



信达证券
CINDA SECURITIES

Research and
Development Center

何时反弹？

——策略周观点

2022 年 3 月 13 日

证券研究报告

策略研究

策略周报

樊继拓 策略首席分析师
执业编号: S1500521060001
联系电话: +86 13585643916
邮箱: fanjitu@cindasc.com

李畅 联系人
邮箱: lichang@cindasc.com

张颖锐 联系人
邮箱: zhangyingrui@cindasc.com

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO., LTD
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
邮编: 100031

何时反弹？

2022 年 3 月 13 日

核心结论：战略上，2022 年将会是压缩版的 2018-2019，上半年类似 2018，下半年类似 2019。年初以来的调整速度已经达到 2018 年的季度调整速度，对比 2018 年，期间共有 4 次反弹，持续的时间大多是 3-4 周。有三次均伴随着重要的会议（3 月两会、7 月政治局会议、10 月四中全会）。季报是重要的业绩验证期，是修正预期和估值匹配度的时间窗口，2018 年三次季报披露期前后市场均有一定的反弹。综上，我们认为下一次反弹的核心时间窗口为 3 月下旬到 4 月。完全反转需要看到以下三个变化中的一个：原油转弱 1 个季度以上、房地产销售企稳改善、估值达到极值，目前还不具备。

- **（1）相比 2018 年现在的下跌速度也是很快的。**自 12 月中旬的高点以来，万得全 A 指数下跌超过 13.6%（盘中低点最大跌幅 18%），这已经超过了 2020 年下半年以来最大的调整了，并且和 2018 年熊市中的季度最大回撤幅度差不多。如此剧烈的波动，一方面反映了股市牛熊格局的变化，另一方面也受到近期乌克兰危机、原油暴涨、疫情恶化等极端事件的冲击。虽然长期来看，2022 年股市的盈利、流动性会比 2018 年好很多，但有可能上半年会比较类似 2018 年。
- **（2）2018 年熊市中市场的反弹逻辑。**我们可以通过回顾 2018 年的反弹，来思考 2022 年下一次反弹何时出现？2018 年共有 4 次反弹，持续的时间大多是 3-4 周。有三次均伴随着重要的会议（3 月两会、7 月政治局会议、10 月四中全会），背后可能是因为经济下降期，政策大多是友好的，会议召开前的时间，政策预期会升温，是熊市中难得的窗口期。这也是今年 2 月指数能有持续 3 周小反弹的原因。2018 年的反弹中，第一次（2 月中-3 月中）和第四次（10 月中-11 月中）反弹幅度最大，可能和居民资金的季节性有关。
- **季报对反弹节奏的影响。**季报是重要的验证期，是修正业绩和估值匹配度的时间窗口，2018 年三次季报披露期前后市场均有一定的反弹。2018 年盈利预期逐渐下调，不过在一季报和二季报时，还有很多一级行业 ROE 是上行的，但到了三季报，就很难找到 ROE 上行的行业了。由此导致一季报和二季报前后的反弹出现在季报前到披露期上半月，三季报后的反弹出现在季报披露期后半月。
- **（3）跟 2018 年比，机构投资者的比例增加了，跌下来后抄底的资金可能会更早出现。**由于投资者结构的丰富，各行业产能周期的改善，我们主观上认为 2022 年比 2018 年好很多，只有上半年类似 2018 年。
- **风险因素：**房地产市场超预期下行，美股剧烈波动。

目 录

一、策略观点：何时反弹？	4
二、上周市场变化	8
风险因素	11

表 目 录

表 1：近期利多利空梳理	6
表 2：大类风格配置建议	7

图 目 录

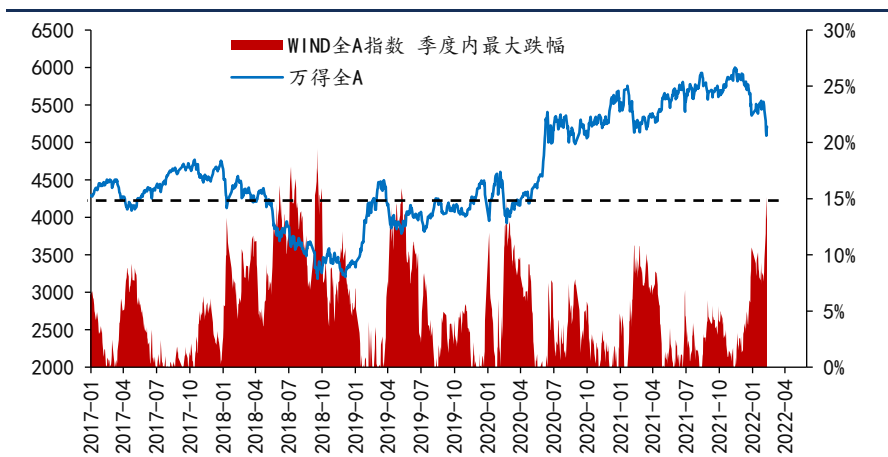
图 1：下跌已达到 2018 年的速度（单位：点位，%）	4
图 2：2018 年的 4 次反弹（单位：点位）	4
图 3：2018 年三次季报披露期的股市表现（单位：点位）	5
图 4：从 2018 年初开始不同类型 ETF 基金累计净增加规模（单位：亿元）	5
图 5：2022 年的市场节奏（单位：点数）	6
图 6：A 股主要指数周涨跌幅（单位：%）	8
图 7：申万一级行业周涨跌幅（单位：%）	8
图 8：申万风格指数周/月涨跌幅（单位：%）	8
图 9：概念类指数周涨跌幅（单位：%）	8
图 10：全球市场重要指数周涨跌幅（单位：%）	9
图 11：重要商品指数周涨跌幅（单位：%）	9
图 12：2022 年全球大类资产收益率（单位：%）	9
图 13：沪股通累计净买入（单位：亿元）	9
图 14：融资余额（单位：亿元）	9
图 15：新发行基金份额（单位：亿份）	10
图 16：基金仓位估算（单位：%）	10
图 17：银行间拆借利率和公开市场操作（单位：%）	10
图 18：央行公开市场和国库定存净投放（单位：亿元）	10
图 19：长期国债利率走势（单位：%）	10
图 20：各类债券与同期限债券利差（单位：%）	10

一、策略观点：何时反弹？

战略上，2022 年将会是压缩版的 2018-2019，上半年类似 2018，下半年类似 2019。年初以来的调整速度已经达到 2018 年的季度调整速度，对比 2018 年，期间共有 4 次反弹，持续的时间大多是 3-4 周。有三次均伴随着重要的会议（3 月两会、7 月政治局会议、10 月四中全会）。季报是重要的业绩验证期，是修正预期和估值匹配度的时间窗口，2018 年三次季报披露期前后市场均有一定的反弹。综上，我们认为下一次反弹的核心时间窗口为 3 月下旬到 4 月。完全反转需要看到以下三个变化中的一个：原油转弱 1 个季度以上、房地产销售企稳改善、估值达到极值，目前还不具备。

（1）相比 2018 年现在的下跌速度也是很快的。自 12 月中旬的高点以来，万得全 A 指数下跌超过 13.6%（盘中低点最大跌幅 18%），这已经超过了 2020 年下半年以来最大的调整了，并且和 2018 年熊市中的季度最大回撤幅度差不多。如此剧烈的波动，一方面反映了股市牛熊格局的变化，另一方面也受到近期乌克兰危机、原油暴涨、疫情恶化等极端事件的冲击。虽然长期来看，2022 年股市的盈利、流动性会比 2018 年好很多，但有可能上半年会比较类似 2018 年。

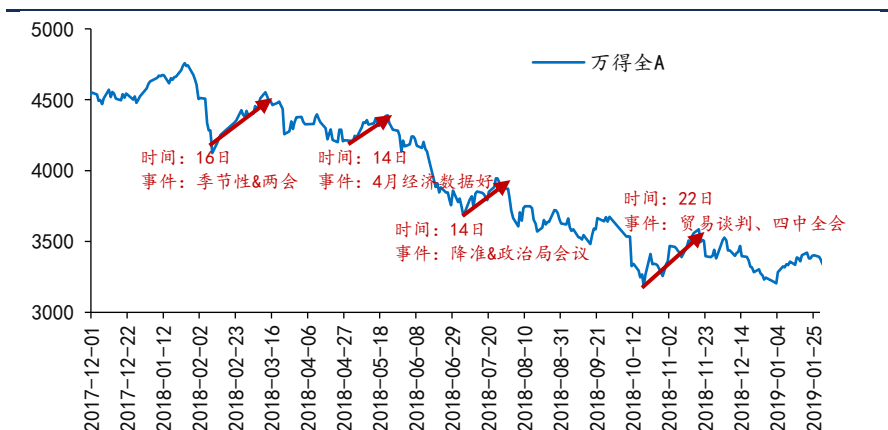
图 1：下跌已达到 2018 年的速度（单位：点位，%）



资料来源：万得，信达证券研发中心

（2）2018 年熊市中市场的反弹逻辑。我们可以通过回顾 2018 年的反弹，来思考 2022 年下一次反弹何时出现？2018 年共有 4 次反弹，持续的时间大多是 3-4 周。有三次均伴随着重要的会议（3 月两会、7 月政治局会议、10 月四中全会），背后可能是因为经济下降期，政策大多是友好的，会议召开前的时间，政策预期会升温，是熊市中难得的窗口期。这也是今年 2 月指数能有持续 3 周小反弹的原因。2018 年的反弹中，第一次（2 月中-3 月中）和第四次（10 月中-11 月中）反弹幅度最大，可能和居民资金的季节性有关。

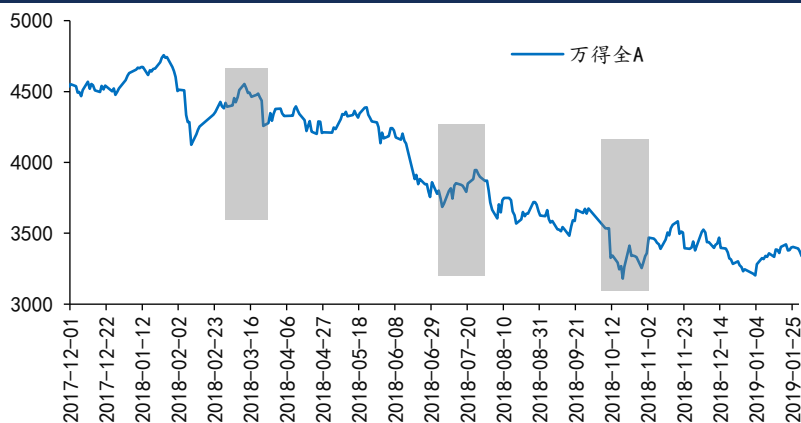
图 2：2018 年的 4 次反弹（单位：点位）



资料来源：万得，信达证券研发中心

季报对反弹节奏的影响。季报是重要的验证期，是修正业绩和估值匹配度的时间窗口，2018 年三次季报披露期前后市场均有一定的反弹。2018 年盈利预期逐渐下调，不过在一季报和二季报时，还有很多一级行业 ROE 是上行的，但到了三季报，就很难找到 ROE 上行的行业了。由此导致一季报和二季报前后的反弹出现在季报前到披露期上半月，三季报后的反弹出现在季报披露期后半月。

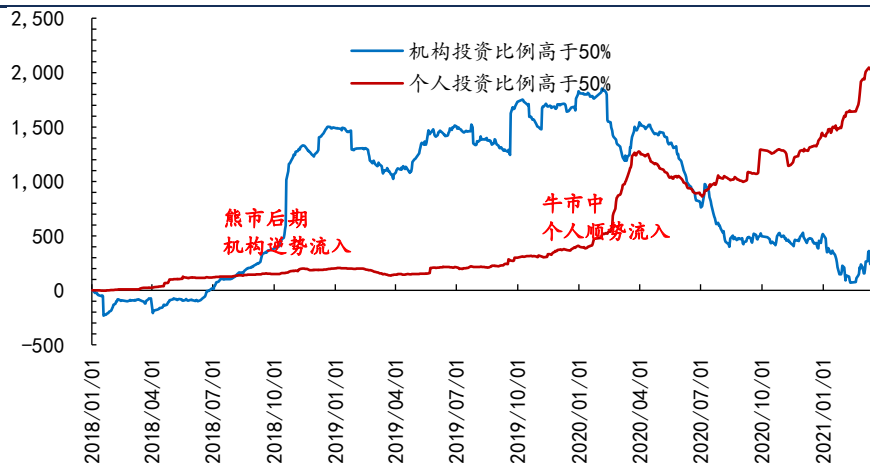
图 3：2018 年三次季报披露期的股市表现（单位：点位）



资料来源：万得，信达证券研发中心

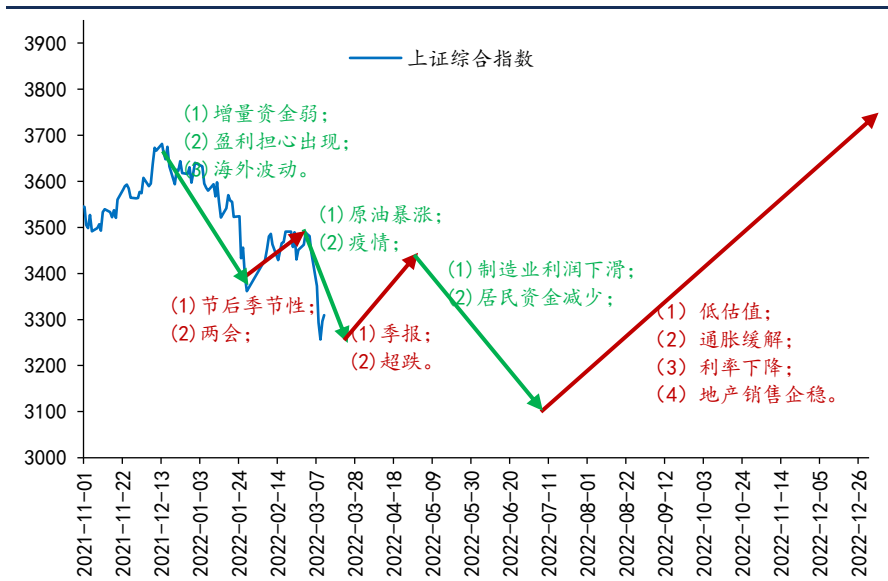
(3) 跟 2018 年比，机构投资者的比例增加了，跌下来后抄底的资金可能会更早出现。由于投资者结构的丰富，各行业产能周期的改善，我们主观上认为 2022 年比 2018 年好很多，只有上半年类似 2018 年。但这一判断是否正确，还需要观察：一方面需要验证制造业盈利能否维持，另一方面需要跟踪机构资金能否比 2018 年更早地大幅流入。从投资者行为来看，2018 年熊市结束的领先信号是机构逆势抄底。我们如果把 ETF 基金按照机构投资者比例高低分成两类，能够看到，2018 年下半年，机构占比高的 ETF 基金规模大幅增加。特别是 2018 年 Q4，机构大幅买入 ETF 基金，从而让指数逐渐企稳，并在 2019 年进入新的牛市。个人投资者的脉冲性流入是在 2019 年 Q1，持续稳定流入直到 2019 年下半年才出现，比市场的企稳晚很多。

图 4：从 2018 年初开始不同类型 ETF 基金累计净增加规模（单位：亿元）



资料来源：万得，信达证券研发中心

(4) 短期策略：新的反弹可能在接近 1 季报前后。年初以来，指数调整幅度较大，存在超跌反弹的可能性，不过不宜操之过急，时间上可能需要等 3 月下旬-4 月。一方面，2 月的反弹偏弱，导致部分 2 月参与反弹的资金依然是亏损的，这会大大限制投资者参与反弹的意愿。另一方面，按照 2018 年的经验，反弹最适合的窗口期是季报或重要会议前，1 季报披露的时间在 4 月，3 月下旬布局可能是合适的窗口。

图 5：2022 年的市场节奏（单位：点数）


资料来源：万得，信达证券研发中心

表 1：近期利多利空梳理

事件	
利多	(1) 当地时间 12 日，乌克兰谈判代表表示，乌俄正趋于就签署全面和综合协议达成妥协； (2) 孙春兰：从严从紧落实疫情防控各项措施 坚决守住不出现疫情规模性反弹底线。推广“抗原筛查、核酸诊断”监测模式； (3) 发改委：加大释放煤炭优质产能，做好煤炭保供稳价工作。
利空	(1) 美国证监会（SEC）发布消息，依据《外国公司问责法》认定了五家在美上市公司为有退市风险的“相关发行人”。分别为百济神州、百胜中国、再鼎医药、盛美半导体及和黄医药。 (2) 中国 2 月社会融资规模增量 11900 亿人民币，前值 61700 亿人民币，新增人民币贷款 12300 亿人民币，前值 39800 亿人民币； (3) 国家卫健委：昨日新增本土确诊病例 1807 例，新增本土无症状感染者 1315 例；
未来重点事件	(1) 3 月下旬到 4 月：年报和 1 季报披露季。

资料来源：万得，信达证券研发中心

行业配置建议：战术上，年初以来很多板块调整较多，3 月下旬到 4 月可能会有一次比 2 月略大的反弹，可以关注超跌的成长股，建议关注计算机、传媒、军工；战略上，上半年会类似 2018 年，一般在 ROE 下降的前期，稳增长政策确立，而且效果还不确定的时期，低估值的板块均会有超额收益，建议战略上关注：上半年偏价值，金融、地产、建筑，消费成长的战略性机会估计要等下半年。

表 2：大类风格配置建议

板块	配置建议
周期	年初以来全球商品价格强势，一方面反映的是长期产能建设不足的问题，另一方面，也有两个短期原因，第一，美国需求偏强，第二，去年商品价格上涨的趋势被政策干预，但其内在供需本来就应该涨到 2022 年上半年。随着价格的进一步上涨，上游周期对中下游需求的压制可能会改变美国经济复苏的进度，导致 2022 年下半年全球需求走弱。2022 年上半年周期股会见到一个战术性的高点，随后休整，到年底或明年初，可能还存在第二次大幅上涨的可能。
消费	由于估值和持仓调整较大，去年 Q3-Q4 消费整体出现了较大的反弹，这一反弹并不需要基本面的实质性改善。反弹过后 2022 年 Q2 可能会有二次探底的风险。消费中可以关注另一个细分方向——受疫情影响最大的航空、酒店等行业，需求被疫情持续压制，产能在优化中，可以作为年度关注方向。
成长	新能源车、光伏、半导体等行业，长期需求逻辑顺畅，短期需求出现了分歧，供给层面 2022 年会面临比较确定的产能释放，风险收益比一般，去年底以来估值开始逐渐调整，一季报和二季报验证业绩。软科技（计算机、传媒）去年调整较多，行业内部已经在通过裁员等开始消化利空，近期受到中概股调整等影响，调整深化，但战略上已经进入供需格局改善的临界点，建议持续关注。
金融地产	稳增长政策虽然不能把行业基本面完全扭转，但可以排除经济出现失速风险的可能性。历史上来看，稳增长相关的银行、地产、基建等板块一般会伴随稳增长政策有持续半年的超额收益。绝对收益的大小，取决于房地产销售能否改善。

资料来源：信达证券研发中心

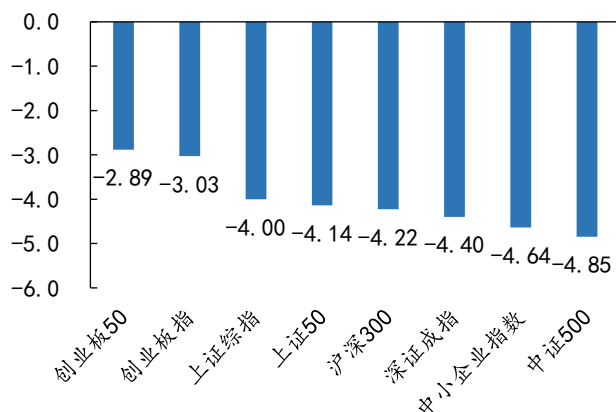
二、上周市场变化

上周 A 股多数下跌，其中中证 500 (-4.85 %) 领跌。申万一级行业大多数下跌，其中，采掘 (0.00 %)、电气设备 (-0.56%)、食品饮料 (-2.06 %) 较为抗跌，休闲服务 (-7.19 %)、家用电器 (-7.54 %)、有色金属 (-7.03 %) 领跌。概念股中，打板指数 (10.53%)、体外诊断 (4.00%)、共享单车指数 (1.76 %) 领涨，音乐产业指数 (-8.51%) 领跌。

上周全球股市涨跌不一，德国 DAX (4.07 %)、法国 CAC40 (3.28 %)、富时 100 (2.41%) 排名领先。商品市场中，玻璃 (4.21%)、PVC (2.44%) 领涨。另外在 2022 年全球大类资产年收益率指标中，南华工业品指数 (20.96 %)、黄金 (8.69 %)、LME 铜 (3.91 %) 排名较高，而 MSCI China (-19.23 %) 排名较低。

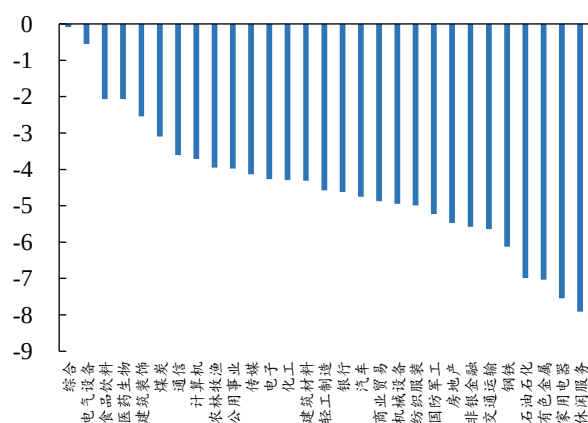
A 股市场资金方面，上周北上资金净流出共计-363.2 亿元（前值净流入 42.74 亿元）。上周央行公开市场操作逆回购 500 亿元，货币净回笼量 3300 亿元。截至 2022 年 3 月 4 日，银行间拆借利率相比上周末有所上升，十年期国债收益率与上周接近，均值小幅上升。从公募基金股票持仓来看，股票型基金基本保持不变，偏股混合型基金略有减仓。

图 6：A 股主要指数周涨跌幅（单位：%）



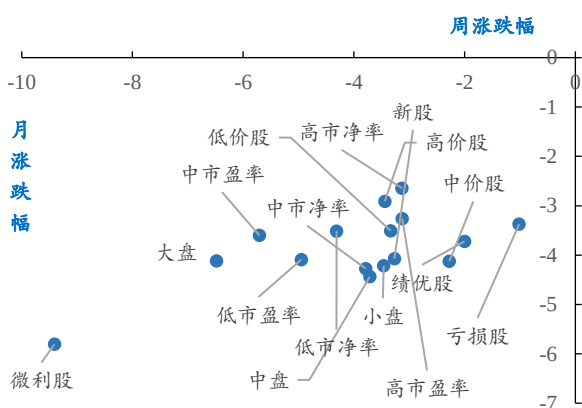
资料来源：万得，信达证券研发中心

图 7：申万一级行业周涨跌幅（单位：%）



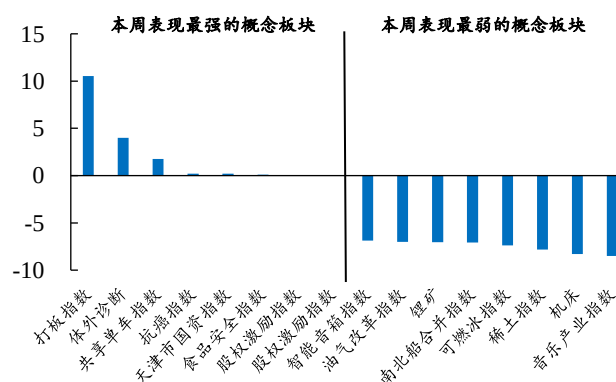
资料来源：万得，信达证券研发中心

图 8：申万风格指数周/月涨跌幅（单位：%）

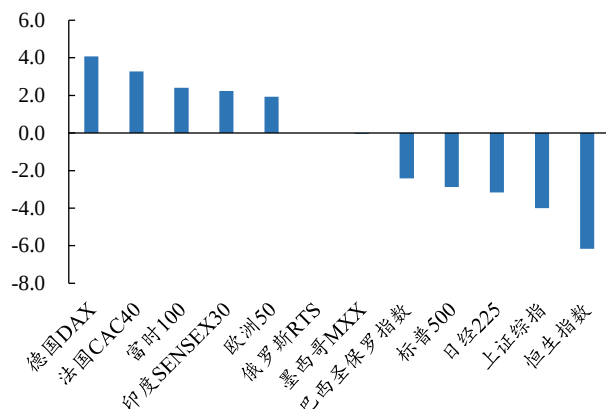


资料来源：万得，信达证券研发中心

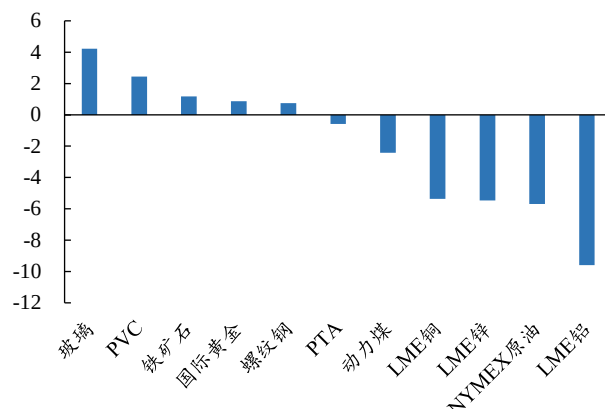
图 9：概念类指数周涨跌幅（单位：%）



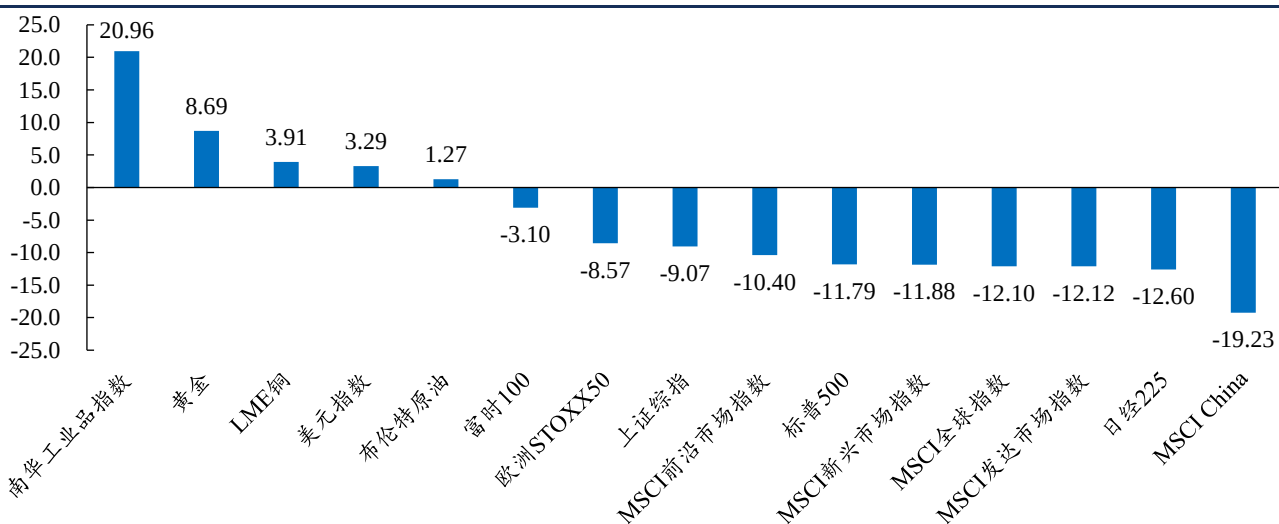
资料来源：万得，信达证券研发中心

图 10：全球市场重要指数周涨跌幅（单位：%）


资料来源：万得，信达证券研发中心

图 11：重要商品指数周涨跌幅（单位：%）


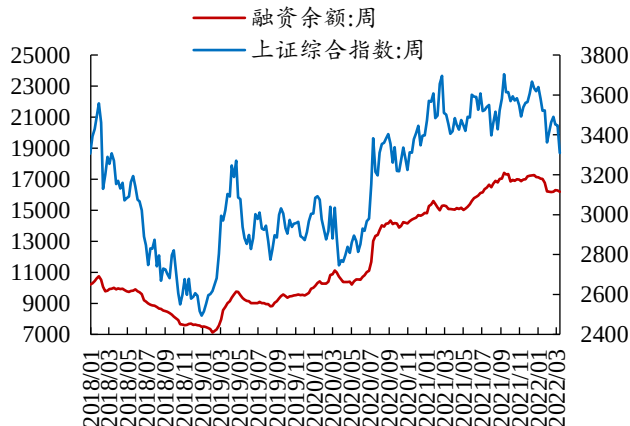
资料来源：万得，信达证券研发中心

图 12：2022 年全球大类资产收益率（单位：%）


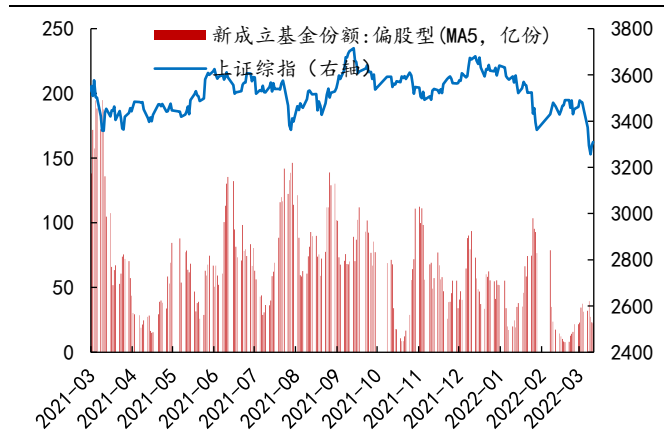
资料来源：万得，信达证券研发中心

图 13：沪股通累计净买入（单位：亿元）

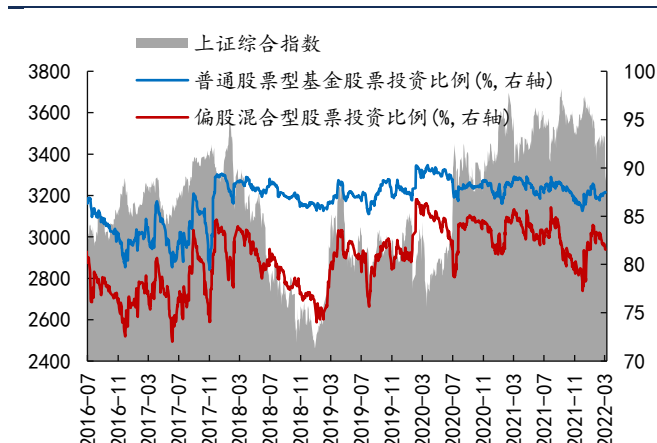

资料来源：万得，信达证券研发中心

图 14：融资余额（单位：亿元）


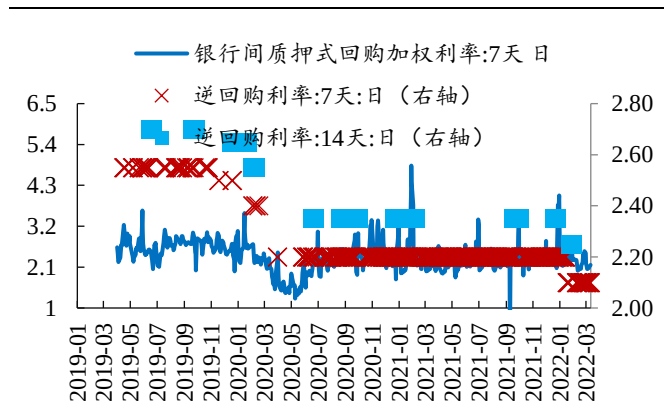
资料来源：万得，信达证券研发中心

图 15: 新发行基金份额 (单位: 亿份)


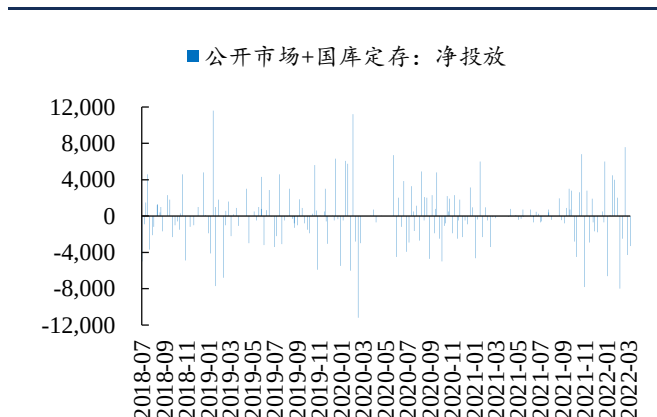
资料来源: 万得, 信达证券研发中心

图 16: 基金仓位估算 (单位: %)


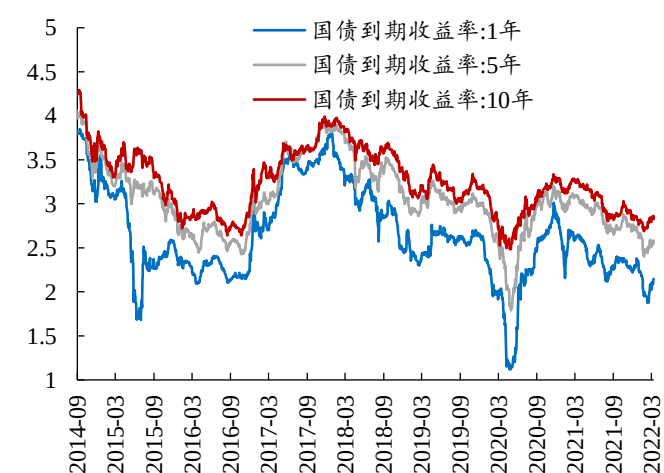
资料来源: 万得, 信达证券研发中心

图 17: 银行间拆借利率和公开市场操作 (单位: %)


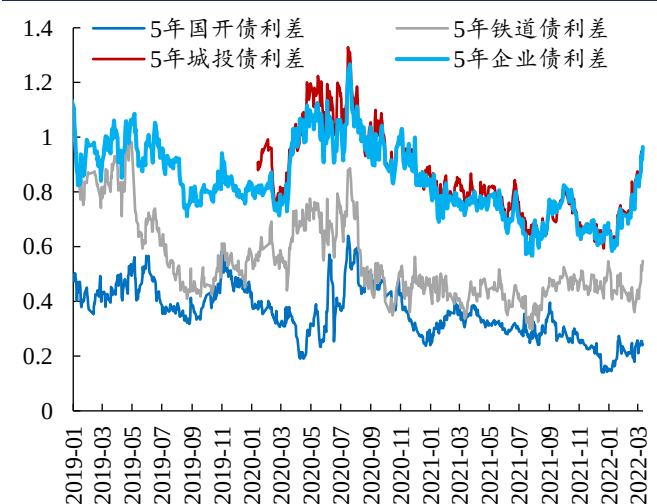
资料来源: 万得, 信达证券研发中心

图 18: 央行公开市场和国库定存净投放 (单位: 亿元)


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

图 19: 长期国债利率走势 (单位: %)


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

图 20: 各类债券与同期限债券利差 (单位: %)


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

风险因素

房地产市场超预期下行，美股剧烈波动。

研究团队简介

樊继拓，信达证券策略首席分析师，8年宏观策略研究经验，先后就职于期货公司和券商研究所，2017年水晶球策略团队公募组第一核心成员，2018第一财经年度最佳新人奖。2018-2021年代表观点：2018年6月《全面对比2011年熊市》，2019年3月《3月震荡，4月决断》，2019年8月《战略性看多A股》，2020年6月《增量资金已是趋势》。

李畅，华东师范大学世界经济硕士，2年宏观策略研究经验，2021年6月加入信达证券研发中心，从事策略研究工作。

张颖锐，上海财经大学应用统计硕士，3年策略研究经验，2021年9月加入信达证券研发中心，从事策略研究工作。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiyue@cindasc.com
华北区销售总监	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华北区销售	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华东区销售总监	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售副总监	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华东区销售	朱尧	18702173656	zhuyao@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华东区销售	方威	18721118359	fangwei@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	王之明	15999555916	wangzhiming@cindasc.com
华南区销售	闫娜	13229465369	yanna@cindasc.com
华南区销售	刘韵	13620005606	liuyun@cindasc.com
华南区销售	黄夕航	16677109908	huangxihang@cindasc.com
华南区销售	许锦川	13699765009	xujinchuan@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起6个月内。	买入 ：股价相对强于基准 20% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%～20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5%之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地理解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的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。