

两会前后市场表现分析

日期：2020年05月29日

投资要点：

- **两会开幕同步经济复苏：**今年两会开幕前，我国多个受一季度受疫情影响明显的经济指标在4月出现触底回暖的迹象，虽然上游行业表现则受需求端恢复不足的影响出现分化，但下游和中游行业得益于疫情防控措施放松和政策支持，反弹表现较为明显。
- **两会前大盘贴近历史，风格存差异：**往年两会前30日在春节前后，市场流动性相对宽松的阶段，叠加对两会公布政策的预期，对市场风险偏好上扬起到推进作用，大盘有大概率在两会开幕前30日呈现上涨态势，今年两会前30日上证综指录得0.54%涨幅。今年类似2009年，两会前消费风格涨4.30%居首位，而非往年80%领涨的高β成长行业。但在具体行业中，与2009年不同，2020年由于疫情防控的限制和网购的普及，食品饮料和家用电器行业涨幅较多。
- **两会期间市场偏好切换，风险偏好降低：**两会间大盘以窄幅震荡居多，今年大盘波动由于中美贸易摩擦有所加大。往年两会期间市场风格偏好转变的趋势在今年同样得以体现，今年两会期间以防御性质为主的稳定风格是唯一录得正收益的风格指数，两会期间市场情绪有所收敛。
- **两会后市场走势分析和投资策略：**从近年来历史表现看，市场在两会后30日往往表现上行，大盘有超过70%的概率上涨，涨幅比两会前30日和两会召开期间扩大的概率较高。行业配置我们认为有3条主线，一是受益于促进内需的消费行业，从必须消费品到可选消费、消费服务等均会受益于消费复苏；二是受益于投资增加的新基建行业，主要有5G，新能源车、充电桩，芯片半导体，工业互联网，人工智能等产业，将受益于政策支持；三是受益于新型城镇化建设的老旧小区改造、新房竣工的家居、家电、电梯、物业服务等行业。
- **风险因素：**中美贸易摩擦加剧，宏观经济超预期下行。

分析师：徐飞

执业证书编号：S0270520010001

电话：18621750958

邮箱：xufei@wlzq.com.cn

相关报告

1. 万联证券研究所 20200518_策略专题报告_AAA_中期业绩预披露分析
2. 万联证券研究所 20200515_策略专题报告_行业估值回升，景气度继续复苏
3. 万联证券研究所 20200506_策略专题报告_AAA_关注内需行业改善

目录

1、两会开幕同步经济复苏	4
1.1 下游行业	4
1.2 中游行业	5
1.3 上游行业	6
2、政府工作报告关键字	10
2.1 “六保”和“六稳”	10
2.2 “积极有为”和“灵活适度”	10
2.3 “扩大内需”和“扩大投资”	11
2.4 “新型城镇化”	11
2.5 “制造业升级”和“产业发展”	11
3、两会前大盘走势贴近历史，但风格偏好存差异	12
3.1 会前延续上证综指上涨“惯例”	12
3.2 市场风格偏好消费，但有别于 2009 年	12
4、两会期间市场偏好切换，风险偏好降低	13
5、两会后市场走势分析，大部分时期表现上行	15
5.1 历史上两会后市场大部分表现上行	15
5.2 会前会后风格切换或不明显	16
6、投资建议	17
7、风险提示	18
图表 1：社会消费品零售总额同比增速 (%)	4
图表 2：商品房销售面积和房地产开发投资完成额同比增速 (%)	4
图表 3：智能手机出货量同比增速 (%)	5
图表 4：家用电器和音像器材零售额同比增速 (%)	5
图表 5：乘用车和商用车当月销量同比增速 (%)	5
图表 6：全球、亚太和中国半导体销售额同比增速 (%)	5
图表 7：公路客运量和货运量同比增速 (%)	6
图表 8：铁路客运量和货运量同比增速 (%)	6
图表 9：民航客运量和货邮运输量同比增速 (%)	6
图表 10：WTI 原油现货价 (美元)	7
图表 11：螺纹钢期货结算价 (元/吨)	7
图表 12：铁矿石期货结算价 (元/吨)	7
图表 13：主要钢材库存量 (万吨)	8
图表 14：螺纹钢库存量 (万吨)	8
图表 15：动力煤期货结算价 (元/吨)	8
图表 16：焦煤期货结算价 (元/吨)	8
图表 17：玻璃期货结算价 (元/吨)	8
图表 18：水泥价格指数 (全国)	8
图表 19：猪肉平均零售价 (元/斤)	9
图表 20：鸡肉平均零售价 (元/斤)	9
图表 21：玉米期货收盘价	9
图表 22：大豆期货收盘价	9
图表 23：小麦期货收盘价	9

图表 24: 稻谷期货收盘价	9
图表 25: 我国城镇调查失业率 (%)	10
图表 26: M1 同比增速 (%)	10
图表 27: M2 同比增速 (%)	10
图表 28: 社会消费品零售总额同比增速 (%)	11
图表 29: 房地产销售面积和开发投资完成额累计同比增速 (%)	11
图表 30: 上证综指两会开幕前 30 日涨跌幅 (%)	12
图表 31: 中信风格指数两会开幕前 30 日涨跌幅 (%)	13
图表 32: 申万一级行业两会开幕前 30 日涨跌幅 (%)	13
图表 33: 上证综指两会开闭幕期间涨跌幅 (%)	14
图表 34: 中信风格指数两会开闭幕期间涨跌幅 (%)	14
图表 35: 上证综指两会开闭幕期间日均成交额 (亿元)	15
图表 36: 申万一级行业两会开闭幕期间涨跌幅 (%)	15
图表 37: 上证综指两会闭幕后 30 日涨跌幅 (%)	16
图表 38: 中信风格指数两会闭幕后 30 日涨跌幅 (%)	17
图表 39: 申万一级行业 2003 年-2019 年两会闭幕后 30 日涨跌幅中位数 (%) ...	17

1、两会开幕同步经济复苏

“两会”是对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，其中相对于各地方两会，最晚召开的全国两会是每年中国最重要的政治会议，也是本文中的“两会”具体所指。

受新型冠状病毒疫情影响，2020年全国两会由约定俗成的3月3日推迟至5月21日开幕，对于A股意味着会议召开时间变更至上市公司2020年一季度报和2019年年报披露后。作为“十三五”规划（2016-2020年）的收官之年，今年两会会议在主要内容没有缩减的情况下，持续时间由往年的12至18天缩短至8天。

值得注意的是，今年两会开幕前，我国多个受一季度受疫情影响明显的经济指标在4月出现触底回暖的迹象，虽然上游行业表现则受需求端恢复不足的影响出现分化，但下游和中游行业得益于疫情防控措施放松和政策支持，反弹表现较为明显。

1.1 下游行业

由于内地疫情自3月起持续向好，下游消费情绪进入二季度进一步回暖，叠加地方政府发放消费券、开放线下实体店消费等一系列促消费政策实施，使得3-4月下游行业景气度普遍环比回升。

随着五一劳动节假期期间全国所有省级行政区均解除重大卫生公共一级响应，假期期间消费金额较清明节有较大幅度提升，预计下游行业在二季度内有较大概率继续恢复景气度。

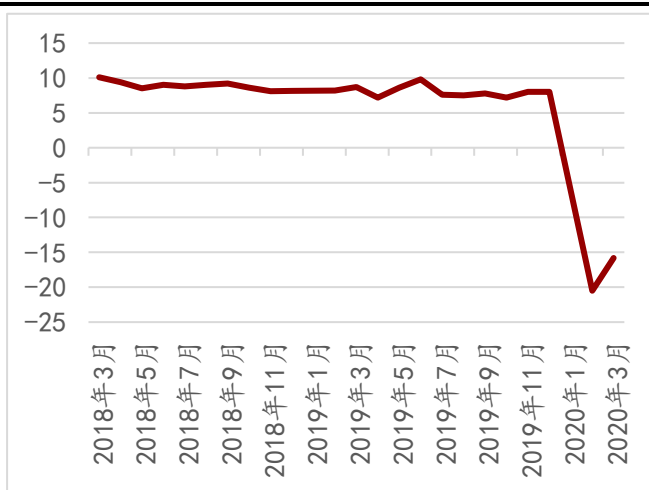
社会消费品零售总额3月同比增速-15.8%，较上月回升4.7个pct，较去年同期下降了24.5个pct。

商品房销售面积3月累计同比增速-26.3%，较上月回升13.6个pct，房地产开发投资完成额3月累计同比增速-7.7%，较上月回升8.6个pct。

智能手机出货量4月同比增速17.2%，较上月大幅回升39.1个pct，结束连续4个月同比增速负增长。

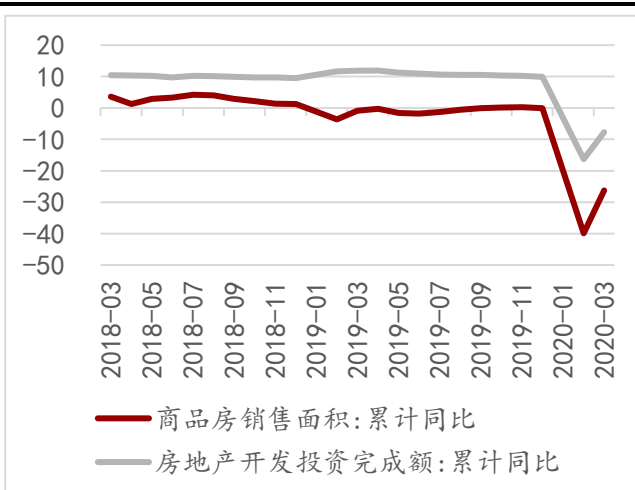
家用电器3月累计零售同比增速为-29.9%，与上月-30%基本持平。

图表1：社会消费品零售总额同比增速（%）



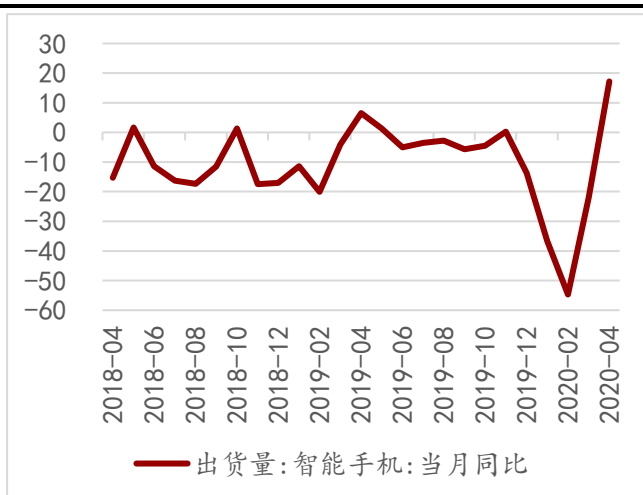
资料来源：Wind，万联证券研究所

图表2：商品房销售面积和房地产开发投资完成额同比增速（%）



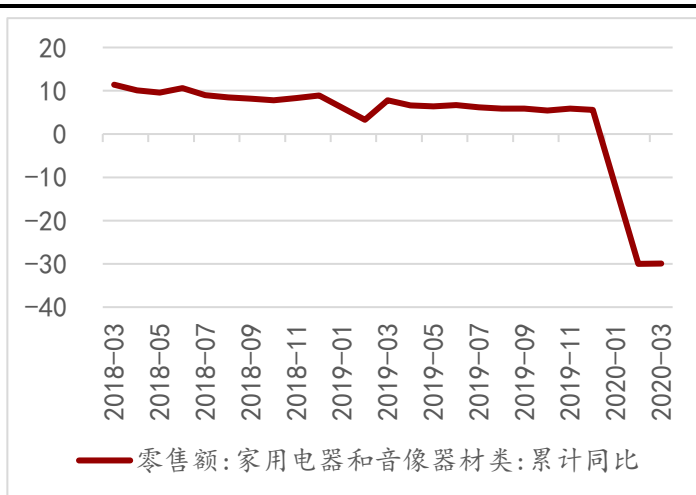
资料来源：Wind，万联证券研究所

图表3: 智能手机出货量同比增速 (%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表4: 家用电器和音像器材零售额同比增速 (%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

1.2 中游行业

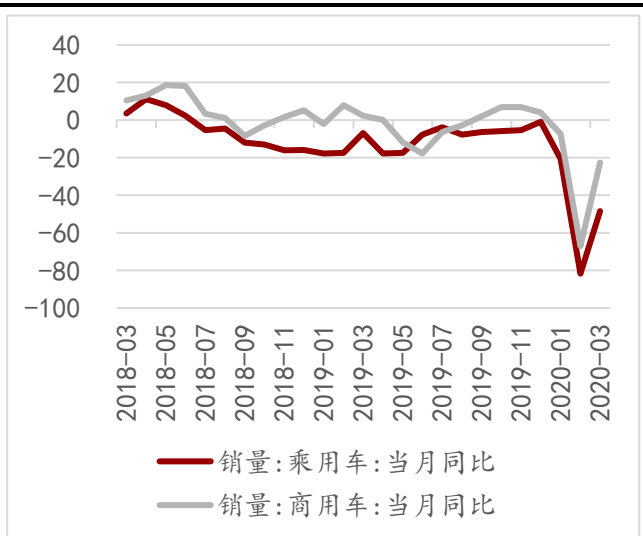
中游行业受益于进一步复工复产和疫情防控管制措施放松,在3月至4月中游行业中的汽车、半导体和交通运输行业业绩持续改善,相关业绩指标环比均为正增长。同时,新能源汽车补贴新政、工信部宣布建设国家医疗器械创新中心和集成电路创新中心等政策有较大几率支撑相关中游行业短期内继续改善业绩。

乘用车和商用车3月销量同比增速分别为-48.42%和-22.60%,较上月环比大幅提高33.26个pct和34.47个pct。

全球半导体销售额同比增速在今年2月结束持续一年的负增长转正,增速在3月进一步扩大,亚太地区与中国销售额同比增速已连续半年上升。

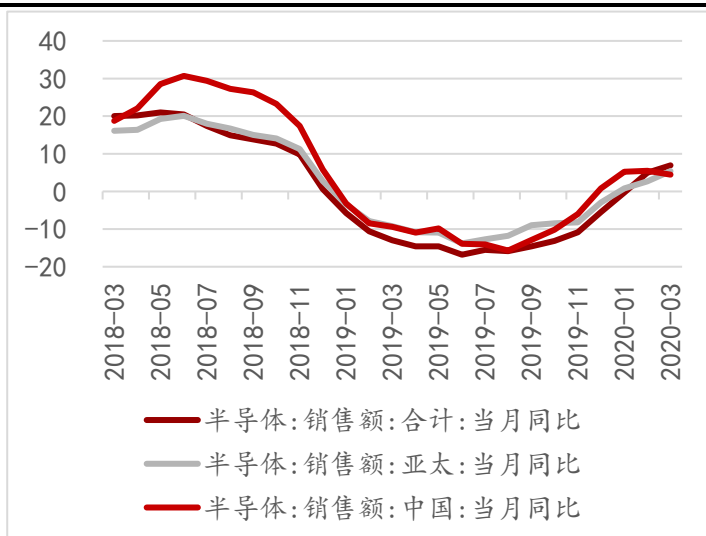
3月,公路、铁路以及民航客运增速都相应出现了改善,公路货运同比跌幅也明显收窄,铁路货运同比增速较2月小幅下滑但仍维持正增长,民航货运同比增速在2月负增长基础上小幅下滑。

图表5: 乘用车和商用车当月销量同比增速 (%)



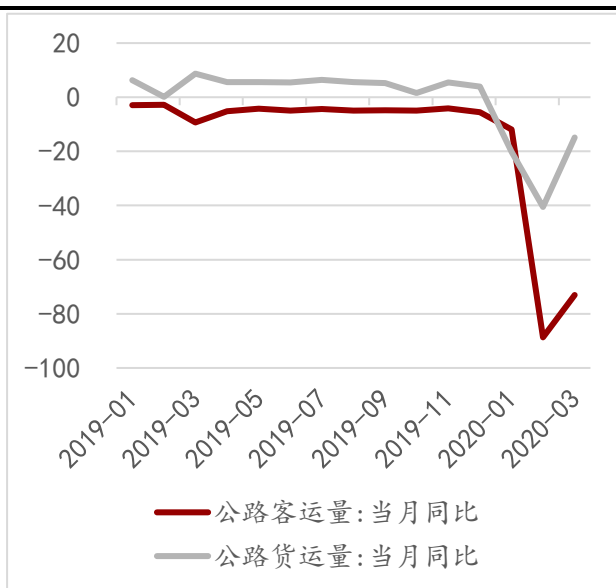
资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表6: 全球、亚太和中国半导体销售额同比增速 (%)



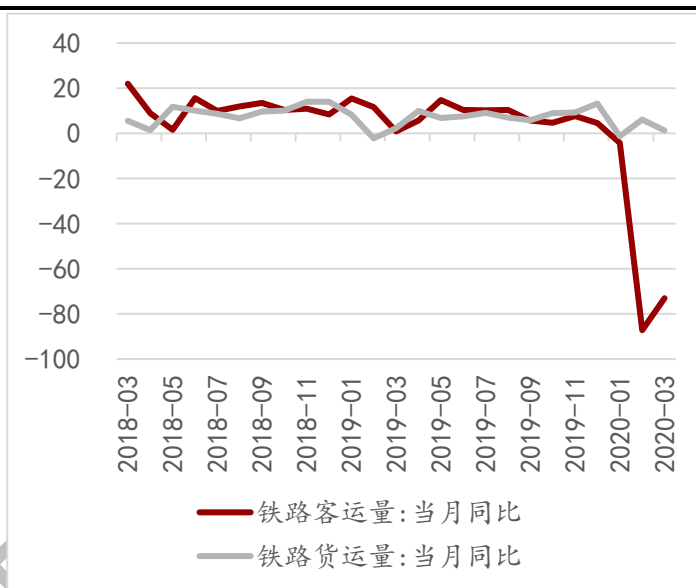
资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表7：公路客运量和货运量同比增速 (%)



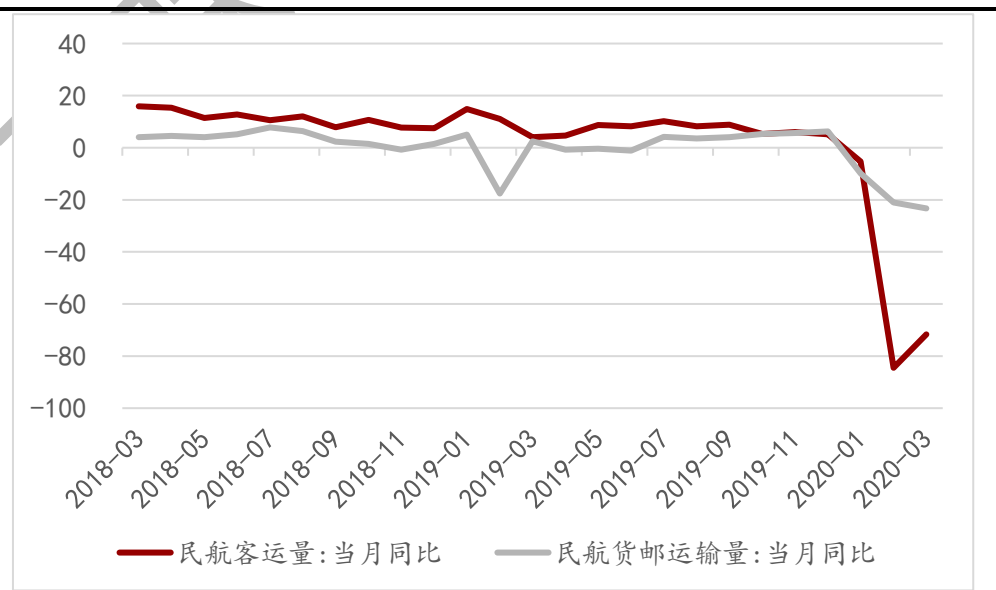
资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表8：铁路客运量和货运量同比增速 (%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表9：民航客运量和货邮运输量同比增速 (%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

1.3 上游行业

相较于景气度普遍上行的下游和中游行业，上游行业4月景气度多数向下。由于海外疫情在4月未能出现较大改善，导致需求端持续下行，原油现货价格在4月20日首次出现负油价，能源、钢铁等上游行业在4月仍承压；农业方面肉类价格环比继续降低，粮食类价格存在分化。

随着欧美等主要海外经济体在4月底开始陆续启动复工复产复学计划，并降低居民出行限制，预计上游行业需求端短有概率在二季度内获得一定修复，景气度前景仍不及下游和中游行业。

4月原油价格波动剧烈需求走弱背景下价格持续下跌，月中甚至出现了创纪录的负油价，库存同比增速持续回升。截至4月末，WTI原油现货价格在月中触及负油价后回升至18.84美元，与3月末价格相比仍下降了8%。

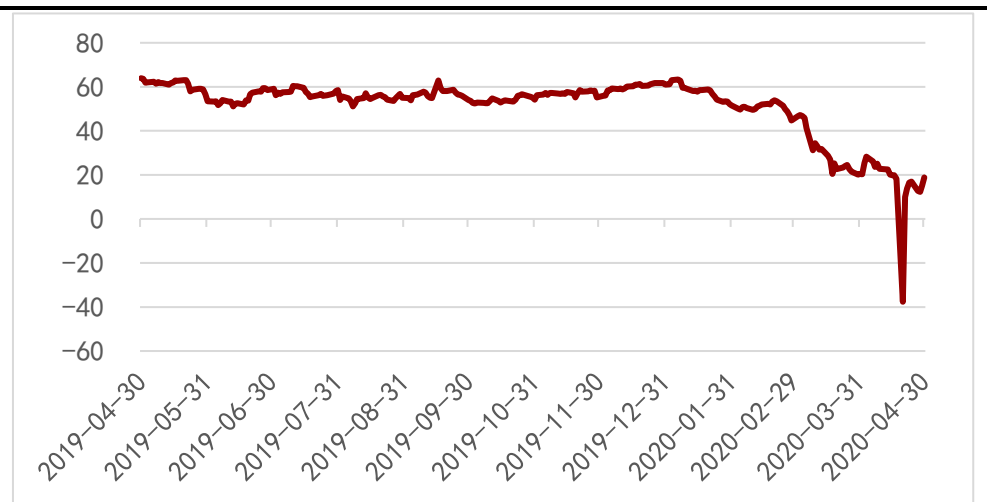
螺纹钢和铁矿石4月较上月价格稳中有升，库存量较上月环比有所下降，但同比增速仍维持在高位。

动力煤和焦煤4月价格较上月均出现较大幅度下降。

4月建材价格继续下行，其中水泥价格指数较上月小幅下降，玻璃价格较上月大幅下滑。

鸡肉和猪肉4月价格继续回落，粮食价格出现分化，玉米和小麦价格较上月下跌，大豆价格有所回升，稻谷价格大幅上涨。

图表10: WTI原油现货价(美元)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表11: 螺纹钢期货结算价(元/吨)



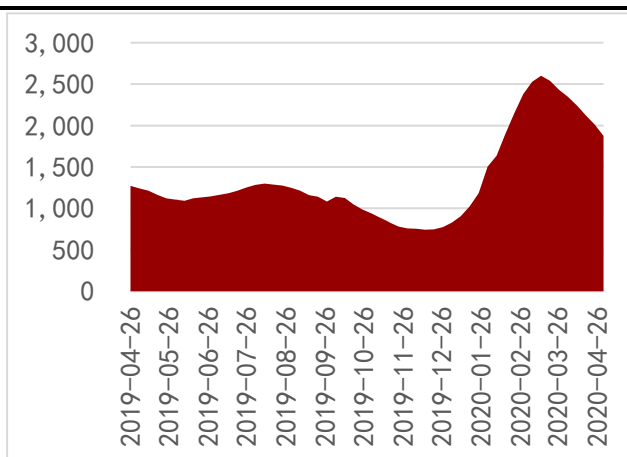
资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表12: 铁矿石期货结算价(元/吨)



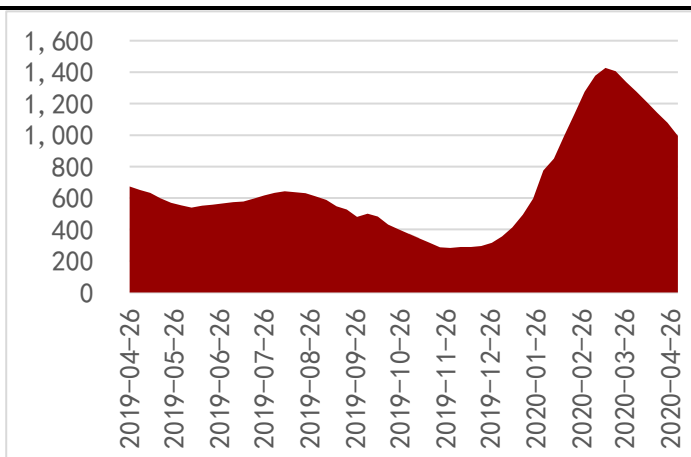
资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表13: 主要钢材库存量 (万吨)



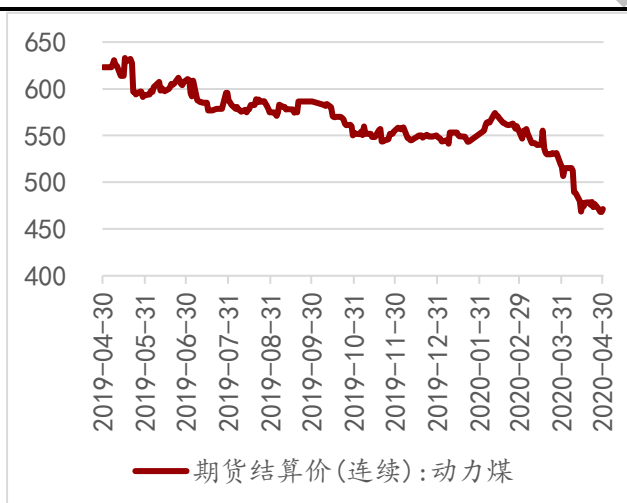
资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表14: 螺纹钢库存量 (万吨)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表15: 动力煤期货结算价 (元/吨)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表16: 焦煤期货结算价 (元/吨)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表17: 玻璃期货结算价 (元/吨)



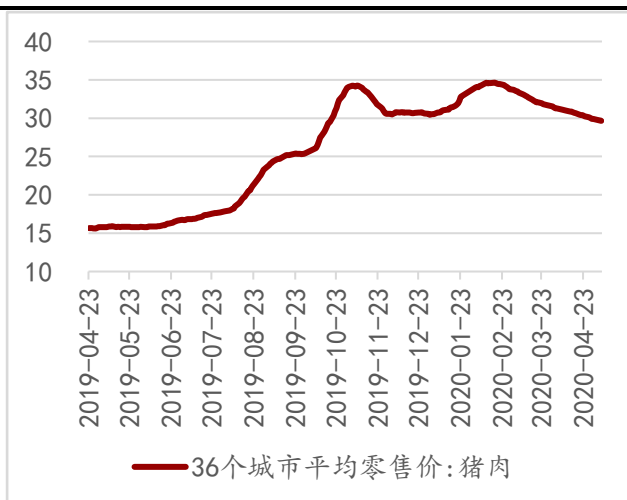
资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表18: 水泥价格指数 (全国)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表19: 猪肉平均零售价 (元/斤)



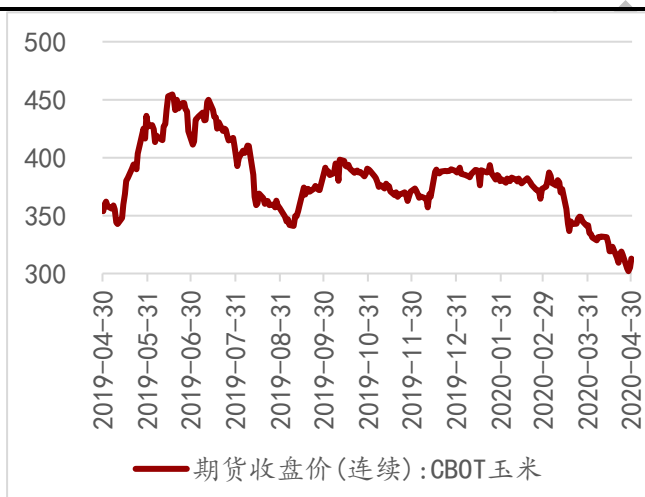
资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表20: 鸡肉平均零售价 (元/斤)



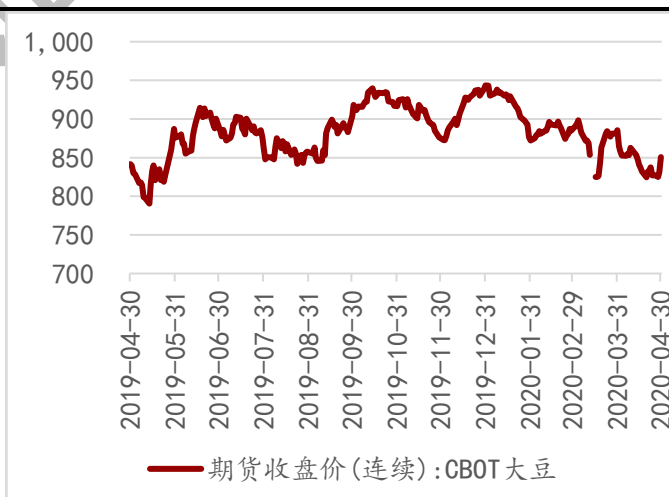
资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表21: 玉米期货收盘价



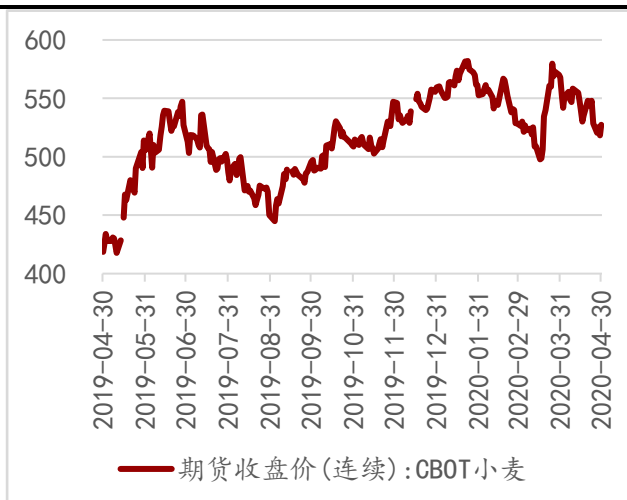
资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表22: 大豆期货收盘价



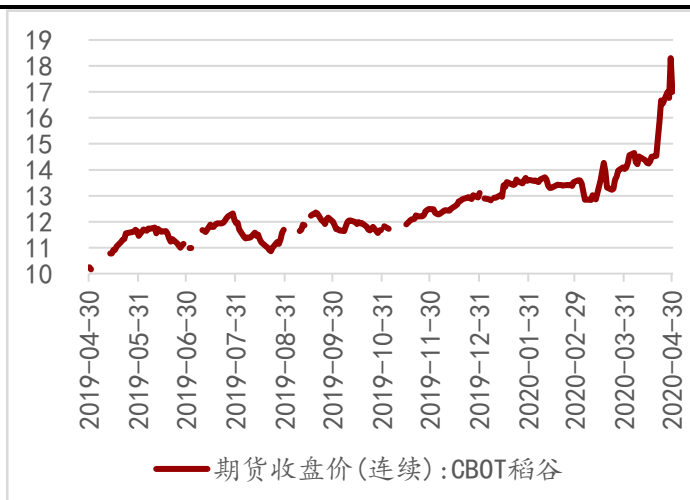
资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表23: 小麦期货收盘价



资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表24: 稻谷期货收盘价



资料来源: Wind, 万联证券研究所

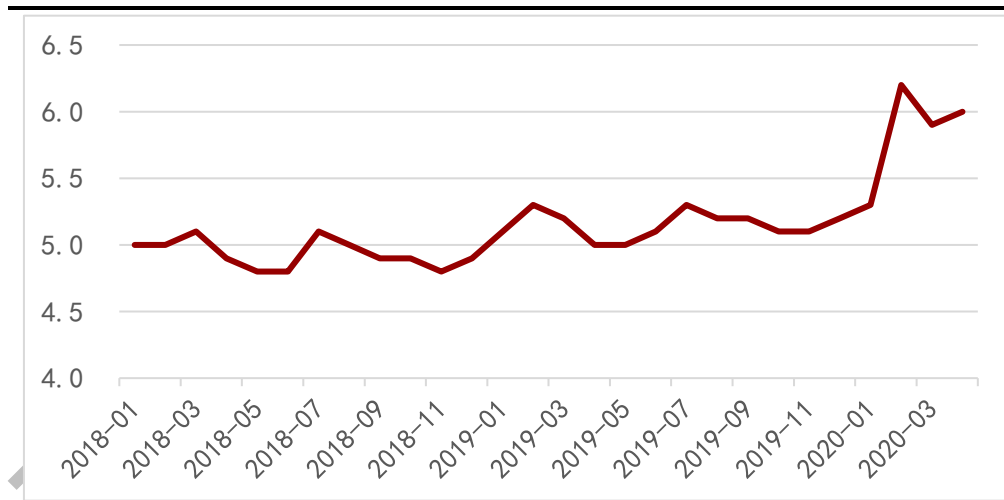
2、政府工作报告关键字

2.1 “六保”和“六稳”

由于受疫情影响，工作报告首次对全年GDP增长没有提出具体目标，淡化数字指标，集中精力做好“六保”和“六稳”，确保减轻疫情对于民生的冲击影响。

“六保”、“六稳”的关键是保就业和保企业，是做好全年民生保障的重要抓手。保企业是保就业的前提，只要保住企业尤其是中小企业的正常经营，就能保住就业率的稳定，稳住经济基本盘。政府工作报告中对于保企业推出了一系列政策，全年为企业新增减负超过2.5万亿；降电价降网费减免租金；实行金融优惠政策等。

图表255：我国城镇调查失业率（%）

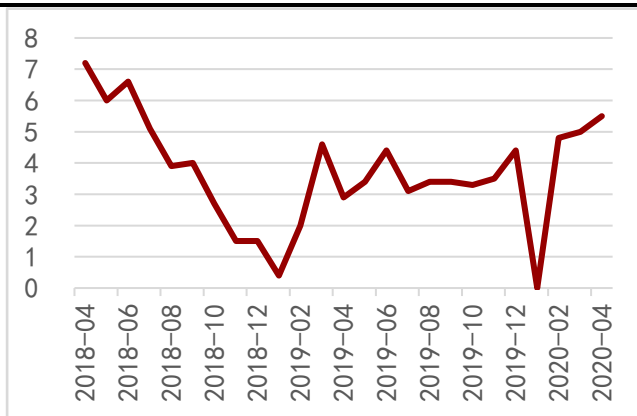


资料来源：Wind，万联证券研究所

2.2 “积极有为”和“灵活适度”

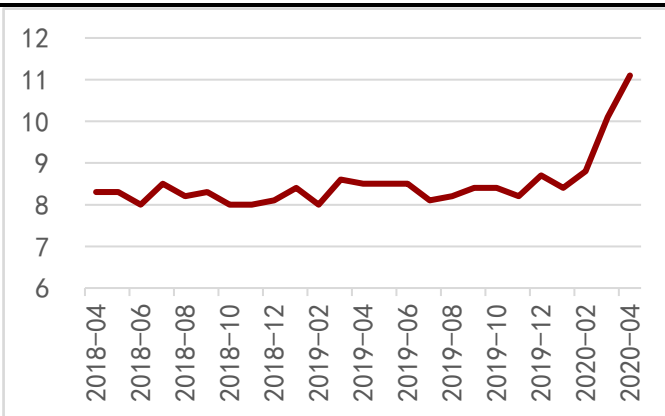
财政政策更加积极有为，货币政策更加灵活适度。财政政策方面，今年赤字率拟按3.6%以上安排，财政赤字规模3.76万亿，比去年增加1万亿；首次设置抗疫特别国债，并发行1万亿，新增加的赤字规模和特别国债将全部转给地方使用；拟安排地方政府专项债券3.75万亿，比去年增加1.6万亿，较去年大幅提高，主要用于支持地方新型基础设施、新型城镇化建设和重大工程建设。货币政策方面，引导M2和社融规模增速明显高于去年，推动利率持续下行。

图表266：M1同比增速（%）



资料来源：Wind，万联证券研究所

图表27：M2同比增速（%）



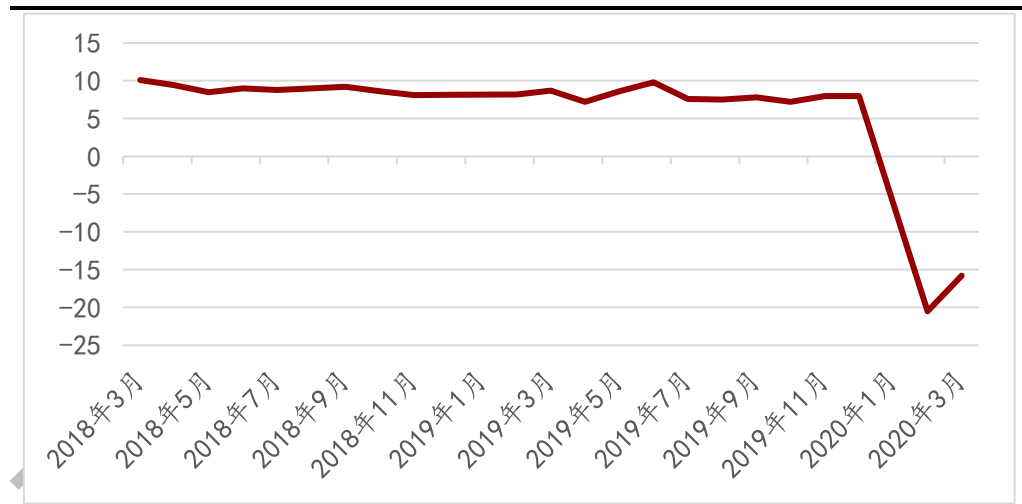
资料来源：Wind，万联证券研究所

2.3 “扩大内需”和“扩大投资”

实施扩大内需战略，推动经济发展方式加快转变。多措并举推动消费回升，通过稳就业保民生，提高居民消费意愿和能力。支持餐饮、商场、文化、旅游、家政等生活服务业恢复发展，推动线上线下融合。支持电商、快递进农村，拓展农村消费。

扩大有效投资。今年拟安排地方政府专项债券3.75万亿元，提高专项债券可用作项目资本金的比例，中央预算内投资安排6000亿元。重点支持加强新型基础设施建设，发展新一代信息网络，拓展5G应用，建设充电桩，推广新能源汽车，激发新消费需求、助力产业升级。加强新型城镇化建设，新开工改造城镇老旧小区3.9万个，支持加装电梯，发展用餐、保洁等多样社区服务。

图表28：社会消费品零售总额同比增速（%）

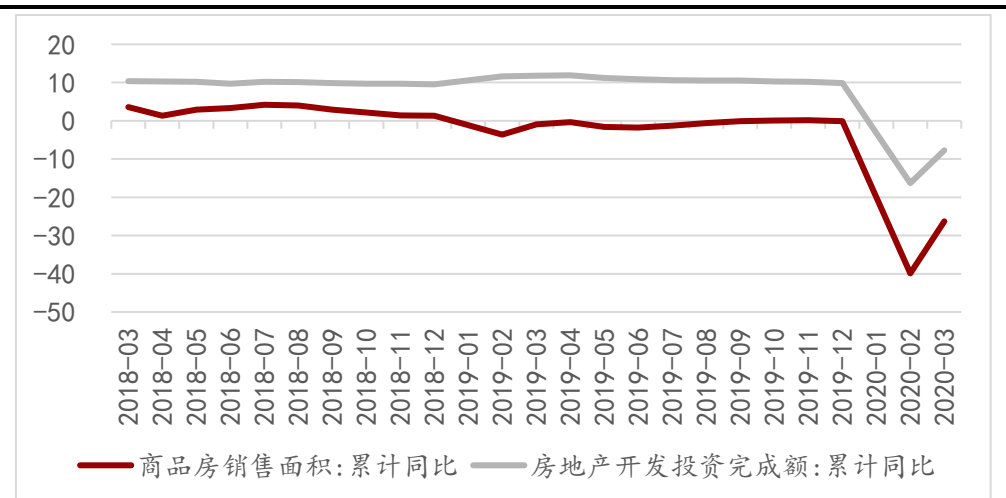


资料来源：Wind，万联证券研究所

2.4 “新型城镇化”

深入推进新型城镇化，重申“房住不炒”，未提及房地产税。坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，因城施策，促进房地产市场平稳健康发展。今年稳就业促发展的压力较大，房地产行业稳定对于经济的稳定复苏有重要作用，预计今年房地产不会出现过度刺激政策，稳定发展是重中之重。

图表29：房地产销售面积和开发投资完成额累计同比增速（%）



资料来源：Wind，万联证券研究所

2.5 “制造业升级”和“产业发展”

推动制造业升级和新兴产业发展。大幅增加制造业中长期贷款，发展工业互联网，推进智能制造。电商网购、在线服务等新业态在抗疫中发挥了重要作用，要继续出台支持政策，全面推进“互联网+”，打造数字经济新优势。

3、两会前大盘走势贴近历史，但风格偏好存差异

我们选取并统计历年两会前后30日市场数据，将政协会议开幕日定为两会起点、人大会议闭幕日定为两会终点。

3.1 会前延续上证综指上涨“惯例”

从历史数据上来看，大盘有大概率在两会开幕前30日呈现上涨态势，两次例外分别是十二届一次会议（2013年）和十三届一次会议（2018年）。这一趋势原因或因为近年来全国两会开幕日期约定俗成均设为3月3日，使得两会前30日处于上市公司暂未大规模披露前一年业绩，市场流动性相对宽松的阶段，叠加对两会公布政策的预期，对市场风险偏好上扬起到推进作用。今年两会前30日正好处于4月末上市公司集中公布2019年年报和2020年一季报的时间点，市场风险偏好和流动性自3月以来的筑底上行同样使得上证综指录得0.54%涨幅，但是涨幅较往年明显收窄。

图表30：上证综指两会开幕前30日涨跌幅（%）

会议序列	两会开幕时间	两会闭幕时间	会前30日涨跌幅（%）
十三届三次	2020/5/21	2020/5/28	0.54
十三届二次	2019/3/3	2019/3/15	15.84
十三届一次	2018/3/3	2018/3/20	-6.50
十二届五次	2017/3/3	2017/3/15	1.87
十二届四次	2016/3/3	2016/3/16	6.36
十二届三次	2015/3/3	2015/3/15	1.64
十二届二次	2014/3/3	2014/3/13	2.07
十二届一次	2013/3/3	2013/3/17	-1.09
十一届五次	2012/3/3	2012/3/14	8.49
十一届四次	2011/3/3	2011/3/14	4.02
十一届三次	2010/3/3	2010/3/14	3.60
十一届二次	2009/3/3	2009/3/13	4.06
十一届一次	2008/3/3	2008/3/18	2.72
十届五次	2007/3/3	2007/3/16	1.62
十届四次	2006/3/3	2006/3/14	2.80
十届三次	2005/3/3	2005/3/14	8.60
十届二次	2004/3/3	2004/3/14	4.47
十届一次	2003/3/3	2003/3/18	1.71

资料来源：Wind，万联证券研究所

3.2 市场风格偏好消费，但有别于2009年

从市场风格偏好来看，今年与往年在推动两会开幕前30日大盘上行的风格上有明显区别。在成长、消费、金融、周期和稳定这五大风格中，今年消费风格涨幅居首位（4.30%），其次是成长风格（1.21%）也高于大盘同期涨幅，金融、周期和稳定风格均出现下跌。对比历史数据，成长风格在过去15届两会前30日中，有12次领涨各风格板块，这符合我们对往年由于流动性宽松使得市场风险偏好推高，资金流向高β的风格推断。

除今年外唯一一次消费风格领涨的是2009年，外部大环境中全球经济受金融危机大冲

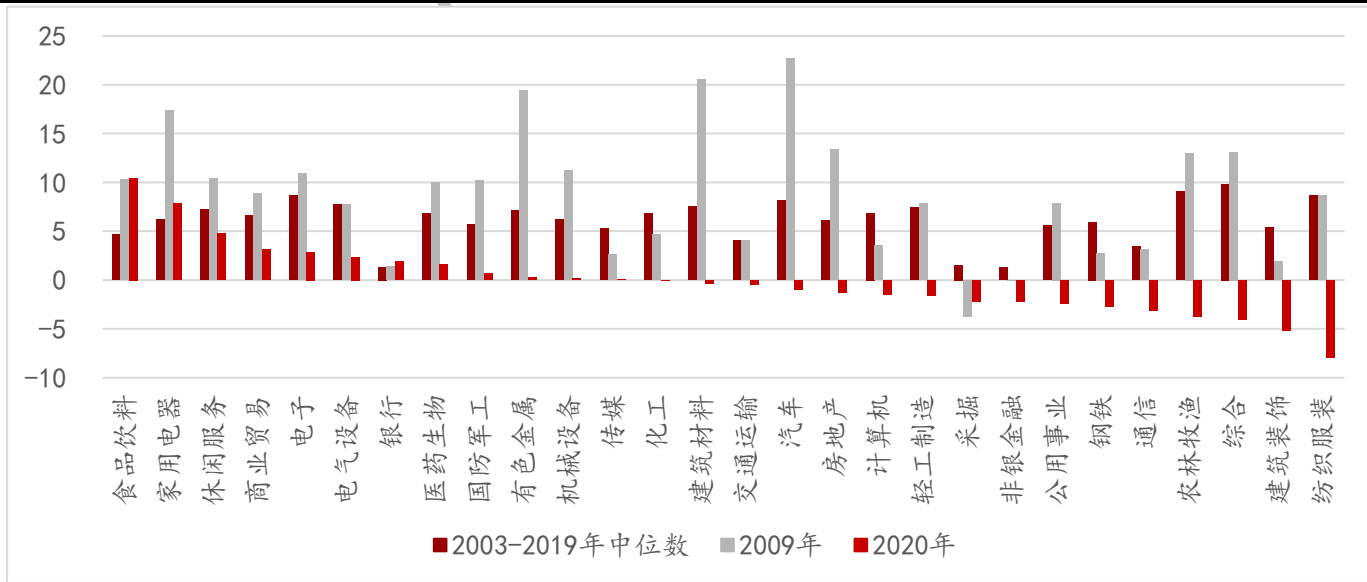
击出现动荡下滑，需求萎靡，对内政府采取大规模投资等刺激经济，家电下乡、发放消费券等方式刺激消费，在外部大环境和内部政府危机应对的方向上与今年上半年类似。在具体行业中，2009年汽车、有色金属、地产产业链和家用电器行业领涨，2020年由于疫情防控的限制和网购的普及，食品饮料和家用电器行业涨幅较多。

图表31：中信风格指数两会开幕前30日涨跌幅（%）

会议序列	两会开幕时间	两会闭幕时间	稳定	周期	金融	成长	消费
十三届三次	2020/5/21	2020/5/28	-0.92	-1.71	-0.33	1.21	4.30
十三届二次	2019/3/3	2019/3/15	12.97	18.63	17.33	26.14	18.14
十三届一次	2018/3/3	2018/3/20	-4.53	-3.90	-9.66	0.21	-4.83
十二届五次	2017/3/3	2017/3/15	3.21	3.07	0.22	3.86	2.99
十二届四次	2016/3/3	2016/3/16	5.95	9.03	6.45	4.56	5.42
十二届三次	2015/3/3	2015/3/15	4.66	6.35	-0.05	13.25	6.55
十二届二次	2014/3/3	2014/3/13	2.41	5.76	-2.68	2.31	2.80
十二届一次	2013/3/3	2013/3/17	1.40	1.62	-1.82	7.39	4.14
十一届五次	2012/3/3	2012/3/14	8.12	13.36	10.36	16.64	13.22
十一届四次	2011/3/3	2011/3/14	1.69	6.31	5.84	8.02	6.59
十一届三次	2010/3/3	2010/3/14	6.43	5.88	4.77	8.03	6.34
十一届二次	2009/3/3	2009/3/13	6.42	8.32	3.82	7.16	9.71
十一届一次	2008/3/3	2008/3/18	8.17	10.88	-0.63	14.87	12.65
十届五次	2007/3/3	2007/3/16	13.07	11.55	1.82	13.25	7.36
十届四次	2006/3/3	2006/3/14	-2.63	0.33	2.63	-4.71	2.43
十届三次	2005/3/3	2005/3/14	6.92	8.92	7.11	10.29	7.71

资料来源：Wind，万联证券研究所

图表32：申万一级行业两会开幕前30日涨跌幅（%）



资料来源：Wind，万联证券研究所

4、两会期间市场偏好切换，风险偏好降低

两会间大盘以窄幅震荡居多，今年大盘波动由于中美贸易摩擦有加剧势头而有所加大。往届两会年份，除了十届一次会议（2003年）、十一届一次会议（2008年）和十二届一次会议（2013年）期间以外，会间相比会前30日，上证综指涨跌波动均有所降低。这一方面因为往年两会会议持续时间一般在两周左右，期间交易日数量有限，另

一方面也是市场偏好从两会前风险性较高的板块转移的一个体现。

往年两会期间市场风格偏好转变的趋势在今年同样得以体现。与两会前30日成长风格表现独占鳌头不同，各风格在两会期间都曾有过领涨的历史。今年两会期间以防御性质为主的稳定风格是唯一录得正收益的风格指数，体现了两会期间市场情绪相对4月末财报发布期有所收敛。

从行业板块来看，今年两会期间28个一级行业仅有休闲服务（4.76%）、轻工制造（2.16%）、商业贸易（0.93%）、房地产（0.41%）和交通运输（0.18%）5个一级行业上涨。行业板块在两会期间涨少跌多的情况是符合往年规律的，从2003年至2019年，两会期间涨跌幅中位数为正的一级行业仅有食品饮料（0.88%），钢铁（0.41%），商业贸易（0.22%），汽车（0.16%），通信（0.08%）和化工（0.07%）共6个。同时，由于中美贸易摩擦在两会期间有着抬头趋势，导致市场交易情绪较会前有所回落，上证综指日均成交额较会前30日减少10%。

图表27：上证综指两会开闭幕期间涨跌幅（%）

会议序列	两会开幕时间	两会闭幕时间	两会间涨跌幅（%）
十三届三次	2020/5/21	2020/5/28	-1.30
十三届二次	2019/3/3	2019/3/15	0.93
十三届一次	2018/3/3	2018/3/20	1.11
十二届五次	2017/3/3	2017/3/15	0.36
十二届四次	2016/3/3	2016/3/16	0.73
十二届三次	2015/3/3	2015/3/15	1.10
十二届二次	2014/3/3	2014/3/13	-1.81
十二届一次	2013/3/3	2013/3/17	-3.44
十一届五次	2012/3/3	2012/3/14	-2.82
十一届四次	2011/3/3	2011/3/14	0.82
十一届三次	2010/3/3	2010/3/14	-1.94
十一届二次	2009/3/3	2009/3/13	1.69
十一届一次	2008/3/3	2008/3/18	-15.63
十届五次	2007/3/3	2007/3/16	3.49
十届四次	2006/3/3	2006/3/14	-2.07
十届三次	2005/3/3	2005/3/14	0.47
十届二次	2004/3/3	2004/3/14	0.44
十届一次	2003/3/3	2003/3/18	-3.44

资料来源：Wind，万联证券研究所

图表28：中信风格指数两会开闭幕期间涨跌幅（%）

会议序列	两会开幕时间	两会闭幕时间	稳定	周期	金融	成长	消费
十三届三次	2020/5/21	2020/5/28	0.13	-1.74	-0.93	-3.81	-0.96
十三届二次	2019/3/3	2019/3/15	2.22	4.01	-0.56	5.60	3.38
十三届一次	2018/3/3	2018/3/20	0.26	1.26	0.99	3.21	3.32
十二届五次	2017/3/3	2017/3/15	0.22	0.86	0.24	1.61	1.75
十二届四次	2016/3/3	2016/3/16	0.61	-2.38	1.70	-2.80	-1.19
十二届三次	2015/3/3	2015/3/15	0.85	3.25	0.49	2.73	4.10
十二届二次	2014/3/3	2014/3/13	-1.28	-1.88	-1.22	-2.41	-0.28
十二届一次	2013/3/3	2013/3/17	-3.38	-4.18	-7.11	-3.21	-3.04
十一届五次	2012/3/3	2012/3/14	-2.99	-2.51	-3.83	-0.53	-0.21
十一届四次	2011/3/3	2011/3/14	0.23	1.29	0.70	0.95	1.25
十一届三次	2010/3/3	2010/3/14	-3.52	-2.73	-1.13	-4.41	-4.29
十一届二次	2009/3/3	2009/3/13	1.07	2.78	4.04	3.38	0.83
十一届一次	2008/3/3	2008/3/18	-20.71	-20.79	-16.85	-20.10	-19.27
十届五次	2007/3/3	2007/3/16	4.40	5.42	4.24	6.61	6.40
十届四次	2006/3/3	2006/3/14	-1.90	-2.67	-4.07	-3.80	-2.46
十届三次	2005/3/3	2005/3/14	1.44	0.63	-2.04	0.75	1.29

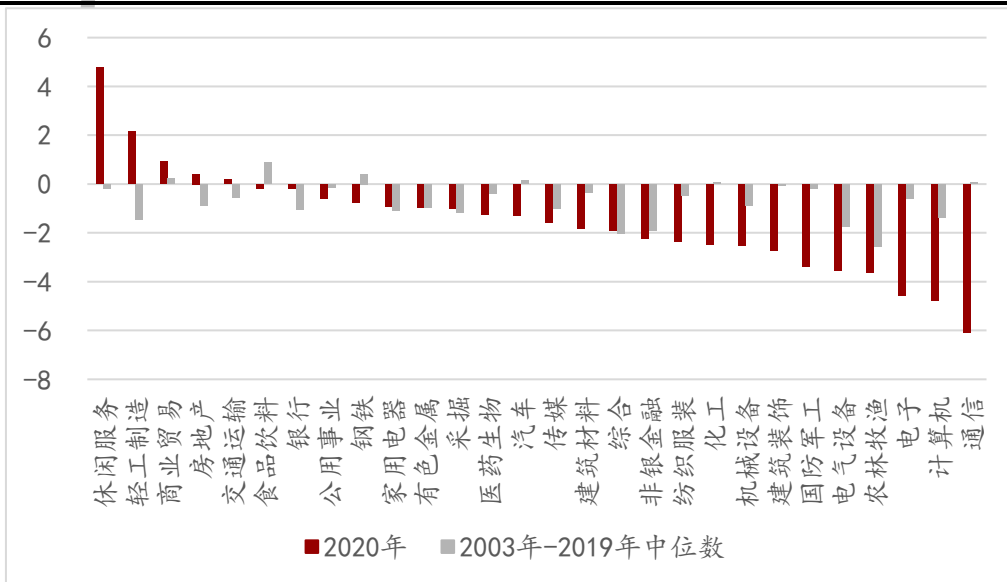
资料来源：Wind，万联证券研究所

图表29：上证综指两会开闭幕期间日均成交额（亿元）

会议序列	两会开幕时间	两会闭幕时间	会前	会间	变化
十三届三次	2020/5/21	2020/5/28	2558.46	2287.52	-10.59%
十三届二次	2019/3/3	2019/3/15	2577.18	4443.82	72.43%
十三届一次	2018/3/3	2018/3/20	2133.02	1906.68	-10.61%
十二届五次	2017/3/3	2017/3/15	2104.26	1946.33	-7.51%
十二届四次	2016/3/3	2016/3/16	2025.53	2014.57	-0.54%
十二届三次	2015/3/3	2015/3/15	2923.62	3654.44	25.00%
十二届二次	2014/3/3	2014/3/13	1116.09	898.65	-19.48%
十二届一次	2013/3/3	2013/3/17	1086.72	1022.70	-5.89%
十一届五次	2012/3/3	2012/3/14	859.41	1094.13	27.31%
十一届四次	2011/3/3	2011/3/14	1488.33	1669.65	12.18%
十一届三次	2010/3/3	2010/3/14	1011.91	1083.45	7.07%
十一届二次	2009/3/3	2009/3/13	1266.29	967.62	-23.59%
十一届一次	2008/3/3	2008/3/18	907.32	983.00	8.34%
十届五次	2007/3/3	2007/3/16	791.86	845.55	6.78%
十届四次	2006/3/3	2006/3/14	134.16	88.34	-34.15%
十届三次	2005/3/3	2005/3/14	94.02	93.08	-1.00%
十届二次	2004/3/3	2004/3/14	216.71	139.88	-35.46%
十届一次	2003/3/3	2003/3/18	68.28	57.78	-15.37%

资料来源：Wind，万联证券研究所

图表30：申万一级行业两会开闭幕期间涨跌幅（%）



资料来源：Wind，万联证券研究所

5、两会后市场走势分析，大部分时期表现上行

5.1 历史上两会后市场大部分表现上行

与两会期间常见的震荡走势不同，市场在两会后30日大部分表现上行。从近年来历史数据来看，两会闭幕后30日大盘有超过70%的概率上涨，大盘涨跌幅度较两会召开前30日和两会召开期间扩大的概率较高，但是两会期间大盘实际涨跌方向对会后30

日涨跌方向影响并不显著。

图表31：上证综指两会闭幕后30日涨跌幅（%）

会议序列	两会开幕时间	两会闭幕时间	会后30日涨跌幅（%）
十三届三次	2020/5/21	2020/5/28	/
十三届二次	2019/3/3	2019/3/15	6.62
十三届一次	2018/3/3	2018/3/20	-4.94
十二届五次	2017/3/3	2017/3/15	0.21
十二届四次	2016/3/3	2016/3/16	7.46
十二届三次	2015/3/3	2015/3/15	22.61
十二届二次	2014/3/3	2014/3/13	6.65
十二届一次	2013/3/3	2013/3/17	-3.67
十一届五次	2012/3/3	2012/3/14	-3.93
十一届四次	2011/3/3	2011/3/14	3.97
十一届三次	2010/3/3	2010/3/14	4.91
十一届二次	2009/3/3	2009/3/13	14.54
十一届一次	2008/3/3	2008/3/18	-15.64
十届五次	2007/3/3	2007/3/16	19.19
十届四次	2006/3/3	2006/3/14	5.77
十届三次	2005/3/3	2005/3/14	-3.24
十届二次	2004/3/3	2004/3/14	1.20
十届一次	2003/3/3	2003/3/18	9.82

资料来源：Wind，万联证券研究所

5.2 会前会后风格切换或不明显

从市场风格偏好来看，两会后30日金融风格上涨最多，两会前30日较受青睐的成长板块表现相对较弱。出现会前成长到会后价值的风格切换现象的原因，是往年两会开幕前30日正处于春节前后，流动性较充裕，叠加对两会政策的高预期，使得市场风险偏好升高，成长风格受追捧。往年两会后30日，由于接近财报披露期、两会相关政策进入落地阶段，市场开始偏向业绩确定性更高的价值板块。

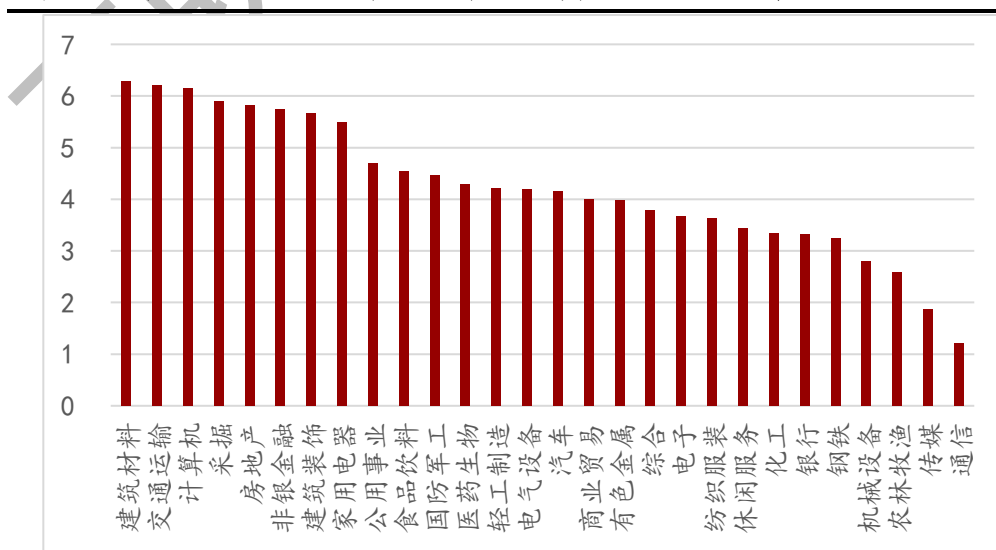
但是今年与往年不同，两会召开时间被延期至5月末，召开前30日正处于上市公司集体披露2019年年报和2020年一季度报的时间段，这期间推动大盘上涨的主要因素是行业估值修复而非业绩，偏好风格是消费而非成长。而今年两会后30日，则进入一段业绩空窗期，这一阶段有存在市场在半年报披露前风险偏好回升的可能，对于今年两会中重点提及的新基建、5g、新能源车、互联网+等行业概念有望在会后短期内得到青睐。同时随着“财政政策更加积极有为，货币政策更加灵活适度”在会后的逐步推进，预计金融和地产产业链等将受益于资金成本的下降，中期来看业绩或有支撑。

图表32：中信风格指数两会闭幕后30日涨跌幅（%）

会议序列	两会开幕时间	两会闭幕时间	稳定	周期	金融	成长	消费
十三届二次	2019/3/3	2019/3/15	7.32	8.65	6.76	4.39	12.58
十三届一次	2018/3/3	2018/3/20	-5.44	-4.31	-6.52	-1.29	-4.35
十二届五次	2017/3/3	2017/3/15	6.86	-0.90	-1.88	-1.93	-1.33
十二届四次	2016/3/3	2016/3/16	7.84	15.80	6.82	17.38	12.50
十二届三次	2015/3/3	2015/3/15	32.29	29.80	23.40	28.74	27.31
十二届二次	2014/3/3	2014/3/13	7.87	4.54	10.41	1.33	3.82
十二届一次	2013/3/3	2013/3/17	-2.44	-4.90	-1.66	-2.54	-2.80
十一届五次	2012/3/3	2012/3/14	-4.48	-7.07	-1.23	-6.80	-4.09
十一届四次	2011/3/3	2011/3/14	4.28	2.83	7.42	-2.48	-1.57
十一届三次	2010/3/3	2010/3/14	4.42	7.84	3.56	11.86	7.63
十一届二次	2009/3/3	2009/3/13	10.47	20.11	17.20	21.22	13.89
十一届一次	2008/3/3	2008/3/18	-16.85	-16.46	-10.11	-20.63	-16.16
十届五次	2007/3/3	2007/3/16	21.43	22.98	17.54	17.19	19.76
十届四次	2006/3/3	2006/3/14	2.62	7.64	9.80	7.85	7.08
十届三次	2005/3/3	2005/3/14	-3.10	-3.54	-1.27	-8.34	-3.92

资料来源：Wind，万联证券研究所

图表33：申万一级行业2003年-2019年两会闭幕后30日涨跌幅中位数（%）



资料来源：Wind，万联证券研究所

6、投资建议

因疫情冲击，今年两会前后市场表现与往年存在前置条件差异，但是历史数据仍可以为我们提供分析思路。今年两会前大盘符合“惯例”小幅上涨，是以消费风格为主、行业估值回升的体现，不同于往年两会前业绩空窗期市场追求高β的成长风格。类似往年，今年两会期间行业涨少跌多，在中美摩擦存在升级可能等外围扰动加剧的情况下，市场情绪在两会召开后受到压抑。但客观来说，中国整体复工复产随着两会召开有望进一步加速和深入，欧美等主要经济体疫情形势继续边际改善，经济活动逐步恢复，配合着两会期间公布的财政和金融政策，中期来看A股以消费内需新基建为主的龙头个股两会后仍存在估值提升空间。

行业配置我们认为有3条主线，一是受益于促进内需的消费行业，从必须消费品到可

选消费、消费服务等均会受益于消费复苏；二是受益于投资增加的新基建行业，主要有5G，新能源车、充电桩，芯片半导体，工业互联网，人工智能等产业，将受益于政策支持；三是受益于新型城镇化建设的老旧小区改造、新房竣工的家居、家电、电梯、物业服务等行业。

7、风险提示

中美贸易摩擦加剧，宏观经济超预期下行。

万联证券

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

基准指数：沪深300指数

风险提示

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

证券分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的执业态度，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，不因，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收到任何形式的补偿。

免责声明

本报告仅供万联证券股份有限公司（以下简称“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。

本公司是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。在法律许可情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。研究员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。

本报告的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、刊登、发表和引用。未经我方许可而引用、刊发或转载的，引起法律后果和造成我公司经济损失的，概由对方承担，我公司保留追究的权利。

万联证券股份有限公司 研究所

上海 浦东新区世纪大道1528号陆家嘴基金大厦

北京 西城区平安里西大街28号中海国际中心

深圳 福田区深南大道2007号金地中心

广州 天河区珠江东路11号高德置地广场