

策略週報

耐心等待內需企穩

疫情和烏克蘭危機強化了低估值行業的防禦邏輯，延長了國內穩增長預期的套利視窗，當前仍具備一定的交易空間。配置上從前期的防禦向均衡方向過渡。

- **內滯外脹，疫情擾動加劇了國內衰退風險，烏克蘭危機強化海外通脹和後續流動性收緊預期。**雖然本輪 A 股政策底已經出現，但市場預期與政策的博弈仍在進行，市場底仍需等待。2012 年是一個近似的參照，符合週期定位的特徵，但在市場資金和主導產業層面仍有不小的差異；外資與流動性，外資對 A 股的影響較前期顯著增強，美債利率和人民幣匯率是決定外資波動的兩個宏觀變數，在海外流動性緊縮，美元回流的背景下，中美利差收窄，人民幣匯率貶值預期導致外資進入了一個波動區間，偏存量的資金面是 A 股今年很難有趨勢行情的原因；高景氣與低估值，當中週期（資本開支週期）高景氣行業出現短週期回落，同時遇到了其他短週期景氣上升的行業，會出現階段性回檔，在基本面增長可持續的判斷下，高景氣行業產業角度配置價值凸顯。
- **海外緊縮及疫情衝擊增加不確定性，市場拐點仍需等待。**本周市場在內外雙重擔憂下依舊震盪走弱。09 年以來外緊內松階段 A 股市場都出現較明顯的殺估值行情，風格方面市場大多秉承避險致上思維，安全邊際高的低估值/穩定板塊會成為市場資金階段性避險方向。政策底出現後，以社融為代表的信用週期的企穩回升是市場底部回溫的重要條件。本輪政策底部出現在 2021 年 12 月中央經濟工作會議定調的轉換，今年一季度以來穩增長訴求不斷強化，市場對於信用企穩預期有所升溫。而需要關注到，近期國內疫情的升溫或使得短期內需的修復增加不確定性。市場仍處於對短期內需的擔憂和對政策預期的博弈之中，增量資金和情緒依舊偏弱，地產基建為代表的穩增長鏈條雖有一定的超額收益但難以形成合力，市場拐點仍需等待。
- **耐心等待穩增長後的成長行情。**低估值相對收益迅速大幅提升，向一倍標準差上沿邁進，距上沿還有 5% 相對收益空間。12 年信貸資料高增驗證完成及經濟增長實際資料拐點發生前，市場重新交易強寬鬆背景下此前超跌的成長相關行業。本輪市場擔憂美債利率對後續成長反彈的壓制，複盤 15 年外緊內松格局下，低估值穩增長反彈視窗期結束後，成長行業依然取得較強收益。本輪輪動方向上科技成長仍是 U 型底右側的核心方向，經濟預期的企穩時點和後續貨幣政策寬鬆加碼落地是反轉拐點的信號。
- **主題策略：短期關注傳統基建，長期關注數字基建。**短期來看，傳統基建直接受益穩增長。1-2 月基建投資取得良好開局，地方重大項目開工提前明顯，招標金額有明顯提速，建議短期重點關注；長期來看數字基建更符合中國經濟邁向高品質發展的要求，行業更具備成長性，與老基建相比更有補短板的空間。綜合來看重視發展新基建的長期戰略與短期依靠傳統基建實現穩增長的手段並不衝突。
- **風險提示：逆週期政策不及預期，疫情發展超预期惡化**

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，將貫穿中週期始終，並與新一輪康波週期復蘇疊加。
- 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於大盤指數，建議回檔重點關注。
- 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，抓牢科技佈局期》：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。
- 20220320《政策底與多頭思維》：“金融委”會議為股市定調，“一行兩會”紛紛表態後續跟進，政策底信號明確；市場底滯後政策底，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。

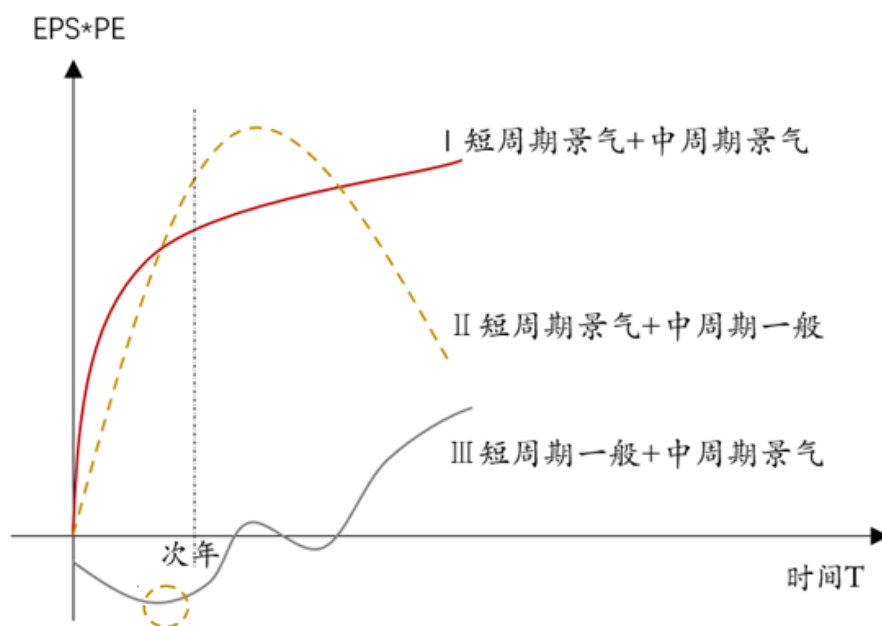
市場熱點思考

內滯外脹。疫情擾動加劇了國內衰退的風險。烏克蘭危機持續發酵，大宗商品高位盤桓，強化海外通脹和後續流動性收緊預期。雖然本輪 A 股政策底已經出現，但市場預期與政策的博弈仍在進行，市場底仍需等待。2012 年是一個近似的參照，符合週期定位的特徵，但在市場資金和主導產業層面仍有不小的差異。

外資與流動性。外資存量占 A 股自由流通市值比重超過 2%，成交額占比超過 10%，外資對 A 股的影響較前期顯著增強。從宏觀因素看，美債利率和人民幣匯率是決定外資波動的兩個變數；在海外流動性緊縮，美元回流的背景下，中美利差的收窄，人民幣匯率的貶值預期導致外資進入了一個波動區間。偏存量的資金面是 A 股今年很難有趨勢行情的原因。

高景氣與低估值。當中週期（資本開支週期）高景氣行業出現短週期回落，同時遇到了其他短週期景氣上升的行業，強勢的高景氣行業會出現階段性回檔。這就是硬科技賽道（新能源，半導體等）和逆週期地產、基建等低估值行業演繹的邏輯。在基本面增長可持續的判斷下，高景氣行業遭受了估值擠壓，ROE 與估值裂口加大，產業角度配置價值凸顯。疫情和烏克蘭危機強化了低估值行業的防禦邏輯，延長了國內穩增長預期的套利視窗，當前仍具備一定的交易空間。因此配置上，從前期的防禦向均衡方向過渡。

圖表 1. 短週期與中週期銜接



資料來源：中銀證券

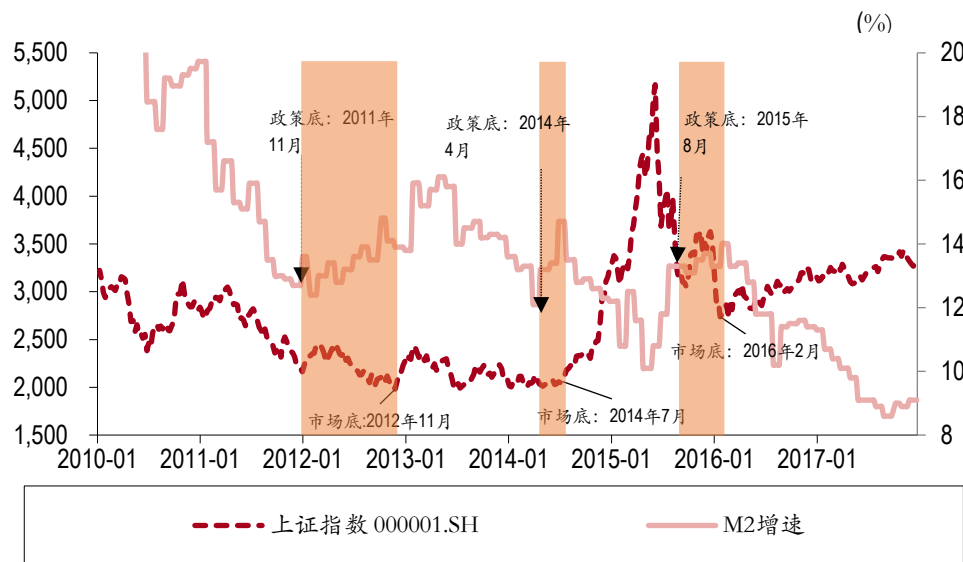
大勢與風格

近期市場在海外緊縮及國內需求的雙重擔憂下依舊震盪走弱。一方面，聯儲持續鷹派表態，市場對於 5 月加息縮表的緊縮預期不斷計價，科技股面臨一定調整壓力；另一方面，國內疫情反復帶來內需擔憂，使得市場對於穩增長政策的預期博弈不斷升溫。

海外緊縮階段，A 股估值衝擊顯著，防禦邏輯主導。09 年以來，海外加息國內寬鬆階段主要出現在 16 年初及 18 年下半年。而這兩個階段內 A 股市場都出現比較明顯的殺估值行情。2018 年 H2 是典型的內松外緊的組合，雖然我們看到影響 18 年 A 股的主要因素是中美貿易反復下盈利預期的大幅走弱，但從流動性的角度我們也可以看到國內流動性的寬鬆並未有效扭轉市場估值的下行，下半年人民幣匯率持續走弱，北上資金流入的速度也出現了明顯放緩。市場風格方面，海外緊縮初期一般會帶來美股的階段性調整，這也會對全球風險資產特別是 A 股的風險偏好形成衝擊，在這樣的環境下，市場大多秉承避險之上的思維，安全邊際高的低估值/穩定板塊，會成為市場資金階段性避險方向。

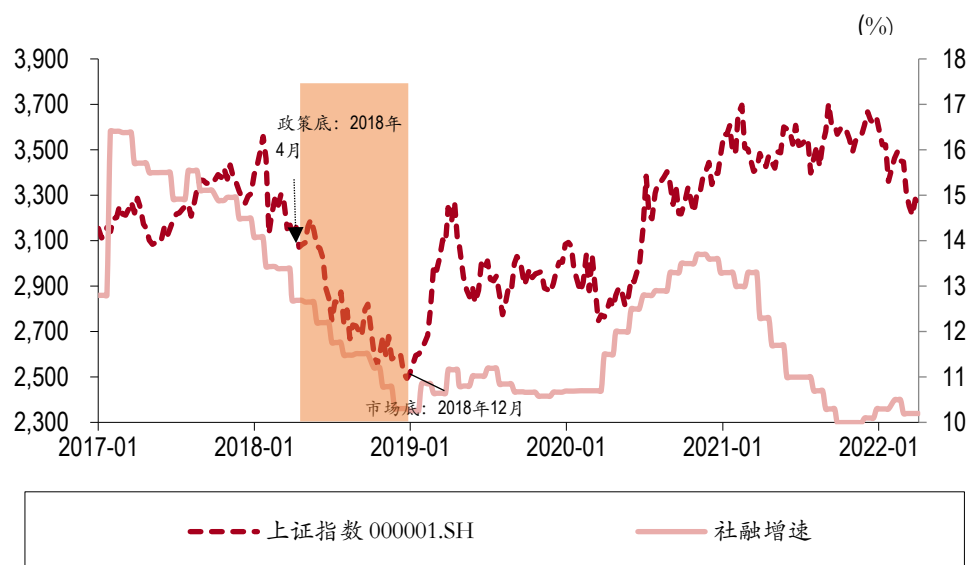
疫情衝擊增加不確定性，市場拐點仍需等待。近期穩增長表態頻出，市場關於政策底與市場底的討論不斷升溫。結合我們此前週報結論，市場底滯後於政策底出現，條件也比政策底更加苛刻。政策底出現後，以社融為代表的信用週期的企穩回升，是市場底部回溫的重要條件。我們梳理了 2010 年以後的資料，發現政策底出現後，信用的企穩回升大概會有 0-8 個月的時滯，而市場底部會滯後於信用企穩的拐點 0-6 個月。市場底與政策底時滯最久為 12 個月，出現在 2012 年末；最短為 3 個月，出現在 2014 年中。本輪政策底部出現在 2021 年 12 月中央經濟工作會議定調的轉換，今年一季度以來穩增長訴求不斷強化，市場對於信用企穩預期有所升溫。而需要關注到，近期國內疫情的升溫或使得短期內需的修復增加不確定性。本次疫情涉及的國內城市範圍廣、能級高，各地防疫政策趨緊對於短期生產和消費都將形成一定衝擊，本輪國內信用企穩時點是否會延後也增加了不確定性。市場仍處於對短期內需的擔憂和對政策預期的博弈之中，增量資金和情緒依舊偏弱，地產基建為代表的穩增長鏈條雖有一定的超額收益但難以形成合力，市場拐點仍需等待。

圖表 2. 市場底與政策底



資料來源：萬得、中銀證券

圖表 3. 市場底與政策底



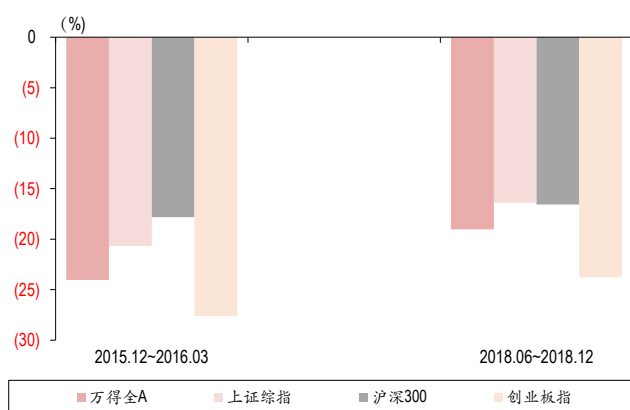
資料來源：萬得，中銀證券

圖表 4. 海外加息國內寬鬆階段 A 股表現

時間區間	美國政策	國內政策	市場表現
2015.12-2016.3	美國加息	下調存准率	海外緊縮+國內流動性衝擊，避險情緒下低估值價值階段性占優
2018.6-2018.12	美國加息	下調存准率	外需仍強但內部寬鬆滯後，中美貿易衝擊市場盈利預期，大盤價值持續走強

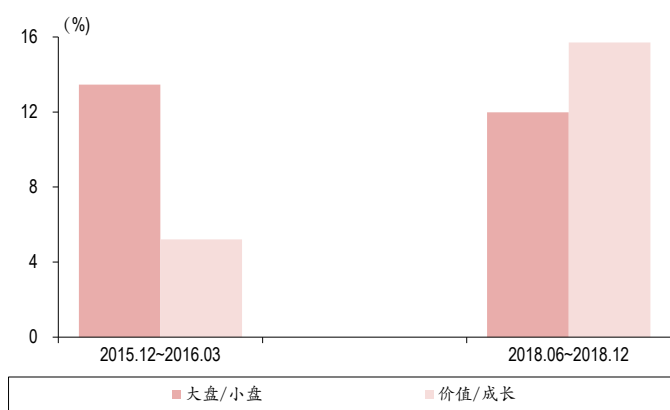
資料來源：萬得，中銀證券

圖表 5. 海外加息國內寬鬆階段主要指數表現



資料來源：萬得，中銀證券

圖表 6. 海外加息國內寬鬆階段市場風格表現



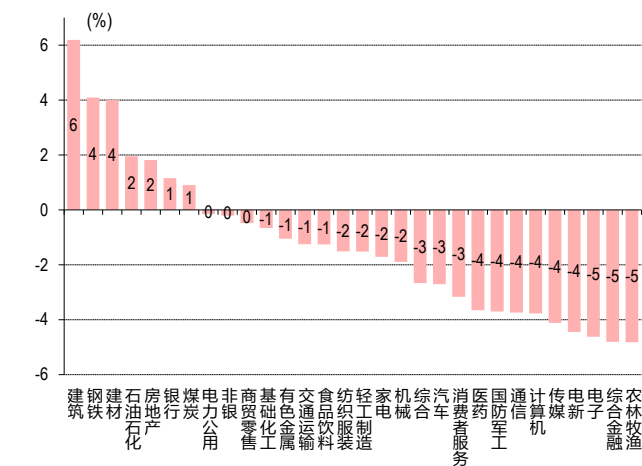
資料來源：萬得，中銀證券

中觀與行業景氣

本周建築、鋼鐵、建材，石化等基建、地產鏈相關行業領漲，農林牧漁、電子，電新領跌。近兩周低估值穩增長行業相對全 A 大幅上漲 11%，高估值成長行業相對全 A 回落 5%，兩者相對走勢裂口拉大。

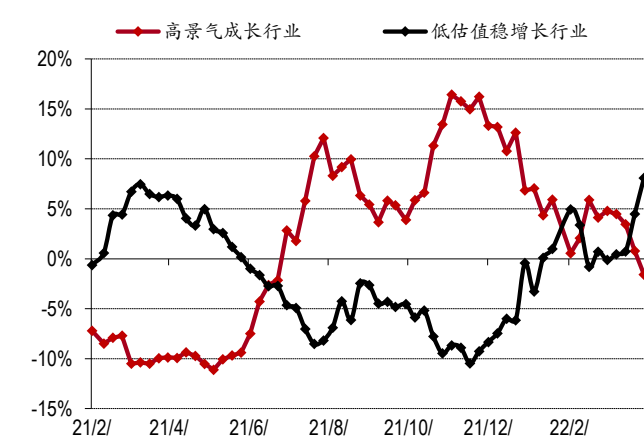
成交額占比方面，本周/近兩周金融地產基建鏈小幅提升，週期類除鋼鐵行業外保持平穩，消費行業中醫藥成交額占比大幅回落，科技成長行業保持平穩。

圖表 7. 一級行業周漲跌幅



資料來源：萬得，中銀證券

圖表 8. 21 年初迄今大類行業相對全 A 走勢



資料來源：萬得，中銀證券；注：以電子/電新/軍工三個行業等權擬合高景氣指數，以建築/交通/家電/地產/銀行等 6 個行業等權擬合穩增長指數

圖表 9. 大類行業及一級行業成交額占比變動

成交額占比	周變動	4月變動	12月迄今變動	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	4/1	4/8		
上游資源	1%	1%	-2%	20%	19%	22%	22%	25%	26%	26%	30%	27%	23%	24%	24%	22%	19%	19%	18%	19%	19%	18%	17%	16%	16%	15%	17%	14%	16%	18%	19%	20%	22%	20%	17%	16%	16%	17%	17%	17%	17%	17%
公用穩定	2%	2%	4%	5%	6%	7%	7%	8%	10%	9%	12%	11%	11%	10%	9%	8%	7%	7%	6%	8%	8%	9%	10%	9%	9%	8%	8%	8%	10%	10%	10%	10%	10%	9%	9%	9%	9%	9%	9%	9%	9%	12%
金融地產	2%	5%	8%	5%	5%	8%	6%	8%	8%	6%	6%	6%	6%	7%	6%	6%	6%	5%	6%	4%	4%	4%	6%	6%	6%	6%	7%	7%	7%	7%	8%	7%	5%	5%	6%	8%	8%	11%	13%	13%		
下游消費	-4%	-3%	7%	19%	19%	17%	17%	15%	14%	14%	14%	16%	19%	22%	21%	18%	17%	16%	17%	16%	17%	18%	17%	19%	23%	24%	26%	24%	22%	21%	20%	19%	21%	21%	23%	26%	27%	26%	24%	24%		
科技成長	0%	0%	1%	9%	9%	8%	8%	7%	7%	8%	7%	7%	7%	8%	8%	8%	9%	11%	12%	11%	10%	10%	13%	13%	12%	14%	12%	18%	16%	14%	15%	15%	15%	12%	11%	12%	11%	11%	11%	11%		
中游成長	0%	-3%	-18%	39%	40%	40%	35%	37%	34%	31%	30%	30%	30%	30%	32%	33%	37%	39%	39%	40%	40%	39%	35%	33%	31%	31%	26%	27%	25%	26%	25%	27%	27%	27%	25%	24%	21%	21%	21%	21%		
煤炭	0%	0%	0%	1%	1%	2%	2%	2%	2%	2%	3%	3%	2%	2%	2%	3%	2%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	2%	2%	2%	1%	1%	1%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%		
基礎化工	0%	0%	-1%	8%	8%	9%	9%	10%	10%	10%	13%	12%	10%	9%	9%	11%	11%	9%	9%	8%	8%	7%	7%	7%	7%	7%	7%	7%	7%	7%	8%	9%	9%	8%	8%	8%	8%	8%	8%			
鋼鐵	1%	1%	1%	2%	2%	2%	2%	3%	3%	3%	3%	3%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	1%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	1%	1%	1%	2%			
有色金屬	0%	-1%	-2%	8%	8%	8%	8%	9%	9%	9%	10%	7%	7%	6%	7%	8%	7%	6%	6%	7%	6%	6%	6%	5%	5%	5%	4%	5%	6%	7%	7%	7%	7%	7%	5%	5%	4%	4%	4%			
石油石化	0%	0%	0%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	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%	1%			
電力公用事業	0%	0%	-1%	1%	1%	2%	2%	2%	3%	3%	3%	6%	6%	6%	4%	4%	4%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	4%	4%	4%	3%	2%	2%	2%	2%	3%	3%	3%	3%	3%	2%	2%	2%	2%		
建築	1%	1%	3%	1%	1%	1%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	2%	2%	2%	2%	3%	4%	4%	4%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	5%	5%		
建材	1%	1%	1%	1%	2%	1%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	1%	2%	2%	2%	1%	2%	1%	1%	2%	2%	2%	2%	2%	1%	1%	1%	1%	2%	2%	1%	1%	1%	1%	1%	2%	2%	2%		
交通運輸	0%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	1%	1%	1%	1%	2%	2%	1%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	1%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%		
銀行	1%	1%	2%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	2%	2%	2%	2%	1%	2%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%			
非銀行金融	0%	0%	0%	3%	2%	3%	5%	4%	5%	5%	4%	3%	3%	4%	3%	3%	3%	2%	3%	2%	2%	2%	4%	3%	3%	2%	3%	2%	3%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	3%		
房地產	1%	3%	6%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	2%	2%	1%	2%	2%	1%	2%	1%	1%	1%	2%	1%	3%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	4%	6%	7%			
家電	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%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%			
商業零售	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%	1%	1%			
消費者服務	0%	0%	1%	1%	1%	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%			
輕工製造	0%	0%	0%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%		
食品飲料	-1%	0%	-1%	5%	4%	4%	4%	3%	3%	3%	3%	4%	6%	6%	6%	5%	4%	5%	3%	4%	4%	4%	6%	5%	4%	5%	4%	4%	4%	4%	4%	4%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%		
醫葯	-3%	-4%	5%	8%	9%	7%	7%	7%	5%	5%	6%	6%	6%	8%	8%	6%	6%	6%	7%	6%	6%	7%	6%	8%	11%	12%	14%	13%	10%	9%	9%	9%	10%	11%	15%	16%	16%	13%	13%			
農林牧漁	-1%	0%	1%	1%	2%	2%	1%	1%	1%	1%	1%	2%	2%	3%	3%	3%	2%	3%	2%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%			
紡織服裝	0%	0%	0%	1%	0%	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%			
計算機	0%	-1%	0%	5%	6%	5%	5%	4%	4%	5%	4%	4%	5%	5%	4%	5%	4%	4%	5%	5%	5%	6%	5%	6%	6%	6%	6%	6%	6%	6%	6%	6%	6%	6%	6%	6%	5%	5%	5%			
傳媒	1%	1%	2%	1%	1%	1%	1%	1%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	3%	4%	4%	4%	3%	2%	3%	5%	5%	4%	6%	4%	4%	4%	3%	2%	2%	3%	3%	3%	4%			
通信	0%	-1%	0%	2%	3%	2%	2%	1%	2%	2%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	3%	3%	3%	2%	3%	3%	2%	2%			
電子	0%	0%	-5%	15%	13%	11%	10%	10%	8%	8%	7%	7%	7%	8%	8%	8%	10%	11%	12%	11%	13%	11%	11%	9%	9%	8%	7%	7%	7%	7%	7%	7%	7%	7%	6%	6%	6%	6%	6%			
國防軍工	0%	0%	-2%	4%	4%	4%	4%	3%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	3%	3%	4%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%			
電新	-1%	-2%	-6%	11%	12%	13%	12%	12%	12%	11%	12%	13%	13%	12%	12%	12%	15%	15%	12%	14%	13%	13%	11%	11%	11%	9%	8%	7%	7%	7%	7%	7%	7%	7%	7%	7%	7%	7%	7%			
汽車	0%	0%	-2%	4%	3%	4%	4%	4%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	4%	4%	4%	4%	4%	5%	5%	5%	4%	4%	4%	4%	4%	4%	4%	4%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%			
機械	0%	-1%	-2%	5%	7%	7%	6%	8%	7%	6%	6%	6%	5%	5%	5%	6%	6%	6%	7%	7%	7%	6%	6%	6%	6%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%			

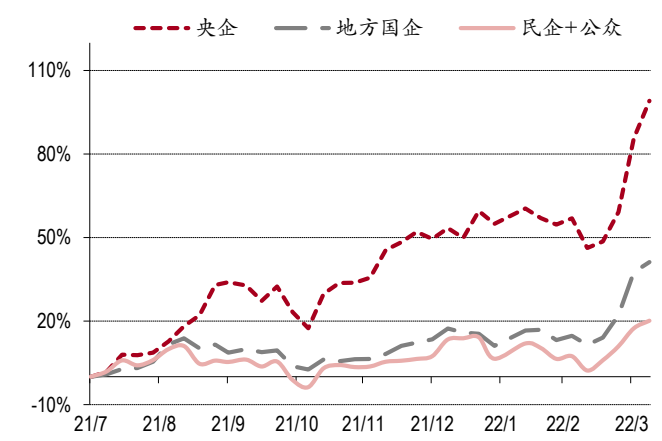
資料來源：萬得，中銀證券

一季度核心區域受疫情影響較大，經濟增長資料預期略有承壓，市場普遍認為穩增長需要更進一步發力。

地產方面，國企地產企業三月銷售額降幅有所收窄，民企地產企業 3 月降幅繼續擴大，地產板塊內部供給側改革已然發生，疊加政策層面，近期已有近 70 個城市出臺相關穩定樓市政策，“一城一策”成為本輪地產外部預期信號轉暖的主軸。市場此前的擔憂點仍在於地產的放鬆政策能否扭轉行業自身經營端的螺旋下墜，從此前民企/央（國）企地產公司的分化走勢來看，市場通過結構性做多與做空規避此點不確定性。目前地產行業中的結構性分化已經演繹到較為充分位置，後續來看，如果“一城一策”帶動行業實際經營改善預期不斷強化，出於買預期賣事實的邏輯，行情有可能向地產鏈其他行業進行擴散。

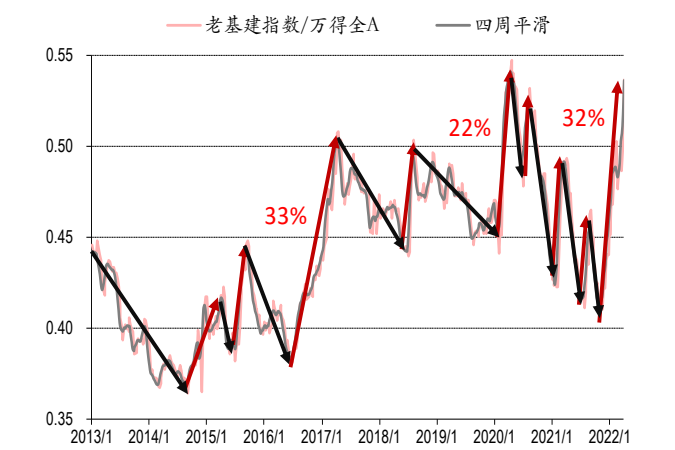
基建方面，本周錄得較大漲幅，我們認為其強勢表現更是反映市場對基本面的擔憂加劇，投資邏輯從跨週期調節重回逆週期調節的投資思路。另一方面，疫情影響下，消費與進出口面臨一定壓力，從穩增長的兩大抓手地產基建來看，鑒於市場對地產拉動仍然存在擔憂，因此結構性押注方面進一步向基建鏈傾斜。

圖表 10. 地產企業按企業屬性平均漲幅



資料來源：萬得，中銀證券

圖表 11. 老基建指數大幅向上

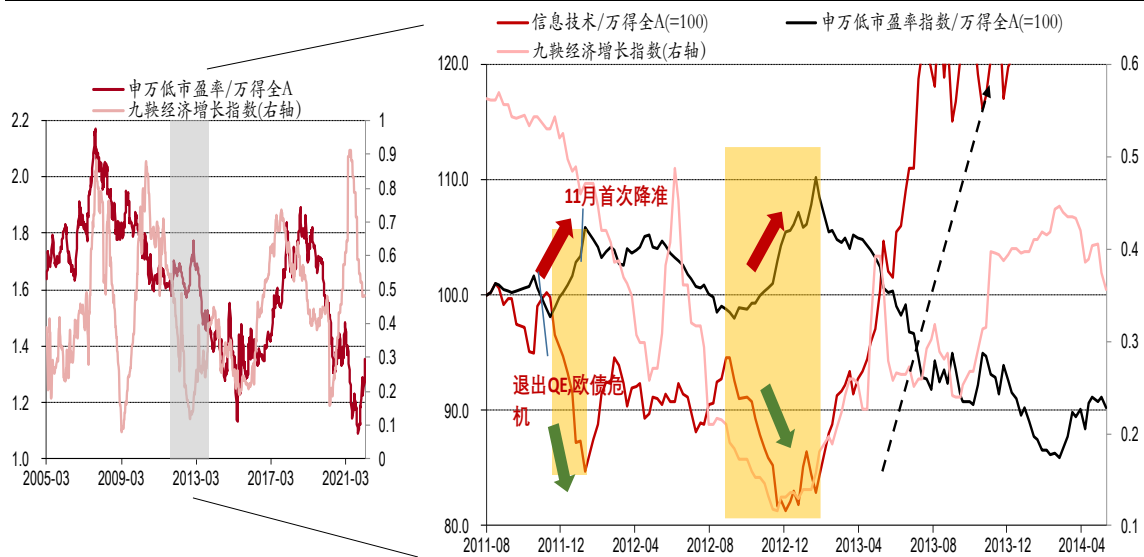


資料來源：萬得，中銀證券

對於地產鏈基建鏈空間展望而言，此前我們認為低估值行業相對收益大概率將邁過均值，存在交易型機會，本周在經濟基本面受疫情影響進一步承壓的催化下，低估值相對走勢迅速大幅提升，向一倍標準差上沿邁進，距離上沿還有 5% 的相對收益空間。

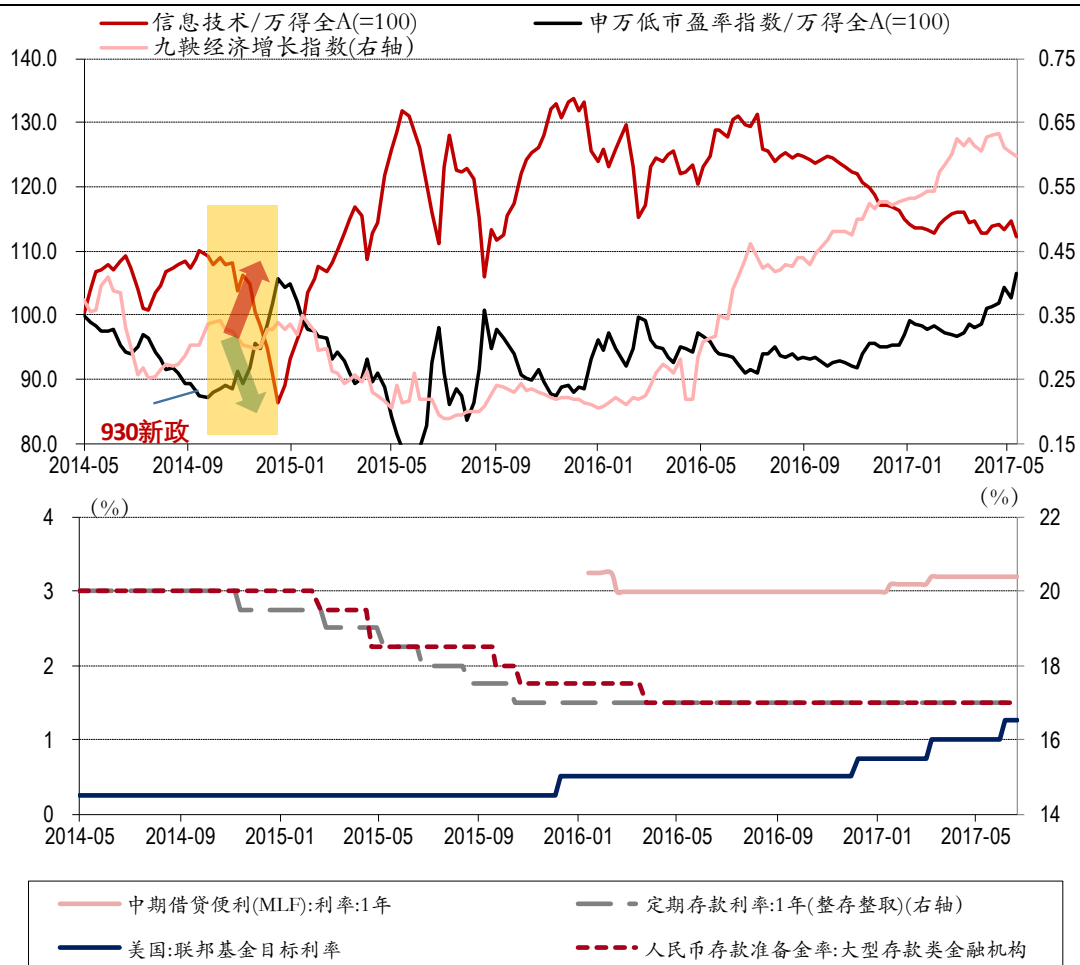
時間角度展望來看，複盤我們認為歷史情境較為相似的 12 年穩增長行情，12 年下半年地產下行週期結束，信貸資料在四季度開始大幅上行，經濟於 12 年底出現復蘇跡象，低估值穩增長行業第二波行情啟動視窗發生在 2012 年 9 月-12 月，耗時在一個季度左右。在信貸資料高增驗證完成及經濟增長指數實際資料拐點發生前，低估值指數轉頭向下，市場重新交易強寬鬆背景下此前超跌的成長相關行業。本輪類似的路徑推演下市場更擔憂當前的美債利率持續上行對成長反彈的壓制，但複盤 15 年的穩增長類似路徑，當期美聯儲也處於加息週期，美元不斷走強，跨境資金轉為流出中國市場，人民幣匯率持續貶值，但 14 年 11 月之後的 6 次降息 5 次降准，外緊內松格局下，低估值穩增長反彈視窗期結束後，成長行業依然取得較強收益。因此就本輪行情而言，輪動方向上科技成長仍是 U 型底右側的核心方向，經濟預期的企穩時點和後續貨幣政策寬鬆加碼落地是反轉拐點的信號。

圖表 12. 12 年穩增長行情複盤



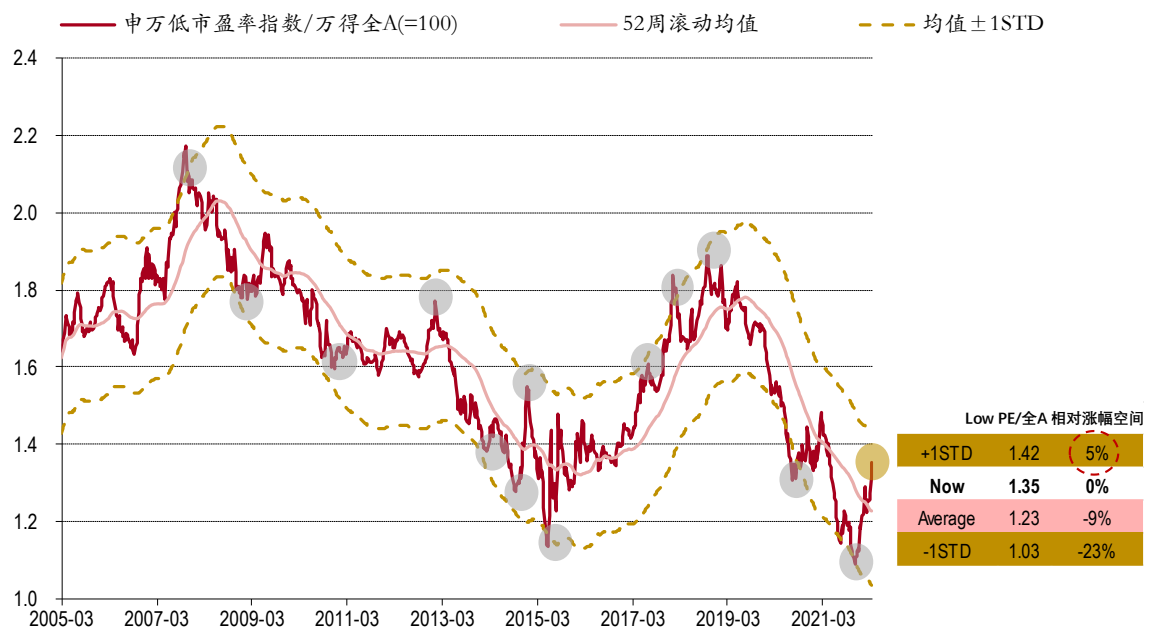
資料來源：萬得，中銀證券

圖表 13. 15 年內松外緊背景下的成長反彈



資料來源：萬得，中銀證券

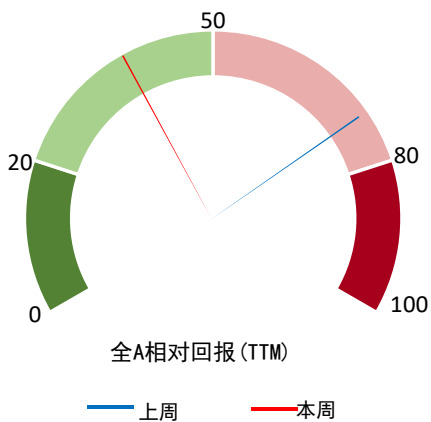
圖表 14. 低估值指數/萬得全 A 相對一倍標準差上沿還有 5% 空間



資料來源：萬得，中銀證券

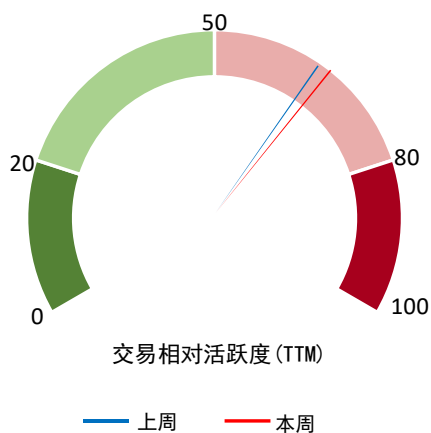
一周市場總覽、組合表現及熱點追蹤

圖表 15. 本周全 A 相對回報有所回落



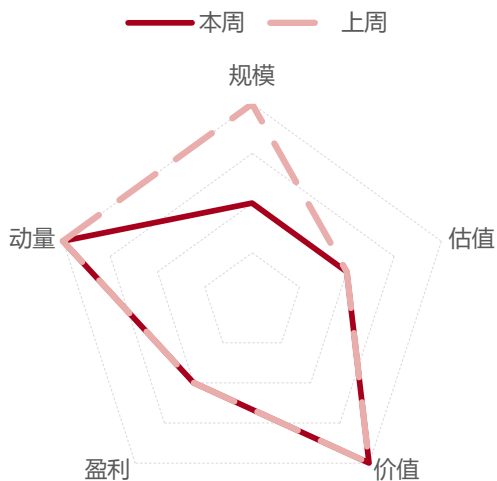
資料來源：萬得，中銀證券

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. 環比上周小盤風格因數占優，其餘風格因數不變



資料來源：萬得，中銀證券

圖表 18. 一周行業資金流向情況，銀行、基建地產鏈領銜

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
銀行	1.97	1	汽車	(2.14)	(5)
家用電器	1.50	(1)	環保	(2.21)	(5)
建築裝飾	0.99	1	紡織服飾	(2.70)	(3)
建築材料	0.85	3	輕工製造	(2.76)	(5)
食品飲料	0.21	(1)	傳媒	(2.90)	(3)
鋼鐵	0.19	1	農林牧漁	(3.62)	(2)
非銀金融	(0.54)	1	國防軍工	(3.82)	(5)
房地產	(0.69)	1	電腦	(3.90)	(4)
商貿零售	(0.90)	(3)	有色金屬	(3.93)	(5)
社會服務	(0.91)	(3)	通信	(4.22)	(5)
機械設備	(1.22)	1	綜合	(4.34)	(3)
煤炭	(1.49)	(4)	公用事業	(4.36)	(5)
交通運輸	(1.58)	(3)	醫藥生物	(4.54)	(5)
美容護理	(1.63)	(2)	電子	(4.57)	(5)
石油石化	(1.66)	1	電力設備	(4.76)	(5)
基礎化工	(2.13)	1			

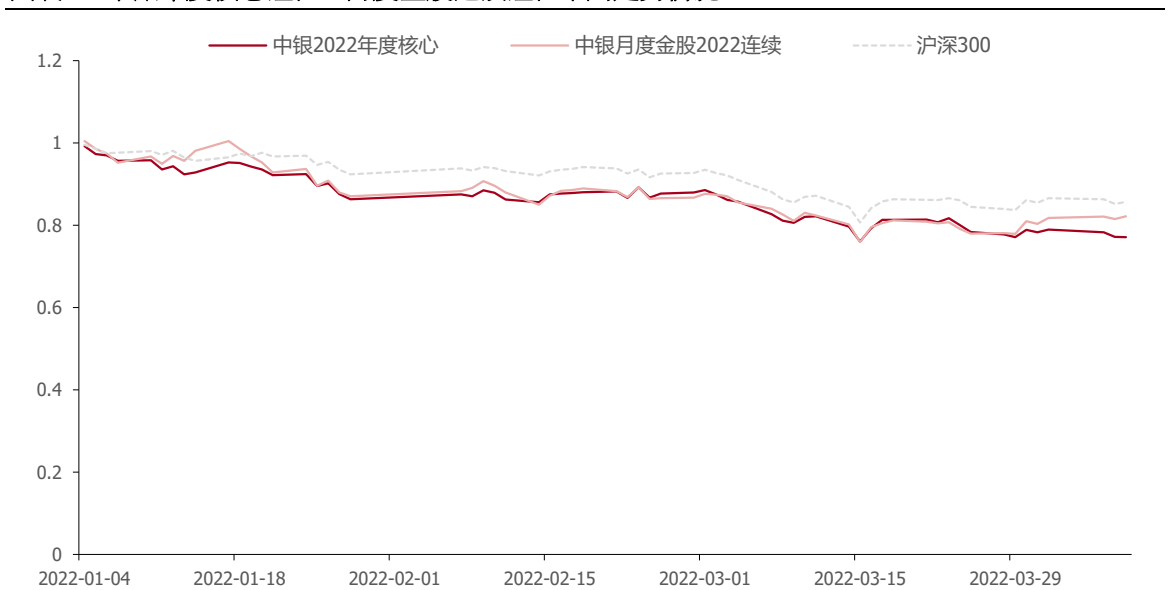
資料來源：萬得，中銀證券

圖表 19. 一周主題紅黑榜，基建相關大幅領先，新能源、CRO、養殖表現較差

最熱主題	周漲跌幅(%)	最涼主題	周漲跌幅(%)
西部大基建	11.51	CRO	(7.87)
西部水泥	9.89	光伏逆變器	(6.84)
磷化工	9.10	汽車配件	(6.64)
新疆振興	8.10	鋰電正極	(6.51)
大基建央企	7.51	第三代半導體	(6.37)
挖掘機	5.64	飼料	(5.81)
老基建	5.61	豬產業	(5.79)
水泥製造	5.42	鋰電負極	(5.76)
黃金珠寶	3.23	動力電池	(5.40)
鐵礦石	2.73	網紅經濟	(5.39)

資料來源：萬得，中銀證券

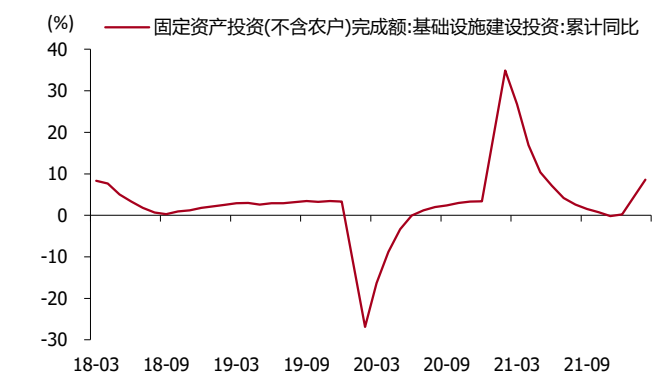
圖表 20. 中銀年度核心組合、月度金股連續組合本周走勢情況



資料來源：萬得，中銀證券

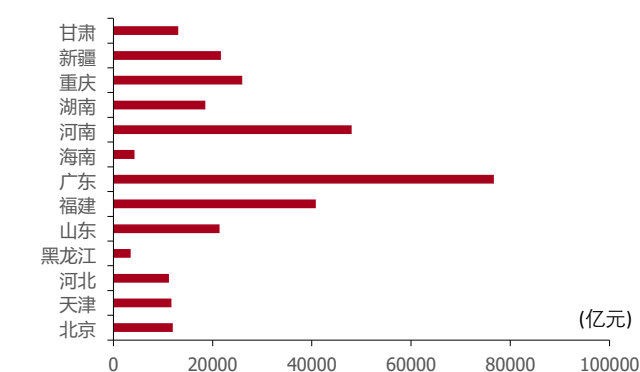
“穩增長”抓手，疫情衝擊下基建需求有望進一步加碼。今年兩會定調全年 GDP 增長目標 5.5%，穩增長任務較重，基建作為穩增長的重要抓手方向明確。根據國家統計局資料，1-2 月基礎設施投資同比增長 8.1%，投資新開工項目個數同比增長 1.1 倍，新開工專案計畫總投資增長 62.8%，國家預算資金增長 33.9%，自籌資金增長 13.2%，基建實現良好開局。匯總各省已經出臺的重大專案規劃，22 年計畫總投資額超過 36 萬億，超過 2021 年總額，結合專項債發行提速，我們認為在本輪 3 月以來的疫情緩解後，重大專案有望加快落地節奏，基建需求有望進一步加碼。

圖表 21. 基建投資增速出現明顯拐點



資料來源：萬得，中銀證券

圖表 22. 已公佈的省份 2022 年計畫基建投資情況



資料來源：各省市發改委網站，中銀證券

地方重大項目開工提前，招標金額有明顯提速。往年重大專案集中開工在 2 月至 4 月，2022 年為助力穩增長實現經濟開門紅，各省提前進行重大專案集中開工，元旦後四川、河南、重慶、湖南、湖北等省便開始推進重大專案集中開工，可見重大專案投資節奏顯著前置。2022 年可比口徑重大專案投資增速達 7.8%，增速較高。截至 4 月上旬，已有 19 個省公佈了其重大專案規劃，匯總各省地方重大專案規劃，按照 19 個省的可比口徑計算，2022 年重大專案投資同比增長 7.8%，增速較高。同時我們統計各省招投標網站數察，今年以來各省招標金額有明顯提速，與大型建築央企上市公司的月度披露訂單額相互印證，顯示專案批復招標在加速。以中國中鐵為例，公司最新披露的一季度經營簡報顯示，Q1 基建新簽合同 5435 億元，同比大增 94.1%。

短期來看，傳統基建直接受益穩增長加快加碼，疫情緩解後進入旺季基建投資將加速跳升。目前傳統基建行業平均估值已調整到合理區間，在穩增長驅動下基建龍頭公司訂單、業績有望加速提升，市場擴容龍頭競爭優勢強業績將超預期，建議短期重點關注；長期來看數字基建更符合中國經濟邁向高品質發展的要求，行業更具備成長性，與老基建相比更有補短板的空間。綜合來看重視發展新基建的長期戰略與短期依靠傳統基建實現穩增長的手段並不衝突，結合專項債發行提速，疫情緩解後基建重大項目有望加快落地節奏，基建需求有望進一步加碼，相關上市公司訂單齊獲提振。

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協力廠商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，具備專業資訊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得以任何方式或管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管道獲得本報告的，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。

本報告內含保密資訊，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，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資訊、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資訊或意見的準確性、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位址或超級連結。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。提供這些位址或超級連結（包括連接到中銀國際集團網站的位址及超級連結）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資訊也存在困難。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