

策略週報

從週期成長到科技成長

8月市場震盪向上。就結構而言，價值板塊更多呈現強弱分化，震盪趨穩的特徵。伴隨著流動性寬鬆趨勢，市場會進一步追逐高增長的稀缺性定價，成長板塊，特別是高貝塔屬性的中小市值成長超額收益會更加顯著。

- **從週期成長到科技成長。**對於全球權益市場而言，8、9月是難得的喘息期。對於國內而言，政治局會議對下半年宏觀經濟的指引，預計3季度會形成更多的實物工作量落地，結合基數因素，支撐實際GDP較二季度明顯提升，形成基本面對A股市場的有利貢獻。就結構而言，價值板塊更多呈現強弱分化，震盪趨穩的特徵。伴隨著流動性寬鬆趨勢，市場會進一步追逐高增長的稀缺性定價，成長板塊，特別是高貝塔屬性的中小市值成長超額收益會更加顯著。
- **迎接季報視窗，盈利回升帶動市場震盪上行。**二季度以來市場已經逐步從前期的盈利估值雙殺逐步過渡到估值修復的行情之中，進入8月，市場將會進入二季報視窗期，盈利因數的比重將會較大提升。展望8月，分子端盈利仍處於逐級修復過程之中。二季報低點後盈利環比回升節奏確定，但內需上行空間受限，一定程度制約價值板塊後續表現。分母端，海外進一步緊縮動能減弱。從股債風險溢價代表的市場風險偏好水準來看，當前市場情緒已經修復至1月末水準，年內視角下，風險偏好大幅上行可能性降低。因此，進入8月，分子端權重將會進一步提升，具備相對盈利優勢的科技成長將會有望率先走出結構性行情。
- **下游需求是否具有高成長性（由需求側高波主導）是週期成長定義的標準。**統計週期成長代表性行業中報業績披露後的市場表現，在普遍盈利同比高增，景氣度仍在高位的背景下，大部分行業樣本個股在業績披露前後的相對收益呈現負值，反映投資者傾向於考慮業績兌現。這或反映了投資者對於相關領域中週期景氣的擔憂，這種擔憂的背後主要源於兩點，1是對於PPI生產資料分項下行和外部衰退引發外需走弱的擔憂，從而擔憂整體週期板塊貝塔走弱。2是隨著此前供給端普遍存在約束的上游“新能源+”行業，各環節產能不斷落地投放，供需格局邊際逐漸好轉，投資者對產業鏈利潤或逐步向中下游轉移的擔憂。展望來看，由於各細分環節供需重回平衡節奏仍有明顯不同，“分化”將成為週期成長下一階段核心邏輯。
- **政治局定調下半年政策不加碼，整體基調穩中求進，**政策不加碼下市場或更偏向中證1000風格。考慮到中央政治局此次政策基調，我們預計政策發力點將會從促增長轉向保生存，上半年中小企業復蘇仍面臨較大困難和挑戰，預計下半年會有一攬子政策“組合拳”為中小企業護航。6月以來，隨著疫情防控形勢逐漸好轉，生產生活秩序逐步恢復，以及一攬子穩增長政策持續發力，企業開工率穩步回升，產業鏈供應鏈堵點卡點持續疏通，經濟運行呈企穩回升態勢，中小企業景氣狀況有所改善。歷史上中小企業景氣與中證1000走勢高度相關，預計股市偏好風格轉向中證1000。
- **風險提示：逆週期政策不及預期，疫情發展超預期惡化。**

目錄

觀點回顧.....	4
市場熱點思考	5
大勢與風格.....	6
中觀與行業景氣.....	7
一周市場總覽、組合表現及熱點追蹤.....	12
風險提示.....	16

圖表目錄

圖表 1. 今年以來市場風格變化	6
圖表 2. 當前市場股債風險溢價水準	6
圖表 3. 一級行業月漲跌幅	7
圖表 4. 21 年初迄今大類行業相對全 A 走勢	7
圖表 5. 7 月修復前期跌幅行業個數有所回落	7
圖表 6. 大類行業及一級行業成交額占比變動	8
圖表 7. 週期成長分類	8
圖表 8. 高景氣成長與週期成長近兩年股價表現高度相關	9
圖表 9. 產業鏈爆發之前兩類行業相關性為負	9
圖表 10. PPI 生產資料分項回落顯示內需走弱但中游製造受益	10
圖表 11. 週期成長代表性行業中報業績預告發佈前後市場回饋偏負面	10
圖表 12. 週期成長代表性行業 ROE 或觸頂	11
圖表 13. 本月全 A 相對回報環比上月有所回落	12
圖表 14. 成交活躍度也相應回落	12
圖表 15. 環比上月小規模、低動量、低盈利增速因數占優	12
圖表 16. 本月主題紅榜，汽車配件、新能源領跑	13
圖表 17. 本月主題黑榜，磷化工、航空、白酒領跌	13
圖表 18. 本月港股走勢情況	13
圖表 19. 本月納斯達克金龍指數走勢情況	13
圖表 20. 中銀年度核心組合、月度金股連續組合本月走勢情況	13
圖表 21. 中小企業發展指數與中證 1000 指數(季)走勢情況，中小企業景氣領先股指	15

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。
- 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。
- 20220514《反彈的必要性已經具備》：海外逐步開啟衰退交易，A 股無需過度悲觀，超跌反彈行情後期關注三條行業配置線索。
- 20220710《優化結構，集中投資》：短期蓄勢調整，優選配置結構。

市場熱點思考

我們此前判斷 7 月 A 股市場震盪蓄勢，不改基本上行趨勢。隨著 7 月美聯儲加息落地，市場預期通脹階段性頂部以及衰退現實性的推進，歐美市場出現了較為強勁的反彈。對於全球權益市場而言，8、9 月是難得的喘息期。對於國內而言，政治局會議對下半年宏觀經濟的指引，預計 3 季度會形成更多的實物工作量落地，結合基數因素，支撐實際 GDP 較二季度明顯提升，形成基本面對 A 股市場的可利貢獻。就結構而言，不強刺激的政策預期，疫情“動態清零”與地產“房住不炒”的定調，結合大宗商品傳導 PPI 回落趨勢，偏週期的價值板塊仍難以形成做多的合力。但考慮到 7 月以上證 50 為代表的大盤藍籌-7.6%的回撤，8 月進一步下跌空間也較為有限，價值板塊更多呈現強弱分化，震盪趨穩的特徵。伴隨著流動性寬鬆趨勢，市場會進一步追逐高增長的稀缺性定價，成長板塊，特別是高貝塔屬性的中小市值成長超額收益會更加顯著。

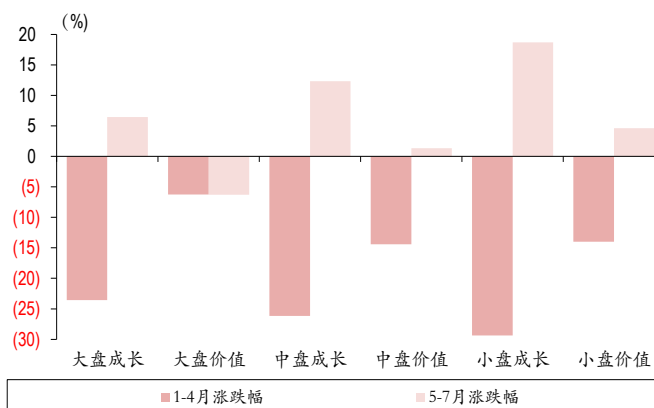
優化結構，集中投資是我們在 7 月週報提出的一個核心主張。從 7 月行業收益上看，以電氣、機械為代表的中游製造不僅跑出了正的絕對收益，而且超額收益更加顯著。反觀偏週期的上游和偏消費的下游，沒有延續 5、6 月大幅反彈的節奏，出現了明顯的回撤。這也符合中期策略行業配置聚焦中游成長的思路。下游消費因為疫情反復的原因，我們不做過多探討。產業鏈利潤從上游到中游的轉移正在發生，這是我們需要重點關注的趨勢變化。從 6 月工業企業利潤資料看，中游製造，電氣、機械設備類利潤增速延續改善趨勢；而上游資源和原材料利潤增速有明顯築頂的跡象，這也和 PPI 下行的趨勢保持一致。我們對下游是成長性需求的上游資源和原材料比如鋰礦、矽料、化工新材料等定義為週期成長；而中游設備、智慧化硬體、光伏新技術以及 TMT 等定義為科技成長。對於成長結構而言，7 月發生的明顯變化是科技成長跑贏週期成長。這一方面原因是週期成長進入業績兌現階段，股價與業績的相關性明顯增強；而科技成長仍然處在估值擴張驅動的邏輯中。另一方面，中游利潤擴張的趨勢逐漸明朗，更容易獲得業績和估值的按兩下彈性。對於絕對收益而言，無論週期成長，還是科技成長，絕對收益仍然領先非成長行業；然而，超額收益則科技成長有望繼續跑贏週期成長。

大勢與風格

底線思維下的穩增長。備受關注的 7 月政治局會議召開，會議對於下半年經濟形勢、政策方向有著重要的指向作用。經濟形勢方面，會議強調“前經濟運行面臨一些突出矛盾和問題，要保持戰略定力，堅定做好自己的事”，相較 4 月會議，7 月會議對於經濟基本面的表述更為謹慎。針對疫情防控，堅持動態清零的底線方針，同時提出“對疫情防控和經濟社會發展的關係，要綜合看、系統看、長遠看，特別是要從政治上看、算政治賬”，下半年常態化防控仍將延續。總量定調上弱化經濟增速目標，保持戰略定力，提出“保持經濟運行在合理區間，力爭實現最好結果”，“經濟大省要勇挑大樑，有條件的省份要力爭完成經濟社會發展預期目標”。宏觀政策方面，會議提出“要在擴大需求上積極作為”，預計後續將以財政發力為主，貨幣政策輔助配合。總體來看，政治局會議托底經濟意圖明顯，但底線思維並不意味著短期強力的刺激政策，“動態清零”與“房住不炒”的定調下，內需後續修復的空間上恐難有進一步超預期表現。

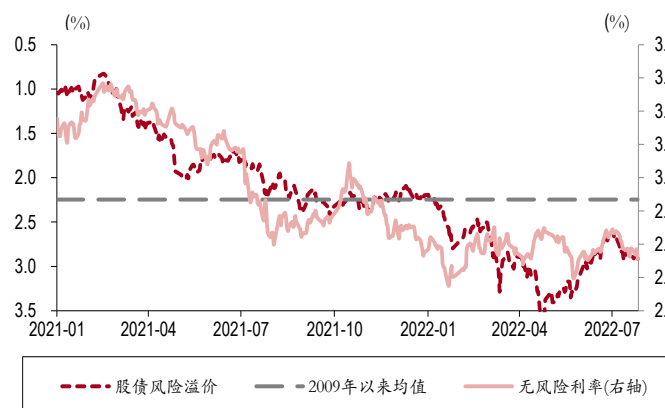
迎接季報視窗，盈利回升帶動市場震盪上行。二季度以來市場已經逐步從前期的盈利估值雙殺逐步過渡到估值修復的行情之中，進入 8 月，市場將會進入二季報視窗期，盈利因數的比重將會較大提升。展望 8 月，分子端盈利仍處於逐級修復過程之中。二季報低點後盈利環比回升節奏確定，但內需上行空間受限，一定程度制約價值板塊後續表現。分母端，海外進一步緊縮動能減弱。7 月議息會議後，鮑威爾鷹派口吻有所鬆動，而基本面角度來看，二季度美國實際 GDP 年化環比萎縮 0.9%，為連續第二季度陷入萎縮，隨著衰退風險升溫，海外進一步緊縮動能難以為繼。從股債風險溢價代表的市場風險偏好水準來看，當前市場情緒已經修復至 1 月末水準，年內視角下，風險偏好大幅上行可能性降低。因此，進入 8 月，分子端權重將會進一步提升，具備相對盈利優勢的科技成長將會望率先走出結構性行情。

圖表 1. 今年以來市場風格變化



資料來源：萬得，中銀證券

圖表 2. 當前市場股債風險溢價水準

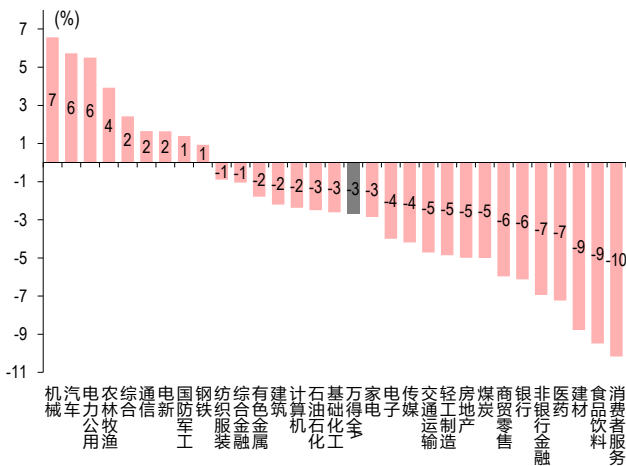


資料來源：萬得，中銀證券

中觀與行業景氣

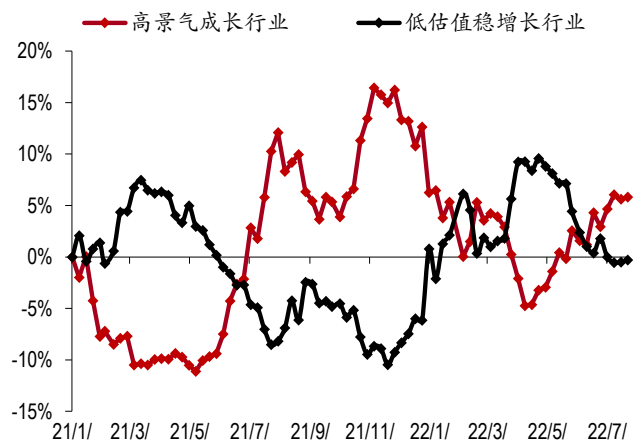
7月整體行業漲少跌多，但結構上高景氣成長行業繼續大幅跑贏低估值穩增長行業。成交額占比方面，7月占比明顯上升的大類行業仍然是高景氣中游成長與TMT科技成長，週期資源/金地穩/消費較上月相應下滑。高景氣中游成長行業中機械，電新7月成交額占比顯著提升，人形機器人主題驅動下機械行業成交額占比創近2年新高。金融地產穩增長中非銀行業下滑明顯，消費中受疫情政策影響消服、食品回落。統計近三個月市場主要行業指數反彈分佈與3月初/4月初至4月底的下跌分佈，反彈行業分佈與前期跌幅呈現明顯線性關係，20個行業修復4月初以來跌幅，10個行業較3月初已取得正收益，修復行業個數較6月底的24/15個明顯回落。

圖表 3. 一級行業月漲跌幅



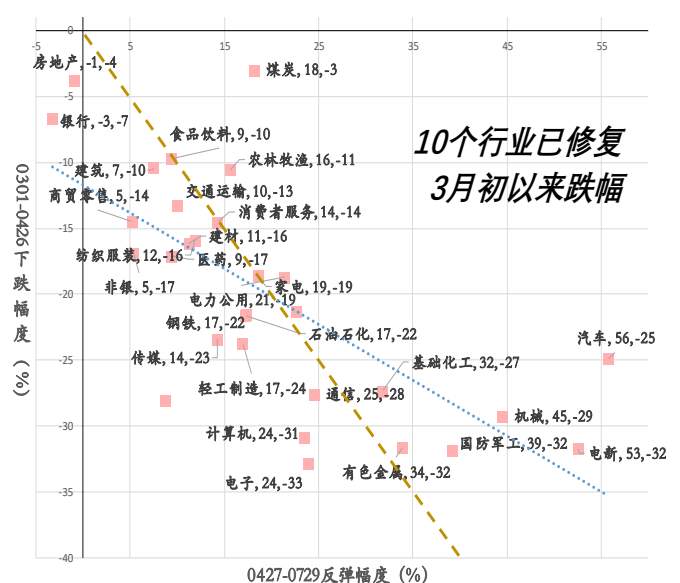
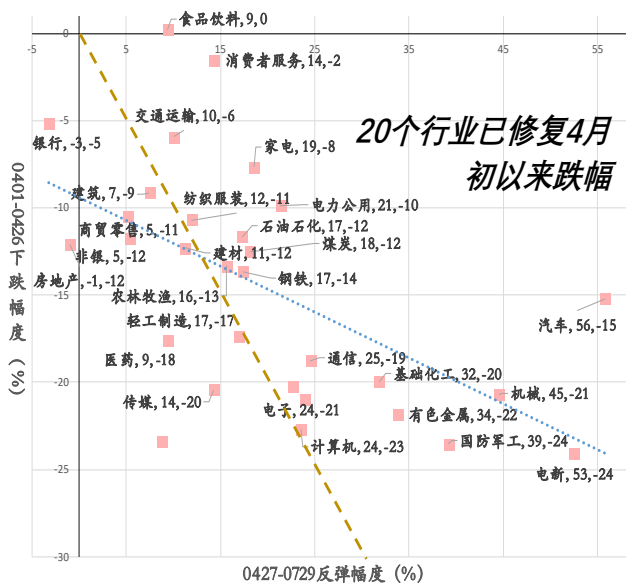
資料來源：萬得，中銀證券

圖表 4. 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/交運/家電/地產/銀行等6個行業等權擬合穩增長指數

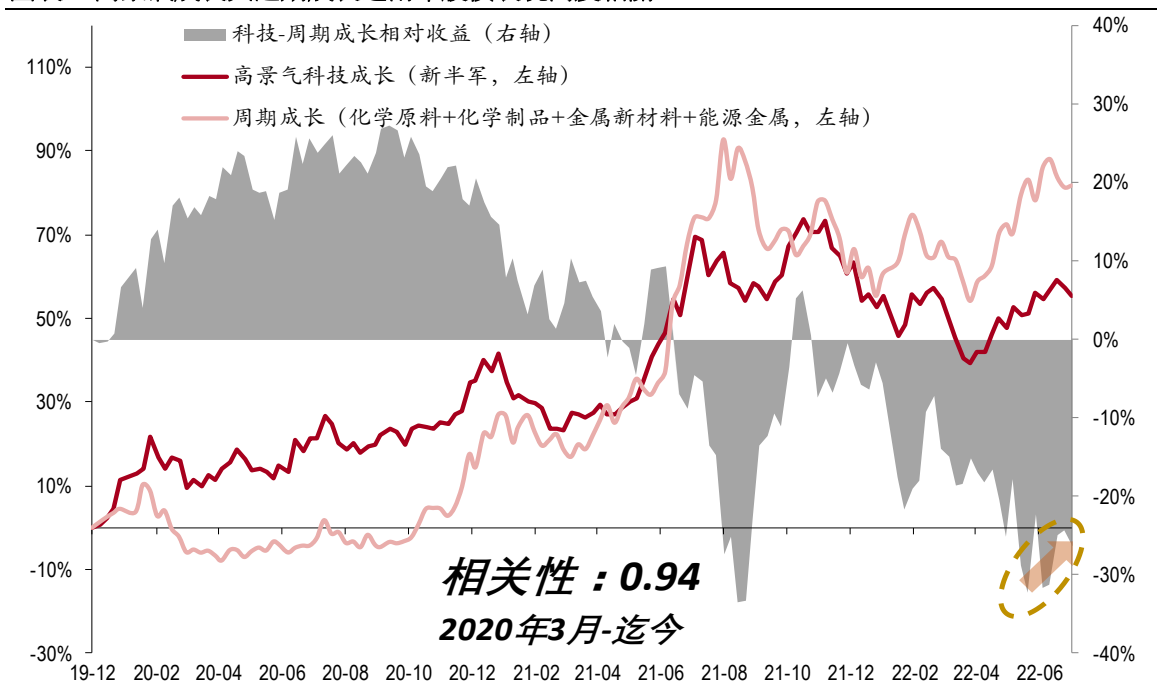
圖表 5. 7月修復前期跌幅行業個數有所回落



資料來源：萬得，中銀證券

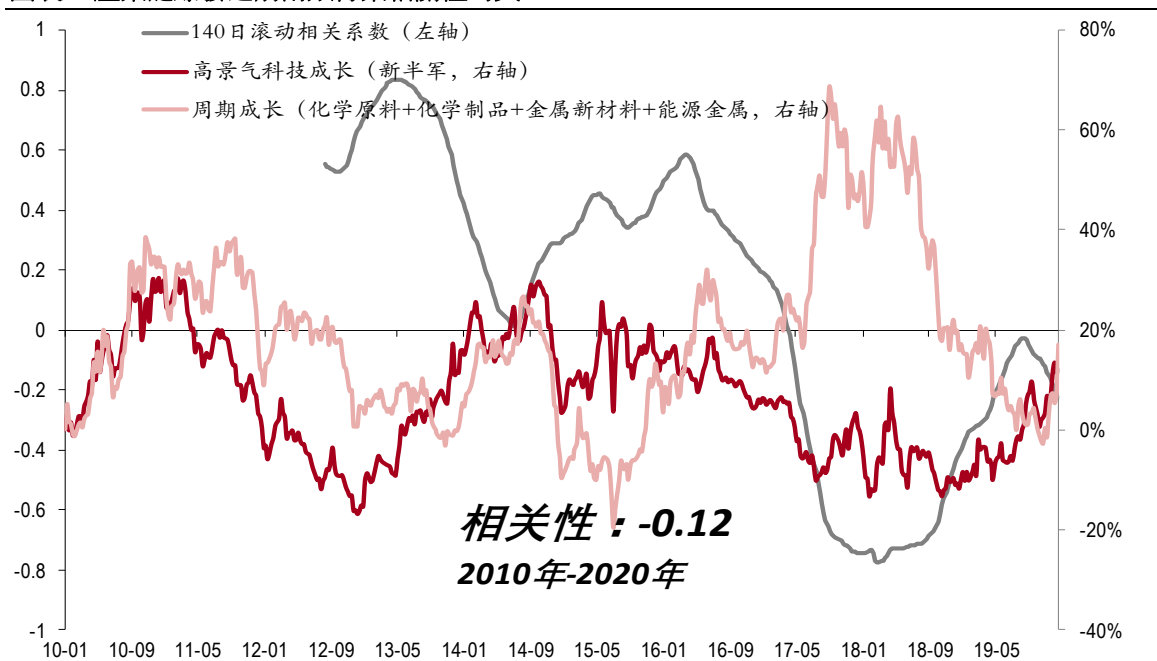
首先需要明確的是，相關定義具有階段性，當前的高景氣與週期成長在相關產業鏈爆發前並不滿足上述定義。從相關性視角來看，歷史上新半軍行業與上述四個有色基礎化工二級行業股價走勢長期保持負相關，但 2020 年相關產業鏈啟動後，隨著下游需求側的爆發，有色/基礎化工中的相關子行業在原有的週期屬性基礎上，展現出了較強的成長屬性，從而滿足了週期成長的定義，與新半軍行業股價表現的相關性也大幅提高，達到 0.94。

圖表 8. 高景氣成長與週期成長近兩年股價表現高度相關



資料來源：萬得，中銀證券

圖表 9. 產業鏈爆發之前兩類行業相關性為負

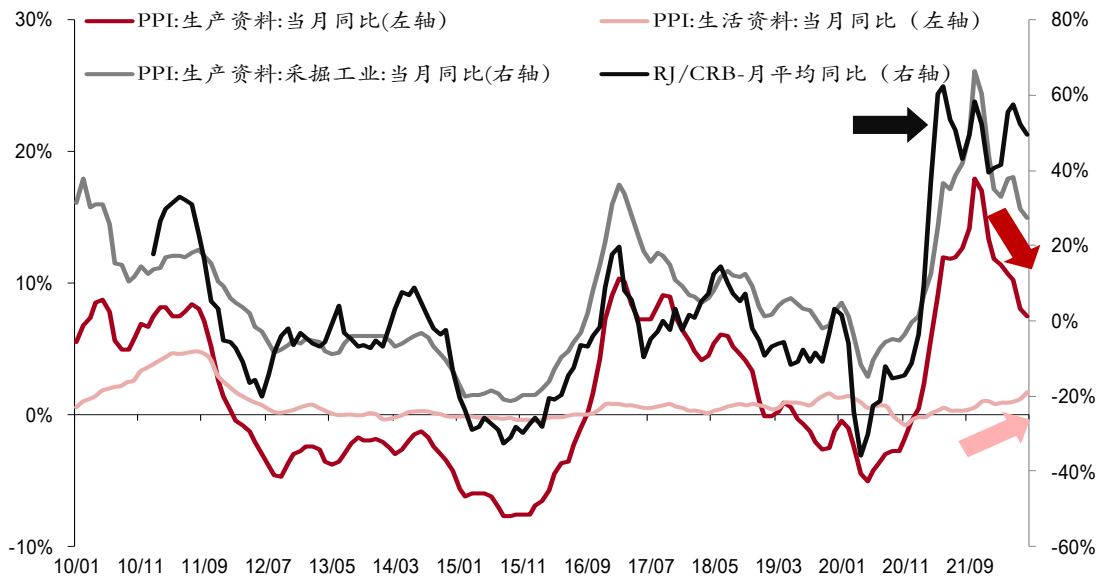


資料來源：萬得，中銀證券

2020年疫情後，PPI處於持續大幅上行過程中，基礎化工與有色行業整體盈利能力得到提升，貢獻了整體的貝塔。在此過程中，部分細分行業下游需求受到新能源爆發影響，特別是在爆發初期需求大幅擴張，而供給端產能的擴產、投產又存在一定滯後性，大量細分行業短期內出現了明顯的供需錯配，產品價格短期大幅上行貢獻了阿爾法，形成了雙重共振。

而進入中報季以來，對於成長屬性而言，近期明顯變化是科技成長跑贏週期成長，一方面是整體高景氣科技成長較週期成長等權指數的相對收益裂口有所收窄，另一方面從二三級行業指數漲跌幅來看，前期較為典型的“新能源+”細分方向，如磷化工、有機矽，能源金屬鋰/鈷/鎳等7月跌幅較深。我們統計了週期成長代表性行業中報業績披露後的市場表現，在普遍盈利同比高增，景氣度仍在高位的背景下，大部分行業樣本個股在業績披露前後的相對收益呈現負值，反映投資者傾向於考慮業績兌現。這或反映了投資者對於相關領域中週期景氣的擔憂，這種擔憂的背後主要源於兩點，1是對於PPI生產資料分項下行和外部衰退引發外需走弱的擔憂，從而擔憂整體週期板塊貝塔走弱。2是隨著此前供給端普遍存在約束的上游“新能源+”行業，對各環節產能不斷落地投放，供需格局邊際逐漸好轉，產業鏈利潤逐步向中下游轉移的擔憂。展望來看，由於各細分環節供需重回平衡節奏仍有明顯不同，“分化”將成為週期成長下一階段核心邏輯。整體來看，無論週期成長還是科技成長，絕對收益方面仍將領先非成長行業，然超額收益方面，科技成長有望繼續跑贏週期成長。

圖表 10. PPI生產資料分項回落顯示內需走弱但中游製造受益



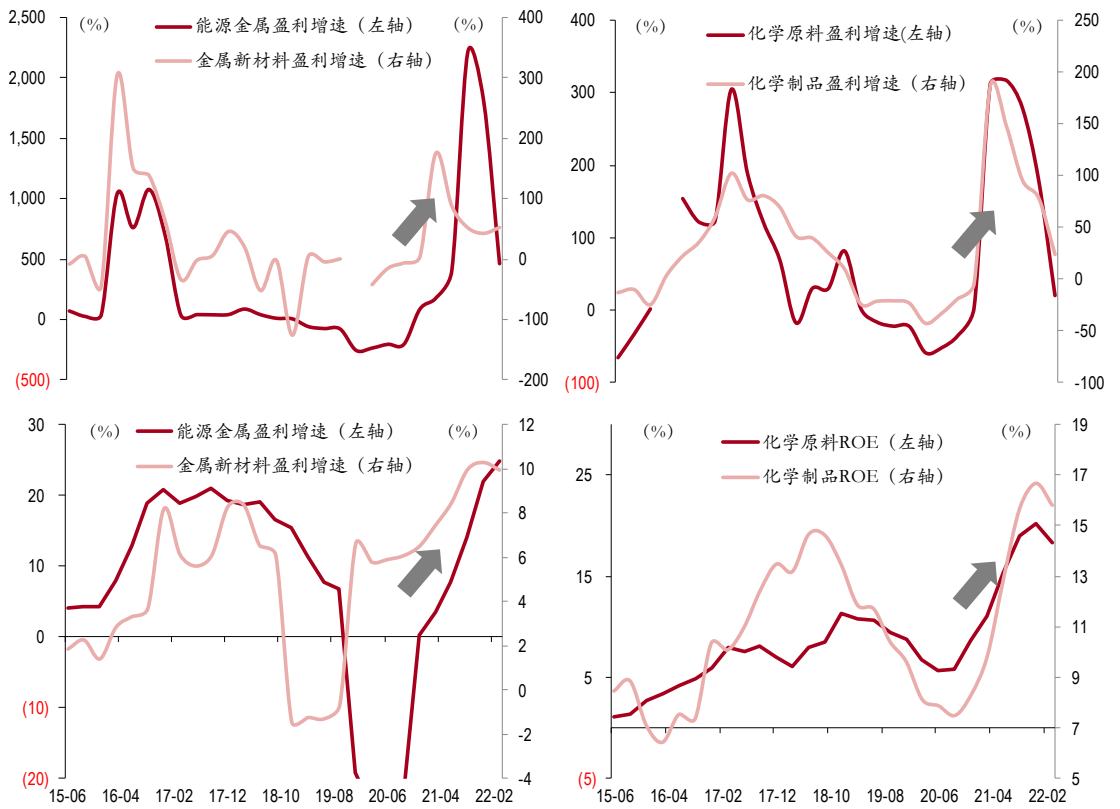
資料來源：萬得，中銀證券

圖表 11. 週期成長代表性行業中報業績預告發佈前後市場回饋偏負面

代表行業	中報預告披露家數	中報預告披露率	中報業績預告增速中位數	中報業績預告增速平均數	披露日前後相對全A區間漲跌幅									
					T-3 平均數	T-3 中位數	T-1 平均數	T-1 中位數	T 平均數	T 中位數	T+1 平均數	T+1 中位數	T+3 平均數	T+3 中位數
純鹼	3	75%	162%	770%	-2%	2%	3%	7%	-2%	-2%	-2%	-3%	-3%	-1%
鈷	1	25%	63%	63%	-3%	-3%	0%	0%	3%	3%	2%	2%	6%	6%
鋰	9	100%	845%	2436%	-1%	-1%	1%	0%	0%	1%	1%	1%	1%	0%
鈦白粉	2	33%	-61%	-61%	-10%	-10%	-8%	-8%	-6%	-6%	-4%	-4%	1%	1%
有機矽	4	40%	117%	81%	-2%	-2%	-1%	-4%	-1%	-3%	-1%	-2%	0%	1%
氟化工	4	50%	400%	438%	4%	4%	6%	5%	4%	4%	7%	6%	12%	12%
磷化工	7	78%	222%	878%	1%	-3%	2%	1%	1%	0%	3%	0%	3%	3%
磁性材料	4	31%	103%	126%	3%	3%	5%	5%	6%	6%	9%	8%	12%	16%

資料來源：萬得，中銀證券

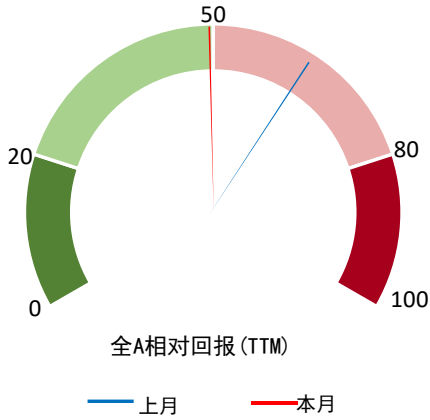
圖表 12. 週期成長代表性行業 ROE 或觸頂



資料來源：萬得，中銀證券

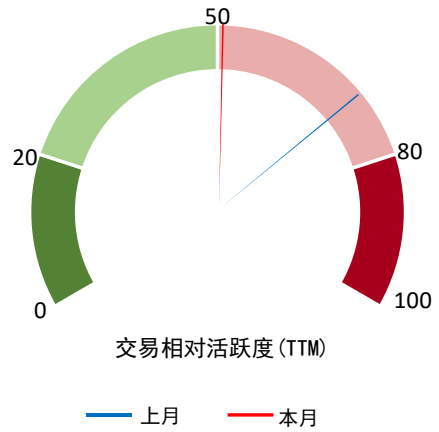
一周市場總覽、組合表現及熱點追蹤

圖表 13. 本月全 A 相對回報環比上月有所回落



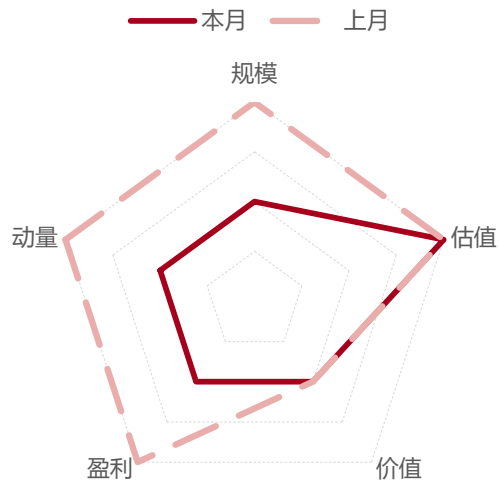
資料來源：萬得，中銀證券

圖表 14. 成交活躍度也相應回落



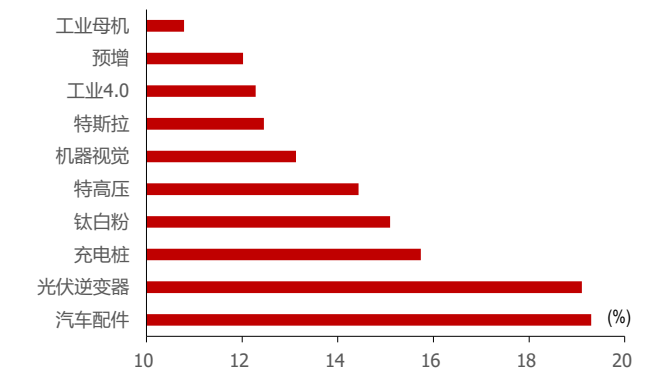
資料來源：萬得，中銀證券

圖表 15. 環比上月小規模、低動量、低盈利增速因數占優



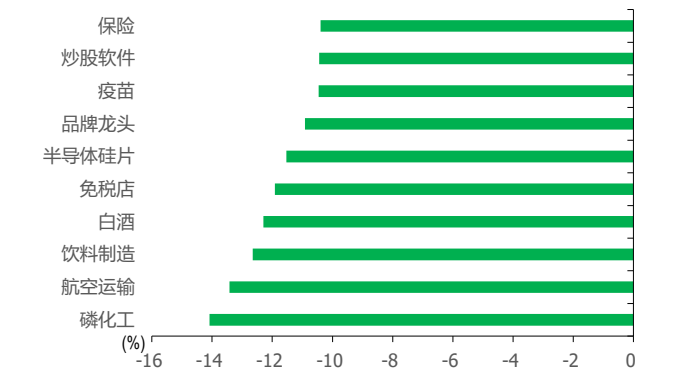
資料來源：萬得，中銀證券

圖表 16. 本月主題紅榜，汽車配件、新能源領跑



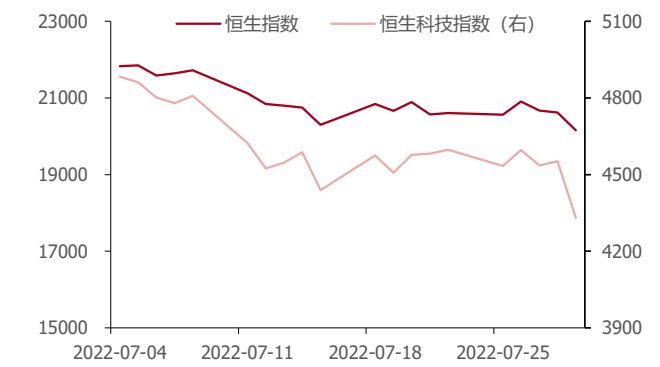
資料來源：萬得，中銀證券

圖表 17. 本月主題黑榜，磷化工、航空、白酒領跌



資料來源：萬得，中銀證券

圖表 18. 本月港股走勢情況



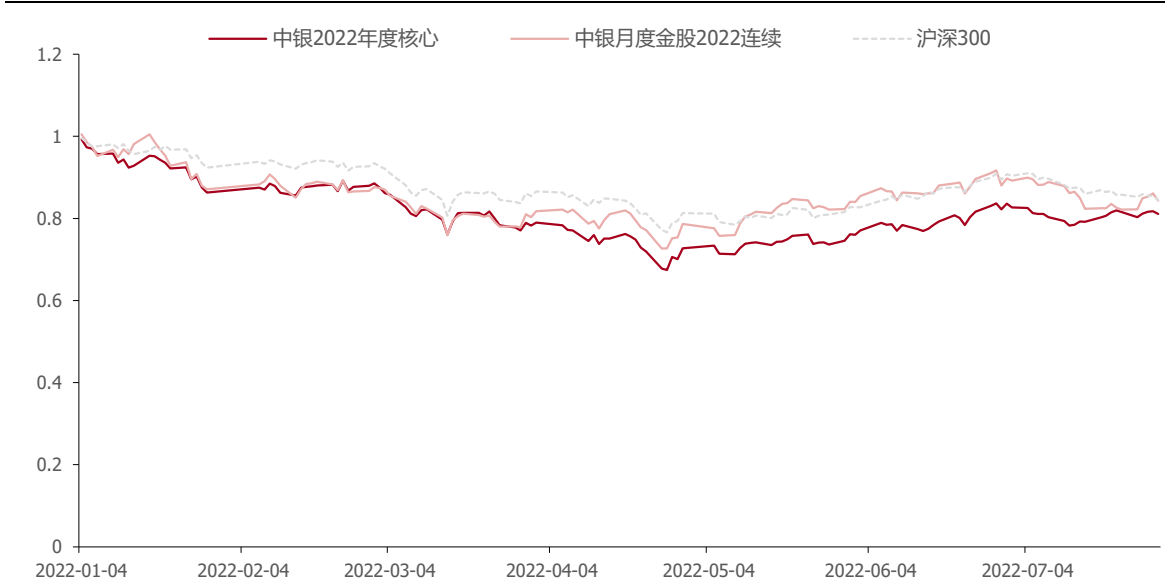
資料來源：萬得，中銀證券

圖表 19. 本月納斯達克金龍指數走勢情況



資料來源：Investing，中銀證券

圖表 20. 中銀年度核心組合、月度金股連續組合本月走勢情況



資料來源：萬得，中銀證券

下半年政策不加碼，整體基調穩中求進。中共中央政治局 7 月 28 日召開會議，分析研究當前經濟形勢，部署下半年經濟工作。下半年基調為穩中求進，重在求“質”。會議強調：做好下半年經濟工作，要堅持穩中求進工作總基調，完整、準確、全面貫徹新發展理念，加快構建新發展格局，著力推動高品質發展，全面落實疫情要防住、經濟要穩住、發展要安全的要求，鞏固經濟回升向好趨勢，著力穩就業穩物價，保持經濟運行在合理區間，力爭實現最好結果。會議談化了全年 5.5% 的目標，強調“力爭實現最好結果”，表示“經濟大省要勇挑大樑，有條件的省份要力爭完成經濟社會發展預期目標”。此次會議強調保障政治優先順序，將政治和社會發展放在更重要的位置，提出“特別是要從政治上、算政治賬”。目前貨幣政策已偏寬鬆，經濟預期的改善情況仍待觀察，下半年的內需恢復仍有可能遭遇疫情復發、房地產走勢等阻力。

疫情防控升級至政治層面。此次會議要求高效統籌疫情防控和經濟社會發展工作，要求對疫情防控和經濟社會發展的關係，要綜合看、系統看、長遠看，特別是要從政治上、算政治賬。並且會議強調“動態清零政策”不變，保證影響經濟社會發展的重點功能有序運轉，該保的要堅決保住。要做好病毒變異跟蹤和新疫苗新藥物研發。考慮到國內疫情接種率維持在較高水準，以及上半年數次疫情反彈造成的經濟衝擊，疊加國際環境較為嚴峻的背景，市場對此次防疫政策動態調整有一定仿宋預期。此次會議定調疫情防控仍是下半年最高優先順序，全年經濟目標的實現或受此掣肘，也可能存在對年初經濟增速要求的戰術性放緩意圖。

“保交樓”首入中央政治局會議內容。會議指出，要穩定房地產市場，堅持房子是用來住的、不是用來炒的定位，因城施策用足用好政策工具箱，支持剛性和改善性住房需求，壓實地方政府責任，保交樓、穩民生。受各種因素影響，今年以來，房地產市場出現波動。根據國家統計局的資料，今年上半年，全國房地產開發投資同比下降 5.4%，連續三個月下降；商品房銷售面積同比下降 22.2%，商品房銷售額下降 28.9%；房地產開發企業到位資金同比下降 25.3%。同時，由於部分房企出現現金流緊張局面，一些在建房地產項目停工。這不僅影響到各地制定的“保交樓”目標，而且使部分業主的心態出現波動。對於近一個月來的爛尾樓盤“停貸”風波，本次會議十分具有針對性地明確：壓實地方政府責任，保交樓、穩民生。政治局會議對房地產市場的指導表述，放在“全方位守住安全底線”的條目下，說明監管部門對於“穩樓市”十分重視，而“保交樓”首次被寫入中央政治局會議中，說明此舉已成為穩樓市的關鍵。

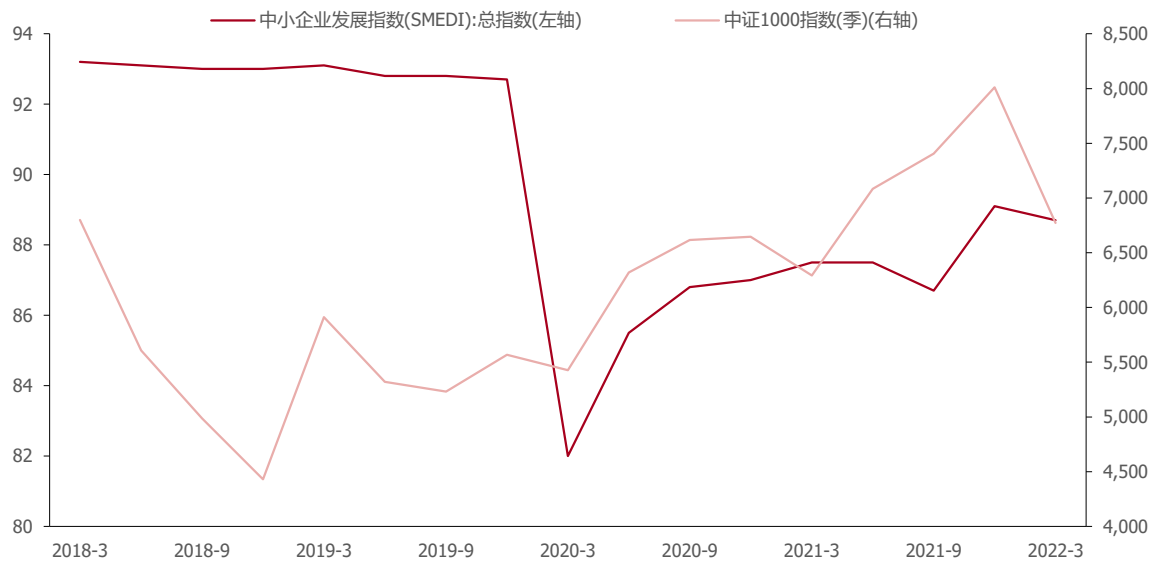
經濟發展仍靠內需拉動。會議強調，宏觀政策要在擴大需求上積極作為，財政貨幣政策要有效彌補社會需求不足。用好地方政府專項債券資金，支持地方政府用足用好專項債務限額。貨幣政策要保持流動性合理充裕，加大對企業的信貸支援，用好政策性銀行新增信貸和基礎設施建設投資基金。要提高產業鏈供應鏈穩定性和國際競爭力，暢通交通物流，優化國內產業鏈佈局，支援中西部地區改善基礎設施和營商環境。此次財政貨幣政策重點在擴大內需，貨幣政策在維持資金流動合理寬裕的前提下將向支援企業信貸傾斜，財政政策在下半年將對經濟增長起到引領作用。雖然此次政治局會議提及了財政貨幣政策要有效彌補社會需求不足，但是從市場預期的角度，既沒有提特別國債和提前下發 2023 年專項債額度，又沒有提貨幣政策進一步放鬆，至於此前國務院會議提及的智慧家電下鄉和部分省落地的購車優惠、消費補貼，都沒有在會議上有明確說法。因此整體來看，宏觀政策是低於市場預期的。

安全發展得到進一步強調。會議指出，要全方位守住安全底線。要強化糧食安全保障，提升能源資源供應保障能力，加大力度規劃建設新能源供給消納體系，同時還有要穩定房地產市場，堅持房子是用來住的、不是用來炒的定位，因城施策用足用好政策工具箱，並且還有要保持金融市場總體穩定，妥善化解一些地方村鎮銀行風險。具體而言，國際方面，烏克蘭危機的影響持續深化，並借由糧食和能源價格已經推升了全球通脹水準迭創新高，因此本次會議首先提及了我國的糧食和能源安全問題；國內方面，部分城市房地產交樓風波和一些地方村鎮銀行風險暴露，在處置相關風險的過程中，需要防範風險外溢和連鎖反應。

整體宏觀政策行穩，考驗經濟韌性。6月經濟回暖趨勢明顯，第三季度將是穩經濟的關鍵時期。前期各類穩增長政策的效果將會在第三季度更加顯著，但是需注意政策的連貫性，近期經濟預期轉弱，市場需要新的增量利好政策穩定信心。“著力穩就業穩物價”，做好大宗商品的保供穩價工作，警惕輸入型通脹風險。從疫情後經濟恢復的情況來看，固定資產投資受基建加速落地和製造業投資帶動整體表現強勁，無疑也將是下半年支撐經濟增長的最重要因素，消費端受到補償消費、購車補貼、電商促銷等多因素影響而大幅反彈，但二季度居民收入低增，因此消費好轉的持續性存疑，生產端則受外需回落和主動去庫存雙重負面影響，下半年可能表現相對較弱。因此市場寄希望於房地產投資增速回升、財政落地更大的赤字額度、以及更充裕的信用環境，作為穩增長的政策補充，從本次會議表述看，宏觀政策保持定力，並且以較大篇幅首先強調了防疫的重要性，預計在IMF剛剛下調了全球經濟增速預測的背景下，國內或也將迎來一波經濟增速預期下調。當前國內經濟有三點沒有變化：一是二季度是全年經濟增速的低點，下半年經濟增速逐級而上的趨勢沒有變化；二是包括美歐在內的海外經濟衰退預期升溫，我國相較海外具備基本面優勢的形勢沒有變化；三是美聯儲收緊貨幣政策或已接近強弩之末，但我國宏觀政策仍有空間的政策優勢沒有變化。

政策不加碼下市場或更偏向中證 1000 風格。考慮到中央政治局此次政策基調，我們預計政策發力點將會從促增長轉向保生存，上半年中小企業復蘇仍面臨較大困難和挑戰，預計下半年會有一攬子政策“組合拳”為中小企護航。6月份，隨著疫情防控形勢逐漸好轉，生產生活秩序逐步恢復，以及一攬子穩增長政策持續發力，企業開工率穩步回升，產業鏈供應鏈堵點卡點持續疏通，經濟運行呈企穩回升態勢，中小企業景氣狀況有所改善。6月份，中國中小企業發展指數(SMEDI)為 88.4，環比上升 0.2 點，在連續 4 個月下降後止跌回升，但仍低於 2021 年同期水準。歷史上中小企業景氣與中證 1000 走勢高度相關，預計股市偏好風格轉向中證 1000。

圖表 21. 中小企業發展指數與中證 1000 指數(季)走勢情況，中小企業景氣領先股指



資料來源：萬得，中銀證券

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。如有投資者於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