

策略周报

箴言录：龙年 10 问

——策略周末谈（2 月第 2 期）

方正证券研究所

分析师

曹柳龙 登记编号：S1220523060003

联系人 徐嘉奇

相关研究

《多家公司发布业绩预告，期待年报整体表现》2024.02.13

《本周 A 股估值总体大幅回升——A 股 TTM&全动态估值全景扫描》2024.02.09

《重铸 β ：杠铃的失效——策略周末谈（2 月第 1 期）》2024.02.04

《北交所周报：公募基金发布 2023 年四季报，新增多个北交所重仓标的》2024.02.03

《本周 A 股估值总体收敛——A 股 TTM&全动态估值全景扫描》2024.02.03

《重铸 β ：稀缺资产，防守反击——策略周末谈（1 月第 5 期）》2024.01.28

（一）时代背景：逆全球化大趋势下，发展的重要性逐步降低，安全的重要性明显增加

1、时代背景：“二十年未有之变局”，到底意味着什么？

（二）“稀缺资产”重估：大安全当立！趋势性增配“安全”相关的“稀缺资产”（资源+公用事业+硬科技）

2、稀缺资产：逆全球化“大安全当立”，中期配置哪些方向？

3、稀缺资产：预期收益率二次下台阶，谁来接棒“核心资产”？

4、稀缺资产：预期收益率再次中枢上行的情景有哪些？

（三）地产：悲观预期过度超调，会带来地产/银行“脉冲式”反弹

5、地产：A 股反弹，地产会有“脉冲式”行情吗？

6、地产：对比 90 年代日本地产危机，为什么中国地产不会重蹈覆辙？

（四）科技：AI 仍是主题，反弹可以换仓“稀缺资产”（算力）

7、科技：如何看超跌反弹行情的持续性？

8、科技：新一轮科技股牛市启动的条件是什么？

（五）消费：超跌反弹，择机换仓

9、消费：借鉴港股，如何看出出行链消费品的短期弹性？

（六）行业配置：继续坚守“八二法则”，80%配置高股息“稀缺资产”（资源+公用事业+硬科技）+ 20%博弈高弹性资产（地产/银行/出行链）

10、总结：如何战略性增配“稀缺资产”，小仓位博弈“弹性资产”？

- **风险提示：**政策落地不及预期、宏观经济下行压力超预期、盈利环境发生超预期波动等。

正文目录

1 本周核心观点.....	4
(一) 时代背景：逆全球化大趋势下，发展的重要性逐步降低，安全的重要性明显增加.....	4
1.1 时代背景：“二十年未有之变局”，到底意味着什么？.....	4
(二) “稀缺资产”重估：大安全当立！趋势性增配“安全”相关的“稀缺资产”（资源+公用事业+硬科技）.....	5
1.2 稀缺资产：逆全球化“大安全当立”，中期配置哪些方向？.....	5
1.3 稀缺资产：预期收益率二次下台阶，谁来接棒“核心资产”？.....	5
1.4 稀缺资产：预期收益率再次中枢上行的情景有哪些？.....	6
(三) 地产：悲观预期过度超调，会带来地产/银行“脉冲式”反弹.....	7
1.5 地产：A股反弹，地产会有“脉冲式”行情吗？.....	7
1.6 地产：对比90年代日本地产危机，为什么中国地产不会重蹈覆辙？.....	8
(四) 科技：AI仍是主题，反弹可以换仓“稀缺资产”（算力）.....	9
1.7 科技：如何看超跌反弹行情的持续性？.....	9
1.8 科技：新一轮科技股牛市启动的条件是什么？.....	10
(五) 消费：超跌反弹，择机换仓.....	11
1.9 消费：借鉴港股，如何看出出行链消费品的短期弹性？.....	11
(六) 行业配置：继续坚守“八二法则”，80%配置高股息“稀缺资产”+20%博弈高弹性资产（地产/银行/出行链）.....	11
1.10 总结：如何战略性增配“稀缺资产”，小仓位博弈“弹性资产”？.....	11
2 市场全景扫描.....	13
2.1 市场回顾.....	13
2.2 近期重要经济数据.....	16
2.3 本周经济要闻.....	17

图表目录

图表 1: 过去 20 多年的“发展”：土地财政支撑要素垄断低价，补贴全球贸易以升级应用工业（轻工业）..	4
图表 2: 未来 20 年也要注重“安全”：央国企“专营溢价”补贴新型举国体制，升级基础工业（重工业）..	4
图表 3: 中长期配置建议：布局 3 类“稀缺”资产.....	5
图表 4: 2010 年前后消费的盈利能力开始趋势性超越周期.....	6
图表 5: 驱动消费/周期的相对估值上台阶.....	6
图表 6: “稀缺资产”盈利能力也开始超越“核心资产”.....	6
图表 7: 也正驱动稀缺资产/核心资产的相对估值上台阶.....	6
图表 8: A 股 Risk-On 三因素已满足其二，“稳增长”政策是否加码/超预期，是当前市场的核心矛盾.....	7
图表 9: 当前，中国正处于现金流量表困局的“破局阶段”.....	8
图表 10: 年初以来越是超跌的行业，2 月 6 日以来反弹的幅度相对越高.....	9
图表 11: 场景革命的 4 个阶段：大规模基建是科技股牛市的基础.....	10
图表 12: 春节期间港股消费股弹性最大.....	11
图表 13: 但 A 股消费股的基金持仓仍处于高位.....	11
图表 14: 行业配置“八二法则”：80%配置高股息“稀缺资产”+20%博弈地产链弹性.....	12
图表 15: 近期市场回顾.....	14
图表 16: 行业比较.....	16

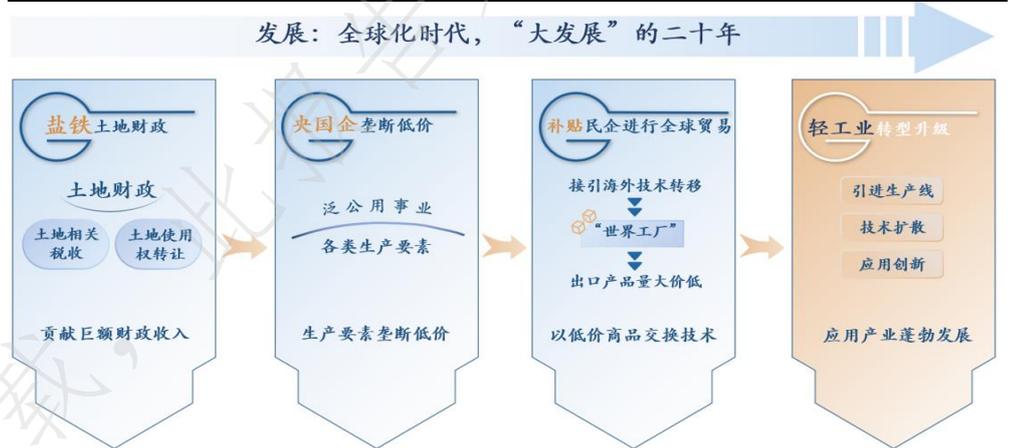
1 本周核心观点

(一) 时代背景：逆全球化大趋势下，发展的重要性逐步降低，安全的重要性明显增加

1.1 时代背景：“二十年未有之变局”，到底意味着什么？

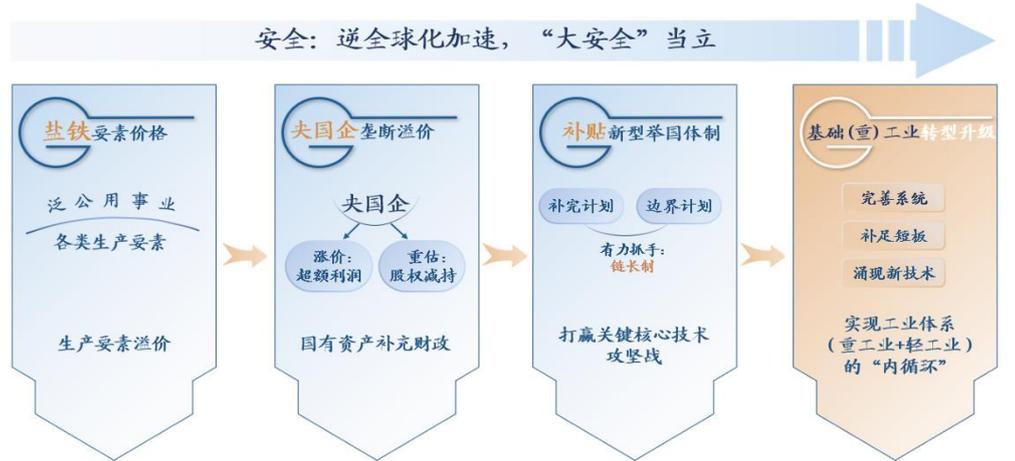
逆全球化的大趋势下，经济的底色正从“发展”转向“安全”，国企的使命也从“垄断低价”转向“垄断高价”，并带来泛公用事业部门的“涨价&重估”。(1) 过去 20 年全球“大发展时代”：土地财政的“盐铁”，长期补贴国企泛公用事业部门，提供“垄断低价”的生产要素（水/电/煤/交运/通信等），使得加入 WTO 后的民企，能够获得低成本优势参与国际贸易，并逐步升级中国的现代化工业体系。国企的使命是长期提供“垄断低价”的生产要素，这导致国企泛公用事业部门长期“估值折价”。(2) 现在和未来 20 年逆全球化“大安全当立”：生产要素的“盐铁”，通过国企泛公用事业部门“涨价重估”补充财政，补贴新型举国体制，升级基础工业门类，实现“硬科技”自主可控。国企的使命转向提供“垄断高价”的商品，这会带来国企泛公用事业部门的“估值溢价”。

图表1:过去 20 多年的“发展”：土地财政支撑要素垄断低价，补贴全球贸易以升级应用工业（轻工业）



资料来源：方正证券研究所

图表2:未来 20 年也要注重“安全”：央国企“专营溢价”补贴新型举国体制，升级基础工业（重工业）



资料来源：方正证券研究所

(二) “稀缺资产”重估：大安全当立！趋势性增配“安全”相关的“稀缺资产”（资源+公用事业+硬科技）

1.2 稀缺资产：逆全球化“大安全当立”，中期配置哪些方向？

“安全”重要性明显提升，资产配置也要从“发展”相关的“核心资产”（消费+成长），切换到“安全”相关的“稀缺资产”（资源+公用事业+硬科技）。（1）过去20年的“大发展时代”，虽然经济增速有高有低，周期、消费和成长类资产内部也经常切换，但这些“发展”相关资产的估值水平普遍高于“安全”相关的资源和公用事业。（2）现在和未来20年的“大安全时代”，经济增长的重要性逐步降低，而安全自主可控的重要性明显抬升，这会开启“安全”相关资产中长期重估进程：资源+公用事业+硬科技（AI 算力）等“安全”属性资产，供给相对稀缺，盈利能力受经济增长的影响较低，能够获得长期的比较优势！

图表3：中长期配置建议：布局3类“稀缺”资产



资料来源：方正证券研究所整理

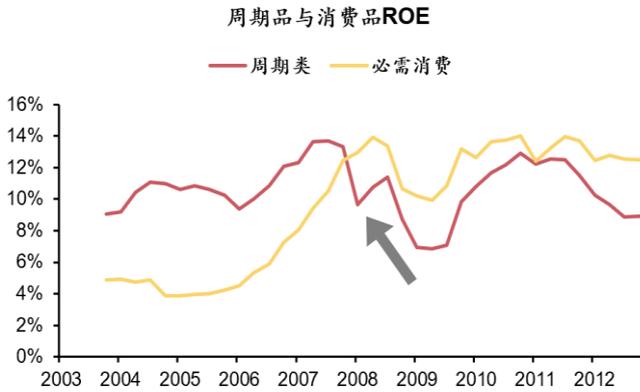
1.3 稀缺资产：预期收益率二次下台阶，谁来接棒“核心资产”？

逆全球化“发展”的重要性降低，消费“核心资产”的盈利能力和估值中枢下移，国企“稀缺资产”获得比较优势，开启重估进程！(1) 21世纪第一个10年，中国加入WTO经济高速增长，“煤飞色舞”周期股的ROE中枢在15%左右，是市场的交易主线；(2) 2010年前后中国步入“存量经济”时代，经济增长/预期收益率中枢第一次下台阶，市场交易主线从周期股切换到ROE中枢在10%左右的TMT和消费“核心资产”；(3) 21世纪第三个10年，地产周期下移，中国经济增长/预期收益率中枢第二次下台阶，地产链相关的消费“核心资产”的盈利能力和估值水平将中枢下移，而国企“稀缺资产”(资源+公用事业)的盈利能力不受地产周期下行的影响，获得比较优势，将开启中长期重估进程。

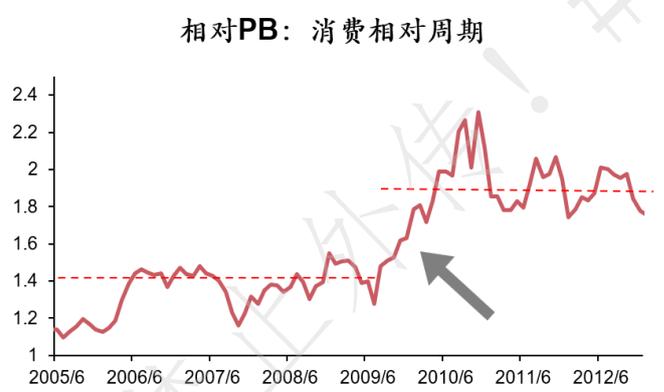
从财务和估值数据上来，2010年前后消费的ROE开始趋势性超越周期，带来周期/消费的相对估值中枢上移；当前国企“稀缺资产”的ROE开始超越消费“核心资产”，也正在驱动稀缺资产/核心资产的相对估值中枢上移！

图表4: 2010年前后消费的盈利能力开始趋势性超越周期

图表5: 驱动消费/周期的相对估值上台阶



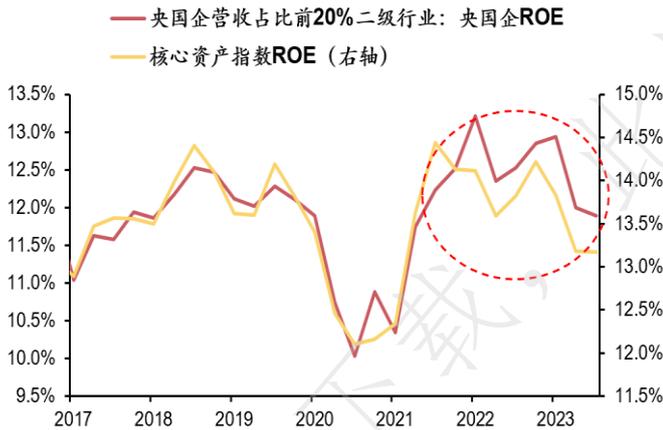
资料来源: Wind, 方正证券研究所



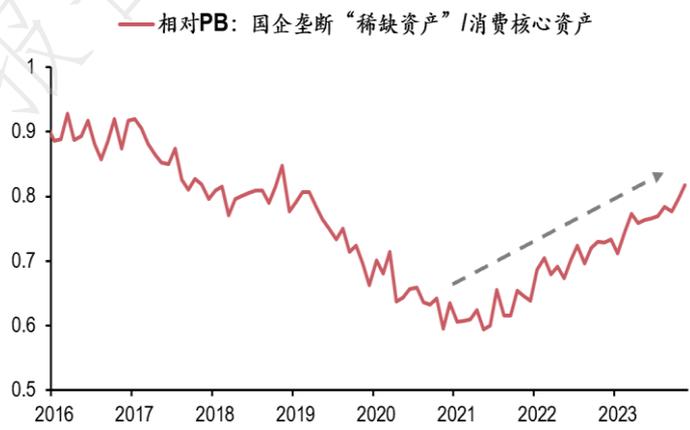
资料来源: Wind, 方正证券研究所

图表6: “稀缺资产”盈利能力也开始超越“核心资产”

图表7: 也正驱动稀缺资产/核心资产的相对估值上台阶



资料来源: Wind, 方正证券研究所



资料来源: Wind, 方正证券研究所

1.4 稀缺资产：预期收益率再次中枢上行的情景有哪些？

预期收益率二次下台阶，是“稀缺资产”重估的核心逻辑，目前没有观察到预期收益率中枢再次抬升的情景。预期收益率中枢再次上移的情景主要有两个——

(1) 经济重归“发展”主线，但逆全球化“大安全当立”，政策“强刺激”的概率较低——如果说去年下半年投资者还会在“稳增长”和“调结构”政策预

期中摇摆的话，那么随着岁末年初政策持续强调“高质量发展”以来，当前投资者基本已经形成一致预期：政策大概率不会走“强刺激”的老路，也就意味着地产周期下行，预期收益率二次下台阶将会成为中长期趋势。

(2) 新一轮科技周期如果提前启动，也会带来预期收益率中枢上移，但我们判断新一轮“数字经济”科技周期可能要等到 2030 年以后才会启动——在去年 5-6 月 AI 行情最火爆的时候，市场上很多人预言 AI 会迎来 13-15 年“移动互联网”牛市行情，甚至是 97-01 年美股“科网泡沫”行情，但我们在当时就明确提示：AI 只是产业/政策预期+流动性驱动的大主题行情（具体逻辑详见问题 8），能够带来预期收益率阶段性上行，但无法扭转预期收益率中长期下台阶的趋势。节后 A 股如果继续反弹，也会带来预期收益率阶段性上行，可能会导致国企“稀缺资产”短期跑输，但这也无法扭转预期收益率长期下台阶的趋势，我们认为，国企“稀缺资产”每次调整都是增配买入的窗口期！

(三) 地产：悲观预期过度超调，会带来地产/银行“脉冲式”反弹

1.5 地产：A 股反弹，地产会有“脉冲式”行情吗？

“稳增长”政策能否阻断地产链的系统性风险，是当前 A 股的核心矛盾。要么春季无躁动，如果有，大概率是地产链周期躁动。我们从去年末的一系列报告中持续强调：当前的市场底部类似于 18 年末/19 年初的“市场底”，美联储政策转鸽+中美关系缓和+“稳增长”政策加码，是 A 股 Risk-On 的 3 大核心驱动力。在去年 11 月初，美联储政策转鸽+中美缓和带来 A 股 Risk-On，分母端流动性驱动的科技成长股领涨。我们在去年 12 月初就开始判断：当前市场的核心矛盾转向国内地产链“托底型稳增长”政策是否加码，并阻断系统性风险的担忧。当时我们给出了两个情景假设——

(1) 情景一：如果“稳增长”政策低预期，投资者担心系统性风险，那么 A 股在 3000 点以下继续调整；

(2) 情景二：如果“稳增长”政策超预期，系统性风险担忧被阻断，那么 A 股会 Risk-On，并带来地产链周期股“脉冲式”反弹行情！

我们判断：地产/银行的 PB 在 0.5 倍左右，说明投资者担忧会发生资产负债表塌陷的系统性风险，但监管层已经明牌并反复强调“守住不发生系统性风险”的底线。悲观预期过度向下超调，大概率会带来地产/银行“脉冲式”修复行情。

图表8:A 股 Risk-On 三因素已满足其二，“稳增长”政策是否加码/超预期，是当前市场的核心矛盾



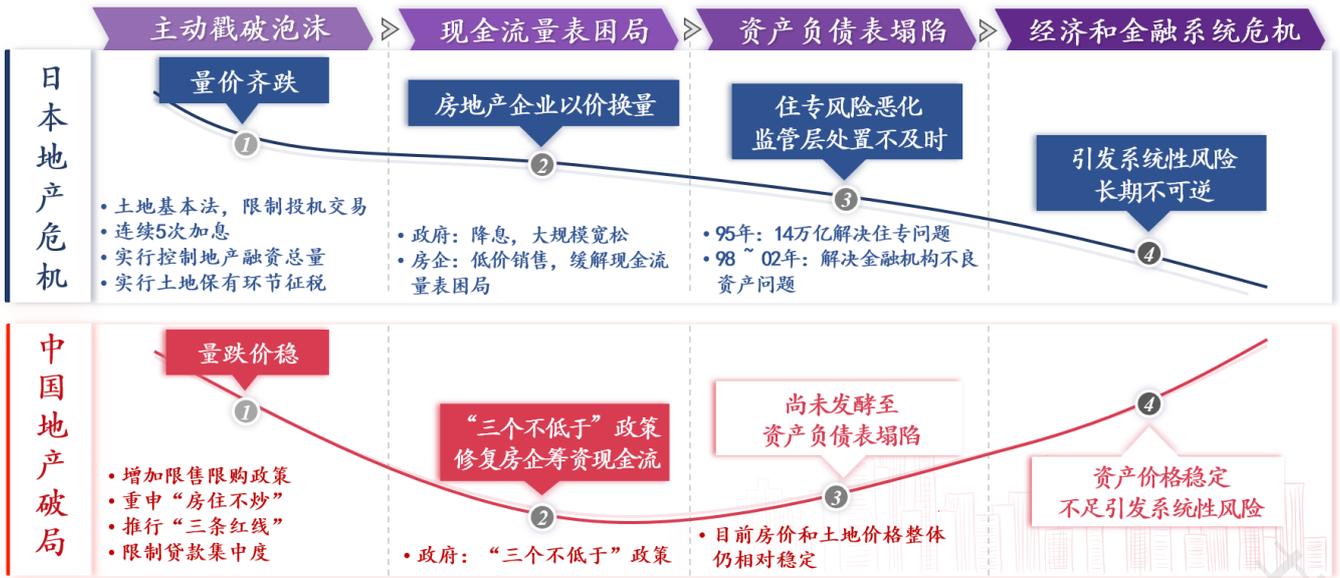
资料来源：方正证券研究所整理

1.6 地产：对比 90 年代日本地产危机，为什么中国地产不会重蹈覆辙？

中国政府做对了两件事情，能够阻断地产危机蔓延成“资产负债表塌陷”的系统性风险。当前中国地产危机处于日本地产危机第2阶段的“现金流量表困局”——90年代日本地产危机蔓延可以划分为4个阶段：（1）第1阶段：1990年日本政府出台《关于遏制土地相关融资》指定，主动戳破地产泡沫，导致地产销量大跌；（2）第2阶段：地产销量大跌降低日本地产公司周转率，导致92年的“现金流量表困局”；（3）第3阶段：为了解决现金流短缺的问题，日本地产公司开始“降价甩卖”；同时，93年开始日本政府开启大规模宽松政策，地产公司借入大量“住专贷款”进行地产新开工投资，增加地产统计，导致日本房价进一步大跌并在95年形成“资产负债表塌陷”的系统性风险；（4）第4阶段：日本地产行业的“资产负债表塌陷”，最终恶化成经济和金融体系的系统性风险。我们判断：日本在92年地产遭遇“现金流量表困局”的时候主要做错了两件事情，降价甩卖+增加供给。而当前中国政府做对了两件事情：限制降价+增加需求，能够阻断地产风险进一步蔓延——

- （1）限制降价：限制新房降价销售，并通过“三个不低于政策”给房地产企业提供融资现金流支持；
- （2）增加需求：约束地产新增供给，并通过保障房和城中村改造，提供潜在的地产新需求。

图表9：当前，中国正处于现金流量表困局的“破局阶段”



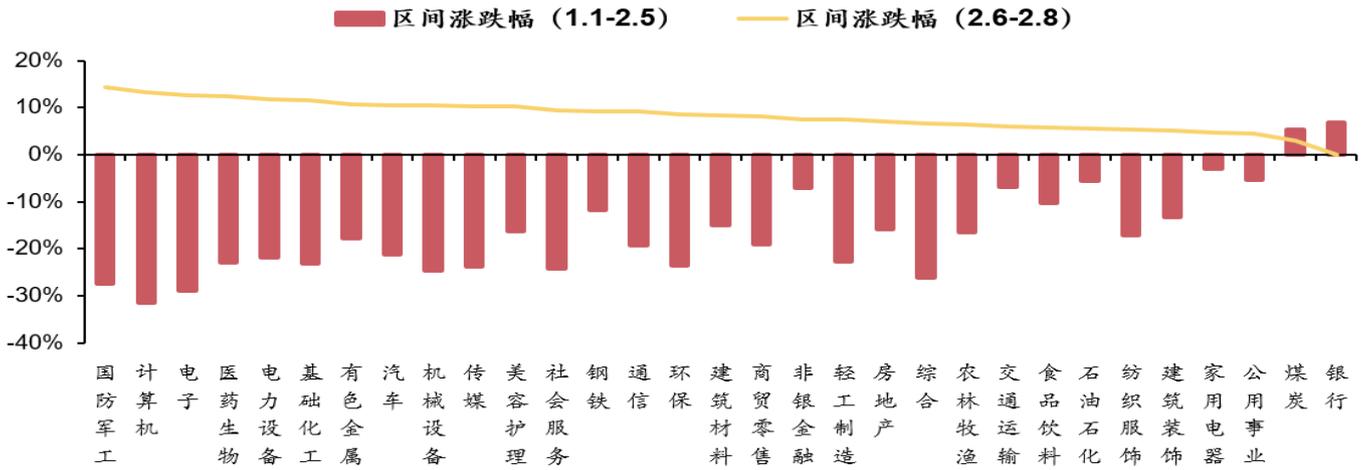
资料来源：方正证券研究所整理

(四) 科技：AI 仍是主题，反弹可以换仓“稀缺资产”（算力）

1.7 科技：如何看超跌反弹行情的持续性？

科技股超跌反弹，持续性仍待美联储降息预期 or 美债利率再次回落。节前 3 个交易日科技股是非常典型的超跌反弹：年初以来跌幅最大的科技股，在节前 3 个交易日的反弹幅度也最高。不过，我们一直判断，以 AI 为代表的科技股目前仍只是主题行情，需要产业/政策预期+流动性宽松预期驱动。我们认为，虽然春节假期 open AI 开发的 Sora 实现了长视频突破，但相较于 22 年末 ChatGPT 从 0 到 1 的产业突破，Sora 从 1 到 2 的进步，对于 AI 产业预期的驱动力相对有限。同时，当前美国超预期的经济和通胀数据，进一步降低了 5 月美联储降息的概率。我们认为，在缺乏进一步的 AI 政策落地 or 美联储降息预期再次抬升之前，科技股仍只是阶段性的超跌反弹。建议趁着超跌反弹，继续换仓“稀缺资产”（资源+公用事业+AI 算力相关的硬科技）！

图表10:年初以来越是超跌的行业，2月6日以来反弹的幅度相对越高



资料来源: Wind, 方正证券研究所整理

1.8 科技：新一轮科技股牛市启动的条件是什么？

大规模“算力基建”投资，能够夯实 AI 商业化的基础，是“数字经济”科技股长牛的基础。(1) 97-01 年美股“科网泡沫”的前提是，美国 93 年开始启动的 NII 计划，大规模信息高速公路基建，带来 PC 互联网商业化的基础；(2) 13-15 年 A 股“移动互联网”牛市的前提是，中国 09-12 年的大规模物流（4 万亿）和信息流（4G）基建，带来了移动互联网商业化的基础。反观 AI “数字经济”，虽然 AI 技术在不断取得突破，但我们一直强调，在 AI “算力基建”仍未大规模投资之前，AI 大概率仍是主题行情。

当然也有部分投资者认为，即便没有大规模“算力基建”，AI 美股映射也能够带来趋势性的投资机会。但我们认为：受到逆全球化美国对华科技封锁的约束，不同于 07 年开始的苹果手机产业链的美股映射，当前 AI 产业链很难再有持续的美股映射逻辑。

图表11:场景革命的4个阶段：大规模基建是科技股牛市的基础



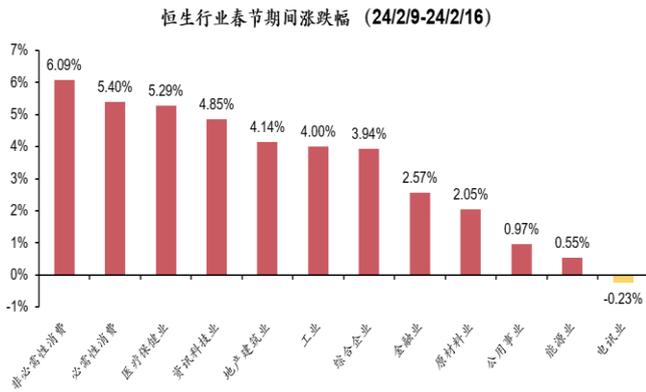
资料来源: 方正证券研究所

(五) 消费：超跌反弹，择机换仓

1.9 消费：借鉴港股，如何看出行链消费品的短期弹性？

春节长假消费数据超预期，能够强化消费股的阶段性反弹行情。今年春节 8+1 超长假期，旅游消费同比改善明显：除夕至正月初六七天公路、铁路、水路、民航总发送旅客人次达 18.72 亿人次，其中公路发送旅客同比去年春节增长超 20%，铁路、水路、民航同比增长超 50%，且大幅高于 19 年同期，部分热门旅游城市游客数同比去年春节超 50%。出行链上的酒店、餐饮同样显著复苏。当前消费股整体处于超跌状态，借鉴港股春节表现，出行链消费股有望成为短期弹性最大的方向——春节期间港股超跌反弹，出行链消费行业的弹性最大。当前消费行业的估值整体处于历史低位，超预期的春季消费数据，能够强化出行链消费行业（如交运/零售/酒店餐饮/旅游景区等）的短期弹性。但我们也需要注意到，当前消费行业的机构持仓仍处于相对高位，地产周期下行也会约束消费行业的盈利能力和估值中枢，因此我们判断：消费“核心资产”的每一次反弹，都是换仓成国企“稀缺资产”的窗口期。

图表12: 春节期间港股消费股弹性最大



资料来源: Wind, 方正证券研究所

图表13: 但 A 股消费股的基金持仓仍处于高位



资料来源: Wind, 方正证券研究所

(六) 行业配置：继续坚守“八二法则”，80%配置高股息“稀缺资产” + 20%博弈高弹性资产（地产/银行/出行链）

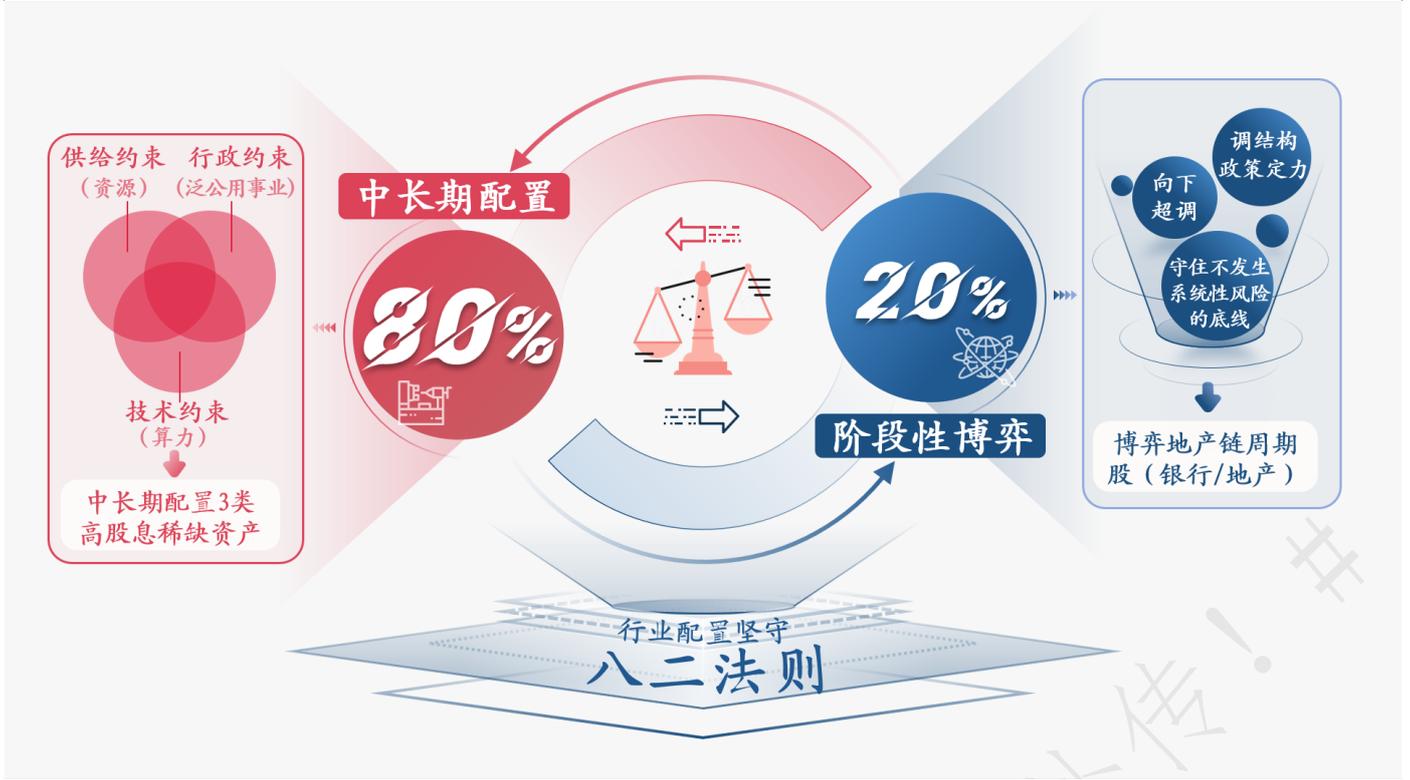
1.10 总结：如何战略性增配“稀缺资产”，小仓位博弈“弹性资产”？

我们从去年 12 月初开始持续提示：预期收益率二次下台阶，高股息的“稀缺资产”将会中长期重估。在新一轮科技周期（可能在 2030 年以后）驱动预期收益率中枢抬升之前，行业配置坚守“八二法则”——

80%仓位中长期配置 3 类高股息稀缺资产：(1) 供给约束（部分资源）：煤炭/有色；(2) 行政约束（中特估）：国企垄断的水务/电力/交运；(3) 技术约束（硬科技）：AI 算力基建。

20%仓位阶段性博弈 2 类高弹性资产：(1) 地产/银行的预期过度向下超调，会带来“脉冲式”的春季躁动行情；(2) 前期超跌的出行链消费行业（如交运/零售/酒店餐饮/旅游景区等），得益于春节消费数据超预期，短期也会成为反弹斜率较大的方向。

图表14:行业配置“八二法则”：80%配置高股息“稀缺资产”+20%博弈地产链弹性



资料来源：方正证券研究所整理

2 市场全景扫描

2.1 市场回顾

上周万得全 A 较上周上涨 5.72%，上证指数较前一周上涨 4.97%，沪深 300 较前一周上涨 5.83%，中证 500 较前一周上涨 12.86%，创业板指较前一周上涨 11.38%，科创 50 较前一周上涨 11.60%。

各类市场风格中，大盘价值上涨 2.64%，大盘成长上涨 8.16%，小盘价值上涨 9.84%，小盘成长下跌 0.00%。

大类行业中，必需消费与大消费本周涨跌幅靠前，涨跌幅分别为 5.21%、4.26%，服务业与金融服务本周涨跌幅靠后，涨跌幅分别为 0.48%、1.26%。

一级行业中，涨跌幅前三行业为医药生物、国防军工、美容护理，涨跌幅分别为 10.31%、9.26%、9.01%；涨跌幅后三行业为建筑装饰、综合、纺织服饰，涨跌幅分别为-0.69%、-0.58%、0.66%。

本周境外市场多数上涨，其中标普 500 下跌 0.42%、恒生指数上涨 3.77%。

大宗商品多数上涨，其中布油上涨 2.10%、COMEX 黄金下跌 0.78%。

截至节前收盘，中国十年期国债收益率为 2.43%，较前一周上升 0.58BP。

（因假期休市，境内市场境内市场周度涨跌幅、周度环比变化为 2.5-2.8 数据，境外市场周度涨跌幅、周度环比变化为 2.12-2.16 数据。）

图表15:近期市场回顾

本周市场回顾								
A股市场					境外市场与其他大类资产			
重要市场指数	前一涨跌幅	周度涨跌幅	年初以来涨跌幅	年初以来超额收益	境外市场指数	上周涨跌幅	本周涨跌幅	
万得全A	-9.27%	5.72%	-10.27%	0.00%	标普500	1.37%	-0.42%	
上证指数	-6.19%	4.97%	-3.67%	6.60%	道琼斯工业指数	0.04%	-0.11%	
沪深300	-4.63%	5.83%	-1.93%	8.34%	恒生指数	1.37%	3.77%	
中证500	-9.23%	12.86%	-5.14%	5.13%	英国富时100	-0.56%	1.84%	
创业板指	-7.85%	11.38%	-8.70%	1.57%	德国DAX	0.05%	1.13%	
科创50	-9.74%	11.60%	-11.80%	-1.53%	日经225	2.04%	4.31%	
市场风格指数	前一涨跌幅	周度涨跌幅	年初以来涨跌幅	年初以来超额收益	国际汇率	最新值	周度环比变化	
大盘价值	-1.25%	2.64%	6.58%	16.85%	美元指数	104.28	0.20	
大盘成长	-7.80%	8.16%	-7.47%	2.80%	美元兑人民币	7.19	0.01	
小盘价值	-7.51%	9.84%	1.24%	11.51%	港元兑人民币	0.92	0.00	
小盘成长	-11.70%	0.00%	-10.67%	-0.40%	英镑兑人民币	9.09	-0.07	
大类板块	前一涨跌幅	周度涨跌幅	年初以来涨跌幅	年初以来超额收益	欧元兑人民币	7.76	-0.01	
周期类	-5.10%	1.39%	-5.76%	4.51%	100日元兑人民币	4.82	-0.08	
资源类	-2.18%	1.36%	4.42%	14.69%	主要利率	最新值	周度环比变化	
中游材料	-6.79%	2.37%	-10.32%	-0.05%	中国十年期国债收益率	2.43%	0.58BP	
中游制造	-7.46%	2.05%	-12.89%	-2.62%	中国一年期国债收益率	1.93%	3.62BP	
大消费	-6.43%	4.26%	-9.32%	0.95%	期限利差(10Y-1Y)	0.50%	-3.04BP	
可选消费	-6.73%	2.43%	-8.94%	1.33%	R007	1.85%	-37.82BP	
必需消费	-6.28%	5.21%	-9.51%	0.76%	DR007	1.85%	0.60BP	
金融服务	-0.63%	1.26%	5.04%	15.31%	MLF利率:1年	2.50%	0BP(月度)	
服务业	-2.91%	0.48%	-1.01%	9.26%	美国十年期国债收益率	4.30%	13.00BP	
TMT	-7.87%	2.86%	-14.87%	-4.60%	大宗商品	前一涨跌幅	周度涨跌幅	
本周涨跌幅前三/后三一级行业	前一涨跌幅	周度涨跌幅	年初以来涨跌幅	年初以来超额收益	ICE布油	5.39%	2.10%	
医药生物	-11.61%	10.31%	-13.38%	-3.12%	WTI原油	6.31%	3.06%	
国防军工	-12.40%	9.26%	-16.96%	-6.69%	COMEX黄金	-0.64%	-0.78%	
美容护理	-10.74%	9.01%	-7.64%	2.62%	COMEX白银	-0.62%	1.57%	
建筑装饰	-9.66%	-0.69%	-8.82%	1.44%	LME铜	-3.67%	2.85%	
综合	-15.15%	-0.58%	-2.25%	-10.98%	LME铝	-1.31%	1.03%	
纺织服饰	-11.47%	0.66%	-12.78%	-2.51%	上期所螺纹钢	-3.40%	0.34%	

资料来源: Wind, 方正证券研究所注: 因假期休市, 境内市场周度涨跌幅、周度环比变化为 2.5-2.8 数据, 境外市场周度涨跌幅、周度环比变化为 2.12-2.16 数据

- 1) 从静态估值的角度看: 上周 A 股总体 PE (TTM) 较前一周从 14.78 倍升至 15.48 倍, PB (LF) 较前一周从 1.29 倍升至 1.35 倍; A 股整体剔除金融服务业 PE (TTM) 较前一周从 22.39 倍升至 23.60 倍, PB (LF) 较前一周从 1.71 倍升至 1.80 倍; 创业板 PE (TTM) 较前一周从 36.82 倍升至 39.03 倍, PB (LF) 从 2.45 倍升至 2.60 倍; 科创板 PE (TTM) 较前一周从 50.76 倍升至 56.02 倍, PB (LF) 从 2.68 倍升至 2.95 倍; 创业板相对于沪深 300 的相对 PE (TTM) 较前一周从 3.52 升至 3.58, 相对 PB (LF) 较前一周从 2.14 升至 2.18; 科创板相对于沪深 300 的相对 PE (TTM) 较前一周从 4.85 升至 5.13; 相对 PB (LF) 较前一周从 2.34 升至 2.48; A 股总体总市值较前一周上升 4.83%; A 股整体剔除金融服务业总市值较前一周上升 5.51%; 上周 A 股非金融 ERP 较前一周从 2.03% 降至 1.82%, 股债收益差较前一周从 -0.09% 降至 -0.19%。
- 2) 从动态估值的角度看: 上周 A 股重点公司总体全动态 PE 较前一周从 9.44 倍

升至 10.04 倍；A 股重点公司总体剔除金融服务业全动态 PE 较前一周从 12.16 倍升至 13.04 倍；创业板重点公司全动态 PE 较前一周从 15.80 倍升至 17.57 倍；科创板重点公司全动态 PE 较前一周从 23.21 倍升至 26.12 倍；创业板与沪深 300 重点公司的相对全动态 PE 较前一周从 1.82 升至 1.93；科创板与沪深 300 重点公司的相对全动态 PE 较前一周从 2.67 升至 2.87；上周 A 股非金融重点公司全动态 ERP 较前一周从 5.79% 降至 5.25%。

上周资金面变化：上周 A 股总体重要股东二级市场交易净增持 20.81 亿元，减持最多的行业为社会服务（-0.50 亿元），增持最多的行业为计算机（4.14 亿元）。上周偏股型基金新发行 33.23 亿，而前一周为 56.08 亿。上周北向资金净流入 160.82 亿元，而前一周净流入 99.38 亿元。截至上周收盘，融资余额为 13752 亿元，周环比下跌 5.81%，同比下跌 6.50%，融券余额为 459 亿元，周环比下跌 27.89%，同比下跌 52.25%。

最新行业比较打分结果显示：

社会服务、建筑材料、轻工制造等行业得分较高。社会服务景气指数得分和财务得分较高，总分 78.06，在所有一级行业中排首位；建筑材料景气指数得分和市场预期得分较高，总分 76.89，排名第二；轻工制造赔率得分和财务得分较高，总分 75.43，排名第三；

煤炭、银行、建筑装饰总分排在后三位。煤炭赔率得分较低，总分 27.87；银行景气指数得分和市场预期得分较低，总分 38.78；建筑装饰景气指数得分和财务得分较低，总分为 39.01。

本周行业打分变动前三的行业为美容护理、建筑材料、传媒。美容护理下降了 39 分，原因是赔率得分、景气指数得分和市场预期得分下降；建筑材料上升了 27 分，原因是景气指数得分和市场预期得分上升；传媒上升了 23 分，原因是赔率得分上升。（仅为客观打分，不代表主观行业推荐）

图表16: 行业比较

一级行业	总得分	赔率得分	景气指数得分	市场预期得分	财务得分
打分权重	100%	30%	30%	20%	20%
社会服务	78.06	60	90	-	90
建筑材料	76.89	65	97	100	42
轻工制造	75.43	75	73	64	90
交通运输	72.46	48	93	-	81
石油石化	69.35	33	100	58	90
医药生物	63.52	90	60	76	16
电子	60.23	45	57	81	68
纺织服装	59.82	35	87	49	68
传媒	59.69	73	83	65	
机械设备	58.23	68	70	-	16
非银金融	54.89	83	47	-	16
家用电器	53.63	80	27	-	55
环保	52.99	90	7	88	32
计算机	52.80	65	30	89	32
汽车	52.69	0	80	63	81
有色金属	51.47	60	67	12	55
通信	49.72	60	43	-	42
国防军工	48.69	58	77	39	3
美容护理	46.90	88	3	30	68
电力设备	46.65	100	53	0	3
综合	46.11	58	-	-	29
基础化工	45.54	70	20	51	42
钢铁	43.78	13	33	73	77
商贸零售	42.39	35	50	-	42
公用事业	42.06	20	40	-	90
食品饮料	41.56	53	13	54	55
农林牧渔	40.42	45	10	39	81
房地产	40.10	53	37	64	3
建筑装饰	39.01	83	17	43	3
银行	38.78	58	23	-	32
煤炭	27.87	0	63	28	16

资料来源: Wind, 方正证券研究所 注: 客观打分结果仅供参考, 不代表方正行业推荐顺序

2.2 近期重要经济数据

1月中国 CPI 环比下降, PPI 环比小幅回升: 1月中国外汇储备 3.22 万亿美元, 同比增长 1.09%, 低于 12 月的 3.53%; 1 月中国政府债券融资规模存量同比 15.70%, 低于 12 月的 16.00%; 1 月中国 CPI 同比-0.80%, 低于 12 月的-0.30%; 1 月中国 PPI 同比-2.50%, 高于 12 月的-2.70%; 1 月中国 M0 同比 5.90%, 低于 12 月的 8.30%; 1 月中国 M1 同比 5.90%, 高于 12 月的 1.30%; 1 月中国 M2 同比 8.70%, 低于 12 月的 9.70%; 1 月中国社融规模 6.50 万亿元, 同比增长 8.70%, 低于 12 月的 48.09%; 1 月中国社融规模存量同比 9.50%, 较 12 月维持不变; 1 月中国新增人民币贷款 4.92 万亿元, 同比增长 0.41%, 高于 12 月的-16.43%;

1月美国 CPI 环比小幅回落: 1 月美国已开工新建私人住宅 9.37 万套, 同比下降 4.09%, 相比 12 月的 14.89% 转负; 1 月美国非制造业 PMI 53.40%, 高于 12 月的 50.50%; 上周美国初申请失业金人数 21.20 万人, 低于前一周的 22.00 万人; 上周 EIA 商业原油库存环比增减 12.02 百万桶, 高于前一周的 5.52 百万桶; 12 月欧盟 PPI 同比-10.00%, 低于 11 月的-8.10%; 1 月英国 CPI 环比-0.60%, 低于 12 月的 0.40%; 四季度英国 GDP 同比(季调)-0.24%, 低于第三季度的 0.21%;

1月英国核心CPI环比-0.95%，低于12月的0.59%；2月德国ZEW经济景气指数19.90，高于1月的15.20；2月德国ZEW经济现状指数-81.70，低于1月的-77.30；1月美国CPI同比3.10%，低于12月的3.40%；1月美国核心CPI同比3.90%，较12月维持不变；1月美国PPI(季调)同比0.90%，较12月维持不变；1月美国核心PPI(季调)同比1.60%，低于12月的1.90%；1月美国零售和食品服务销售额(季调)同比0.65%，低于12月的5.31%；

上游资源品：本周COMEX黄金期货收盘价(活跃合约)2007.50美元/盎司，低于上周的2023.30美元/盎司；上周阴极铜期货收盘价(活跃合约)67.96元/千克，低于上周的68.14元/千克；上周铝期货收盘价(活跃合约)18.91元/千克，高于上周的18.89元/千克；，低于前一周的27.90美元/吨；，高于前一周的2.79美分/磅；本周LME铜库存13.07万吨，低于上周的13.68万吨；本周LME铝库存53.49万吨，高于上周的52.73万吨；12月煤炭销量当月同比-2.63%，低于11月的8.33%；本周英国布伦特原油(Dtd)现货价86.30美元/桶，高于上周的84.78美元/桶；本周美国西德克萨斯中级轻质原油(WTI)现货价79.19美元/桶，高于上周的76.84美元/桶；

中游材料：上周尿素(小颗粒)出厂价2180.00元/吨，较前一周维持不变；上周华东地区PTA市场均价5895.75元/吨，低于前一周的5936.67元/吨；上周高炉开工率76.78%，高于前一周的76.50%；1月下旬重点企业钢材库存12.20百万吨，低于1月中旬的15.35百万吨；，低于前一周的4104.00元/吨；上周南华玻璃指数2473.40点，低于上周的2488.42点；

必需消费：2月上旬豆粕市场价3404.10元/吨，低于1月下旬的3433.50元/吨；2月上旬生猪市场价15.20元/千克，高于1月下旬的15.00元/千克；，高于前一周的3.20元/千克；1月纺织业PPI当月同比-1.30%，高于12月的-1.60%；

可选消费：1月汽车销量243.90万辆，同比增长47.91%，高于12月的23.48%；1月乘用车销量211.50万辆，同比增长44.02%，高于12月的23.27%；1月商用车销量32.40万辆，同比增长79.63%，高于12月的25.12%；上周十大城市：商品房成交面积29.78万平方米，低于前一周的83.69万平方米；上周30大中城市：商品房成交面积74.54万平方米，低于前一周的200.01万平方米；上周100大中城市成交土地溢价率2.03%，高于前一周的0.98%；

服务业：12月全国社会物流总额累计352.40万亿元，同比增长1.38%，高于11月的1.32%；1月金融机构新增人民币存款54.80千亿元，同比下降20.23%，相比12月的-88.01%少减；12月火电发电量6109.14亿千瓦时，同比增长10.08%，高于11月的6.79%；2月上旬液化天然气市场价4722.00元/吨，低于1月下旬的4954.80元/吨；

TMT：1月电影票房收入25.83亿元，同比下降74.40%，相比12月的152.50%转负。

2.3 本周经济要闻

美国1月PPI全线超预期，核心PPI同比加速上涨，服务类成本涨幅明显。2月16日，美国劳工部数据显示，美国1月PPI同比上涨0.9%，高于预期的0.6%，

12月前值为上涨1%。美国1月PPI环比增0.3%，预期增0.1%，12月前值为环比下降0.1%。剔除波动较大的食品和能源，美国1月核心PPI同比上涨2%，高于预期的1.6%，12月前值为上涨1.8%。美国1月核心PPI环比上涨0.5%，预期0.1%，12月前值为0%。PPI的细分项目来看：最终需求服务增长0.6%，为去年7月以来的最大增幅。

1.4 下周重点关注

2月22日德国公布2月制造业PMI（初值）；英国公布2月制造业PMI（初值）；欧盟公布2月欧元区制造业PMI（初值）、1月欧元区CPI同环比数据；美国公布当周初次申请失业金人数（季调）；

2月23日德国公布第四季度GDP总量（季调）、2月IFO景气指数（季调）。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，保证报告所采用的数据和信息均来自公开合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。研究报告对所涉及的证券或发行人的评价是分析师本人通过财务分析预测、数量化方法、或行业比较分析所得出的结论，但使用以上信息和分析方法存在局限性。特此声明。

免责声明

本研究报告由方正证券制作及在中国（香港和澳门特别行政区、台湾省除外）发布。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告内容仅供我公司适当性评级为 C3 及以上等级的投资者使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。若您并非前述等级的投资者，为保证服务质量、控制风险，请勿订阅本报告中的信息，本资料难以设置访问权限，若给您造成不便，敬请谅解。

在任何情况下，本报告的内容不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求，方正证券不对任何人因使用本报告所载任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本报告版权仅为方正证券所有，本公司对本报告保留一切法律权利。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处且不得进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

评级说明：

类别	评级	说明
公司评级	强烈推荐	分析师预测未来12个月内相对同期基准指数有20%以上的涨幅。
	推荐	分析师预测未来12个月内相对同期基准指数有10%以上的涨幅。
	中性	分析师预测未来12个月内相对同期基准指数在-10%和10%之间波动。
	减持	分析师预测未来12个月内相对同期基准指数有10%以上的跌幅。
行业评级	推荐	分析师预测未来12个月内行业表现强于同期基准指数。
	中性	分析师预测未来12个月内行业表现与同期基准指数持平。
	减持	分析师预测未来12个月内行业表现弱于同期基准指数。
基准指数说明		A股市场以沪深300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准，美股市场以标普500指数为基准。

方正证券研究所联系方式：

北京：西城区展览馆路 48 号新联写字楼 6 层

上海：静安区延平路71号延平大厦2楼

深圳：福田区竹子林紫竹七道光银行大厦31层

广州：天河区兴盛路12号楼隼峰苑2期3层方正证券

长沙：天心区湘江中路二段36号华远国际中心37层

网址：<https://www.foundersc.com>

E-mail：yjzx@foundersc.com