粤开证券 YUEKAI SECURITIES

投资策略研究

【粤开策略深度】2021 年两会系列报告之一：两会政策前瞻及历史行情回测

2021 年 03 月 01 日

投资要点

分析师：李兴
执业编号：S0300518100001
电话：010-66235713
邮箱：lixing@ykzq.com

研究助理：吴晓媛

近期报告

《半导体产业政策梳理及展望》2021-02-03

《【粤开策略解盘】持股还是持币过节-0204》2021-02-04

《【粤开策略专题】白色家电行业分析及“十四五”规划前瞻建议》2021-02-04

《【粤开策略解盘】深交所主板和中小板合并影响几何-0205》2021-02-05

《【粤开策略】从银行间流动性到资金紧平衡的思考》2021-02-06

两会政策前瞻

2021 年全国两会即将于 3 月 4 日在北京召开，主要会议议程包括审议政府工作报告、审查国民经济和社会发展第十四个五年规划和 2035 年远景目标纲要草案、审查 2020 年国民经济和社会发展计划执行情况与 2021 年国民经济和社会发展计划草案的报告等。

2021 年是中国共产党成立 100 周年，是“十四五”规划开局之年，将是一个政策的大年，领导人多次强调要做好“十四五”时期我国发展开好局、起好步的重点工作。2021 年全国两会将正式通过并公布“十四五”规划全文。“十四五”规划将指明下个五年社会经济发展方向，创新支撑高质量发展，构建“双循环”新发展格局，同时各行业规划将在明年陆续出台，相关产业链有望迎来快速发展机会，科技领域中长期发展规划预计率先落地。

历年两会的《国务院政府工作报告》，均提出当年政府的工作目标，包括制定经济增长与就业、财政政策、货币政策、民生等一系列目标。2020 年本应该制定实现全面建成小康社会的目标，但由于遭遇重大突发公共卫生事件，2020 年政府工作报告对疫情前考虑的预期目标作了适当调整，**优先稳就业保民生，坚决打赢脱贫攻坚战**，没有提出全年经济增速具体目标，同时，制订了比往年更高的一个财政赤字率、财政支出目标，坚持引导广义货币供应量和社会融资规模增速明显高于去年，加大减税降费力度。

2021 年，随着经济 V 型反弹、疫情冲击减弱，两会主要政策看点如下：

经济增长目标或将继续淡化，强调高质量发展，主要有以下三方面原因。首先，2020 年由于卫生事件影响，全国两会推迟召开，**当年政府工作报告没有提出经济增长目标，而是强调优先稳就业保民生**，中央经济工作会议也提出要以推动高质量发展为主题。其次，由于低基数效应，2021 年预计经济增速预测范围较大，**精准确定增速目标难以实现，即使明确目标也将大概率以最低值的方式呈现。**最后，**根据地方两会召开情况，大部分地区 2021 年经济增长目标为某一数值左右或以上**，这也体现了地方对于经济高质量发展的重视，同时也为应对卫生事件后续影响留出充足余地，预计全国两会也将淡化经济增长目标，重视经济发展质量。

财政政策目标协调发展与财政收支情况，财政赤字率目标预计下调。预计 2021 年政府工作报告中，财政支出与财政赤字率的目标相较 2020 年降低。但从内部经济看，制造业和可选、服务消费能否提升还存在一定变数，国内的地产和其他企业信用风险、通胀压力仍存，就业和收入还有较大修复空间。从外部环境看，防控疫情仍在攻坚之时，外需和外部产业链的恢复还需一段时间，外部宽松的财政、货币政策可能给我国带来通胀、汇率、进出口等方面的压力，需要政策灵活应对。**预计 2021 年财政赤字率回归 2-3%的区间。**

货币政策预计回归常态，保持货币供应量和社融规模增速同名义 GDP 基本匹

配，宏观杠杆率目标预计重提。2021 年政府工作报告预计延续中央经济工作会议的基调，保持货币供应量和社会融资规模增速收敛于名义经济增速的目标。另外，宏观杠杆率的目标预计重提。2020 年三季度实体经济部门（政府+居民+非金融企业）杠杆率较去年末上升了 25 个百分点，政府、居民、非金融企业分别上升 6.4、5.6、12.7 个百分点，而 2017-2019 年全年分别上升 2.4、下降 1.9，上升 6.1 个百分点。2020 年 4 季度的货币政策报告也重申“保持宏观杠杆率基本稳定”。

历史行情回测

1、两会之前：利率下行，成长风格占据优势

两会之前利率一般处于下降趋势。由于我国农历春节处于两会之前，而春节期间居民消费和企业用款需求增加，央行一般会大幅投放流动性以维护市场稳定，**从过去十年春节之前利率走势来看，大部分时间处于下降趋势**，尤其是近 3 年市场主要利率节前均为下降趋势。通过统计过去 20 年全国两会之前一个月上证指数涨跌幅，上涨概率达到 85%，上涨幅度中位数为 2.22%。从两会之前各风格指数涨跌幅来看，成长风格占据优势。

2、两会期间：窄幅震荡，消费风格表现较好

通过统计过去 20 年全国两会期间上证指数涨跌幅，上涨概率为 60%，上涨幅度中位数为 0.46%。相较于两会之前和之后一个月，**两会期间市场走势以窄幅震荡为主，主要有以下三个原因：政策预期变化，年报披露渐近，时间周期较短。从两会期间各风格指数涨跌幅来看，消费风格表现较好**，过去 16 年中信消费风格指数在两会期间涨幅中位数为 1.04%，领先于其他风格指数。

3、两会之后：风格切换，大盘股表现更优

通过统计过去 20 年全国两会之后一个月上证指数涨跌幅，虽然上涨概率不及两会之前一个月，但上涨幅度较大，具体来看，两会之后一个月上证指数上涨概率达到 75%，上涨幅度中位数为 4.8%。**从两会之后各风格指数涨跌幅来看，消费和金融风格占据优势，成长风格涨幅垫底，与两会之前比较出现了明显的风格切换。**我们认为主要是由于两会之后正式进入 A 股大规模年报业绩披露期，此时市场一般更为关注业绩确定性高的板块；同时随着两会相关政策逐步落地，短期内政策受益板块往往更受资金青睐。

总体来看，A 股在历年全国两会前后均有着较为明显的市场反应，从两会之前的风险偏好提升，到两会期间窄幅震荡，再到两会之后的风格切换，投资者可以根据两会政策趋势及历史行情规律适当调整配置方向。

风险提示：政策推进不及预期、经济超预期下行、外围环境超预期走弱

目 录

一、两会政策前瞻 4
二、两会行情回测 9
1、两会之前：利率下行，成长风格占据优势 9
2、两会期间：窄幅震荡，消费风格表现较好 12
3、两会之后：风格切换，大盘股表现更优 14

图表目录

图表 1： 2021 年全国两会会议议程 4
图表 2： 2018-2020 政府工作报告主要目标内容 5
图表 3： “十四五”时期经济社会发展六大目标 5
图表 4： 近五届五中全会 GDP 增速目标和实际情况 6
图表 5： 2020 总需求断崖式下跌后逐步反弹，但与 GDP 增速差距仍大于疫前 7
图表 6： 2020 年财政收入下降，财政支出增加 8
图表 7： 2020 年政府、居民、非金融企业杠杆攀升 9
图表 8： 过去十年春节前一个月利率走势 9
图表 9： 过去 20 年全国两会之前一个月上证指数涨跌幅（%） 10
图表 10： 两会之前各风格指数涨跌幅（%） 10
图表 11： 两会之前中小盘表现较好（涨跌幅，%） 11
图表 12： 过去 20 年两会之前一个月申万一级行业涨幅中位数（%） 11
图表 13： 过去 20 年全国两会期间上证指数涨跌幅（%） 12
图表 14： 两会期间各风格指数涨跌幅（%） 13
图表 15： 过去 20 年两会期间申万一级行业涨幅中位数（%） 14
图表 16： 过去 20 年全国两会之后一个月上证指数涨跌幅 14
图表 17： 两会之后各风格指数涨跌幅（%） 15
图表 18： 两会之后上证指数和中证 500 表现较好 15
图表 19： 过去 20 年两会之后一个月申万一级行业涨幅中位数（%） 16

一、两会政策前瞻

2021 年全国两会即将于 3 月 4 日在北京召开，主要会议议程包括审议政府工作报告、审查国民经济和社会发展第十四个五年规划和 2035 年远景目标纲要草案、审查 2020 年国民经济和社会发展计划执行情况与 2021 年国民经济和社会发展计划草案的报告。

图表1：2021 年全国两会会议议程

2021 年全国两会会议议程
审议政府工作报告
审查国民经济和社会发展第十四个五年规划和 2035 年远景目标纲要草案
审查 2020 年国民经济和社会发展计划执行情况与 2021 年国民经济和社会发展计划草案的报告、2021 年国民经济和社会发展计划草案
审查 2020 年中央和地方预算执行情况与 2021 年中央和地方预算草案的报告、2021 年中央和地方预算草案
审议全国人民代表大会常务委员会关于提请审议《中华人民共和国全国人民代表大会组织法（修正草案）》的议案
审议全国人民代表大会常务委员会关于提请审议《中华人民共和国全国人民代表大会议事规则（修正草案）》的议案
审议全国人民代表大会常务委员会工作报告
审议最高人民法院工作报告
审议最高人民检察院工作报告

资料来源：粤开证券研究院

两会是对自 1959 年以来历年召开的中华人民共和国全国人民代表大会和中国人民政治协商会议的统称。由于两场会议会期基本重合，故简称做“两会”。从省级地方到中央，各地的政协及人大的全体会议的会期也基本重合，所以两会的名称也同时适用于全国及各省（市、自治区）。一般政协会议在人大会议之前开，是因为人大在做决策前，要把决策先提交给人民及各界代表，政协进行协商、讨论、审议，政治协商纳入决策层面中，决策前进行充分的协商。

一般情况下，**上一年年底会召开中央经济工作会议，制定未来一年的主要经济政策基调和主线。然后在新一年的 1-2 月，各省（市、自治区）会分别召开两会，从中可以看到各地方在具体经济落实上的一些重心，从而提前窥视全国两会的一些方向。**而全国两会通常在每年三月份召开，为期 13 天左右，会议过程公开并伴随新闻追踪报道，很多重要的政策都会在全国两会上得到明确的落地。

2021 年是中国共产党成立 100 周年，是“十四五”规划开局之年，将是一个政策的大年，领导人多次强调要做好“十四五”时期我国发展开好局、起好步的重点工作。2021 年全国两会将正式通过并公布“十四五”规划全文。“十四五”规划将指明下个五年社会经济发展方向，创新支撑高质量发展，构建“双循环”新发展格局，同时各行业规划将在明年陆续出台，相关产业链有望迎来快速发展机会，科技领域中长期发展规划预计率先落地。

一年之计在于春，全国两会一般在每年春季召开，其中人民代表大会要审查和批准国民经济和社会发展计划和计划执行情况的报告，为全年的经济社会发展定下整体基调和发展目标，也会定下资本市场发展的主要规划。实际上，**2021 年以来的 A 股春季躁动行情，也与对今年两会的政策有强烈预期密切相关。**

历年两会的《国务院政府工作报告》，提出当年政府的工作目标，包括制定经济增长与就业、财政政策、货币政策、民生等一系列目标。2020 年本应该制定实现全面建成小康社会的目标，但由于遭遇重大突发公共卫生事件，2020 年政府工作报告对疫情前考虑

的预期目标作了适当调整，**优先稳就业保民生**，坚决打赢脱贫攻坚战，没有提出全年经济增速具体目标，同时，制订了比往年更高的一个财政赤字率、财政支出目标，坚持引导广义货币供应量和社会融资规模增速明显高于去年，加大减税降费力度。

图表2：2018-2020 政府工作报告主要目标内容

分类	指标	2018 年	2019 年	2020 年
经济增长与就业	实际 GDP 增速（%）	6.5	6~6.5	**无经济增速具体目标**
	CPI 同比（%）	3	3	3.5
	城镇新增就业（万人）	>1100	>1100	>900
	城镇登记就业率（%）	<4.5	<4.5	5.5%
	进出口	稳中向好	稳中提质	稳中提质
	宏观杠杆率	基本稳定	基本稳定	-
财政政策	赤字率（%）	2.6	2.8	3.6
	财政赤字（万亿）	2.38	2.76	3.76+1 万亿抗疫特别国债
	地方专项债（万亿）	1.35	2.15	3.75
	中央预算内投资（万亿）	5376	5776	6000
货币政策	M2 同比、社融同比（%）	合理增长	与 GDP 名义增速相匹配	增速明显高于去年
减税降费	税负减少（亿）	>8000	减轻企业税收和社保缴费负担近 2 万亿元	为企业新增减负超过 2.5 万亿元
	非税负减少（亿）	>3000		

资料来源：政府工作报告、粤开证券研究院

根据《十九届五中全会公报》，我国已转向高质量发展阶段，提出了“十四五”时期经济社会发展六大目标，对经济发展、改革开放、社会文明、生态文明、民生福祉和国家治理提出新要求：经济发展取得新成效；改革开放迈出新步伐；社会文明程度得到新提高；生态文明建设实现新进步；民生福祉达到新水平；国家治理效能得到新提升。

图表3：“十四五”时期经济社会发展六大目标

目标	主要内容
经济发展取得新成效	**在质量效益明显提升的基础上实现经济持续健康发展，增长潜力充分发挥**，国内市场更加强大，经济结构更加优化，创新能力显著提升，产业基础高级化、产业链现代化水平明显提高，农业基础更加稳固，城乡区域发展协调性明显增强，现代化经济体系建设取得重大进展
改革开放迈出新步伐	**社会主义市场经济体制更加完善，高标准市场体系基本建成**，市场主体更加充满活力，产权制度改革和要素市场化配置改革取得重大进展，公平竞争制度更加健全，更高水平开放型经济新体制基本形成
社会文明程度得到新提高	社会主义核心价值观深入人心，人民思想道德素质、科学文化素质和身心健康素质明显提高，公共文化服务体系和文化产业体系更加健全，人民精神文化生活日益丰富，中华文化影响力进一步提升，中华民族凝聚力进一步增强
生态文明建设实现新进步	国土空间开发保护格局得到优化，生产生活方式绿色转型成效显著，能源资源配置更加合理、利用效率大幅提高，主要污染物排放总量持续减少，生态环境持续改善，生态安全屏障更加牢固，城乡人居环境明显改善

目标	主要内容
民生福祉达到新水平	**实现更加充分更高质量就业，居民收入增长和经济增长基本同步**，分配结构明显改善，基本公共服务均等化水平明显提高，全民受教育程度不断提升，多层次社会保障体系更加健全，卫生健康体系更加完善，脱贫攻坚成果巩固拓展，乡村振兴战略全面推进
国家治理效能得到新提升	社会主义民主法治更加健全，社会公平正义进一步彰显，国家行政体系更加完善，政府作用更好发挥，行政效率和公信力显著提升，社会治理特别是基层治理水平明显提高，防范化解重大风险体制机制不断健全，突发公共事件应急能力显著增强，自然灾害防御水平明显提升，发展安全保障更加有力，国防和军队现代化迈出重大步伐

资料来源：《十九届五中全会公报》、粤开证券研究院

《十九届五中全会公报》对于经济发展的描述与以往有所区别，对经济增长速度有所淡化。与“十二五”公报中提出的“经济平稳较快发展”和“十三五”公报中的“经济保持中高速增长”不同，本次并未对经济发展速度做出描述，而是提出“在质量效益明显提升的基础上实现经济持续健康发展，增长潜力充分发挥”，体现了对经济高质量发展的重视，对经济发展的结构、创新、协调和体系更加关注。

图表4：近五届五中全会 GDP 增速目标和实际情况

会议	GDP 目标增速(年均，%)	GDP 实际增速（年均，%）
十四届五中全会	8	8.3
十五届五中全会	7	9.5
十六届五中全会	7.5	11.2
十七届五中全会	7	7.8
十八届五中全会	6.5 以上	大约 5.9

资料来源：国家统计局、粤开证券研究院

2021 年，随着经济 V 型反弹、疫情冲击减弱，两会主要政策看点如下：

经济增长目标或将继续淡化，强调高质量发展，主要有以下三方面原因。

首先，2020 年由于卫生事件影响，全国两会推迟召开，当年政府工作报告没有提出经济增长目标，而是强调优先稳就业保民生，中央经济工作会议也提出要以**推动高质量发展为主题。**

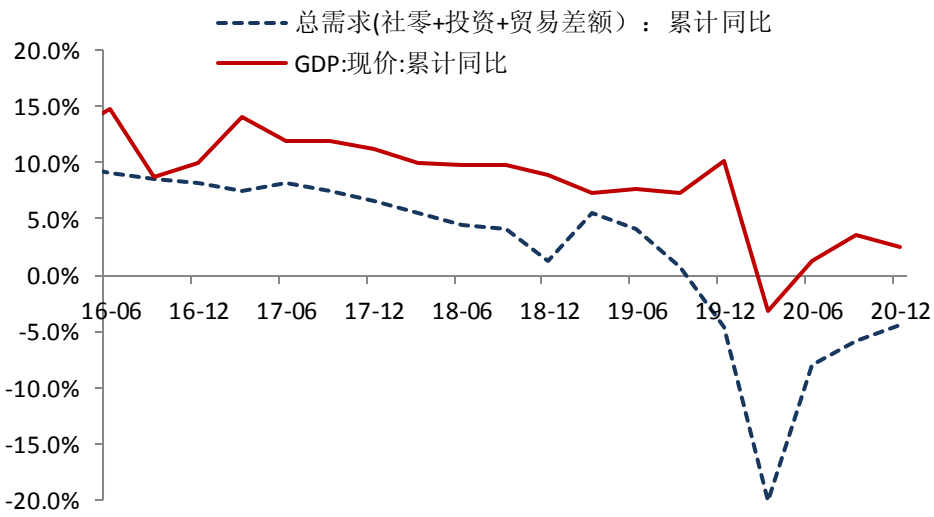
其次，由于低基数效应，**2021 年预计经济增速预测范围较大，**精准确定增速目标难以实现，即使明确目标也将大概率以最低值的方式呈现。

最后，**根据地方两会召开情况，**大部分地区 2021 年经济增长目标为某数值左右或以上，这也体现了地方对于经济高质量发展的重视，同时也为应对卫生事件后续影响留出充足余地，预计全国两会也将淡化经济增长目标，重视经济发展质量。

2020 年新冠疫情在全球蔓延，经济短期休克停摆、居民收入大幅削减叠加出行限制等因素对内需和外需造成了极大的冲击。从数据上来看，2016 年以来总需求（社零+投资+贸易差额）的累计同比增长慢于 GDP 现价累计同比，金融危机后续影响和经济增速中枢下落、居民储蓄理念和保守消费意识根深固蒂、人口红利弱化后部分产业链外迁和出口支撑力度下降等因素，使得总需求增长相对疲弱，而新冠疫情的冲击加剧了这一趋

势。2020 年一季度总需求出现了断崖式下跌，而后逐步反弹，但是与 GDP 增速的差距仍大于疫前的差距。短期内，疫后需求与 GDP 同步反弹，是确定性趋势，但随着刺激政策效用退消后，总需求回到内生增长轨道，内外需求的原有困境叠加疫情对于全球总需求可能存在的永久性冲击，总需求增速放缓，且存在增速中枢下移的可能。**具体则分别对应 2021 上半年在修复总基调和低基数下的高增长，和下半年的增速放缓，逐步回归到 5-6%左右的增速区间。**

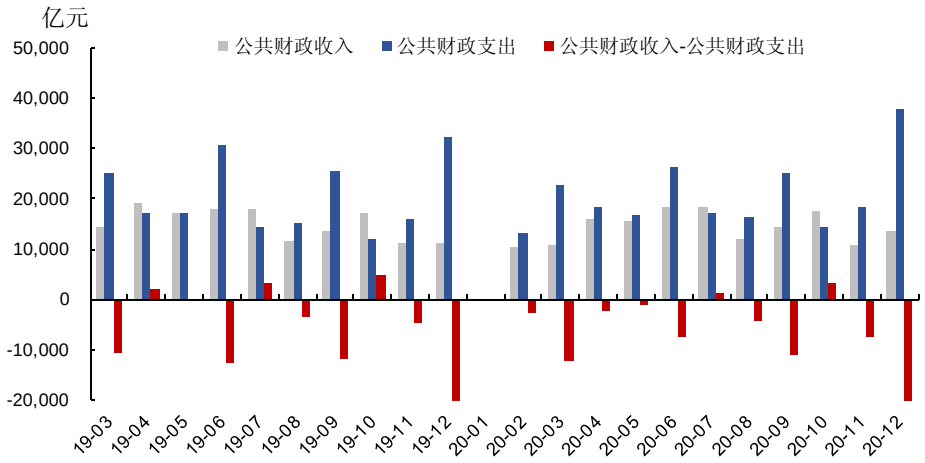
图表5：2020 总需求断崖式下跌后逐步反弹，但与 GDP 增速差距仍大于疫前



资料来源：wind、粤开证券研究院

财政政策目标协调发展与财政收支情况，财政赤字率目标预计下调。2020 年为应对疫情冲击，政府财政支出大幅增长，财政赤字率提升，且增加了地方政府专项债券的发行，并增加了 1 万亿的抗疫特别国债。财政压力和政府部门债务增大，压缩未来财政政策施展空间。与此同时，随着经济逐步回归内生增长轨道，财政、货币政策的边际效用递减。**预计 2021 年政府工作报告中，财政支出与财政赤字率的目标相较 2020 年降低。**但从内部经济看，制造业和可选、服务消费能否提升还存在一定变数，国内的地产和其他企业信用风险、通胀压力仍存，就业和收入还有较大修复空间。从外部环境看，防控疫情仍在攻坚之时，外需和外部产业链的恢复还需一段时间，外部宽松的财政、货币政策可能给我国带来通胀、汇率、进出口等方面的压力，需要政策灵活应对。**预计 2021 年财政赤字率回归 2-3%的区间。**

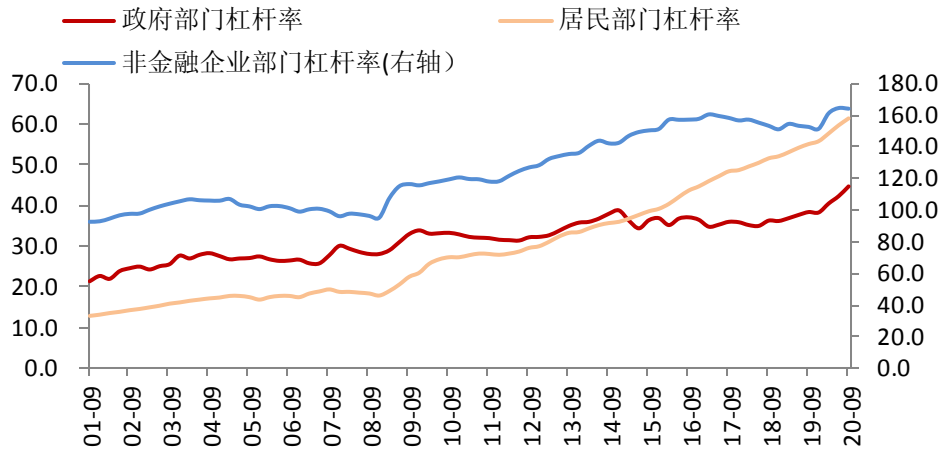
图表6：2020 年财政收入下降，财政支出增加



资料来源：wind、粤开证券研究院

货币政策预计回归常态，保持货币供应量和社融规模增速同名义 GDP 基本匹配，宏观杠杆率目标预计重提。2020 年上半年面对疫情冲击，央行分别在 1 月份普遍降准 0.5 个百分点，在 3 月份定向降准 0.5/1.5 个百分点，3 月份一般贷款平均利率为 5.48%，比 LPR 改革前的 2019 年 7 月份下降了 0.62 个百分点，并先后安排了总共 1.8 万亿元的再贴现再贷款额度。随着经济稳步恢复，复工复产逐月好转，二季度经济增长明显好于预期，货币政策逐步回归常态。社融存量增速 11 月出现拐点，虽然仍处于较高区间，但随着货币政策常态化及经济增速重回内生增长区间，**2021 年政府工作报告预计延续中央经济工作会议的基调，保持货币供应量和社会融资规模增速收敛于名义经济增速的目标。另外，宏观杠杆率的目标预计重提。**2020 年三季度实体经济部门（政府+居民+非金融企业）杠杆率较去年末上升了 25 个百分点，政府、居民、非金融企业分别上升 6.4、5.6、12.7 个百分点，而 2017-2019 年全年分别上升 2.4、下降 1.9，上升 6.1 个百分点。**2020 年 4 季度的货币政策报告也重申“保持宏观杠杆率基本稳定”。**

图表7：2020 年政府、居民、非金融企业杠杆攀升



资料来源：wind、粤开证券研究院

二、两会行情回测

1、两会之前：利率下行，成长风格占据优势

由于两会一般在每年 3 月初召开，而 A 股上市公司一般到 3 月末开始集中披露上一年年报，两会之前一个月基本处于业绩披露空窗期，此时流动性处于相对宽松阶段，叠加市场对于两会政策预期，短期风险偏好有所提升。

两会之前利率一般处于下降趋势。由于我国农历春节处于两会之前，而春节期间居民消费和企业用款需求增加，央行一般会大幅投放流动性以维护市场稳定，从过去十年春节之前利率走势来看，大部分时间处于下降趋势，尤其是近 3 年市场主要利率节前均为下降趋势。

图表8：过去十年春节前一个月利率走势

年度	GC007	SHIBOR1 周
2011	上升	下降
2012	下降	下降
2013	下降	上升
2014	上升	下降
2015	下降	上升
2016	上升	下降
2017	下降	上升
2018	下降	下降
2019	下降	下降
2020	下降	下降
下降占比	**70%**	**70%**

资料来源：wind、粤开证券研究院中

通过统计过去 20 年全国两会之前一个月上证指数涨跌幅，我们发现胜率极高，上涨概率达到 85%，上涨幅度中位数为 2.22%。

图表9：过去 20 年全国两会之前一个月上证指数涨跌幅（%）

年度	开幕日期	闭幕日期	会议天数	两会前 1 个月涨幅
2001	2001/3/3	2001/3/15	13	-3.90
2002	2002/3/3	2002/3/15	13	0.73
2003	2003/3/3	2003/3/18	16	0.81
2004	2004/3/3	2004/3/14	12	6.07
2005	2005/3/3	2005/3/14	12	8.02
2006	2006/3/3	2006/3/14	12	2.20
2007	2007/3/3	2007/3/16	14	1.62
2008	2008/3/3	2008/3/18	16	0.64
2009	2009/3/3	2009/3/13	11	5.16
2010	2010/3/3	2010/3/14	12	2.80
2011	2011/3/3	2011/3/14	12	4.41
2012	2012/3/3	2012/3/13	11	8.49
2013	2013/3/3	2013/3/14	12	-1.09
2014	2014/3/3	2014/3/13	11	1.14
2015	2015/3/3	2015/3/15	13	3.92
2016	2016/3/3	2016/3/15	13	5.98
2017	2017/3/3	2017/3/15	13	2.24
2018	2018/3/3	2018/3/20	18	-6.50
2019	2019/3/3	2019/3/15	13	15.84
2020	2020/5/21	2020/5/28	8	1.09
中位数				**2.22**
上涨概率				**85%**

资料来源：wind、粤开证券研究院

从两会之前各风格指数涨跌幅来看，成长风格占据优势，过去 16 年中有 10 次涨幅位列各风格指数涨幅之首，其中 2015 和 2019 年更是遥遥领先其他风格涨幅。我们认为主要由于两会之前市场风险偏好上升，成长股弹性更大，在资金青睐之下表现更为突出。

图表10：两会之前各风格指数涨跌幅（%）

年度	两会开幕日期	金融	周期	消费	成长	稳定
2005	2005/3/3	6.20	8.21	7.34	9.63	6.16
2006	2006/3/3	2.92	-0.07	2.52	-3.93	-3.24
2007	2007/3/3	1.82	11.55	7.36	13.25	13.07
2008	2008/3/3	-2.33	7.94	8.81	10.70	5.84
2009	2009/3/3	5.75	8.28	9.62	6.70	6.64
2010	2010/3/3	4.50	4.67	5.45	6.31	5.41
2011	2011/3/3	5.02	8.17	8.55	9.99	2.49
2012	2012/3/3	10.36	13.36	13.22	16.64	8.12
2013	2013/3/3	-1.82	1.62	4.14	7.39	1.40
2014	2014/3/3	-2.13	3.91	1.09	-0.05	0.50
2015	2015/3/3	3.55	7.47	7.70	14.23	5.97

年度	两会开幕日期	金融	周期	消费	成长	稳定
2016	2016/3/3	6.13	8.64	5.12	4.44	5.68
2017	2017/3/3	0.57	3.01	2.88	3.43	3.39
2018	2018/3/3	-9.66	-3.90	-4.83	0.21	-4.53
2019	2019/3/3	17.33	18.63	18.14	26.14	12.97
2020	2020/5/21	0.25	-0.68	3.81	2.84	-0.28

资料来源：wind、粤开证券研究院

而成长股大部分规模较小，所以**两会之前一般中小盘表现较好**，从主要指数的对比也可以印证这一点。历史上两会前一个月中小板指涨幅中位数为 5.27%，大幅领先上证指数的 2.24%，中证 1000 指数的涨幅同样领先中证 500。

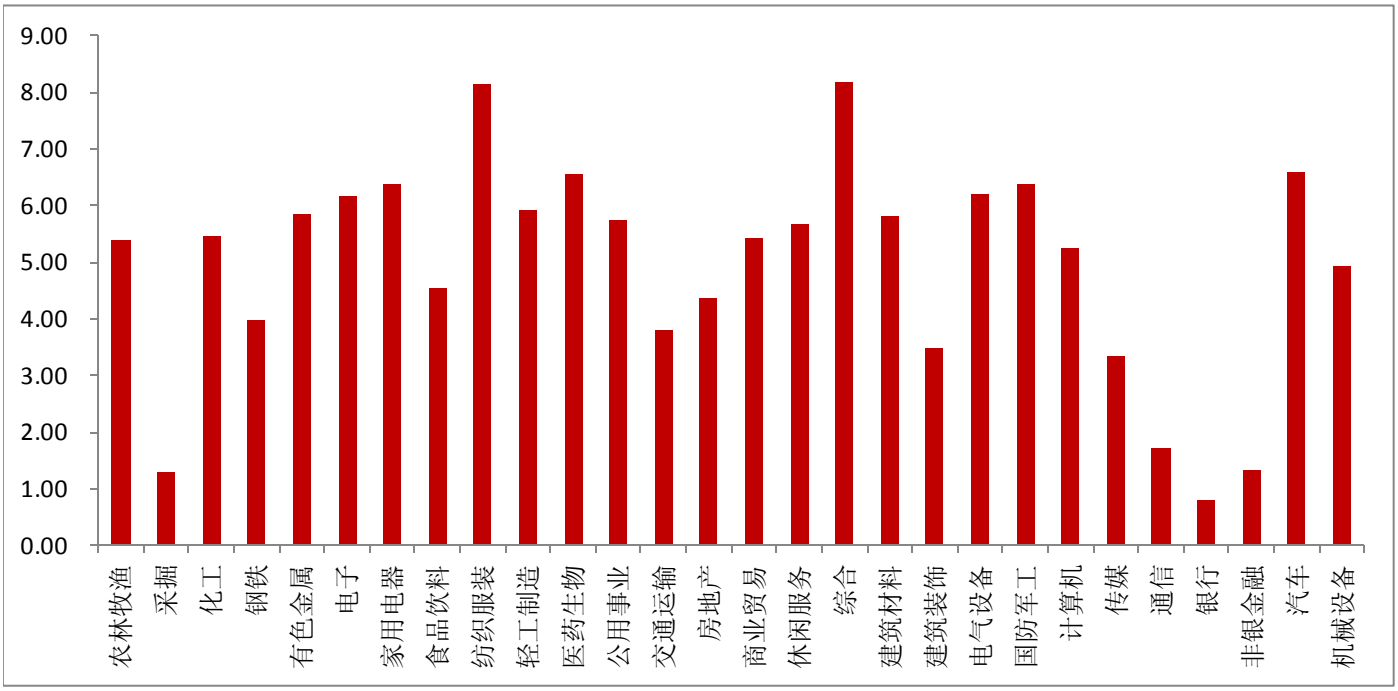
图表11：两会之前中小盘表现较好（涨跌幅，%）

年度	两会开幕日期	上证指数	中小板指	中证 500	中证 1000
2006	2006/3/3	2.20	0.17	-0.46	3.41
2007	2007/3/3	1.62	2.58	16.84	20.84
2008	2008/3/3	0.64	9.60	13.48	15.37
2009	2009/3/3	5.16	6.12	10.76	11.90
2010	2010/3/3	2.80	5.43	7.22	10.12
2011	2011/3/3	4.41	8.72	10.80	11.33
2012	2012/3/3	8.49	14.84	16.17	16.93
2013	2013/3/3	-1.09	5.27	4.85	6.52
2014	2014/3/3	1.14	-0.02	2.33	2.71
2015	2015/3/3	3.92	11.44	9.00	11.78
2016	2016/3/3	5.98	3.18	6.55	5.75
2017	2017/3/3	2.24	4.45	3.39	3.24
2018	2018/3/3	-6.50	0.48	-2.15	-2.34
2019	2019/3/3	15.84	22.81	21.33	23.16
2020	2020/5/21	1.09	2.91	2.01	1.08
中位数		**2.24**	**5.27**	**8.11**	**9.95**

资料来源：wind、粤开证券研究院

具体到行业来看，过去 20 年两会之前涨幅中位数较高的行业分别是综合、纺织服装和汽车，金融和采掘行业涨幅较低。

图表12：过去 20 年两会之前一个月申万一级行业涨幅中位数（%）



资料来源:wind、粤开证券研究院

2、两会期间：窄幅震荡，消费风格表现较好

通过统计过去 20 年全国两会期间上证指数涨跌幅，上涨概率为 60%，上涨幅度中位数为 0.46%。**相较于两会之前和之后一个月，两会期间市场走势以窄幅震荡为主，主要有以下三个原因。**

政策预期变化，一般两会之前政策预期较强，市场已经提前有所反应，进入两会正式召开期间，随着政府工作报告和其他重要文件即将公布，投资者观望情绪加强，这个从换手率方面也可以印证，历史上两会期间日均换手率一般低于两会之前和之后一个月。

年报披露渐近，2016-2019 年两会期间披露上一年年报的上市公司分别有 201、225、274、138 家，投资者对年报业绩的关注也会使其投资风格产生变化，市场注意力开始转向业绩确定性更高的板块。

时间周期较短，以政协会议召开到人大会议闭幕为两会召开时间统计，一般持续时间为 11-16 天，除去特殊情况的 2018 和 2020 年，过去 20 年两会平均召开时间为 12.7 天，时间周期相对两会前后统计周期较短。

图表13：过去 20 年全国两会期间上证指数涨跌幅（%）

年度	开幕日期	闭幕日期	会议天数	两会期间涨幅
2001	2001/3/3	2001/3/15	13	1.89
2002	2002/3/3	2002/3/15	13	7.88
2003	2003/3/3	2003/3/18	16	-3.44
2004	2004/3/3	2004/3/14	12	0.44
2005	2005/3/3	2005/3/14	12	0.47
2006	2006/3/3	2006/3/14	12	-2.07

年度	开幕日期	闭幕日期	会议天数	两会期间涨幅
2007	2007/3/3	2007/3/16	14	3.49
2008	2008/3/3	2008/3/18	16	-15.63
2009	2009/3/3	2009/3/13	11	1.69
2010	2010/3/3	2010/3/14	12	-1.94
2011	2011/3/3	2011/3/14	12	0.82
2012	2012/3/3	2012/3/13	11	-0.20
2013	2013/3/3	2013/3/14	12	-3.78
2014	2014/3/3	2014/3/13	11	-1.81
2015	2015/3/3	2015/3/15	13	1.10
2016	2016/3/3	2016/3/15	13	0.52
2017	2017/3/3	2017/3/15	13	0.36
2018	2018/3/3	2018/3/20	18	1.11
2019	2019/3/3	2019/3/15	13	0.93
2020	2020/5/21	2020/5/28	8	-1.30
中位数				**0.46**
上涨概率				**60%**

资料来源：wind、粤开证券研究院

从两会期间各风格指数涨跌幅来看，消费风格表现较好，过去 16 年中信消费风格指数在两会期间涨幅中位数为 1.04%，领先于其他风格指数。

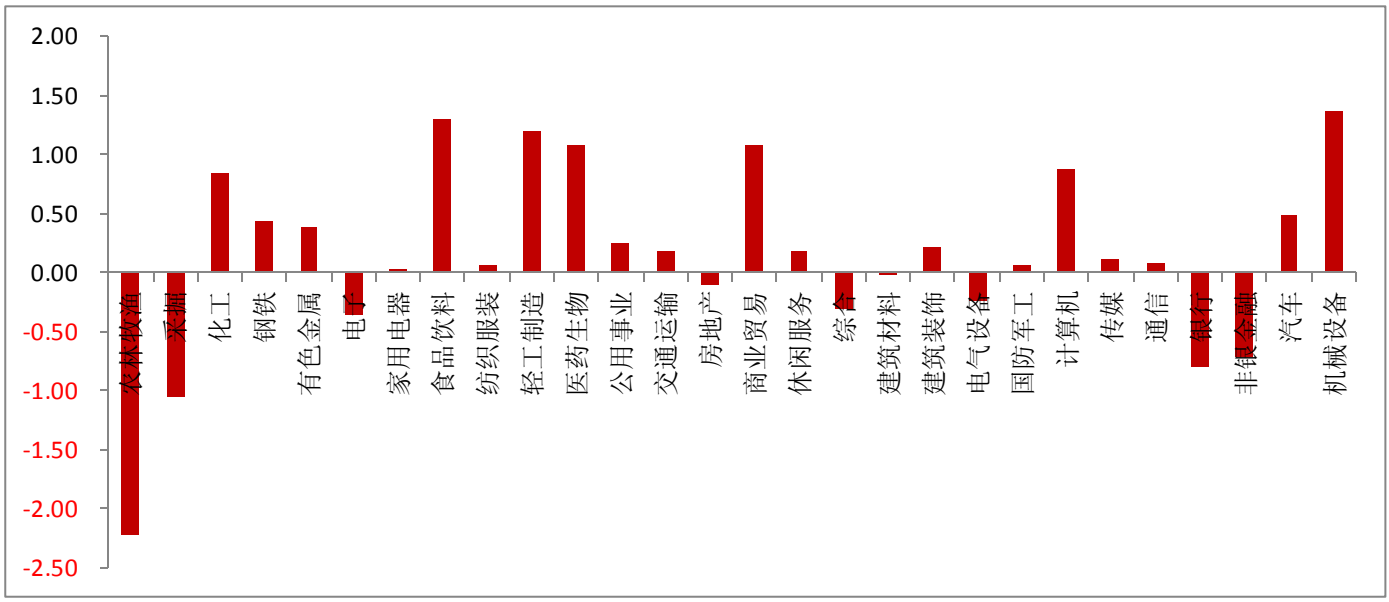
图表14：两会期间各风格指数涨跌幅（%）

年度	开幕日期	闭幕日期	金融	周期	消费	成长	稳定
2005	2005/3/3	2005/3/14	-2.04	0.63	1.29	0.75	1.44
2006	2006/3/3	2006/3/14	-4.07	-2.67	-2.46	-3.80	-1.90
2007	2007/3/3	2007/3/16	4.24	5.42	6.40	6.61	4.40
2008	2008/3/3	2008/3/18	-16.85	-20.79	-19.27	-20.10	-20.71
2009	2009/3/3	2009/3/13	4.04	2.78	0.83	3.38	1.07
2010	2010/3/3	2010/3/14	-1.13	-2.73	-4.29	-4.41	-3.52
2011	2011/3/3	2011/3/14	0.70	1.29	1.25	0.95	0.23
2012	2012/3/3	2012/3/13	-1.25	1.54	3.43	3.88	-0.02
2013	2013/3/3	2013/3/14	-7.01	-4.28	-3.29	-3.86	-3.91
2014	2014/3/3	2014/3/13	-1.22	-1.88	-0.28	-2.41	-1.28
2015	2015/3/3	2015/3/15	0.49	3.25	4.10	2.73	0.85
2016	2016/3/3	2016/3/15	0.35	-1.64	-0.14	-1.56	0.71
2017	2017/3/3	2017/3/15	0.24	0.86	1.75	1.61	0.22
2018	2018/3/3	2018/3/20	0.99	1.26	3.82	3.21	0.26
2019	2019/3/3	2019/3/15	-0.56	4.01	3.88	5.60	2.22
2020	2020/5/21	2020/5/28	-0.93	-1.74	-0.96	-3.81	0.13
中位数			**-0.74**	**0.75**	**1.04**	**0.85**	**0.23**

资料来源：wind、粤开证券研究院

具体到行业来看，过去 20 年两会期间涨幅中位数较高的行业分别是机械设备、食品饮料和轻工制造，农林牧渔和采掘行业跌幅较大。

图表15：过去 20 年两会期间申万一级行业涨幅中位数（%）



资料来源:wind、粤开证券研究院

3、两会之后：风格切换，大盘股表现更优

通过统计过去 20 年全国两会之后一个月上证指数涨跌幅，虽然上涨概率不及两会之前一个月，但上涨幅度较大，具体来看，两会之后一个月上证指数上涨概率达到 75%，上涨幅度中位数为 4.8%。

图表16：过去 20 年全国两会之后一个月上证指数涨跌幅

年度	开幕日期	闭幕日期	会议天数	两会后 1 个月涨幅
2001	2001/3/3	2001/3/15	13	6.07
2002	2002/3/3	2002/3/15	13	2.34
2003	2003/3/3	2003/3/18	16	10.53
2004	2004/3/3	2004/3/14	12	1.20
2005	2005/3/3	2005/3/14	12	-3.50
2006	2006/3/3	2006/3/14	12	5.82
2007	2007/3/3	2007/3/16	14	20.06
2008	2008/3/3	2008/3/18	16	-12.16
2009	2009/3/3	2009/3/13	11	14.81
2010	2010/3/3	2010/3/14	12	4.91
2011	2011/3/3	2011/3/14	12	3.84
2012	2012/3/3	2012/3/13	11	-4.27
2013	2013/3/3	2013/3/14	12	-2.80
2014	2014/3/3	2014/3/13	11	5.52
2015	2015/3/3	2015/3/15	13	22.61
2016	2016/3/3	2016/3/15	13	7.61
2017	2017/3/3	2017/3/15	13	0.13
2018	2018/3/3	2018/3/20	18	-5.27
2019	2019/3/3	2019/3/15	13	5.52

年度	开幕日期	闭幕日期	会议天数	两会后 1 个月涨幅
2020	2020/5/21	2020/5/28	8	4.68
中位数				**4.80**
上涨概率				**75%**

资料来源：wind、粤开证券研究院

从两会之后各风格指数涨跌幅来看，消费和金融风格占据优势，成长风格涨幅垫底，与两会之前比较出现了明显的风格切换。过去 16 年中信消费和金融风格指数在两会后一个月涨幅中位数为 4.6%和 4.5%，领先于其他风格指数，而成长风格指数涨幅仅为 1.75%，与两会之前走势发生了明显的风格切换。**我们认为主要是由于两会之后正式进入 A 股大规模年报业绩披露期，此时市场一般更为关注业绩确定性高的板块；同时随着两会相关政策逐步落地，短期内政策受益板块往往更受资金青睐。**

图表17：两会之后各风格指数涨跌幅（%）

年度	两会闭幕日期	金融	周期	消费	成长	稳定
2005	2005/3/14	-0.66	-3.85	-4.07	-7.77	-3.45
2006	2006/3/14	11.24	7.55	7.11	7.50	2.25
2007	2007/3/16	19.76	24.71	21.77	19.25	23.24
2008	2008/3/18	-6.93	-11.20	-10.12	-14.60	-12.33
2009	2009/3/13	17.85	20.81	14.95	21.77	11.03
2010	2010/3/14	3.56	7.84	7.63	11.86	4.42
2011	2011/3/14	7.24	2.12	-2.66	-3.10	3.72
2012	2012/3/13	-1.54	-7.75	-4.44	-7.60	-5.08
2013	2013/3/14	-3.29	-3.51	-1.96	-1.10	-1.19
2014	2014/3/13	9.18	3.42	2.10	-0.24	6.66
2015	2015/3/15	23.40	29.80	27.31	28.74	32.29
2016	2016/3/15	6.57	15.93	12.62	17.60	8.17
2017	2017/3/15	-1.77	-1.01	-1.54	-1.77	6.43
2018	2018/3/20	-6.62	-4.50	-4.73	-1.48	-5.54
2019	2019/3/15	5.45	7.01	10.41	3.73	5.97
2020	2020/5/28	2.71	5.04	11.32	10.63	3.10
中位数		**4.50**	**4.23**	**4.60**	**1.75**	**4.07**

资料来源：wind、粤开证券研究院

大盘股和小盘股走势在两会之后也出现了风格切换。与两会之后中小盘表现较好不同，两会之后大盘股走势更好。历史上两会后一个月上证指数涨幅中位数为 4.91%，领先中小板指的 3.43%，中证 500 指数的涨幅同样领先中证 1000。

图表18：两会之后上证指数和中证 500 表现较好

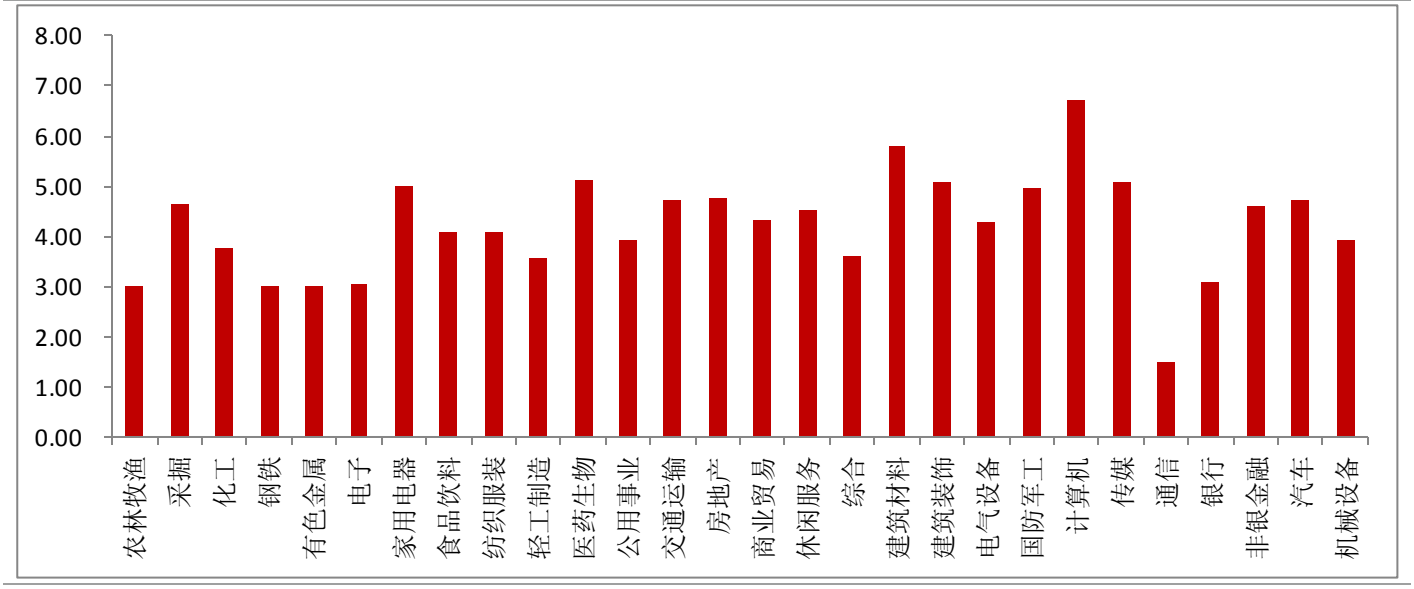
年度	两会闭幕日期	上证指数	中小板指	中证 500	中证 1000
2006	2006/3/14	5.82	12.52	14.06	7.20
2007	2007/3/16	20.06	20.01	23.90	26.62
2008	2008/3/18	-12.16	-8.03	-11.90	-13.71
2009	2009/3/13	14.81	19.33	17.11	19.27
2010	2010/3/14	4.91	10.35	9.50	10.09

年度	两会闭幕日期	上证指数	中小板指	中证 500	中证 1000
2011	2011/3/14	3.84	-4.23	-0.48	-0.69
2012	2012/3/13	-4.27	-6.65	-6.90	-7.20
2013	2013/3/14	-2.80	-1.46	-2.03	-1.78
2014	2014/3/13	5.52	-0.69	2.92	0.60
2015	2015/3/15	22.61	24.97	28.29	28.51
2016	2016/3/15	7.61	12.23	13.51	16.71
2017	2017/3/15	0.13	-0.18	0.65	-2.66
2018	2018/3/20	-5.27	-5.23	-2.74	-2.13
2019	2019/3/15	5.52	3.43	6.63	5.61
2020	2020/5/28	4.68	13.51	7.98	8.14
中位数		**4.91**	**3.43**	**4.78**	**3.10**

资料来源：wind、粤开证券研究院

具体到行业来看，过去 20 年两会之后涨幅中位数较高的行业分别是计算机、建筑材料和医药生物，通信和钢铁行业涨幅较低。

图表19：过去 20 年两会之后一个月申万一级行业涨幅中位数（%）



资料来源:wind、粤开证券研究院

总体来看，A 股在历年全国两会前后均有着较为明显的市场反应，从两会之前的风险偏好提升，到两会期间窄幅震荡，再到两会之后的风格切换，投资者可以根据两会政策趋势及历史行情规律适当调整配置方向。

分析师简介

李兴，中央财经大学硕士研究生，2016 年 6 月加入粤开证券，现任高级策略分析师，证书编号：S0300518100001。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

与公司有关的信息披露

粤开证券具备证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10485001。

本公司在知晓范围内履行披露义务。

股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

股票投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入：相对大盘涨幅大于 10%；

增持：相对大盘涨幅在 5%~10%之间；

持有：相对大盘涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对大盘涨幅小于-5%。

行业投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数 5%以上；

中性：我们预计未来报告期内，行业整体回报介于基准指数-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来报告期内，行业整体回报低于基准指数 5%以下。

免责声明

本报告由粤开证券股份有限公司(以下简称“粤开证券”)提供 ,旨为派发给本公司客户使用。未经粤开证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于粤开证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。粤开证券可随时更改报告中的内容、意见和预测 ,且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或询价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在本公司及作者所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在允许的范围内使用，并注明出处为“粤开证券研究”, 且不得对本报告进行任何有悖意愿的引用、删节和修改。

投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用资料所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员做出的任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

联系我们

广州市黄埔区科学大道 60 号开发区金控中心 21-23 层

北京市朝阳区红军营南路绿色家园媒体村天畅园 6 号楼 2 层

上海市浦东新区源深路 1088 号平安财富大厦 20 层

网址：www.ykzq.com