



2020年3月2日

## 优财研究院

选财道·期开得胜

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

[liuwenbo@jinxinqh.com](mailto:liuwenbo@jinxinqh.com)



# 两会行情复盘与展望

## 内容提要

历史规律：两会前后一个月市场以普涨行情为主，两会期间则是震荡盘整行情。主要指数方面，两会前后中证500表现最佳，两会期间创业板指一枝独秀。市场风格方面，两会前后及两会期间小盘风格领涨。行业方面，两会之前一个月，农林牧渔、综合和有色金属板块涨幅居前，银行、非银金融和采掘业表现较弱；两会期间，休闲服务、医药生物和食品饮料涨幅居前，农林牧渔、国防军工和钢铁板块领跌；两会后一个月，非银金融、建筑材料和电气设备领涨，通信、传媒和电气设备表现较弱。

这次两会会有什么不同？历史上两会前一个月市场大概率收涨，但本次两会前夕主要指数估值水平已冲至近年来高位，引发市场连续调整，主要指数均已回吐年内涨幅。本轮回调的内在原因是跨年行情涨幅过大带来的调整压力，且极致的二八行情导致市场结构严重失衡；外部原因在于美债利率快速上行引发市场对货币政策收紧的担忧，并导致全球抱团板块共振调整，A股难以独善其身。随着近期市场快速调整，当前由于前期快速上涨而累积的畏高、获利了结情绪已显著释放，市场结构也得到了一定的修正。本轮美债收益率快速上行主因受到美国疫情逐渐好转、经济修复预期加快下的再通胀预期的推动，而非货币政策收紧的影响，

请务必仔细阅读正文之后的声明

短期疫情出现反复，众议院投票通过 1.9 万亿美元新一轮紧急救助计划，或使得美债收益率上升速度趋缓。

**两会展望：**我们认为，随着两会窗口临近，市场风险偏好趋稳，下行空间有限，两会期间以震荡筑底行情为主，两会结束后市场有望重拾升势。市场风格方面，我们看好中证 500 和沪深 300 的表现。主题方面，关注碳中和、科技创新和军工等。

### 风险提示：

重大突发事件冲击；美债收益率超预期上行；监管措施巨大变化

## 一、两会前后普涨，两会期间震荡

通过对 2000 年至今两会前后一个月以及两会期间的行情进行复盘，我们发现历年来两会前后以普涨为主，两会期间则是震荡盘整行情。在此期间共召开 21 届两会，两会前一个月，上证指数录得正收益的概率高达 81.82%，仅在 2001、2007 和 2018 年下跌，平均上涨 3.24%；两会后一个月，上证指数取得正收益的概率达到 71.43%，2005、2008、2012、2013 和 2018 年下跌，平均上涨 4.25%；两会期间则以震荡走势为主，上证指数取胜概率为 57.14%，平均下跌 0.64%。

从市场整体角度而言，两会前后一个月市场往往处于性价比较高的做多窗口。大部分年份上证综指录得正收益。除了 2008 年金融危机，市场出现系统性风险的概率低。今年来看，春节后市场创出新高 3731 点后快速调整，因估值偏高、美债收益率快速上行，导致核心资产连续下跌，市场短期内有反弹需求。后续伴随两会预期升温、外部风险缓和、美债收益率上行趋缓，两会后市场有望继续震荡向上。

**表一：两会前后普涨，两会期间震荡（%）**

两会开始时间	两会结束时间	涨跌幅（两会前一个月）	涨跌幅（两会期间）	涨跌幅（两会后一个月）	涨跌幅（两会前一个月）	涨跌幅（两会期间）	涨跌幅（两会后一个月）
		上证指数			沪深300		
2000/3/3	2000/3/15	13.23	-1.84	8.80			
2001/3/3	2001/3/15	-3.90	1.89	6.28			
2002/3/3	2002/3/15	7.59	7.88	-0.94	7.10	9.08	-2.31
2003/3/3	2003/3/18	1.71	-3.44	9.11	1.31	-3.30	10.28
2004/3/3	2004/3/14	4.47	0.44	0.14	4.67	-0.34	-1.95
2005/3/3	2005/3/14	6.65	0.47	-4.31	6.04	0.95	-3.94
2006/3/3	2006/3/14	2.80	-2.07	7.93	3.18	-1.96	9.68
2007/3/3	2007/3/16	-3.38	3.49	21.84	-1.69	3.81	23.07
2008/3/3	2008/3/18	1.25	-15.63	-18.99	3.69	-19.48	-17.47
2009/3/3	2009/3/13	4.06	1.69	17.80	5.39	1.88	19.90
2010/3/3	2010/3/14	3.60	-1.94	5.07	4.09	-2.36	5.28
2011/3/3	2011/3/14	5.46	0.82	3.71	6.09	0.61	3.27
2012/3/3	2012/3/14	7.33	-2.82	-3.93	8.75	-2.79	-3.75
2013/3/3	2013/3/17	-0.96	-3.44	-3.71	-0.74	-4.83	-3.20
2014/3/3	2014/3/13	2.07	-1.81	6.65	-0.55	-1.77	7.40
2015/3/3	2015/3/15	1.64	1.10	21.09	2.14	0.46	21.09
2016/3/3	2016/3/16	4.46	0.73	7.46	3.81	1.27	6.42
2017/3/3	2017/3/15	1.87	0.36	0.21	1.18	0.83	0.86
2018/3/3	2018/3/20	-6.69	1.11	-6.33	-5.63	1.52	-7.69
2019/3/3	2019/3/15	16.25	0.93	6.26	18.34	-0.13	7.49
2020/5/21	2020/5/28	1.04	-1.30	5.03	1.94	-2.00	7.63
2021/3/3	2021/3/15	0.75			-0.28		

资料来源：Wind，金信期货研究院

主要指数方面，两会前后中证 500 表现最佳，两会期间创业板指一枝独秀。两会前一个月，中证 500 上涨概率高达 88.24%，平均上涨 7.05%；两会后一个月，中证 500 上涨概率达到 70.59%，平均上涨 5.29%；两会期间，主要指数均以震荡为主，仅创业板指平均涨跌幅仍为正（1.06%）。

**表二：两会前后中证 500 和创业板指表现优异（%）**

主要指数	上涨概率（两会前一个月）	平均涨跌幅（两会前一个月）	主要指数	上涨概率（两会期间）	平均涨跌幅（两会期间）	主要指数	上涨概率（两会后一个月）	平均涨跌幅（两会后一个月）
中证500	88.24	7.05	创业板指	63.64	1.06	中证500	70.59	5.29
创业板指	72.73	6.85	万得全A	47.62	-0.60	万得全A	66.67	5.09
万得全A	86.36	4.73	上证指数	57.14	-0.64	深证成指	61.90	4.99
深证成指	72.73	4.14	深证成指	47.62	-0.78	沪深300	63.16	4.32
沪深300	73.68	3.44	沪深300	47.37	-0.98	上证指数	71.43	4.25
上证指数	81.82	3.24	中证500	52.94	-1.01	上证50	66.67	4.02
上证50	66.67	1.75	上证50	55.56	-1.35	创业板指	54.55	2.49

资料来源：Wind，金信期货研究院

市场风格方面，两会前后及两会期间小盘风格领涨。两会前一个月，成长风格平均上涨 6.59%，金融风格仅涨 2.35%，小盘风格平均上涨 6.65%，跑赢中盘（6.46%）和大盘风格（3.26%）；两会期间，消费风格跌幅较小，小盘风格平均微涨 0.03%，优于中盘（-0.71%）和大盘风格（-0.86%）；两会后一个月，周期股表现优异，平均上涨 5.49%，小盘风格平均上涨 5.46%，依然跑赢中盘（4.69%）和大盘风格（4.30%）。

春节后至两会的时间窗口期，往往市场风险偏好有所回升，叠加两会期间定调的政策方向易引发市场炒作情绪，因此从市值角度而言，小盘风格往往强于中盘和大盘风格。但板块风格差异在两会前后的差异明显，原因在于两会前后市场风险偏好的变化以及行情驱动因素的不同。两会前一个月，市场正处于春节前后的数据业绩空窗期。投资者风险偏好较高、流动性充裕、政策预期升温，因此成长风格超额收益显著。而两会之后，政策开始进入实质落地阶段，市场进入年报披露期，以业绩驱动为主，成长、消费、周期和金融风格没有明显的超额收益。

**表三：两会行情以小盘风格为主（%）**

风格	上涨概率（两会前一个月）	平均涨跌幅（两会前一个月）	上涨概率（两会期间）	平均涨跌幅（两会期间）	上涨概率（两会后一个月）	平均涨跌幅（两会后一个月）
金融	64.71	2.35	43.75	-1.58	62.50	5.30
周期	88.24	5.45	50.00	-1.21	62.50	5.49
消费	88.24	5.37	50.00	-0.52	56.25	4.98
成长	82.35	6.59	50.00	-1.02	56.25	4.50
稳定	82.35	3.80	62.50	-1.40	68.75	4.72
大盘	72.73	3.26	47.62	-0.86	66.67	4.30
中盘	86.36	6.46	47.62	-0.71	71.43	4.69
小盘	86.36	6.65	47.62	0.03	66.67	5.46

资料来源：Wind，金信期货研究院

行业方面，两会之前一个月，农林牧渔、综合和有色金属板块涨幅居前，银行、非银金融和采掘业表现较弱。28 个申万一级行业普遍收涨，农林牧渔、综合和有色金属板块平均上涨 7.66%、7.39% 和 7.26%，银行、非银金融和采掘业表现较差，单月平均涨跌幅分别为 0.88%、3.05% 和 3.25%。

两会期间，休闲服务、医药生物和食品饮料涨幅居前，农林牧渔、国防军工和钢铁板块领跌。休闲服务、医药生物和食品饮料单月平均涨跌幅分别为 0.42%、0.18%和 0.16%，农林牧渔、国防军工和钢铁板块平均下跌 1.57%、1.48%和 1.39%。两会后一个月，非银金融、建筑材料和电气设备领涨，通信、传媒和电气设备表现较弱。市场以普涨行情为主，非银金融、建筑材料和电气设备板块单月平均上涨 6.22%、6.07%和 5.92%，通信、传媒和电气设备平均上涨 1.29%、2.43%和 3.76%。

表四：两会前后以及两会期间各行业涨跌幅（%）

行业	上涨概率（两会前一个月）	平均涨跌幅（两会前一个月）	行业	上涨概率（两会期间）	平均涨跌幅（两会期间）	行业	上涨概率（两会后一个月）	平均涨跌幅（两会后一个月）
农林牧渔	86.36	7.66	休闲服务	47.62	0.42	非银金融	61.90	6.22
综合	81.82	7.39	医药生物	47.62	0.18	建筑材料	76.19	6.07
有色金属	90.91	7.26	食品饮料	57.14	0.16	电气设备	66.67	5.92
建筑材料	86.36	7.20	轻工制造	47.62	0.09	房地产	80.95	5.77
电子	86.36	7.00	化工	52.38	0.02	建筑装饰	66.67	5.66
休闲服务	95.45	6.57	纺织服装	47.62	0.01	交通运输	71.43	5.56
汽车	81.82	6.54	综合	38.10	-0.16	休闲服务	71.43	5.44
化工	90.91	6.24	商业贸易	57.14	-0.21	有色金属	71.43	5.41
家用电器	81.82	6.19	传媒	47.62	-0.27	医药生物	66.67	5.37
纺织服装	81.82	6.04	房地产	47.62	-0.42	采掘	76.19	5.20
轻工制造	81.82	6.03	计算机	47.62	-0.51	商业贸易	66.67	5.15
计算机	86.36	5.90	银行	33.33	-0.54	纺织服装	71.43	5.04
传媒	63.64	5.65	机械设备	47.62	-0.55	化工	66.67	4.99
医药生物	86.36	5.63	交通运输	47.62	-0.56	机械设备	61.90	4.94
公用事业	86.36	5.59	建筑材料	42.86	-0.63	国防军工	76.19	4.87
电气设备	81.82	5.57	电子	38.10	-0.66	轻工制造	66.67	4.81
建筑装饰	81.82	5.42	电气设备	47.62	-0.70	计算机	71.43	4.77
商业贸易	90.91	5.36	家用电器	52.38	-0.74	钢铁	61.90	4.61
机械设备	90.91	5.21	汽车	57.14	-0.79	银行	66.67	4.51
国防军工	77.27	4.87	有色金属	42.86	-0.81	食品饮料	71.43	4.43
食品饮料	81.82	4.68	通信	57.14	-0.83	综合	66.67	4.34
房地产	72.73	4.65	公用事业	47.62	-0.92	电子	66.67	4.31
钢铁	77.27	4.60	采掘	33.33	-0.93	家用电器	76.19	4.13
交通运输	81.82	4.15	建筑装饰	47.62	-1.01	汽车	61.90	4.12
通信	72.73	4.09	非银金融	42.86	-1.30	公用事业	76.19	3.99
采掘	68.18	3.25	钢铁	57.14	-1.39	农林牧渔	61.90	3.76
非银金融	59.09	3.05	国防军工	47.62	-1.48	传媒	57.14	2.43
银行	68.18	0.88	农林牧渔	28.57	-1.57	通信	57.14	1.29

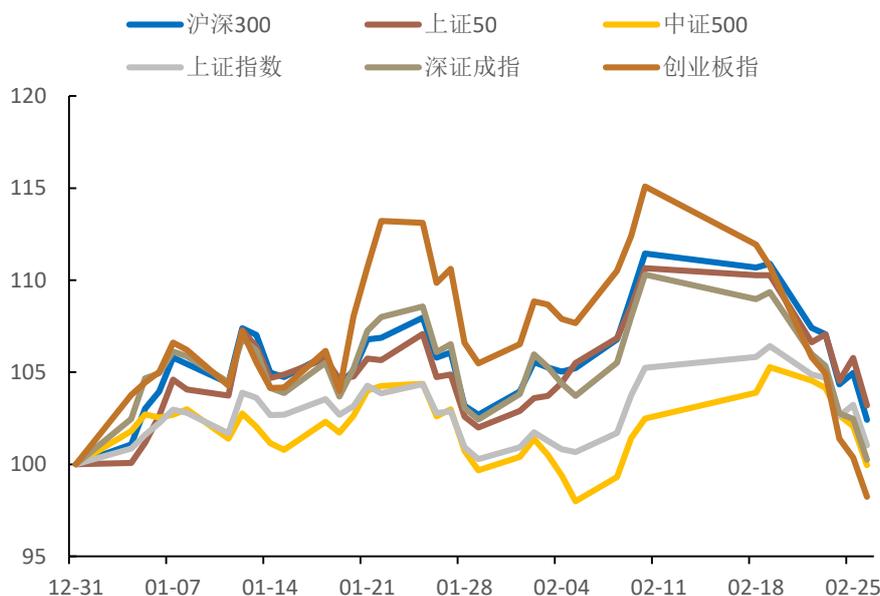
资料来源：Wind，金信期货研究院

## 二、本次两会会有什么不同

历史上两会前一个月市场大概率收涨，但本次两会前夕主要指数估值水平已冲至近年来高位，引发市场连续调整，主要指数均已回吐年内涨幅，连续调整后市场结构的极度分化得到了一定修正。我们认为，随着两会窗口临近，市场下行空间有限，两会期间以震荡筑底行情为主，两会结束后市场有望重拾升势。

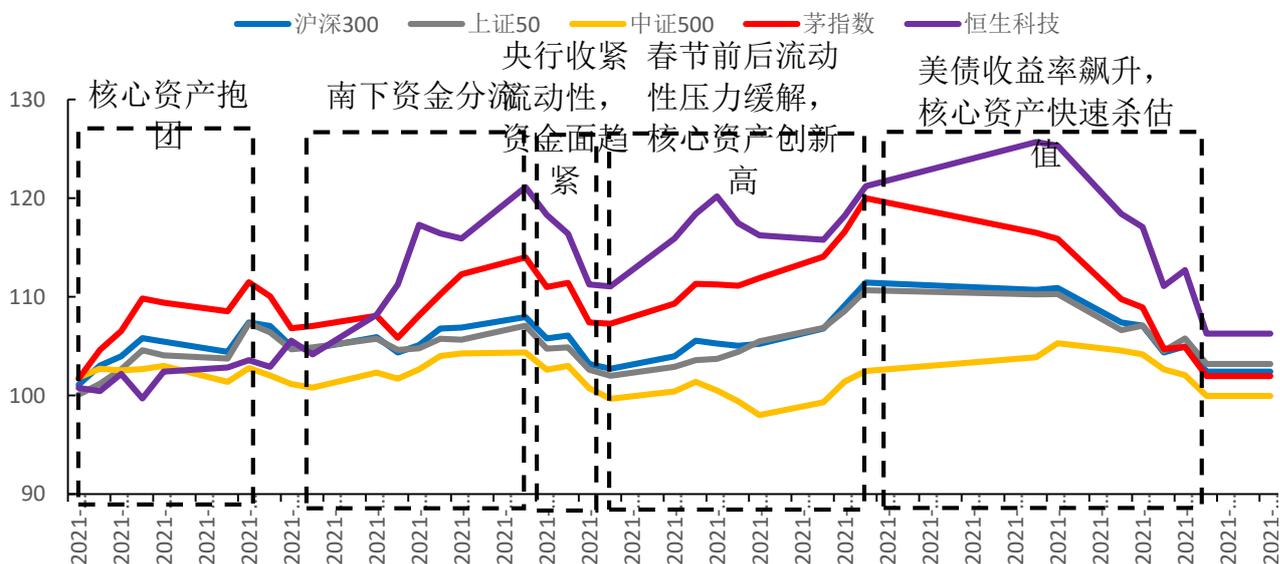
本轮回调的内在原因是跨年行情涨幅过大带来的调整压力，且极致的二八行情导致市场结构严重失衡。年初以来，指数加速上行。1月底一度因央行连续回笼资金出现调整，但2月随着流动性逐步改善，市场快速重拾升势。核心资产连续拉涨，主要指数方面沪深300、上证50和创业板指领涨。短期暴涨之后，市场出现自发性的调整压力。与此同时，二八行情演绎到了极致，核心资产迎来主升，但中小盘股严重失血，2月初中证500与上证50的比值跌至历史均值减去一个标准差附近，创2013年以来新低。沪深300及上证50的市盈率均冲至2015年高位，而中证500的估值水平依然处于历史较低水平。近期伴随着基金抱团品种的调整，许多此前长期下跌的低估值品种出现明显的反弹。随着近期市场快速调整，当前由于前期快速上涨而累积的畏高、获利了结情绪已显著释放，市场结构也得到了一定的修正。截至2月25日，年内重仓核心资产的偏股型基金收益率与个股的差距快速收窄，但仍明显强于个股表现。全部A股中涨跌幅居于[-10%, 0%)的占据33.77%，居于[0%, 10%)的占据19.27%；偏股型基金收益率居于[-10%, 0%)的占据17.65%，居于[0%, 10%)的占据77.34%。

图 1：主要指数均已回吐春节前涨幅 (%)



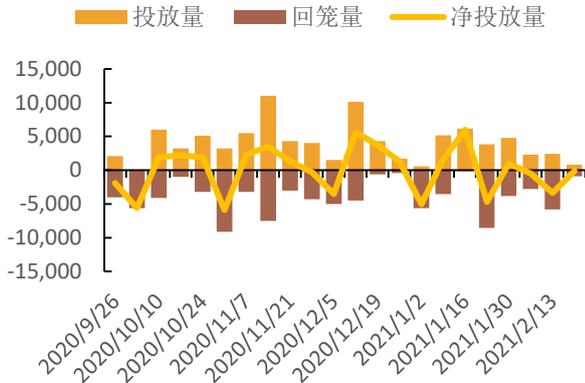
资料来源： Wind，金信期货研究院

图 2：2021 年市场表现回顾 (%)



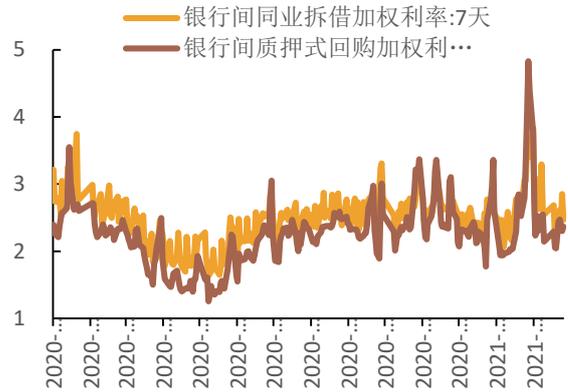
资料来源： Wind，金信期货研究院

图 3: 央行公开市场操作



资料来源: Wind, 金信期货研究院

图 4: 银行间利率 (%)



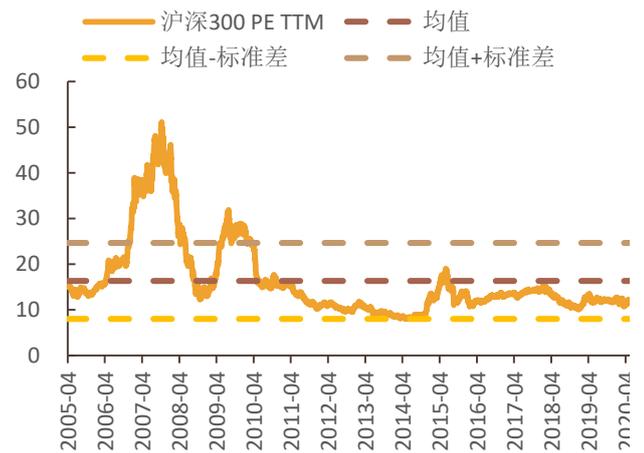
资料来源: Wind, 金信期货研究院

图 5: 500/50 比值处于历史低位 (%)



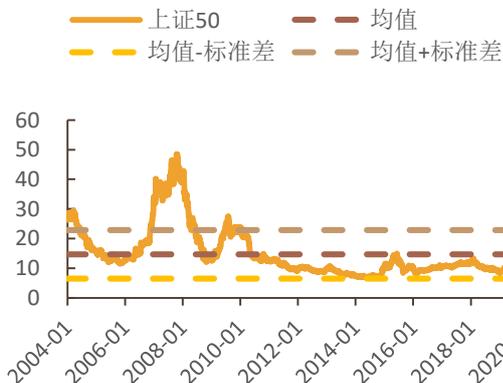
资料来源: Wind, 金信期货研究院

图 6: 沪深 300 估值处于近年高位



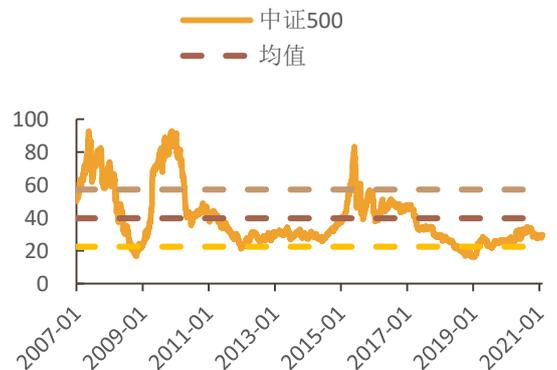
资料来源: Wind, 金信期货研究院

图 7: 上证 50 估值处于近年高位



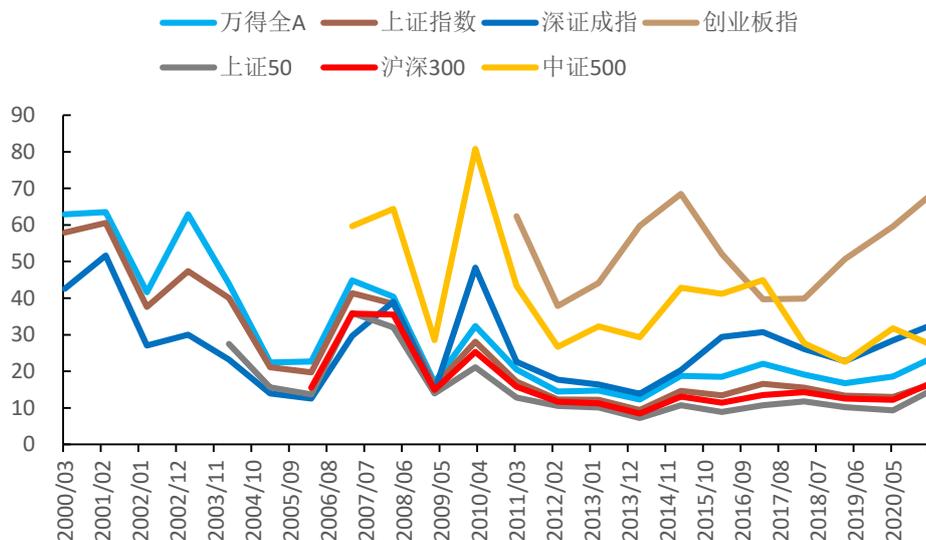
资料来源: Wind, 金信期货研究院

图 8: 中证 500 估值处近年低位



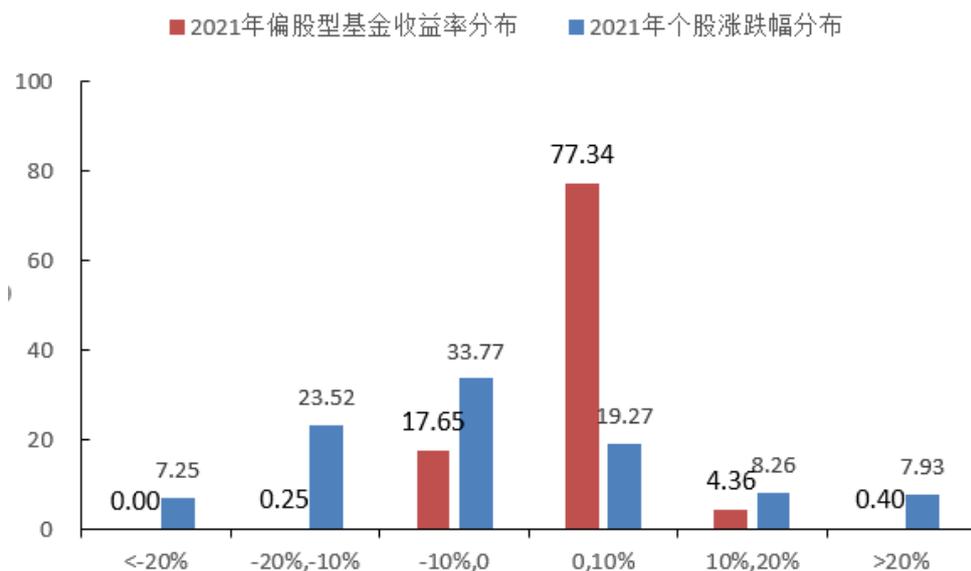
资料来源: Wind, 金信期货研究院

图 9：历届两会前夕主要指数估值水平



资料来源：Wind，金信期货研究院

图 10：2021 年偏股型基金收益率强于个股表现 (%)

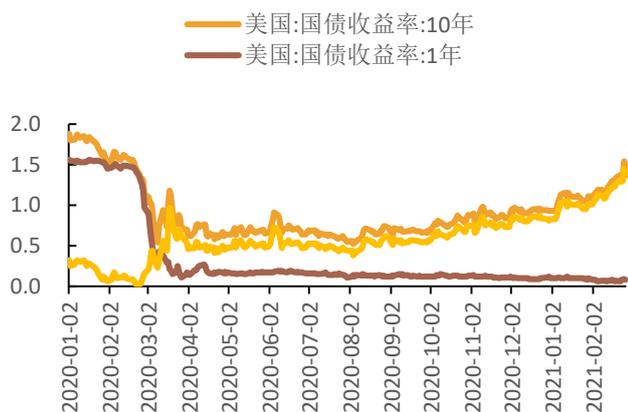


资料来源：Wind，金信期货研究院

外部原因在于美债利率快速上行引发市场对货币政策收紧的担忧，并导致全球抱团板块共振调整，A股难以独善其身。近期美债收益率快速上行，长端利率一度突破1.5%的关键位置，引起市场恐慌冲击美股，并引发全球股市调整，中美利差跌至2020年同期水平。但从内因来看，本轮美债收益率快速上行主因受到美国疫情逐渐好转、经济修复预期加快下的再通胀预期的推动，而非货币政

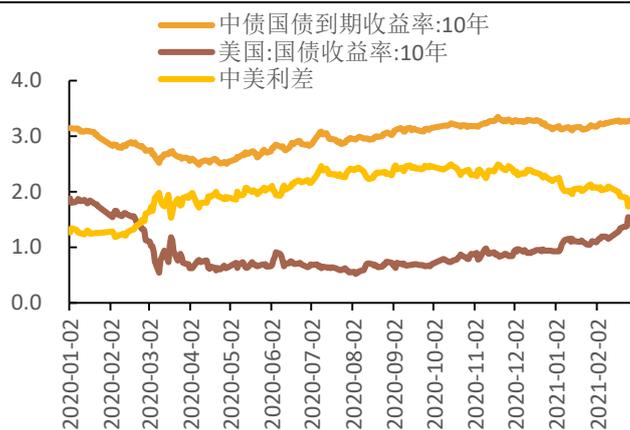
策收紧的影响。在“经济渐进修复+刺激政策暂缓退出”的宏观环境，短期并不需过度担忧全球货币政策转向带来的流动性收紧和风险资产“杀估值”，后续随着经济修复节奏的加快，流动性下的估值驱动将向业绩驱动切换，盈利修复的对冲下风险资产影响相对有限，但流动性的推动正在逐渐下降。

图 11: 美国十年期国债收益率飙升 (%)



资料来源: Wind, 金信期货研究院

图 12: 中美利差快速收窄 (%)



资料来源: Wind, 金信期货研究院

3月5日两会召开在即，带动国内市场政策预期升温。我们认为，两会前市场风险得到释放，后市下行空间有限，预计两会期间以震荡筑底为主，两会结束后市场有望重拾升势。

### 三、两会行情展望

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。

**表五：2021 年两会议程内容安排**

2021 年两会议程内容安排
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：公开资料整理，金信期货研究院

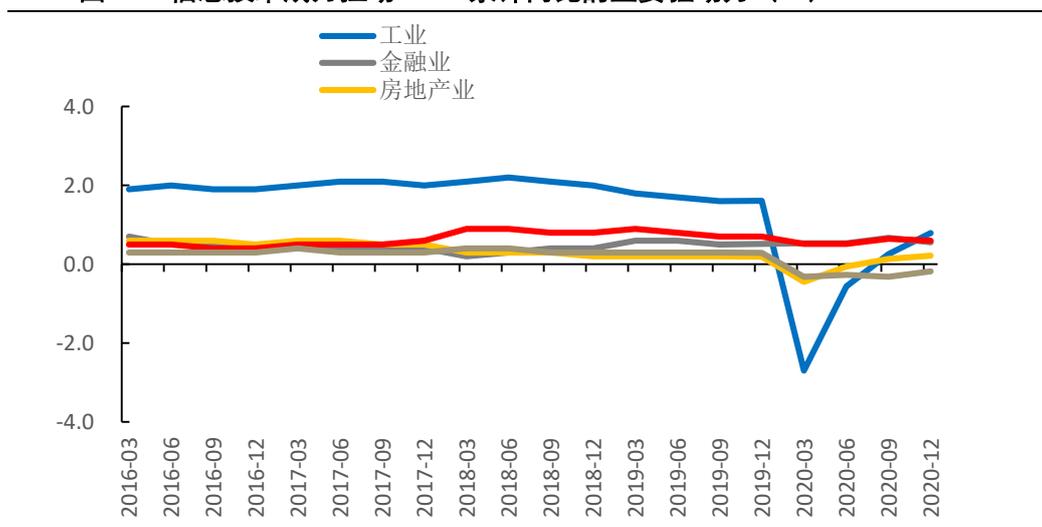
恰逢十四五开局之年，结合十四五规划建议中透露的政策思路、近期的相关政策以及地方两会工作报告的内容，我们对今年全国两会需重点关注的内容进行展望。

**碳中和目标引领绿色发展，新能源领域景气持续。**自 2020 年 9 月提出“碳中和”时间表以来，国内相关政策在加速推动，碳中和将成为两会重要议题之一。去年 9 月，我国在联合国大会上提出，要“提高国家自主贡献力度、采取更有力的政策和措施，二氧化碳排放力争于 2030 年前达到峰值，努力争取 2060 年前实现碳中和”。12 月 12 日，在巴黎协定签署 5 周年之际，我国宣布，要“到 2030 年，中国单位国内生产总值二氧化碳排放将比 2005 年下降 65%以上，非化石能源占一次能源消费比重将达到 25%左右，森林蓄积量将比 2005 年增加 60 亿立方米”。12 月的经济工作会议上，将“做好碳达峰、碳中和工作”作为明年的 8 项重点任务之一，内容包括要抓紧制定 2030 年前碳排放达峰

行动方案，支持有条件的地方率先达峰。近日，国务院再次发布《关于绿色低碳循环发展的指导意见》，指出要提升可再生能源利用比例，大力推动风电、光伏以及其他低碳能源的发展。碳中和有望作为热词在两会上获得广泛关注。

**科技创新持续引领新动能，关注高端制造产业链。**我国经济进入转型新时代。自 2018 年以来，科技产业已成为 GDP 累计同比的第二大驱动力。5G、人工智能和物联网带动下，新一轮信息技术周期正在开启，并将带动制造业智能化及科技水平的进一步提升。十四五规划建议稿中继续强调了创新驱动发展的核心战略地位，重点指出了七大方向：信息技术、新能源车、新材料、新能源、生物技术、高端装备、航空航天/海洋装备。科技创新作为近年改革发展的重点，将持续受到关注。

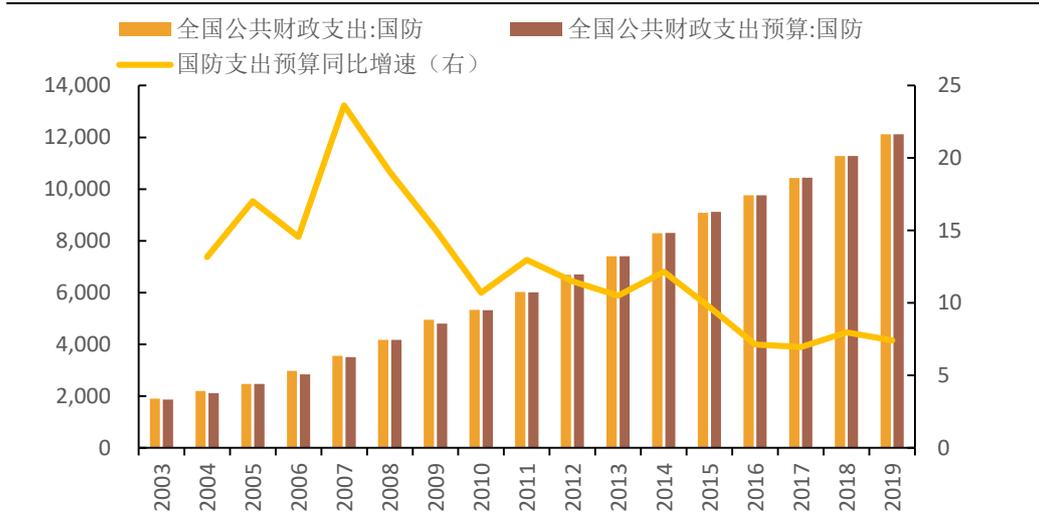
图 13：信息技术成为拉动 GDP 累计同比的重要驱动力 (%)



资料来源：Wind，金信期货研究院

**世界一流水平国防军队建设。**十四五规划明确提出，提高国防和军队现代化质量效益，促进国防实力和经济实力同步提升，确保 2027 年实现建军百年奋斗目标。2021 年 2 月，国资委计划加大投入力度的领域中，国防军工被表述在第一位。结合建军百年奋斗目标，军费增长有望维持更高的增速，或超市场预期。

图 14：国防支出预算



资料来源：Wind，金信期货研究院

## 四、两会策略总结

通过对 2000 年至今两会前后一个月以及两会期间的行情进行复盘，我们发现历年来两会前后以普涨为主，两会期间则是震荡盘整行情。主要指数方面，两会前后中证 500 表现最佳，两会期间创业板指一枝独秀。市场风格方面，两会前后及两会期间小盘风格领涨。行业方面，两会之前一个月，农林牧渔、综合和有色金属板块涨幅居前，银行、非银金融和采掘业表现较弱；两会期间，休闲服务、医药生物和食品饮料涨幅居前，农林牧渔、国防军工和钢铁板块领跌；两会后一个月，非银金融、建筑材料和电气设备领涨，通信、传媒和电气设备表现较弱。

历史上两会前一个月市场大概率收涨，但本次两会前夕主要指数估值水平已冲至近年来高位，引发市场连续调整，主要指数均已回吐年内涨幅。本轮回调的内在原因是跨年行情涨幅过大带来的调整压力，且极致的二八行情导致市场结构严重失衡；外部原因在于美债利率快速上行引发市场对货币政策收紧的担忧，并导致全球抱团板块共振调整，A 股难以独善其身。随着近期市场快速调整，当前由于前期快速上涨而累积的畏高、获利了结情绪已显著释放，市场结构也得到了一定的修正。

本轮美债收益率快速上行主因受到美国疫情逐渐好转、经济修复预期加快下的再通胀预期的推动，而非货币政策收紧的影响，短期疫情出现反复，众议院投票通过 1.9 万亿美元新一轮紧急救助计划，或使得美债收益率上升速度趋缓。

我们认为，随着两会窗口临近，市场风险偏好趋稳，下行空间有限，两会期间以震荡筑底行情为主，两会结束后市场有望重拾升势。市场风格方面，我们看好中证 500 和沪深 300 的表现。主题方面，关注碳中和、科技创新和军工等。

## 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”。