

# 策略周報

## 人民幣匯率波動對 A 股影響

人民幣貶值的初期恐慌應該會較快緩解，不會出現跨市場風險。更重要的是，隨著政策已轉向穩增長，有序復工復產和對資本市場健康穩定的訴求，一系列影響 A 股的風險和不確定事件有望在近期內得到確認和緩解，A 股也有望迎來年內最佳的配置時點。

- **匯率貶值對於當前 A 股進一步衝擊整體可控。** 本周市場再度出現大幅走弱，匯率波動對於 A 股的潛在衝擊成為近期市場關注焦點。結合我們在《周期中的美元波動與資產配置》中的研究，我們從 A 股盈利和匯率兩個維度，將 A 股市場劃分為四個階段。當前 A 股市場短期處於階段 III：開年以來 A 股市場在內需走弱與美元回流的擔憂下表現疲軟，低估值防禦策略成為首選，這也符合上文所述歷史經驗與我們年度策略的預判。2022 年以來匯率與 A 股短期走勢出現階段性背離，海外緊縮及國內需求的悲觀預期是導致當前 A 股出現較大跌幅的主要因素。當前市場擔憂未來匯率快速大幅貶值對於 A 股的潛在衝擊。我們基於上文盈利、匯率框架對 A 股收益影響幅度進行測算，在當前盈利預期不在進一步惡化的情形下，匯率貶值對於當前 A 股進一步衝擊整體可控。
- **基金份額保持平穩，資產淨值同步縮水。** 22Q1 股票型基金和混合型基金數量及占比較 21Q4 小幅提升，但資產淨值及占比明顯下滑，四類基金（普通股票型，偏股混合型，平衡混合型，靈活配置型）資產淨值本期合計 5.18 萬億，相較 21Q4 的 6.16 萬億縮水 15.8%。非權益類基金中，貨幣型基金、債券型基金資產淨值取得明顯上漲。在一季度指數大幅下跌的背景，主動性股票基金倉位都出現一定下降，但整體降幅并不明顯。行業配置上，減配軟科技，高景氣行業配置穩中有升，金融地產加倉明顯。銀行、農林牧漁、電新、醫藥、半導體，有色等行業 22Q1 持倉占比環比提升明顯，消費電子、食品飲料、計算機，汽車等行業持倉占比環比下降。基本面景氣預期仍然較強的細分行業仍能獲得逆市加倉。基金加倉行業與市場一致預期調升調降的方向亦具有一定同向性，一季度獲得增配的行業，區間盈利預期大體皆獲得上調。
- **第三支柱養老金啓航，個人養老金制度入市前景開闊。** 《國務院辦公廳關於推動個人養老金發展的意見》正式對外發布，證監會表示將加快資本市場深化改革各項措施落地，抓緊制定出臺個人養老金投資公募基金配套規則制度，優化中長期資金入市環境。可以預期，隨著個人養老金制度引入長期資金，在金融市場特別是資本市場改革不斷深入的背景下，養老金的長期投資屬性有望被激活。在中性情形下，假設居民拿出新增儲蓄的 10% 投入養老金，這種情況年度總的流入個人養老金賬戶的金額為 10300 億元，將為財富管理市場每年帶來萬億級新增長期資金。
- **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。

——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。

——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

2015年“811匯改”後，人民幣匯率走勢與A股的相關性明顯增強。匯率升值，A股走強；反之，則走弱。可能是與A股市場的微觀結構外資占比顯著提升有關。近期在“內滯外脹”的宏觀環境與中美利差收窄的作用下，人民幣匯率出現貶值波動，A股順勢也出現了調整。從二者的相關性看，當前A股處於超跌的狀態，只要匯率不出現快速、大幅的貶值波動，A股調整幅度可控。

A股盈利周期與匯率波動。從邏輯上看，人民幣匯率波動更多是從資金面對股市估值造成擾動。A股的趨勢還是要回到盈利周期基本上。我們對近20年A股盈利周期和人民幣匯率走勢做了統計得出，人民幣匯率貶值和盈利周期下行是A股表現最差的組合，上證指數的月均收益為-0.8%，大金融和穩定高股息行業占優。當前市場表現與歷史階段相似。考慮到下半年國內宏觀經濟企穩回升，盈利預期有所改善，即便人民幣匯率仍有貶值預期，從歷史看，A股的月均收益也有望轉正，屆時成長和消費表現相對強勢。

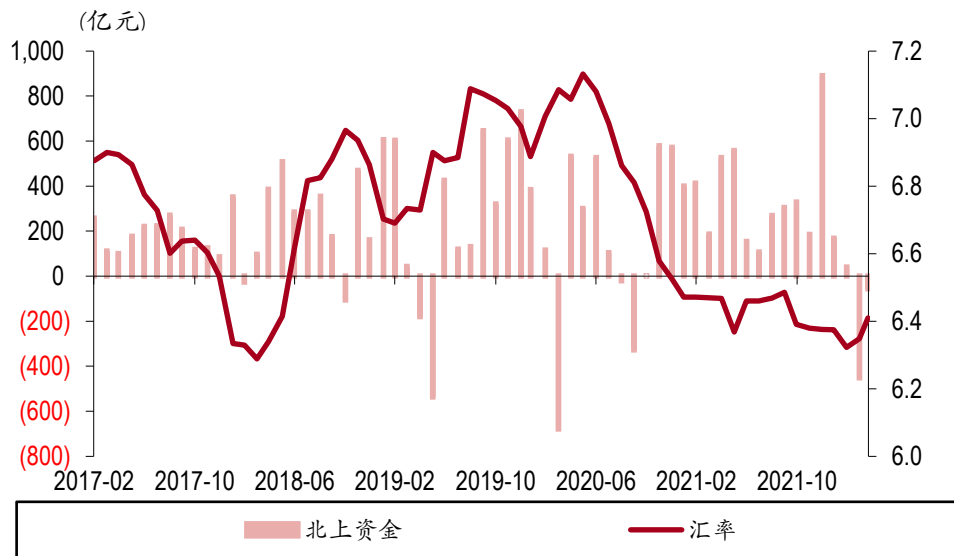
人民幣匯率貶值初期會造成外資波動，市場擔心資本外流而出現調整。但只要溫和可控，人民幣匯率貶值會釋放國內貨幣政策寬鬆空間並為出口提供助力。日元貶值並沒有拖累日經指數。東南亞一些新興國家股市也沒有因為美元回流出現趨勢下跌。人民幣貶值的初期恐慌應該會較快緩解，不會出現跨市場風險。更重要的是，隨著政策已轉向穩增長，有序復工複產和對資本市場健康穩定的訴求，一系列影響A股的風險和不確定事件有望在近期內得到確認和緩解，A股也有望迎來年內最佳的配置時點。

## 大勢與風格

本周市場再度出現大幅走弱，一季度經濟數據雖然符合市場此前預期，但國內疫情尤其是上海疫情的升溫使得市場對於國內需求擔憂加劇。與此同時，對於國內經濟增速的悲觀預期引發人民幣匯率出現快速貶值，匯率波動對於 A 股的潛在衝擊成爲近期市場關注焦點。

**匯率對 A 股影響機制。**我們認爲主要有兩方面：一方面，匯率波動帶來外資流動變化。一般來講，人民幣匯率貶值的背後是美強中弱的基本面組合，這樣的環境下全球配置資金回流美元資產，對於 A 股資金面形成一定衝擊。我們從北上資金與匯率的變化趨勢圖中也可以看到，人民幣匯率趨勢性貶值階段，一般會出現北上資金淨流入速度降低甚至階段性大幅淨流出現象。另一方面，匯率的大幅波動對於全球風險偏好也有著較強相關性。美債利率快速上行階段，美元走強，全球風險偏好大幅走弱，彈性較高資產品種多會出現較大回撤，具體體現爲：新興市場風險資產<發達國家風險資產，成長類資產<價值類資產。

圖表 1. 匯率與波動影響外資流入速度



資料來源：萬得, 中銀證券

**盈利——匯率二位體系下 A 股表現。**結合我們在《周期中的美元波動與資產配置》中的研究，我們從 A 股盈利和匯率兩個維度，將 A 股市場劃分爲四個階段，我們發現：盈利上行、人民幣升值（階段 II）是 A 股預期收益最高的階段，上證綜指的月度預期收益達到 3%；在盈利下行、人民幣升值（階段 IV），上證綜指的月度預期收益約 1.2%，相較于盈利下行、人民幣貶值階段（階段 III）預期收益擴大了 2%。風格方面：盈利上行、人民幣貶值的階段 I，消費和成長表現最佳；盈利上行、人民幣升值的階段 II，金融、消費及周期表現最佳，成長超額收益減弱，這個階段市場會出現普漲的行情；盈利下行、人民幣貶值階段 III，金融和穩定表現最佳，此時配置應該出于防禦邏輯；盈利下行、人民幣升值階段的 IV，大市值、低估值、績優股占優，金融一枝獨秀，周期和消費是次優選擇。

圖表 2. 不同盈利周期和美元指數組合下的 A 股表現

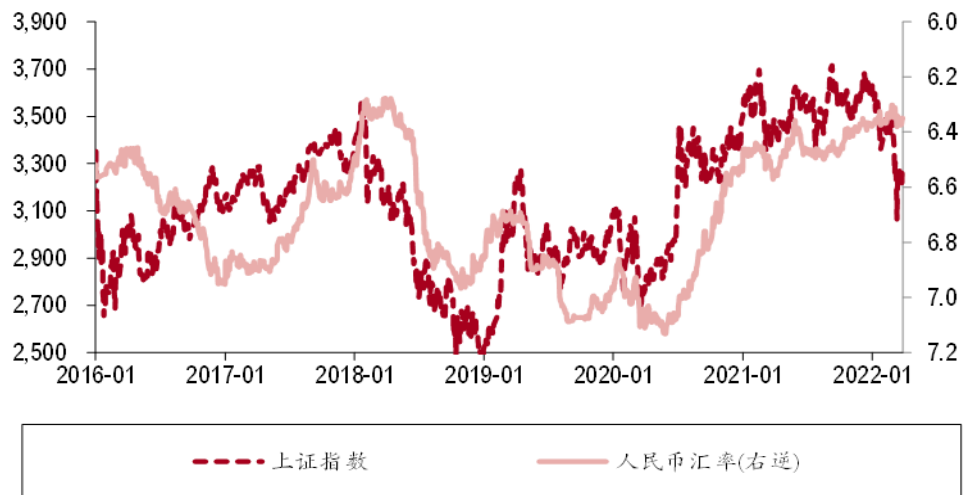
	盈利周期上行	盈利周期下行
人民幣貶值	<b>階段 I</b> 月度收益 <b>1.4%</b> 超配 <b>消費、成長</b>	<b>階段 III</b> 月度收益 <b>-0.8%</b> 超配 <b>金融、穩定</b>
人民幣升值	<b>階段 II</b> 月度收益 <b>3.0%</b> 超配 <b>金融、消費、周期</b>	<b>階段 IV</b> 月度收益 <b>1.2%</b> 超配 <b>金融</b>

資料來源：萬得, 中銀證券

**匯率貶值對於當前 A 股影響可控。**2021 年末美債利率開始上行，但人民幣匯率始終保持相對強勁，這一方面源于去年強勁的出口帶來的大量結匯需求，另一方面俄烏衝突等風險因素的衝擊使得人民幣資產短期避險屬性凸顯。往後看，美元短周期強勢，而國內經濟處于仍處于下行中後期，穩增長政策有待發力，人民幣匯率短周期內大概率開啓貶值步伐。基于上文所屬的二維周期定位，當前 A 股市場短期處于階段 III：開年以來 A 股市場在內需走弱與美元回流的擔憂下表現疲軟，低估值防禦策略成爲首選，這也符合上文所述歷史經驗與我們年度策略的預判。我們看到 2016 年以來匯率與 A 股相關性顯著提升，而 2022 年初以來匯率雖然相對堅挺，但上證綜指已經下行了 15.19%。當前匯率與 A 股短期走勢出現階段性背離，海外緊縮及國內需求的悲觀預期是導致當前 A 股出現較大跌幅的主要因素。

當前市場擔憂未來匯率快速大幅貶值對於 A 股的潛在衝擊。我們基于上文盈利、匯率框架對 A 股收益影響幅度進行測算，在當前盈利預期不在進一步惡化的情形下，若人民幣匯率最大貶值幅度至 6.6-6.8，對於 A 股盈利的衝擊幅度在 -1%到 -2%，整體衝擊相對可控。往後看，我們認爲匯率衝擊將會成爲當前市場最後一輪風險釋放，匯率貶值幅度相對可控的情形下對於市場實質性影響可控，隨著聯儲緊縮以及內需觸底悲觀預期的逐步計價，市場情緒有望逐步回溫。

圖表 3. 2016 年後匯率走勢上證指數高度相關



資料來源：萬得, 中銀證券

## 中觀與行業景氣



截止 4 月 23 日，所有基金 22 年一季報披露完成，整體來看，22Q1 基金總數量微幅增長，其中股票型基金和混合型基金數量及占比較 21Q4 小幅提升，但資產淨值及占比明顯下滑，混合型基金淨值及占比下滑幅度更大，主要由偏股型及靈活配置型資產淨值下跌所構成。四類基金（普通股票型，偏股混合型，平衡混合型，靈活配置型）資產淨值本期合計 5.18 萬億，相較 21Q4 的 6.16 萬億縮水 15.8%。非權益類基金中，貨幣型基金、債券型基金資產淨值取得明顯上漲。

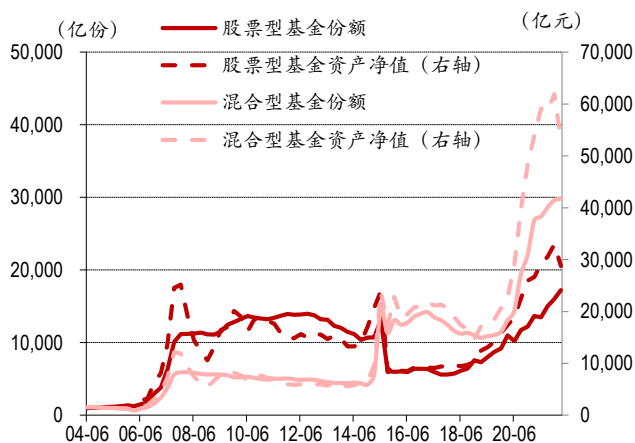
倉位視角來看，22Q1 普通股票型與偏股混合型基金倉位都出現小幅下降，分別從 21Q4 的 88.66%/86.5% 下降至 88.51%/84.95%，在一季度指數大幅下跌的背景下，主動性股票基金倉位都出現一定下降，但整體降幅并不明顯。

圖表 7. 22Q1V21Q4 基金數量/份額/資產淨值變動概覽

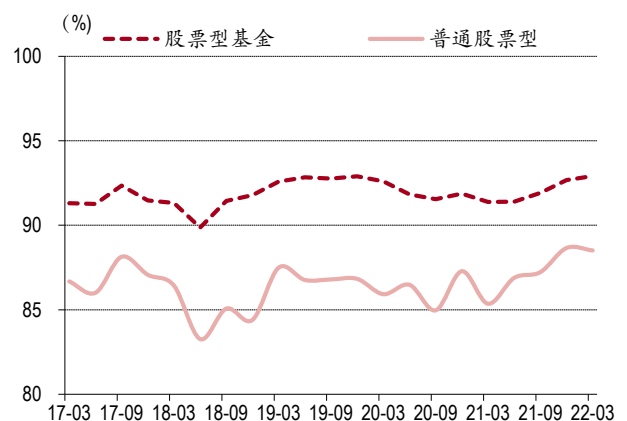
基金类型	22Q1 數量合計 (只)	21Q4 數量合計 (只)	22Q1 占比 (%)	21Q4 占比 (%)	占比變動 (PCT)	22Q1 份額合計 (億份)	21Q4 份額合計 (億份)	22Q1 占比 (%)	21Q4 占比 (%)	占比變動 (PCT)	22Q1 資產淨值合計 (億元)	21Q4 資產淨值合計 (億元)	22Q1 占比 (%)	21Q4 占比 (%)	占比變動 (PCT)
<b>股票型基金</b>	1825	1752	19.1	19.1	0.0	17237	16016	7.5	7.3	0.2	20555	23515	8.2	9.2	(1.0)
普通股票型基金	502	494	5.3	5.4	(0.1)	4298	4332	1.9	2.0	(0.1)	6962	8508	2.8	3.3	(0.6)
被動指數型基金	1152	1094	12.1	11.9	0.1	11882	10666	5.2	4.9	0.3	12098	13368	4.8	5.3	(0.4)
增強指數型基金	171	164	1.8	1.8	0.0	1057	1018	0.5	0.5	(0.0)	1495	1639	0.6	0.6	(0.0)
<b>混合型基金</b>	4092	3906	42.9	42.6	0.3	41743	41429	18.2	18.9	(0.7)	53097	61891	21.2	24.3	(3.1)
偏股混合型基金	1851	1710	19.4	18.6	0.8	24463	23723	10.7	10.8	(0.1)	29411	34956	11.7	13.7	(2.0)
平衡混合型基金	25	21	0.3	0.2	0.0	369	378	0.2	0.2	(0.0)	481	556	0.2	0.2	(0.0)
偏債混合型基金	694	647	7.3	7.1	0.2	7617	7910	3.3	3.6	(0.3)	8197	8794	3.3	3.5	(0.2)
靈活配置型基金	1522	1528	15.9	16.7	(0.7)	9293	9418	4.1	4.3	(0.2)	15008	17585	6.0	6.9	(0.9)
<b>債券型基金</b>	2751	2683	28.8	29.2	(0.4)	64655	62493	28.2	28.5	(0.3)	70552	68843	28.1	27.0	1.1
中長期純債型基金	1786	1753	18.7	19.1	(0.4)	45414	44560	19.8	20.3	(0.5)	47444	46650	18.9	18.3	0.6
短期純債型基金	259	236	2.7	2.6	0.1	5630	4728	2.5	2.2	0.3	6012	5030	2.4	2.0	0.4
混合債券型一級基金	89	89	0.9	1.0	(0.0)	1672	1579	0.7	0.7	0.0	2249	2144	0.9	0.8	0.1
混合債券型二級基金	445	429	4.7	4.7	(0.0)	8410	7704	3.7	3.5	0.2	10955	10694	4.4	4.2	0.2
被動指數型債券基金	171	175	1.8	1.9	(0.1)	3523	3919	1.5	1.8	(0.2)	3884	4320	1.5	1.7	(0.1)
增強指數型債券基金	1	1	0.0	0.0	(0.0)	6	3	0.0	0.0	0.0	8	5	0.0	0.0	0.0
<b>貨幣市場型基金</b>	335	333	3.5	3.6	(0.1)	100077	94493	43.7	43.1	0.6	100954	94497	40.3	37.1	3.1
<b>另類投資基金</b>	59	55	0.6	0.6	0.0	438	631	0.2	0.3	(0.1)	565	776	0.2	0.3	(0.1)
股票多空	25	25	0.3	0.3	(0.0)	215	350	0.1	0.2	(0.1)	270	453	0.1	0.2	(0.1)
商品型基金	34	30	0.4	0.3	0.0	223	281	0.1	0.1	(0.0)	295	323	0.1	0.1	(0.0)
<b>QDII 基金</b>	195	194	2.0	2.1	(0.1)	2820	2135	1.2	1.0	0.3	2472	2407	1.0	0.9	0.0
國際(QDII)股票型基金	107	107	1.1	1.2	(0.0)	2407	1707	1.1	0.8	0.3	1895	1702	0.8	0.7	0.1
國際(QDII)混合型基金	43	42	0.5	0.5	(0.0)	298	305	0.1	0.1	(0.0)	470	579	0.2	0.2	(0.0)
國際(QDII)債券型基金	26	26	0.3	0.3	(0.0)	61	79	0.0	0.0	(0.0)	63	86	0.0	0.0	(0.0)
國際(QDII)另類投資基金	19	19	0.2	0.2	(0.0)	53	44	0.0	0.0	0.0	45	41	0.0	0.0	0.0
<b>FOF 基金</b>	275	240	2.9	2.6	0.3	2050	1986	0.9	0.9	(0.0)	2145	2222	0.9	0.9	(0.0)
股票型 FOF 基金	5	5	0.1	0.1	(0.0)	12	12	0.0	0.0	(0.0)	11	12	0.0	0.0	(0.0)
混合型 FOF 基金	267	233	2.8	2.5	0.3	2030	1968	0.9	0.9	(0.0)	2126	2204	0.8	0.9	(0.0)
債券型 FOF 基金	3	2	0.0	0.0	0.0	8	6	0.0	0.0	0.0	8	6	0.0	0.0	0.0
<b>REITs</b>	11	11	0.1	0.1	(0.0)	76	76	0.0	0.0	(0.0)	359	359	0.1	0.1	0.0
其他	1	1	0.0	0.0	(0.0)	0	0	0.0	0.0	(0.0)	30	32	0.0	0.0	(0.0)
<b>全部基金</b>	9544	9175	100.0	100.0	0.0	229096	219259	100.0	100.0	0.0	250729	254543	100.0	100.0	0.0

資料來源：萬得，中銀證券

圖表 8. 股票型/混合型基金淨值明顯回落

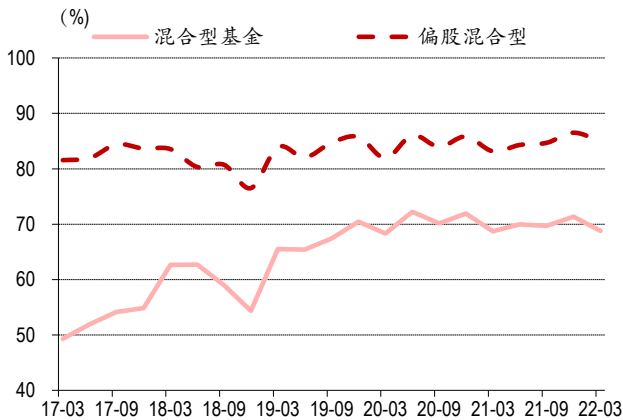


圖表 9. 股票型基金與普通股票型基金倉位



資料來源：萬得，中銀證券

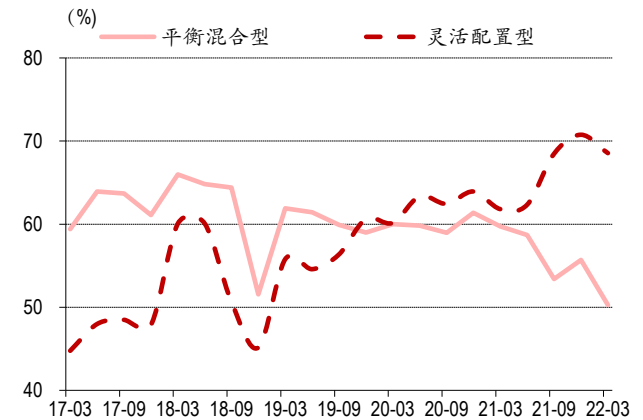
圖表 10. 混合型基金與偏股混合型基金倉位



資料來源：萬得，中銀證券

資料來源：萬得，中銀證券

圖表 11. 平衡混合型與靈活配置型基金倉位



資料來源：萬得，中銀證券

行業配置上，銀行、農林牧漁、電新、醫藥，有色 (1.08/0.94/0.85/0.84/0.82PCT)等行業 22Q1 持倉占比環比 21Q4 提升明顯，電子、食品飲料、計算機，汽車 (-2.5/-1.18/-0.97/-0.58PCT) 等行業持倉占比環比下降。超配/低配環比變動幅度來看，醫藥、電新，農林牧漁提升明顯，食品飲料、電子，計算機下降幅度較為明顯。

超配比例來看，電新、醫藥、電子，食品飲料(6.1/5.7/4.1/3.2PCT)等行業依然維持較大比例超配，非銀金融、銀行、電力公用、計算機 (-4.8/-3.4/-1.9/1.6PCT) 等行業仍明顯低配。

行業配置比例進一步下沉來看，高景氣行業的配置穩中有升，基本面景氣預期仍然較強的細分行業特別光伏，半導體等行業，獲得基金逆市持續加倉。軟科技成長行業，如消費電子、計算機等行業在估值端壓力下配置比例有所降低。消費行業中，醫藥各細分子行業環比 Q4 配置比例小幅提升，食品飲料中酒類子行業配置比例明顯下滑，農林牧漁中養殖業明顯提升。金融地產行業除券商配置比例小幅下滑外，銀行和房地產開發等細分子行業皆獲得增配。

此外，一季度基金加倉的行業與市場一致預期調升方向也具有一定相關性，22Q1 獲得增配的銀行、農林牧漁、電新、醫藥，有色等行業，區間一致盈利預測大體亦獲得同向性的上調，盈利調降方向的計算機、傳媒、消費者服務、電子、非銀、石化等行業也對應一定程度的減配。



圖表 12. 基金重倉一級行業環比變動

	22Q1重倉持股 市值(億元)	21Q4重倉持股 市值(億元)	22Q1重倉持 股占比	21Q4重倉持 股占比	重倉持股變 動 (pct)	22Q1較自由 流通市值超 配	21Q4較自由 流通市值超 配	超配變動 (pct)
電力設備及新能源	3349	3722	15.1%	14.2%	0.85	6.1%	4.8%	1.31
食品飲料	2812	3621	12.7%	13.8%	(1.18)	3.2%	4.6%	(1.46)
醫藥	2811	3092	12.7%	11.8%	0.84	5.7%	4.3%	1.46
電子	2748	3912	12.4%	14.9%	(2.58)	4.1%	5.5%	(1.42)
基礎化工	1478	1580	6.7%	6.0%	0.62	0.1%	-0.3%	0.38
有色金屬	976	933	4.4%	3.6%	0.83	0.3%	-0.2%	0.55
銀行	895	771	4.0%	2.9%	1.09	-3.4%	-3.4%	(0.00)
國防軍工	767	986	3.5%	3.8%	(0.32)	1.1%	1.1%	0.00
計算機	745	1132	3.4%	4.3%	(0.97)	-1.6%	-0.9%	(0.71)
機械	683	931	3.1%	3.6%	(0.48)	-1.5%	-1.3%	(0.16)
房地產	580	488	2.6%	1.9%	0.75	0.0%	-0.3%	0.26
汽車	517	762	2.3%	2.9%	(0.59)	-0.8%	-0.5%	(0.27)
農林牧漁	510	354	2.3%	1.4%	0.95	0.4%	-0.3%	0.70
交通運輸	401	437	1.8%	1.7%	0.14	-0.9%	-0.9%	(0.01)
通信	364	385	1.6%	1.5%	0.17	-0.3%	-0.6%	0.22
消費者服務	325	451	1.5%	1.7%	(0.26)	0.6%	0.8%	(0.23)
家電	319	406	1.4%	1.6%	(0.11)	-0.6%	-0.6%	0.05
建材	277	302	1.2%	1.2%	0.09	-0.3%	-0.3%	0.05
傳媒	262	397	1.2%	1.5%	(0.34)	-0.8%	-0.5%	(0.24)
石油石化	236	281	1.1%	1.1%	(0.01)	-0.3%	-0.2%	(0.10)
煤炭	204	56	0.9%	0.2%	0.70	-0.3%	-0.7%	0.34
電力及公用事業	197	249	0.9%	1.0%	(0.07)	-1.9%	-1.8%	(0.07)
建築	181	162	0.8%	0.6%	0.20	-0.3%	-0.5%	0.23
轻工製造	180	198	0.8%	0.8%	0.05	-1.3%	-1.1%	(0.26)
非銀行金融	146	215	0.7%	0.8%	(0.17)	-4.8%	-4.6%	(0.22)
鋼鐵	144	226	0.6%	0.9%	(0.22)	-0.6%	-0.3%	(0.28)
紡織服裝	65	75	0.3%	0.3%	0.01	-0.3%	-0.3%	(0.02)
商貿零售	41	36	0.2%	0.1%	0.05	-0.8%	-0.8%	(0.02)
綜合	1	5	0.0%	0.0%	(0.02)	-0.5%	-0.5%	(0.08)
綜合金融	0	0	0.0%	0.0%	(0.00)	-0.1%	-0.1%	(0.01)

資料來源：萬得，中銀證券

圖表 13. 部分基金重倉二級行業環比變動

行業/重倉持股比例(%)	21Q2	21Q3	21Q4	22Q1	22Q2-21Q4	行業/重倉持股比例(%)	21Q2	21Q3	21Q4	22Q1	22Q2-21Q4
<b>電力設備及新能源</b>	12.4%	13.5%	14.2%	15.1%	0.9%	<b>醫藥</b>	16.0%	14.6%	11.8%	12.7%	0.8%
電氣設備	1.2%	1.3%	1.5%	1.6%	0.1%	化學制藥	2.3%	2.8%	2.7%	2.9%	0.2%
電源設備	4.0%	5.4%	5.8%	6.2%	0.4%	其他醫藥醫療	10.9%	9.7%	7.2%	7.5%	0.3%
新能源動力系統	7.2%	6.8%	6.9%	7.2%	0.3%	生物醫藥II	2.5%	1.7%	1.1%	1.3%	0.2%
<b>電子</b>	14.0%	12.9%	14.9%	12.4%	-2.6%	中藥生產	0.3%	0.3%	0.7%	0.9%	0.2%
半導體	6.3%	5.9%	6.7%	7.0%	0.3%	食品飲料	16.8%	13.8%	13.8%	12.7%	-1.2%
光學光電	3.9%	3.2%	2.6%	1.7%	-0.9%	食品	0.9%	0.7%	0.6%	0.5%	-0.1%
其他電子零組件II	0.2%	0.6%	0.4%	0.4%	0.1%	飲料	0.8%	0.9%	0.9%	1.0%	0.0%
消費電子	2.7%	2.4%	3.8%	2.1%	-1.6%	<b>酒類</b>	15.2%	12.1%	12.3%	11.2%	-1.1%
元器件	1.1%	1.0%	1.5%	1.1%	-0.4%	保險II	0.5%	0.9%	0.8%	0.7%	-0.2%
<b>國防軍工</b>	2.5%	3.1%	3.8%	3.5%	-0.3%	多元金融	0.4%	0.2%	0.2%	0.2%	0.0%
兵器兵裝II	0.0%	0.1%	0.1%	0.1%	0.0%	證券II	0.1%	0.7%	0.7%	0.5%	-0.2%
航空航天	1.2%	1.3%	1.8%	1.5%	-0.3%	<b>銀行</b>	4.1%	3.3%	2.9%	4.0%	0.10854
其他軍工II	1.3%	1.7%	2.0%	1.9%	-0.1%	國有大型銀行II	0.3%	0.2%	0.1%	0.5%	0.4%
<b>傳媒</b>	1.6%	1.3%	1.5%	1.2%	-0.3%	區域性銀行	1.1%	1.1%	1.2%	1.6%	0.4%
廣告營銷	0.8%	0.5%	0.6%	0.5%	-0.1%	全國性股份制銀行II	2.6%	2.0%	1.6%	1.9%	0.3%
互聯網媒體	0.5%	0.4%	0.4%	0.2%	-0.1%	<b>房地產</b>	0.9%	1.5%	1.9%	2.6%	0.7%
媒體	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.0%	房地產服務	0.0%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%
文化娛樂	0.3%	0.3%	0.5%	0.4%	-0.1%	房地產開發和運營	0.9%	1.4%	1.8%	2.6%	0.7%
<b>通信</b>	0.5%	0.8%	1.5%	1.6%	0.2%	<b>煤炭</b>	0.5%	0.6%	0.2%	0.9%	0.7%
電信運營II	0.0%	0.0%	0.0%	0.2%	0.2%	煤炭化工	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
通信設備製造	0.5%	0.7%	1.4%	1.4%	0.0%	煤炭開採洗選	0.5%	0.6%	0.2%	0.9%	0.7%
通訊工程服務	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	<b>農林牧漁</b>	1.1%	1.2%	1.4%	2.3%	0.9%
增值服務II	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	畜牧業	1.0%	1.0%	1.1%	2.0%	0.9%
<b>計算機</b>	3.6%	4.2%	4.3%	3.4%	-1.0%	農產品加工II					
產業互聯網	0.8%	1.4%	1.6%	1.1%	-0.6%	漁業					
計算機軟件	1.0%	1.0%	1.2%	1.1%	0.0%	種植業	0.1%	0.2%	0.2%	0.2%	0.0%
計算機設備	0.4%	0.6%	0.6%	0.4%	-0.2%						
云服務	1.3%	1.3%	0.9%	0.8%	-0.1%						

資料來源：萬得，中銀證券

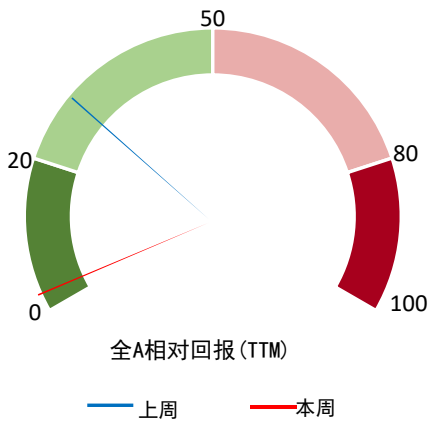
圖表 14. 2022E 一級行業盈利預測變動與基金 Q1 加配比例

FY2 分析师盈利预测对 应排名变动	日期																												基金加配 22Q1- 21Q4(%)		
	10/2	10/29	1/5	1/12	1/19	1/26	2/3	2/10	2/17	2/24	2/31	3/7	3/14	3/21	3/28	4/4	4/11	4/18	4/25	5/2	5/9	5/16	5/23	5/30	6/6	6/13	6/20	6/27			
农林牧渔	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	1	1	0.95	
商贸零售	6	6	5	5	5	5	5	5	5	4	5	5	5	5	4	4	3	3	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	0.05	
计算机	1	2	2	3	3	3	3	3	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	(0.97)	
传媒	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	4	(0.34)	
消费者服务	3	4	4	4	4	4	4	4	4	3	3	3	3	3	7	6	6	6	6	6	6	6	6	6	6	6	5	5	5	(0.26)	
电力	27	19	16	15	14	15	14	16	16	16	15	14	14	12	12	11	11	11	11	13	16	13	7	6	6	6	7	6	6	(0.07)	
电新	9	9	9	9	9	8	7	7	7	7	7	8	8	8	8	8	8	8	8	8	8	8	7	7	8	7	8	7	8	0.85	
交通运输	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	6	8	7	8	0.14
国防军工	7	8	8	8	8	7	8	8	8	8	8	9	9	9	9	9	9	9	10	12	10	10	9	10	10	10	9	10	10	9	(0.32)
汽车	8	7	7	7	7	9	9	9	9	9	9	10	10	10	10	10	10	9	9	9	9	8	8	9	9	9	10	9	9	10	(0.59)
通信	4	5	6	6	6	6	6	6	6	6	6	6	6	6	6	6	7	7	7	7	7	9	10	11	11	11	11	11	11	0.17	
有色金属	12	13	13	13	12	12	12	12	13	13	13	13	13	14	13	13	13	13	13	13	11	11	11	12	12	12	12	12	12	12	0.83
轻工制造	19	22	24	24	24	24	24	24	24	24	23	22	23	24	24	22	22	22	20	20	20	20	17	17	16	13	13	13	13	0.05	
食品饮料	13	12	12	12	13	13	13	13	14	14	14	15	15	15	15	15	15	14	15	16	15	15	13	13	13	14	14	14	14	(1.18)	
机械	15	15	17	17	17	17	17	17	17	17	17	17	17	17	17	17	16	17	17	16	18	17	16	16	16	15	15	15	15	(0.48)	
基础化工	14	14	14	16	15	14	15	15	15	15	16	16	16	16	16	17	16	15	14	14	13	14	14	14	13	16	16	16	16	0.62	
电子	10	10	11	11	11	11	11	11	11	11	11	12	11	11	11	12	12	12	10	12	12	12	15	15	18	17	17	17	17	(2.58)	
医药	16	17	20	19	19	19	19	19	20	19	19	20	20	18	18	20	19	18	17	19	19	19	20	19	17	18	18	18	18	0.84	
纺织服装	24	27	25	25	25	25	25	25	25	25	25	25	25	25	25	25	25	25	24	15	14	17	19	18	19	19	19	19	19	0.01	
房地产	11	11	10	10	10	10	10	10	10	10	10	11	12	13	14	14	14	19	22	22	21	18	18	21	20	20	20	20	20	0.75	
建材	17	16	18	18	18	18	18	18	18	18	18	18	18	19	19	18	18	16	18	17	18	25	21	20	21	21	21	21	21	0.09	
家电	21	21	22	22	23	23	23	21	21	21	21	21	22	22	22	23	23	23	23	24	23	22	22	22	22	22	22	22	22	(0.11)	
煤炭	25	25	26	27	27	27	27	27	27	27	27	27	27	27	27	26	26	26	27	27	26	25	24	24	23	23	23	23	23	0.70	
银行	23	24	27	26	26	26	26	26	26	26	26	26	26	26	27	27	27	26	25	27	27	26	23	24	24	24	24	24	24	1.09	
非银	26	26	23	23	21	22	22	23	23	23	24	24	24	23	23	24	24	24	26	25	26	27	26	26	26	25	25	25	25	(0.17)	
石油石化	18	18	21	21	22	21	21	22	22	22	22	23	21	21	21	21	21	20	21	21	24	23	27	27	27	26	26	26	26	(0.01)	
钢铁	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	(0.22)
建筑	20	20	19	20	20	20	20	20	19	20	20	19	19	20	20	19	20	21	19	23	22	21	25	25	25	28	28	28	28	0.20	

資料來源：萬得，中銀證券

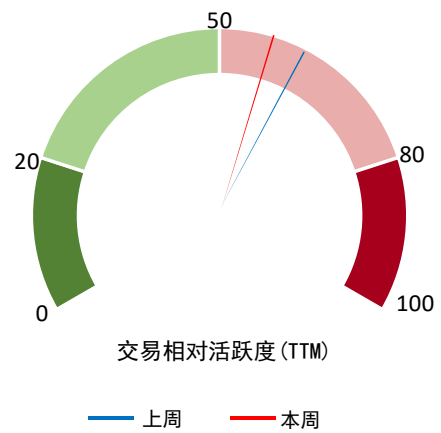
## 一周市場總覽、組合表現及熱點追蹤

圖表 15. 本周全 A 相對回報繼續回落



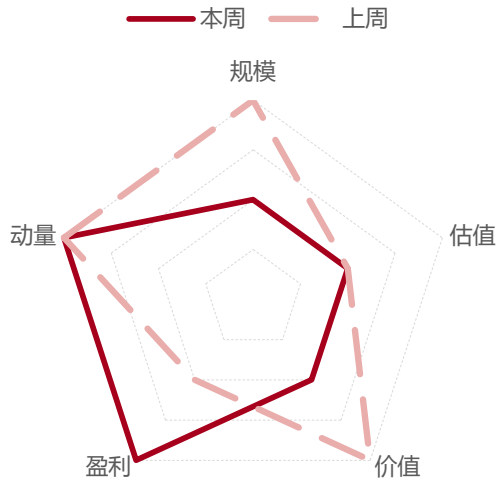
資料來源：萬得，中銀證券

圖表 16. 成交活躍度小幅下滑



資料來源：萬得，中銀證券

圖表 17. 環比上周，小盤、高盈利、激進風格因子占優，其餘風格因子不變



資料來源：萬得，中銀證券

圖表 18. 一周行業資金流向情況，石化鏈、出口鏈領銜

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
石油石化	12.71	2	傳媒	(3.20)	(3)
紡織服飾	1.47	3	轻工製造	(3.38)	(5)
公用事業	0.44	1	社會服務	(3.39)	(5)
美容護理	0.41	3	機械設備	(3.40)	(5)
汽車	(1.35)	(4)	計算機	(3.41)	(5)
電子	(1.42)	(4)	煤炭	(3.44)	1
食品飲料	(1.75)	1	電力設備	(3.58)	(4)
綜合	(2.18)	(4)	建築材料	(4.02)	(5)
環保	(2.22)	1	房地產	(4.18)	1
國防軍工	(2.23)	(4)	基礎化工	(4.23)	(3)
家用電器	(2.25)	1	醫藥生物	(4.48)	(5)
農林牧漁	(2.56)	(3)	建築裝飾	(4.73)	1
交通運輸	(2.67)	(5)	有色金屬	(5.01)	(3)
通信	(2.99)	(5)	鋼鐵	(5.05)	1
商貿零售	(3.00)	(2)	非銀金融	(6.59)	(5)
銀行	(3.16)	2			

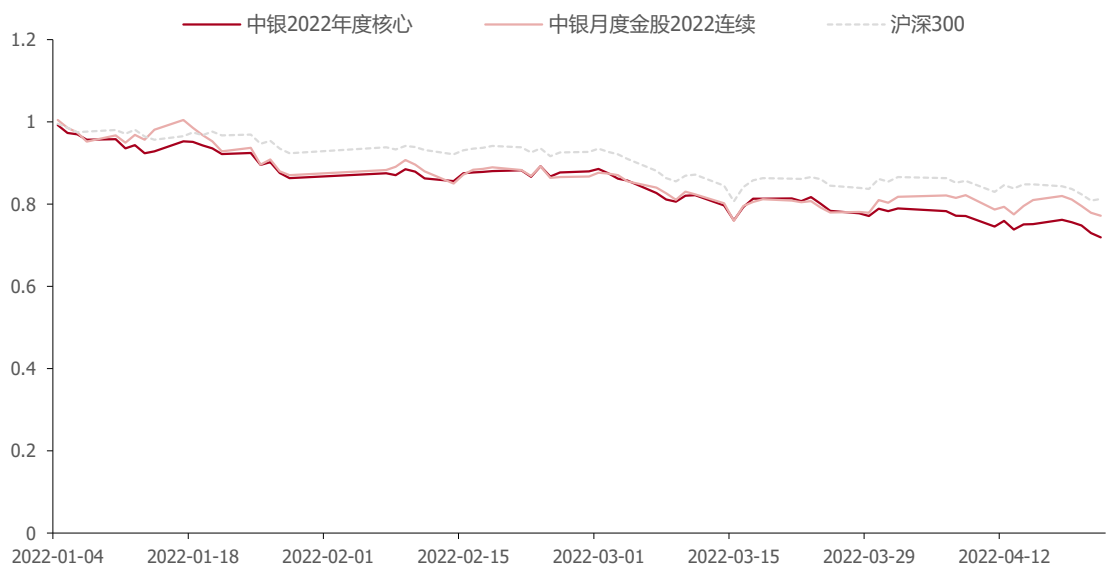
資料來源：萬得，中銀證券

圖表 19. 一周主題紅黑榜，電力股、白色家電為二收漲，原材料與新冠相關表現較差

最熱主題	周漲跌幅(%)	最涼主題	周漲跌幅(%)
電力股	1.82	鐵礦石	(12.00)
白色家電	0.68	化學原料	(11.23)
近端次新股	(0.06)	疫苗	(10.67)
綠電	(0.08)	數字貨幣	(10.07)
火電	(0.42)	煤炭開采	(9.44)
水電	(0.88)	新冠肺炎檢測	(9.40)
鷄產業	(0.91)	工業金屬	(9.37)
鄉村振興	(1.23)	鈦白粉	(9.14)
食品加工	(1.38)	鋰礦	(8.98)
次新股	(1.47)	鈷礦	(8.98)

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



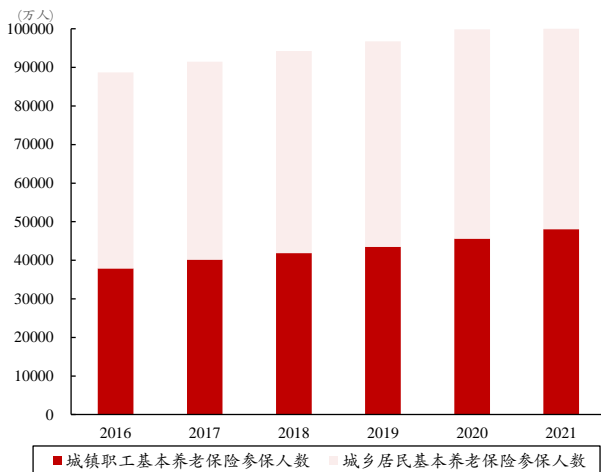
資料來源：萬得，中銀證券

4月21日，《國務院辦公廳關於推動個人養老金發展的意見》（以下簡稱《意見》）正式對外發布，推動發展有政府政策支持、個人自願參加、市場化運營的個人養老金，健全多層次、多支柱養老保險體系。這是貫徹落實黨中央、國務院構建多層次、多支柱養老保險體系和規範發展第三支柱養老保險要求的具體舉措，對於滿足人民群眾多樣化養老保險需要具有重要意義。

**保險覆蓋面廣且為個人自願參與。**《意見》指出，在中國境內參加城鎮職工基本養老保險或者城鄉居民基本養老保險的勞動者，均可以參加個人養老金制度。根據人社部的數據，截至2021年11月末，全國基本養老保險的參保人數高達10.25億人，即我國絕大部分人均可參加個人養老金制度。值得關注的是，與目前企業與個人共同繳納的基本養老保險不同，個人養老金屬於個人自願繳納，並非是強制繳納，是原養老保險的補充。

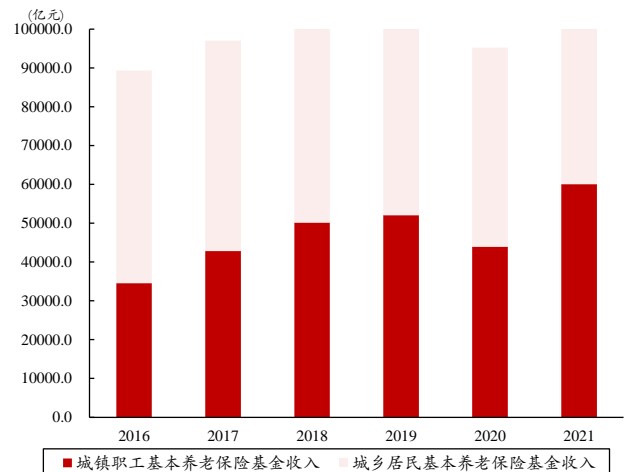
**年繳納上限1.2萬元，享受稅收優惠政策。**《意見》明確，個人養老金實行個人賬戶制度，繳費完全由參加人個人承擔，實行完全積累且每年繳納上限為1.2萬元。參加人通過個人養老金信息管理服务平臺，建立個人養老金賬戶。個人養老金賬戶是參加個人養老金制度、享受稅收優惠政策的基礎。參加人達到領取基本養老金年齡、完全喪失勞動能力、出國（境）定居，或者具有其他符合國家規定的情形，經信息平臺核驗領取條件後，可以按月、分次或者一次性領取個人養老金，領取方式一經確定不得更改。領取時，應將個人養老金由個人養老金資金賬戶轉入本人社會保障卡銀行賬戶。

圖表 21. 近年養老保險參保人數變化趨勢



資料來源：人社部，中銀證券

圖表 22. 近年養老保險基金收入變化趨勢



資料來源：人社部，中銀證券

**應對養老金缺口及人口老齡化加劇意義重大。**上世紀90年代以來，我國逐步建立了以第一支柱基本養老保險為主體、第二支柱職業養老和第三支柱個人養老為補充的多層次、多支柱養老保險體系。但長期以來，三大支柱發展極不均衡，第一支柱城鎮職工基本養老保險幾乎承擔了全部養老責任，近年來隨著老齡化程度不斷加深，收支壓力日益凸顯，僅在2020年企業職工和城鄉居民基本養老保險基金收支缺口達4941.09億元。未來隨著人口老齡化加劇，養老金缺口或進一步擴大。因此，需要儘快建立個人養老制度，擴大養老金收入來源。而對於個人而言，個人養老金的推出一方面可以增加個人養老資產儲備的渠道；另一方面，合格的個人養老金產品也不失為一種安全的投資方式。

與美國 IRA 個人養老賬戶類似但有所不同。中國個人養老金制度對標的是美國第三支柱是私人 IRA 賬戶 (Individual Retirement Accounts)，IRA 賬戶由員工自行開立，雇主無須繳納相匹配的金額。IRA 賬戶在投資範圍及支取方式、免稅政策等方面比 401K (相當於中國的企業年金計劃) 更多樣化。IRA 賬戶持有人每年可按規定要求將固定金額資金存入銀行賬戶，并根據自身的風險偏好，自主、靈活地選擇資產配置，其投資收益可免稅或延遲繳稅，待退休領取時依據不同領取方式再繳納個人所得稅。不同類型的 IRA 賬戶以及 401K、403b 計劃，會有不同可繳納額度和稅收政策。雇員在離開雇主公司後可將 401K 賬戶的錢轉入個人的 IRA 賬戶繼續投資，但個人 IRA 賬戶資金不能轉入 401K 賬戶。無論是 401K 還是 IRA 賬戶，其存在的基礎是美國政府養老政策支持下的合理避稅功能。而我國現行的個人養老金制度是將個人養老金由個人養老金資金賬戶轉入本人社會保障卡銀行賬戶，且領取條件、方式等都不同。

圖表 23. 中美三支柱養老金發展情況對比

	美国	说明	中国	说明
第一支柱	社会保险福利 (Social Security Benefit)	覆盖面大，结余不足	社保	覆盖面大，结余不足
第二支柱	政府雇员 PENSION	1. 政府雇员无需自己缴纳 2. 企业雇员的雇主、个人各缴纳一半 (可选择固定收益或投资某个共同基金资产计划)	企业年金、职业年金	规模较小、覆盖人群少 (公务员、国企员工)
	企业 401K、403b			
第三支柱	IRA (传统和 Roth)	个人缴纳 (税前税后差别)	税收递延型养老保险、个人养老金制度	起步晚、规模可期

資料來源：新浪財經，中銀證券

**個人養老金制度入市前景開闊。**證監會於本月 21 日表示，將加快資本市場深化改革各項措施落地，抓緊制定出臺個人養老金投資公募基金配套規則制度，完善基礎設施平臺建設，優化中長期資金入市環境。持續加強機構和從業人員監管力度，提升管理人管理能力和規範化運作水平，強化投資者保護，保障養老金投資運作安全規範，促進個人養老金高質量發展。可以預期，隨著個人養老金制度引入長期資金，在金融市場特別是資本市場改革不斷深入的背景下，養老金的長期投資屬性有望被激活。以目前參加城鎮及城鄉居民基本養老保險的規模及來看，截止 2021 年總參保人數為 10.28 億人，考慮到疫情因素以及政策可能的落地時滯，此處分別基於保守、中性和樂觀三種情形進行個人養老金市場規模估計，并以以往三年平均新增居民儲蓄為估算總資金池。在保守情形下，假設居民拿出新增儲蓄的 5% 投入養老金，這種情況年度總的流入個人養老金賬戶的金額為 5150 億元，人均參保額 501 元；在中性情形下，假設居民拿出新增儲蓄的 10% 投入養老金，這種情況年度總的流入個人養老金賬戶的金額為 10300 億元，人均參保額 1002 元；在樂觀情形下，假設居民拿出新增儲蓄的 15% 投入養老金，這種情況年度總的流入個人養老金賬戶的金額為 15450 億元，人均參保額 1503 元。根據測算，保守估計情景下，年流入養老金市場規模為 5150 億元，中性估計情況下，年流入養老金市場規模為 10300 億元，樂觀估計情況下，年流入養老金市場規模為 15450 億元。

## 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，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