

股指期货策略：2021 年 2 月 19 日

两会前 A 股“日历效应”如何演绎

股指期货策略报告

摘要：

• 本篇报告旨在探究春节后至两会前 A 股市场的“日历效应”，寻找驱动该效应的主要因素，并对当前时间点“日历效应”进行分析与展望，春节后各行业将如何表现，风格将如何演绎，为股指期货操作提供参考，并为研究市场投资者行为提供一定的借鉴意义。

主要结论：

1. 近 15 年以来中小盘在春节后至两会期间能够大概率跑赢大盘。沪深 300、上证 50、中证 500、中证 1000 在 2005-2020 期间分别平均上涨 1.73%、1.68%、0.21%、5.65%、7.03%，中证 1000>中证 500>沪深 300>上证 50，考虑到中证 1000 指数与中证 500 指数编制的差异性，中小盘强势表现更为确定。
2. 市场流动性和指数反转是造成日历效应的主要因素。央行往往会在春节期间大幅投放流动性以满足缴税压力、企业还款、以及消费需求，因此春节期间利率往往偏低，令企业估值抬升，尤其是利率影响更大的成长型企业，而成长型企业更多的是中小市值企业；另外节前避险情绪会令指数下跌，节后风险偏好回升也会令指数出现反转效应。
3. 回溯近 20 年申万行业区间表现，我们认为行业并未有明显的“日历效应”。配置上更应当去寻找两会政策利好、估值适度且景气度向上的行业。

期指操作建议：

• 在当前时间点下，节后涨多跌少，赚钱效应极佳，市场风险偏好较高；从经济基本面上看，由于就地过年政策的施行，企业有望快速复工复产，同时消费也在各方面转好，预计一季度经济较强，有助于企业基本面的改善；海外方面，拜登 2 月 11 日与国家主席习近平通话，两国元首就双边关系和重大国际及地区问题深入交换意见，随后拜登在推文中表示了与中方合作的意愿，双方在抗击疫情和环保方面存在共识，中美关系短暂缓和和有助于风险偏好的提升；市场表现上，风格切换在周五再次得到确认，日内 IC 期货走势相对现货也较为强势，因此我们认为到二月末风格将切换至中小盘，推荐 IC 多头，辅以 IH 空单对冲市场整体下跌风险。

作者姓名：严晗

yanhan@csc.com.cn

电话：023-86769759

投资咨询从业证书号：Z0014172

研究助理：张仕康

zhangshikang@csc.com.cn

电话：021-58304077

期货从业证书号：F3076198

发布日期：2021 年 2 月 19 日

目 录

一、“日历效应”历年如何表现？	2
二、探究造成日历效应的原因	3
三、“日历效应”中各行业表现	3
四、后市展望与操作建议	4
五、附录	5

图表目录

图 1：主要指数区间表现（时间段：春节开市-两会）	2
图 2：春节前 30 日至两会期间利率走势	3
图 3：春节至两会期间申万一级行业涨跌幅	4
图 4：GC001 利率走势	5
（红线代表大年初一；时间段：春节前 30 日至两会）	5
图 5：GC007 利率走势	6
（红线代表大年初一；时间段：春节前 30 日至两会）	6
图 6：SHIBOR 隔夜利率走势	7
（红线代表大年初一；时间段：春节前 30 日至两会）	7
图 7：SHIBOR1 周利率走势	8
（红线代表大年初一；时间段：春节前 30 日至两会）	8
图 8：上证综指收盘价表现	9
（蓝色竖线为元旦，红色竖线为春节，粉色为两会开始时间；时间段：节前 90 日至两会后 30 日）	9

一、“日历效应”历年如何表现？

过往已经有大量报告展示了春节期间的“日历效应”，尤其是在节后至两会期间 A 股“日历效应”更为明显，我们对各代表指数的区间表现做了梳理，可以发现两点较为突出的特点：一是大多数年份指数趋势向上，在节后前几日上漲较多，而在临近两会期间可能会有回调，但区间涨跌幅均值为正，整体处于上升趋势，上证指数、沪深 300、上证 50、中证 500、中证 1000 在 2005-2020 期间分别平均上漲 1.73%、1.68%、0.21%、5.65%、7.03%；二是指数分化明显，我们从两方面进行了验证，代表中小盘的中证 1000、中证 500 相对上证 50、沪深 300 更加强势，尤其是中证 1000 相对中证 500、沪深 300 相对上证 50 表现更优，这里也要说明一下中证 1000 指数选取中证 800 指数样本以外的规模偏小且流动性好的 1000 只证券作为指数样本，中证 500 将沪深 300 成分股剔除，由总市值排名靠前的 500 只股票组成，更加验证了中小盘股在春节后的强势表现，尤其是在 2007 年、2015 年牛市期间，中小盘分化达到极致，只有在 2016 年春节期间 IC 弱于 IF 与 IH。

图 1：主要指数区间表现（时间段：春节开市-两会）

	上证综指	沪深300	上证50	中证500	中证1000	创业板指
2001	-3.90	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
2002	-0.27	-0.64	0.00	0.00	0.00	0.00
2003	1.71	1.31	0.00	0.00	0.00	0.00
2004	3.84	4.43	-1.02	0.00	0.00	0.00
2005	2.00	1.07	-1.28	5.12	7.12	0.00
2006	2.80	3.18	3.94	-0.35	3.41	0.00
2007	-5.57	-6.28	-7.34	-1.48	2.16	0.00
2008	-3.51	-2.66	-6.02	8.03	10.26	0.00
2009	4.06	5.39	1.67	11.70	13.20	0.00
2010	2.61	2.58	1.20	7.75	9.67	0.00
2011	3.72	4.69	4.21	8.17	9.03	3.07
2012	6.10	7.02	3.87	14.44	15.98	17.22
2013	-3.00	-3.71	-4.80	1.10	3.22	7.52
2014	2.07	-0.55	-0.99	4.46	5.08	-2.06
2015	0.50	-0.41	-1.98	3.51	3.73	3.56
2016	3.48	3.19	4.37	1.99	0.11	-4.29
2017	1.87	1.18	-0.71	3.68	3.65	2.23
2018	1.73	1.25	-0.26	5.24	6.45	7.60
2019	14.35	15.47	12.79	18.00	19.66	23.33
2020	-5.47	-4.49	-5.34	-0.92	-0.26	6.17
上涨比率(2011-2020)	80%	60%	40%	90%	90%	80%
上涨均值(2011-2020)	2.54	2.36	1.12	5.97	6.66	6.43

数据来源：WIND、中信建投期货

二、探究造成日历效应的原因

一般而言，货币政策在春节期间都会相对宽松，我们首先对利率变化做了梳理，对每年主要市场利率观察，在节前利率大部分时间都会下降，而在节后至两会期间出现上升，另外值得注意的是，如果观察具体走势，也可以发现在春节前市场主要利率有冲高的现象，在缴税期市场利率大幅上升与今年节前走势如出一辙。

流动性宽松的背后是央行往往会在春节期间大幅投放流动性以满足缴税压力、企业还款、以及消费需求。在 2016 年虽然利率在春节期间有所降低，但是当年受市场大幅下跌后情绪面较差的影响，风险偏好极低的位置，大盘跑赢中小盘，十年中只有这一次例外。

图 2：春节前 30 日至两会期间利率走势

节前					节后				
	GC001	GC007	SHIBOR隔夜	SHIBOR1周		GC001	GC007	SHIBOR隔夜	SHIBOR1周
2007	下降	下降	下降	下降	2007	上升	上升	上升	上升
2008	下降	上升	上升	下降	2008	上升	下降	上升	上升
2009	下降	下降	下降	上升	2009	上升	上升	下降	下降
2010	下降	下降	上升	下降	2010	下降	上升	上升	上升
2011	上升	上升	下降	下降	2011	上升	下降	上升	上升
2012	上升	下降	下降	下降	2012	上升	上升	下降	下降
2013	上升	下降	上升	上升	2013	上升	上升	上升	上升
2014	下降	上升	下降	下降	2014	上升	下降	上升	上升
2015	下降	下降	上升	上升	2015	上升	上升	上升	上升
2016	下降	上升	下降	下降	2016	上升	下降	上升	上升
2017	上升	下降	上升	上升	2017	下降	下降	上升	上升
2018	上升	下降	上升	下降	2018	下降	上升	下降	上升
2019	下降	下降	下降	下降	2019	上升	上升	上升	下降
2020	下降	下降	下降	下降	2020	下降	下降	下降	下降

数据来源：WIND、中信建投期货

另外，指数反转是指数上行的驱动因素，造成该现象的原因理论上是春节期间的避险情绪和过节需要资金，我们对节前指数走势进行了梳理，在节前 1 日下跌比率占 72%，但在节后开盘出现开门红占比达 81%，短期反转效应明显；从长期来看，指数在元旦前下跌后再补涨在 2017 年后效果更为明显，在 2017、2018、2019、2020 甚至今年都有该日历效应，我们可以看作机构对市场的影响力是逐渐提高的。

三、“日历效应”中各行业表现

在行业层面上，日历效应里各行业表现并没有明显规律性，从统计上看，农林牧渔、建筑材料、食品饮料板块表现较好，银行、采掘、家用电气表现相对较弱。

图 3：春节至两会期间申万一级行业涨跌幅

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
建筑材料	-3.2	0.1	2.5	8.0	3.8	5.5	-2.2	3.2	20.5	7.5	15.8	10.3	-3.5	0.0	3.0	8.0	5.0	3.5	16.5	13.8
农林牧渔	-3.4	0.5	0.4	13.4	8.6	2.9	4.8	17.5	13.0	11.6	8.0	14.0	1.2	2.8	3.1	5.5	1.3	2.1	22.8	14.3
食品饮料	-3.3	-0.5	1.0	9.4	2.6	11.0	-7.2	3.4	10.3	-0.2	2.9	12.2	-1.8	3.9	0.6	3.5	4.7	0.6	14.8	16.0
计算机	-8.8	-2.2	1.7	8.4	5.3	-2.9	-4.5	8.7	3.6	7.9	5.1	17.5	3.7	4.4	1.5	-3.7	3.9	11.5	24.4	1.0
通信	-8.3	-3.5	0.5	5.0	2.2	-6.4	5.0	-7.8	3.1	5.4	8.0	8.9	1.3	3.6	1.9	-2.3	4.6	7.8	25.5	0.9
医药生物	-5.7	-0.7	0.5	10.7	3.4	0.6	-5.4	8.1	10.0	6.8	4.6	11.1	4.3	3.7	1.9	-0.9	2.2	4.1	18.0	11.8
国防军工	-5.8	0.1	2.3	10.5	6.3	1.7	0.1	-3.3	10.2	8.4	5.7	15.4	4.3	0.0	4.7	1.5	2.3	8.2	20.1	-0.6
有色金属	0.7	0.1	1.8	6.1	7.2	0.5	-1.3	3.9	19.4	1.7	8.1	10.4	-5.6	6.0	6.0	11.1	4.1	3.9	20.2	-9.8
电子	-6.3	-0.5	1.8	5.6	3.4	-0.7	-2.0	7.5	10.9	9.9	7.9	18.7	4.1	4.4	2.9	-0.4	4.6	7.5	25.1	-7.6
商业贸易	-3.5	0.2	1.7	14.6	4.5	3.8	-8.5	4.3	8.9	4.9	6.9	9.1	-2.8	0.8	1.8	1.2	2.3	3.1	15.5	4.9
机械设备	-5.0	-0.1	3.8	8.2	4.4	1.8	-7.9	1.9	11.2	6.4	4.7	11.3	-0.8	3.1	4.2	-1.0	4.6	4.8	17.8	-1.2
休闲服务	-5.4	0.7	2.3	15.6	7.0	0.3	-4.4	-2.7	10.4	4.2	9.0	12.9	-2.6	7.3	1.5	-2.8	4.1	4.0	16.8	2.4
综合	-5.9	0.2	1.7	7.3	5.7	-2.6	2.1	8.5	13.1	12.0	11.7	14.7	4.3	11.2	3.6	-1.7	5.9	4.8	20.6	-5.0
电气设备	-7.6	0.3	2.8	10.5	6.1	-2.8	-2.2	6.3	7.7	9.3	5.5	13.2	2.9	11.8	4.9	-1.1	3.9	5.5	14.4	1.3
化工	-4.3	-0.3	2.9	9.3	4.9	4.3	-2.9	5.1	4.7	3.9	8.7	13.3	1.4	6.2	3.3	2.6	3.9	4.7	16.1	-4.7
传媒	-8.7	0.8	-3.2	15.3	5.6	-0.9	-11.1	4.8	2.6	6.5	5.6	21.7	6.9	-6.9	-1.1	-3.7	1.0	6.7	23.2	-5.4
建筑装饰	-6.6	-0.8	1.7	5.5	6.3	-1.3	-1.0	0.5	1.9	5.0	-0.6	8.3	-3.9	1.0	5.9	3.9	4.5	4.1	13.6	-4.4
钢铁	-1.0	-0.4	2.7	5.1	-1.2	3.1	-1.3	1.5	2.8	1.8	6.3	6.6	-4.6	3.2	4.7	9.5	3.0	-0.2	14.8	-6.2
轻工制造	-5.1	-0.8	1.8	7.8	2.6	-0.3	-2.9	4.2	7.8	7.3	10.4	15.6	2.2	3.6	4.1	1.0	4.6	4.3	16.9	-6.2
公用事业	-4.6	0.0	1.8	3.3	2.9	0.7	-1.0	5.9	7.9	6.2	5.3	8.4	3.8	4.9	5.6	2.0	3.6	5.2	13.4	-5.6
汽车	-1.6	0.8	3.6	3.0	-0.5	6.2	-3.5	0.9	22.7	6.5	9.4	10.9	-4.0	8.3	0.9	2.6	3.4	4.0	14.5	-9.0
非银金融	0.0	-0.3	0.2	4.5	1.1	-2.1	-11.1	-8.7	-0.1	-1.5	6.8	7.3	-6.0	-4.2	-2.5	4.2	-0.4	0.4	24.6	-13.1
纺织服装	-5.4	0.1	1.0	9.2	5.0	-0.7	-1.8	9.4	8.7	8.3	9.2	13.7	-0.5	5.6	4.1	2.3	3.3	4.7	14.3	-9.3
交通运输	-3.7	0.2	2.0	2.2	0.7	1.8	-6.5	-0.1	4.1	4.7	3.2	7.3	-2.0	2.9	1.2	0.2	3.2	4.0	14.5	-8.1
房地产	-6.3	1.4	2.9	11.6	0.1	5.1	-3.4	-6.0	13.4	4.0	6.0	15.8	-2.3	-2.5	-0.5	6.2	1.9	0.4	13.2	-8.5
家用电器	-4.0	0.6	2.0	10.1	2.7	4.0	-3.4	-1.1	17.3	7.3	16.7	17.1	-0.1	-1.4	0.1	1.6	5.8	-0.7	10.7	-4.7
采掘	-6.0	-1.1	1.5	3.8	4.0	6.2	0.1	-6.0	-3.7	-0.7	3.0	8.5	-7.5	-2.1	1.7	10.6	0.5	0.1	13.4	-15.2
银行	-0.5	-4.8	-3.4	-1.2	-3.2	2.4	-11.1	-6.8	1.4	1.7	4.6	1.8	-2.5	-1.1	-2.5	2.7	0.1	-1.1	11.0	-10.3

数据来源：WIND、中信建投期货

四、后市展望与操作建议

从当前时间点来看，我们认为利好因素大于利空，中证 500 仍会偏向强势。首先，代表中小盘股的中证 1000、中证 500 指数已经在 1 月下跌充分，相对估值很高的沪深 300 与上证 50 来说更有价格优势，并且开市第一天 IF、IH 均出现跳水，而 IC 期货仍然强势，伴随着美联储放水导致的大宗商品节内强势上涨，周期股或继续上行，IC 成分中周期行业占比达 34%，而 IF、IH 周期行业占比分别为 18% 与 14%，顺周期行情利好中证 500。从趋势上看，美联储在利率决议上并未表示收紧流动性的意愿，在 2 月 26 日 1.9 万亿刺激政策决定之前，我们认为海外流动性外溢的逻辑仍在，北向资金也在节后连续两日大幅净流入。

利空方面主要来自央行政策，一般而言往年春节假期后首个交易日回笼均较小，甚至还会大量投放流动性，但央行 2 月 18 日 MLF 续作，逆回购净回笼 2600 亿元，整体资金利率上行，资金面较紧，这是制约国内流动性的因素，未来应当密切关注央行即将到期的资金量与央行操作力度，整体上，此前央行在第四季度《中国货币政策执行报告》明确指出，判断短期利率走势首先要看政策利率是否发生变化，而不应过度关注公开市场操作数量，当前市场操作利率未发生变化，CPI 和 PPI 在 0 值附近，仍未达到央行进行政策调控的阈值，因此资金面难以大幅度收紧。

在当前时间点下，节后涨多跌少，赚钱效应极佳，市场风险偏好较高，符合“日历效应”的条件；从

经济基本面上看，由于就地过年政策的施行，企业有望快速复工复产，同时消费也在各方面转好，预计一季度经济较强，有助于企业基本面的改善；海外方面，拜登 2 月 11 日与国家主席习近平通话，两国元首就中国牛年春节相互拜年，并就双边关系和重大国际及地区问题深入交换意见，随后拜登在推文中表示了与中方合作的意愿，双方在抗击疫情和环保方面存在共识，中美关系短期缓和也有助于风险偏好的提升；市场表现上，风格切换在周五再次得到确认，日内 IC 期货走势相对现货也较为强势，且 IC 相对 IH 上涨幅度仍未达到历史相对上涨幅度（ $3.06\% < 4.85\%$ ），因此我们认为到二月末风格将切换至中小盘，推荐 IC 多头，辅以 IH 空单对冲市场整体下跌风险。需要注意的是，最大的系统性风险并不在国内，而是海外多数指数估值已接近 10 年历史最高位置，泡沫什么时候会被捅破大概率在于美联储什么时候释放货币政策收紧的信号，当前物价指数超预期增长，通胀信号已现，若扰动事件出现会极大的影响投资者情绪。

五、附录

图 4：GC001 利率走势

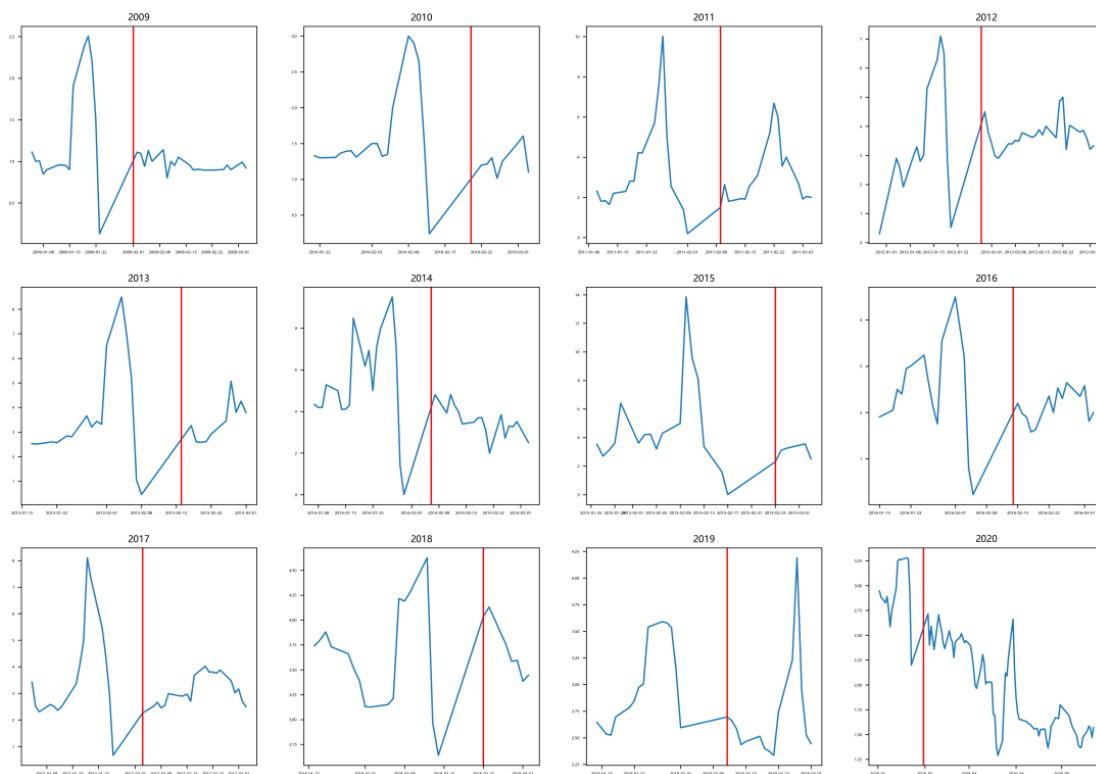
（红线代表大年初一；时间段：春节前 30 日至两会）



数据来源：WIND、中信建投期货

图 5：GC007 利率走势

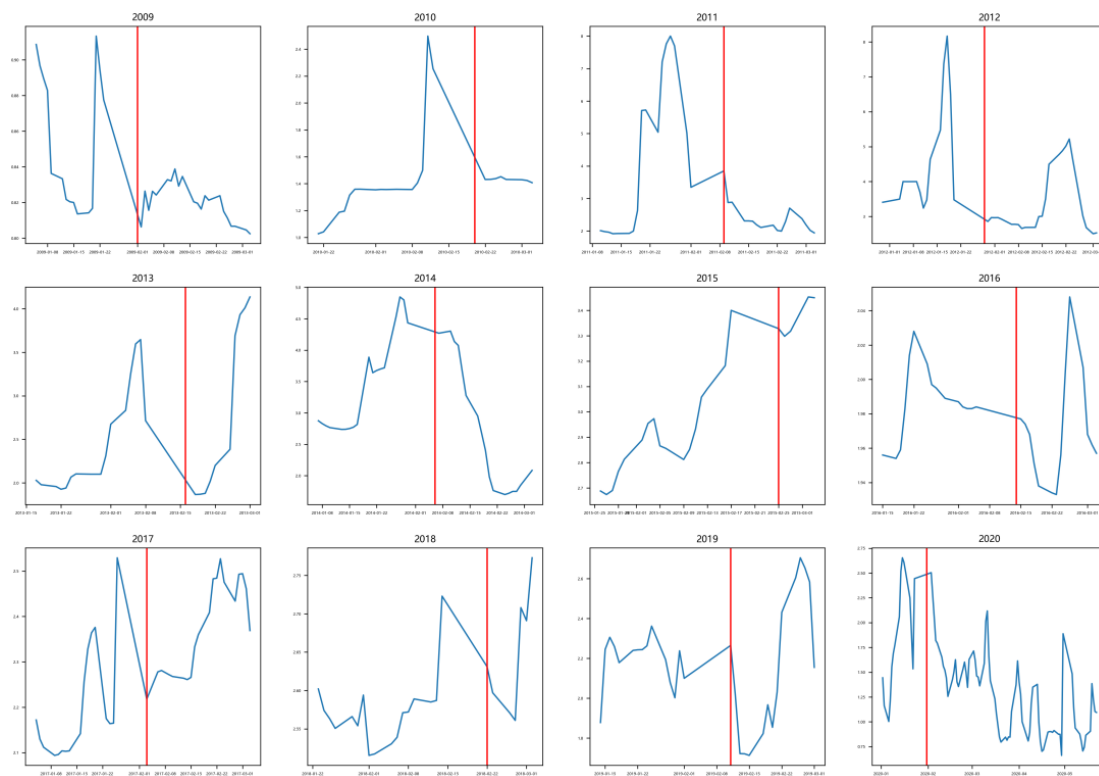
(红线代表大年初一；时间段：春节前 30 日至两会)



数据来源：WIND、中信建投期货

图 6：SHIBOR 隔夜利率走势

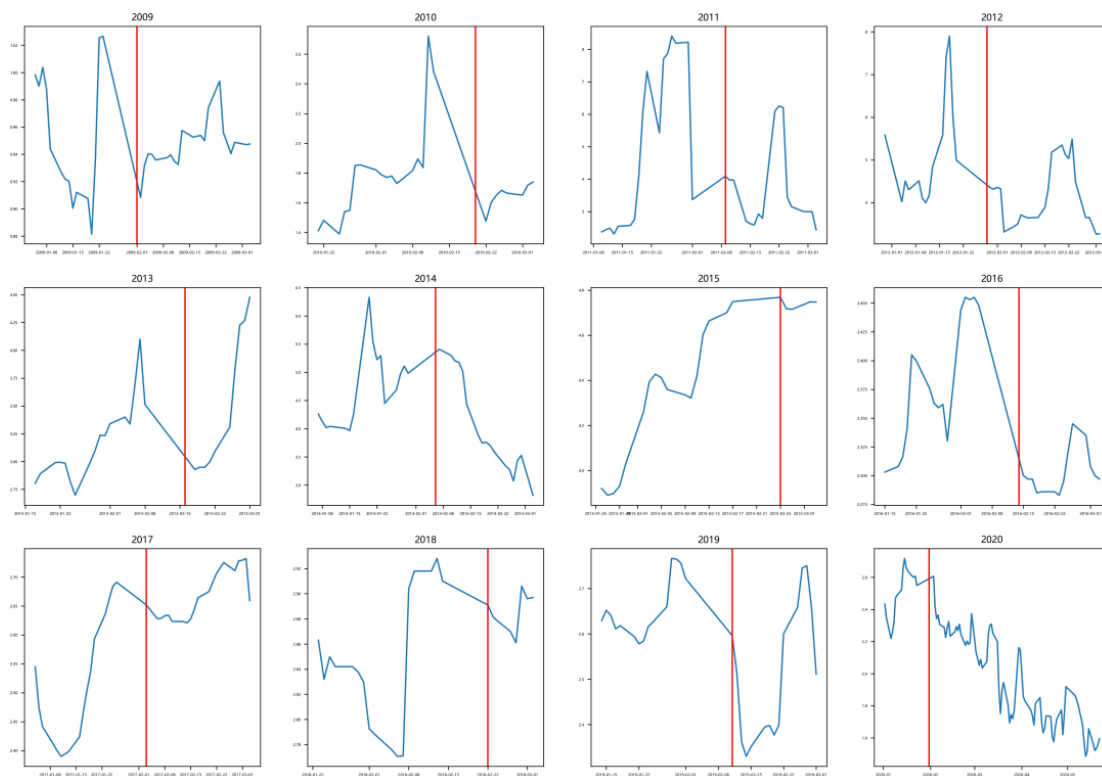
(红线代表大年初一；时间段：春节前 30 日至两会)



数据来源：WIND、中信建投期货

图 7：SHIBOR1 周利率走势

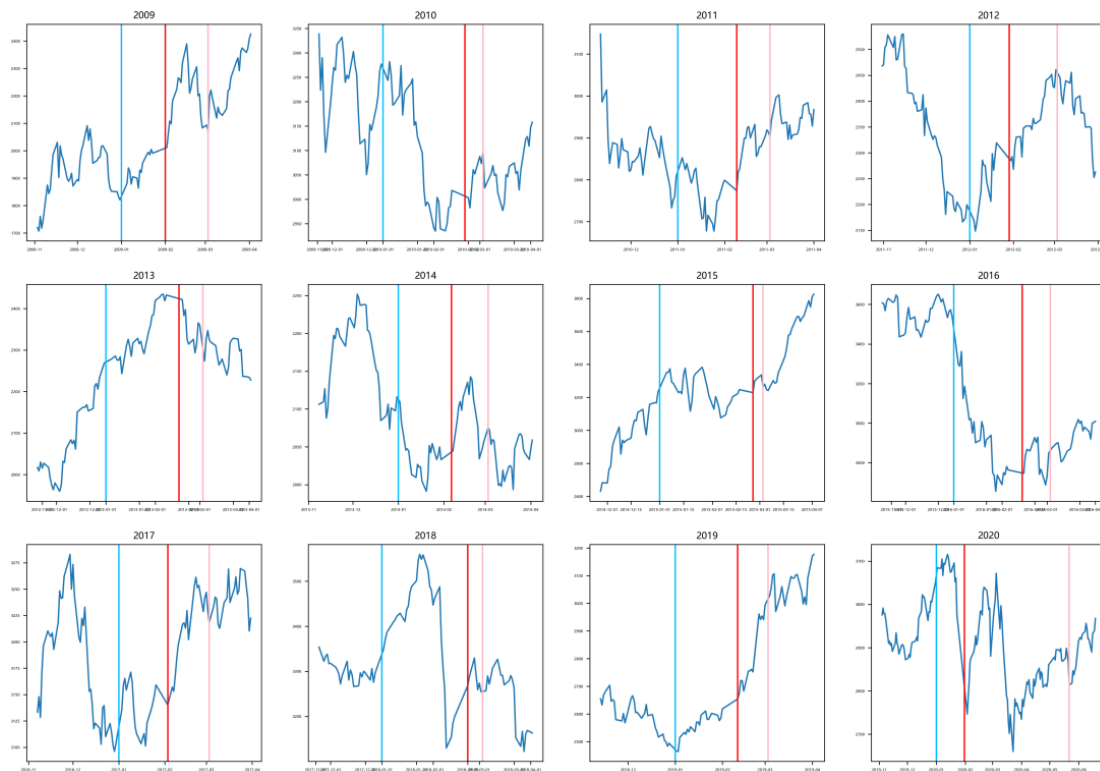
(红线代表大年初一；时间段：春节前 30 日至两会)



数据来源：WIND、中信建投期货

图 8：上证综指收盘价表现

（蓝色竖线为元旦，红色竖线为春节，粉色为两会开始时间；时间段：节前 90 日至两会后 30 日）



数据来源：WIND、中信建投期货



联系我们

中信建投期货总部

地址：重庆市渝中区中山三路131号希尔顿商务中心27楼、30楼

电话：023-86769605

中信建投期货有限公司上海分公司

地址：中国（上海）自由贸易试验区浦电路490号，世纪大道1589号8楼10-11单元

电话：021-68765927

中信建投期货有限公司湖南分公司

地址：长沙市芙蓉区五一大道800号中隆国际大厦903

电话：0731-82681681

南昌营业部

地址：南昌市红谷滩新区红谷中大道998号绿地中央广场A1#办公楼-3404室

电话：0791-82082702

中信建投期货有限公司河北分公司

地址：廊坊市广阳区金光道66号圣泰财富中心1号楼4层西侧4010、4012、4013、4015、4017

电话：0316-2326908

漳州营业部

地址：漳州市龙文区九龙大道以东漳州碧湖万达广场A2地块9幢1203号

电话：0596-6161588

西安营业部

地址：西安市高新区高新路56号电信广场裙楼6层北侧6G

电话：029-89384301

北京朝阳门北大街营业部

地址：北京市东城区朝阳门北大街6号首创大厦207室

电话：010-85282866

北京北三环西路营业部

地址：北京市海淀区中关村南大街6号9层912

电话：010-82129971

武汉营业部

地址：武汉市武昌区中北路108号兴业银行大厦3楼

电话：027-59909521

中信建投期货有限公司杭州分公司

地址：杭州市上城区庆春路137号华都大厦811、812室

电话：0571-28056983

太原营业部

地址：太原市小店区长治路103号阳光国际商务中心A座902室

电话：0351-8366898

中信建投期货有限公司济南分公司

地址：济南市历下区泺源大街150号中信广场A座十层1016、1018、1020室

电话：0531-85180636

中信建投期货有限公司大连分公司

地址：大连市沙河口区会展路129号大连国际金融中心A座大连期货大厦2901、2904、2905、2906室

电话：0411-84806316

中信建投期货有限公司河南分公司

地址：郑州市未来大道69号未来大厦2205、2211、1910房

电话：0371-65612397

广州东风中路营业部

地址：广州市越秀区东风中路410号时代地产中心20层自编2004-05房

电话：020-28325286

重庆龙山一路营业部

地址：重庆市渝北区龙山街道龙山一路5号扬子江商务小区4幢24-1

电话：023-88502020

成都营业部

地址：成都市武侯区科华北路62号（力宝大厦）1栋2单元18层2、3号

电话：028-62818701

中信建投期货有限公司深圳分公司

地址：深圳市福田区深南大道和泰然大道交汇处绿景纪元大厦11I

电话：0755-33378759

上海徐汇营业部

地址：上海市徐汇区斜土路2899甲号1幢1601室

电话：021-64040178

南京营业部

地址：南京市黄埔路2号黄埔大厦11层D1、D2座

电话：025-86951881

中信建投期货有限公司宁波分公司

地址：浙江省宁波市鄞州区和济街180号国际金融中心F座1809室

电话：0574-89071681

合肥营业部

地址：合肥市包河区马鞍山路130号万达广场C区6幢1903、1904、1905

电话：0551-2889767

广州黄埔大道营业部

地址：广州市天河区黄埔大道西100号富力盈泰大厦B座1406

电话：020-22922102

上海浦东营业部

地址：上海自由贸易试验区世纪大道1777号3楼F1室

电话：021-68597013

重要声明

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，中信建投期货力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。

全国统一客服电话：**400-8877-780**

网址：**www.cfc108.com**