

策略週報

信用趨穩，優選成長

穩信貸逐步發力，市場迎來風格轉換。

- **市場風格轉換，成長重回強勢。** 四季度以來，隨著煤炭價格走弱，週期行情步入尾聲，市場風格也在悄然轉換，成長風格重新回歸強勢。其背後的主要原因在於：一方面，市場對於經濟的悲觀預期不斷發酵。在這樣的背景下，市場對於宏觀政策對沖預期不斷增強，而短期內逆週期政策力度不及預期也令市場陷入進退兩難的觀望情緒之中。行至四季度，週期股盈利預期急速下行，直接導致價值風格的轉弱；市場風險偏好走弱，避險邏輯下中小市值難以為繼。
- **穩信貸逐步發力，結構性寬信用進行時。** 本周以來信貸邊際發力信號頻現：一方面，繼前期碳減排支持工具推出後，本周國常會再次提出設立 2000 億專項再貸款用於煤炭清潔，另一方面，監管對於地產行業信用風險關注度提升，未來一段時間地產信貸投放積極性有望迎來實質性提升，從這點來看，以社融增速為代表的信用環境加速下行趨勢有望得以緩和。需要指出的是，地產信貸雖或迎來邊際寬鬆，但房住不炒定調依然沒有發生變化，因此政策的邊際寬鬆更多是為了防範信用風險爆發，難以出現全面放鬆；寬信用的方向也將明確的向新能源方向傾斜，因此，本輪信用企穩更多會體現為防範底線風險和結構性寬信用的特點。
- **衰退週期下科技股處於配置左側區間。** 未來一段時間國內宏觀環境以穩貨幣寬信用經濟下為主要線索，經濟下行週期，隨著寬信用週期的逐步開啟，國內週期定位將會經歷衰退前期到後期的過渡。結合我們對於歷史上衰退週期大類資產及行業風格表現的歷史複盤，衰退前期 A 股市場多半難有較好的絕對收益表現，雖然股票資產的盈利水平在價格因素支撐下仍具有一定韌性，但流動性緊縮預期帶來估值負面衝擊更為顯著。在通脹邏輯發酵初期，必需消費板塊均有不錯的超額收益。而隨著需求的全面下行和對沖政策的逐步回溫，市場逐步過渡到衰退後期，對沖政策回溫帶來估值提振，市場有望逐步企穩，成長股在這一階段相對收益顯著。總體來看，庫存週期下行階段，市場風險偏好處於較低水平，配置上可選擇：1) 以 TMT 為代表的部分輕資產屬性科技股前期滯漲、基本面具有底部反轉預期，處於賠率較高的配置區間；2) 新能源產業鏈為代表的主導產業方向，有望以業績消化估值，具有穿越短週期的力量。
- **風險提示：逆週期政策不及預期，疫情發展超預期惡化**

觀點回顧

——20201129《循環牛 大週期》：商品資本雙循環，A 股有望迎來循環牛，擁抱大週期行情。全球共生模式重啟，中國雙循環迎接虛擬經濟繁榮。週期盈利驅動和海外資本流入有望帶領 A 股進入技術性牛市。

——20210521《重估大週期》：全球大循環背景下，全球經濟復蘇與再通脹將是 2021 下半年宏觀與市場交易的主旋律，週期股有望迎來估值擴張機會。在全球大循環背景下，中國出口、製造業韌性十足。2021 年下半年全球有望延續共振復蘇態勢。本輪週期，除了總需求擴張外，全球碳中和供給限制為商品上漲的持續性和幅度提供重要助力，週期股估值擴張也因此打開。

——20210912《週期行情漸入佳境》：業績韌性有望超預期，週期板塊有望迎來增量配置資金。供需缺口延續，業績韌性有望超預期。週期股行情進行時，行業基本面的邊際回暖疊加當前的估值優勢有望帶來行業超額收益

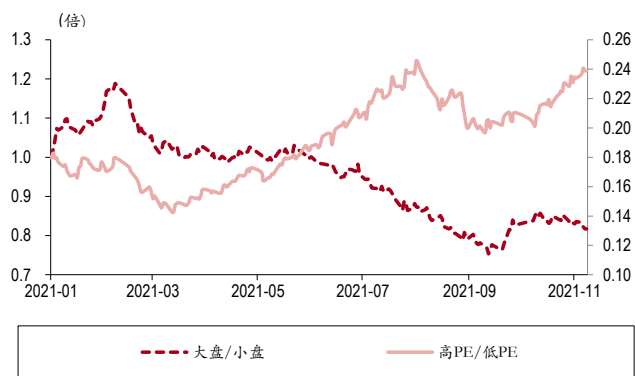
信用趨穩，優選成長

市場風格轉換，成長重回強勢。四季度以來，隨著煤炭價格走弱，週期行情步入尾聲，市場風格也在悄然轉換，成長風格重新回歸強勢。其背後的主要原因在於：一方面，市場對於經濟的悲觀預期不斷發酵。地產週期加速轉弱，與此同時限電限產使得本就偏弱的內需雪上加霜，隨著價格支撐因素的轉弱，盈利下行壓力增加。在這樣的背景下，市場對於宏觀政策對沖預期不斷增強，而短期內逆週期政策力度不及預期也令市場陷入進退兩難的觀望情緒之中。行至四季度，週期股盈利預期急速下行，直接導致價值風格的轉弱；市場風險偏好走弱，避險邏輯下中小市值難以為繼。

穩信貸逐步發力，結構性寬信用進行時。近期政策端穩信貸動力有所增強。三季度央行貨幣政策執行報告中可以看到，雖然海外主要經濟體貨幣政策已經轉向，但對於我國貨幣政策影響相對有限，與此同時，國內經濟增速下行壓力依然較大，地產風險仍在，貨幣政策短期難以趨緊，明年來看預計仍將以維持國內經濟穩定為主，形式上預計貨幣政策仍將以量換價，以推出支持綠色能源、小微企業的結構性工具為主。本周以來信貸邊際發力信號頻現：一方面，繼前期碳減排支持工具推出後，本周國常會再次提出設立 2000 億專項再貸款用於煤炭清潔，另一方面，監管對於地產行業信用風險關注度提升，未來一段時間地產信貸投放積極性有望迎來實質性提升，從這點來看，以社融增速為代表的信用環境加速下行趨勢有望得以緩和。需要指出的是，地產信貸雖或迎來邊際寬鬆，但房住不炒定調依然沒有發生變化，因此政策的邊際寬鬆更多是為了防範信用風險爆發，難以出現全面放鬆；寬信用的方向也將明確的向新能源方向傾斜，因此，本輪信用企穩更多會體現為防範底線風險和結構性寬信用的特點。

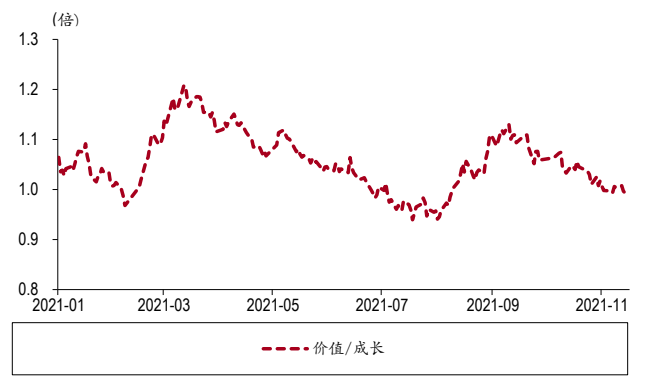
衰退週期下科技股處於配置左側區間。未來一段時間國內宏觀環境以穩貨幣寬信用經濟下為主要線索，經濟下行週期，隨著寬信用週期的逐步開啟，國內週期定位將會經歷衰退前期到後期的過渡。結合我們對於歷史上衰退週期大類資產及行業風格表現的歷史復盤，衰退前期 A 股市場多半難有較好的絕對收益表現，雖然股票資產的盈利水平在價格因素支撐下仍具有一定韌性，但流動性緊縮預期帶來估值負面衝擊更為顯著。在通脹邏輯發酵初期，必需消費板塊均有不錯的超額收益。而隨著需求的全面下行和對沖政策的逐步回溫，市場逐步過渡到衰退後期，對沖政策回溫帶來估值提振，市場有望逐步企穩，成長股在這一階段相對收益顯著。總體來看，庫存週期下行階段，市場風險偏好處於較低水平，配置上可選擇：1) 以 TMT 為代表的部分輕資產屬性科技股前期滯漲、基本面具有底部反轉預期，處於賠率較高的配置區間；2) 新能源產業鏈為代表的主導產業方向，有望以業績消化估值，具有穿越短週期的力量；3) 大金融為代表的大盤藍籌板塊有望受益于信用企穩預期走出一波估值修復行情，但由於本輪寬信用的結構性特徵，行情持續性和幅度有待進一步觀察。

圖表 1.4 季度以來大盤風格重新占優



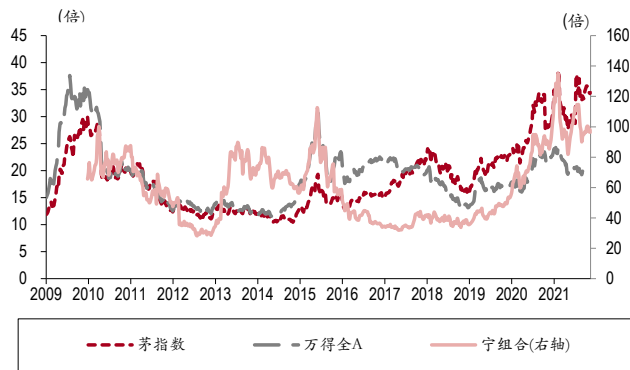
資料來源：萬得，中銀證券

圖表 2.4 季度以來成長風格重回強勢



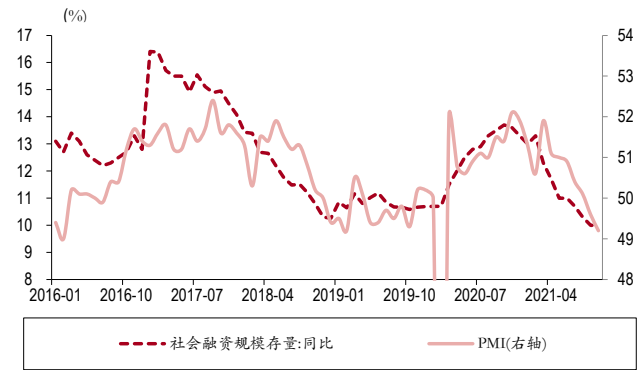
資料來源：萬得，中銀證券

圖表 3. 當前熱門賽道估值情況 (2009 年以來)



資料來源：萬得，中銀證券

圖表 4. 信用週期與實體經濟景氣度



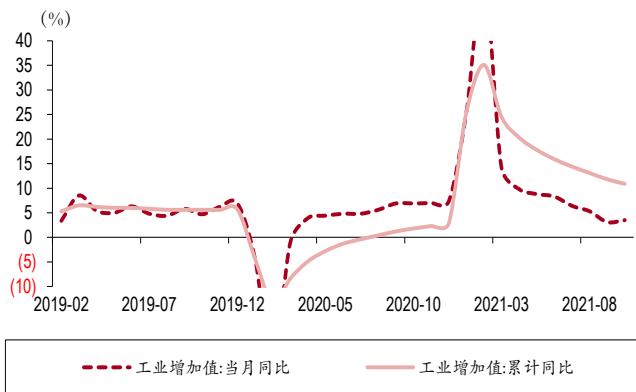
資料來源：萬得，中銀證券

重要信息與數據梳理

(1) 宏觀基本面及 A 股盈利數據變化

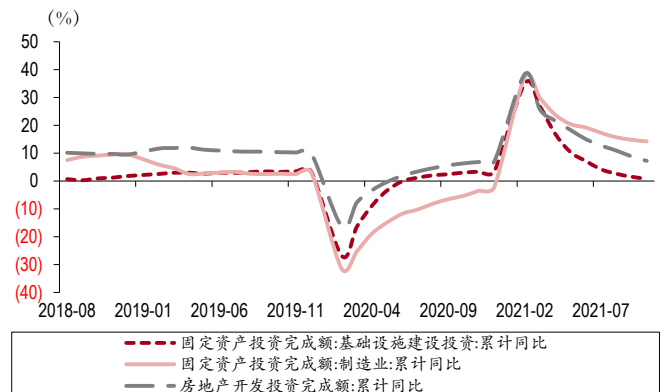
11月15日週一，國家統計局公佈數據顯示，10月全國規模以上工業增加值同比增長3.5%較上月加快0.4個百分點；比2019年同期增長10.6%，兩年平均增長5.2%，較上月加快0.2個百分點；環比增長0.39%。1-10月份，全國規模以上工業增加值同比增長10.9%，兩年平均增長6.3%。1-10月全國房地產開發投資124934億元，同比增長7.2%；比2019年1-10月份增長14.0%，兩年平均增長6.8%。商品房銷售面積同比增長7.3%；比2019年1-10月份增長7.3%，兩年平均增長3.6%。

圖表 5. 中國 10 月工業增加值數據



資料來源：萬得，中銀證券

圖表 6. 中國固定資產投資數據



資料來源：萬得，中銀證券

(2) 流動性跟蹤及市場交易數據

宏觀流動性

截止11月20日，本周貨幣市場利率普遍上行、國債市場利率小幅下行，SHIBOR 隔夜利率上行14BP至2%；R001/R007 上行15/6BP，DR007 上行4.7BP。國債市場，一年期國債收益率下行1.4BP至2.26%，10年期國債收益率下行0.9BP至2.93%。期限利差上行0.5BP至0.67%，信用利差上行0.9BP至0.43%。

圖表 7. 資金價格一覽

分類	項目	數據頻率	本期	上期	變化幅度 bp
一、貨幣市場	SHIBOR 隔夜利率	日	2.00	1.86	14.2
	銀行間質押式回購加權利率:1 天	日	2.04	1.89	15.2
	銀行間質押式回購加權利率:7 天	日	2.22	2.16	6.3
	存款類機構質押式回購加權利率:7 天	日	2.14	2.09	4.7
	同業存單到期收益率(AAA+):1 個月	日	2.17	2.14	2.9
	同業存單到期收益率(AAA+):3 個月	日	2.53	2.53	0.8
	同業存單到期收益率(AAA+):6 個月	日	2.63	2.62	0.8
	加權平均利率:銀行間同業拆借	月	2.04	2.16	(11.7)
	加權平均利率:銀行間質押式回購	月	2.04	2.19	(14.8)
二、國債市場	國債到期收益率:1 年	日	2.26	2.28	(1.4)
	國債到期收益率:10 年	日	2.93	2.94	(0.9)
	期限利差	日	0.67	0.66	0.5
三、信用債市場	企業債到期收益率(AAA):5 年	日	3.43	3.44	(1.0)
	信用利差:5 年期 AAA 企業債-5 年期國債	日	0.43	0.42	0.9
	人民幣理財產品預期收益率:1 個月	周	1.90	1.88	2.00
	人民幣理財產品預期收益率:3 個月	周	1.92	1.92	0.0
	人民幣理財產品預期收益率:6 個月	周	2.17	2.10	7.0

資料來源:萬得,中銀證券

微觀流動性

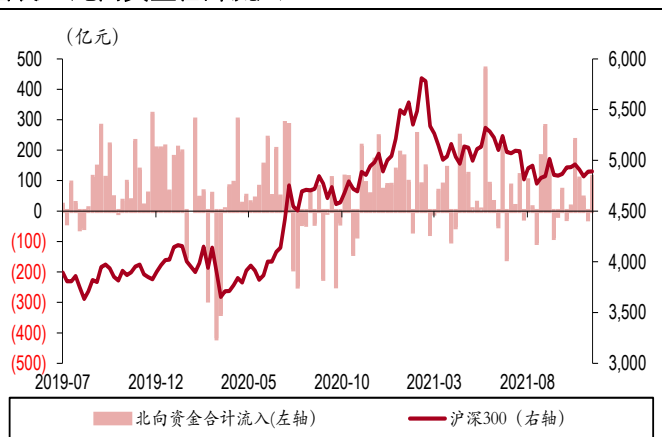
一級市場本周融資規模 108 億,上期約 293 億元;本周重要股東(產業資本)減持 208 億,上周為 132 億;新發行基金(股票+混合)本周發行規模 102 億,上周為 208 億;融資餘額方面,本周為 17020 億,較上周增加 40 億;滬深港通方面,北上本周持續淨流入 139 億元,南下本周淨流入 25 億元。

圖表 8. 股市資金流動

	當期股市淨流入	上期股市淨流入	變動
總計			156
股權融資規模	(108)	(293)	185
重要股東增減持	(208)	(132)	(76)
新發基金	102	208	(106)
融資餘額	17020	16980	40
陸股通	112	(27)	139
港股通	(19)	(44)	25
陸股通-港股通	131	17	114

資料來源:萬得,中銀證券

圖表 9. 北向資金合計流入

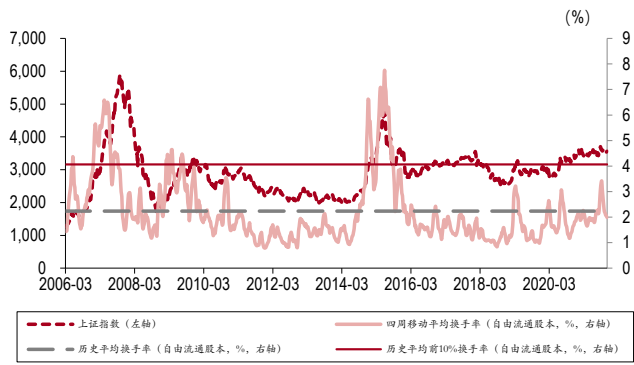


資料來源:萬得,中銀證券

交易數據特徵與熱度監控

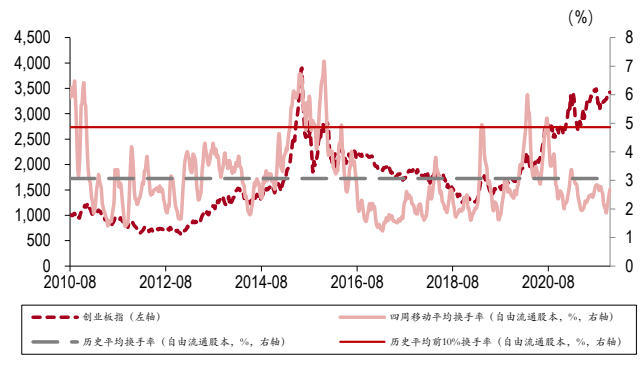
日均成交額方面,寬基指數較上周明顯分化,上證 50/滬深 300/上證指數較上周下降-10%/-18%/0%,中證 500/中證 1000 較上周分別上升 2%/10%,創業板指較上周上升 5%,科創 50 增加 6%。換手率方面中證 1000/500/創業板指分別上升 12%/3%/2%,上證 50/科創 50 較上周下滑較大為 22%/22%。分行業來看,本周家電、化工、有色等日均成交額較上周增加,通信、醫藥、食品等日均成交額較上周一定幅度下降。鋼鐵、有色,化工等日均換手率較上周增加,通信、食品,紡服等較上周出現一定幅度下降,家電板塊本周日均成交額/換手率較上周明顯提升。

圖表 10. 上證指數換手率水平



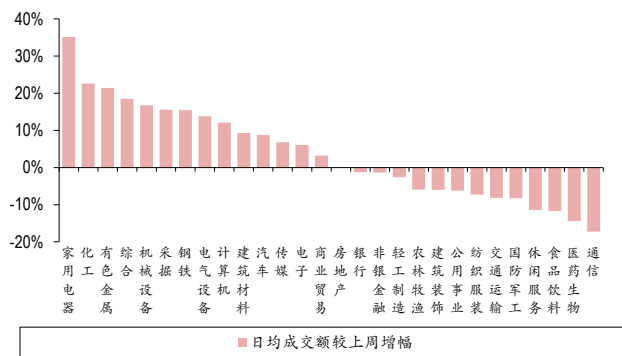
資料來源：萬得，中銀證券

圖表 11. 創業板指換手率水平



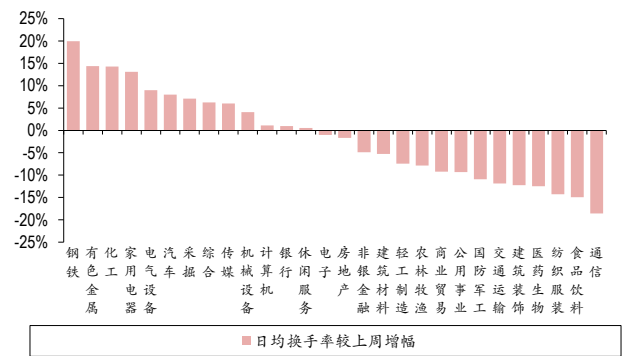
資料來源：萬得，中銀證券

圖表 12. 分行業指數本周日均成交額增幅



資料來源：萬得，中銀證券

圖表 13. 分行業指數本周日均換手率增幅



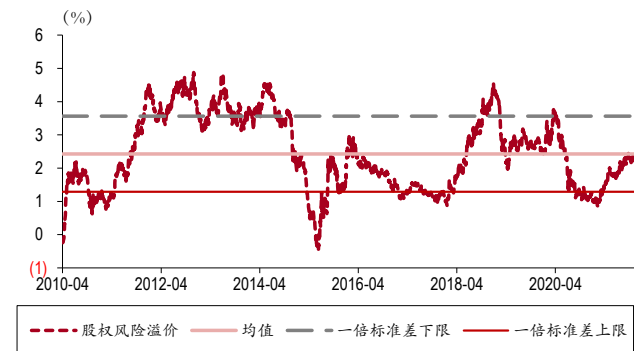
資料來源：萬得，中銀證券

(3) 估值及風險偏好政策

估值水平

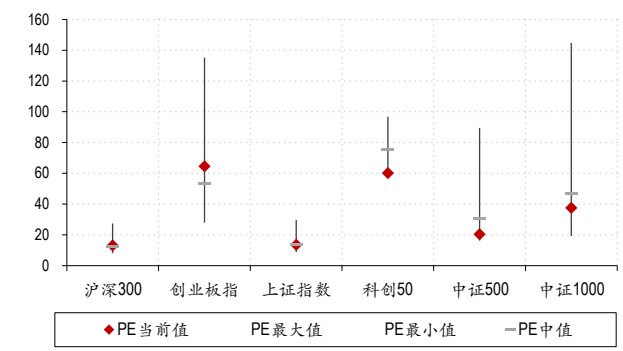
萬得全 A 指數的股權風險溢價水平仍處於 2010 年以來均值水平，股債 ERP 最新歷史分位 50%。萬得全 A 估值水平逐漸回落接近至 2010 年以來均值水平，處於歷史 60%分位數。前瞻 PE 處於 15 年以來歷史均值左右，整體估值水平保持穩健。其他寬基指數的估值分位中，中證 500 和中證 1000PE 估值分位仍處於歷史較低水平，創業板和滬深 300PE 估值水平回落到歷史 84%/61%分位水平，創業板指和科創板估值水平較前期有明顯回升。寬基指數的估值裂口有所縮窄。

圖表 14. 股權風險溢價



資料來源：萬得，中銀證券

圖表 15. 寬基指數估值水平



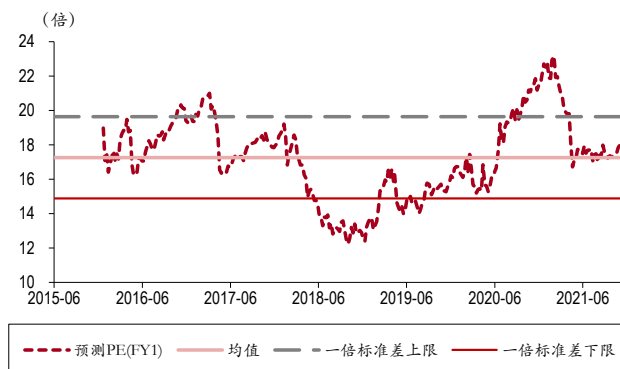
資料來源：萬得，中銀證券

圖表 16. 萬得全 A 估值水平



資料來源：萬得，中銀證券

圖表 17. 萬得全 A 前瞻估值水平



資料來源：萬得，中銀證券

風險偏好政策-重要政策梳理

央行發佈 2021 年第三季度中國貨幣政策執行報告。報告指出，當前我國面對的內外部環境與上輪相比有明顯不同，發達經濟體政策調整對我影響有限。目前房地產市場風險總體可控，房地產市場健康發展的整體態勢不會改變。堅持不將房地產作為短期刺激經濟的手段，堅持穩地價、穩房價、穩預期，保持房地產金融政策的連續性、一致性、穩定性，實施好房地產金融審慎管理制度。穩健的貨幣政策要靈活精準、合理適度，以我為主，穩字當頭，把握好政策力度和節奏，處理好經濟發展和防範風險的關係，做好跨週期調節，維護經濟大局總體平穩，增強經濟發展韌性。（中國人民銀行）

國務院總理李克強主持召開經濟形勢專家和企業家座談會。李克強指出，經濟總體穩步恢復，可以實現今年主要目標，就業提前完成全年任務。強化“六穩”“六保”特別是保就業保民生保市場主體，增強宏觀政策的前瞻性針對性，推進改革開放，做好跨週期調節，推動經濟爬坡過坎，保持經濟運行在合理區間和就業大局穩定。支持煤電企業各項政策要確保落實到位，保證電力穩定供應；採取針對性措施加強經濟運行調節，緩解大宗商品價格上漲向下游中小微企業傳導的壓力。（新華社）

據報道日本政府正在考慮釋放其戰略石油儲備（SPR）。其中一個選擇是出售部分石油儲備，作為遏制油價上漲的補貼；另一個是考慮降低原油儲備量。此前媒體稱，美國總統拜登與印度、日本等主要原油買家討論一起聯合釋放原油儲備。（朝日新聞）

風險提示

逆週期政策不及預期，疫情發展超預期惡化。

披露聲明

本報告準確表述了證券分析師的個人觀點。該證券分析師聲明，本人未在公司內、外部機構兼任有損本人獨立性與客觀性的其他職務，沒有擔任本報告評論的上市公司的董事、監事或高級管理人員；也不擁有與該上市公司有關的任何財務權益；本報告評論的上市公司或其它第三方都沒有或沒有承諾向本人提供與本報告有關的任何補償或其它利益。

中銀國際證券股份有限公司同時聲明，將通過公司網站披露本公司授權公眾媒體及其他機構轉載或者轉發證券研究報告有關情況。如有投資者于未經授權的公眾媒體看到或從其他機構獲得本研究報告的，請慎重使用所獲得的研究報告，以防止被誤導，中銀國際證券股份有限公司不對其報告理解和使用承擔任何責任。

評級體系說明

以報告發佈日後公司股價/行業指數漲跌幅相對同期相關市場指數的漲跌幅的表現為基準：

公司投資評級：

- 買入：預計該公司股價在未來 6-12 個月內超越基準指數 20%以上；
- 增持：預計該公司股價在未來 6-12 個月內超越基準指數 10%-20%；
- 中性：預計該公司股價在未來 6-12 個月內相對基準指數變動幅度在-10%-10%之間；
- 減持：預計該公司股價在未來 6-12 個月內相對基準指數跌幅在 10%以上；
- 未有評級：因無法獲取必要的資料或者其他原因，未能給出明確的投資評級。

行業投資評級：

- 強於大市：預計該行業指數在未來 6-12 個月內表現強於基準指數；
- 中性：預計該行業指數在未來 6-12 個月內表現基本與基準指數持平；
- 弱於大市：預計該行業指數在未來 6-12 個月內表現弱於基準指數。
- 未有評級：因無法獲取必要的資料或者其他原因，未能給出明確的投資評級。

滬深市場基準指數為滬深 300 指數；新三板市場基準指數為三板成指或三板做市指數；香港市場基準指數為恒生指數或恒生中國企業指數；美股市場基準指數為納斯達克綜合指數或標普 500 指數。

風險提示及免責聲明

本報告由中銀國際證券股份有限公司證券分析師撰寫並向特定客戶發佈。

本報告發佈的特定客戶包括：1) 基金、保險、QFII、QDII 等能夠充分理解證券研究報告，具備專業信息處理能力的中銀國際證券股份有限公司的機構客戶；2) 中銀國際證券股份有限公司的證券投資顧問服務團隊，其可參考使用本報告。中銀國際證券股份有限公司的證券投資顧問服務團隊可能以本報告為基礎，整合形成證券投資顧問服務建議或產品，提供給接受其證券投資顧問服務的客戶。

中銀國際證券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客戶外的公司個人客戶提供本報告。中銀國際證券股份有限公司的個人客戶從任何外部渠道獲得本報告的，亦不應直接依據所獲得的研究報告作出投資決策；需充分諮詢證券投資顧問意見，獨立作出投資決策。中銀國際證券股份有限公司不承擔由此產生的任何責任及損失等。

本報告內含保密信息，僅供收件人使用。閣下作為收件人，不得出於任何目的直接或間接複製、派發或轉發此報告全部或部分內容予任何其他人士，或將此報告全部或部分內容發表。如發現本研究報告被私自刊載或轉發的，中銀國際證券股份有限公司將及時採取維權措施，追究有關媒體或者機構的責任。所有本報告內使用的商標、服務標記及標記均為中銀國際證券股份有限公司或其附屬及關聯公司（統稱“中銀國際集團”）的商標、服務標記、註冊商標或註冊服務標記。

本報告及其所載的任何信息、材料或內容只提供給閣下作參考之用，並未考慮到任何特別的投資目的、財務狀況或特殊需要，不能成為或被視為出售或購買或認購證券或其它金融票據的要約或邀請，亦不構成任何合約或承諾的基礎。中銀國際證券股份有限公司不能確保本報告中提及的投資產品適合任何特定投資者。本報告的內容不構成對任何人的投資建議，閣下不會因為收到本報告而成為中銀國際集團的客戶。閣下收到或閱讀本報告須在承諾購買任何報告中所指之投資產品之前，就該投資產品的適合性，包括閣下的特殊投資目的、財務狀況及其特別需要尋求閣下相關投資顧問的意見。

儘管本報告所載資料的來源及觀點都是中銀國際證券股份有限公司及其證券分析師從相信可靠的來源取得或達到，但撰寫本報告的證券分析師或中銀國際集團的任何成員及其董事、高管、員工或其他任何個人（包括其關聯方）都不能保證它們的準確性或完整性。除非法律或規則規定必須承擔的責任外，中銀國際集團任何成員不對使用本報告的材料而引致的損失負任何責任。本報告對其中所包含的或討論的信息或意見的準確性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的聲明或保證。閣下不應單純依靠本報告而取代個人的獨立判斷。本報告僅反映證券分析師在撰寫本報告時的設想、見解及分析方法。中銀國際集團成員可發佈其它與本報告所載資料不一致及有不同結論的報告，亦有可能採取與本報告觀點不同的投資策略。為免生疑問，本報告所載的觀點並不代表中銀國際集團成員的立場。

本報告可能附載其它網站的地址或超級鏈接。對於本報告可能涉及到中銀國際集團本身網站以外的資料，中銀國際集團未有參閱有關網站，也不對它們的內容負責。提供這些地址或超級鏈接（包括連接到中銀國際集團網站的地址及超級鏈接）的目的，純粹為了閣下的方便及參考，連結網站的內容不構成本報告的任何部份。閣下須承擔瀏覽這些網站的風險。

本報告所載的資料、意見及推測僅基於現狀，不構成任何保證，可隨時更改，毋須提前通知。本報告不構成投資、法律、會計或稅務建議或保證任何投資或策略適用於閣下個別情況。本報告不能作為閣下私人投資的建議。

過往的表現不能被視作將來表現的指示或保證，也不能代表或對將來表現做出任何明示或暗示的保障。本報告所載的資料、意見及預測只是反映證券分析師在本報告所載日期的判斷，可隨時更改。本報告中涉及證券或金融工具的價格、價值及收入可能出現上升或下跌。

部分投資可能不會輕易變現，可能在出售或變現投資時存在難度。同樣，閣下獲得有關投資的價值或風險的可靠信息也存在困難。本報告中包含或涉及的投資及服務可能未必適合閣下。如上所述，閣下須在做出任何投資決策之前，包括買賣本報告涉及的任何證券，尋求閣下相關投資顧問的意見。

中銀國際證券股份有限公司及其附屬及關聯公司版權所有。保留一切權利。

中銀國際證券股份有限公司

中國上海浦東
銀城中路 200 號
中銀大廈 39 樓
郵編 200121
電話: (8621) 6860 4866
傳真: (8621) 5888 3554

相關關聯機構：

中銀國際研究有限公司

香港花園道一號
中銀大廈二十樓
電話: (852) 3988 6333
致電香港免費電話:
中國網通 10 省市客戶請撥打：10800 8521065
中國電信 21 省市客戶請撥打：10800 1521065
新加坡客戶請撥打：800 852 3392
傳真: (852) 2147 9513

中銀國際證券有限公司

香港花園道一號
中銀大廈二十樓
電話: (852) 3988 6333
傳真: (852) 2147 9513

中銀國際控股有限公司北京代表處

中國北京市西城區
西單北大街 110 號 8 層
郵編: 100032
電話: (8610) 8326 2000
傳真: (8610) 8326 2291

中銀國際(英國)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
電話: (4420) 3651 8888
傳真: (4420) 3651 8877

中銀國際(美國)有限公司

美國紐約市美國大道 1045 號
7 Bryant Park 15 樓
NY 10018
電話: (1) 212 259 0888
傳真: (1) 212 259 0889

中銀國際(新加坡)有限公司

註冊編號 199303046Z
新加坡百得利路四號
中國銀行大廈四樓(049908)
電話: (65) 6692 6829 / 6534 5587
傳真: (65) 6534 3996 / 6532 3371