

# 策略周報

## 政策底與多頭思維

政策底已現，市場反轉為期不遠。

- **政策底已現，市場底不遠。**“金融委”為股市定調，“一行兩會”紛紛表態後續跟進，當前股市仍處在政策的“蜜月期”，政策底信號明確。市場底滯後政策底，條件也比政策底更加苛刻。市場底需要基本面、技術面和情緒面的共振，且要求指數出現該周期的極小值。相對而言，政策底作用于基本面需要時間，更多對情緒面和技術面施加積極影響。因此，政策底對應指數底部區域，不必是絕對低點。考慮到中美經濟周期錯位，海外滯脹緊縮預期導致美債利率仍在脈衝階段，我們認為市場底仍需等待，但已為期不遠，A股進入U型底部區域，保持多頭思維。繼續圍繞業績高增長的科技成長布局。建議關注半導體產業鏈、新能源光伏、風電、5G新基建、電動車智能化、元宇宙、數字經濟等方向。
- **政策蜜月期，布局正當時。**本周三凌晨美聯儲加息靴子落地，正式開啓了新一輪加息周期，而加息周期中權益資產表現的強弱取決於經濟體自身基本面的相對強弱。國內方面，雖然大超預期的1-2月經濟數據使得市場短期內寬鬆預期有所落空，但金融委及時表態使得市場重拾信心。當前市場仍處於暖風頻吹的政策蜜月期，結合上周周報所述，當前主要指數均已基本消化疫情過後海外流動性投放帶來的估值溢價，從幅度上看，A股調整基本到位。而隨著未來國內信用周期的企穩，市場反彈趨勢確定。當前市場處於超跌反彈後的磨底階段，為布局下一輪行情時點。從當前主要風格盈利股值性價比角度來看，成長風格性價比優勢凸顯，當前左側布局正當時。
- 本周我們統計關注到就業排名短端動態跟蹤視角對投資指引的有效性來看，**年內行業g動態排名變化與行業指數區間漲跌幅依然存在趨勢性的同向關係**；複盤同樣基于不確定性、不可測性造成大幅下跌且同樣由金融委會議傳達政策信心的18年，無論在大區間還是速跌後的反彈行情中，前期受壓制較多的行業相應也能表現出更強的修復動能。因此也建議投資者關注本輪跌幅較深，反彈仍未修復的相關行業。
- **金穩委講話昭示政策底，政策端提振房企意圖明顯。**行業供需端政策頻頻調整態度明確，力推行業重回正軌，有助於行業估值修復；政策對房企項目收并購的支持力度顯著增強，行業清整加速，龍頭房企先行利好。當前房地產行業的風險仍未解除，部分民營房企的流動性危機依舊沒有實質性的好轉跡象，對於這類的房地產公司，急需政策層面的特別考量。
- **風險提示：逆周期政策不及預期，疫情發展超預期惡化。**

## 觀點回顧

- 20211203《科技突圍》：科技之光將為明年 A 股注入能量。本輪科技行情有可能複製上世紀 80 年代的美股表現，將貫穿中周期始終，并與新一輪康波周期復蘇疊加。
- 20220109《分歧時刻有定力 調整加倉高景氣》：當前時點不建議進行風格切換，藍籌價值更可能是 22Q1 的交易策略。高景氣賽道的見底要早于大盤指數，建議回調重點關注。
- 20220116《情緒底部，業績加持，重建科技主賽道》：海外美股的低迷，更多是自身高通脹導致的緊縮效應，外溢傳導到 A 股，邊際作用遞減；情緒底部，業績加持，科技成長賽道重建。
- 20220123《市場調整難持續，抓牢科技布局期》：在無基本面實質利空下，A 股調整不可持續，創業板短期壓力尚存，年內成長主線不會缺席。
- 20220206《樂觀，但不激進》：壓制因素逐步緩和，農曆新年 A 股開門紅幾無懸念，但市場築底到反轉不是一蹴而就的，成長可能會遲到但不會缺席。
- 20220213《成長的煩惱》：成長仍處在黎明前黑暗的階段，降低倉位和風格切換都是權宜之計，一旦後續情緒轉好，科技突圍仍然是今年最好的選擇之一。

## 市場熱點思考

本周隨著“金融委”為股市吃下定心丸，市場迅速轉暖，A股、港股、中概股跨市場聯袂上漲。投資者情緒同步恢復，場外資金加速進場。交流下來，投資者比較關心當前是政策底，還是市場底？市場反彈後如何操作，以及如何進行行業配置？針對以上問題，我們的觀察與思考如下：

1. “金融委”為股市定調，“一行兩會”紛紛表態後續跟進，當前股市仍處在政策的“蜜月期”，政策底信號明確。政策是股市非常重要的領先信號。從周期定位角度看，政策底一般出現在衰退後期，政策寬鬆階段，對應股市估值出現明顯的流動性支撐。1-2月經濟數據超出預期，顯示本輪經濟短周期衰退步入後期。經驗規律表明，當股市政策底出現，市場不再悲觀，2018Q4是距離當前周期最近的一次政策底，自此A股開啓了三年的結構性牛市行情。
2. 市場底滯後政策底，條件也比政策底更加苛刻。市場底需要基本面、技術面和情緒面的共振，且要求指數出現該周期的極小值。相對而言，政策底作用于基本面需要時間，更多對情緒面和技術面施加積極影響。因此，政策底對應指數底部區域，不必是絕對低點。考慮到中美經濟周期錯位，海外滯脹緊縮預期導致美債利率仍在脈衝階段，我們認為市場底仍需等待，但已為期不遠，需要保持多頭思維。
3. 政策底出現，雖然指數有可能繼續反復，但一些行業板塊會走出不斷創新高行情。政策底出現的早期階段，市場會呈現普漲，價值、成長都會輪動反彈。隨著市場消化政策預期，行業板塊會出現分化。在風險和不確定緩和的背景，業績高景氣的方向會進一步突圍；而業績低于預期或者不持續的方向會出現回落。因此當政策底出現，要把握基本面超預期的方向，業績高增長可持續的板塊。只有淨利潤增速超過ROE的行業，才會迎來業績和估值的雙擊。
4. 結論：政策底已現，市場底不遠。A股進入U型底部區域，保持多頭思維。繼續圍繞業績高增長的科技成長布局。建議關注半導體產業鏈、新能源光伏、風電，5G新基建、電動車智能化、元宇宙、數字經濟等方向。

## 大勢與風格

**加息靴子落地，資產價格表現重回基本面強弱。**本周三凌晨，美聯儲加息靴子落地，正式開啓新一輪加息周期。雖然聯儲表態偏鷹但本次加息的 25BP 已經被市場充分計價，因此加息落地後風險資產更多表現為“利空出盡”，前期跌幅較大的科技龍頭帶動下美股強勢反彈。

我們複盤了 80 年代以來聯儲加息周期開啓後風險資產的表現情況，發現加息周期的開啓並不意味著風險資產趨勢性走弱，而加息周期中權益資產表現的強弱取決於經濟體自身基本面的相對強弱。我們統計了近幾輪加息周期中，加息開啓後 1 周至 4 個月各主要經濟體股票資產的收益情況發現，雖然短期來看，風險資產的強弱表現規律並不明顯，然而拉長觀測時間窗口（1-4 個月），會明顯的觀察到美歐股票資產在加息周期表現明顯強於其他地區。這主要是因為加息落地後，市場對於貨幣政策的顧及減弱，資產定價重回基本面邏輯；而聯儲加息周期內，美歐經濟體均處於景氣上行的後期，基本面的相對優勢抵消了流動性緊縮帶來的負面影響。

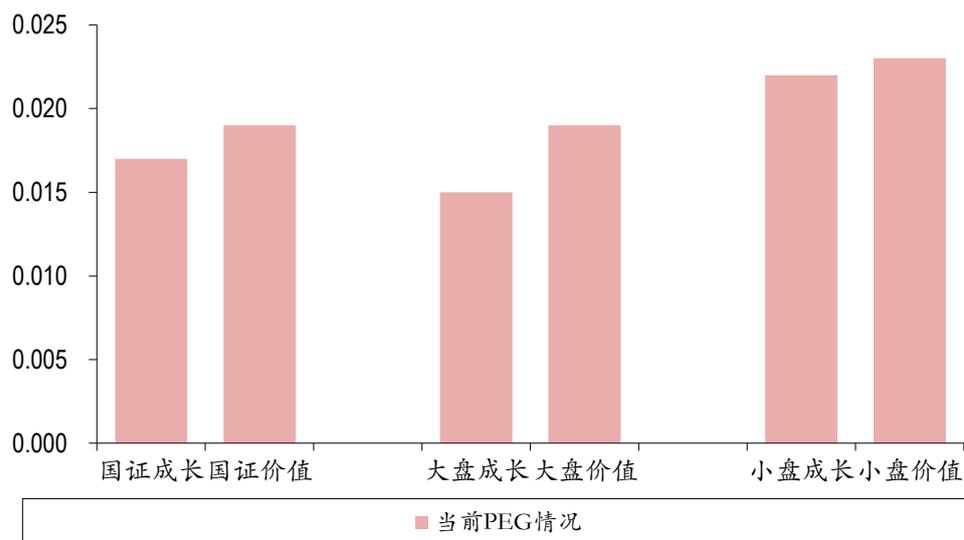
**政策蜜月期，布局成長正當時。**國內方面，雖然大超預期的 1-2 月經濟數據使得市場短期內寬鬆預期有所落空，但國務院金融穩定發展委員會及一行三會的及時表態使得市場重拾信心。當前市場仍處於暖風頻吹的政策蜜月期，引發本周市場調整的中概股監管及穩增長政策發力都有望進一步得到強化。結合上周周報所述，當前主要指數均已基本消化疫情過後海外流動性投放帶來的估值溢價，從幅度上來看，A 股調整基本到位。而隨著未來國內信用周期的企穩，市場反彈趨勢確定。當前市場處於超跌反彈後的磨底階段，是布局下一輪行情時點。從當前主要風格盈利股值性價比角度來看，成長風格性價比優勢凸顯，當前左側布局正當時。

圖表 1. 加息周期開啓後主要國家股票資產表現

漲跌幅(%)	1 周	2 周	3 周	4 周	2 個月	4 個月
美股	(0.47)	0.56	(0.44)	0.07	0.13	3.82
歐股	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

資料來源：萬得，中銀證券

圖表 2. 當前主要指數 PEG(預測)情況



資料來源：萬得，中銀證券



我們認為投資者對於 g 的投資理解除了局限在 g 靜態排名視角外，也需要關注業績排名的 g 動態變化。此前我們統計發現：1) 行業年內業績增速排名向上變動的行業與其當年行業漲幅存在明顯的正相關，排名調升行業當年取得相對正收益的概率明顯大於調降行業。2) 脫離短期視角來看，g 雖然不是萬能的，但沒有 g 是萬萬不能的。近 20 年所有二級行業指數複合業績增速與其年化漲幅回歸的結果呈現明顯綫性關係，即複合增速越高的行業，呈現出越高的複合回報特徵。

本周我們選取 FY2 相對 FY1 預期業績增速對應的排名變動進行比較，觀察不同行業間業績的當前靜態排名與動態排名變動情況：靜態排名來看，強 g 方向仍然集中在科技成長領域與低基數的疫情受損行業中。動態排名來看，不難發現部分行業業績增速排名出現了趨勢的上升與下降，動態趨勢性調升行業包括電新、商貿零售、交通運輸、有色、紡服、輕工、煤炭，非銀金融。

圖表 6. 預測 g 對應的行業動態與靜態排名變動情況

FY2 同比 FY1 對應排名	排名變動	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	3-25				
农林牧漁	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	1	1	1	1	1	1	1	1	1	
商貿零售	4	4	4	4	4	5	5	5	5	5	5	5	6	6	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	4	5	5	5	5	4	4	3	3	2	2	2	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	3	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	3	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	4	4	4	4	4	4	4	
交通運輸	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	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	3	3	3	3	3	7	6	6	6	6	6	6	6	6	6	6	6	6	6	6	
电新	11	11	10	10	11	8	8	8	8	8	8	8	9	9	9	9	9	9	9	7	7	7	7	7	8	8	8	8	8	8	8	8	8	8	8	8	8	8	7	
汽车	6	5	5	5	5	6	7	7	7	7	7	7	8	7	7	7	7	7	7	9	9	9	9	9	10	10	10	10	10	10	10	10	9	9	9	9	9	9	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	6	6	6	6	6	6	6	6	6	6	6	6	
国防军工	7	7	7	7	6	7	6	6	6	6	6	6	7	8	8	8	8	8	8	7	8	8	8	8	9	9	9	9	9	9	9	9	10	12	10	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	14	13	13	13	13	13	13	13	13	13	13	13	13	13	13
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	11	11	11	12	12	12	10	12	12	12	12	
基础化工	13	13	12	13	13	12	13	13	12	12	12	13	14	14	16	15	14	15	15	15	15	15	16	16	16	16	16	16	16	16	16	16	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	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	12	13	13	13	13	14	14	14	14	15	15	15	15	15	15	15	15	15	14	15	16	15	15	15	
电力	26	26	26	26	26	27	27	27	27	27	27	27	19	16	15	14	15	14	16	16	16	16	15	14	14	12	12	11	11	11	11	11	13	16	16	16	16	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	17	17	16	17	17	16	18	17	17		
建材	19	19	18	18	18	19	19	19	18	17	17	17	16	18	18	18	18	18	18	18	18	18	18	18	18	18	18	18	18	18	18	18	18	18	18	18	18	18	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	20	20	18	18	20	19	18	17	19	19	19	19	19	19	19	
轻工制造	22	21	20	20	20	20	20	20	20	19	18	19	22	24	24	24	24	24	24	24	24	23	22	23	24	22	22	22	22	22	22	22	20	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	11	12	13	14	14	14	14	14	14	14	14	14	14	14	14	14	
建筑	20	20	19	19	19	21	21	21	21	21	20	20	20	20	20	20	20	20	20	20	20	20	20	20	20	20	20	20	20	20	20	20	20	20	20	20	20	20	20	
家电	21	22	21	21	21	22	22	22	22	22	21	21	21	22	22	23	23	23	23	21	21	21	21	21	22	22	22	23	23	23	23	23	23	23	23	23	23	23	23	
石油石化	17	16	15	16	15	18	18	18	18	19	18	19	18	21	21	22	21	21	22	22	22	22	22	23	21	21	21	21	21	21	21	21	21	21	21	21	21	21	21	
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	27	27	26	26	26	26	26	26	26	26		
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	24	24	24	24	24	24	24		
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	26	26	26	26	26	26	26	26	26	
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	28	

資料來源：萬得，中銀證券

預測業績對應的排名調升/調降不僅可以解釋年內行業漲跌幅，也可以有效解釋短期的行業漲跌情況。就短端動態跟蹤視角對投資指引的有效性來看，年內行業 g 動態排名與行業指數區間漲跌幅依然存在趨勢性的同向關係，對大部分行業來說，預測業績排名的動態調升/調降，其區間漲跌幅也存在方向上的上漲/下跌。具體下沉來看，我們發現這一結論似乎對 TMT 行業及當前的地產鏈相關行業解釋性不足，這背後的原因是 1) 對 TMT 行業來說，如前期周報所述，其業績預測排名歷史橫向比較來看屬 偏差較大的行業且易受事件驅動的影響，業績的可測性及對事件驅動的敏感性使得股價漲幅與盈利的相關程度在 28 個行業中相對墊底；2) 對於地產鏈行業來說，存在著明顯的預期先行現象，預期驅動股價先行修復，而分析師盈利預測的調升出現正常的滯後性。

圖表 7. 預測業績動態排名變動與行業區間漲跌幅存在明顯同向性

一級行業		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	2-11	2-18	2-25	3-4	3-11	3-18		
電力	排名變動	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		
	區間漲幅變動	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		
農林牧漁	排名變動	25	25	25	25	23	15	14	14	14	15	14	10	5	7	7	7	7	7	7	7	7	7	7	7	7	7	7	7	7	7	7	7	7	7	
	區間漲幅變動	1	1	5	2	-2	-1	2	3	9	14	10	11	12	18	18	15	10	11	10	9	17	16	20	20	18	20	20	25	22	16	24	23			
交通運輸	排名變動	8	8	8	8	9	14	15	15	16	17	22	22	22	23	15	14	16	16	16	14	12	12	12	8	7	7	6	5	5	5	5	5	5		
	區間漲幅變動	-1	-2	-1	1	2	5	7	7	10	6	7	4	2	4	1	1	2	0	1	3	3	4	5	10	9	10	13	13	17	14	12	16	14		
基礎化工	排名變動	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		
	區間漲幅變動	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		
鋼鐵	排名變動	20	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	
	區間漲幅變動	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	-2	3	4	2	4	1		
煤炭	排名變動	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	26	26	26	27	27	26	25		
	區間漲幅變動	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	排名變動	17	16	16	16	16	18	18	18	18	19	18	19	18	18	21	21	22	21	21	22	22	22	22	23	21	21	21	21	21	20	21	21	24		
	區間漲幅變動	0	-2	0	-1	1	6	11	17	12	10	11	5	5	0	-8	-8	-7	-7	-6	-7	-4	-5	-5	0	0	-2	0	0	7	5	5	4	1		
有色金屬	排名變動	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
	區間漲幅變動	3	2	3	3	12	9	18	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		
醫葯	排名變動	14	18	17	17	16	16	17	17	17	16	16	15	16	17	20	19	19	19	19	19	20	19	19	20	18	18	20	19	18	17	19	19	19		
	區間漲幅變動	-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	-17	-19	-17	-16	-13			
食品飲料	排名變動	15	14	13	12	12	11	11	11	11	11	11	12	13	12	12	12	13	13	13	13	14	14	14	15	15	15	15	15	15	14	15	16	15		
	區間漲幅變動	-4	-4	-2	-9	-10	-9	-10	-9	-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		
消費者服務	排名變動	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	4	4	4	4	4	4	4	4	3	3	3	3	3	7	6	6	6	6	6		
	區間漲幅變動	-4	-5	-3	-6	-5	-6	-4	-6	-7	-3	0	1	-1	-1	-9	-11	-12	-17	-20	-14	-16	-15	-14	-15	-13	-8	-8	-2	-5	-8	-7	-11			
商貿零售	排名變動	4	4	4	4	4	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	4	5	5	5	4	4	3	3	2	2	2		
	區間漲幅變動	1	1	3	3	3	5	6	4	4	3	5	4	3	3	3	0	1	1	0	0	0	2	2	4	4	4	4	7	5	4	5	5			
輕工製造	排名變動	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		
	區間漲幅變動	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		
機械	排名變動	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	16	17	16	18	17		
	區間漲幅變動	1	5	6	6	8	6	3	3	1	0	1	1	1	1	4	4	5	5	4	3	3	1	2	3	2	0	0	0	-3	-3	-1	-2	-3		
紡織服裝	排名變動	28	28	27	28	28	26	25	25	23	25	24	24	24	27	25	25	25	25	25	25	25	25	25	25	25	25	25	25	25	25	24	15	14		
	區間漲幅變動	0	-2	-2	0	-1	0	-1	0	-1	-3	-1	-2	-4	-4	-3	-4	-2	-1	-3	-3	-3	-2	-1	4	5	2	3	3	4	5	5	7	6		
電子	排名變動	9	9	9	9	9	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		
	區間漲幅變動	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		
電新	排名變動	11	11	10	10	11	8	8	8	8	8	8	8	9	9	9	9	9	9	9	7	7	7	7	7	7	8	8	8	8	8	8	8	8	7	
	區間漲幅變動	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		
國防軍工	排名變動	7	7	7	7	6	7	6	6	6	6	6	7	8	8	8	8	8	8	8	8	8	8	8	8	8	8	8	8	8	8	8	8	8	8	
	區間漲幅變動	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		
汽車	排名變動	6	6	6	6	6	6	7	7	7	7	7	7	8	7	7	7	7	7	9	9	9	9	9	9	10	10	10	10	10	9	9	9	8		
	區間漲幅變動	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		

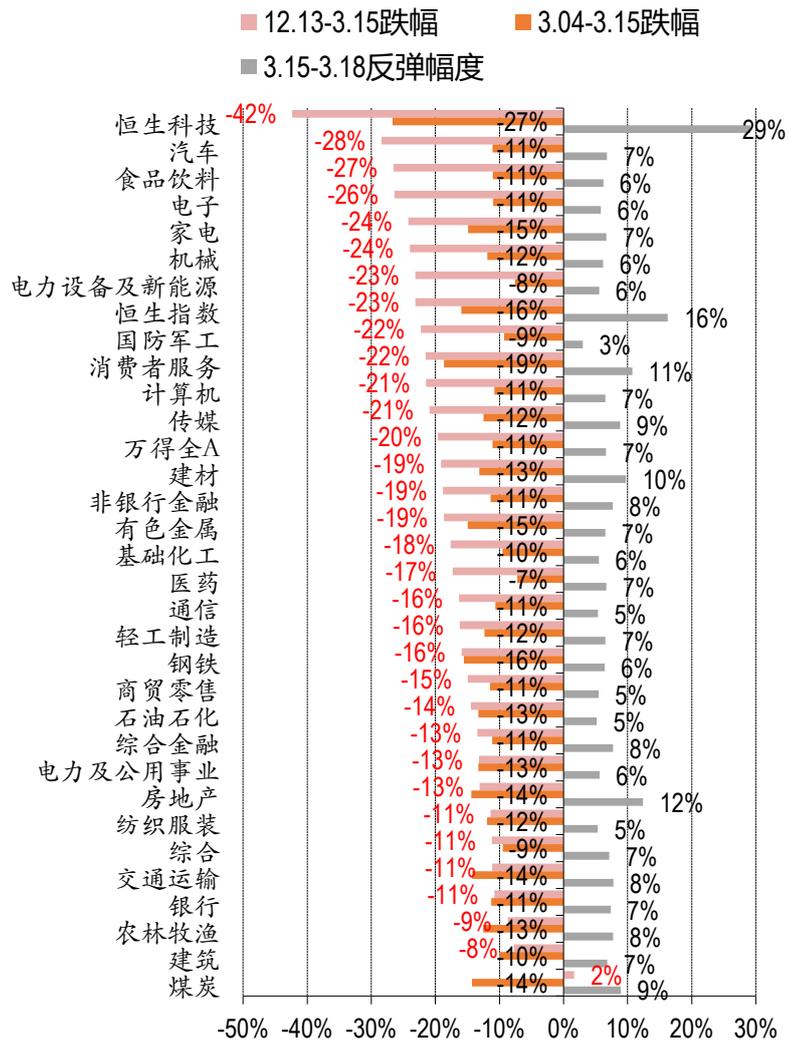
資料來源：萬得，中銀證券

圖表 8. 解釋性不足的 TMT 與地產鏈行業

傳媒	排名變動	1	1	1	1	1	2	2	2	2	2	2	2	2	2	3	3	2	2	2	2	2	2	3	5	4	4	4	4	3	3	4	4	4	4
	區間漲幅變動	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	排名變動	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	
	區間漲幅變動	2	2	-2	-2	-5	-7	-9	-8	-7	-6	-9	-7	-3	-1	-1	-1	-1	-2	1	0	1	1	0	1	0	0	1	1	3	2	2	2		
計算機	排名變動	2	2	2	2	2	1	1	1	1	1	1	1	1	2	3	3	3	3	3	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	3	3	3	
	區間漲幅變動	0	0	-2	-1	-4	-5	-5	-6	-4	-4	-3	-4	-5	-6	-3	-2	-3	-3	-4	-4	-2	-2	-2	-3	-2	3	-2	-2	-2	-5	-5	-6	-6	
房地產	排名變動	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	14	19	22	22	21	
	區間漲幅變動	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	排名變動	19	19	18	18	18	19	19	19	19	18	17	17	17	18	18	18	18	18	18	18	18	18	18	18	18	18	18	18	18	18	18	18	18	18
	區間漲幅變動	0	5	6	6	6	10	10	7	3	0	1	0	2	-4	-6	-5	-4	-5	-3	-2	0	3	3	8	2	5	5	5	15	9	3	3	2	
家電	排名變動	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	22	23	23	23	23	24	23	
	區間漲幅變動	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						

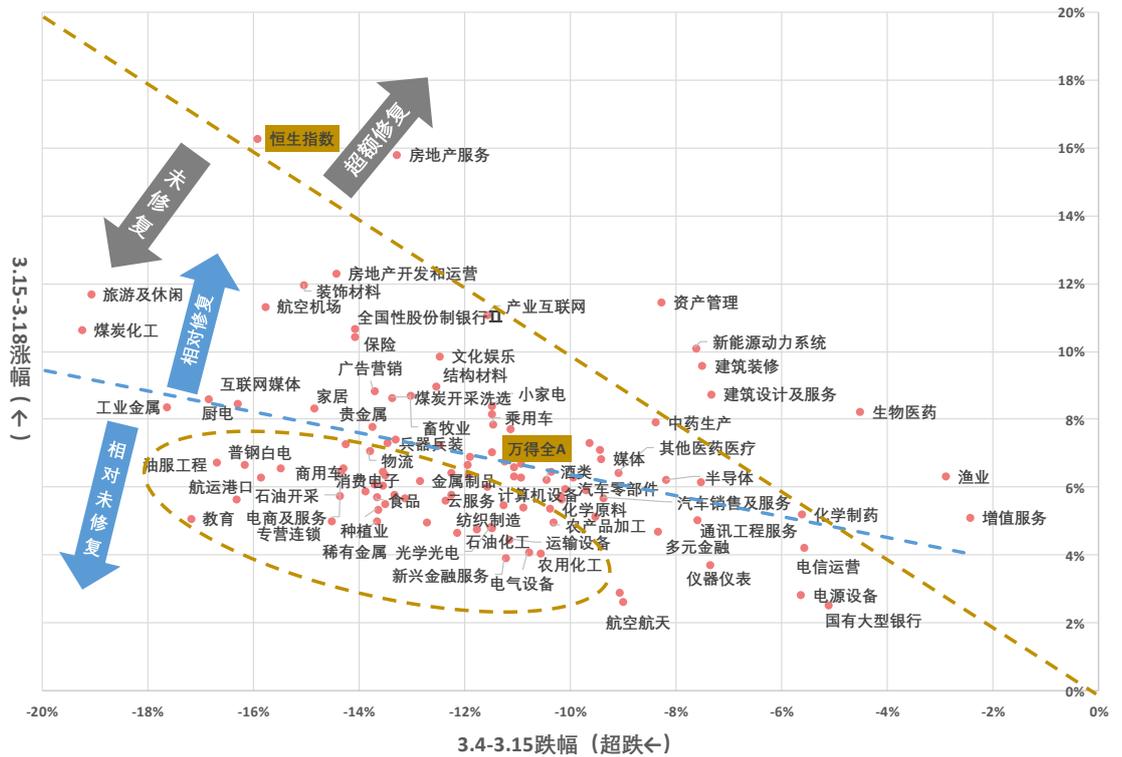


圖表 10. 本輪（21年12月以來）一級行業大小區間下跌及反彈情況

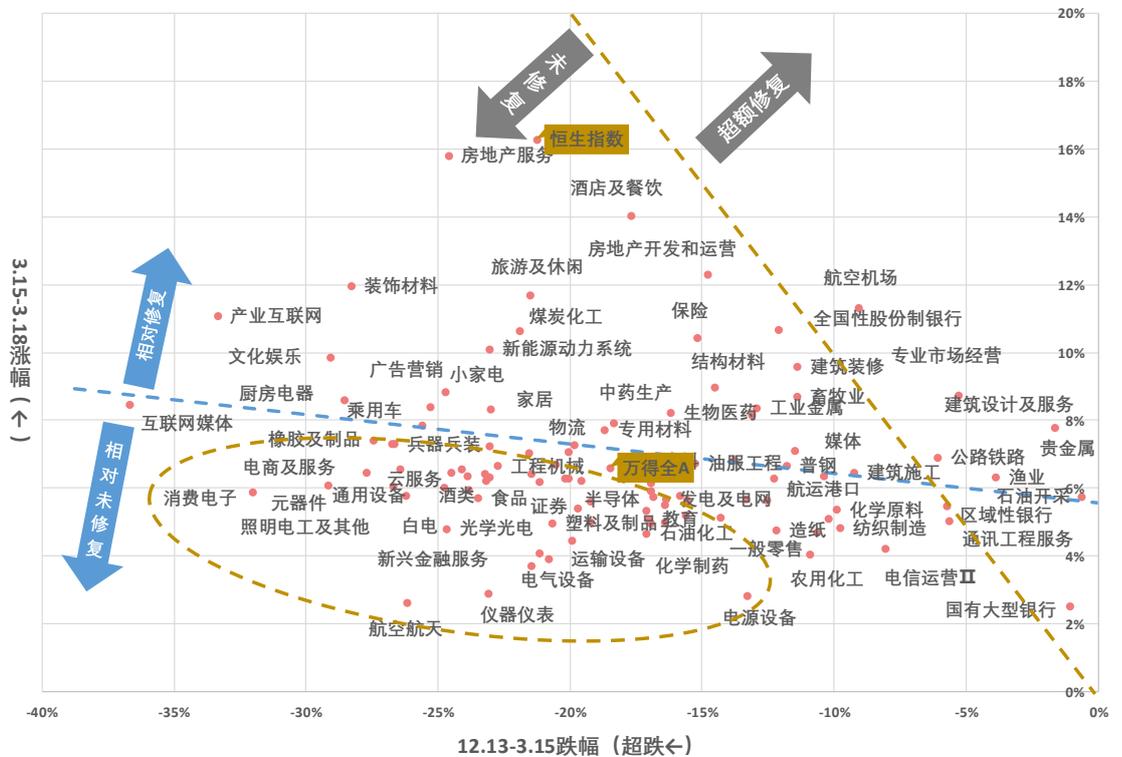


資料來源：萬得，中銀證券

圖表 11. 3月4日以來二級行業超跌反彈分布

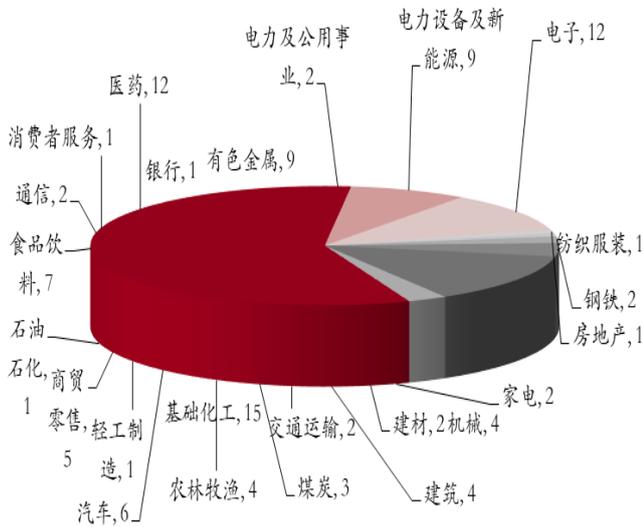


圖表 12. 2021年12月13日以來二級行業超跌反彈分布



截止 3 月 20 號，本輪（3 月 7 日貴州茅臺首次發布雙月數據至 3 月 20 日周六）公布 1-2 月經營數據的公司超 110 家，披露數量較多的行業集中在電新、基礎化工、醫藥、電子、有色，食品飲料等一級行業。雖然在情緒底部發布經營快報的公司理論上績優概率更大，不具有全域代表性，但從整體及其中代表性權重公司的 1-2 月業績情況來看，對於打消市場對業績端的擔憂仍能提供一定助力。

圖表 13. 披露 1-2 月經營數據公司行業分布情況



資料來源：萬得，中銀證券

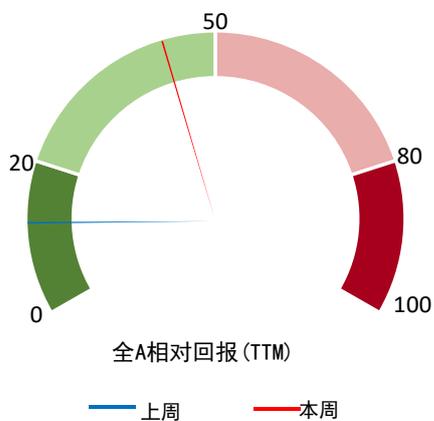
圖表 14. 代表性權重公司 1-2 月業績增速情況

公司名称	市值	一級行业	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

資料來源：萬得，中銀證券

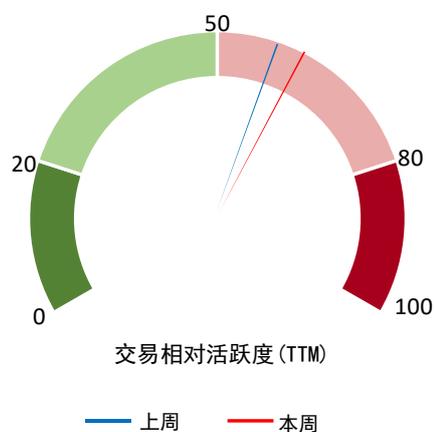
## 一周市場總覽、組合表現及熱點追蹤

圖表 15. 本周全 A 相對回報有所回暖



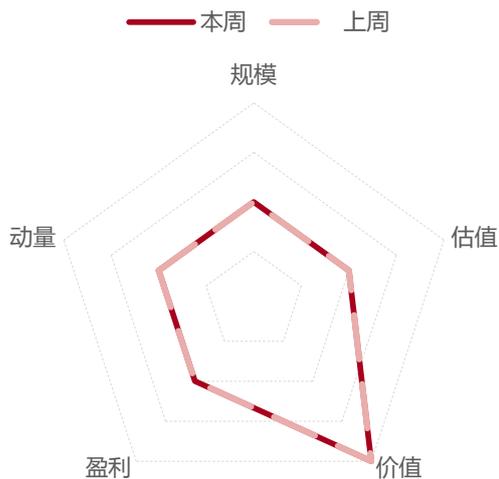
資料來源：萬得，中銀證券

圖表 16. 成交活躍度小幅上升



資料來源：萬得，中銀證券

圖表 17. 環比上周因子風格不變，體現較一致的市場情緒



資料來源：萬得，中銀證券

圖表 18. 一周行業資金流向情況，非銀/建築領銜，指數反彈後連續三天淨流入

行業	主力淨流入率(%)	連續流入天數	行業	主力淨流入率(%)	連續流入天數
非銀金融	1.52	3	傳媒	(1.96)	(1)
建築材料	0.07	3	紡織服飾	(1.96)	(2)
汽車	(0.35)	3	有色金屬	(1.97)	(1)
社會服務	(0.44)	(2)	商貿零售	(2.10)	(1)
電力設備	(0.47)	(1)	計算機	(2.36)	(2)
房地產	(0.48)	3	醫藥生物	(2.50)	(1)
銀行	(0.69)	1	通信	(2.55)	(2)
電子	(1.00)	(1)	公用事業	(2.82)	1
國防軍工	(1.28)	(1)	石油石化	(2.83)	(5)
機械設備	(1.67)	(1)	環保	(3.03)	(5)
鋼鐵	(1.70)	(1)	美容護理	(3.06)	(1)
食品飲料	(1.74)	(1)	農林牧漁	(3.09)	1
建築裝飾	(1.76)	1	輕工製造	(3.55)	(5)
交通運輸	(1.79)	(2)	基礎化工	(3.58)	(5)
煤炭	(1.79)	3	綜合	(3.89)	(5)
家用電器	(1.84)	3			

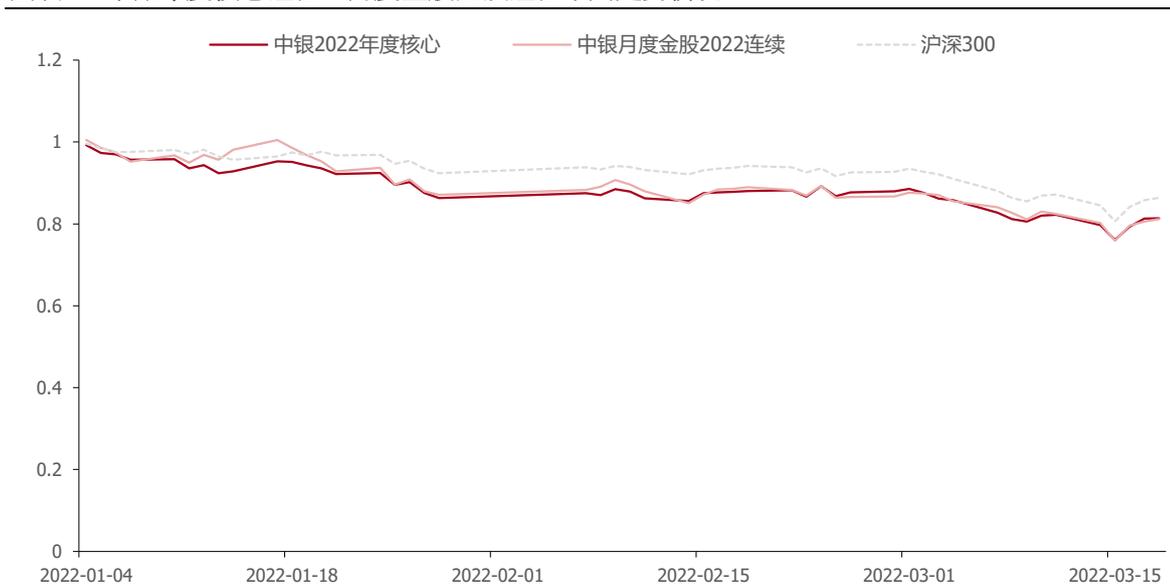
資料來源：萬得，中銀證券

圖表 19. 一周主題紅黑榜，新能源電池相關大幅領先，食品飲料表現較差

最熱主題	周漲跌幅(%)	最涼主題	周漲跌幅(%)
動力電池	4.19	白酒	(6.67)
光刻膠	3.32	飲料製造	(6.22)
炒股軟件	3.17	紙業	(6.17)
疫苗	2.88	風力發電	(5.60)
鋰電負極	2.72	光伏逆變器	(5.57)
CRO	2.66	光模塊	(5.14)
鋰礦	1.70	智能物流	(5.10)
免稅店	1.68	鐵礦石	(5.08)
鋰電電解液	1.62	黃金珠寶	(4.98)
鋰電正極	1.57	磷化工	(4.94)

資料來源：萬得，中銀證券

圖表 20. 中銀年度核心組合、月度金股連續組合本周走勢情況



資料來源：萬得，中銀證券

政策端提振房企意圖明顯。近期出臺的承債式并購貸款不再計入“三條紅綫”、《關於保障性租賃住房有關貸款不納入房地產貸款集中度管理的通知》、全國性的商品房預售資金監督管理辦法等政策均利好房企流動性。

圖表 21. 近期房地產相關政策及核心內容

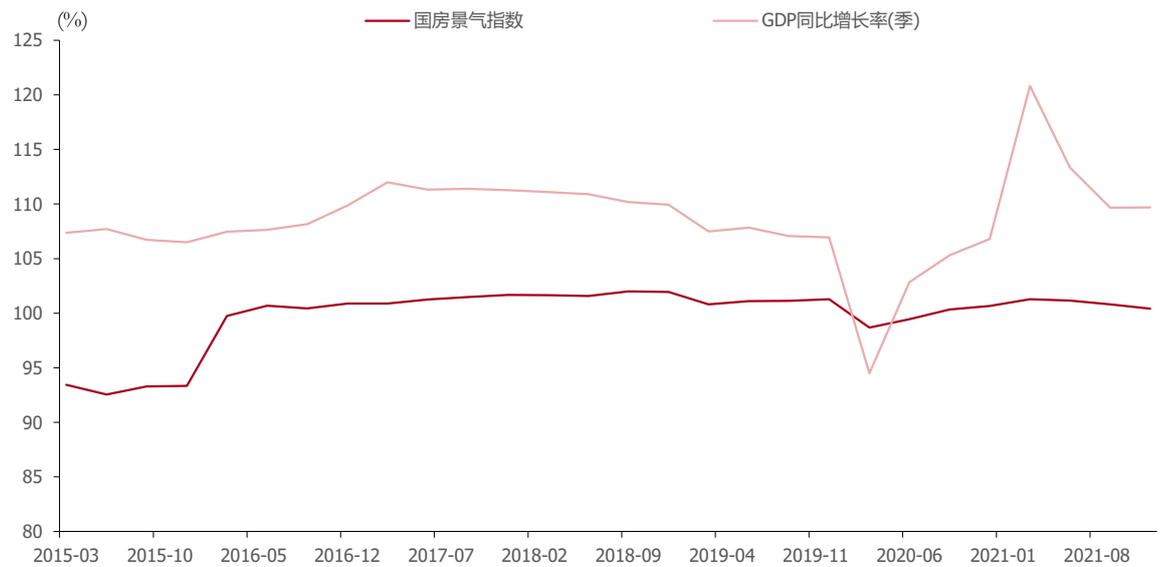
政策	核心內容
承債式并購貸款不再計入“三條紅綫”	針對出險企業項目的承債式收購，相關并購貸款不再計入“三條紅綫”相關指標。解除擬并購房企的融資規模限制，以有效化解項目爛尾風險為原則，力保決策層目前情況下的首要政治目標“保交樓”的實現，保障廣大購房者的合法權益，穩定社會與市場秩序。
《關於保障性租賃住房有關貸款不納入房地產貸款集中度管理的通知》	明確保障性租賃住房項目有關貸款不納入房地產貸款集中度管理，鼓勵銀行業金融機構按照依法合規、風險可控、商業可持續的原則，加大對保障性租賃住房發展的支持力度。
全國性商品房預售資金監督管理辦法出臺	明確預售資金額度監管為“重點額度監管”。由市縣級城鄉建設部門根據工程造價合同等核定，能確保項目竣工所需的資金額度，當賬戶內資金達到監管額度後，超出額度的資金可以由房企提取自由使用。
國務院金穩會要求積極出臺對市場有利的政策	關於房地產企業，要及時研究和提出有力有效的防范化解風險應對方案，提出向新發展模式轉型的配套措施。

資料來源：人民銀行，銀保監會，財聯社，中銀證券

**承債式并購貸款不再計入“三條紅綫”**。11月10日據財聯社報道稱，對於地產收并購，近期部分央企向監管部門反映，如果要做一些承債式收購，“三條紅綫”就會被突破，建議監管部門對“三條紅綫”相關指標予以調整。央行最近在各方面徵求意見，包括企業、銀行、住建部門等。此時應是這項政策正式落地，但從媒體報道的內容來看，落地時政策範圍進行了縮減，只是針對出險企業項目的承債式收購，并不包括地產行業內的企業兼并及正常項目并購。通知僅涉及出險和困難的大型房地產企業優質項目的兼并收購，不涉及地產行業內的企業兼并及正常項目并購，適用的範圍小於“承債式收購”，“承債式收購”既包括對出險和困難的大型房地產企業優質項目的并購，也包括對出險和困難的大型房地產企業本身的兼并收購。本次“承債式收購不納入三道紅綫”政策的實施倒更應該是對2021年12月央行、銀保監會出臺的《關於做好重點房地產企業風險處置項目并購金融服務的通知》相關內容的落地。監管實施這項政策的目的是解除擬并購房企的融資規模限制，以有效化解項目爛尾風險為原則，力保決策層目前情況下的首要政治目標“保交樓”的實現，保障廣大購房者的合法權益，穩定社會與市場秩序。雖然豁免了納入“三道紅綫”，但此類房企并購貸款風險方面仍要堅守法律法規與政策的底綫，金融機構要按照穿透原則評估項目的合規性，并且依然需要履行數據報送義務。

**保障性租賃住房項目有關貸款不納入房地產貸款集中度管理**。22年2月8日，央行、銀保監會發布《關於保障性租賃住房有關貸款不納入房地產貸款集中度管理的通知》（以下簡稱《通知》），明確保障性租賃住房項目有關貸款不納入房地產貸款集中度管理，鼓勵銀行業金融機構按照依法合規、風險可控、商業可持續的原則，加大對保障性租賃住房發展的支持力度。《通知》出臺後，市場各更關注目前保障性租賃住房項目的信貸市場體量，以及會對商業銀行的涉房信貸投放產生哪些影響。銀保監會公布的數據顯示，截至2021年3季度末，商業銀行保障性安居工程貸款餘額約2.02萬億。從政策導向看，保障性租賃住房已成為重點民生項目，有望迎來爆發式增長；若考慮實際市場體量，目前保障性安居工程貸款餘額較低，對於銀行集中度指標的改善效果較為有限，難以起到引導銀行加大涉房類貸款投放的作用。不過《通知》出臺後可以更多向商業銀行申請保障房開發貸款，此舉為地方城投公司和國有企業提供了更多資金供給方選擇，一定程度上打開了融資空間，有利于更快推進保障性住房建設。

圖表 22. 近年國房景氣指數與 GDP 同比增長率(季)



資料來源：萬得，中銀證券

全國性的商品房預售資金監督管理辦法已于近日制定出臺。該管理辦法明確，預售資金額度監管為“重點額度監管”。由市縣級城鄉建設部門根據工程造價合同等核定，能確保項目竣工所需的資金額度，當賬戶內資金達到監管額度後，超出額度的資金可以由房企提取自由使用。管理辦法明確了預售資金監管的基本標準。對監管資金監管額度、交納範圍、取用條件等進行了明確。各地在此基礎上因城施策制定細則。管理辦法強調，購房人的定金、首付款、按揭款和他形式的購房款，應全部直接存入預售資金監管賬戶。預售資金監管賬戶中的監管額度內資金必須專款專用，使用用途包括建築材料、設備款、施工款等相關支出。此外，預售資金監管額度由市縣級城鄉建設部門根據工程造價合同等進行核定，以確保項目竣工所需。當賬戶內資金達到監管額度後，超出額度的資金可以由房企提取自由使用。具體撥付的節點由各地的市縣級城鄉建設部門確定。管理辦法將改變原有各地對商品房預售資金監管責任不清的情況，有關部門也將督促檢查預售資金監管的實施情況。允許房企在預售資金達到監管額度後，可自由提取使用超出額度的資金，將有助於提升房企資金的流動性，推動其穩健發展。若能在確保項目交付的前提下，提高商品房預售資金使用靈活性，將成為行業基本面改善和投資者信心提振的催化劑。

圖表 23. 金融委釋放信號後市場變化



資料來源：萬得，中銀證券

多部委積極響應金融委要求積極出臺利好房企政策號召。3月16日國務院金融穩定發展委員會召開

專題會議，研究當前經濟形勢和資本市場問題，會議由中共中央政治局委員、國務院副總理、金融委主任劉鶴主持，此次會議提到，關於房地產企業，要及時研究和提出有力有效的防範化解風險應對方案，提出向新發展模式轉型的配套措施。此後，中國人民銀行、國家外匯管理局、中國證監會、中國銀保監會和財政部紛紛表態，稱將配合相關部門有效化解房地產企業風險，促進房地產業良性循環和健康發展。人民銀行行長、金融委辦公室主任易綱在主持召開的處級以上幹部會議上提到，人民銀行堅決貫徹黨中央國務院決策部署，堅決提高政治站位，堅決落實金融委的工作要求，積極擔當作爲，把中央經濟工作會議精神和全國“兩會”部署落到實處。對房地產要堅持穩中求進，防範化解房地產市場風險，穩妥推進并儘快完成大型平臺公司整改工作，促進平臺經濟健康平穩發展，提高國際競爭力。對於房地產行業，銀保監會黨委書記、主席郭樹清在主持召開的專題會議上表示，要堅持房子是用來住的、不是用來炒的定位，持續完善“穩地價、穩房價、穩預期”房地產長效機制，積極推動房地產行業轉變發展方式，鼓勵機構穩妥有序開展并購貸款，重點支持優質房企兼并收購困難房企優質項目，促進房地產業良性循環和健康發展。證監會則表示，會積極配合相關部門有力有效化解房地產企業風險，促進平臺經濟規範健康發展、提高國際競爭力。國家外匯管理局在召開的專題會議上表態會配合有關部門促進房地產市場、平臺經濟健康穩定發展。

**股市影響：**①宏觀流動性呈現寬鬆態勢，對市場信心重拾及提振帶來利好，夯實二級市場底氣；②行業供需端政策頻頻調整態度明確，力推行業重回正軌，有助於行業估值修復；③政策對房企項目收并購的支持力度顯著增強，行業清整加速，龍頭房企先行利好。當前房地產行業的風險仍未解除，部分民營房企的流動性危機依舊沒有實質性的好轉跡象，對於這類的房地產公司，急需政策層面的特別考量。從表態來看，金融領域對於房地產行業的態度已經有所轉變，期待後續融資端的支持力度能夠實際釋放。同時行業并購融資審慎開啓，收并購市場緩慢升溫，推動行業加速清整，現階段行業在逐步清整過程中將進一步推動各類資源向優質頭部房企聚攏，融資渠道暢通、綜合能力突出的優質龍頭房企現階段仍享有更高的估值溢價，即房企龍頭受益顯著；若收并購進程順暢，被收購項目的出險房企將因資產處置節奏加快、風險化解而受益。

## 風險提示

逆周期政策不及預期，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

以報告發布日後公司股價/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：

- 強于大市：預計該行業指數在未來 6-12 個月內表現強于基準指數；
- 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；
- 弱于大市：預計該行業指數在未來 6-12 個月內表現弱于基準指數。
- 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并向特定客戶發布。

本報告發布的特定客戶包括：1) 基金、保險、QFII、QDII 等能够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，不得出于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轉載或轉發的，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，并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布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，本報告所載的觀點并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、意見及推測僅基于現狀，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