

# 市场中有形之手

## ——会议对股指的影响

### 内容摘要

会议通过作用在盈利能力或估值水平推动股指变化。虽然很难将所有的影响因素分解成盈利能力和对估值水平两个因素，但是这样的分析框架能够帮助我们理清哪些影响是重要的和可持续的，哪些是短期的和不可持续的。

经济会议前后，市场预期推动股指上行，但难以改变股指中长期的趋势。短期由于预期会议前会有政策维稳、会议期间会出台重要的政策，股指往往会有较好表现，中期市场会逐渐回归原有的轨迹，而长期来看，需要关注政策的具体实施措施，能否实质性地改变企业盈利能力和市场估值水平。

三中全会能否成为行情的启动点并不确定。三中全会如果政策力度不够大，很难成为行情的启动点，历史上的三中全会只有08年底那一次成为牛市的启动点。

十八届三中全会不会是08，更像98。十八届三中全会所处的经济环境与1998年相似，处在新旧周期的临界点，之前经济的火车头产能过剩，新的驱动力有待发掘，经济改革和转型的呼声较大。

✉: dept\_paqhyjs@pingan.com.cn

财富管理中心 套利对冲组

✉: dept\_paqhtzzxb@pingan.com.cn

投资咨询部 整理/分发

✍: 樊继拓 (策略研究)

☎: 86-755-23991748

✉: fanjituo102@pingan.com.cn

☞: 期货从业资格: F0290532

---

## 目 录

---

<b>一、如何理解会议对股市的影响</b> .....	<b>3</b>
<b>二、会议前后人心思涨</b> .....	<b>4</b>
1、重要的经济会议.....	4
2、会议前后股市很给力.....	5
3、两会前后股市上涨较为确定.....	6
<b>三、以史为鉴，聚焦三中全会</b> .....	<b>8</b>
1、三中全会难以改变中期趋势.....	8
2、经济和通胀在三中全会附近多处在高位.....	9
3、不是 08，更像 98.....	10

## 一、如何理解会议对股市的影响

中国股市素有“政策市”的称呼，市场中的投资者对中央的各类会议的关注度非常高。我们在分析会议对市场的影响之前，有两点需要明确，第一，为什么会议对股指的影响很大，这是我们去关注和分析会议的原因，第二，会议是怎样影响股市的，为什么有些影响较为持久，有些只会对股指的短期波动有影响。

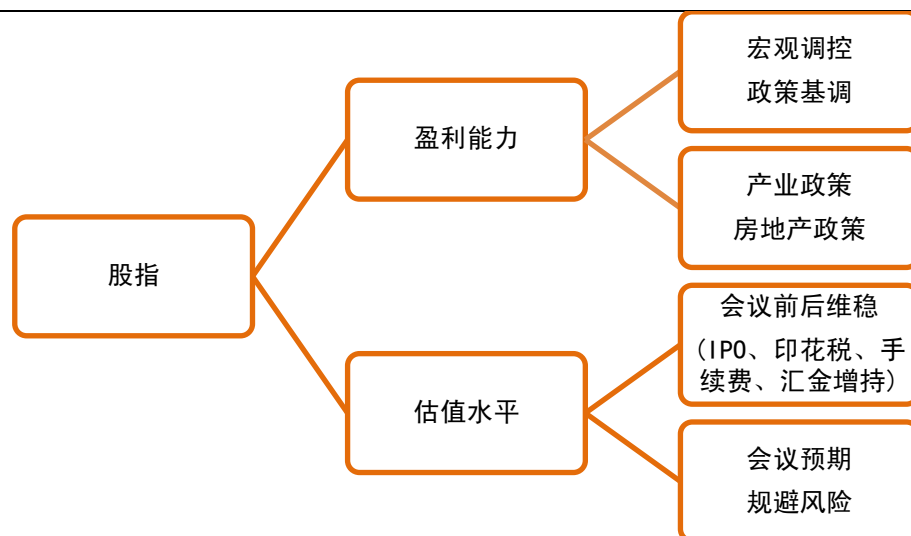
首先回答第一个问题，为什么我们要关注会议。在现有的政策体制下，政府的宏观调控主要有税收、财政支出、货币政策，当然还有对商业银行信贷额度的控制和大型项目的审批制度等较为行政化的手段，政府通过宏观调控调节总供给和总需求，达到促进经济平稳增长、稳定就业、控制通货膨胀等目的。另一方面，自改革开放以来，虽然在大部分领域放开了市场竞争，民营经济等私人企业比重不断上升，但资源、电力、铁路、银行等经济关键部门仍然是国有企业主导，而且这些国有企业和地方或中央政府的关系异常密切。这种情况下国有企业虽然还是经济个体，但其参与市场的时候就不是单纯为了盈利，很多时候要完成政府的目标。而当政府的政策目标发生改变的时候，企业的目标也会受到很大的影响，政府甚至可以直接干预国有企业的生产或投资，这一部分的影响可以说是直接的影响。政府在经济中的作用的非常巨大的，在中国尤为明显，虽然政府政策的形成需要经过调研、讨论和修改，时间长度并不确定，但政府会议往往是很多政策最终确定和公布的时间，所以对会议我们需要颇为重视。

再来回答第二个问题，会议对股指的作用路径是怎样的。我们认为驱动股指上升的两个核心是盈利能力和估值水平，盈利能力是企业赚钱的能力，这里度量的是现在和未来的盈利能力。估值水平的定义比较复杂，简单的定义可以是市场对股市的风险偏好，短期来看，估值主要受到资金和信心的影响，股价由买方和卖方博弈而成，卖方是供给方，买方是需求方，如果资金紧张或信心受挫，供给大于需求，股指估值必然下降。长期来看股票作为投资者资产配置的一部分，各类资产的估值水平将是决定股指估值水平的核心因素，比如如果投资二级市场的股票收益（剔除掉风险溢价）大于投资实业、大宗商品或持有现金，那么股市的估值必然会上升。虽然我们理论上很难将所有的影响因素分解成对盈利能力的影响和对估值水平的影响，但是这样的分析框架能够帮助我们理清哪些因素是重要的和可持续的，哪些是短期的和不可持续的。比如当交易所提高交易印花税的时候，我们能够很明显的知道，宏观经济几乎不会受到任何影响，也就是盈利能力不变，而估值的影响方面，印花税不会改变房地产、商品和投资实业的收益水平，所以股指的估值水平长期来看不会因此有大的改变。而由于印花税的调整确实让参与市场的投资者交易成本上升，所以短期股指的估值会受到一定的影响，但是这种影响多为短期的。

按照上面的分析逻辑，将会议的相关因素分成两类，一类是影响股市盈利能力的，包括会议期间涉及的宏观调控政策、产业发展规划、对外经贸政策、房地产政策、政治体制改革等，另一类是影响股市估值的，包括作用在市场预期，从而影响股市供求的，比如领导讲话、各类改革提议、政策预期等，还有一些是直接影响股市供求的，会议前后政府可能会通过维稳营造较好的资本市场环境，比如 IPO、印花税、手续费

调整、汇金增持等。

图1.1: 会议的影响路径



资料来源: Wind、平安期货

本文主要分析重要的经济工作会议前后的股指走势情况,由于能力和时间的限制,在分析的时候,我们更多关注事件发生的时间点,而对事件的内容并没有过多的分析,比如会议制定了哪些政策、确定了什么样的宏观调控基调、最终政策执行的力度有多大等等,主要是考虑到会议或者政策内容的分析往往较为综合,应该更适合在分析宏观或者货币状况时融合当时实际所处的环境进行分析。

## 二、会议前后人心思涨

### 1、重要的经济会议

虽然政策的形成需要经过调研、讨论和修改,时间长度并不确定,但政府会议往往是很多政策最终确定和公布的时间,所以对会议我们需要颇为重视,国内主要有以下几种会议与经济政策密切相关。

#### (一) 中央经济工作会议

一年一度的中央经济工作会议是判断当前经济形势,定调第二年宏观经济政策最权威的风向标,同时也是中共中央、国务院召开的规格最高的经济会议,会议召开之前,中央领导同志要花费一个月以上的时间深入全国各地进行调查研究,确定下一阶段的经济政策。一般在12月初或中旬召开,持续2-3天。

#### (二) 两会

“两会”是人民代表大会和政治协商会议的简称,两个会议交叉进行,在每年春天3月初召开,持续10天左右,政治协商会议一般提前两天开始,并提前几天结束。

### （三）三中全会

在每届政府换届的过程中，一中全会选党内领导、二中全会选各部门领导、三中全会研究经济改革、四中全会讨论党建。第十八届中央委员会去年正式完成换届，十八届一中和二中已经分别于12年11月15日和今年2月26日举行，而今年的十八届三中全会即将于11月9日至12日召开。

## 2、会议前后股市很给力

首先让我们先看一下会议前后股指涨跌的概率是否有较大的变化，从表 2-1 可以看出，会议前后 30 天股指上涨的概率均较高，分别为 62%和 65%，会议期间上涨的概率略高于 50%。虽然有可能所选取的样本本身是处在上涨的周期中，但我们比较之前 30 天和之前 90 天，以及之后 30 天和之后 90 天，能够发现会议前后一个月的表现比会议前后一个季度的表现要好，这一点能在很大程度上避免刚刚的担忧，从而说明会议前后股指的上涨并不是偶然事件。

表 2-1:会议前后股市上涨概率较高

时间区间	之前 90 天	之前 30 天	会议期间	之后 30 天	之后 90 天
上涨概率	46%	62%	54%	65%	54%

资料来源: Wind、平安期货

再进一步看一下会议能否改变股指的运行趋势，或者说会议是不是很有可能成为股指的拐点，经过我们的数据处理，我们发现：

如果之前 90 天为涨，59%的概率之后也为涨；

如果之前 30 天为涨，70%的概率之后也为涨；

如果之前 90 天为跌，50%的概率之后也为跌；

如果之前 30 天为跌，67%的概率之后也为跌；

整体来看，除了之前 90 天为下跌的时候，之后的趋势不明确之外，其他情况下，会议之后，股指延续之前趋势的概率较大。虽然会议期间及前后一个月的时间股市一般会有较好的表现，但是会议很难改变中长期的走势。

这种规律可能与投资者的投资习惯和政策的决策流程有关。首先看短期，影响股指短期行情的关键是资金或信心。短期股指估值上升的原因主要有两点：一是会议前会有政策维稳，虽然有些时候可能只是市场的预期，二是会议前后会涉及到很多政策的讨论，市场预期会议期间会出台重要的政策，从而与政策相关的板块很容易出现大幅上涨。

但是从中期来看，一方面市场有所预期，管理层未必做，即使做力度也是个问题；另一方面两会、三中全会出台的政策虽然非常重要，但是一般都是宏观全局的指导性政策，实施细则一般都有待制定，短期之内并不能对基本面产生立竿见影的影响，因此很难给当下的股市提供持续上涨的动力。伴随着会议的召开，政策炒作预期兑现或落空之后，如果基本面没有很快发生明显的变化，市场会逐渐回归原有的轨迹。而长期来看，需要具体分析政策的内容、以及具体的实施措施（落地），投资者需要看到这

些政策对实体经济的影响(盈利能力),对各类大类资产收益情况的影响(股值水平),比如像 08 年“4 万亿”的刺激政策,能够实实在在地通过拉动需求提高企业的盈利,并通过给市场注入大量的流动性抬升市场估值水平,股市的上涨必然能够持续。

### 3、两会前后股市上涨较为确定

考虑到不同的会议时间长短不一,出台的政策内容有很大的不同,对股指的影响会不尽相同,中央经济工作会议着重在宏观调控政策的制定,两会很多时候会涉及到一些重要的产业、行业政策,而三中全会则是未来 5-10 年的长远规划。下面我们进一步分类统计不同会议对股指的影响。

首先,我们分析了“两会”对股指的影响,政治协商会议和人民代表大会简称“两会”,其会期大部分重叠,所以我们这里以人民代表大会的会期近似代替“两会”的会期,从表 2-2 可以看出,之前的统计规律在“两会”期间特别明显,会议前 30 天上证综指有 82%的概率上涨,会议后 30 天上证综指有 76%的概率上涨,而之前和之后 90 天上涨的概率要低得多。

表 2-2:人民代表大会前后股指的涨跌幅

年份	之前 90 天	之前 30 天	会议期间	之后 30 天	之后 90 天
1997	0.71	8.12	8.22	16.98	10.50
1998	6.31	-0.79	-2.02	9.20	13.48
1999	-7.12	0.23	3.36	0.32	22.35
2000	20.93	13.23	-7.51	14.07	20.20
2001	-5.16	-3.90	1.89	6.07	10.87
2002	-11.84	2.76	6.17	2.34	-6.74
2003	7.26	1.63	-4.23	10.53	6.84
2004	14.54	1.19	1.55	1.20	-13.14
2005	-3.70	2.81	-1.44	-2.74	-12.83
2006	18.19	2.80	-2.65	5.82	23.33
2007	28.85	5.92	3.49	20.06	40.43
2008	-14.87	0.34	-15.37	-12.16	-21.66
2009	10.97	9.27	-3.15	14.81	31.40
2010	-8.62	3.02	-0.33	4.91	-14.72
2011	3.51	5.12	-0.16	3.84	-7.91
2012	4.79	5.59	-2.82	-1.34	-4.24
2013	17.78	-6.02	0.22	-3.67	-5.11
上涨概率	65%	82%	41%	76%	53%

资料来源: Wind、平安期货研究所

之所以“两会”期间的规律更为显著,主要是因为“两会”前夕恰逢一年的开端,这段时间股市的普遍上涨应该是叠加了“春季”的行情。4 月之前,由于政策未定、旺季未到、春节期间统计数据没有可比性,经济和政策的格局都尚未明晰,而且一般每年刚开始银行的信贷政策都比较宽松,无论之前和之后的股市表现如何,总有很多投资机会。

值得注意的是,相比较之前统计的会议期间有 54%的概率上涨,在两会正式开会

期间上涨的概率只有 41%，原因可能是由于之前股指累计了一定的涨幅，在会议期间，投资者对政策不确定性的担忧，可能会考虑暂时回避风险。

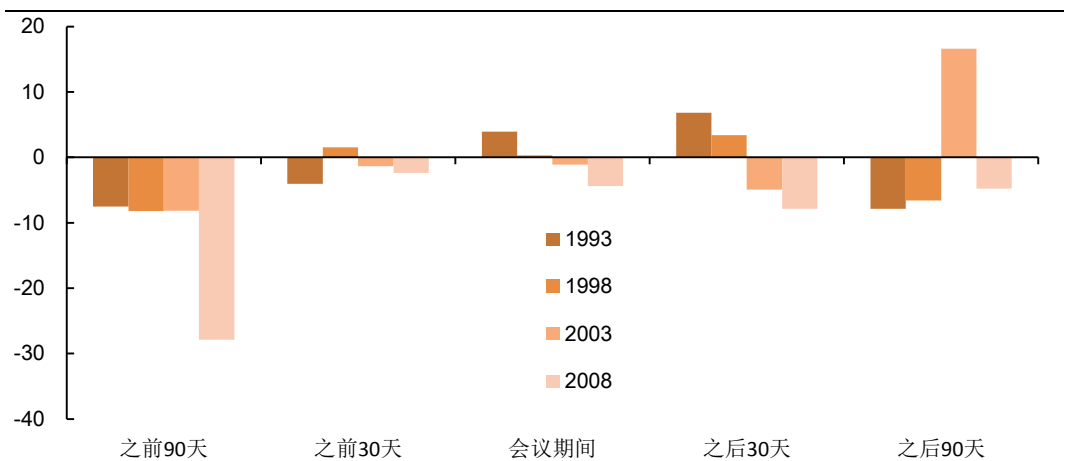
再来看一下每年年底中央经济工作会议前后股指的走势情况，从表 2-3 中可以看出，虽然会议前后上涨的概率较高，但是这一规律比“两会”期间弱很多，考虑到中央经济工作会议的主要内容是判断当前经济形势，定调第二年宏观经济政策，其内容更为明确，并不像“两会”期间那样可以有很多的相关题材，所以单纯的政策炒作空间较小，而其对股指的主要影响要看政策的方向是宽松、稳健还是紧缩，所以单边上涨的概率并不高。

表 2-3:中央经济工作会议前后股指的涨跌幅

年份	之前 90 天	之前 30 天	会议期间	之后 30 天	之后 90 天
1997	-6.73	-4.67	1.74	6.96	2.66
1998	2.64	-3.22	0.40	-4.52	-7.12
1999	-6.96	-6.05	0.86	-2.96	14.21
2000	-1.24	4.18	1.02	0.14	-5.38
2001	-6.55	1.67	1.55	-5.36	-11.20
2002	-13.61	-7.66	-1.54	0.98	6.15
2003	-1.88	3.10	-1.04	7.10	19.89
2004	0.76	2.42	0.31	-7.06	-3.70
2005	-9.78	-0.52	0.49	9.99	14.58
2006	30.60	15.82	-0.23	22.47	34.30
2007	-8.50	-15.68	3.51	6.32	-14.02
2008	-2.46	15.50	3.00	-8.38	3.82
2009	15.92	6.03	0.45	-2.33	-9.03
2010	6.68	-10.34	1.07	-1.30	3.26
2011	-8.26	-6.68	-3.75	0.72	10.20
2012	1.26	4.63	0.00	8.14	5.94
上涨概率	38%	50%	69%	56%	63%

资料来源: Wind、平安期货研究所

图2.1: 三中全会前后的股指涨跌幅



资料来源: Wind、平安期货

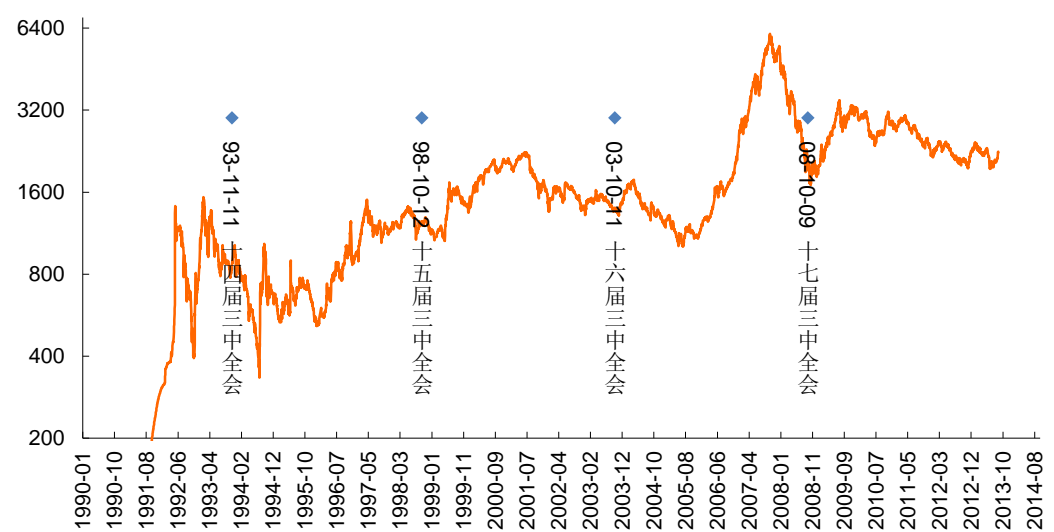
三中全会在 1990 年后只有四次，虽然样本较小，但仍然有必要分析一下，从图 2.1 中可以看出，三中全会在召开之前 90 天均为下跌，之后 90 天 3 次下跌 1 次上涨，而之前和之后 30 天的涨跌概率区别不大。

### 三、以史为鉴，聚焦三中全会

#### 1、三中全会难以改变中期趋势

10 月 29 日的中共中央政治局会议决定，中国共产党第十八届中央委员会第三次全体会议将于 11 月 9 日至 12 日在北京召开。三中全会是历次政府换届后讨论未来执政期间主要政策内容和方向的会议，相比较“两会”和年底的中央经济工作会议，其确定的政策更为长期。而今年市场对改革的预期很高，政府也频频释放出十八届三中全会重点是大力推进改革的信号，所以三中全会的市场关注度很高。虽然所处的政治环境、经济结构和国际形势已经发生了很大变化，但我们仍然有必要以史为鉴，梳理一下历次三中全会对股指的影响。

图3.1:三中全会在股指长期走势中所处的位置



资料来源：Wind、平安期货

在 1990 年之后，共有 4 次三中全会，1993 年的十四届三中全会处在一波熊市的中段（图 3.2），股指从 1993 年 2 月 1559 的高点，一直跌到 1994 年 7 月的 334，而在三中全会期间上证综指从 10 月底的 780 点快速上涨到 12 月初的 1044 点，涨幅 33.8%。在会议召开后股指继续下跌，直到 1994 年 7 月才见底。

1998 年的十五届三中全会处在震荡市的后半段（图 3.3），上证综指在 1997 年 5 月至 1999 年 5 月在 1025 和 1510 间震荡。三中全会在 98 年 10 月 12 日召开，股指在会议前后从 8 月 19 日的 1043 涨至 11 月 16 日 1300 点，涨幅 24.6%。之后在 99 年 5 月见底后，股指迎来了 1999-2001 的两年大牛市。

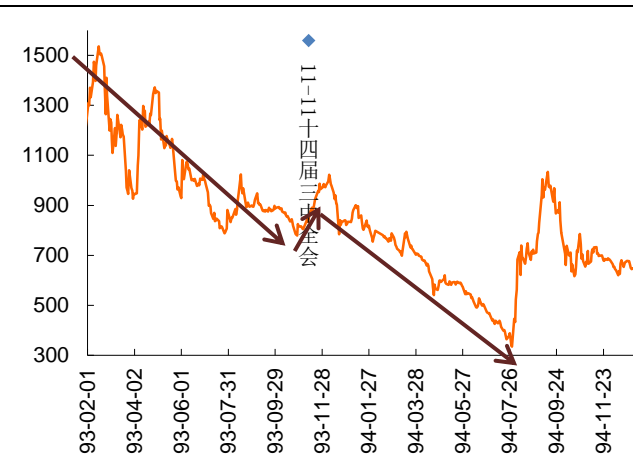
2003 年十六届三中全会处在熊市的中段（图 3.4），股指从 01 年 6 月的 2245 点，经历了 4 年的熊市，一直跌到 2005 年 6 月的 998。三中全会在 10 月初召开，股指在



召开之前并没有明显的反应，但召开之后一个月上证综指从 1307 一直涨到 2002 月 23 日 1730 点。

2008 年的十七届三中全会处在熊市的后期(图 3.5)，三中全会之前的维稳让市场短暂上涨，但随着会议的召开，股指进一步下跌，直到 10 月 28 日的 1664，之后股指在 4 万亿和“国十条”等政策的带动下很快走出了底部。

图3.2: 1993年三中全会前后股指走势



资料来源: Wind、平安期货

图3.3: 1998年三中全会前后股指走势

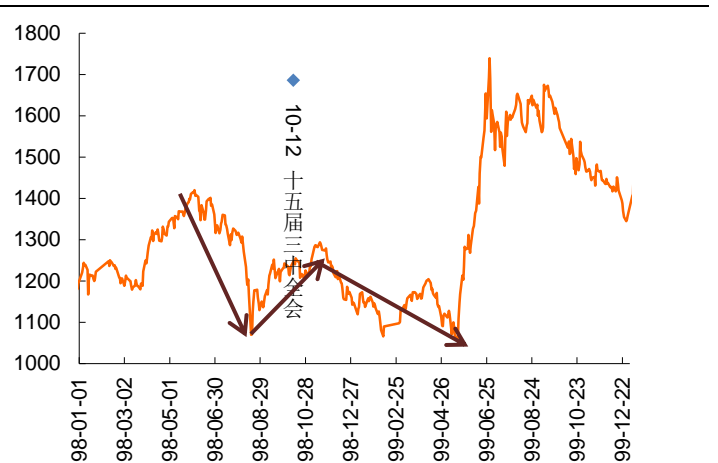
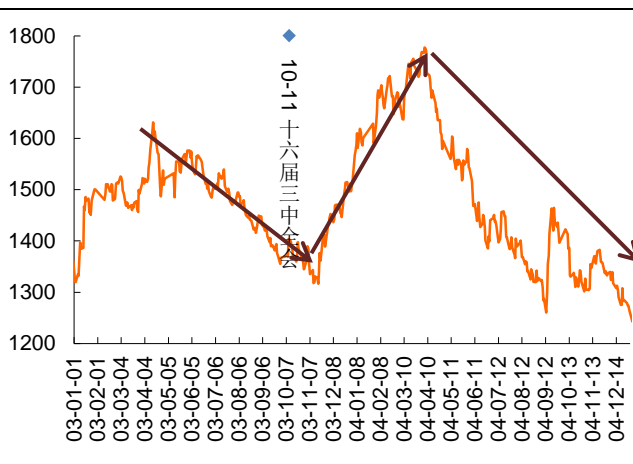
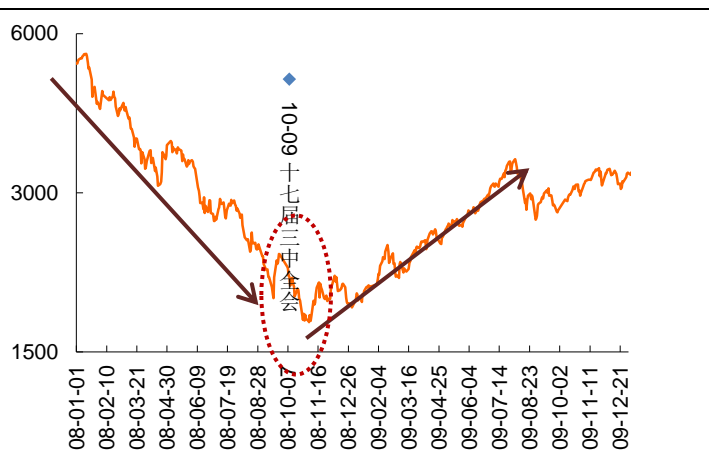


图3.4: 2003年三中全会前后股指走势



资料来源: Wind、平安期货

图3.5: 2008年三中全会前后股指走势



## 2、经济和通胀在三中全会附近多处在高位

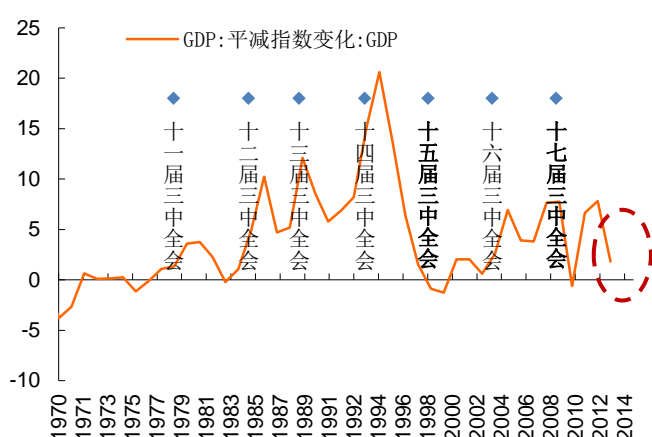
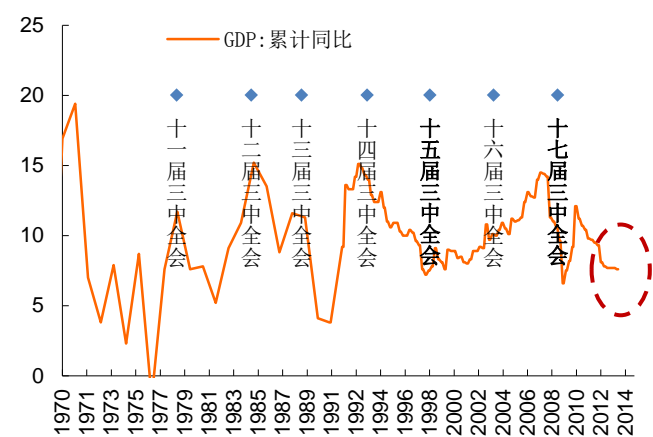
如果想要找到跟今年所处环境完全一样的三中全会显然不现实，历史不会简单地重演，但是如果能找到所处环境最像的一次，那么对我们分析十八届三中全会无疑非常具有价值的。

首先比较一下历届三中全会所处的经济环境，经济环境直接决定了后期政策可能的方向和力度，而且也是判断当下企业盈利能力的最重要因素。我们简单地选取 GDP 和 CPI 进行比较，由于 90 年之前没有 CPI 数据，我们近似地用 GDP 平减指数代替，并

且列出了工业增加值这一更为高频的数据作为 GDP 季度数据的补充。图 3-6 和 3-7 显示，历史上历次三中全会召开的时候，GDP 和 CPI 多处在较高的位置，有两次例外是 1998 年和 2008 年。2008 年的 GDP 当季同比从 07 年三季度 15% 的高位快速下滑，到 08 年四季度只有 6.6%，CPI 从 2 月份的 8.7% 快速下滑至年底 1.2% 的水平，下降幅度和速度都很快。而 1998 年的经济状况是从 1994 年以来经济缓慢下行的底部，1994 年 4 季度经济增速 15.2%，1998 年最低的时候是 7.2%，整体下滑幅度较大，但下行时间持续 4-5 年。而现在所处的经济状况是，自 2009 年 4 季度见顶以来，GDP 增速从 12.2% 缓慢下降到今年 3 季度的 7.8%，经济处在底部区域。从这一点来看，现在所处的环境与 08 年差别较大，而更有可能是 98 年的重演。

图3.6: 三中全会附近GDP处在高位

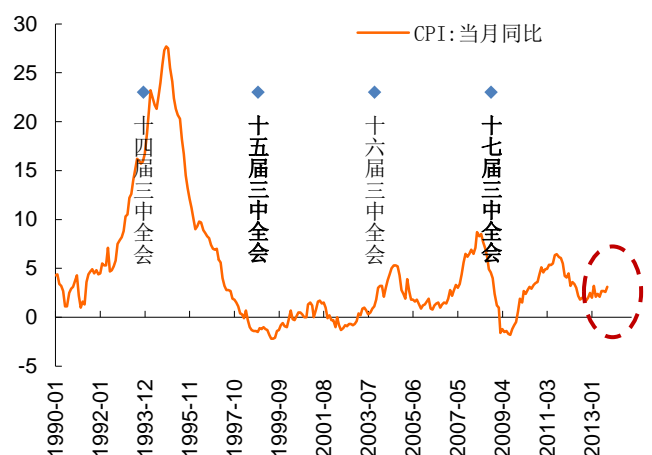
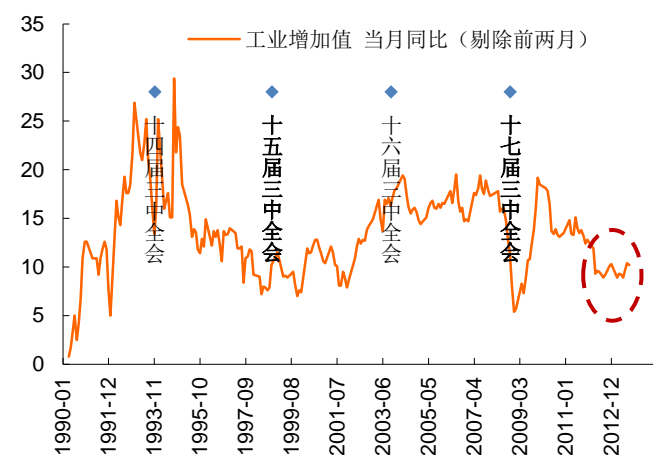
图3.7: 三中全会附近通胀处在高位



资料来源: Wind、平安期货

图3.8: 三中全会附近工业增加值处在高位

图3.9: 三中全会附近CPI处在高位



资料来源: Wind、平安期货

### 3、不是 08，更像 98

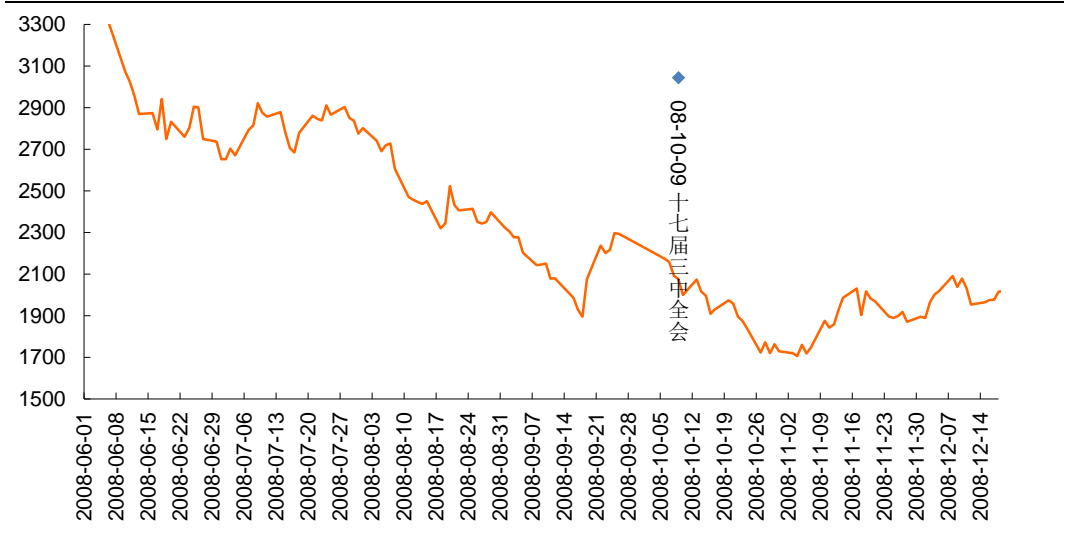
首先让我们看一下 08 年的三中全会，这一次离我们最近，投资者也印象最为深刻。股指从 07 年 10 月的 6124 直线下挫，在会议召开前的 9 月 18 日股指只有 1900 点。2008 年 9 月 19 日出现三大直接改善股票供求的政策，印花税单边征收、汇金公司购入工中

建三行股票、国资委支持央企增持或回购上市公司股份，上证综指当天涨 9.45%，银行股涨停，第二天继续涨 7.77%。但股指之后高位震荡几日后便拐头向下，最低至 10 月 28 日的 1664。

之后，2008 年 11 月 5 日国务院召开常务会议，决定实行积极的财政政策和适度宽松的货币政策，出台了进一步扩大内需、促进经济增长的十项措施，简称“国十条”。2008 年 11 月 11 日，中国政府宣布 4 万亿投资计划，钢铁股、水泥股、工程机械股等强劲反弹。经济迅速走出低谷，股指也从 1664 一路涨至 2009 年 8 月的 3478。

事后来看，2008 年经济形势变化异常迅速，不断挑战市场和政府的预期，年初市场还在担心通货膨胀问题，之后经济极度降温，在下半年，“珠三角”、“长三角”大量企业关门，农民工失业问题严重，政府不得不出手。这些从当年政府政策目标的不断变化也可以看到，年初，政府政策基调是“防止经济增长由偏快转为过热、防止价格由结构性上涨演变为明显通货膨胀”，年中已经变为“保持经济平稳较快发展、控制物价过快上涨”，而到年底则变为“全力保增长”，接连推出扩张的财政政策和货币政策。与 2008 年一样，现在的 GDP 增速也处在低位，但远没有出现农民工失业等非常急迫的问题。虽然仍然缺乏上行的动力，但经济已经企稳，短期快速下滑的风险较小，所以政府并没有压力和动力去直接刺激经济。

图3.10: 2008年三中全会后股指见底

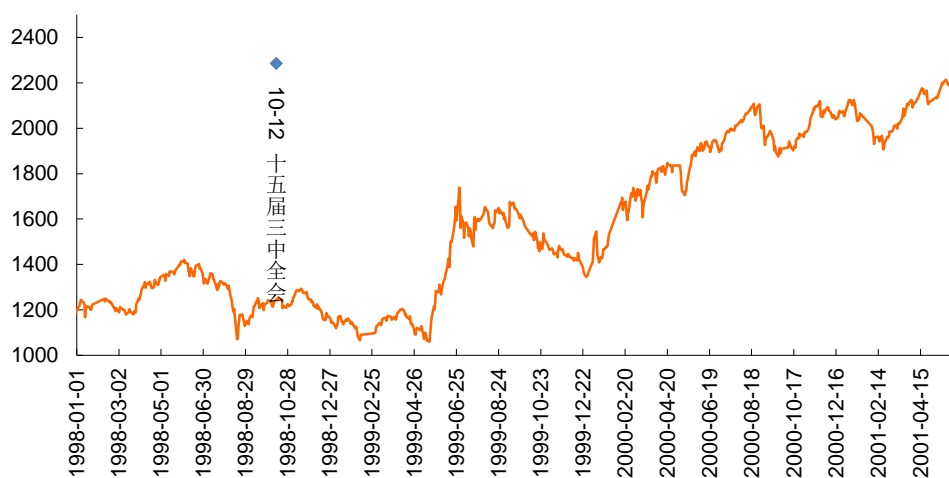


资料来源: Wind、平安期货

1998 年的十五届三中全会处在震荡市的后半段(见图 3.11)，上证综指在 1997 年 5 月至 1999 年 5 月在 1025 和 1510 间震荡。三中全会在 98 年 10 月 12 日召开，股指在会议前后从 8 月 19 日的 1043 涨至 11 月 16 日 1300 点，涨幅 24.6%。之后在 99 年 5 月见底后，股指迎来了 1999-2001 的两年大牛市。当时经济层面是内忧外患，之前以衣食、家电和耐用品为驱动力的经济增长难以持续，这几个行业已经产能饱和(比较典型的是电视机)，在外部有亚洲金融危机，出口形势不容乐观，经济转型和寻找新的增长点在当时面临的重要问题，1998 年十五届三中全会召开的时候，朱镕基总理刚刚上任，在任期内对国有企业进行了外科手术式的改革。现在的经济也处在新旧周期的临界点，过去十年引领经济的是房地产、出口、化工、基建，这些行业的增长动力匱

乏，很多产业出现了产能过剩，经济急需找到新的增长点。

图3.11: 1998年三中全会处在震荡市后半段



资料来源: Wind、平安期货

当然这种相似只是针对所处的环境，之后能否相似还需要观察经济改革的力度和成效，98年的改革并没能很快地带领经济快速回升，1998年至2001年经济一直处在低位，经济真正开始全面走好是在2002年之后。而资本市场在1999年至2001年则完全是另一番景象，当时全球经济复苏，美国NASDAQ科技股暴涨，上证综指从1999年开始的“5.19”行情从1048点一直涨到2001年度额2243点，主要的领涨股多为网络科技股。

着眼于当下，三中全会召开前，政策预期推动很多政策相关板块暴涨，但预计三中全会出台的政策多为全局性和纲领性的，如果政策没有超出市场预期，随着三中全会召开，预计股指年底前会有较大的压力。

#### **风险提示:**

期货市场是一个风险无时不在的市场。您在进行交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券，期货交易。市场有风险，投资需谨慎。

#### **免责声明:**

此报告旨在发给平安期货有限公司（以下简称“平安期货”）的特定客户及其他专业人士。未经平安期货事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

平安期货可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的期货、期权和证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安期货有限公司的立场。

平安期货有限公司版权所有。保留一切权利。

**中国平安 PINGAN**

**平安期货有限公司**

地址：深圳市福田区中心区福华三路88号时代财富大厦26楼

客服：400 8888 933

电话：0755-8378 8578

传真：0755-8378 5241

邮编：518031