

# 策略周报

## 政策底与多头思维

政策底已现，市场反转为期不远。

- **政策底已现，市场底不远。**“金融委”为股市定调，“一行两会”纷纷表态后续跟进，当前股市仍处在政策的“蜜月期”，政策底信号明确。市场底滞后政策底，条件也比政策底更加苛刻。市场底需要基本面、技术面和情绪面的共振，且要求指数出现该周期的极小值。相对而言，政策底作用于基本面需要时间，更多对情绪面和技术面施加积极影响。因此，政策底对应指数底部区域，不必是绝对低点。考虑到中美经济周期错位，海外滞胀紧缩预期导致美债利率仍在脉冲阶段，我们认为市场底仍需等待，但已为期不远，A股进入U型底部区域，保持多头思维。继续围绕业绩高增长的科技成长布局。建议关注半导体产业链、新能源光伏、风电、5G新基建、电动车智能化、元宇宙、数字经济等方向。
- **政策蜜月期，布局正当时。**本周三凌晨美联储加息靴子落地，正式开启了新一轮加息周期，而加息周期中权益资产表现的强弱取决于经济体自身基本面的相对强弱。国内方面，虽然大超预期的1-2月经济数据使得市场短期内宽松预期有所落空，但金融委及时表态使得市场重拾信心。当前市场仍处于暖风频吹的政策蜜月期，结合上周周报所述，当前主要指数均已基本消化疫情过后海外流动性投放带来的估值溢价，从幅度上来看，A股调整基本到位。而随着未来国内信用周期的企稳，市场反弹趋势确定。当前市场处于超跌反弹后的磨底阶段，为布局下一轮行情时点。从当前主要风格盈利股性价比角度来看，成长风格性价比优势凸显，当前左侧布局正当时。
- 本周我们统计关注到就业绩排名短端动态跟踪视角对投资指引的有效性来看，**年内行业g动态排名变化与行业指数区间涨跌幅依然存在趋势性的同向关系**；复盘同样基于不确定性、不可测性造成大幅下跌且同样由金融委会议传达政策信心的18年，无论在大区间还是速跌后的反弹行情中，前期受压制较多的行业相应也能表现出更强的修复动能。因此也建议投资者关注本轮跌幅较深，反弹仍未修复的相关行业。
- **金稳委讲话昭示政策底，政策端提振房企意图明显。**行业供需端政策频频调整态度明确，力推行业重回正轨，有助于行业估值修复；政策对房企项目收并购的支持力度显著增强，行业清整加速，龙头房企先行利好。当前房地产行业的风险仍未解除，部分民营房企的流动性危机依旧没有实质性的好转迹象，对于这类的房地产公司，急需政策层面的特别考量。
- **风险提示：逆周期政策不及预期，疫情发展超预期恶化。**

## 目录

观点回顾.....	4
市场热点思考 .....	5
大势与风格.....	6
中观与行业景气.....	7
一周市场总览、组合表现及热点追踪.....	14
风险提示.....	19

图表目录

图表 1. 加息周期开启后主要国家股票资产表现.....6

图表 2. 当前主要指数 PEG(预测)情况.....6

图表 3. 一级行业周度涨跌幅.....7

图表 4. 21 年初迄今大类行业相对全 A 走势.....7

图表 5. 大类行业及一级行业成交额占比变动.....7

图表 6. 预测 g 对应的行业动态与静态排名变动情况.....8

图表 7. 预测业绩动态排名变动与行业区间涨跌幅存在明显同向性.....9

图表 8. 解释性不足的 TMT 与地产链行业.....9

图表 9. 18 年大区间及速跌区间和后期反弹情况.....10

图表 10. 本轮 (21 年 12 月以来) 一级行业大小区间下跌及反弹情况.....11

图表 11. 3 月 4 日以来二级行业超跌反弹分布.....12

图表 12. 2021 年 12 月 13 日以来二级行业超跌反弹分布.....12

图表 13. 披露 1-2 月经营数据公司行业分布情况.....13

图表 14. 代表性权重公司 1-2 月业绩增速情况.....13

图表 15. 本周全 A 相对回报有所回暖.....14

图表 16. 成交活跃度小幅上升.....14

图表 17. 环比上周因子风格不变, 体现较一致的市场情绪.....14

图表 18. 一周行业资金流向情况, 非银/建筑领衔, 指数反弹后连续三天净流入.....15

图表 19. 一周主题红黑榜, 新能源电池相关大幅领先, 食品饮料表现较差.....15

图表 20. 中银年度核心组合、月度金股连续组合本周走势情况.....15

图表 21. 近期房地产相关政策及核心内容.....16

图表 22. 近年国房景气指数与 GDP 同比增长率(季).....17

图表 23. 金融委释放信号后市场变化.....17

## 观点回顾

- 20211203《科技突围》：科技之光将为明年 A 股注入能量。本轮科技行情有可能复制上世纪 80 年代的美股表现，将贯穿中周期始终，并与新一轮康波周期复苏叠加。
- 20220109《分歧时刻有定力 调整加仓高景气》：当前时点不建议进行风格切换，蓝筹价值更可能是 22Q1 的交易策略。高景气赛道的见底要早于大盘指数，建议回调重点关注。
- 20220116《情绪底部，业绩加持，重建科技主赛道》：海外美股的低迷，更多是自身高通胀导致的紧缩效应，外溢传导到 A 股，边际作用递减；情绪底部，业绩加持，科技成长赛道重建。
- 20220123《市场调整难持续，抓牢科技布局期》：在无基本面实质利空下，A 股调整不可持续，创业板短期压力尚存，年内成长主线不会缺席。
- 20220206《乐观，但不激进》：压制因素逐步缓和，农历新年 A 股开门红几无悬念，但市场筑底到反转不是一蹴而就的，成长可能会迟到但不会缺席。
- 20220213《成长的烦恼》：成长仍处在黎明前黑暗的阶段，降低仓位和风格切换都是权宜之计，一旦后续情绪转好，科技突围仍然是今年最好的选择之一。

## 市场热点思考

本周随着“金融委”为股市吃下定心丸，市场迅速转暖，A股、港股、中概股跨市场联袂上涨。投资者情绪同步恢复，场外资金加速进场。交流下来，投资者比较关心当前是政策底，还是市场底？市场反弹后如何操作，以及如何进行行业配置？针对以上问题，我们的观察与思考如下：

1. “金融委”为股市定调，“一行两会”纷纷表态后续跟进，当前股市仍处在政策的“蜜月期”，政策底信号明确。政策是股市非常重要的领先信号。从周期定位角度看，政策底一般出现在衰退后期，政策宽松阶段，对应股市估值出现明显的流动性支撑。1-2月经济数据超出预期，显示本轮经济短周期衰退步入后期。经验规律表明，当股市政策底出现，市场不再悲观，2018Q4是距离当前周期最近的一次政策底，自此A股开启了三年的结构性牛市行情。
2. 市场底滞后政策底，条件也比政策底更加苛刻。市场底需要基本面、技术面和情绪面的共振，且要求指数出现该周期的极小值。相对而言，政策底作用于基本面需要时间，更多对情绪面和技术面施加积极影响。因此，政策底对应指数底部区域，不必是绝对低点。考虑到中美经济周期错位，海外滞胀紧缩预期导致美债利率仍在脉冲阶段，我们认为市场底仍需等待，但已为期不远，需要保持多头思维。
3. 政策底出现，虽然指数有可能继续反复，但一些行业板块会走出不断创新高行情。政策底出现的早期阶段，市场会呈现普涨，价值、成长都会轮动反弹。随着市场消化政策预期，行业板块会出现分化。在风险和不确定缓和的背景下，业绩高景气的方向会进一步突围；而业绩低于预期或者不持续的方向会出现回落。因此当政策底出现，要把握基本面超预期的方向，业绩高增长可持续的板块。只有净利润增速超过ROE的行业，才会迎来业绩和估值的双击。
4. 结论：政策底已现，市场底不远。A股进入U型底部区域，保持多头思维。继续围绕业绩高增长的科技成长布局。建议关注半导体产业链、新能源光伏、风电，5G新基建、电动车智能化、元宇宙、数字经济等方向。

## 大势与风格

**加息靴子落地，资产价格表现重回基本面强弱。**本周三凌晨，美联储加息靴子落地，正式开启新一轮加息周期。虽然联储表态偏鹰但本次加息的 25BP 已经被市场充分计价，因此加息落地后风险资产更多表现为“利空出尽”，前期跌幅较大的科技龙头带动下美股强势反弹。

我们复盘了 80 年代以来联储加息周期开启后风险资产的表现情况，发现加息周期的开启并不意味着风险资产趋势性走弱，而加息周期中权益资产表现的强弱取决于经济体自身基本面的相对强弱。我们统计了近几年加息周期中，加息开启后 1 周至 4 个月各主要经济体股票资产的收益情况发现，虽然短期来看，风险资产的强弱表现规律并不明显，然而拉长观测时间窗口（1-4 个月），会明显的观察到美欧股票资产在加息周期表现明显强于其他地区。这主要是因为加息落地后，市场对于货币政策的顾及减弱，资产定价重回基本面逻辑；而联储加息周期内，美欧经济体均处于景气上行的后期，基本面的相对优势抵消了流动性紧缩带来的负面影响。

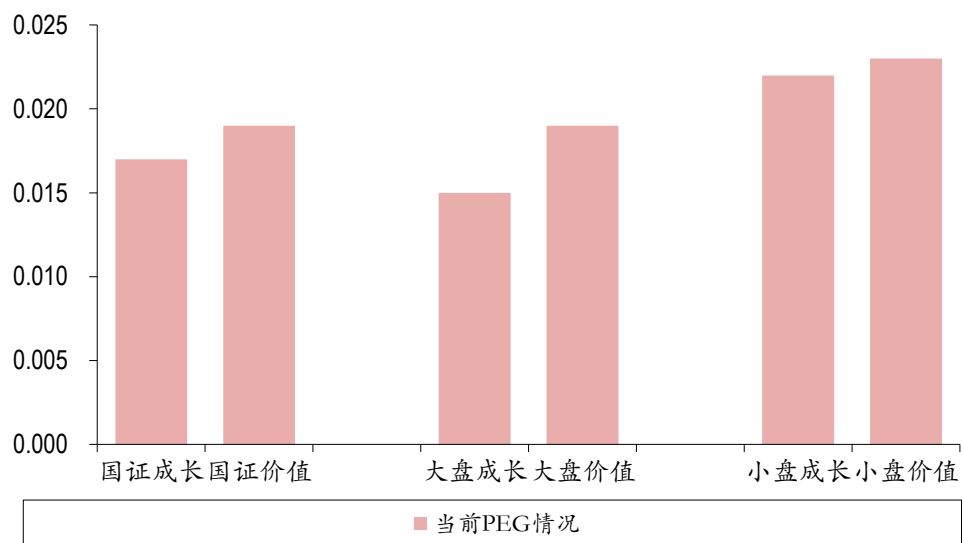
**政策蜜月期，布局成长正当时。**国内方面，虽然大超预期的 1-2 月经济数据使得市场短期内宽松预期有所落空，但国务院金融稳定发展委员会及一行三会的及时表态使得市场重拾信心。当前市场仍处于暖风频吹的政策蜜月期，引发本周市场调整的中概股监管及稳增长政策发力都有望进一步得到强化。结合上周周报所述，当前主要指数均已基本消化疫情过后海外流动性投放带来的估值溢价，从幅度上来看，A 股调整基本到位。而随着未来国内信用周期的企稳，市场反弹趋势确定。当前市场处于超跌反弹后的磨底阶段，是布局下一轮行情时点。从当前主要风格盈利股值性价比角度来看，成长风格性价比优势凸显，当前左侧布局正当时。

图表 1. 加息周期开启后主要国家股票资产表现

涨跌幅(%)	1 周	2 周	3 周	4 周	2 个月	4 个月
美股	(0.47)	0.56	(0.44)	0.07	0.13	3.82
欧股	0.06	(0.34)	(2.08)	(1.57)	0.27	3.89
日股	(2.02)	(2.17)	(1.68)	(2.44)	(2.74)	2.00

资料来源：万得，中银证券

图表 2. 当前主要指数 PEG(预测)情况

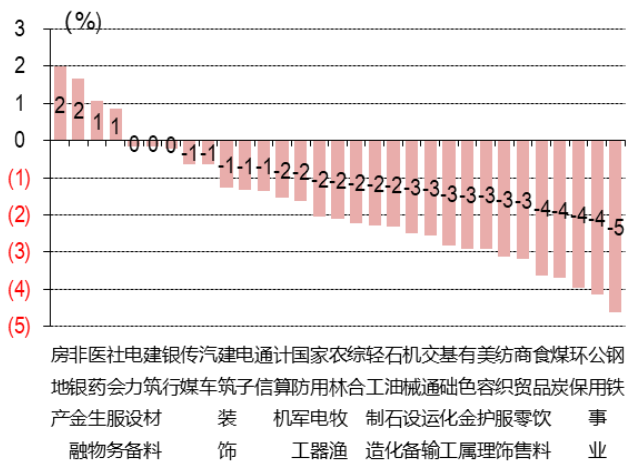


资料来源：万得，中银证券

## 中观与行业景气

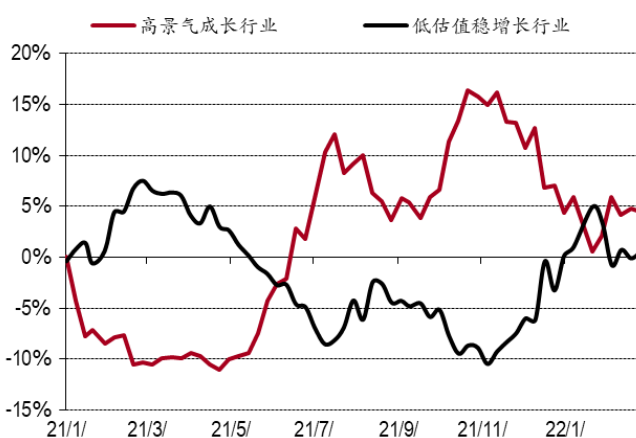
本周行业方面地产、非银金融，医药涨幅居前，高景气行业和低估值行业相对全A走平。行业成交额占比视角的成交热度来看，本周医药和非银金融行业成交额占比有明显提升，医药行业在疫情二次加重背景下交易热度环比大幅提高4个百分点，非银金融行业在地产情绪修复及潜在货币政策驱动下周交易占比环比提升1个百分点。

图表 3. 一级行业周度涨跌幅



资料来源：万得，中银证券

图表 4. 21年初迄今大类行业相对全A走势



资料来源：万得，中银证券；注：以电子/电新/军工三个行业等权拟合高景气指数，以建筑/交运/家电/地产/银行等6个行业等权拟合稳增长指数

图表 5. 大类行业及一级行业成交额占比变动

成交额占比	周变动	12月迄今变动	7/30	8/6	8/13	8/20	8/27	9/3	9/10	9/17	9/24	9/30	10/8	10/15	10/22	10/29	11/5	11/12	11/19	11/26	12/3	12/10	12/17	12/24	12/31	1/7	1/14	1/21	1/28	2/4	2/11	2/18	2/25	3/4	3/11	3/18		
上游资源	-3%	-2%	20%	19%	22%	22%	25%	26%	26%	20%	27%	28%	24%	21%	24%	22%	19%	19%	18%	19%	19%	18%	17%	16%	16%	16%	15%	17%	14%	16%	18%	19%	20%	22%	20%	17%		
公用稳定	0%	3%	5%	6%	6%	7%	7%	8%	10%	9%	12%	11%	11%	10%	9%	8%	7%	7%	7%	6%	8%	9%	10%	9%	9%	8%	8%	8%	8%	8%	10%	10%	10%	10%	9%	8%	8%	9%
金融地产	2%	3%	5%	5%	5%	8%	8%	8%	6%	6%	6%	7%	6%	6%	6%	5%	6%	6%	6%	5%	6%	4%	4%	4%	8%	6%	6%	6%	7%	7%	7%	8%	7%	5%	5%	6%	8%	
下游消费	4%	10%	19%	19%	17%	17%	15%	14%	14%	16%	19%	22%	21%	18%	17%	18%	18%	16%	17%	16%	17%	18%	17%	19%	23%	24%	26%	24%	22%	21%	20%	19%	21%	22%	26%	26%	26%	
科技成长	1%	1%	9%	8%	8%	8%	7%	7%	8%	7%	7%	8%	8%	8%	8%	8%	8%	9%	12%	12%	11%	10%	10%	13%	12%	14%	12%	18%	16%	14%	15%	15%	12%	11%	12%	12%	12%	
中游成长	-2%	-15%	3%	4%	4%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	4%	4%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	
煤炭	0%	0%	1%	1%	2%	2%	2%	2%	3%	3%	3%	2%	2%	2%	2%	2%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	2%	2%	2%	1%	1%	1%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	
基础化工	-1%	0%	8%	8%	9%	9%	10%	10%	13%	12%	10%	9%	9%	11%	11%	9%	9%	9%	8%	9%	8%	7%	7%	7%	7%	7%	7%	7%	6%	7%	7%	8%	9%	8%	8%	8%	8%	
钢铁	0%	-1%	2%	2%	2%	2%	2%	3%	3%	3%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	1%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	1%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	
有色金属	-1%	-2%	8%	8%	8%	8%	9%	9%	10%	7%	7%	6%	7%	8%	7%	6%	6%	6%	6%	7%	6%	5%	5%	5%	4%	5%	4%	5%	4%	5%	6%	7%	7%	7%	7%	7%	5%	
石油石化	0%	0%	1%	1%	1%	1%	1%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	
电力公用事业	0%	0%	1%	1%	2%	2%	2%	3%	3%	3%	6%	5%	4%	4%	4%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	4%	4%	4%	3%	2%	2%	2%	2%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	
建筑	0%	2%	1%	1%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	1%	1%	1%	1%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	1%	1%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	1%	1%	1%	
交通运输	0%	1%	1%	1%	1%	1%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	1%	1%	1%	1%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	1%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	
银行	0%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	2%	2%	2%	2%	2%	1%	1%	1%	1%	2%	2%	2%	2%	2%	1%	1%	1%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	
非银行金融	1%	3%	2%	3%	3%	4%	5%	5%	4%	3%	3%	4%	3%	3%	3%	3%	2%	3%	2%	2%	2%	4%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	2%	2%	2%	2%	3%	
房地产	0%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	1%	1%	1%	1%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	
家电	0%	0%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	
商贸零售	0%	0%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	
消费者服务	0%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	
轻工制造	0%	0%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	
食品饮料	0%	0%	5%	4%	4%	4%	4%	3%	3%	3%	4%	4%	4%	4%	4%	4%	5%	4%	4%	4%	4%	4%	4%	4%	4%	4%	4%	4%	4%	4%	4%	4%	4%	4%	4%	4%	4%	
医药	4%	9%	8%	9%	7%	7%	7%	5%	5%	6%	6%	6%	8%	8%	6%	6%	6%	6%	6%	6%	7%	6%	6%	6%	6%	6%	6%	6%	6%	6%	6%	6%	6%	6%	6%	6%	6%	
农林牧渔	0%	0%	1%	2%	2%	1%	1%	1%	1%	2%	2%	3%	3%	3%	3%	2%	2%	2%	2%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%		
纺织服装	0%	0%	1%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	
计算机	0%	2%	5%	6%	5%	4%	4%	4%	4%	4%	5%	5%	4%	5%	5%	4%	5%	4%	4%	5%	5%	6%	6%	6%	6%	6%	6%	6%	6%	6%	6%	6%	6%	6%	6%	6%	6%	
传媒	-1%	1%	1%	1%	1%	1%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	3%	4%	4%	3%	3%	4%	4%	4%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%		
通信	0%	0%	2%	3%	2%	2%	2%	2%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%		
电子	-6%	15%	13%	11%	10%	10%	8%	8%	7%	7%	7%	8%	8%	8%	10%	11%	12%	11%	13%	11%	11%	9%	9%	8%	8%	7%	7%	8%	7%	7%	8%	7%	7%	8%	7%	7%		
国防军工	-1%	4%	4%	4%	4%	4%	3%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	3%	3%	4%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%		
电新	-1%	11%	13%	13%	12%	12%	11%	12%	13%	13%	12%	12%	12%	12%	15%	15%	12%	14%	13%	13%	11%	11%	11%	11%	9%	8%	7%	9%	8%	8%	8%	8%	8%	8%	9%	10%	9%	
汽车	-2%	4%	5%	4%	4%	4%	3%	3%	3%	2%	3%	3%	3%	4%	4%	4%	4%	4%	4%	5%	5%	5%	5%	4%	4%	4%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%		
机械	0%	5%	7%	7%	6%	8%	7%	6%	6%	6%	6%	6%	5%	5%	6%	6%	6%	6%	7%	7%	7%	6%	6%	6%	6%	6%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%		

资料来源：万得，中银证券

此前两期周报我们阐述了对于 g 的投资方式有几点需要讨论，1 是统计涨跌幅的时间区间选取问题，部分强 g 行业年初出现大幅下跌，对全年涨幅的统计口径来说值得商榷；2 是部分强 g 行业年前节点存在超涨，容易受到短期估值迅速扩张/收缩的扰动；3 是行业年初预测 g 业绩排名与年末预测 g 排名及年报 g 实际排名仍然存在一定偏差。

我们认为投资者对于g的投资理解除了局限在g静态排名视角外，也需要关注业绩排名的g动态变化。此前我们统计发现：1) 行业年内业绩增速排名向上变动的行业与其当年行业涨幅存在明显的正相关，排名调升行业当年取得相对正收益的概率明显大于调降行业。2) 脱离短期视角来看，g虽然不是万能的，但没有g是万万不能的。近20年所有二级行业指数复合业绩增速与其年化涨幅回归的结果呈现明显线性关系，即复合增速越高的行业，呈现出越高的复合回报特征。

本周我们选取FY2相对FY1预期业绩增速对应的排名变动进行比较，观察不同行业间业绩的当前静态排名与动态排名变动情况：静态排名来看，强g方向仍然集中在科技成长领域与低基数的疫情受损行业中。动态排名来看，不难发现部分行业业绩增速排名出现了趋势的上升与下降，动态趋势性调升行业包括电新、商贸零售、交通运输、有色、纺服、轻工、煤炭，非银金融。

图表6. 预测g对应的行业动态与静态排名变动情况

FY2同比FY1 对应排名	排名变动	7-30	8-6	8-13	8-20	8-27	9-3	9-10	9-17	9-24	9-30	10-8	11-5	11-12	11-19	11-26	12-3	12-10	12-17	1-7	1-14	1-21	1-28	2-11	2-18	2-25	3-4	3-11	3-18	3-18									
农林牧渔		25	25	25	25	23	15	14	14	14	15	14	10	5	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1								
商贸零售		4	4	4	4	4	5	5	5	5	5	5	5	6	6	5	5	5	5	5	5	5	4	5	5	5	5	4	4	3	3	2	2	2					
计算机		2	2	2	2	2	1	1	1	1	1	1	1	2	2	3	3	3	3	3	2	2	2	2	2	2	2	2	2	3	3	3	3						
传媒		1	1	1	1	1	2	2	2	2	2	2	2	3	3	2	2	2	2	2	3	5	4	4	4	4	3	3	4	4	4	4	4						
交通运输		8	8	8	8	9	14	15	15	16	17	22	22	23	15	14	16	16	16	14	12	12	12	8	7	7	5	5	5	5	5	5	5						
消费者服务		3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	3	3	3	3	3	7	6	6	6	6	6				
电新		11	11	10	10	11	8	8	8	8	8	8	8	9	9	9	9	9	8	7	7	7	7	7	7	8	8	8	8	8	8	8	8	7	7				
汽车		6	5	5	5	5	6	7	7	7	7	7	7	8	7	7	7	9	9	9	9	9	9	10	10	10	10	10	10	9	9	9	9	8	8				
通信		5	6	6	6	7	4	4	4	4	4	4	4	5	6	6	6	6	6	6	6	6	6	6	6	6	6	6	7	7	7	7	7	9	9				
国防军工		7	7	7	7	6	7	6	6	6	6	6	6	7	8	8	8	8	7	8	8	8	8	8	9	9	9	9	9	9	10	12	10	10	10				
有色金属		18	17	16	15	17	17	16	16	15	14	13	16	12	13	13	13	12	12	12	12	13	13	13	13	13	13	14	13	13	13	13	13	11	11	11			
电子		9	9	9	9	8	9	9	9	9	9	9	9	10	10	11	11	11	11	11	11	11	11	11	11	12	11	11	11	12	12	12	10	12	12	12			
基础化工		13	13	12	13	13	12	13	13	12	12	12	13	14	14	14	16	15	14	15	15	15	15	16	16	16	16	16	17	16	15	14	14	13	13	13			
纺织服装		28	28	27	28	28	26	25	25	23	25	24	24	27	25	25	25	25	25	25	25	25	25	25	25	25	25	25	25	25	25	24	15	14	14	14			
食品饮料		15	14	13	12	12	11	11	11	11	11	11	12	13	12	12	13	13	13	13	14	14	14	15	15	15	15	15	15	15	15	14	15	15	15	15	15		
电力		26	26	26	26	26	27	27	27	27	27	27	27	27	19	16	15	14	15	14	16	16	16	15	14	16	16	16	15	14	12	12	11	11	11	11	13	16	16
机械		16	15	14	14	14	13	12	12	13	13	15	14	15	15	17	17	17	17	17	17	17	17	17	17	17	17	17	17	17	16	17	17	16	18	17	17		
建材		19	19	18	18	18	19	19	19	19	18	17	17	17	16	18	18	18	18	18	18	18	18	18	18	18	18	18	18	19	19	18	18	16	18	17	18	18	
医药		14	18	17	17	16	16	17	17	17	16	16	15	16	17	20	19	19	19	19	20	19	19	20	19	19	20	20	18	18	20	19	18	17	19	19	19		
轻工制造		22	21	20	20	20	20	20	20	20	20	19	18	19	22	24	24	24	24	24	24	24	24	23	22	23	24	24	22	22	22	20	20	20	20	20	20		
房地产		10	10	11	11	10	10	10	10	10	10	10	11	11	11	10	10	10	10	10	10	10	10	10	10	10	11	12	13	14	14	14	19	22	22	21	21		
建筑		20	20	19	19	19	21	21	21	21	21	20	20	20	20	19	20	20	20	19	20	20	19	19	20	19	20	19	20	19	20	15	20	21	15	23	22	22	
家电		21	22	21	21	21	22	22	22	22	22	21	21	21	21	22	22	23	23	23	21	21	21	21	22	22	22	22	23	23	23	23	23	23	23	24	23	23	
石油石化		17	16	15	16	15	18	18	18	18	19	18	18	18	21	21	22	21	21	22	22	22	22	22	23	21	21	21	21	21	21	21	20	21	21	21	24	24	
煤炭		24	24	24	24	25	25	26	26	26	26	26	26	25	25	26	27	27	27	27	27	27	27	27	27	27	27	27	27	26	26	26	27	27	26	25	25	25	
非银		12	12	23	23	24	24	24	24	25	24	25	25	26	26	23	23	21	22	22	23	23	23	24	24	24	23	23	24	24	24	24	26	25	26	26	26		
银行		23	23	22	22	22	23	23	23	24	23	23	23	23	24	27	26	26	26	26	26	26	26	26	26	26	26	26	26	26	26	27	27	26	25	27	27	27	
钢铁		27	27	28	27	27	28	28	28	28	28	28	28	28	28	28	28	28	28	28	28	28	28	28	28	28	28	28	28	28	28	28	28	28	28	28	28	28	28

资料来源：万得，中银证券

预测业绩对应的排名调升/调降不仅可以解释年内行业涨跌幅，也可以有效解释短期的行业涨跌情况。就短端动态跟踪视角对投资指引的有效性来看，年内行业g动态排名与行业指数区间涨跌幅依然存在趋势性的同向关系，对大部分行业来说，预测业绩排名的动态调升/调降，其区间涨跌幅也存在方向上的上涨/下跌。具体下沉来看，我们发现这一结论似乎对TMT行业及当前的地产链相关行业解释性不足，这背后的原因是1) 对TMT行业来说，如前期周报所述，其业绩预测排名历史横向比较来看属于偏差较大的行业且易受事件驱动的影响，业绩的可测性及对事件驱动的敏感性使得股价涨幅与盈利的相关程度在28个行业中相对垫底；2) 对于地产链行业来说，存在着明显的预期先行现象，预期驱动股价先行修复，而分析师盈利预测的调升出现正常的滞后性。



图表 7. 预测业绩动态排名变动与行业区间涨跌幅存在明显同向性

一级行业		7-30	8-6	8-13	8-20	8-27	9-3	9-10	9-17	9-24	9-30	10-8	10-15	10-22	10-29	11-5	11-12	11-19	11-26	12-3	12-10	12-17	12-24	12-31	1-7	1-14	1-21	1-28	2-4	2-11	2-18	2-25	3-4	3-11	3-18	
电力	排名变动	26	26	26	26	26	27	27	27	27	27	27	27	27	19	16	15	14	15	14	16	16	16	15	14	14	12	12	11	11	11	11	13	16		
	区间涨跌幅变动	2	2	3	6	7	13	13	17	23	25	22	11	12	14	10	8	9	10	12	11	20	21	20	17	16	16	16	16	22	20	21	24	22		
农林牧渔	排名变动	25	25	25	25	23	15	14	14	14	15	14	10	5	3	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	
	区间涨跌幅变动	1	1	5	2	-2	-3	-2	3	9	14	10	11	12	18	18	15	10	11	10	9	17	16	20	20	18	20	18	20	20	25	22	18	24	23	
交通运输	排名变动	8	8	8	8	9	14	15	15	16	17	22	22	23	15	14	16	16	16	14	12	12	12	8	7	7	5	5	5	5	5	5	5	5	5	
	区间涨跌幅变动	-1	-2	-1	1	2	5	7	7	10	6	7	4	2	4	1	2	0	1	3	3	4	5	10	9	10	13	13	17	14	12	15	14			
基础化工	排名变动	13	13	12	13	13	12	13	13	12	12	12	13	14	14	14	16	15	14	15	15	15	15	16	16	16	16	16	17	16	15	14	14	13		
	区间涨跌幅变动	0	2	8	8	12	10	14	20	15	9	7	6	10	10	5	6	5	7	7	6	5	2	4	2	4	1	3	3	2	5	8	6	6		
钢铁	排名变动	27	27	28	27	27	28	28	28	28	28	28	28	28	28	28	28	28	28	28	28	28	28	28	28	28	28	28	28	28	28	28	28	28	28	28
	区间涨跌幅变动	5	0	5	8	14	20	25	20	16	7	5	0	-2	-4	-10	-10	-8	-4	-5	-6	-3	-6	-5	0	-3	-2	-2	3	4	2	4	1			
煤炭	排名变动	24	24	24	24	25	25	26	26	26	26	26	26	25	25	26	27	27	27	27	27	27	27	27	27	27	27	27	26	26	26	27	27	26	25	
	区间涨跌幅变动	3	3	10	6	18	28	41	39	35	36	31	30	25	15	11	6	8	8	17	12	20	21	14	17	17	25	19	19	34	35	33	47	47		
石油石化	排名变动	17	16	15	16	15	18	18	18	18	19	18	19	18	18	21	21	22	21	21	22	22	22	22	23	21	21	21	21	21	21	21	21	21	21	
	区间涨跌幅变动	0	-2	0	-1	1	6	11	17	12	10	11	5	8	0	-8	-8	-7	-7	-6	-7	-4	-5	-5	0	-3	-2	-2	0	0	0	0	0	0	0	
有色金属	排名变动	18	17	16	15	17	17	16	16	15	14	13	16	12	13	13	13	12	12	12	12	13	13	13	13	13	13	14	13	13	13	13	13	13	11	11
	区间涨跌幅变动	3	2	3	3	12	9	16	9	5	-2	-4	-1	-1	-3	-6	-5	-4	2	0	-1	-4	-9	-7	-10	-7	-9	-8	-8	-3	1	4	4	1		
医药	排名变动	14	18	17	17	16	16	17	17	17	16	16	15	16	15	16	17	20	19	19	19	19	19	20	20	18	18	20	19	18	17	19	19	19		
	区间涨跌幅变动	-1	-2	-5	-10	-12	-14	-15	-10	-9	-8	-8	-10	-12	-12	-13	-15	-13	-12	-15	-15	-16	-15	-13	-15	-11	-17	-17	-21	-19	-17	-16	-13			
食品饮料	排名变动	15	14	13	12	12	11	11	11	11	11	11	12	13	12	12	12	13	13	13	14	14	14	15	15	15	15	15	15	14	15	16	15	15		
	区间涨跌幅变动	-4	-4	-2	-9	-10	-9	-10	-6	-6	1	3	5	3	2	4	-2	0	2	3	8	6	11	4	3	-1	4	3	3	2	3	-1	-1	1		
消费者服务	排名变动	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	
	区间涨跌幅变动	-4	-5	-3	-6	-5	-6	-4	-6	-7	-3	0	1	-1	-1	-9	-11	-12	-17	-20	-14	-16	-15	-14	-14	-15	-13	-8	-8	-2	-5	-8	-7	-11		
商贸零售	排名变动	4	4	4	4	4	5	5	5	5	5	5	6	6	5	5	5	5	5	5	5	5	4	5	5	5	4	4	3	3	2	2	2	2		
	区间涨跌幅变动	1	1	3	3	3	5	6	4	3	5	4	3	3	3	0	1	1	0	0	0	2	2	4	4	4	4	4	7	5	4	5	5			
轻工制造	排名变动	22	21	20	20	20	20	20	20	20	20	19	18	19	22	24	24	24	24	24	24	24	23	22	23	24	24	22	22	22	20	20	20			
	区间涨跌幅变动	0	-1	1	1	0	3	3	2	2	0	2	-1	-1	-3	0	0	0	0	0	1	3	5	8	11	10	9	7	7	7	6	6	7	6		
机械	排名变动	16	15	14	14	13	12	12	13	13	15	14	15	15	17	17	17	17	17	17	17	17	17	17	17	17	17	17	16	17	17	16	18	17		
	区间涨跌幅变动	1	5	6	6	9	6	3	3	3	1	0	1	1	1	4	4	5	5	4	3	3	1	2	3	2	0	0	0	-3	-3	-1	-2	-3		
纺织服装	排名变动	28	28	27	28	28	26	25	25	23	25	24	24	27	25	25	25	25	25	25	25	25	25	25	25	25	25	25	25	25	25	24	15	14		
	区间涨跌幅变动	0	-2	-2	0	-1	0	-1	0	-1	0	-1	0	-1	-3	-3	-4	-2	-1	-3	-3	-2	-1	-4	5	2	3	3	4	5	5	7	8			
电子	排名变动	9	9	9	9	8	9	9	9	9	9	9	9	10	10	11	11	11	11	11	11	11	11	11	11	11	11	11	11	11	11	11	11	11	11	
	区间涨跌幅变动	1	-3	-7	-6	-8	-12	-12	-15	-14	-13	-13	-13	-14	-12	-8	-7	-8	-8	-7	-8	-9	-8	-8	-11	-11	-12	-11	-11	-15	-15	-12	-15	-14		
电新	排名变动	11	11	10	10	11	8	8	8	8	8	8	8	9	9	9	9	9	8	7	7	7	7	7	7	8	8	8	8	8	8	8	8	8	7	
	区间涨跌幅变动	1	2	-2	-3	2	0	-2	-1	0	2	-1	2	4	12	10	12	12	12	11	8	9	3	4	-1	1	-1	2	2	-6	-3	1	0	3		
国防军工	排名变动	7	7	7	7	8	7	6	6	6	6	6	7	8	8	8	8	8	8	8	8	8	8	8	9	9	9	9	9	10	12	10	10			
	区间涨跌幅变动	0	9	7	11	8	4	3	0	3	0	-2	0	0	4	8	14	13	10	14	9	9	9	13	6	4	-1	1	1	-1	1	3	2	0		
汽车	排名变动	6	5	5	5	5	6	7	7	7	7	7	7	8	7	7	7	7	9	9	9	9	9	9	10	10	10	10	10	9	9	9	8			
	区间涨跌幅变动	1	7	6	5	6	3	2	0	-2	-3	-2	4	6	8	11	10	8	8	10	8	5	6	3	2	4	2	1	1	-2	-2	-1	-5	-5		

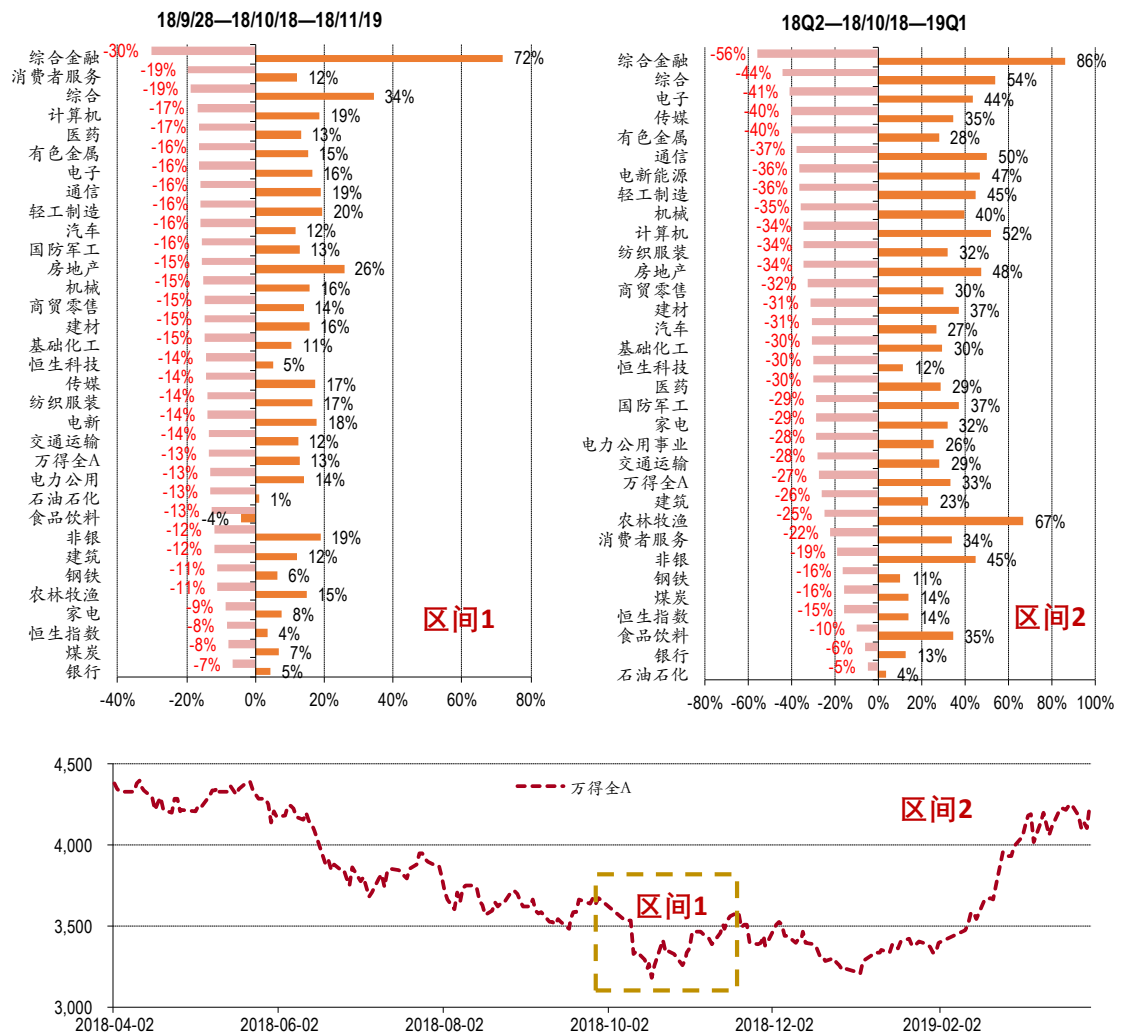
资料来源：万得，中银证券

图表 8. 解释性不足的 TMT 与地产链行业

传媒	排名变动	1	1	1	1	1	2	2	2	2	2	2	2	2	2	3	3	2	2	2	2	2	3	5	4	4	4	4	3	3	4	4	4	4
	区间涨跌幅变动	0	-5	-3	-2	-3	1	2	3	3	1	2	1	0	1	6	8	8	5	2	7	15	16	19	23	21	18	12	12	14	13	8	9	9
通信	排名变动	5	6	6	6	7	4	4	4	4	4	4	4	5	6	6	6	6	6	6	6	6	6	6	6	6	6	6	7	7	7	7	9	
	区间涨跌幅变动	2	2	-2	-2	-5	-5	-7	-9	-8	-8	-7	-6	-9	-7	-3	-1	-1	-1	-1	-2	1	0	1	1	0	1	0	0	1	1	3	2	2
计算机	排名变动	2	2	2	2	2	1	1	1	1	1	1	1	1	2	2	3	3	3	3	3	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	3	3	3
	区间涨跌幅变动	0	0	-2	-1	-4	-5	-6	-6	-4	-4	-3	-4	-5	-6	-3	-2	-3	-3	-4	-4	-2	-2	-2	-3	-2	3	-2	-2	-2	-5	-6	-6	
房地产	排名变动	10	10	11	11	10	10	10	10	10	10	11	11	11	10	10	10	10	10	10	10	10	10	11	12	13	14	14	14	19	22	22	21	
	区间涨跌幅变动	0	0	4	7	4	9	6	4	9	11	10	8	9	0	-3	3	3	1	2	3	3	6	6	13	10	13	13	13	16	14	11	14	11
建材	排名变动	19	19	18	18	18	19	19	19	19	18	17	17	18	18	18	18	18	18	18	18	18	18	18	18	18	18	19	19	18	18	18	17	18
	区间涨跌幅变动	0	5	6	9	6	10	10	7	3	0	1	0	2	-4	-6	-5	-4	-5	-3	-2	0	3	3	8	2	5	5	10	9	3	3	2	
家电	排名变动	21	22	21	21	21	22	22	22	22	22	21	21	21	21	22	22	23	23	23	21	21	21	21	21	22	22	23	23	23	23	23	24	23
	区间涨跌幅变动	1	3	4	5	1	1	-1	-4	-5	-2	0	-1	2	-4	-2	-3	-3	-5	-7	-3	-6	-3	-1	7	1	5	4	4	5	2	-2	-4	-7

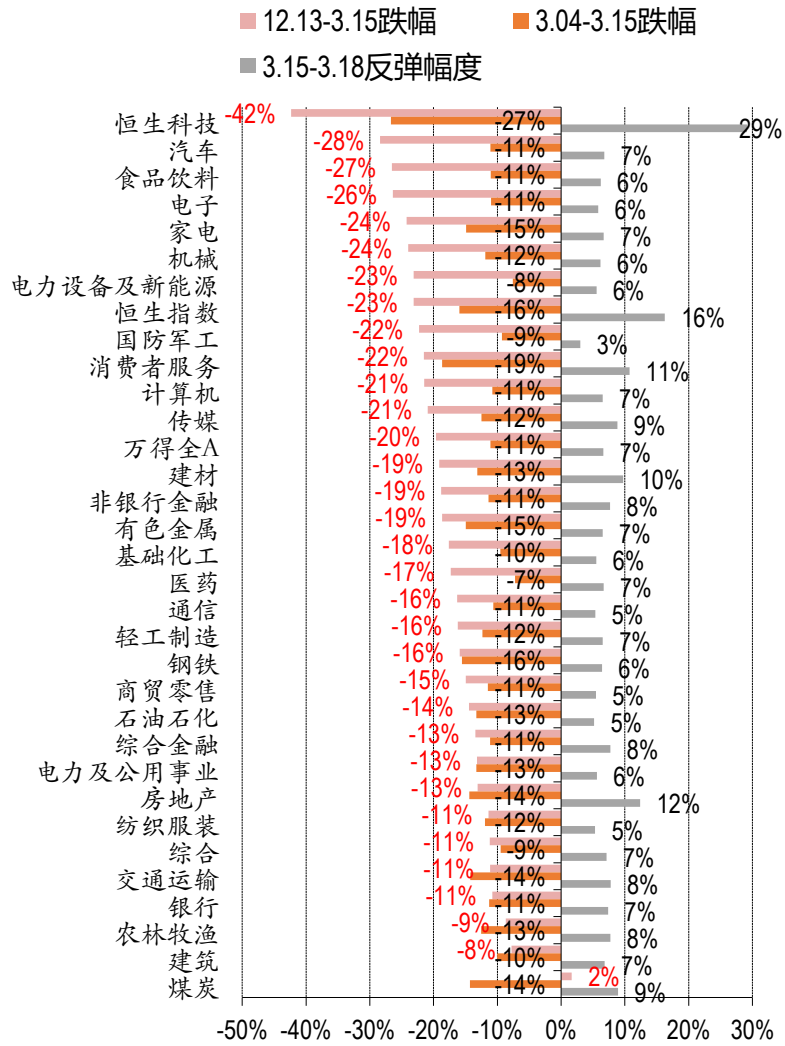
对于当前出现的具有相似特征的政策蜜月期，我们复盘同样基于不确定性、不可测性造成大幅下跌且同样由金融委会议传达政策信心的 18 年作为复盘参考，观察 18 年政策底后的反弹方向。在贸易摩擦与去杠杆双重利空交织下的 18Q2-Q3（区间 2），民营企业占较高及具有高风险偏好特征的 TMT 等成长行业跌幅较深，银行及食品饮料为代表的必需消费行业相对抗跌，在 19 年 Q1 的反弹行情中，前期受压制较多的行业相应也表现出更强的修复动能。而如果下沉关注加速下跌的小区间 1(18/09/28-18/10/18-18/11/19)也可以发现区间跌幅较深的行业在急速反弹中也能展现出较强的修复动能。因此，对于本轮急速下跌后的反弹行情来说，从绝对收益修复和相对收益修复两个视角，也建议投资者关注部分跌幅较大，反弹相对收益仍未修复（蓝线下方）前期跌幅的相关一二级市场。

图表 9. 18 年大区间及速跌区间和后期反弹情况



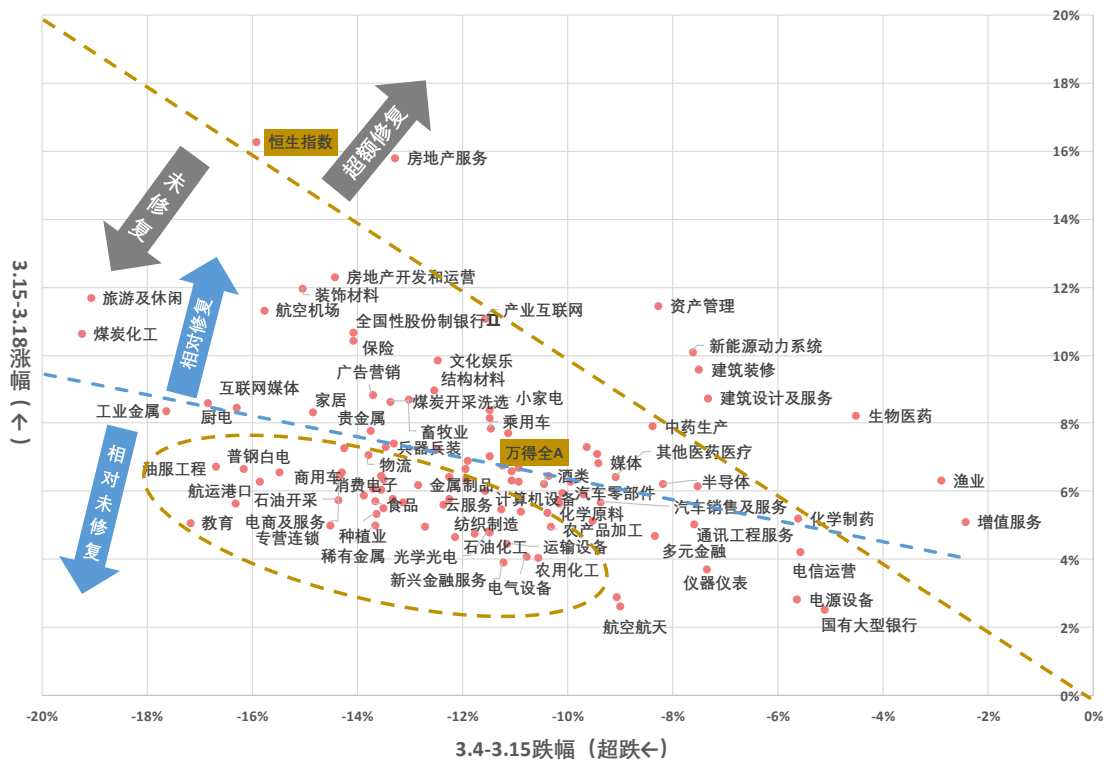
资料来源：万得，中银证券

图表 10. 本轮 (21 年 12 月以来) 一级行业大小区间下跌及反弹情况



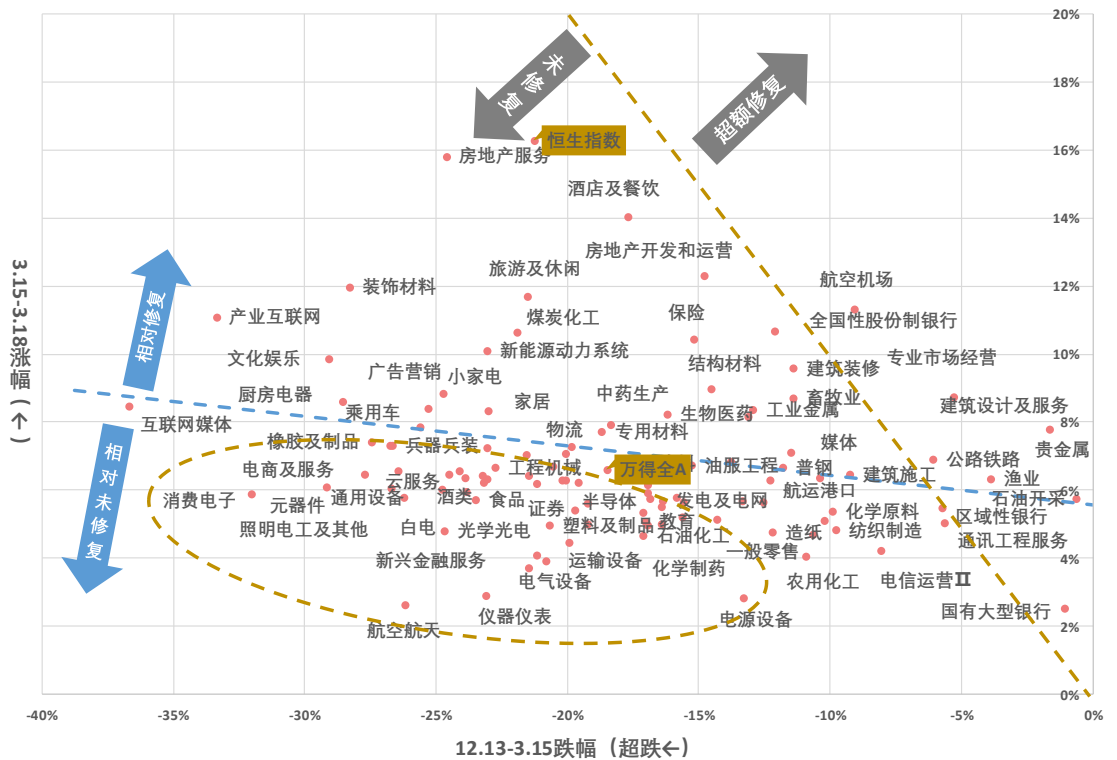
资料来源: 万得, 中银证券

图表 11. 3月4日以来二级行业超跌反弹分布



资料来源：万得，中银证券

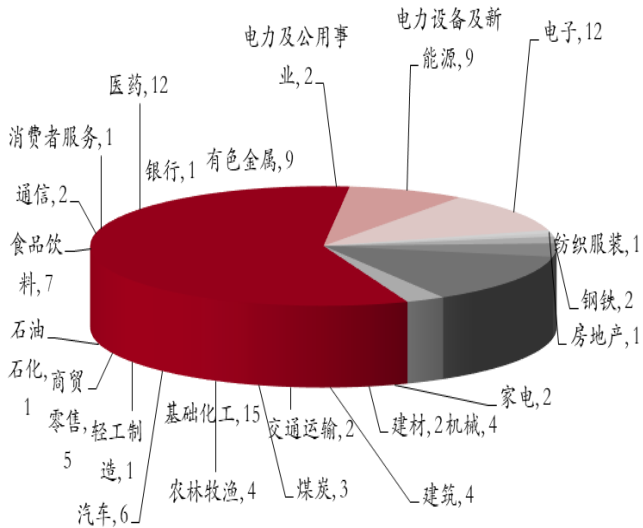
图表 12. 2021年12月13日以来二级行业超跌反弹分布



资料来源：万得，中银证券

截止3月20号，本轮（3月7日贵州茅台首次发布双月数据至3月20日周六）公布1-2月经营数据的公司超110家，披露数量较多的行业集中在电新、基础化工、医药、电子、有色，食品饮料等一级行业。虽然在情绪底部发布经营快报的公司理论上绩优概率更大，不具有全局代表性，但从整体及其中代表性权重公司的1-2月业绩情况来看，对于打消市场对业绩端的担忧仍能提供一定助力。

图表 13. 披露 1-2 月经营数据公司行业分布情况



资料来源：万得，中银证券

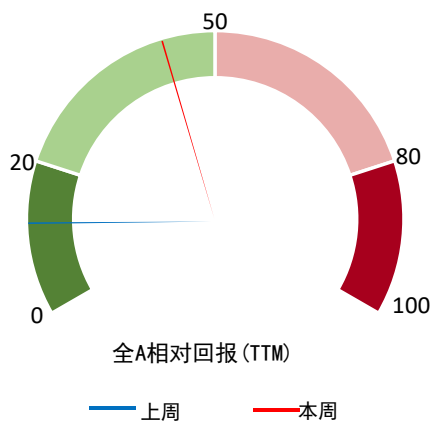
图表 14. 代表性权重公司 1-2 月业绩增速情况

公司名称	市值	一级行业	营收增速%	业绩增速%
贵州茅台	21453	食品饮料	20	20
中芯国际	3699	电子	59	95
中国中免	3445	消费者服务	20	20
山西汾酒	3347	食品饮料	35	50
药明康德	3063	医药	67	68
伊利股份	2419	食品饮料	15	20
通威股份	1994	电力设备及新能源	130	650
片仔癀	1888	医药	16	20
赣锋锂业	1826	有色金属	260	300
北方华创	1630	电子	135	
中国核电	1513	电力设备及新能源	27	50
天齐锂业	1234	有色金属	366	
兆易创新	1078	电子	49	
天赐材料	987	基础化工	260	470
凯莱英	886	医药	130	
山东黄金	848	有色金属	19	66
澜起科技	844	电子	211	157
泰格医药	825	医药	100	
华润微	804	电子	25	75
特变电工	783	电力设备及新能源	87	115
卫星化学	714	基础化工	147	138
沪硅产业-U	704	电子	51	
华鲁恒升	681	基础化工	75	110
江西铜业	674	有色金属	40	150

资料来源：万得，中银证券

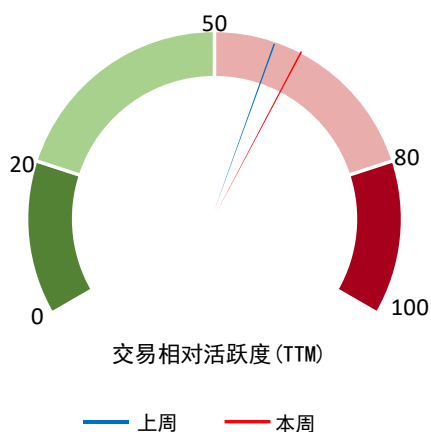
## 一周市场总览、组合表现及热点追踪

图表 15. 本周全 A 相对回报有所回暖



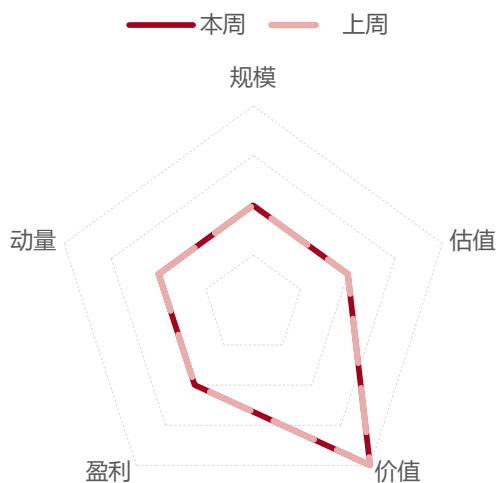
资料来源：万得，中银证券

图表 16. 成交活跃度小幅上升



资料来源：万得，中银证券

图表 17. 环比上周因子风格不变，体现较一致的市场情绪



资料来源：万得，中银证券

图表 18. 一周行业资金流向情况，非银/建筑领衔，指数反弹后连续三天净流入

行业	主力净流入率(%)	连续流入天数	行业	主力净流入率(%)	连续流入天数
非银金融	1.52	3	传媒	(1.96)	(1)
建筑材料	0.07	3	纺织服饰	(1.96)	(2)
汽车	(0.35)	3	有色金属	(1.97)	(1)
社会服务	(0.44)	(2)	商贸零售	(2.10)	(1)
电力设备	(0.47)	(1)	计算机	(2.36)	(2)
房地产	(0.48)	3	医药生物	(2.50)	(1)
银行	(0.69)	1	通信	(2.55)	(2)
电子	(1.00)	(1)	公用事业	(2.82)	1
国防军工	(1.28)	(1)	石油石化	(2.83)	(5)
机械设备	(1.67)	(1)	环保	(3.03)	(5)
钢铁	(1.70)	(1)	美容护理	(3.06)	(1)
食品饮料	(1.74)	(1)	农林牧渔	(3.09)	1
建筑装饰	(1.76)	1	轻工制造	(3.55)	(5)
交通运输	(1.79)	(2)	基础化工	(3.58)	(5)
煤炭	(1.79)	3	综合	(3.89)	(5)
家用电器	(1.84)	3			

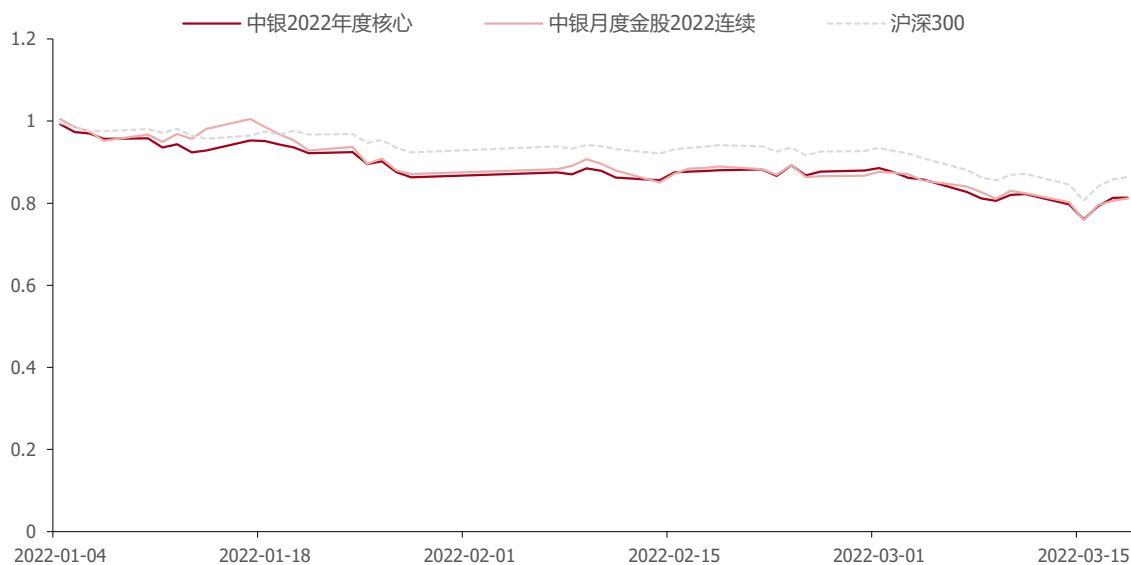
资料来源：万得，中银证券

图表 19. 一周主题红黑榜，新能源汽车相关大幅领先，食品饮料表现较差

最热主题	周涨跌幅(%)	最凉主题	周涨跌幅(%)
动力电池	4.19	白酒	(6.67)
光刻胶	3.32	饮料制造	(6.22)
炒股软件	3.17	纸业	(6.17)
疫苗	2.88	风力发电	(5.60)
锂电负极	2.72	光伏逆变器	(5.57)
CRO	2.66	光模块	(5.14)
锂矿	1.70	智能物流	(5.10)
免税店	1.68	铁矿石	(5.08)
锂电电解液	1.62	黄金珠宝	(4.98)
锂电正极	1.57	磷化工	(4.94)

资料来源：万得，中银证券

图表 20. 中银年度核心组合、月度金股连续组合本周走势情况



资料来源：万得，中银证券

政策端提振房企意图明显。近期出台的承债式并购贷款不再计入“三条红线”、《关于保障性租赁住房有关贷款不纳入房地产贷款集中度管理的通知》、全国性的商品房预售资金监督管理办法等政策均利好房企流动性。

图表 21. 近期房地产相关政策及核心内容

政策	核心内容
承债式并购贷款不再计入“三条红线”	针对出险企业项目的承债式收购，相关并购贷款不再计入“三条红线”相关指标。解除拟并购房企的融资规模限制，以有效化解项目烂尾风险为原则，力保决策层目前情况下的首要政治目标“保交楼”的实现，保障广大购房者的合法权益，稳定社会与市场秩序。
《关于保障性租赁住房有关贷款不纳入房地产贷款集中度管理的通知》	明确保障性租赁住房项目有关贷款不纳入房地产贷款集中度管理，鼓励银行业金融机构按照依法合规、风险可控、商业可持续的原则，加大对保障性租赁住房发展的支持力度。
全国性商品房预售资金监管办法出台	明确预售资金额度监管为“重点额度监管”。由市县城乡建设部门根据工程造价合同等核定，能确保项目竣工所需的资金额度，当账户内资金达到监管额度后，超出额度的资金可以由房企提取自由使用。
国务院金稳会要求积极出台对市场有利的政策	关于房地产企业，要及时研究和提出有力有效的防范化解风险应对方案，提出向新发展模式转型的配套措施。

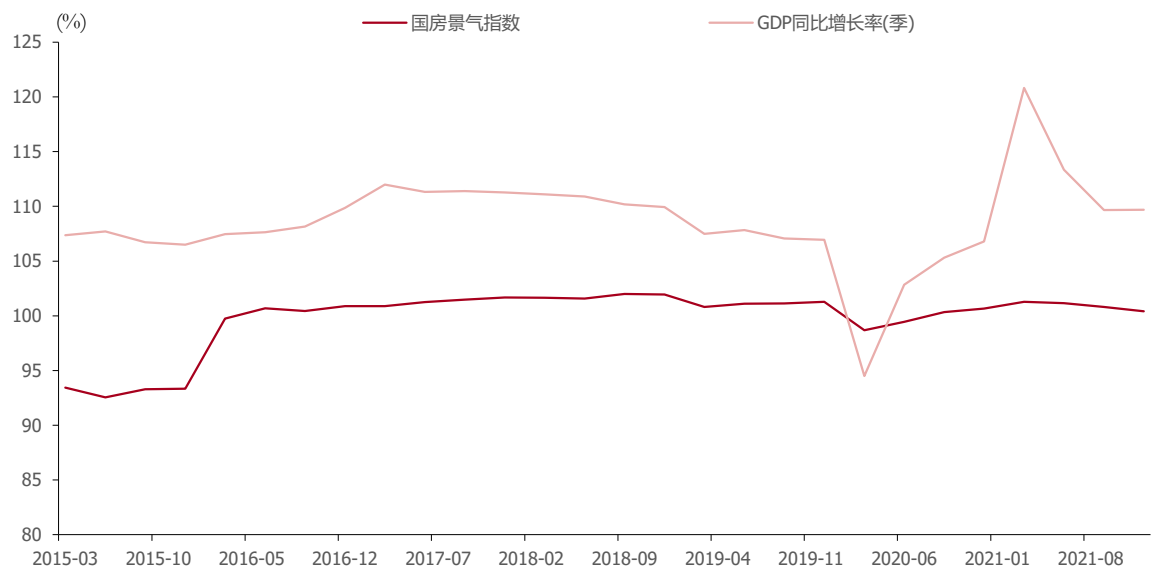
资料来源：人民银行，银保监会，财联社，中银证券

**承债式并购贷款不再计入“三条红线”。**11月10日据财联社报道称，对于地产收并购，近期部分央企国企向监管部门反映，如果要做一些承债式收购，“三条红线”就会被突破，建议监管部门对“三条红线”相关指标予以调整。央行最近在各方面征求意见，包括企业、银行、住建部门等。此时应是这项政策正式落地，但从媒体报道的内容来看，落地时政策范围进行了缩减，只是针对出险企业项目的承债式收购，并不包括地产行业内的企业兼并及正常项目并购。通知仅涉及出险和困难的大型房地产企业优质项目的兼并收购，不涉及地产行业内的企业兼并及正常项目并购，适用的范围小于“承债式收购”，“承债式收购”既包括对出险和困难的大型房地产企业优质项目的并购，也包括对出险和困难的大型房地产企业本身的兼并收购。本次“承债式收购不纳入三道红线”政策的实施倒更应该是2021年12月央行、银保监会出台的《关于做好重点房地产企业风险处置项目并购金融服务的通知》相关内容的落地。监管实施这项政策的目的是解除拟并购房企的融资规模限制，以有效化解项目烂尾风险为原则，力保决策层目前情况下的首要政治目标“保交楼”的实现，保障广大购房者的合法权益，稳定社会与市场秩序。虽然豁免了纳入“三道红线”，但此类房企并购贷款风控方面仍要坚守法律法规与政策的底线，金融机构要按照穿透原则评估项目的合规性，并且依然需要履行数据报送义务。

**保障性租赁住房项目有关贷款不纳入房地产贷款集中度管理。**22年2月8日，央行、银保监会发布《关于保障性租赁住房有关贷款不纳入房地产贷款集中度管理的通知》（以下简称《通知》），明确保障性租赁住房项目有关贷款不纳入房地产贷款集中度管理，鼓励银行业金融机构按照依法合规、风险可控、商业可持续的原则，加大对保障性租赁住房发展的支持力度。《通知》出台后，市场各更关注目前保障性租赁住房项目的信贷市场体量，以及会对商业银行的涉房信贷投放产生哪些影响。银保监会公布的数据显示，截至2021年3季度末，商业银行保障性安居工程贷款余额约2.02万亿。从政策导向看，保障性租赁住房已成为重点民生项目，有望迎来爆发式增长；若考虑实际市场体量，目前保障性安居工程贷款余额较低，对于银行集中度指标的改善效果较为有限，难以起到引导银行加大涉房类贷款投放的作用。不过《通知》出台后可以更多向商业银行申请保障房开发贷款，此举为地方城投公司和国有企业提供了更多资金供给方选择，一定程度上打开了融资空间，有利于更快推进保障性住房建设。



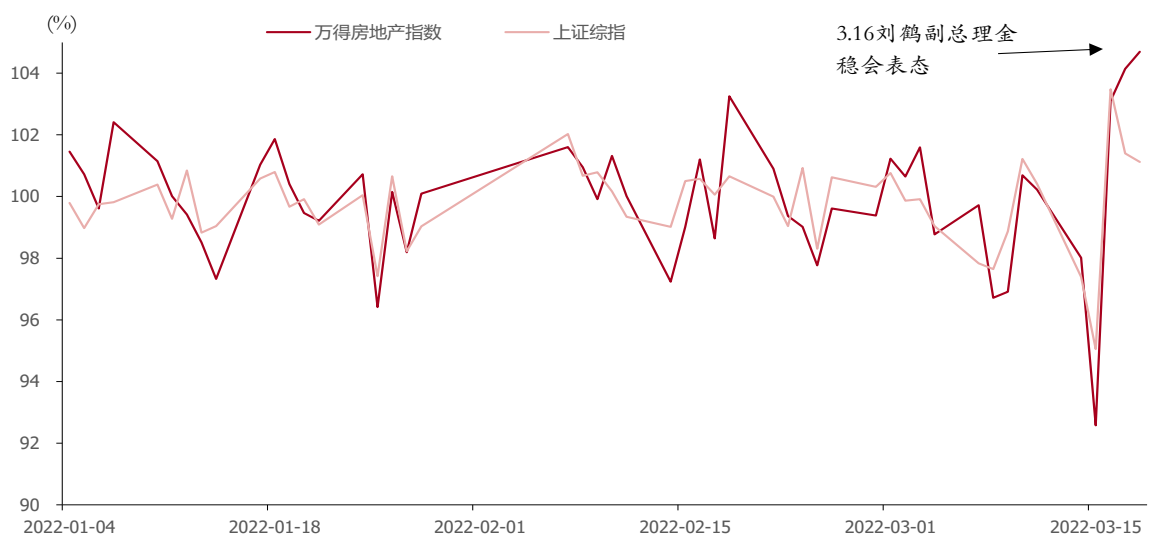
图表 22. 近年国房景气指数与 GDP 同比增长率(季)



资料来源: 万得, 中银证券

全国性的商品房预售资金监督管理办法已于近日制定出台。该管理办法明确, 预售资金额度监管为“重点额度监管”。由市县级城乡建设部门根据工程造价合同等核定, 能确保项目竣工所需的资金额度, 当账户内资金达到监管额度后, 超出额度的资金可以由房企提取自由使用。管理办法明确了预售资金监管的基本标准。对监管资金监管额度、交纳范围、取用条件等进行了明确。各地在此基础上因城施策制定细则。管理办法强调, 购房人的定金、首付款、按揭款和他形式的购房款, 应全部直接存入预售资金监管账户。预售资金监管账户中的监管额度内资金必须专款专用, 使用用途包括建筑材料、设备款、施工款等相关支出。此外, 预售资金监管额度由市县级城乡建设部门根据工程造价合同等进行核定, 以确保项目竣工所需。当账户内资金达到监管额度后, 超出额度的资金可以由房企提取自由使用。具体拨付的节点由各地的市县级城乡建设部门确定。管理办法将改变原有各地对商品房预售资金监管责任不清的情况, 有关部门也将督促检查预售资金监管的实施情况。允许房企在预售资金达到监管额度后, 可自由提取使用超出额度的资金, 将有助于提升房企资金的流动性, 推动其稳健发展。若能在确保项目交付的前提下, 提高商品房预售资金使用灵活性, 将成为行业基本面改善和投资者信心提振的催化剂。

图表 23. 金融委释放信号后市场变化



资料来源: 万得, 中银证券

多部委积极响应金融委要求积极出台利好房企政策号召。3月16日国务院金融稳定发展委员会召开专题会议，研究当前经济形势和资本市场问题，会议由中共中央政治局委员、国务院副总理、金融委主任刘鹤主持，此次会议提到，关于房地产企业，要及时研究和提出有力有效的防范化解风险应对方案，提出向新发展模式转型的配套措施。此后，中国人民银行、国家外汇管理局、中国证监会、中国银保监会和财政部纷纷表态，称将配合相关部门有效化解房地产企业风险，促进房地产业良性循环和健康发展。人民银行行长、金融委办公室主任易纲在主持召开的处级以上干部会议上提到，人民银行坚决贯彻党中央国务院决策部署，坚决提高政治站位，坚决落实金融委的工作要求，积极担当作为，把中央经济工作会议精神和全国“两会”部署落到实处。对房地产要坚持稳中求进，防范化解房地产市场风险，稳妥推进并尽快完成大型平台公司整改工作，促进平台经济健康平稳发展，提高国际竞争力。对于房地产行业，银保监会党委书记、主席郭树清在主持召开的专题会议上表示，要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，持续完善“稳地价、稳房价、稳预期”房地产长效机制，积极推动房地产行业转变发展方式，鼓励机构稳妥有序开展并购贷款，重点支持优质房企兼并收购困难房企优质项目，促进房地产业良性循环和健康发展。证监会则表示，会积极配合相关部门有力有效化解房地产企业风险，促进平台经济规范健康发展、提高国际竞争力。国家外汇管理局在召开的专题会议上表态会配合有关部门促进房地产市场、平台经济健康稳定发展。

**股市影响：**①宏观流动性呈现宽松态势，对市场信心重拾及提振带来利好，夯实二级市场底气；②行业供需端政策频频调整态度明确，力推行业重回正轨，有助于行业估值修复；③政策对房企项目收并购的支持力度显著增强，行业清整加速，龙头房企先行利好。当前房地产行业的风险仍未解除，部分民营房企的流动性危机依旧没有实质性的好转迹象，对于这类的房地产公司，急需政策层面的特别考量。从表态来看，金融领域对于房地产行业的态度已经有所转变，期待后续融资端的支持力度能够实际释放。同时行业并购融资审慎开启，收并购市场缓慢升温，推动行业加速清整，现阶段行业在逐步清整过程中将进一步推动各类资源向优质头部房企聚拢，融资渠道畅通、综合能力突出的优质龙头房企现阶段仍享有更高的估值溢价，即房企龙头受益显著；若收并购进程顺畅，被收购项目的出险房企将因资产处臵节奏加快、风险化解而受益。

## 风险提示

逆周期政策不及预期，疫情发展超预期恶化。

## 披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

## 评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

### 公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20%以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10%以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

### 行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数。
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

## 风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

## 中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东  
银城中路 200 号  
中银大厦 39 楼  
邮编 200121  
电话: (8621) 6860 4866  
传真: (8621) 5888 3554

## 相关关联机构:

### 中银国际研究有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
致电香港免费电话:  
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065  
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065  
新加坡客户请拨打: 800 852 3392  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际证券有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区  
西单北大街 110 号 8 层  
邮编: 100032  
电话: (8610) 8326 2000  
传真: (8610) 8326 2291

### 中银国际(英国)有限公司

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

### 中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号  
7 Bryant Park 15 楼  
NY 10018  
电话: (1) 212 259 0888  
传真: (1) 212 259 0889

### 中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z  
新加坡百得利路四号  
中国银行大厦四楼(049908)  
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587  
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371