

## 策略周报

# 安全经济学：当世界向我们露出獠牙

——策略周末谈（3月第5期）

方正证券研究所证券研究报告

### 分析师

曹柳龙

登记编号：S1220523060003

联系人 徐嘉奇

### 相关研究

《本周A股估值总体小幅收敛——A股TTM&全动态估值全景扫描》2024.03.30

《致命一击：日本退出YCC——策略周末谈（3月第4期）》2024.03.24

《本周A股估值总体继续回升——A股TTM&全动态估值全景扫描》2024.03.23

《向来如此，便是对的吗？——策略周末谈（3月第3期）》2024.03.16

《金价“狂飙”：美元信用，裂痕扩大——A股中观景气扫描（3月第2期）》2024.03.16

- 自主可控是个有趣的词汇。西方经济学讲究“全球分工，效率提升”，而自主可控追求“国内生产，安全改善”。当世界向我们露出獠牙，“发展经济学”就会切换到“安全经济学”——
- “安全经济学”的根源：中美逆全球化。美国的核心利益在于全球化秩序，即全球产业分工。中国的核心利益是产业升级，实现民族复兴，是美国秩序的挑战者。除非中国甘愿放弃民族复兴，成为二流国家，否则，中美对抗是不可逆的。世界已经向我们露出獠牙。
- 中美逆全球化，加速中国第二次高水平开放（出海）。美国主导的“再工业化”是低效的，生产出来的商品大概率竞争不过中国。但为什么一定要和中国竞争呢？美国及其盟友一旦完成“再工业化”，完全可以把中国踢出全球分工。铁幕即将落下。中国亟需第二次对外开放，一带一路出海，建立自己的贸易秩序！
- 二次开放，不破不立：地产周期下行是长期趋势。加入WTO第一次开放前，90年代东北重工业和上海纺织业下岗潮（先破），释放了大量生产要素，奠定外向型经济的基础（后立）。当前中国亟需二次开放，建立自己的全球贸易秩序，地产周期快速下行，能够释放出大量的工程师/资本/政策等生产要素，加快一带一路出海进程。
- 地产周期下行：资源/公用事业等“稀缺资产”涨价重估！（1）产业链脱敏的资源 and 公用事业，盈利能力相对韧劲，开启重估进程；（2）土地财政收入骤降，泛公用事业部门（水/电/燃气/交运/通信等），在拿不到那么多补贴后，将供给出清，涨价重估！
- 关键问题：经济下行周期，资源和公用事业能“涨价重估”吗？经济下行，价格上涨，是典型的滞胀。70年代两次“石油危机”的滞胀，源于阿拉伯世界夺取石油定价权，限制全球石油贸易。滞胀都是人为的：秩序重建会导致要素自由流通受限，经济下行，通胀上行。当前，中美逆全球化也会加速各类要素自由流通受限，滞胀可能到来！
- 财政视角：“涨价重估”充盈财政，才能实现转移支付！地产周期下行，财政会陷入两难：（1）经济下行，失业率抬升，财政转移支付的需求增加；（2）土地财政收入骤降，无法进行大规模财政转移支付。继土地财政的“盐铁”之后，资源/公用事业“涨价重估”能够带来要素财政的“盐铁”：涨价获取超额利润，重估带来股权财政。
- 行业配置：继续坚守“八二法则”。稀缺资产，涨价重估！中国的高质量“自主可控”以及美国主导的“再工业化”，都是重视安全而忽视效率的。效率优先的“发展经济学”，正让位于自主可控的“安全经济学”。逆全球化“大安全当立”！黄金/资源/公用事业“稀缺资产”等高景气价值投资，将重新凝聚市场共识。行业配置建议继续坚守“八二法则”（详见1.8）。
- 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
1.1	自主可控：从效率的“发展经济学”，转向反效率的“安全经济学”.....	4
1.2	“安全经济学”的根源：中美逆全球化。既分胜负，也决生死！.....	5
1.3	中美逆全球化，加速中国第二次高水平开放（出海）.....	6
1.4	二次开放，不破不立：地产周期下行是长期趋势.....	7
1.5	地产周期下行：资源/公用事业等“稀缺资产”涨价重估！.....	8
1.6	关键问题：经济下行周期，资源和公用事业能“涨价重估”吗？.....	9
1.7	财政视角：“涨价重估”充盈财政，才能实现转移支付！.....	10
1.8	行业配置：继续坚守“八二法则”。稀缺资产，涨价重估！.....	11
2	市场全景扫描.....	12
2.1	市场回顾.....	12
2.2	本周重要经济数据.....	16
2.3	本周经济要闻.....	17
2.4	下周重点关注.....	17
3	风险提示.....	18

## 图表目录

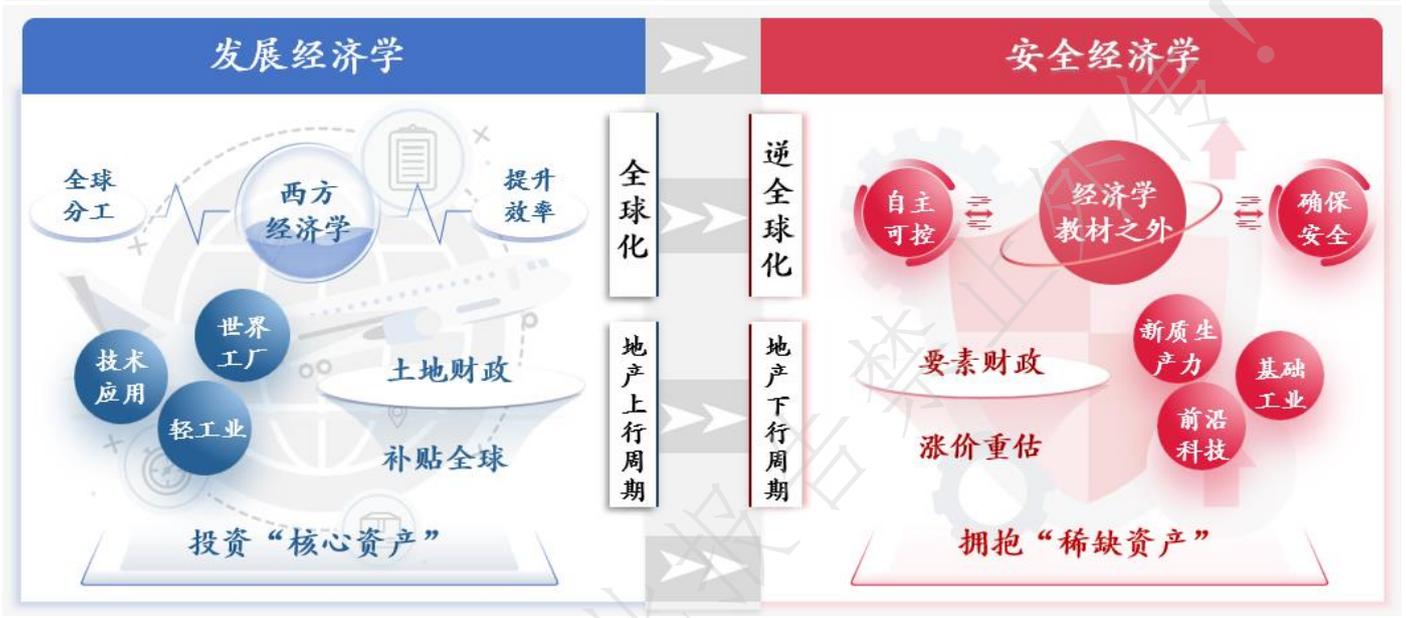
图表 1: 投资的底层逻辑变化: 从过去 20 多年的“发展经济学”, 转向现在和未来 20 年的“安全经济学”	.4
图表 2: 过去的贸易以美、德、日为核心, 当前以中、美、德为核心, 同时中国正逐渐扩大高端产业话语权	.5
图表 3: 2016 年以来, 欧美持续推动多项 EX-China 法案	.....6
图表 4: 90 年代的国企“下岗潮”, 推动 WTO 以后, 人才涌入私营单位	.....7
图表 5: 地产下行带来预期收益率二次下台阶	.....8
图表 6: 供给出清会带来“涨价重估”	.....8
图表 7: 70 年代两次石油危机造成了大滞胀	.....9
图表 8: 苏东巨变, 要素流通不畅导致滞胀	.....9
图表 9: “涨价重估”的最终目的是提高社会总效用	.....10
图表 10: 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	.....11
图表 11: 本周市场回顾	.....13
图表 12: 行业比较	.....15

## 1 本周核心观点

### 1.1 自主可控：从效率的“发展经济学”，转向反效率的“安全经济学”

自主可控，揭示出这个世界的另一副面孔：逆全球化“大安全当立”！西方主流经济学讲究的是“全球分工，效率提升”，而自主可控追求的是“国内生产，安全改善”。过去 20 多年我们所熟悉的那个理性/高效/全球化的“大发展时代”，正快速切换到现在和未来 20 年我们所陌生的一个低效/逆全球化的“大安全时代”。很多投资者言必称“百年未有之巨变”，但自己的投资框架却并未进行相应的修正。当世界向我们露出獠牙，发展就会让渡给安全！投资的底层逻辑，也要从高效的“发展经济学”，切换到低效的“安全经济学”。

图表1:投资的底层逻辑变化：从过去 20 多年的“发展经济学”，转向现在和未来 20 年的“安全经济学”

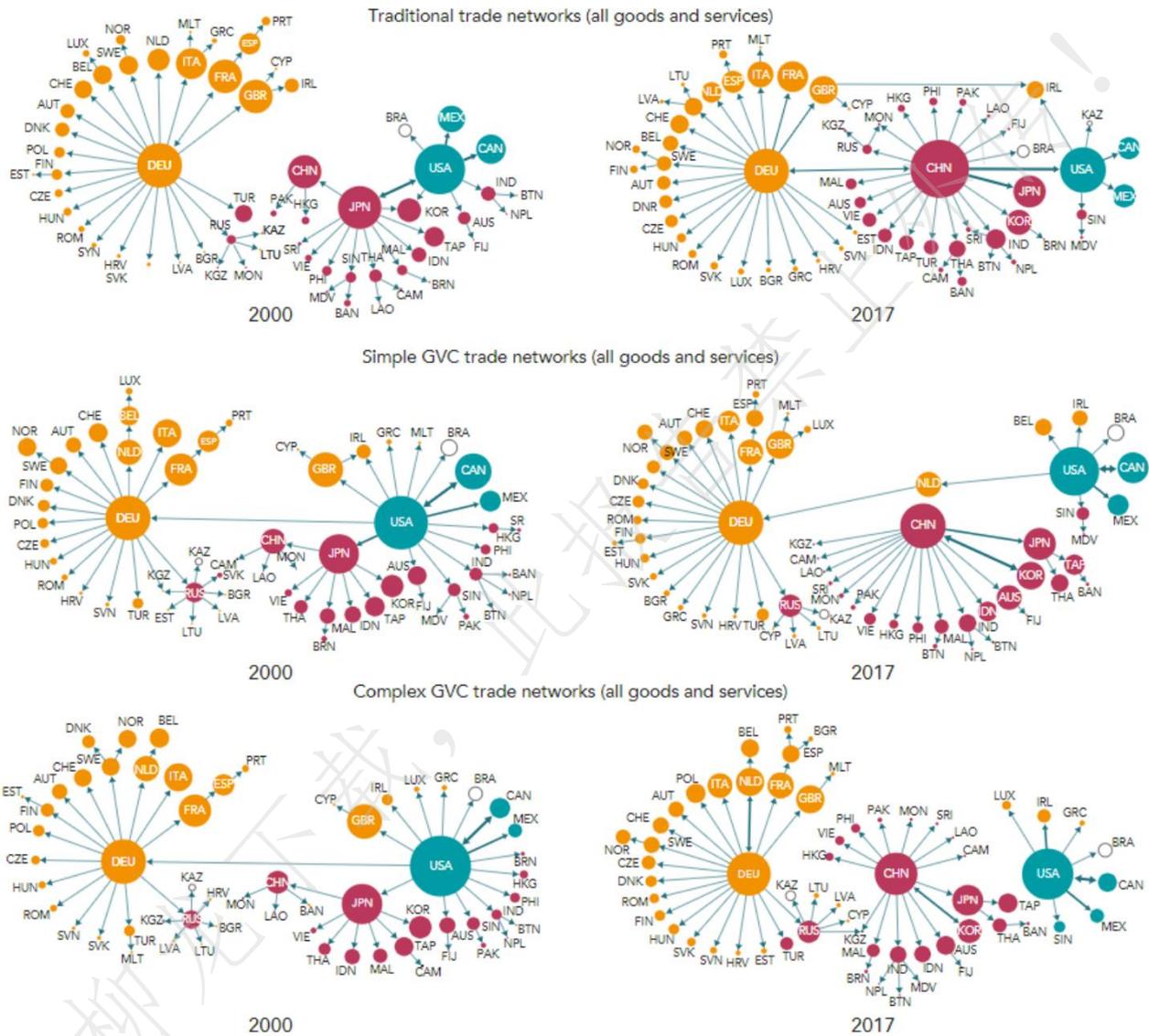


资料来源：Wind，方正证券研究所

1.2 “安全经济学”的根源：中美逆全球化。既分胜负，也决生死！

美国的核心利益是全球化的“秩序”，也就是产业链的全球分工：美英是金融和消费国，欧洲/日/韩是奢侈品和高端制造业，中国和东南亚负责中低端制造业，拉美/非洲/中东则是原材料产地和商品倾销地。中国的核心利益是民族复兴，不会永远屈居中低端制造业，高端制造转型升级，会和美国的全球化“秩序”产生冲突。作为对比，日本在80-90年代制造业转型升级的过程中，也和美国的全球化“秩序”产生过冲突，但并没有到“不死不休”的程度。因为日本在80年代接受了“广场协议”，在90年代放弃了半导体产业链。除非中国甘愿放弃民族复兴，成为二流国家，否则，中美对抗是不可逆的。

图表2: 过去的贸易以美、德、日为核心，当前以中、美、德为核心，同时中国正逐渐扩大高端产业话语权



资料来源：OECD，方正证券研究所

### 1.3 中美逆全球化，加速中国第二次高水平开放（出海）

如果从效率优先的“发展经济学”出发，美国主导的全球“再工业化”简直是一个笑话，生产出来的商品大概率竞争不过中国。但从逆全球化的“安全经济学”出发，美国及其盟友一旦完成“再工业化”，生产出来的商品为什么一定要和中国竞争？美国完全可以把中国踢出全球贸易体系，或者和其盟友重建一个排除中国的贸易体系。铁幕即将落下。中国需要在很短的时间内（可能就5-10年），建立自己的全球贸易体系。

2000年前后，中国第一次对外开放，加入美国主导的WTO贸易体系；当前，中国亟需第二次对外开放，一带一路出海，建立自己的贸易秩序！

图表3:2016年以来，欧美持续推动多项EX-China法案

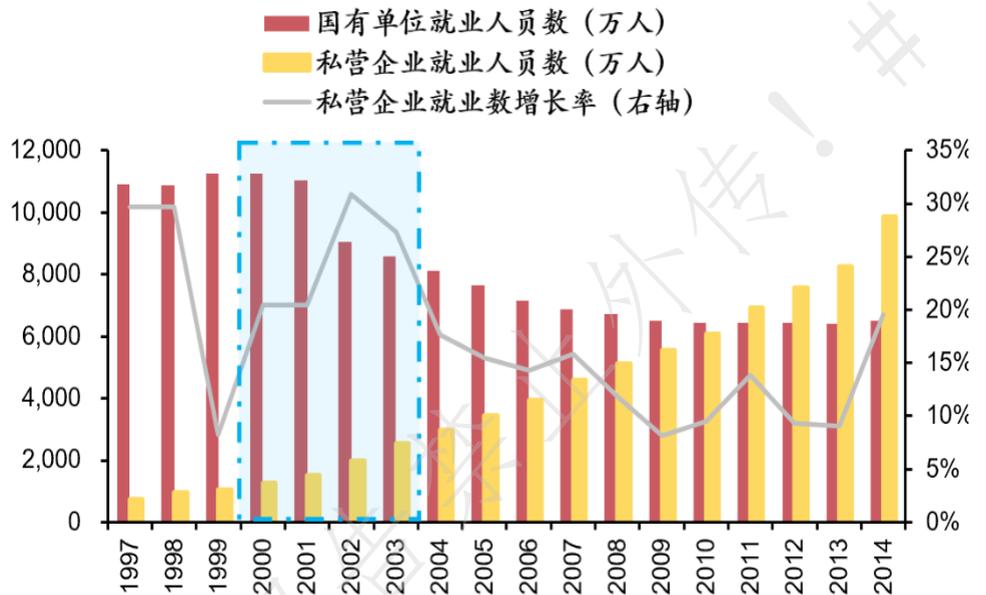
时间	事件/法案	内容
2024年2月	《强化供应链协定》	摆脱对中国矿产依赖
2023年8月	对华科技投资禁令	禁止美国资本投资中国敏感技术领域
2023年6月	《终止中国发展中国家地位法案》	剥夺中国作为发展中国家的优惠待遇（贸易救济与反倾销豁免权、许多产品的关税优惠、世界银行的金融援助、国际组织的金融援助、农业支援等政策）
2023年2月	《中国不是发展中国家法案》	
2023年1月	美、日、荷对中国芯片制裁协议	限制芯片制造设备对华出口
2023年10月	《反胁迫工具法案》	应对中国经济“胁迫”，采取限制贸易、直接投资和进入欧盟采购市场等可能措施
2022年8月	《芯片与科学法案》	限制补助和税收抵免接受者在中国等地扩大和建立先进制程半导体产能
2022年8月	《通胀削减法案》	吸引制造业回流美国
2022年6月	矿产安全伙伴关系（MSP）	确保锂和稀土矿产充足供应
2022年5月	印太经济框架（IPEF）	将中国排除在外，确保供应链“安全”
2021年6月	美国-欧盟贸易和技术委员会（TTC）	协商如何应对来自中国的挑战等问题
2021年2月	科技民主联盟	禁止采用中国制造的数字基础设施
2020年12月	《外国公司问责法》	专门针对中国在美上市公司增加额外披露义务
2019年5月	美国制裁华为	美国将华为及相关企业列入“实体名单”
2018年3月	欧洲贸易保护政策	对中国钢铁产品征收高额反倾销税
2016年3月	美国制裁中兴通讯	美国商务部开始将中兴等中国科技公司列入“实体名单”

资料来源：人民日报等，方正证券研究所

### 1.4 二次开放，不破不立：地产周期下行是长期趋势

中国加入WTO，第一次对外开放之前，90年代东北重工业以及上海纺织业下岗潮（先破），释放出大量的劳动力/资金/土地等生产要素，奠定了外向型经济体的基础（后立）。当前中国亟需建立自己的贸易秩序，地产周期快速下行，能够释放出大量的工程师/资本/政策等生产要素，加快一带一路出海进程。20年8月地产融资“三道红线”政策以来，商品房销售面积从21年高点的18亿平米，快速回落到去年的10亿平米，几近腰斩。因此，地产链&消费“核心资产”的每一次反弹，都是换仓到资源/公用事业等“稀缺资产”的窗口期！

图表4:90年代的国企“下岗潮”，推动WTO以后，人才涌入私营单位



资料来源: Wind, 方正证券研究所

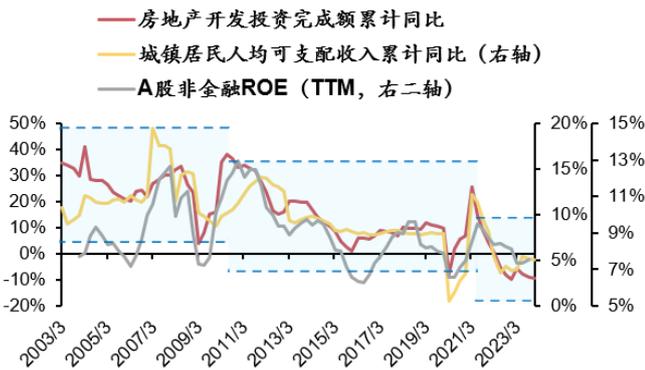
### 1.5 地产周期下行：资源/公用事业等“稀缺资产”涨价重估！

我们从去年3月开始就持续提示资源/公用事业“涨价重估”。地产周期下行，是我们所有逻辑的起点，主要有两条投资线索——

(1) 地产周期下行，投资的预期收益率回落，尤其是地产链以及收入预期相关的消费/成长“核心资产”，盈利能力和估值水平将中枢下移。而另一方面，供给约束的资源，以及政策约束的公共事业，盈利能力和地产周期脱敏，能够获得比较优势，开启重估进程。

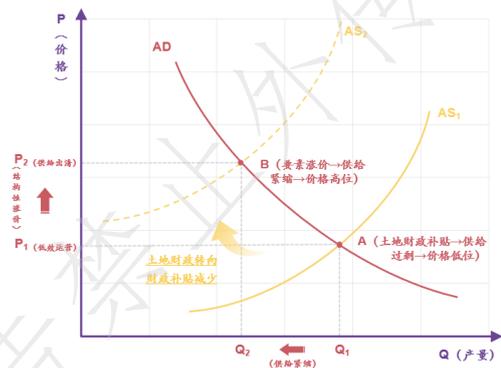
(2) 地产周期下行，土地财政难以为继，以前依赖财政补贴的（央）国企泛公用事业部门（水/电/燃气/交运/通信等），在拿不到那么多补贴之后，一定会以某种形式，供给出清，供给曲线左移，形成新的价格均衡。简而言之就是，地产周期下行，财政不足，资源/公用事业“稀缺资产”涨价重估！

图表5: 地产下行带来预期收益率二次下台阶



资料来源: Wind, 方正证券研究所

图表6: 供给出清会带来“涨价重估”



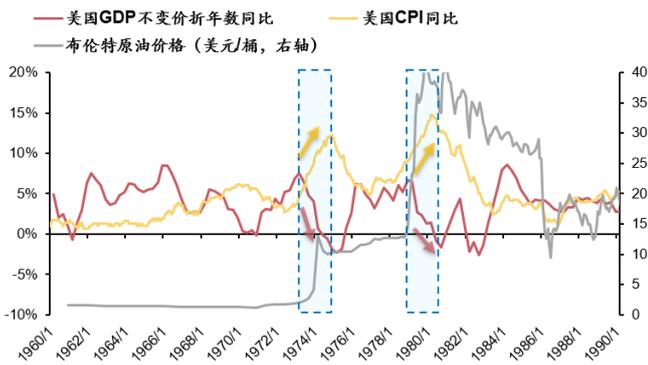
资料来源: 方正证券研究所

1.6 关键问题：经济下行周期，资源和公用事业能“涨价重估”吗？

泛公用事业“涨价重估”已经得到验证，但很多投资者依然从“供需平衡表”出发，质疑经济下行周期中，资源和公用事业能否持续“涨价重估”。历史上，经济下行但大宗商品涨价，也就是滞胀的例子其实很多：（1）70年代两次“石油危机”，全球经济增长下行，但包括石油在内的大宗商品价格暴涨；（2）90年代苏东巨变前后，全球经济政治下行，但通胀明显提升。滞胀从来都是人为的，秩序重建的过程中，要素自由流通受限，就会导致经济下行，通胀上行：

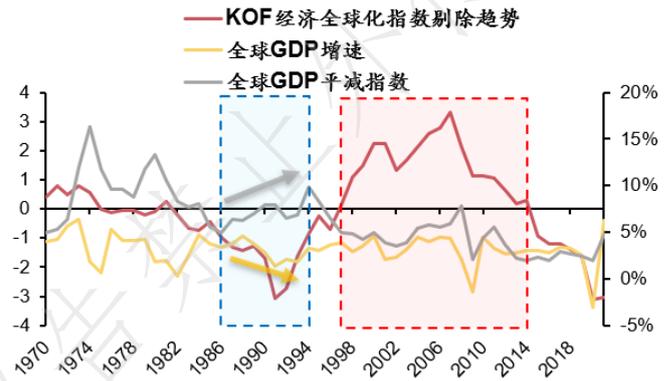
（1）70年代两次石油危机的滞胀，源于第三次巴以冲突后，阿拉伯世界民族意识觉醒，限制对西方世界的石油供应；（2）90年代苏东巨变前后的滞胀，也是地缘变局导致要素自由流通受限。我们判断：逆全球化“大安全当立”！中美对抗也会加速全球各类要素自由流通受限，滞胀可能到来！

图表7: 70年代两次石油危机造成了大滞胀



资料来源：Wind，方正证券研究所

图表8: 苏东巨变，要素流通不畅导致滞胀



资料来源：Wind，方正证券研究所

1.7 财政视角：“涨价重估”充盈财政，才能实现转移支付！

地产周期下行，必然会导致转移支付需求增大，但财政收入相对不足的困境：

(1) 地产周期下行，经济增速回落，失业率抬升，对于低收入群体的转移支付需求会增大。(2) 但地产周期下行也会导致土地财政收入骤降，无法进行大规模转移支付。继土地财政的“盐铁”之后，资源/公用事业“涨价重估”，能够带来要素财政的“盐铁”：“涨价”带来超额利润，“重估”实现股权财政。同时，我们在去年 6.18《大安全当立》中也提示：高质量发展“硬科技”（如光刻机）转型升级，长期有“安全正外部性”，但短期经济性有限，资源/公用事业“涨价重估”（盐铁），也能加速升级“新质生产力”（涌现）！

图表9：“涨价重估”的最终目的是提高社会总效用



资料来源：方正证券研究所整理

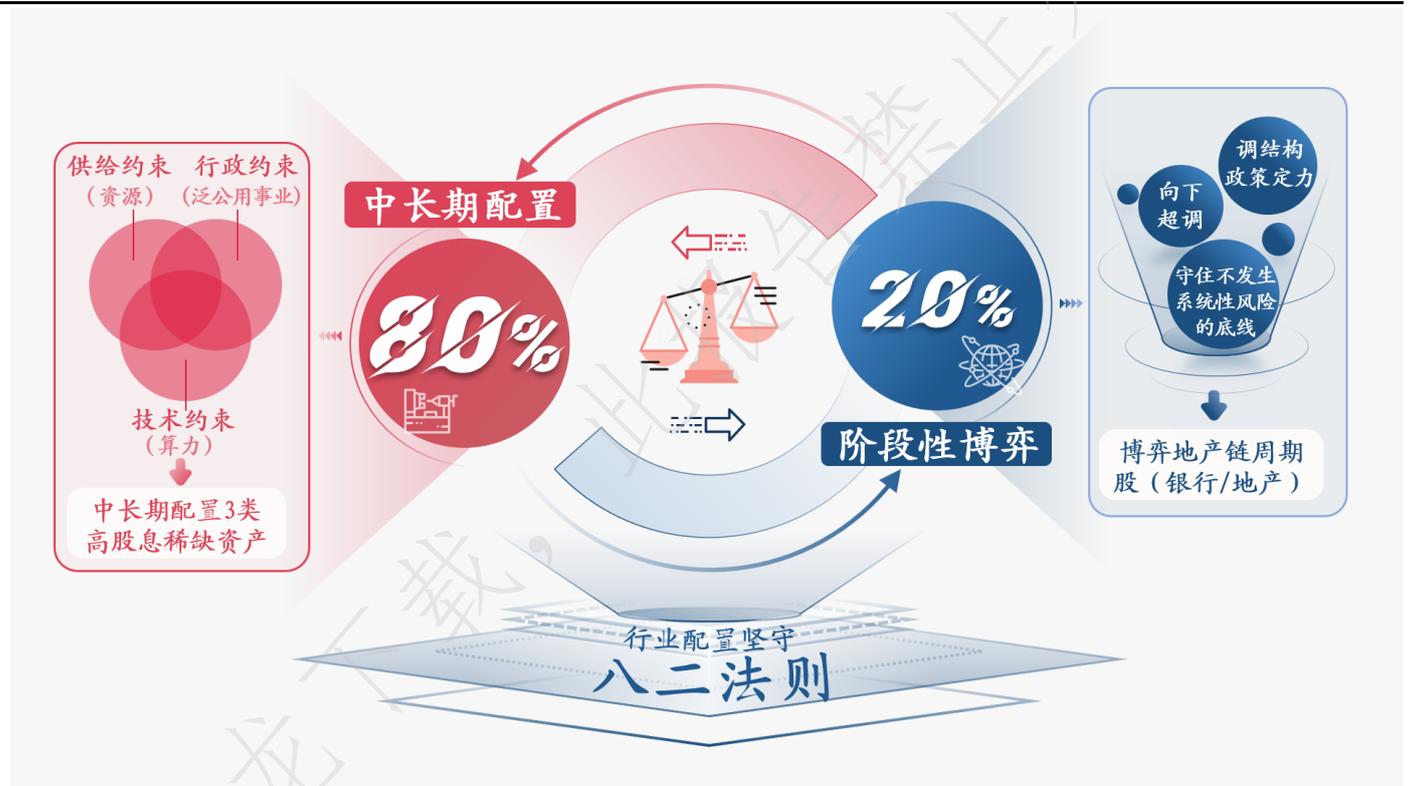
**1.8 行业配置：继续坚守“八二法则”。稀缺资产，涨价重估！**

逆全球化“大安全当立”！资源/公用事业“涨价重估”（盐铁），才能实现高质量“硬科技”转型升级（涌现）！中国的高质量“自主可控”以及美国主导的“再工业化”，都是重视安全而忽视效率的。效率优先的“发展经济学”，正让位于自主可控的“安全经济学”。乱世买黄金，黄金是最极致的“稀缺资产”（硬通货），资源/公用事业/算力基建也是重磅“稀缺资产”。我们从去年12月初以来持续提示，行业配置坚守“八二法则”——

80%仓位中长期配置稀缺资产：（1）供给约束（部分资源）：石油/煤炭/有色；（2）行政约束（中特估）：国企垄断的水务/电力/燃气/交运；（3）技术约束（新质生产力）：AI算力基建。

20%仓位阶段性博弈弹性资产：地产/银行的预期过度向下超调，会带来“脉冲式”的反弹行情。

图表10: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

本周万得全 A 较上周下跌 1.45%，上证指数较上周下跌 0.23%，沪深 300 较上周下跌 0.21%，中证 500 较上周下跌 1.83%，创业板指较上周下跌 2.73%，科创 50 较上周下跌 3.96%。

各类市场风格中，大盘价值上涨 0.75%，大盘成长下跌 0.97%，小盘价值上涨 0.37%，小盘成长下跌 2.38%。

大类行业中，资源类与周期类本周涨跌幅靠前，涨跌幅分别为 4.53%、1.24%，TMT 与必需消费本周涨跌幅靠后，涨跌幅分别为 -4.31%、-1.16%。

一级行业中，涨跌幅前三行业为石油石化、有色金属、家用电器，涨跌幅分别为 4.08%、3.72%、2.10%；涨跌幅后三行业为传媒、计算机、电子，涨跌幅分别为 -9.52%、-6.47%、-4.43%。

本周境外市场多数上涨，其中标普 500 上涨 0.39%、恒生指数下跌 0.00%。

大宗商品多数上涨，其中布油上涨 2.51%、COMEX 黄金上涨 3.23%。

截至本周收盘，中国十年期国债收益率为 2.29%，较上周下降 1.50BP。

图表11:本周市场回顾

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	上周涨跌幅	本周涨跌幅	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	0.00%	-1.45%	-2.85%	0.00%	标普500	0.0229	0.39%
上证指数	-0.22%	-0.23%	2.23%	5.08%	道琼斯工业指数	0.0197	0.84%
沪深300	-0.70%	-0.21%	3.10%	5.95%	恒生指数	0.0000	0.00%
中证500	-1.28%	-1.83%	-2.64%	0.21%	英国富时100	0.0263	0.27%
创业板指	-0.79%	-2.73%	-3.87%	-1.02%	德国DAX	0.0150	1.57%
科创50	-1.79%	-3.96%	-10.48%	-7.63%	日经225	0.0563	-1.27%
市场风格指数	上周涨跌幅	本周涨跌幅	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	-0.35%	0.75%	9.73%	12.58%	美元指数	104.51	0.00
大盘成长	-0.22%	-0.97%	0.01%	2.84%	美元兑人民币	7.22	0.00
小盘价值	-1.87%	0.37%	3.22%	6.07%	港元兑人民币	0.92	0.00
小盘成长	-1.86%	-2.38%	8.26%	5.41%	英镑兑人民币	9.12	0.00
大类板块	上周涨跌幅	本周涨跌幅	年初以来涨跌幅	年初以来超额收益	欧元兑人民币	7.80	0.00
周期类	-0.48%	1.24%	3.84%	6.69%	100日元兑人民币	4.77	0.00
资源类	-0.24%	4.53%	9.92%	22.77%	主要利率	最新值	周度环比变化
中游材料	-1.10%	0.34%	4.07%	-1.22%	中国十年期国债收益率	2.29%	-1.50BP
中游制造	-0.31%	-0.69%	3.03%	-0.18%	中国一年期国债收益率	1.72%	-4.00BP
大消费	-0.80%	-1.14%	4.20%	-1.35%	期限利差 (10Y-1Y)	0.57%	2.50BP
可选消费	-0.27%	-1.09%	0.08%	2.77%	R007	2.81%	73.27BP
必需消费	-1.08%	-1.16%	6.27%	-3.42%	DR007	2.01%	14.85BP
金融服务	-0.23%	-0.14%	5.87%	8.72%	MLF利率: 1年	2.50%	0BP (月度)
服务业	0.65%	-0.23%	3.84%	6.69%	美国十年期国债收益率	4.20%	-2.00BP
TMT	2.96%	-4.31%	4.09%	-1.24%	大宗商品	上周涨跌幅	本周涨跌幅
本周涨跌幅前三/后三一级行业	上周涨跌幅	本周涨跌幅	年初以来涨跌幅	年初以来超额收益	ICE布油	-0.48%	2.51%
石油石化	-0.69%	4.08%	10.58%	13.43%	WTI原油	-0.51%	3.15%
有色金属	-2.08%	3.72%	8.55%	11.39%	COMEX黄金	0.30%	3.23%
家用电器	-2.02%	2.10%	10.26%	13.11%	COMEX白银	-2.24%	0.65%
传媒	9.40%	-9.52%	1.48%	1.37%	LME铜	-1.86%	-0.14%
计算机	2.49%	-6.47%	10.51%	-7.66%	LME铝	1.26%	1.05%
电子	1.74%	-4.43%	10.45%	-7.61%	上期所螺纹钢	3.08%	-4.54%

资料来源: Wind, 方正证券研究所

1) 从静态估值的角度看: 本周 A 股总体 PE (TTM) 较上周从 16.83 倍降至 16.79 倍, PB (LF) 较上周从 1.46 倍降至 1.44 倍; A 股整体剔除金融服务业 PE (TTM) 较上周从 26.06 倍降至 25.91 倍, PB (LF) 较上周从 1.98 倍降至 1.96 倍; 创业板 PE (TTM) 较上周从 45.74 倍降至 44.37 倍, PB (LF) 从 3.00 倍降至 2.90 倍; 科创板 PE (TTM) 较上周从 69.01 倍降至 66.28 倍, PB (LF) 从 3.23 倍降至 3.01 倍; 创业板相对于沪深 300 的相对 PE (TTM) 较上周从 3.99 降至 3.84, 相对 PB (LF) 较上周从 2.41 降至 2.36; 科创板相对于沪深 300 的相对 PE (TTM) 较上周从 6.02 降至 5.74; 相对 PB (LF) 较上周从 2.60 降至 2.52; A 股总体总市值较上周下降-0.57%; A 股整体剔除金融服务业总市值

值较上周下降-0.67%；本周 A 股非金融 ERP 较上周从 1.55% 升至 1.56%，股债收益差较上周从-0.27% 降至-0.28%。

**2) 从动态估值的角度看：**本周 A 股重点公司总体全动态 PE 较上周从 10.75 倍升至 10.96 倍；A 股重点公司总体剔除金融服务业全动态 PE 较上周从 14.31 倍上升至 14.62 倍；创业板重点公司全动态 PE 较上周从 20.26 倍降至 19.74 倍；科创板重点公司全动态 PE 较上周从 30.65 倍降至 29.24 倍；创业板与沪深 300 重点公司的相对全动态 PE 较上周从 2.09 降至 1.98；科创板与沪深 300 重点公司的相对全动态 PE 较上周从 3.16 降至 2.93；本周 A 股非金融重点公司全动态 ERP 较上周从 4.68% 降至 4.54%。

**本周资金面变化：**本周 A 股总体重要股东二级市场交易净减持 15.07 亿元，减持最多的行业为食品饮料 (-12.57 亿元)，增持最多的行业为银行 (1.99 亿元)。本周偏股型基金新发行 61.59 亿，而上周为 73.00 亿。本周北向资金净流入 53.81 亿元，而上周净流出 77.76 亿元。截至本周收盘，融资余额为 15021 亿元，周环比下跌 0.14%，同比下跌 0.72%，融券余额为 412 亿元，周环比下跌 1.73%，同比下跌 56.05%。

**最新行业比较打分结果显示：**

**社会服务、交通运输、石油石化等行业得分较高。**社会服务赔率得分、景气指数得分和财务得分较高，总分 86.17，在所有一级行业中排首位；交通运输赔率得分、景气指数得分和财务得分较高，总分 81.36，排名第二；石油石化景气指数得分、市场预期得分和财务得分较高，总分 78.95，排名第三；

**非银金融、电力设备、通信排在后三位。**非银金融景气指数得分、市场预期得分和财务得分较低，总分 36.23；电力设备景气指数得分、市场预期得分和财务得分较低，总分 35.69；通信市场预期得分较低，总分为 32.72。

**本周行业打分变动前三的行业为电子、农林牧渔、纺织服饰。**电子下降了 7 分，原因是赔率得分和景气指数得分下降；农林牧渔下降了 7 分，原因是赔率得分和景气指数得分下降；纺织服饰上升了 7 分，原因是赔率得分、景气指数得分和市场预期得分上升。

图表12: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	86.17	77	93	-	90
交通运输	81.36	73	90	-	81
石油石化	78.95	40	100	94	90
轻工制造	75.02	77	60	79	90
建筑材料	70.41	88	97	32	42
纺织服饰	68.91	65	80	59	68
食品饮料	65.63	73	70	59	55
医药生物	65.24	92	67	72	16
商贸零售	63.36	81	57	-	42
传媒	60.88	60	77	100	
家用电器	60.40	77	47	-	55
基础化工	55.34	71	50	53	42
机械设备	53.48	42	83	-	16
公用事业	53.24	35	53	-	90
综合	50.84	65	-	-	29
国防军工	50.64	50	87	45	3
电子	50.28	37	43	64	68
钢铁	48.72	42	27	63	77
美容护理	48.14	90	3	32	68
环保	47.33	98	13	37	32
有色金属	47.02	46	63	16	55
农林牧渔	46.25	56	23	32	81
煤炭	45.70	37	73	48	16
银行	44.50	88	7	-	32
房地产	42.96	83	40	28	3
汽车	41.96	0	30	84	81
计算机	40.92	50	37	42	32
建筑装饰	38.04	92	20	19	3
非银金融	36.23	100	10	0	16
电力设备	35.69	90	17	15	3
通信	32.72	46	33	2	42

资料来源: Wind, 方正证券研究所 注: (1) 对于数据不可得项, 权重分配给其他项进行得分计算 (2) 客观打分结果仅供参考, 不代表方正行业推荐顺序

## 2.2 本周重要经济数据

**2月国内地方专项债券发行规模高增。**2月中国地方政府债券专项债券发行额44.44百亿元，同比增长15.67%，高于1月的-61.75%；2月中国工业企业利润同比10.20%，高于12月的-2.30%；

**美国新建住房销售上升，失业人数进一步下降。**2月美国PCE同比2.45%，高于1月的2.43%；2月美国核心PCE同比2.78%，低于1月的2.88%；2月美国新建住房销售折年数(季调)66.20万套，同比增长5.92%，高于1月的2.31%；2月美国个人消费支出折年数(季调)19.19万亿美元，同比增长4.88%，高于1月的4.47%；2月美国人均可支配收入折年数(季调)6.16万美元，同比增长3.60%，低于1月的4.01%；2月美国耐用品新增订单26.86百亿美元，同比增长4.57%，高于1月的-0.94%；上周美国初申请失业金人数21.00万人，低于前一周的21.20万人；上周EIA商业原油库存环比增减3.17百万桶，高于前一周的-1.95百万桶；2月德国失业率3.20%，较1月维持不变；

**上游资源品：**本周COMEX黄金期货收盘价(活跃合约)2234.10美元/盎司，高于上周的2164.20美元/盎司；本周阴极铜期货收盘价(活跃合约)72.53元/千克，高于上周的72.29元/千克；本周铝期货收盘价(活跃合约)19.71元/千克，高于上周的19.40元/千克；本周中国铜冶炼厂粗炼费(TC)6.30美元/千吨，低于上周的10.90美元/千吨；本周中国铜冶炼厂精炼费(RC)0.64美分/磅，低于上周的1.09美分/磅；本周LME铜库存11.25万吨，低于上周的11.38万吨；本周LME铝库存55.45万吨，低于上周的56.07万吨；本周英国布伦特原油(Dtd)现货价87.14美元/桶，高于上周的85.18美元/桶；本周美国西德克萨斯中级轻质原油(WTI)现货价83.17美元/桶，高于上周的80.63美元/桶；

**中游材料：**本周尿素(小颗粒)出厂价2130.00元/吨，低于上周的2150.00元/吨；上周华东地区PTA市场均价5864.00元/吨，高于前一周的5806.80元/吨；本周高炉开工率76.58%，低于上周的76.92%；3月中旬社会钢材库存14.13百万吨，低于3月上旬的14.22百万吨；3月中旬重点企业钢材库存19.53百万吨，低于3月上旬的19.52百万吨；上周螺纹钢现货价3858.00元/吨，低于前一周的3895.00元/吨；本周华东地区水泥均价418.00元/吨，低于上周的428.00元/吨；本周南华玻璃指数2009.04点，低于上周的2090.99点；

**必需消费：**3月中旬豆粕市场价3479.20元/吨，高于3月上旬的3319.80元/吨；2月生猪存栏:能繁母猪40.42百万头，同比下降6.93%，相比1月的-6.87%多减；2月生猪定点屠宰企业屠宰量21.04百万头，同比下降6.90%，相比1月的28.58%转负；3月中旬生猪市场价14.70元/千克，高于3月上旬的14.30元/千克；上周生猪饲料均价3.21元/千克，高于前一周的3.18元/千克；2月纺织服装、鞋、帽制造业出口价格指数88.70%，低于1月的94.30%；

**可选消费：**上周十大城市:商品房成交面积105.80万平方米，高于前一周的76.26万平方米；上周30大中城市:商品房成交面积210.83万平方米，高于前一周的163.78万平方米；上周100大中城市成交土地溢价率6.53%，高于前一周的2.12%；

**服务业：**2月全国社会物流总额累计 55.40 万亿元，同比增长 3.55%，高于 12 月的 1.38%；四季度贷款需求指数 61.40 点，高于第三季度的 57.80 点；3月中旬液化天然气市场价 4110.50 元/吨，高于 3月上旬的 3987.10 元/吨；

**TMT:**3月液晶电视面板价格 62.00 美元/片，高于 2月的 60.00 美元/片；3月液晶显示器面板价格 36.60 美元/片，高于 2月的 35.60 美元/片。

### 2.3 本周经济要闻

**美国 2 月核心 PCE 物价指数为 2021 年 3 月以来最低，但美联储内部对于降息仍存分歧：**当地时间 3 月 29 日，美国商务部最新发布的数据显示，剔除食物和能源后的 2 月核心 PCE 物价指数同比增速 2.8%，为 2021 年 3 月以来的最低水平，与市场预期持平，前值修正值为 2.9%。美联储内部对于今年降息几次仍存在巨大分歧。在 19 位官员中，有 10 位预计今年至少会有三次降息，而另外 9 位预测两次或更少。在后 9 位中，有 2 位预计美联储今年会一直按兵不动，还有一位“鹰王”甚至认为到明年底都不会启动降息。

### 2.4 下周重点关注

3 月 31 日中国公布 3 月官方制造业 PMI；  
4 月 1 日美国公布 3 月制造业 PMI；  
4 月 2 日德国、欧盟、英国公布 3 月制造业 PMI；  
4 月 3 日欧盟公布 2 月欧盟失业率，美国公布 3 月非制造业 PMI；  
4 月 4 日欧盟公布 2 月 PPI；  
4 月 5 日美国公布 3 月失业率。

### 3 风险提示

地缘政治不确定性；国内经济复苏不及预期；海外经济衰退超预期等。

曹柳龙下载，此报告禁止外传！

## 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](mailto:yjzx@foundersc.com)