅攀升，目前无论是居民部门、政府部门还是非金融企业，杠杆率对应的同比增幅均处于近几轮债务周期高点，未来一年国内的宏观流动性面临压力。

**流动性的弱化会对 A 股形成扰动。**实体部门杠杆率的同比变动与宏观流动性具有较强的一致性，考虑到此轮实体部门杠杆率或已经达到阶段顶部，M1 同比增速或已是阶段高点(%)，从历史规律来看，股票市场的中枢与宏观流动性具有较强的吻合关系，考虑到明年上半年债务周期的可能到达顶部，上半年或是股票投资的最好时光。春季躁动行情对应这个时间节点对于 A 股的配置则显得弥足珍贵。

图 5：实体部门杠杆率与 M1 有较大相关性

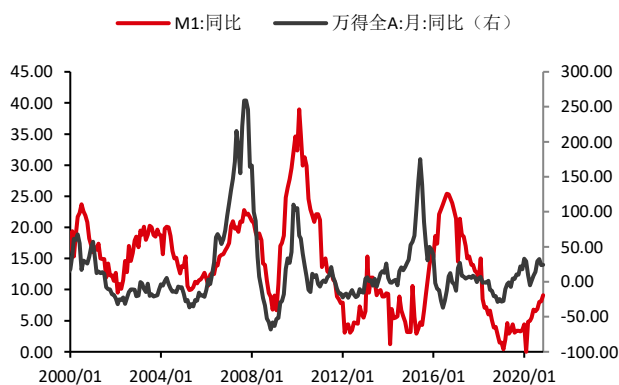
单位:%



数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 6：宏观流动性与股市走势具有较大相关性

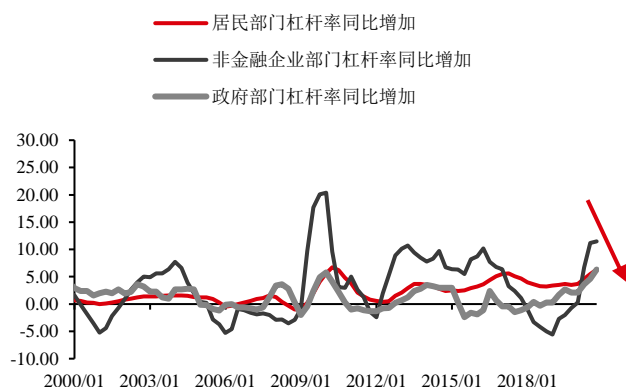
单位：%



数据来源：Wind 华泰期货研究院



图 7：国内宏观杠杆率增幅或已达阶段顶点 单位:%



数据来源：Wind 华泰期货研究院

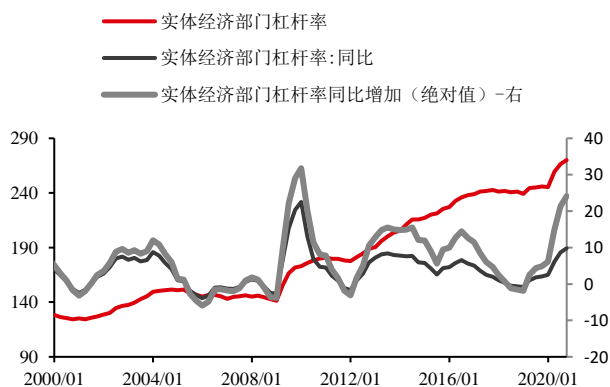
### 明年上半年国内利率仍面临上行压力，把握顺周期行业的配置机会

我国实体部门杠杆率的周期大概是 3 年左右，本轮实体部门杠杆率的增加始于 2018 年 12 月，距今 2 年左右，考虑到新冠疫情的突发性，此轮实体部门债务周期相较以往或有所延长，参照以往债务周期，我们认为此轮实体部门债务周期同比增幅已经濒临接近顶点。

实体部门债务周期的变动与 PPI 的走势有一定的相关性，大约领先 PPI 走势约半年左右，以此推之，明年上半年国内 PPI 大概率延续上行趋势，下半年将面临下行压力。

图 8：实体部门杠杆率或已是阶段高点

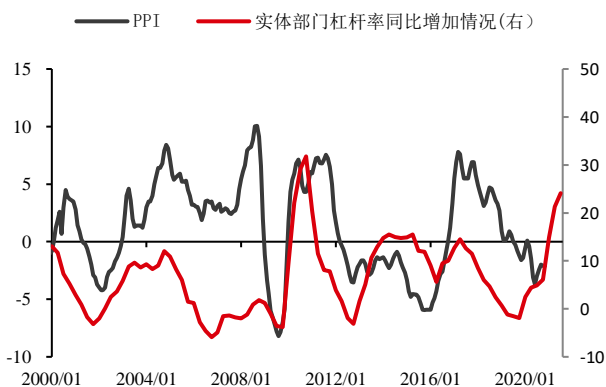
单位:%



数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 9：实体部门杠杆率领先 PPI 半年左右

单位：%

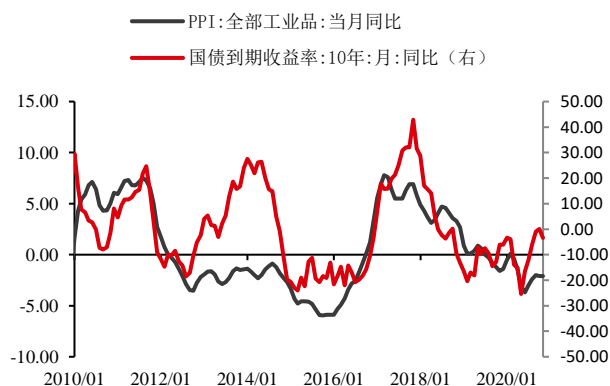


数据来源：Wind 华泰期货研究院

利率的中枢与 PPI 同比的走势具有较大的相关性，考虑到明年上半年 PPI 大概率延续上行趋势，明年上半年国内利率仍有较大的上行压力。通过回溯历史，在高利率的条件下，创业板走势相对偏弱，此时与成长股相比，周期股更易获得超额收益。目前周期/成长、稳定/成长以及金融/成长对应风格的比值由止跌迹象，2021 年上半年大概率或反转向。2021 年上半年可优先配置金融类以及周期类股票。

图 10: 实体部门杠杆率或已是阶段高点

单位:%



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 11: 工业品原材料与创业板指数有明显的负相关关系

单位: %



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 12: 高利率情况下周期股大概率跑赢

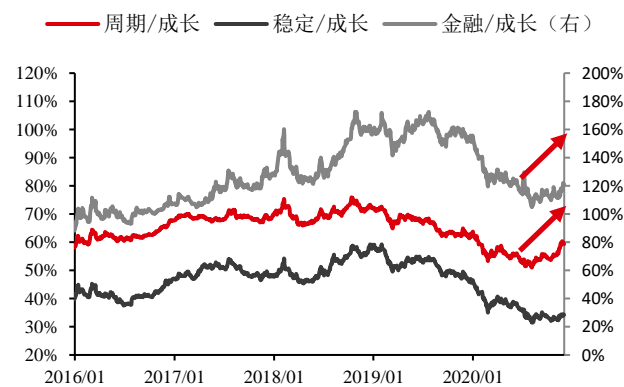
单位:%



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 13: 8 月份至今, 价值股开始跑赢成长

单位: %



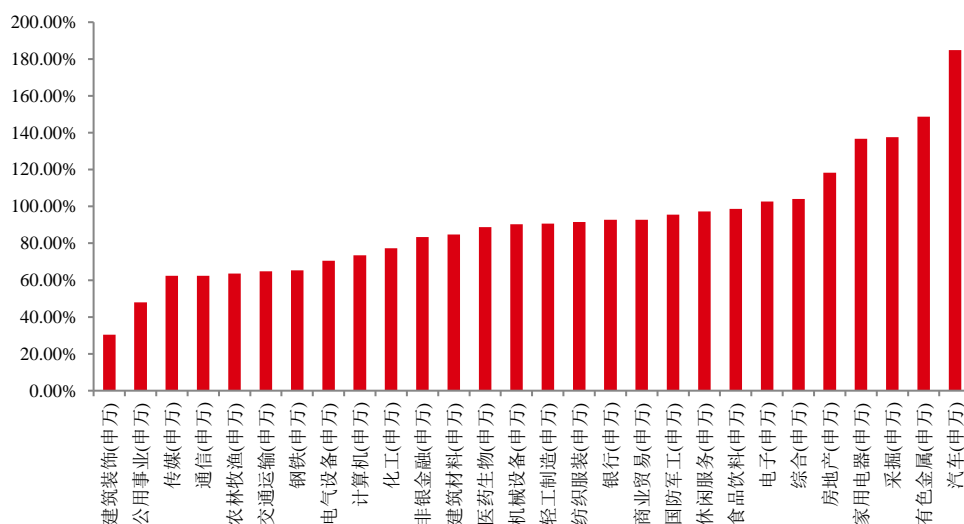
数据来源: Wind 华泰期货研究院

我们也对历史上利率上行周期中各个行业的表现做了统计, 2009 年至今, 共有 5 段上行区间。分别是 2009 年 1 月至 2009 年 11 月、2010 年 8 月至 2011 年 2 月、2013 年 5 月至 2013 年 11 月、2016 年 10 月至 2017 年 12 月以及 2020 年 4 月至今。但考虑到 2013 年以及 2016 年国债收益率上行的特殊性, 2013 年是银行 8 号文管控银行间的资金空转, 2016 年底是新一轮金融去杠杆的开启时点, 这两段时间的利率上行并非是由国内经济基本面的预期向好, 故本文仅考虑 2009 年 1 月-11 月以及 2010 年 8 月至 2011 年 2 月份的这段时间与近期的市场做对比。



图 14: 2009 年 1 月-11 月利率上行期间各行业表现

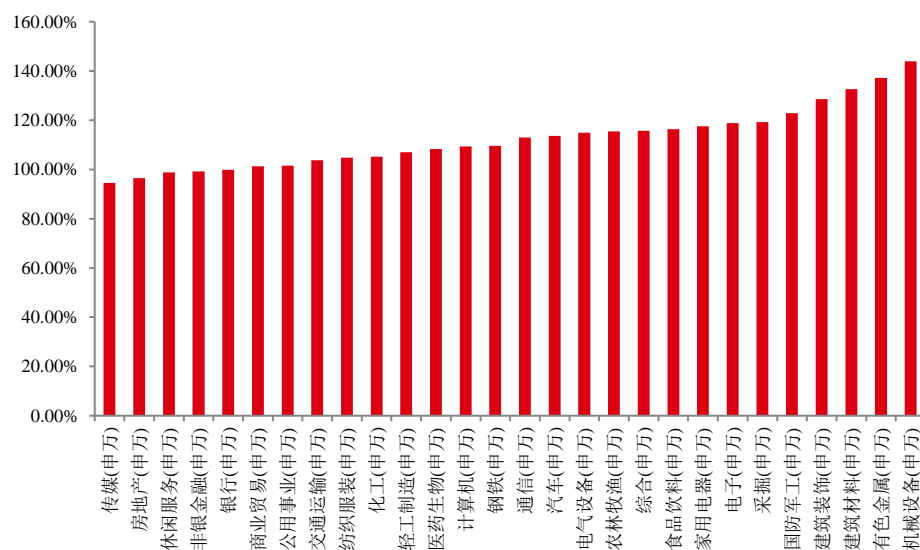
单位:%



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 15: 2010 年 8 月至 2011 年 2 月利率上行期间各行业表现

单位:%

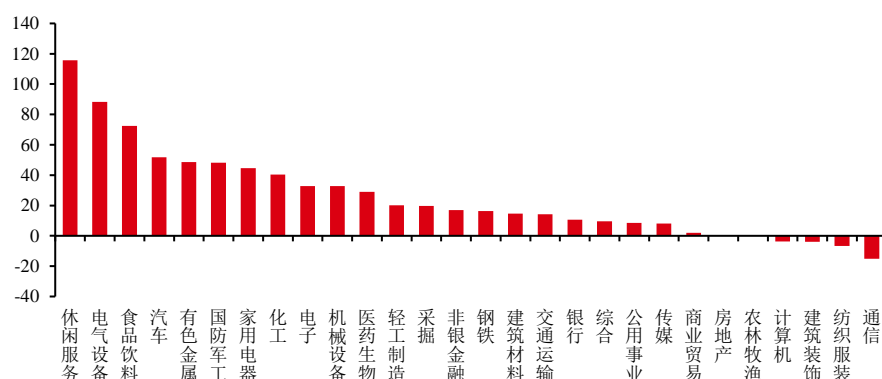


数据来源: Wind 华泰期货研究院

本轮利率上行时间为 2020 年 4 月中旬至今, 涨幅前五的为休闲服务、电器设备、食品饮料、汽车以及有色金属行业。

图 16: 2020 年 4 月 15 至今利率上行期间各行业表现

单位: %



数据来源: Wind 华泰期货研究院

通过观察数据,在利率上行的阶段,国内股市表现优异,顺周期的行业涨幅领先,诸如有色金属、采掘、机械设备等行业。本轮利率上行周期仍未结束,上述行业在四月份至今涨幅相对较小,仍可重点关注,尤其是有色金属行业。

#### 政策驱动层面,重点把握中央经济工作会议提及行业

2020 年中央经济工作会议 12 月 16 日至 18 日在京举行,会议强调 2021 年要抓好八项重点任务。一是强化国家战略科技力量;二是增强产业链供应链自主可控能力;三是坚持扩大内需这个战略基点;四是全面推进改革开放;五是解决好种子和耕地问题;六是强化反垄断和防止资本无序扩张;七是解决好大城市住房突出问题;八是做好碳达峰、碳中和工作。

从 2021 年中央经济工作会议的提出的明年工作的 8 项要点来看,以下一些板块中长期可重点关注。

第一是科技板块,中央经济工作会议强调科技创新与自主可控,且**科技领域**是我国十四五规划以及经济转型升级的重要支撑力量,未来或成为国家重点的扶持对象,中长期需重点关注。

第二是与扩大内需相关的板块,近期国务院常务会议也要求实施扩大内需战略,进一步促进消费,鼓励各地增加号牌指标投放,开展新一轮汽车下乡和以旧换新,鼓励有条件的地区对农村居民购买 3.5 吨及以下货车、1.6 升及以下排量乘用车,对居民淘汰国三及以下排放标准汽车并购买新车,给予补贴。随着**内需提振举措的不断落地,家电、汽车等传统消费板块也可重点关注。**

第三是农业板块。党的十八大以来,中央经济工作会议层面提到解决种子问题还是首次。我国种业自主创新水平与发达国家还有差距,特别是核心技术创新不足,需大力加强创新。“中国人的饭碗任何时候都要牢牢端在自己手上”,2020 年粮食安全问题也多次被提

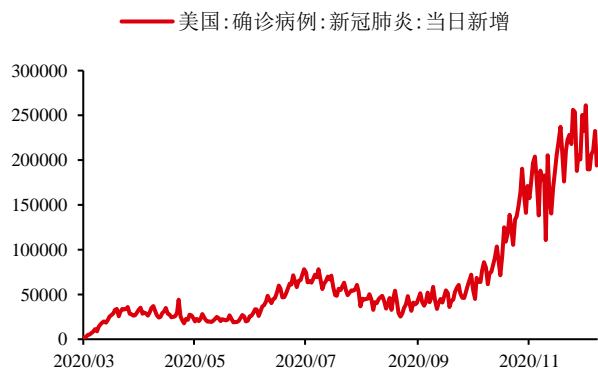
出，解决粮食安全问题，一方面需要倡导勤俭节约节省粮食，另一方面则需要在供给端提高供给能力，比如保障耕地的供应，加大育种技术的创新。**2021 年可重点关注农业领域的种业板块。**

第四是新能源板块，中央经济工作会议提出要求做好碳达峰、碳中和工作，提出抓紧制定 2030 年前碳排放达峰行动方案。碳排放达峰行动方案的提出促进我国能源消耗结构的加快转变，绿色能源将是未来重点的发展方向，可关注 A 股的新能源板块，**比如新能源汽车板块、光伏板块、风电板块等。**

### 一季度风险提示

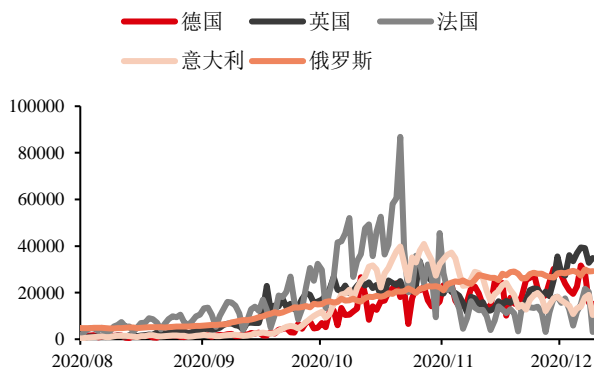
考虑到每年 12 月会召开中央经济工作会议，而次年 3 月召开全国“两会”，一季度政策频频出台，对股市有一定的刺激作用，这个时间也处于年报和一季报中间的安全期；同时一季度央行大概率通过加大资金投放维持市场的流动性，一季度的春季躁动行情仍可期。但是目前仍需警惕以下三个风险，第一，变异病毒多国扩散，或在一定程度抬升市场避险情绪，目前包括日本、德国、法国等若干个国家均出现来自英国的变异病毒病例，需警惕变异病毒的扩散对于全球经济的再扰动。第二，疫苗的安全性以及有效性需时刻关注，近日疫苗安全问题接连爆出，尤其是阿拉斯加州连续发生三起接种者出现不良反应的案例，美国社会舆论对此表现出极大担忧；同时，疫苗是否对于变异病毒病例有效也是需要密切关注事件。第三，美国财政刺激法案是否最终通过仍有悬念，美国众议院共和党人周四阻止了民主党人试图向美国人直接发放 2000 美元支票的努力，与此同时，本周早些时候国会通过的大规模抗疫救助方案的命运仍悬而未决。上述的三个风险近期将对 A 股市场产生扰动。

图 17: 美国单日新增确诊病例仍处高位 单位:例



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 18: 欧洲主要国家新增确诊病例 单位: 例



数据来源: Wind 华泰期货研究院

## ● 免责声明

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、结论及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，投资者并不能依靠本报告以取代行使独立判断。对投资者依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰期货研究院”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

华泰期货有限公司版权所有并保留一切权利。

## ● 公司总部

地址：广东省广州市越秀区东风东路761号丽丰大厦20层

电话：400-6280-888

网址：www.htfc.com