

保持耐心 重拾信心

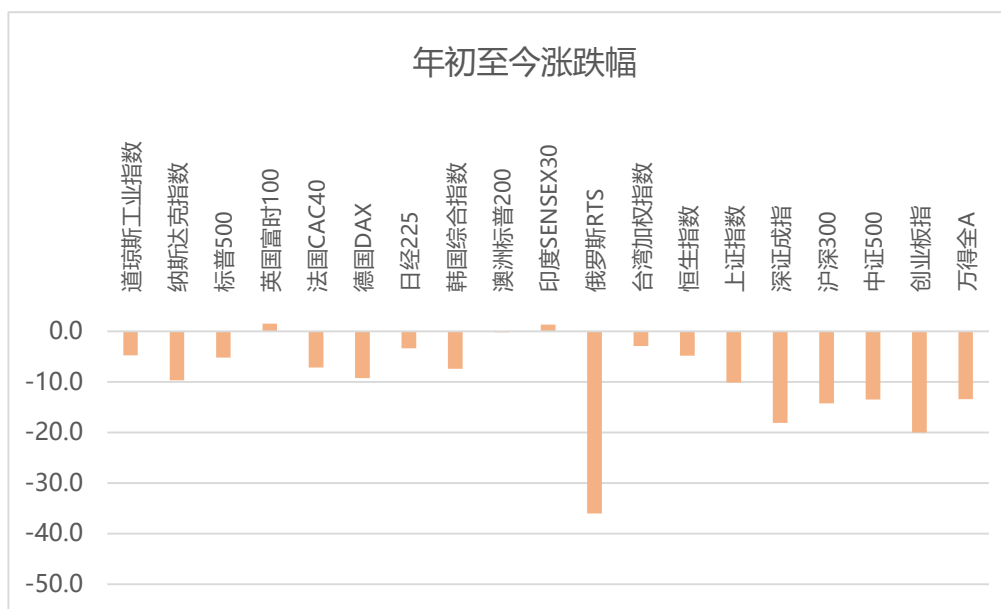
文/东方红资产管理 权益团队

一、 行情回顾

1. 市场总体回落

今年一季度以来，国内资本市场总体呈现下跌态势，年初至今，上证指数下跌 10.6%左右（截至 3 月 31 日，下同）。全球其他主要指数绝大多数呈现下跌态势，其中俄罗斯指数跌幅最大。

大类资产方面，商品总体以上涨为主，尤其是以原油为代表的能源化工，以镍、铝为代表的基本金属，以豆粕、菜粕、棕榈油为代表的农产品等均大幅上涨，贵金属黄金、白银也有所上涨。美元指数上涨近 2.5%，人民币兑美元维持稳定。中国 10 年期国债收益率维持 2.8%附近波动，美国 10 年期国债收益率则从 1.5%快速上升到 2.3%左右。

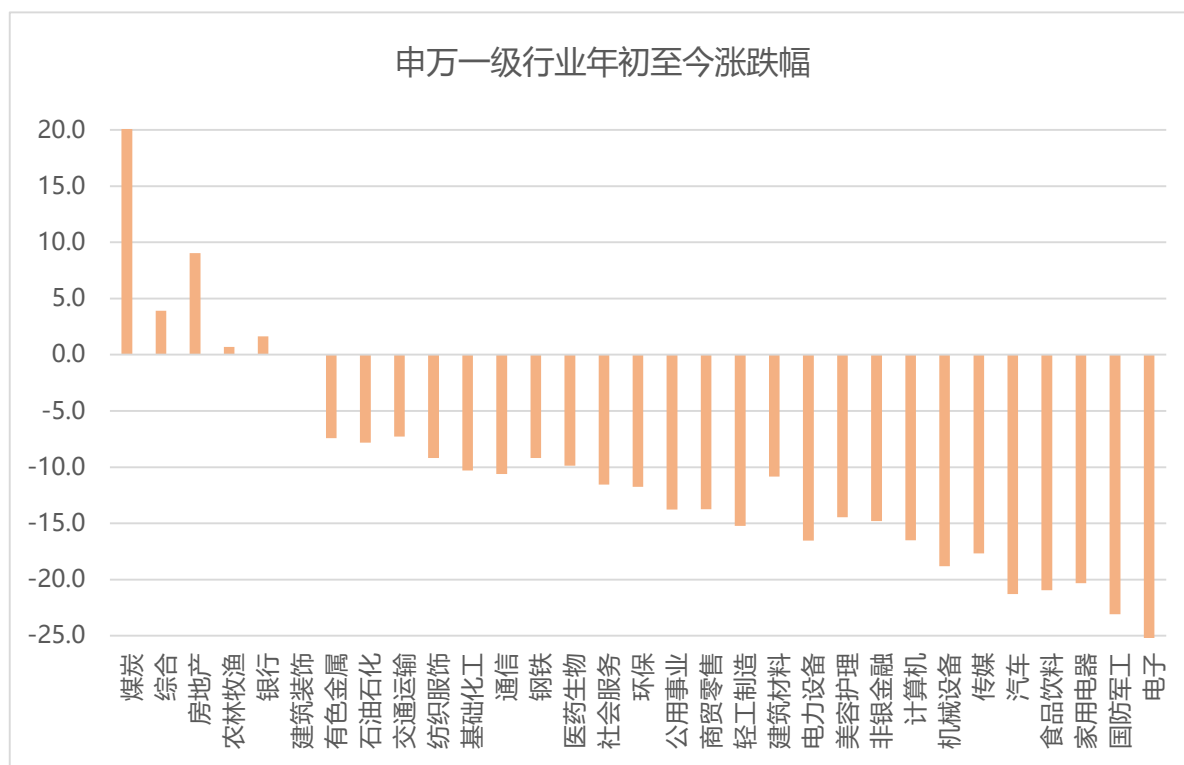


数据来源：Wind，东方红资产管理，数据截至 2022 年 3 月 31 日

2. 多数行业表现不及预期

今年一季度，主要行业呈现普跌态势，表现不及预期，平均跌幅达 10.4%，

中位数跌幅达 11.6%。表现较好的是煤炭、综合、房地产、农林牧渔、银行、建筑装饰、有色、化工等，表现较差的是电子、军工、家电、食品饮料、汽车、传媒等。



数据来源：Wind，东方红资产管理，数据截至 2022 年 3 月 31 日

3. 行业主题轮动较快

今年一季度，行业和主题轮动较快。上证指数年初以来经历了两次反弹，一次是在春节后，另一次在 3.16 金融委会议之后。其间，主要领涨行业均有所变化。春节前涨幅靠前的是银行、地产、建筑等低估值稳增长板块，跌幅较大的是“新半军”、医药等高成长高景气板块；春节后，这些跌幅较大的板块均有所反弹，而煤炭、有色、环保、公用事业、化工则异军突起。3 月 4 日开始行业普跌，之前涨幅较大的有色、钢铁大幅下跌，而医药、新能源则相对跌幅较小。金融委会议之后，反弹靠前的则是房地产、农林牧渔、煤炭等，公用事业、食品饮料、计算机、钢铁等则反弹乏力。

主题热点较多，但多数持续性不强。年初以来，低估值稳增长、高估值高景气、疫情复苏、新冠特效药和疫苗、资源品通胀等主题均先后有所

表现。但截至目前，除煤炭、有色、化工等资源品相关板块外，其他热点均持续性不强。



数据来源：Wind，东方红资产管理，数据截至 2022 年 3 月 31 日

代码	名称	年初至今涨跌幅	年初至今春节前	春节后至3月3日	3月4-15日	3月16-31日
801950.SI	煤炭	22.3	-4.5	20.1	-11.8	10.2
801180.SI	房地产	9.0	0.3	2.5	-13.9	16.0
801230.SI	综合	3.9	-6.2	13.4	-7.9	3.8
801780.SI	银行	1.6	2.3	0.6	-11.8	5.8
801010.SI	农林牧渔	0.7	-2.9	6.6	-13.0	8.0
801720.SI	建筑装饰	0.0	-1.9	5.4	-10.7	2.4
801170.SI	交通运输	-7.3	-2.8	8.1	-13.0	-0.6
801050.SI	有色金属	-7.4	-9.6	14.5	-16.9	0.7
801960.SI	石油石化	-7.8	-4.1	7.8	-14.5	-0.2
801130.SI	纺织服饰	-9.2	-5.6	7.4	-13.1	-0.1
801040.SI	钢铁	-9.2	-6.4	7.8	-15.9	-0.7
801150.SI	医药生物	-9.9	-14.1	4.1	-7.4	4.0
801030.SI	基础化工	-10.3	-9.8	8.8	-13.3	-0.3
801770.SI	通信	-10.6	-7.8	6.5	-12.3	-0.8
801710.SI	建筑材料	-10.9	-6.8	-0.6	-14.6	4.8
801210.SI	社会服务	-11.6	-6.0	5.9	-14.5	2.7
801970.SI	环保	-11.8	-9.4	9.4	-14.4	-0.8
801200.SI	商贸零售	-13.7	-5.7	1.7	-14.6	0.3
801160.SI	公用事业	-13.8	-11.6	9.0	-12.8	-3.5
801980.SI	美容护理	-14.4	-14.3	1.4	-13.7	5.1
801790.SI	非银金融	-14.8	-6.6	-3.6	-12.9	2.7
801140.SI	轻工制造	-15.2	-9.0	3.0	-12.5	-0.9
801750.SI	计算机	-16.5	-8.0	1.0	-13.4	-2.1
801730.SI	电力设备	-16.5	-9.5	-0.7	-10.0	-1.5
801760.SI	传媒	-17.7	-13.3	-0.6	-13.0	3.6
801890.SI	机械设备	-18.8	-11.5	3.7	-14.8	-1.6
801110.SI	家用电器	-20.3	-4.3	-6.2	-16.9	0.1
801120.SI	食品饮料	-20.9	-11.2	-4.1	-14.0	-2.5
801880.SI	汽车	-21.3	-11.5	-2.6	-15.6	-0.2
801740.SI	国防军工	-23.1	-17.7	4.3	-13.3	-2.8
801080.SI	电子	-25.6	-13.5	-2.8	-13.4	-4.3

数据来源：Wind，东方红资产管理，数据截至 2022 年 3 月 31 日

二、原因分析

年初以来，资本市场和多数行业板块表现不尽如人意，我们认为原因主要有以下几点：

1. 估值因素

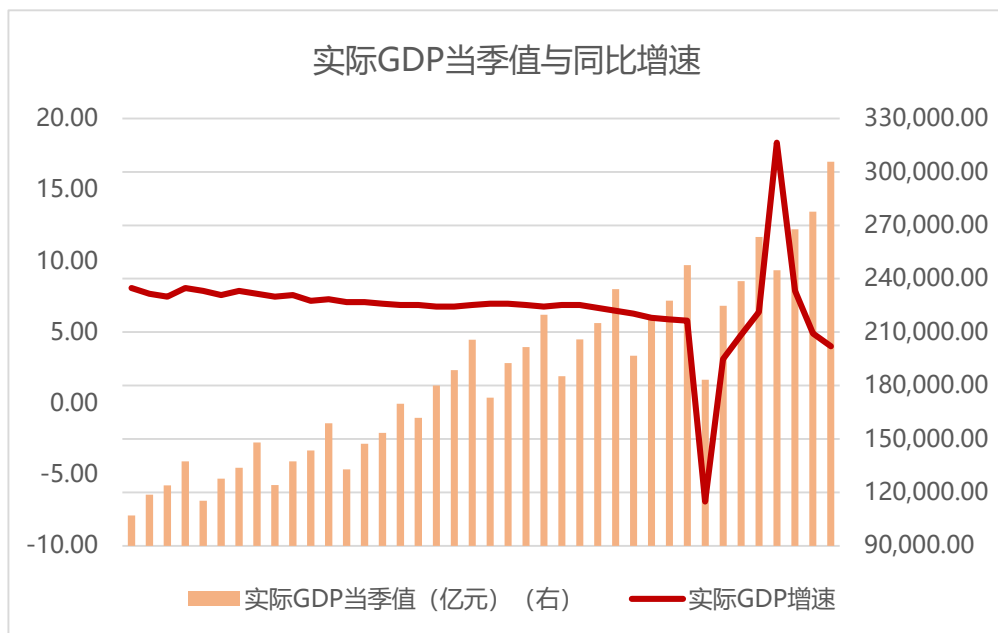
过去三年市场累积涨幅较大，估值扩张较大，投资者有一定收益。主要指数及绝大多数行业都有正收益，电力设备、食品饮料、电子、有色、化工、社服、军工等都有翻倍以上涨幅。大多数行业估值明显扩张，尤其是社服、电力设备、综合、汽车、商贸零售、农林牧渔、美容护理、食品饮料等行业估值扩张幅度较大。因此，持续上涨几年后，加上估值偏高，市场自身有调整需要。实际上，除新能源以及有色、煤炭、化工、钢铁等周期板块在 2021 年维持大幅上涨外，部分 2019-2020 年大幅上涨的行业，如食品饮料、家电、医药生物、社会服务等行业在 2021 年 2 月 18 日后就开始了调整消化估值的过程。

代码	名称	过去三年涨幅	三年估值升幅	2021年底估值	2018年底估值
801730.SI	电力设备	258.1	144.4	55.3	22.6
801120.SI	食品饮料	200.5	94.8	44.2	22.7
801080.SI	电子	174.3	56.0	36.1	23.2
399006.SZ	创业板指	165.7	126.6	63.3	27.9
801050.SI	有色金属	135.3	28.1	29.4	23.0
801030.SI	基础化工	130.0	52.3	20.2	13.2
801210.SI	社会服务	128.9	234.3	88.7	26.5
801740.SI	国防军工	123.4	34.6	72.1	53.6
399001.SZ	深证成指	105.2	77.3	28.9	16.3
801980.SI	美容护理	99.8	95.3	55.2	28.3
801880.SI	汽车	95.9	133.3	31.5	13.5
801710.SI	建筑材料	95.2	44.0	14.8	10.2
801150.SI	医药生物	94.9	42.2	35.1	24.7
801890.SI	机械设备	86.5	13.1	26.8	23.7
881001.WI	万得全A	82.4	53.0	20.1	13.1
000905.SH	中证500	76.6	25.4	20.4	16.2
801950.SI	煤炭	65.7	17.8	9.5	8.0
801110.SI	家用电器	65.6	68.6	18.0	10.7
801750.SI	计算机	64.7	41.7	53.3	37.6
000300.SH	沪深300	64.1	37.0	14.0	10.2
801010.SI	农林牧渔	63.6	97.3	51.3	26.0
801230.SI	综合	62.3	143.5	61.1	25.1
801140.SI	轻工制造	54.1	48.6	23.0	15.5
000001.SH	上证指数	45.9	26.4	13.9	11.0
801960.SI	石油石化	42.6	7.8	13.4	12.4
801160.SI	公用事业	39.5	47.4	28.6	19.4
801040.SI	钢铁	37.7	64.2	9.5	5.8
801760.SI	传媒	30.1	48.5	31.5	21.2
801790.SI	非银金融	27.3	-3.6	14.5	15.0
801170.SI	交通运输	20.6	-8.0	14.9	16.2
801970.SI	环保	19.5	15.1	22.4	19.4
801780.SI	银行	13.5	1.2	6.0	5.9
801770.SI	通信	13.3	9.0	38.3	35.2
801720.SI	建筑装饰	4.9	-5.2	9.7	10.2
801200.SI	商贸零售	3.6	117.1	32.5	15.0
801130.SI	纺织服装	2.9	7.4	20.2	18.8
801180.SI	房地产	-3.6	-5.6	8.3	8.8

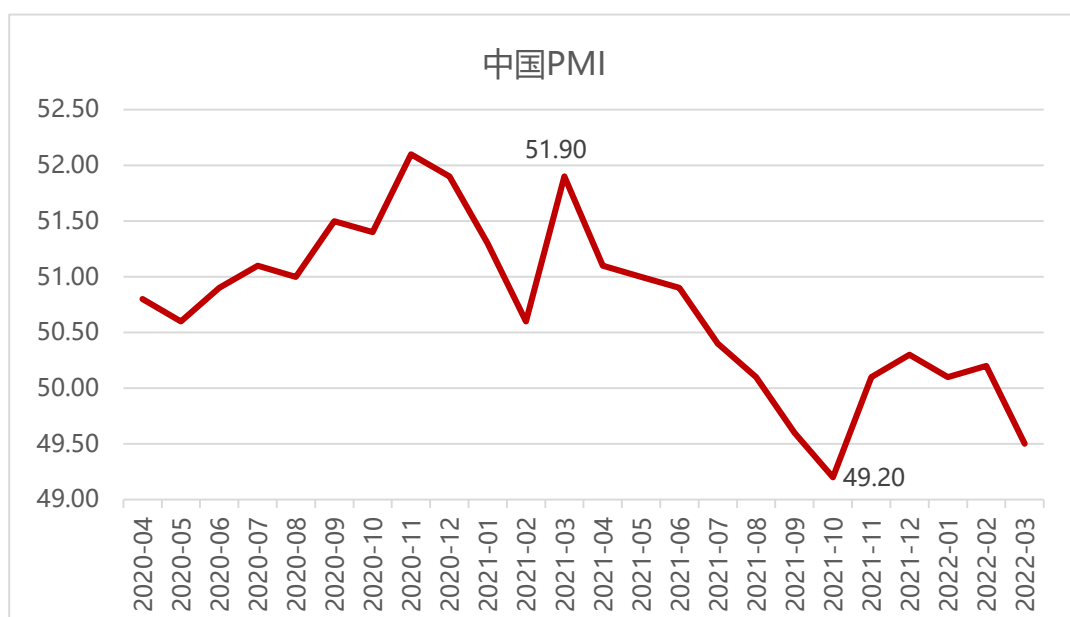
数据来源：Wind，东方红资产管理，估值为 TTM 估值，时间区间为 2019-2021 年

2. 经济因素

经济快速下行，市场信心不足。在高基数，宏观政策由宽松转向稳健，能耗双控约束下的拉闸限电，疫情反复散发，房地产、互联网、教育培训行业严格监管等多重因素影响下，2021 年宏观经济显现出较为明显的放缓趋势。如果这种趋势没有明显改善，或给股市继续带来一定的下行压力。



数据来源：Wind，东方红资产管理



数据来源：Wind，东方红资产管理

投资者对宏观政策的预期不稳定。2021 年底，中央经济工作会议后，市场一度非常亢奋，对稳增长政策的力度、出台节奏预期过高，“速胜论”思想过重，导致市场走势一不达预期，投资者情绪就由过度乐观转为消极悲观，“投降论”思想抬头。实际上，年初以来的行业快速轮动，持续性不强，也间接反映了投资者这种不稳定的情绪。

疫情反复散发、房地产行业至今表现疲弱，也让投资者对稳增长信心不足。年初以来，疫情反复散发，近期全国各地大约有 30 个城市疫情相对较为严重，部分地区疫情还有阶段性扩大迹象。这些地区合计占全国 GDP 体量的 20-30% 左右。此外，房地产销售额、新开工、土地购置面积等均继续回落，表现疲弱。2 月居民中长期贷款为-459 亿元，属于有数据以来首次负增长。这些事件，都让投资者对未来经济稳增长信心不足。



数据来源：Wind，东方红资产管理，数据截至 2022 年 3 月 31 日

3. 外部因素

外部因素复杂多变，是近期引发市场快速下行的主要因素，主要包括三个方面。

一是美联储加息节奏超出预期，全球流动性回流美国，美股遭遇大幅调整，给内地、香港市场带来一定压力，尤其对高估值板块的负面影响较

大。



数据来源：Wind，东方红资产管理，数据截至 2022 年 3 月 31 日

二是俄乌局势动荡，近期愈演愈烈。短期影响最大是原油、粮食等大宗商品价格大幅上涨，对本已偏高的通货膨胀构成更大的压力，国内稳增长的难度随之加大。长期影响更不容忽视，俄罗斯被踢出 SWIFT、外汇储备被冻结等事件发生，使得全球地缘政治、经济金融、产业链、外汇储备安全、国与国的信任等都受到严重挑战。部分投资者甚至担忧中国受到连带制裁，风险偏好下降，主动降低了对新兴市场的配置仓位。



数据来源：Wind，东方红资产管理，数据截至 2022 年 3 月 31 日

三是中美监管机构对中概股的审计问题，以及反垄断、防止无序扩张等平台经济治理问题等因素，使得市场担忧中概股的投资逻辑，引发在美上市中概股连续大幅下跌，间接影响港股和 A 股。

4. 市场因素

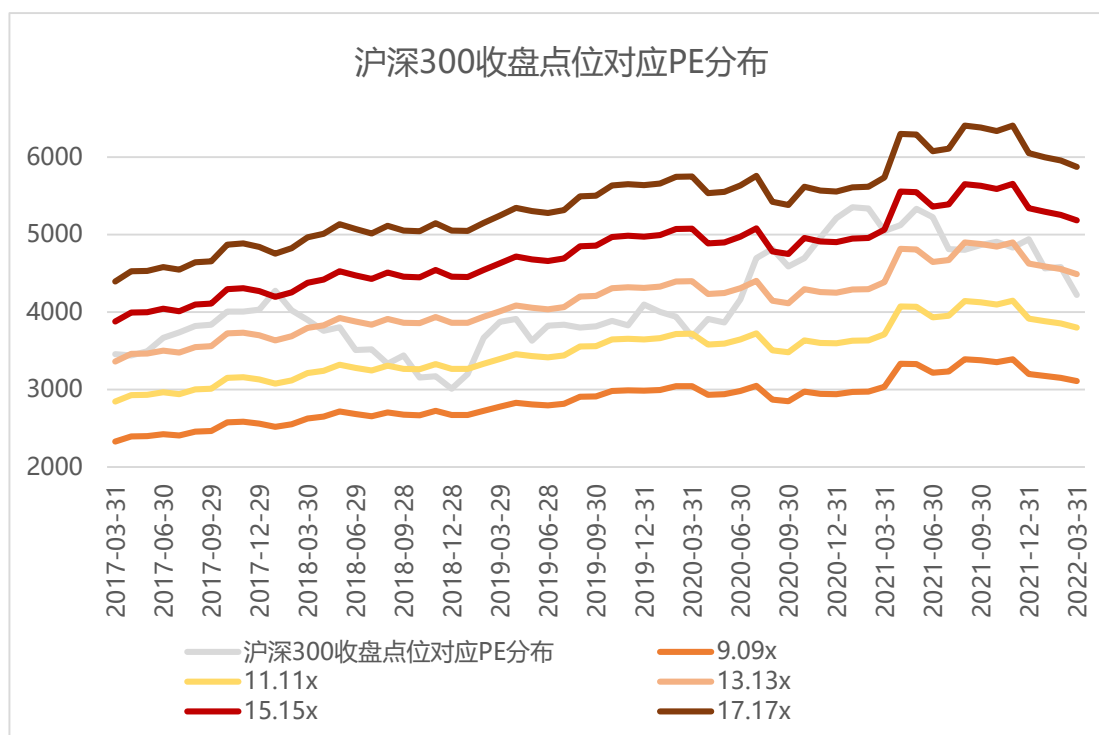
年初以来，机构调仓较快，热点不够稳定持续，市场成交量下降，赚钱效应消失，基金发行数据不佳等因素，也使得投资者风险偏好下降；个别军工上市公司业绩不达预期，个别医药公司担忧被制裁等，悲观情绪笼罩之下，这些行业也由此引发普遍性下跌。

三、 市场展望

年初以来市场走势不及预期，大多数投资者仍然非常悲观，而我们认为，短期走势或许还有反复，但一些积极因素正在发酵。短期来看，我们仍保持中性判断，但就长期趋势而言，我们则充满信心。积极因素主要有以下几个方面：

1. 市场估值已回落到相对偏低位置

近五年，沪深 300TTM 估值高点在 2021 年 1 月初的 16.4 倍附近，低点在 2018 年底的 10.2 倍附近，当前估值已回到 12.3 倍附近，处于历史的中低位置。WIND 全 A 当前估值 17.5 倍，近 5 年高点在 23.6 倍，低点在 13.14 倍，处于历史中等偏低位置。而中证 500 和创业板指均回到近 5 年历史低位 19 倍、51 倍附近。因此，总体来看，市场估值尽管没有全部回到历史低位，但也回到了相对偏低的位置。



数据来源：Wind，东方红资产管理，数据截至 2022 年 3 月 31 日

2. 对全年经济稳增长有耐心和信心

经济年中见底回升，实现全年目标概率较大，投资者对政策节奏和力度应合理预期，既要有耐心，也要有信心。

一是库存周期规律预示今年经济见底回升概率较大。从过往周期规律看，一轮库存周期一般 3-4 年，其中上行 2-3 年，下行 1-2 年半左右。中国经济自 2021 年 1 季度见顶后，在稳增长政策推动下，今年中左右见底概率较大。

二是稳增长将是贯穿 2022 年宏观经济的主线。今年是二十大召开之年，稳增长是重中之重。

三是稳增长政策正在发力，效果将逐步显现。

宽信用在路上，流动性维持充裕：过去几个月已进行 1 次降准、1 次降 MLF、2 次降 LPR，以及 1 月信贷和社融的大量投放。

财政政策积极发力：今年以来专项债靠前发力明显。截至 3 月 31 日，我国地方债发行量为 1.82 万亿元，超过去年同期的两倍，其中新增专项债发行超过 1.2 万亿元。从投向来看，今年新增专项债用于基建投资的比例明显加大，对相关领域投资提振效应将持续显现。

四是政府对房地产的相关表述已明显变化，房地产有望接力基建投资稳增长。尽管房地产至今表现仍较为疲弱，前期经济稳增长主要靠基建发力，但我们预期，如果二季度经济增长相关数据表现不佳，则房地产继续放松概率较大，房地产销售、新开工、投资等数据年内有望前低后高。

时间	内容
2020/8/16	首提“房地产泡沫是威胁金融安全的最大‘灰犀牛’。”
2020/12/1	要坚决抑制房地产泡沫，房地产是现阶段我国金融风险封面最大的“灰犀牛”。
2021/3/2	房地产领域的核心问题还是泡沫比较大，金融化泡沫化倾向比较强，是金融体系最大的“灰犀牛”，很多人买方不是为了居住，而是为了投资投机，这是很危险的。但 2020 年房地产贷款增速 8 年来首次低于各项贷款增速，这个成绩来之不易，相信房地产问题可以逐步缓解。
2021/6/10	那些炒作外汇、黄金及其他商品期货的人很难有机会发财致富，正像押注房价永远不会下跌的人最终会付出沉重代价一样。一些地方房地产泡沫化金融化倾向严重，相当数量的政府融资平台偿债压力很大，部分大中型企业债务违约比例上升，加剧了银行机构的信用风险。
2022/3/2	地方政府隐性债务状况趋于改善，房地产泡沫化金融化势头得到根本扭转。一批高风险企业和违法违规金融机构得到有序处置。去年以来房地产市场出现调整，这对金融业来说是好事，但也不希望房地产市场的调整太剧烈，希望能平稳些。

数据来源：东方红资产管理整理

五是疫情散发有一定的随机性。国内此轮疫情仍处于攻坚拉锯阶段，对部分地区的生产生活造成阶段性影响，国家对此积极应对，特效药、疫苗、更新的防疫政策都在持续推进。近期深圳已逐步回归正常的工作和生活秩序，其他各地政府已采取积极措施应对，相信本轮疫情将很快消退。乐观来看，年初以来的疫情演变，也将给后续疫情防控措施的优化，积累宝贵的经验。

3. 政策积极回应市场关切，呵护态度凸显

近期，面对市场波动，金融委、国务院先后召开会议，研究宏观经济运行、房地产企业、中概股、中国政府继续支持各类企业到境外上市、平台经济治理、香港金融市场稳定问题。金融委会议强调，“保持经济运行在合理区间，保持资本市场平稳运行”。这些会议，直面回应了市场关切，明确了监管预期，有利于稳定市场预期、提振市场信心。

4. 中长期继续看好中国前景和资本市场

中期角度，与经济周期一致，股市随经济的库存周期运行的规律也较为清晰。从过去几年看，一轮股市周期大致也是3-4年，其中上行2-3年，下行1-2年半左右。例如最近的两轮均是如此：2016、2017年上涨，2018年下跌；2019、2020年上涨，2021年至今下跌。如果这一规律继续有效，则今年可能是新一轮股市周期见底回升的起点之年。当然，未来是否会符合预期，仍存在着不确定性。

从更长期的角度来看，改革开放40年以来，中国经济高速发展，创造了人类社会发展的奇迹；长期稳定的政治、经济、社会环境，越来越成熟的市场经济，以及巨大的市场规模、统一的消费市场等，这些优势都为中国资本市场长期稳健发展奠定了基础。

5. 市场和行业展望

综上所述，今年以来，市场整体持续弱势。长期累积因素、经济下行趋势、疫情扰动频现，外部环境复杂多变，这些的确在短期内对市场造成了不利影响，甚至部分外部因素到目前为止，不确定性仍然很大，尤其是俄乌局势演变，是否会发生极端情况，仍超出大多数人的预测能力。但我们同样需要看到高层稳经济、稳市场的决心和行动，经济增长和外部环境的改善不是一蹴而就的，需要时间，市场也需要观察、逐渐转变认知。

就股市而言，A股的这轮调整，或许已反映了大部分悲观预期，风险得到了较为充分的释放，估值已具备一定性价比。短期市场可能仍将维持震荡运行态势，或许有反复，但类似前期那样的快速大幅下跌可能已告一段落，后续市场进入震荡磨底阶段的概率较大。从中长期角度看，今年可能是一个比较好的建仓机遇期。

从短期来看，我们相对看好消费、医药、信息技术、资源品、新能源、高端制造、稳增长等板块的投资机会。其中消费、医药、信息技术等属于相对长期看好品种；资源品具备一些新的长期变化，值得重视；新能源、高端制造等仍在景气趋势；稳增长则偏向于自上而下的配置需求。

消费、医药、信息技术等优秀赛道，一般会作为基本仓位长期持有。尽管短期表现不佳，但从过去 10 年、5 年、3 年等长周期角度看，消费、医药、信息技术等行业涨幅均相对靠前，这些行业仍然值得重点关注，且经过近一年多的调整，目前估值也已接近合理水平。如果经济如期在下半年企稳回升，则消费等品种预计基本面也会相应改善。

证券简称	2012年-2021年	2017年-2021年	2019年-2021年
能源	-13.6	4.0	37.7
材料	181.2	63.6	132.1
工业	160.1	20.4	89.9
可选消费	168.0	8.8	61.6
日常消费	332.0	163.7	166.1
医疗保健	300.3	54.1	95.5
金融	150.8	28.5	32.2
信息技术	382.4	44.1	115.8
电信服务	6.0	-40.2	-1.5
公用事业	138.5	22.1	52.7
房地产	96.4	-21.9	2.9

数据来源：Wind，东方红资产管理

资源品方面，主要是新旧能源转换过程中，中长期“绿色”通胀带来的资源品投资机会正在显现。过去多年，全球对“双碳”转型和 ESG 投资的导向，使得传统能源供给不足，传统行业长期资本开始不足，带来价格上行压力。而新能源存在长期高效但短期低效的矛盾，也会在一段时间推动传统能源价格中枢上行。此外，主要矿产国劳动力人口接近峰值，推动工资-通胀螺旋。以铜为例，开采品位下降、能源成本和人工成本提升，推动边际成本居高不下，铜价波动中枢也相应上移。

新能源、高端制造等行业，仍然是国家产业政策重点支持的对象，目前仍处景气趋势当中。它们自身也开始具备一定的内生增长能力，同时经过年初以来的调整，估值也回到相对合理水平。

稳增长相关板块，估值较低，在当前政策友好阶段，具备自上而下的配置价值。中期随着经济企稳迹象开始明显显现、外部环境（如美联储加息预期、俄乌局势等）逐步稳定后，稳增长板块可能会让位于之前的高景气、高增长板块，如新能源、半导体、军工等相关板块。

风险提示：

本材料中包含的内容仅供参考，信息来源于已公开的资料，我司对其准确性及完整性不作任何保证，也不构成任何对投资人的投资建议或承诺。市场有风险，投资需谨慎。读者不应单纯依靠本材料的信息而取代自身的独立判断，应自主做出投资决策并自行承担投资风险。本材料所刊载内容可能包含某些前瞻性陈述，前瞻性陈述具有一定不确定性。