

投资策略专题

历年两会行情复盘以及这次有何不一样？

前言：2020年5月21日起两会将于北京召开。作为全年国家工作部署的重要会议，两会历来对全年政策走向、经济预期和股市表现有重大影响。本篇报告将统计汇总了近15年两会前后的大盘走势、风格演绎和行业表现，以期为当前市场提供借鉴。

1、两会前后大盘走势回顾。两会前一个月，市场大概率录得正收益；两会期间，大盘窄幅震荡居多；两会后一个月，市场上行概率较大。

两会前后一个月市场往往处于性价比较高的做多窗口。今年来看，我们反复强调市场已经处在底部区域，当前已被不断夯实。后续伴随两会预期升温、外部风险缓和、利率快速下行，两会前后市场有望继续震荡向上。

2、两会前后市场风格回顾。两会之前，成长风格相对占优，小盘股、高估值和亏损股表现较好；两会期间，市场风格收敛，伴随大盘转入窄幅震荡；两会后一个月，市场虽然也大概率上涨，但风格与两会之前往往截然不同甚至相反。

风格明显差异的核心，在于两会前后市场风险偏好的变化、分子分母主导因素的不同。今年与往年最大不同在于两会召开时间延后至5月下旬。当前市场已经处于往年两会之后的业绩披露期，市场主要担忧已经聚焦于疫情对分子端的冲击。因此今年往后，往年两会前到两会后的成长到价值的风格切换今年可能不会显著。伴随着季报期高峰过去、分母端（流动性+风险偏好）驱动力强化，对分母端更敏感的科技+周期有望在两会前后获取超额收益。

3、两会前后行业表现回顾。两会之前，综合、纺服、电气、电子涨幅靠前，而金融板块表现较弱；两会期间，医药、食品、商贸等板块相对占优，农林牧渔表现较弱；两会之后，地产链表现相对占优。

4、总结展望。从历史经验来看，两会前后一个月市场往往处于性价比较高的做多窗口。风格来看，两会前高风险偏好、高beta的成长板块相对占优，而两会之后市场风格逐渐向价值板块转移，驱动力从分母端转向分子端。

回到当下，自3月中旬以来我们反复强调市场已经处在底部区域，当前已被不断夯实。后续伴随两会预期升温、外部风险缓和、利率快速下行，市场有望继续震荡向上，建议把握两会前后这段做多窗口。

结合历史两会行情回顾及今年的特殊情况，当前到两会后这段时间，建议关注两个方向：**1）科技成长仍是中长期主线，关注新基建、半导体、云计算等板块；2）对利率下行敏感同时受益政策对冲的地产、基建、券商。**

风险提示：1、宏观经济超预期波动；2、海外超预期波动。

作者

分析师 张启尧

执业证书编号：S0680518100001

邮箱：zhangqiyao@gszq.com

相关研究

- 1、《投资策略：4月IPO发行回暖——市场情绪周监控第60期》2020-04-29
- 2、《投资策略：北上继续回流消费——陆股通周监控第62期》2020-04-28
- 3、《投资策略：深度详解创业板注册制改革》2020-04-28
- 4、《投资策略：货币利率近期有何变化？——资金价格周监控第59期》2020-04-27
- 5、《投资策略：基金持仓出炉，科创板配置如何？——科创板周监控第11期》2020-04-26



内容目录

一、两会前后大盘走势回顾	3
二、两会前后市场风格回顾	4
三、两会前后行业表现回顾	5
四、总结展望	6
风险提示	6

图表目录

图表 1: 2005-2019 年历次两会前后, 上证综指阶段表现.....	3
图表 2: 2005-2019 年历次两会前后, 风格指数涨跌幅中位数水平及上涨概率.....	4
图表 3: 2005-2019 年历次两会前后, 行业指数涨跌幅中位数水平及上涨概率.....	5

前言：2020 年 5 月 21 日起两会将于北京召开。作为全年国家工作部署的重要会议，两会历来对全年政策走向、经济预期和股市表现有重大影响。本篇报告将统计汇总了近 15 年两会前后的大盘走势、风格演绎和行业表现，以期对当前市场提供借鉴。

一、两会前后大盘走势回顾

统计样本上，我们选取 2005-2019 年的时间跨度，以各年人大会议和政协会议开幕孰早和闭幕孰晚为统计节点，对两会召开期间，以及召开前、后一个月内的市场表现加以分析。

图表 1：2005-2019 年历次两会前后，上证综指阶段表现

两会开幕时间	两会闭幕时间	两会前单月涨跌幅 (%)	两会期间累计涨跌幅 (%)	两会后单月涨跌幅 (%)
2019-03-03	2019-03-15	16.25	0.93	5.16
2018-03-03	2018-03-20	-6.69	1.11	-6.66
2017-03-03	2017-03-15	2.24	0.36	0.13
2016-03-03	2016-03-16	4.69	0.73	7.24
2015-03-03	2015-03-15	3.92	1.10	21.09
2014-03-03	2014-03-13	1.14	-1.81	5.32
2013-03-03	2013-03-17	-0.96	-3.44	-3.71
2012-03-03	2012-03-14	7.33	-2.82	-1.34
2011-03-03	2011-03-14	5.85	0.82	3.57
2010-03-03	2010-03-14	2.80	-1.94	5.07
2009-03-03	2009-03-13	5.16	1.69	18.08
2008-03-03	2008-03-18	-0.80	-15.63	-15.65
2007-03-03	2007-03-15	-3.38	4.24	22.73
2006-03-03	2006-03-16	2.20	-0.89	7.98
2005-03-03	2005-03-14	6.68	0.47	-4.57

资料来源：wind，国盛证券研究所

两会前一个月，市场大概率录得正收益。近 15 年来，除 07、08、13 和 18 年外，上证综指在两会前的一个月均取得上涨，这一方面源于两会带来的政策预期升温，另一方面也源于历年两会召开前夕市场往往正处于流动性相对宽松和风险偏好较高的春季攻势阶段。

两会期间，大盘窄幅震荡居多。回顾两会期间大盘走势，往往处于窄幅震荡中，除 08 年等个别年份，上证综指震幅往往维持在 2% 以下。

两会后一个月，市场上行概率较大。两会后首月 67% 概率大盘取得正收益。此外，相较于会前，部分年份会后的涨幅更加显著，07、09 和 15 年单月涨跌幅中位数更是接近或突破 20%。

总结而言，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 08 年的极端年份，市场出现系统性风险的概率低。今年来看，我们自 3 月中旬以来便反复强调市场已经处在底部区域，当前已被不断夯实。后续伴随两会预期升温、外部风险缓和、利率快速下行，两会前后市场有望继续震荡向上。

二、两会前后市场风格回顾

大盘走势之外，我们将视角转向市场风格的演绎，从板块、市值、估值、业绩四个维度观察两会前后市场不同风格板块的历史表现：

图表 2：2005-2019 年历次两会前后，风格指数涨跌幅中位数水平及上涨概率

风格指数	两会前一个月涨跌幅中位数(%)	两会前一个月上涨概率	风格指数	两会期间涨跌幅中位数(%)	两会期间上涨概率	风格指数	两会后一个月涨跌幅中位数(%)	两会后一个月上涨概率
成长	6.5	80.0%	消费	0.8	53.3%	金融	5.4	66.7%
周期	5.0	86.7%	成长	0.7	53.3%	周期	3.4	60.0%
消费	4.5	93.3%	周期	0.6	53.3%	消费	2.1	53.3%
金融	3.5	86.7%	金融	-0.6	46.7%	成长	-0.2	46.7%
大盘	2.7	73.3%	大盘	0.2	53.3%	大盘	3.6	66.7%
小盘	5.6	86.7%	小盘	1.0	53.3%	小盘	1.6	53.3%
高估值	4.6	93.3%	高估值	-1.5	46.7%	高估值	0.1	53.3%
低估值	3.6	80.0%	低估值	0.6	60.0%	低估值	5.1	66.7%
亏损股	6.7	93.3%	亏损股	-1.3	46.7%	亏损股	5.8	60.0%
绩优股	2.9	73.3%	绩优股	0.7	60.0%	绩优股	3.3	66.7%

资料来源：wind，国盛证券研究所

两会之前，成长风格相对占优，小盘股、高估值和亏损股表现较好。两会前夕，各类风格普遍收涨，其中成长板块涨幅中位数居前约为 6.5%，领跑其他板块。同时，中小盘、高估值、亏损股等具备高风险偏好、高 beta 特征的风格表现更佳。

两会期间，市场风格收敛，伴随大盘转入窄幅震荡。两会期间，市场通常进入窄幅震荡，各板块没有显著的优先劣后，风格并不明晰。

两会后一个月，市场虽然也大概率上涨，但风格与两会之前往往截然不同甚至相反。大类板块上金融领涨，而成长板块表现较弱，大小盘风格逆转，大盘股阶段性占优。此外低估值板块显著跑赢，绩优股相对两会前也表现更好。

为何两会前后一个月会出现如此明显的风格差异？核心在于两会前后市场风险偏好的变化、分子分母主导因素的不同。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。因此高 beta 风格超额收益显著。而两会之后，一方面政策开始进入实质落地阶段，更重要的是市场本身逐渐进入年报季报期，业绩空窗期结束，市场主要矛盾开始转向分子端。因此市场风格与两会之前发生逆转、价值股和绩优板块开始跑出超额收益。

今年有何不同？今年与往年最大不同在于两会召开时间延后至 5 月下旬。从时间节点上，当前市场已经处于往年两会之后的业绩披露期，市场主要担忧已经聚焦于疫情对分子端的冲击。因此今年往后，往年两会前到两会后的成长到价值的风格切换今年可能不会显著。伴随着季报期高峰过去、分母端（流动性+风险偏好）驱动力强化，对分母端更敏感的科技+周期有望在两会前后获取超额收益。

三、两会前后行业表现回顾

落脚到细分行业，我们将从行业的阶段涨幅和涨跌概率两个维度出发，统计两会前后的行业板块表现：

图表 3：2005-2019 年历次两会前后，行业指数涨跌幅中位数水平及上涨概率

行业名称	两会前单月涨跌幅中位数(%)	两会前一个月上涨概率	行业名称	两会期间涨跌幅中位数(%)	两会期间上涨概率	行业名称	两会后单月涨跌幅中位数(%)	两会后一个月上涨概率
综合	9.36	86.7%	医药生物	1.36	53.3%	房地产	7.72	80.0%
纺织服装	7.99	86.7%	食品饮料	1.25	66.7%	建筑材料	7.33	73.3%
电气设备	7.56	86.7%	商业贸易	1.23	60.0%	国防军工	6.96	66.7%
电子	7.09	93.3%	机械设备	1.17	53.3%	家用电器	6.77	66.7%
公用事业	6.98	86.7%	电气设备	0.61	53.3%	交通运输	6.34	66.7%
农林牧渔	6.90	93.3%	化工	0.43	53.3%	建筑装饰	5.60	66.7%
休闲服务	6.75	93.3%	汽车	0.32	53.3%	采掘	5.57	66.7%
有色金属	6.74	80.0%	国防军工	0.28	53.3%	非银金融	5.51	66.7%
医药生物	6.23	93.3%	计算机	0.27	53.3%	汽车	5.31	60.0%
汽车	6.22	93.3%	钢铁	0.20	53.3%	计算机	4.51	60.0%
建筑材料	5.93	86.7%	休闲服务	0.14	53.3%	公用事业	4.34	66.7%
计算机	5.90	93.3%	家用电器	0.03	53.3%	银行	3.32	60.0%
国防军工	5.86	80.0%	建筑装饰	0.03	53.3%	轻工制造	3.02	53.3%
化工	5.47	93.3%	有色金属	-0.03	46.7%	商业贸易	2.98	53.3%
家用电器	5.36	86.7%	公用事业	-0.14	46.7%	休闲服务	2.98	66.7%
商业贸易	4.93	86.7%	房地产	-0.28	46.7%	综合	2.95	60.0%
轻工制造	4.90	86.7%	传媒	-0.30	46.7%	化工	2.92	60.0%
建筑装饰	4.75	80.0%	建筑材料	-0.32	40.0%	钢铁	2.73	60.0%
机械设备	4.52	93.3%	纺织服装	-0.37	46.7%	有色金属	2.61	60.0%
食品饮料	4.50	86.7%	电子	-0.47	46.7%	纺织服装	1.73	60.0%
传媒	4.31	73.3%	交通运输	-0.55	40.0%	机械设备	1.38	53.3%
房地产	3.94	73.3%	通信	-0.59	46.7%	通信	1.34	53.3%
采掘	3.80	66.7%	非银金融	-0.68	46.7%	食品饮料	1.23	60.0%
钢铁	3.74	80.0%	银行	-0.81	33.3%	电子	1.01	60.0%
交通运输	3.60	86.7%	采掘	-1.17	33.3%	农林牧渔	0.69	53.3%
通信	3.40	80.0%	综合	-1.43	40.0%	传媒	-0.34	46.7%
银行	1.74	66.7%	轻工制造	-1.47	46.7%	电气设备	-0.61	46.7%
非银金融	1.34	66.7%	农林牧渔	-2.28	26.7%	医药生物	-0.64	46.7%

资料来源：wind，国盛证券研究所

两会之前，综合、纺服、电气、电子涨幅靠前，而金融板块表现较弱。两会前一个月各行业大概率普遍上涨。综合、纺织服装、电气设备、电子和公用事业表现较好，单月涨跌幅中位数分别达到+9.36%、+7.99%、+7.56%、+7.09%和+6.98%；同时银行、非银金融、通信、交通运输和钢铁表现较差，单月涨跌幅中位数分别为+1.34%、+1.74%、+3.40%、+3.60%和+3.74%。

两会期间，医药、食品、商贸等板块相对占优，农林牧渔表现较弱。医药生物、食品饮料、商业贸易涨幅中位数分别为+1.36%、+1.25%和+1.23%；同时农林牧渔、轻工制造、综合和采掘等行业跌幅居前，单月涨跌幅中位数分别为-2.28%、-1.47%、-1.43%和-1.17%。

两会之后，地产链表现相对占优。地产链相关行业涨幅居前，房地产、建材、军工、家电和交通运输涨跌幅中位数分别达到+7.72%、+7.33%、+6.96%、+6.77%和+6.34%；同时，医药生物、电气设备、传媒、农林牧渔和电子表现较弱，单月涨跌幅中位数分别为-0.64%、-0.61%、-0.34%、+0.69%和+1.01%。

四、总结展望

从历史经验来看，两会前后一个月市场往往处于性价比较高的做多窗口。大部分年份市场整体上涨、出现系统性风险的概率低。风格来看，历史数据显示两会前高风险偏好、高 beta 的成长板块相对占优，而两会之后市场风格逐渐向价值板块转移，驱动力从分母端转向分子端。这种风格变化核心在于两会前后市场特征的不同：两会前市场往往处于数据业绩空窗期，投资者风险偏好较高、流动性充裕、政策预期升温；而两会之后，一方面政策进入实质落地阶段，更重要的是市场本身逐渐进入年报、季报披露期，市场开始更聚焦于分子端变化。由此也导致两会前后市场整体上涨概率较大，但行业表现有显著差异。

回到当下，自 3 月中旬以来我们反复强调市场已经处在底部区域，当前已被不断夯实。后续伴随两会预期升温、外部风险缓和、利率快速下行，市场有望继续震荡向上，建议把握两会前后这段做多窗口。

但风格上今年与往年或有较大差异，核心在于两会召开时间延后。从时间节点上，当前市场已经处于往年两会之后的业绩披露期，市场主要担忧已经聚焦于疫情对分子端的冲击。市场风格上，投资者也持续给予大消费等内需板块确定性溢价，绩优板块相对占优。往年两会前到两会后的成长到价值的风格切换今年可能不会显著。伴随着季报期高峰过去、分母端（流动性+风险偏好）驱动力强化，对分母端更敏感的科技+周期有望在两会前后获取超额收益。结合历史两会行情回顾及今年的特殊情况，当前到两会后这段时间，建议关注两个方向：1）科技成长仍是中长期主线，关注新基建、半导体、云计算等板块；2）对利率下行敏感同时受益政策对冲的地产、基建、券商。

风险提示

1、宏观经济超预期波动；2、海外超预期波动。

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，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，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上

国盛证券研究所

北京 地址：北京市西城区平安里西大街 26 号楼 3 层 邮编：100032 传真：010-57671718 邮箱：gsresearch@gszq.com	上海 地址：上海市浦明路 868 号保利 One56 1 号楼 10 层 邮编：200120 电话：021-38934111 邮箱：gsresearch@gszq.com
南昌 地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦 邮编：330038 传真：0791-86281485 邮箱：gsresearch@gszq.com	深圳 地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼 邮编：518033 邮箱：gsresearch@gszq.com