

生威

2022 年 02 月 05 日

——策略周聚焦

报告要点:

- ①市场不存在系统性风险，货币财政双宽年份，A 股未出现过熊市。②股市进一步下探空间有限，极端假设跌至熊市底部，ERP 测算上证综指跌幅 8-10%，中性假设上证综指跌幅 2.7%，对应点位 3270 点。③股市性价比显现，估值不贵，对比熊市底部，全部 A 股 PE (TTM) 12~22 倍、PB (LF) 1.4~2.1 倍，目前为 18.2 倍（近五年 40%分位）、PB 为 1.9 倍（50%分位）。④2022/1 信贷开门红是扭转悲观预期的关键，信贷开门红有两个作用，首先促发市场反弹，其次风格从稳增长转向高成长。⑤2012-2021 十年开年信贷的三条经验：连续 9 年 1 月信贷均超市场一致预期；仅 2012、2017 两年 1 月信贷同比少增，主因是春节较早；开年信贷投放以银行、冬储项目为主，基建制造业占主导。⑥对今年信贷开门红乐观，按照央行指导，金融机构主动出击，凭借冬储项目，信贷开门红可期。⑦海外：海外股市涨多跌少，美联储多位官员针对加息表态，欧洲进入加息周期。

正文摘要

- **市场不存在系统性风险。**①2021 年底的经济工作会议重提“以经济建设为中心”，稳增长诉求之强，背后有三大原因：政治要求（保农民工&大学生就业）、经济压力（供需&预期）、海外环境（中美经济竞速&美联储收水）。②所以要积极推出稳定政策，慎出收缩政策，经济工作会议是一切稳增的开始，我们认为 2021 上半年货币降息降准、财政进一步发力均可期待。③在货币和财政双宽年份，A 股未出现过熊市。
- **进一步下探空间有限，性价比显现。**①按最悲观假设：如果跌至 A 股熊市底部，上证综指向下空间有限，ERP 测算跌幅在 2.7-9.7%之间。②股市隐含风险溢价（ERP）对底部判断效应很强，截至 2021/1/28 为 5.0%，若给出中性下跌假设：ERP 回到 2005 年以来的均值向上 1 倍标准差，上证综指向下跌幅 2.7%，对应点位 3270 点。③从估值看目前估值不贵，处于过去五年估值中枢。
- **信贷开门红是稳增长与高成长的分水岭。**①信贷开门红，市场回暖，风格重回成长。春节前的持续调整主因是经济悲观预期尚未修复，叠加海外波动的情绪冲击，稳增长中地产链最强，实际上是市场在做政策博弈。②目前能扭转悲观预期的关键是 1 月信贷数据，2021/9 我们一直强调的破局线索依然适用：稳增信号-社融回升-经济企稳。③开年经济下行压力较大的年份，如 2012、2013、2019 年，1 月信贷开门红后小盘成长风格均明显占优，其中 2012、19 年风格由前期大盘价值切换为小盘成长，2013 年小盘成长持续占优。④如果今年 1 月信贷超预期，有望成为市场风格由稳增长向高成长切换的分水岭。若信贷不及预期，则较节前宏观假设并无太大变化，市场仍会期许更大规模的基建与地产刺激。
- **对 2022 年 1 月信贷开门红保持乐观。**1/18 央行副行长刘国强提到“一年之计在于春”，要求避免信贷塌方，金融部门要主动出击，这说明央行层面对 1 月信贷高增有较强诉求。1 月信贷以大行为主力，今年对信贷疲弱的核心原因是春节较早，大行投放节奏偏慢，但按照央行指导，金融机构主动出击，凭借冬储项目，我们预计信贷开门红可期。

注：本文提及今年指 2022 年，去年指 2021 年。

- **风险提示：**全球疫情蔓延风险、疫苗有效性；宏观经济增长不及预期；通胀短期大幅飙升，货币政策快速收紧；历史经验不代表未来。

证券分析师 姚佩

执业证号：S0600520090005
yaopei@dwzq.com.cn

证券分析师 邢妍姝

执业证号：S0600521030001
xingys@dwzq.com.cn

研究助理 马浩然

mahr@dwzq.com.cn

证券分析师 陈李

执业证号：S0600518120001
yjs_chenli@dwzq.com.cn

相关研究

- 1、《东吴证券月度策略及金股组合：看好春节后的反弹行情》2022-01-30
- 2、《行业风火轮：信贷开门红是风格切换分水岭》2022-01-28
- 3、《四类基金画像：短跑、长跑、头部、高频绩优——2021 年基金四季报专题研究之二》2022-01-27
- 4、《【东吴策略】公募发行回暖，外资加仓金融——市场温度计》2022-01-25
- 5、《东吴策略：加仓消费电子，医药、锂电遭减持——2021 年基金四季报点评》2022-01-25

内容目录

1. 市场不存在系统性风险，股市当前性价比显现	4
2. 信贷开门红是风格分水岭	5
3. 春节期间海外事件梳理	6
4. 风险提示	8

图表目录

图 1: 按万得全 A 测算的 A 股风险溢价	4
图 2: 按上证综指测算的 A 股风险溢价	4
表 3: 历次市场底部数据对比	5
表 4: 春节期间海外事件梳理	7

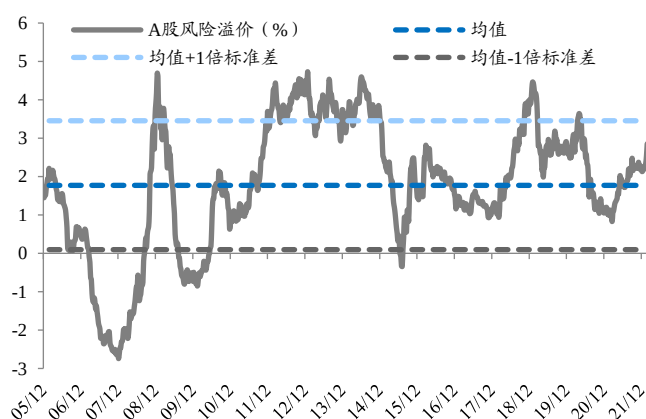
对虎年开春明确乐观，春节前的调整已足够充分，即便按照熊市底部对照当下估值，市场进一步下探的空间也有限，相反对于目前极低预期的信贷，则可能延续过去十年的经验，出现信贷开门红超预期，经济的悲观预期将逐步修复，风格从稳增长转向成长。

1. 市场不存在系统性风险，股市当前性价比显现

不存在系统性风险。2021 年底的经济工作会议重提“以经济建设为中心”，稳增长诉求之强，背后有三大原因：政治要求（保农民工&大学生就业）、经济压力（供需&预期）、海外环境（中美经济竞速&美联储收水）。所以要积极推出稳定政策，慎出收缩政策，经济工作会议是一切稳增的开始，我们认为 2022 上半年货币降息降准、财政进一步发力均可期待。在货币和财政双宽年份，A 股未出现过熊市。

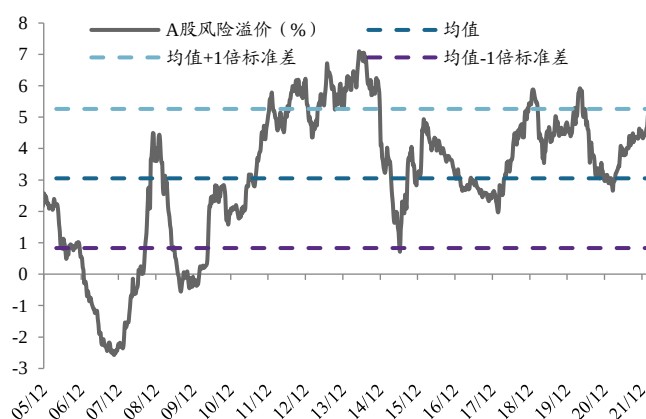
进一步下探空间有限，性价比显现。即便我们过去两个月维持上述观点，开年 A 股下跌，叠加美联储加速收缩，仍使得不少投资者情绪重挫，不断追问底部在哪里。按最悲观假设：如果跌至 A 股熊市底部，上证综指向下空间有限，ERP 测算跌幅在 2.7-9.7% 之间。股市隐含风险溢价（ERP）对底部判断效应很强，截至 1/28 为 5.0%，若上证综指回到 2020 年 3 月 2646 低点 5.8% 的 ERP，上证综指向下跌幅 8.4%，对应点位 3080 点；若回到 2019 年 1 月 2440 低点 5.9% 的 ERP，上证综指向下跌幅 9.7%，对应点位 3037 点。若给出中性下跌假设：ERP 回到 2005 年以来的均值向上 1 倍标准差，上证综指向下跌幅 2.7%，对应点位 3270 点。从估值看目前估值不贵，处于过去五年估值中枢，对比过去几次市场底部，2005 年 6 月上证综指 998 点、2008 年 10 月 1664 点、2013 年 6 月 1849 点、2016 年 1 月 2638 点、2019 年 1 月 2440 点、2020 年 3 月 2646 点，全部 A 股 PE（TTM，整体法，下同）12~22 倍、PB（LF，整体法，下同）1.4~2.1 倍，目前为 18.2 倍（近五年 40% 分位）、PB 为 1.9 倍（50% 分位）。

图 1：按万得全 A 测算的 A 股风险溢价



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 2：按上证综指测算的 A 股风险溢价



数据来源：Wind，东吴证券研究所

表 3: 历次市场底部数据对比

		2005/6/6	2008/10/28	2013/6/25	2016/1/27	2019/1/4	2020/3/19	2021/3/9	2022/1/28
上证综指 历史底部	上证综指点位	998	1664	1849	2638	2440	2646	3328	3394
	全部 A 股 PE (TTM, 倍)	18.4	13.8	11.5	17.7	13.3	16.0	21.9	18.2
PE (TTM, 倍)	全部 A 股剔除银行 PE (TTM, 倍)	18.6	16.0	19.0	29.8	18.0	23.9	32.6	25.9
	全部 A 股 PE 中位数 (TTM, 倍)	20.6	16.4	27.6	44.5	23.7	27.2	27.8	28.0
PB (LF, 倍)	全部 A 股 PB (LF, 倍)	1.7	2.1	1.4	1.8	1.4	1.5	1.8	1.9
	全部 A 股剔除银行 PB (LF, 倍)	1.6	2.1	1.8	2.4	1.7	2.0	2.4	2.6
	全部 A 股 PB 中位数 (LF, 倍)	1.6	1.7	2.1	3.7	2.0	2.3	2.5	2.7
情绪指标	风险溢价 (1/PE-10 年期国 债收益率, %)	2.2	4.3	6.7	4.9	5.9	5.8	3.2	5.0
	破净公司数量 (家, 占比)	276 (27.7%)	256 (16.7%)	269 (10.9%)	54 (2.0%)	338 (9.6%)	408 (10.8%)	372 (8.8%)	324 (6.9%)
	全部 A 股换手率 (流通市值加权, %)	0.9	1.8	1.6	2.1	1.4	2.4	2.0	1.5
	两融交易额占 A 股成交额 比例 (%)			8.2	8.2	8.2	9.5	8.2	6.6
大类资产	沪深 300 股息率 top15 均 值 (%)	10.4	9.5	8.4	6.1	7.4	6.7	7.2	6.9
	十年期国债收益率 (%)	3.7	3.1	3.6	2.9	3.2	2.7	3.2	2.7
	一年期理财产品 预期年收益率 (%)	2.5	6.0	5.1		4.5	4.0	3.7	
	一年期权益投资信托 预期年收益率 (%)	4.6	10.0	8.6		8.0	6.9	7.0	

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

2. 信贷开门红是风格分水岭

信贷开门红, 市场回暖, 风格重回成长。春节前的持续调整主因是经济悲观预期尚未修复, 叠加海外波动的情绪冲击, 稳增长中地产链最强, 实际上是市场在做政策博弈。目前能扭转悲观预期的关键是 2022 年 1 月信贷数据, 2021/9 以来我们一直强调的破局线索依然适用: 稳增信号-社融回升-经济企稳。信贷开门红有两个作用, 首先促发市场反弹, 对经济的悲观预期就会逐步修复, 市场情绪将逐步回暖, 2021/12-1 月最大的症结: 稳增长与经济下行的质疑, 被中间信贷高增证伪。其次风格从稳增长转向高成长, 经济预期修复后, 对政策进一步发力的期许也随之降低, 稳增长板块进入兑现期, 即过

去三个月最强的估值修复逻辑出现了边际松动，风格将逐步切回前期调整更大的成长板块。开年经济下行压力较大的年份，如 2012、2013、2019 年，1 月信贷开门红后小盘成长风格均明显占优，其中 2012、19 年风格由前期大盘价值切换为小盘成长，2013 年小盘成长持续占优。我们认为如果今年 1 月信贷超预期，有望成为市场风格由稳增长向高成长切换的分水岭。若信贷不及预期，则较节前宏观假设并无太大变化，市场仍会期许更大规模的基建与地产刺激。

近十年开年信贷的三条经验。春节前路演中，投资者普遍对信贷预期悲观，既有去年 3.6 万亿的高基数因素，也有信贷需求的萎靡。我们复盘了过去十年，即 2012-2021 年 1 月信贷总量与结构，得到三条经验：

①过去十年仅有 2012、17 两年 1 月信贷同比少增。主因是春节较早影响 1 月信贷投放，典型如 2012、14、17、20 年春节均在 1 月，导致当年 1 月新增人民币贷款同增幅度较小（14、20 年）甚至负增（2012、17 年），主要是大行不必抢投，春节较早会影响其投放节奏。

②卖方一致预期作用不大，2013-21 年连续 9 年 1 月信贷超市场预期一致预期，基期、企业需求这些担忧点并非今年才有，太阳底下无新鲜事。

③开年信贷投放以大型银行为主，占比平均达 44.5%，大行多是冬储项目的释放，其中基建制造业贷款占主导。

对 2022 年 1 月信贷开门红保持乐观。1/18 央行副行长刘国强提到“一年之计在于春”，要求避免信贷塌方，金融部门不但要迎客上门，还要主动出击，这说明央行层面对 1 月信贷高增有较强诉求。1 月信贷以大行为主力，今年对信贷疲弱的核心原因是春节较早，大行投放节奏偏慢，但按照央行指导，金融机构主动出击，凭借冬储项目，我们预计信贷开门红可期。

3. 春节期间海外事件梳理

①**海外股市涨多跌少。**美股三大指数春节期间（2022/1/31-2/4）先涨后跌，后期由涨转跌主要由于元宇宙公司 Meta Platforms 公布财报，2021 全年净亏损达 102 亿美元，同时 2022Q1 营收指引疲软，但美股整体仍保持上涨态势，标普 500、道琼斯、纳斯达克指数分别上涨 1.5%、1%、2.4%。主要发达国家股市基本上涨，恒生指数、日经 225、英国富时 100、法国 CAC40、德国 DAX 指数分别涨 4.3%、涨 2.7%、涨 0.7%、跌 0.2%、跌 1.4%，主要来自海外经济疫情后逐步修复；VIX 恐慌指数自 1/26 后持续回落，春节期间降幅 16%。

美股科技巨头处于历史高位，在联储加息和财报不及预期等信息扰动下波动加大，但国内互联网政策监管从取得“初步成效”到“重要成效”，政策边际拐点已经出现，互联网中概股龙头股价已经处于筑底阶段。

②**美联储多为官员针对加息表态**。亚特兰大联储主席对加息表述边际放缓，从此前3月加息50BP降至25BP；此外博斯蒂克、哈克、布拉德、戴利等多位官员支持2022年加息3-4次。春节期间美国多项经济数据公布：非农就业数据强劲，但奥密克戎疫情蔓延，导致美国ISM服务景气指数、Markit服务业PMI等多项经济数据恢复较为疲弱。3月议息会议前，美联储加息预期仍可能随美国经济及通胀数据变动，由此导致美股持续震荡。

③**欧洲货币政策进入加息周期**。欧央行维持利率不变，但二季度开始减少资产购买；英国央行基准利率上调25BP。土耳其、韩国、欧洲等多地通胀维持高位，可能推进全球加息进程加速。

表4：春节期间海外事件梳理

日期	国家	事件
2022/1/31	美国	美联储亚特兰大联储主席改变3月加息50BP说法，同日博斯蒂克、哈克、布拉德等多位地方联储主席纷纷表态支持3月加息25BP，但未发布更为紧缩的表态。
2022/2/1	韩国	《区域全面经济伙伴关系协定》(RCEP)对韩国生效实施。
2022/2/1	美国	财政部公布报告，美国国债总额首次突破30万亿美元，创历史新高。
2022/2/2	美国	1月ADP就业人数减少30.1万人，预期新增20.7万人，前值由增长80.7万人下修至77.6万人
2022/2/2	美国	元宇宙公司Meta Platforms公布财报，2021全年净亏损达102亿美元，同时2022Q1营收指引疲软，导致股价大跌。
2022/2/2	墨西哥	总统AMLO宣布，计划成立“国家锂业公司”全权负责该国的锂矿提取和开发，明确拒绝试图进入该国市场开采锂资源的私营企业。
2022/2/3	欧洲	欧洲央行维持三大关键利率不变，符合预期，自第二季度开始逐步减少资产购买计划。
2022/2/3	英国	英国央行将基准利率上调25个基点至0.50%，符合市场预期；英国央行预计在未来几个月内，年通胀率超过7%，将开始减少所持债券的规模。
2022/2/3	美国	1月美国ISM服务景气指数降至59.9，为该指数近一年来的最低值；1月Markit服务业PMI终值降至51.2，创2020年7月以来新低。
2022/2/4	俄罗斯	习近平同俄罗斯总统普京举行会谈，两国将强化能源战略伙伴关系，稳步推进油气合作大项目，加强能源领域重大技术联合创新攻关，拓展新能源合作。
2022/2/4	美国	美国1月季调后非农就业人口增加46.7万人，预期增15万人，前值由增19.9万人上修至增51万人；美国1月失业率4%，预期3.9%，前值3.9%。
2022/2/4	美国	美国联邦基金利率期货显示，美联储3月加息50个基点的可能性为34%，此前为18%。
2022/2/4	土耳其	土耳其统计局公布数据显示，土耳其1月CPI同比上涨48.69%，为2002年4月以来同比最大涨幅。
2022/2/4	韩国	1月居民消费价格指数(CPI)同比上涨3.6%，为104.69，涨幅连续4个月高于3%。
2022/2/4	美国	拜登签署行政命令，要求在超过3500万美元的联邦建筑项目中签订“项目劳资协议”(PLA)，赋予建筑工人和工人工会更多权利保障，政府称这将加快建筑完工的时间。

资料来源：Wind，东吴证券研究所

4. 风险提示

全球疫情蔓延风险、疫苗有效性：海外疫情不断反复，若海外疫情加剧，可能对相关产业链及国内进出口造成影响。

宏观经济增长不及预期：若国内经济复苏进程不及预期，可能影响上市公司基本面表现。

通胀短期大幅飙升，货币政策快速收紧：今年以来 PPI 陡峭上行，并向 CPI 加速传导，通胀压力上行可能引致货币政策收紧。

历史经验不代表未来：因市场环境等因素变化，历史数据得出的经验可能在未来失效。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>