



中国股票：加仓

- 俄乌战事加剧避险情绪：**随着 2022 年 2 月 24 日俄乌战争爆发，市场剧烈震荡。我们对比了历史上战争爆发前后对股市的影响，发现：1) 战争爆发前后，呈现较为明显的先下后上趋势；2) 在战争爆发后的 1 到 3 个月，历史上绝大多数时候股指都高于战争爆发前期。因此投资者无需对此过度恐慌。
- 见底信号已经浮现：**中国股市自 2021 年 2 月顶点以来接连下行。但是我们发现，中国股市见底信号已经浮现：1) 我们独家的中国基本面领先指标显示，中国经济接近触底；2) 信贷脉冲作为领先指标，已见底回升；3) 盈利预期净上修动能回落，显示盈利预期触底回升，为股市提供基本面支撑；4) 我们独家的中国股票资产净乐观度指数给出买入信号。
- 3 月可能触底：**见底信号浮现，我们认为 3 月很可能会促成市场底部：1) 3 月初中国两会召开，预计将出炉更多稳增长举措，与此同时针对互联网的监管举措可能进一步落地，有助缓解投资人对政策面的担忧；2) 在市场反映强劲的加息预期下，美联储加息靴子将在 3 月中落地，加息后如果出现市场下跌，那么可坚定买入。
- 下行风险：**我们认为中国股票的下行风险整体有限：1) 美联储缩表：此轮缩表相较往年，美联储的政策工具箱更丰富，且相较 2018-2019 年，当前的缩表环境是市场资金极度充裕，将使缩表带来的实际冲击有限；2) 估值下行空间：我们参考了罕见的 2018 年进行测算，估值下行空间有限；3) 回撤下行空间：通过对估值回撤的测算，MSCI 中国进一步回撤的空间可能不足 10%。
- 操作策略：**综合前述，市场见底信号浮现、3 月市场可能触底、以及下行风险整体可控，我们建议的操作策略如下：**不要买入黄金，不宜追高大宗商品、买入中国股票。**

蔡瑞, CFA

策略分析师

 carl_cai@spdbi.com
 (852) 2808 6437

林琰

研究部主管

 sharon_lam@spdbi.com
 (852) 2808 6438

2022 年 2 月 25 日

相关报告：

[2022 年中国股市策略展望：先下后上，上半年需谨慎 \(2021-12-03\)](#)
[美联储：“更早”、“更快”、“更强”的货币紧缩，紧缩压力上半年最大 —— SPDBI 全球央行观察 \(2022-02-18\)](#)
[信贷脉冲见底，市场底部相距不远 \(2021-12-24\)](#)
[全球大宗商品：CAPEX 结构之变 —— 供应端多维研究系列报告 \(二\) \(2021-10-29\)](#)
[全球大宗商品：来自 CAPEX 的复仇 —— 供应端多维研究系列报告 \(一\) \(2021-10-19\)](#)
[全球股市资金流动能有筑顶迹象，建议投资人继续保持谨慎 \(2021-9-20\)](#)
[黄金投资手册：黄金并不黄金 \(2020-8-14\)](#)


扫码关注浦银国际研究

目录

俄乌战事加剧避险情绪，但无需过度恐慌.....	3
见底信号已经浮现.....	5
独家中国基本面领先指标：中国经济接近触底.....	5
信贷脉冲：已经见底回升.....	6
盈利预期净上修动能：盈利预期触底回升将为股市提供基本面支撑.....	7
独家中国股票资产净乐观度指数：给出买入信号.....	8
3月可能触底.....	9
3月5日将召开两会，政策落地.....	9
3月16日，美联储预计加息，加息后若下跌是买入机会.....	10
下行风险：整体有限.....	12
缩表：风险可控.....	12
估值测算下行空间：相对有限.....	15
股指回撤：MSCI中国指数进一步回撤的空间可能不足10%.....	17
操作策略.....	19
不要买入黄金.....	19
大宗商品不宜追高.....	20
买入中国股票.....	21
个股策略.....	22
总结.....	24

中国股票：加仓

俄乌开战，加剧市场避险情绪，市场动荡，全球风险资产大幅下挫。俄罗斯股市盘中跌幅一度高达 50%。值此关键时刻，加上中国股市见底信号的浮现、引发触底反弹的催化剂已经渐渐浮现，从风险有限的角度出发，我们建议投资人买入中国股票，与此同时，建议投资人不要买入黄金，大宗商品也不宜追高。

俄乌战争加剧避险情绪，但无需过度恐慌

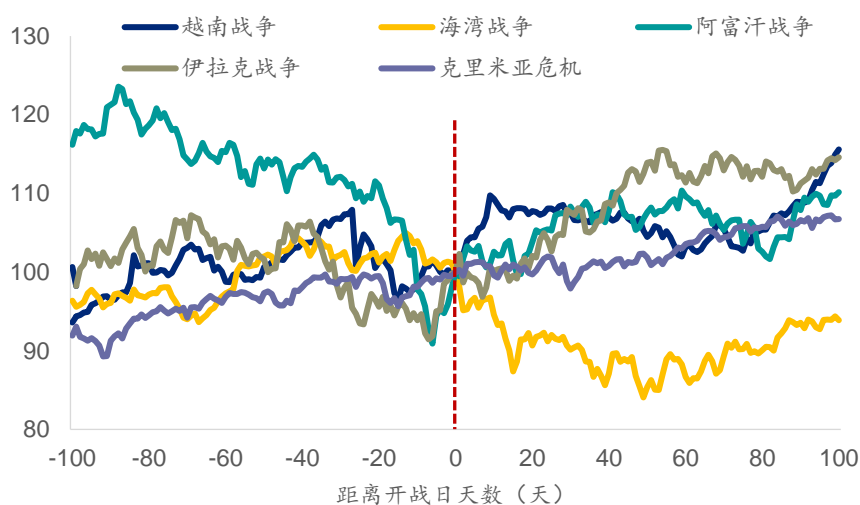
2022 年 2 月 24 日，俄乌战争爆发。2 月 24 日当地时间清晨，俄罗斯总统普京宣布对乌克兰采取特别军事行动；乌克兰总统泽连斯基宣布乌克兰全境进入战时状态。当地时间当日上午 9 点，据消息称乌克兰国民卫队司令部被摧毁。摩尔多瓦等乌克兰周边国家相继进入紧急状态。

2 月 24 日，市场全面下跌。恒生指数下跌 3.21%，沪深 300 指数下跌 2.03%；标普 500 指数开盘下跌 1.65%，道琼斯工业指数开盘下跌 0.9%，纳斯达克指数开盘下跌 3.45%；富时 100 指数下跌 3.88%，德国 DAX 指数下跌 3.96%，俄罗斯 RTS 指数盘中最大跌幅达到 50%；与此同时，黄金上涨 3.1%，WTI 原油一度冲破每桶 100 美元。美股晚些时候情绪逐步修复，美股上行修复，金价、油价回落。

对比历史上战争爆发后对股市的影响，我们认为投资者无需过于担忧。我们汇总了 1955 年越南战争、1990 年海湾战争、2001 年阿富汗战争、2003 年伊拉克战争和 2014 年克里米亚危机爆发前后，作为全球风险资产标杆的美股——标普 500 的走势：

- 战争爆发前后，呈现较为明显的先下后上的走势。
- 战争爆发后，在未来 1-3 个月，历史上绝大多数时候，股指都高于战争爆发时候。

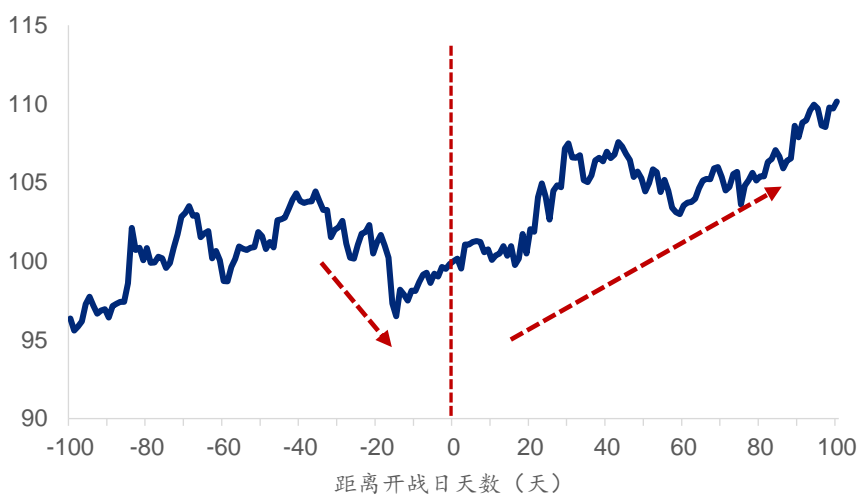
图表 1: 历次战争期间的标普 500 走势



注：开战日=100

资料来源：FactSet, Bloomberg, 浦银国际

图表 2: 历次战争期间的标普 500 走势中位数



注：开战日=100

资料来源：FactSet, Bloomberg, 浦银国际

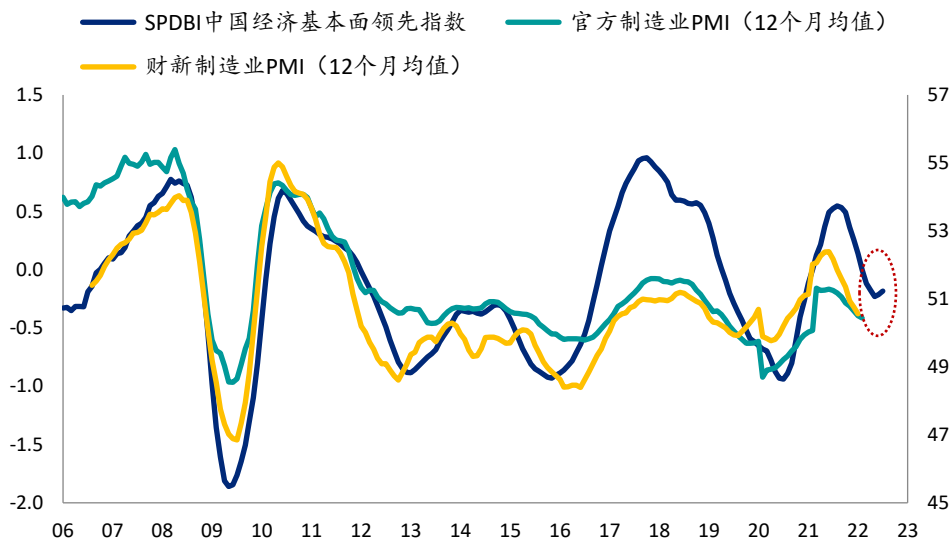
见底信号已经浮现

自2021年2月以来，中国股市接连下行，但我们发现，中国股市的见底信号已经浮现。我们的独家中国经济基本面领先指标显示，中国经济接近触底，信贷脉冲已经触底回升、卖方盈利预期净上修动能也很可能见底，我们独家的中国股票资产净乐观度指数也给出了“买入”信号。多个维度的综合信号都指向一个共同方向——买入中国股票。

● 独家中国基本面领先指标：中国经济接近触底

我们独家的中国基本面领先指标基于一揽子领先指标构建，在过去的实战过程中对于周期走势有较好的指示以及领先作用。我们可以看到，在二季度时，中国经济领先指标将完成触底。考虑到股市底部通常同步或领先于基本面的底部，经济基本面领先指标的触底回升走势，其实向我们发出了积极的加仓信号。

图表 3: SPDBI 中国经济基本面领先指数显示经济即将触底



资料来源：FactSet, Bloomberg, 浦银国际

● 信贷脉冲：已经见底回升

伴随着中国央行货币政策端的边际放松，我们密切关注的信贷脉冲信号，也已经触底回升。这无疑为市场企稳提供了稳定器、助推器。

图表 4: 信贷脉冲已经触底



资料来源：FactSet, Bloomberg, 浦银国际

我们在报告[《信贷脉冲见底，市场底部相距不远》](#)分析到，信贷脉冲对于市场的顶部、底部都有同步或领先作用，具体来看：

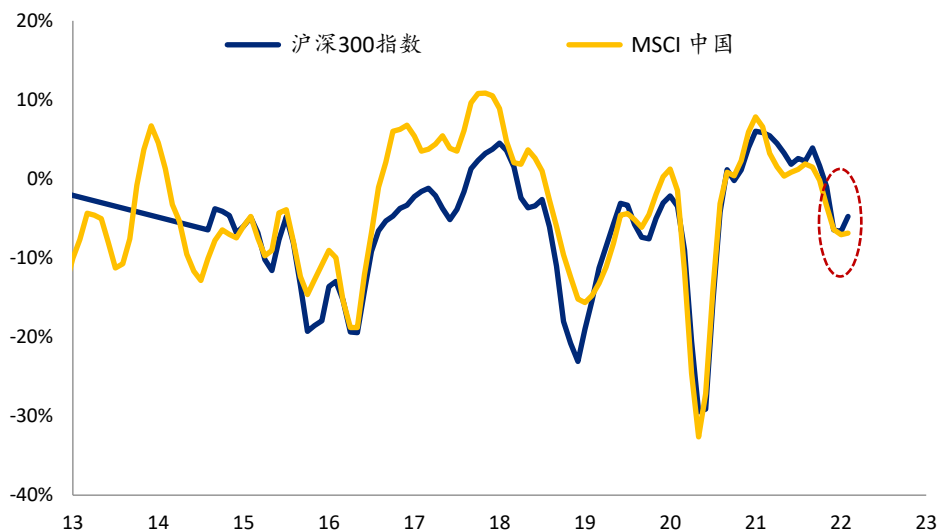
- **对于顶部：**信贷脉冲的领先时间较为稳定，领先估值及市场走势 3-4 个月；
- **对于底部：**信贷脉冲与股市的估值、价格走势则呈现较长的领先时间（约 7 个月）或者同步，但时间的分化较为明显。

不论信贷脉冲此轮周期是领先还是同步于市场见底，当这个领先指标的强烈信号发出后，相信市场底已经相距不远，我们需要结合多维指标进行综合判断。

● 盈利预期净上修动能：盈利预期触底回升将为股市提供基本面支撑

随着中国经济基本面领先指标即将触底，叠加信贷脉冲已然触底回升，盈利预期也有触底回升迹象。我们测算了沪深300指数以及MSCI中国指数的盈利预期净上修动能，即卖方分析师盈利预期上修与下修的差额，我们发现，虽然目前净上修动能远未跌至2020年疫情期间的深V底部，但目前的水平已经回落至2018年三季度左右的低位水平，而且近期已经有筑底迹象。伴随着货币、财政宽松的逐步传导，预计盈利预期很可能将触底回升。盈利预期的触底回升，也将为股市上行提供坚实的基本面支撑。

图表 5: 盈利预期净上修动能很可能已经触底



资料来源：FactSet, Bloomberg, 浦银国际

● 独家中国股票资产净乐观度指数：给出买入信号

SPDBI 中国股票资产净乐观度指数，是我们基于中国股指、债券技术分析为基础所研发的独家择时参考指标，该指数为反向指标，读数越高（低）表示对于中国股票的市场情绪越高涨（低落），那么应该卖出（买入），在过去 15 年的历史中，除了 2015 年的非典型牛市外，绝大部分时候可以对市场底部、顶部给出精确择时信号。目前该指标显示股票资产的情绪已经过于低落，已经浮现“买入”信号。

图表 6: SPDBI 中国股票资产净乐观度指数



资料来源：FactSet, Bloomberg, 浦银国际

3 月可能触底

见底信号浮现，我们认为，今年 3 月很可能会促成市场底部，主要有两大原因：

- 3 月初，中国两会即将召开，预计将出炉更多稳增长举措，与此同时，针对互联网的监管举措可能进一步落地，有助缓解投资人对政策面的担忧；
- 在市场反映强劲的加息预期下，美联储加息靴子将在 3 月中落地，加息后，如果出现市场下跌，那么可以坚定买入。

• 3 月 5 日将召开两会，政策落地

2022 年的两会将于 3 月 5 日于北京召开，虽然两会每年都有，但是在 2021 年，市场因政策端变化而引起大幅抛售，因此，在当前的市场环境下，政策端变化就显得尤为重要，结合地方两会以及中央经济工作会议的情况，我们预计：

- 地方两会，众多省市将“**稳经济**”列为首要任务，预计两会后将有更多**稳增长**的举措出炉，尤其是财政政策将继续延续相对积极的基调。
- 房地产的主基调仍然是“房住不炒”，但多个地方省市两会上，关于地产的口径已经有微妙变化，据我们不完全统计，在地方政府工作报告中，**强调“房地产业良性循环”的省市数量已经超过“房住不炒”**，预计两会后将有进一步边际放宽房地产行业的政策出炉。
- 地方两会上，“数字经济”、“科技创新”成为多地的关键词，预计两会后关于互联网行业监管的众多举措将会进一步落地，这或将降低投资人对于互联网行业整体政策风险的担忧。

两会的召开，预计不仅将出炉更多的稳增长举措，还有望出炉针对房地产、互联网的监管举措落地，这将大幅缓解投资人对于这两个行业政策面的担忧，有助于市场企稳回升。

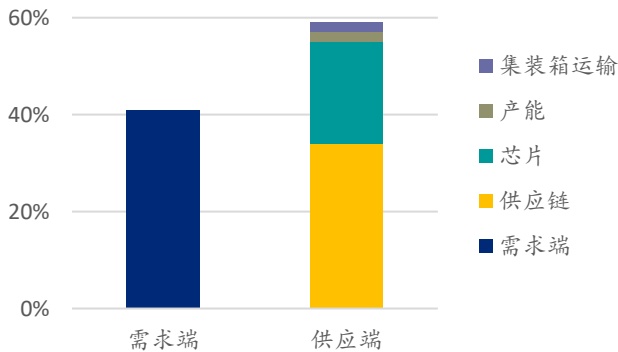
● 3月16日美联储预计加息，加息后若下跌是买入机会

2022年3月16日，美联储FOMC会议召开，预计将在此次会议上宣布加息，并对随后的货币政策路径给出进一步的指示路径。

目前，市场已经充分预期了加息，最新的美国利率期货显示，美联储隐含的3月加息概率为100%，3月加息几乎板上钉钉。而市场对2022年全年加息的幅度预期中位数约为175bps，对应7次加息，市场已经充分反映了美联储强劲的紧缩预期。

我们在《[美联储：“更早”、“更快”、“更强”的货币紧缩，紧缩压力上半年最大——SPDBI全球央行观察（2022年2月刊）](#)》中分析了美国通胀驱动因素，由于（1）美国通胀主要由供应端的结构性因素驱动；（2）美国通胀可能即将见顶；（3）美国基本面已经出现边际回落；美联储的紧缩压力最大的时期很可能主要集中于2022年上半年，下半年美联储的紧缩压力反而会减缓。

图表 7: 1Q20 至 3Q21 美国通胀驱动因素拆解



资料来源: Henry L. Young et al. *Effects of Supply Chain Bottlenecks on Prices using Textual Analysis*, FEDS Notes (2021), 浦银国际

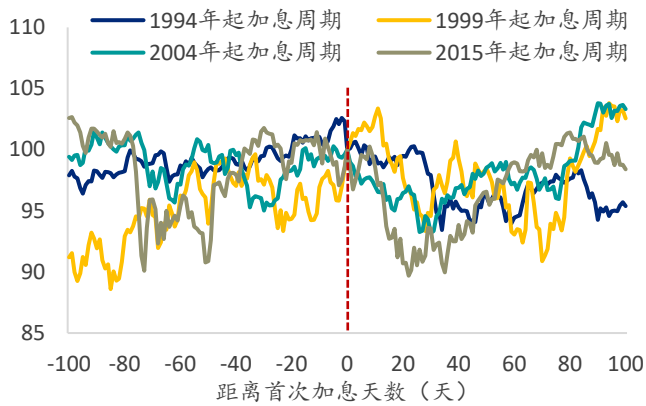
图表 8: 美国 NFIB 中小企业调查对于通胀的预期已经回落



资料来源: FactSet, Bloomberg, 浦银国际

观察历史不难发现，在历次加息周期中，伴随着首次加息靴子落地，不论是美股还是港股，都会有短暂的回落，随后企稳上行。考虑到目前港股市场极为悲观的情绪，在此轮加息中，有可能不会出现历史中的下跌，但如果下跌，那么就是进一步加仓的机会。

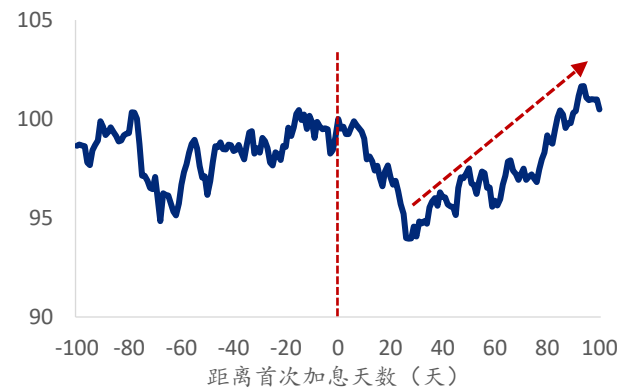
图表 9: 美联储历次加息前后标普 500 指数走势



注: 加息日=100

资料来源: FactSet, Bloomberg, 浦银国际

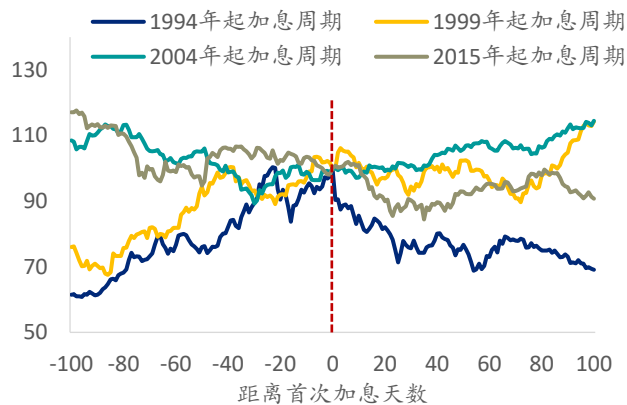
图表 10: 美联储历次加息前后标普 500 指数走势中位数



注: 加息日=100

资料来源: FactSet, Bloomberg, 浦银国际

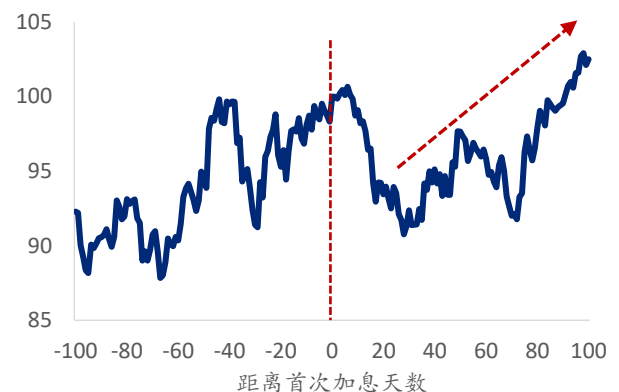
图表 11: 美联储历次加息前后恒生指数走势



注: 加息日=100

资料来源: FactSet, Bloomberg, 浦银国际

图表 12: 美联储历次加息前后恒生指数走势中位数



注: 加息日=100

资料来源: FactSet, Bloomberg, 浦银国际

下行风险：整体有限

综合三个角度，即美联储缩表、估值测算下行空间、股指回撤幅度，我们给出对当前市场风险的分析。总体来说，我们认为美联储缩表带来的冲击、估值下行以及股指回撤的空间均有限，目前买入的下行风险有限。

● 缩表：风险可控

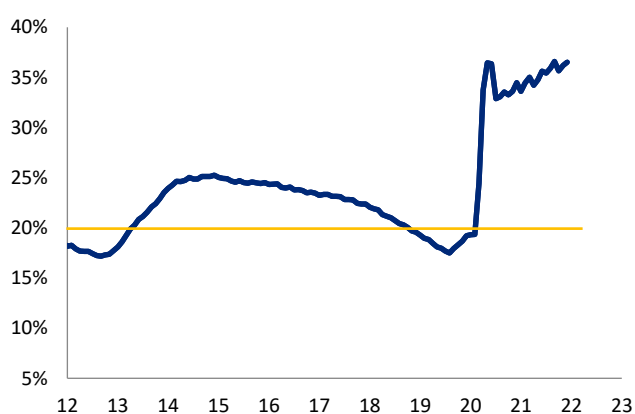
伴随着加息靴子的落地，接下来市场的关注点将转向缩表。但我们认为缩表不需要过度担忧。

美联储目前尚未公布缩表的时点、规模、具体的路径。

根据我们的测算，美联储资产负债表的合意规模应该为名义 GDP 的 **20%左右**的水平：

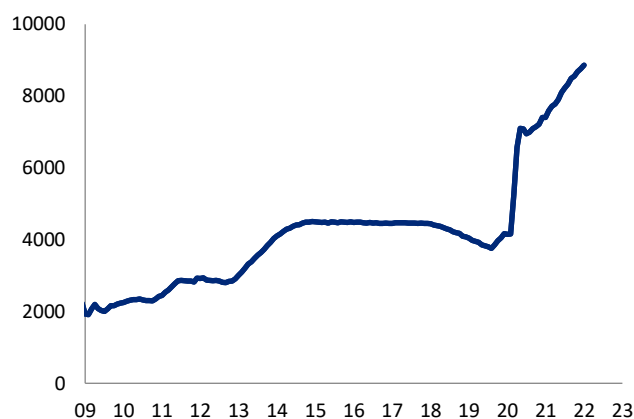
- 2021 年 12 月，美联储理事 Waller 曾表示 20%的水平较为合适。
- 上一轮缩表结束，美联储资产负债表占名义 GDP 约 18%，但 2019 年 9 月美国曾出现“钱荒”事件，因此美联储此轮缩表的合意水平很能高于 2019 年的水平。

图表 13: 美联储资产负债表占名义 GDP 的比值



资料来源：FactSet, Bloomberg, 浦银国际

图表 14: 美联储资产负债表规模 (十亿美元)



资料来源：FactSet, Bloomberg, 浦银国际

基于此我们测算美联储的具体缩表规模，如果以 2021 年的 GDP 作为参考进行静态计算，那么可以看出，美联储大约需缩减不到 4 万亿左右的资产规模。

图表 15: 美联储缩表规模估算 (十亿美元)

2021 年名义 GDP	名义 GDP 的 20%	如今的资产负债表	需缩减额度为
23,992	4,798	8,757	-3,959

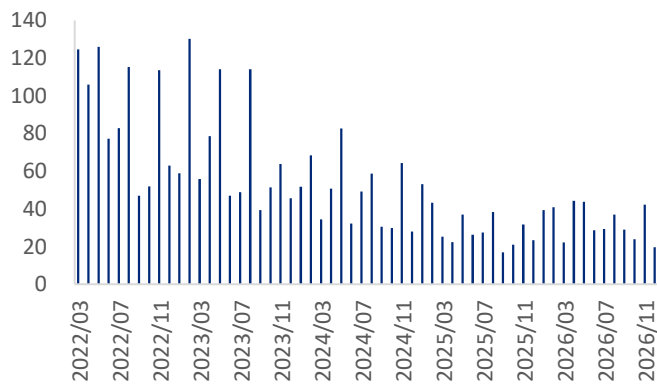
资料来源: FactSet, Bloomberg, 浦银国际

具体的缩表方式，从审慎的角度而言，美联储大概率会采取被动的缩表方式，即基于持有到期来被动收缩资产负债表。我们整理了美联储的债券到期分布：

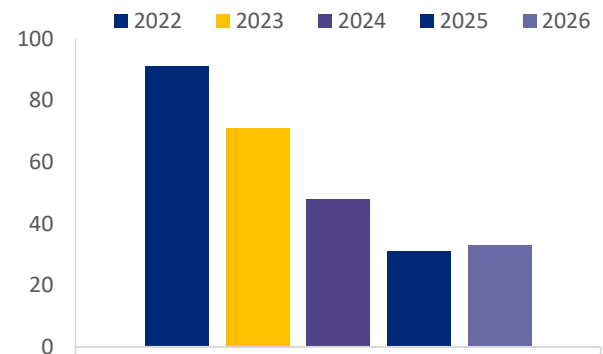
- 如果采用被动到期的方式进行缩表，那么缩表大约会持续至 2026-2027 年。
- 2022 年到期额月均约 900 亿美元，随后逐年依次递减。

图表 16: 美联储持有美债的到期额分布 (十亿美元)

图表 17: 美联储持有美债的年度月均到期额 (十亿美元)



资料来源: 美联储, 浦银国际



资料来源: 美联储, 浦银国际

但我们对于缩表无需过度担忧，因为此轮缩表与先前缩表有明显不同：

- **首先，美联储的政策工具箱更为丰富：**为了应对流动性冲击，美联储在 2019 年以及 2020 年期间所出炉的货币政策工具：常备回购流动性便利工具 (Standing Repurchase Agreement Facility)、常备 FIMA 回购流动性便利工具 (Standing FIMA Repurchase Agreement) 目前都已经成为“常备” (standing) 工具。

这两个工具可以实现的效果，是机构可以将手持的长短无风险资产质押给美联储获得隔夜流动性，这就使得机构在流动性冲击之际，无需抛售长端资产，这大大提高了机构去持有长端资产的动力，避免了缩表过程中长端利率的过快上行。而且工具的规模十分庞大，其中常备回购流动性便利工具的规模更是高达 5000 亿美元/天，相当于近 4 万亿美元缩表规模的八分之一。在缩表的过程中，一旦发生流动性冲击，美联储随时可以动用以上货币政策工具对市场进行安抚。

图表 18: 美联储更丰富的政策工具箱

政策工具	目前上限	出炉背景	效果	目的
常备回购流动性便利工具 Standing Repurchase Agreement Facility	5000 亿美元/天	2019 年回购市场钱荒	机构可以将手持长端无风险资产找美联储换成短端隔夜流动性	应对海内外的流动性冲击的突发需求，对现有的利率走廊上限工具（贴现窗口）进行补充
常备 FIMA 回购流动性便利工具 Standing FIMA Repurchase Agreement	600 亿美元/天	2020 年疫情期间海外美元荒		

资料来源: FactSet, Bloomberg, 浦银国际

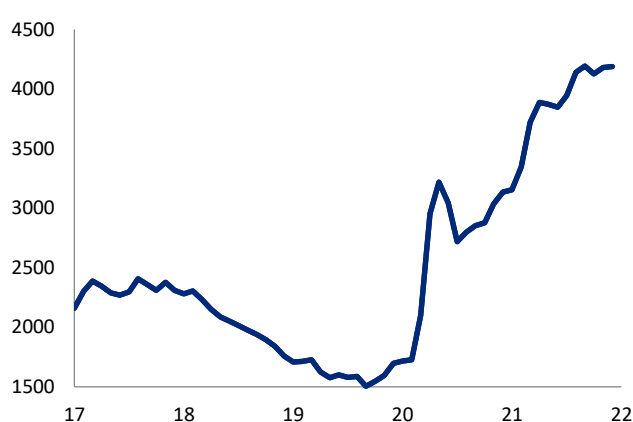
- 其次，当前的缩表环境相较 2018-2019 年市场资金极度充裕，这导致美联储缩表过程中的实际冲击很可能会比预期要小。比如，为吸收市场上过剩的流动性，美联储所采取的逆回购工具（作为美联储的负债端），其规模近 2 万亿，而 2018 年缩表时仅 3000 亿元左右，高出约 1.9 万亿，相比于不到 4 万亿的缩表规模，已经近 50%。与此同时商业银行准备金也大幅提升，相比疫情前增长约万亿美元，这都为市场应对美联储的缩表冲击预留了充足子弹。

图表 19: 美联储逆回购余额 (十亿美元)



资料来源: 美联储, 浦银国际

图表 20: 美国存款机构准备金总额 (十亿美元)



资料来源: 美联储, 浦银国际

● 估值测算下行空间：相对有限

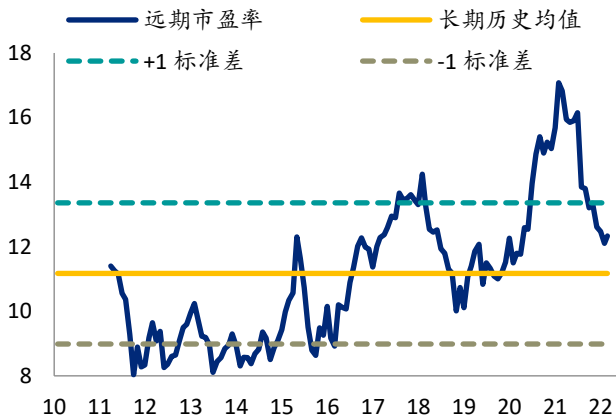
MSCI 中国指数的估值已经大幅回落，我们以 MSCI 中国指数的远期市盈率为例，其已经回落至略高于历史均值的水平。

考虑到中国 vs 新兴市场整体：

- 中国经济韧性整体更强，经济的增长空间相对更大。
- 在美国加息周期中，相比其余国家货币具有更强的抗冲击性（新兴市场国家普遍被迫加息，但中国的货币政策灵活性更大，人民币对美元韧性强劲）；
- 相较于其他新兴市场国家，中国疫情对经济冲击更小，修复更快。

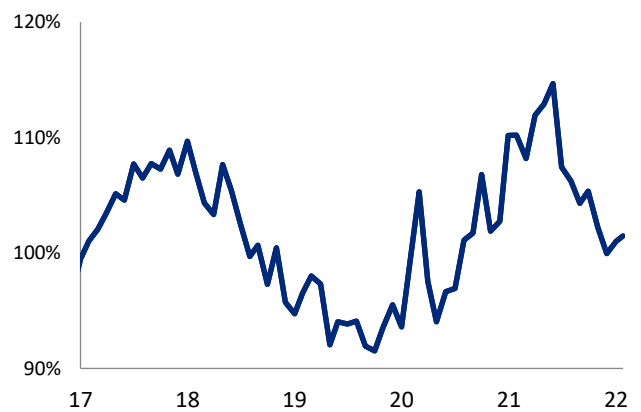
因此 MSCI 中国理应比 MSCI 新兴市场股指具有估值溢价才合理。但横向比较来看，MSCI 中国指数相比于 MSCI 新兴市场指数虽然尚未像 2019 年出现估值折价，但目前已经基本没有估值溢价。

图表 21: MSCI 中国指数的远期市盈率已经大幅回落



资料来源：FactSet, Bloomberg, 浦银国际

图表 22: MSCI 中国相比于 MSCI 新兴市场远期市盈率已经基本持平



资料来源：FactSet, Bloomberg, 浦银国际

就风险防范而言，最直接的就是测算其估值的下行空间。2018 年是全球资本市场罕见的一年，不仅仅是股债双杀，全球风险资产几乎全线沦陷，录得负收益的资产类别占比创下百年新高，10 年期美债与美股市场也同时负收益，这是自 1969 年以来首次出现。

因此，我们如果以 2018 年的最低估值水平来作为参考，可以让我们知晓，在极端情况下，中国股市估值的极限下行空间。

图表 23: 中国股票指数估值下行空间

股票指数	相比 2018 年最低估值的下行空间	相比 2016-2020 年平均估值的下行空间
沪深 300 指数	-25.8%	-10.25%
MSCI 中国指数	-18.0%	-1.21%
恒生国企指数	-12.7%	0.14%
恒生指数	-15.8%	-1.84%
恒生综合指数	-15.9%	-1.74%
上证综指	-14.3%	3.88%
深证成指	-31.8%	2.80%
中证 500 指数	-15.3%	53.76%

资料来源: FactSet, Bloomberg, 浦银国际

我们的测算显示:

- 参考 2018 年最极端的市场环境, A 股股指的下行空间大约 15-25%, 港股大约为 10-15%,
- 参考 2016-2020 年的 5 年平均估值, A 股股指的下行空间约为 0-10%, 港股则基本持平于 5 年期的平均估值。

这一估算显示当前市场的整体估值虽然没有到 2018 年那种极端市场的极端估值, 但已经具有较强的吸引力, 尤其是港股市场的整体下行空间相对有限, 对于亲睐左侧的投资人无疑已经可以开始加仓布局。

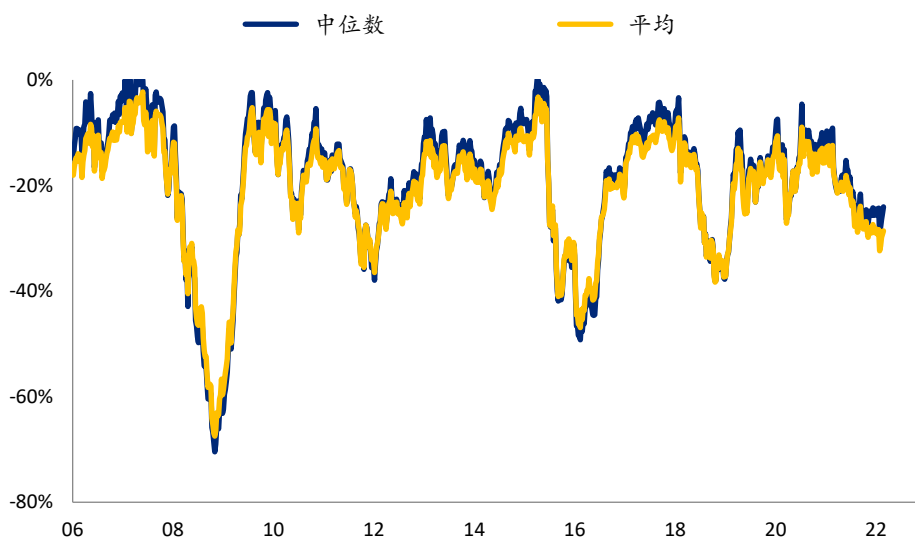
● 股指回撤: MSCI 中国指数进一步回撤的空间可能不足

10%

我们还测算了股指 MSCI 中国指数以及沪深 300 指数成分股的 52 周最大回撤, 显示在极端情况下进一步回落的空间约 10%-20%左右, 与股指的测算大致相近, 其中 MSCI 中国指数的回撤空间更小, 可能不足 10%:

- MSCI 中国指数成分股的整体回撤幅度已经高于沪深 300 指数, 进一步回撤的空间预计更小。
- 沪深 300 指数的回撤幅度相当于 2018 年二季度左右的水平, 参考 2018 年的最大回撤, 进一步的回撤空间约 20%, MSCI 中国回撤幅度相当于 2018 年三季度左右的水平, 参考 2018 年的最大回撤, 进一步的回撤空间可能不足 10%。

图表 24: MSCI 中国指数成分股 52 周最大回撤



资料来源: FactSet, Bloomberg, 浦银国际

图表 25: 沪深 300 指数成分股 52 周最大回撤



资料来源: FactSet, Bloomberg, 浦银国际

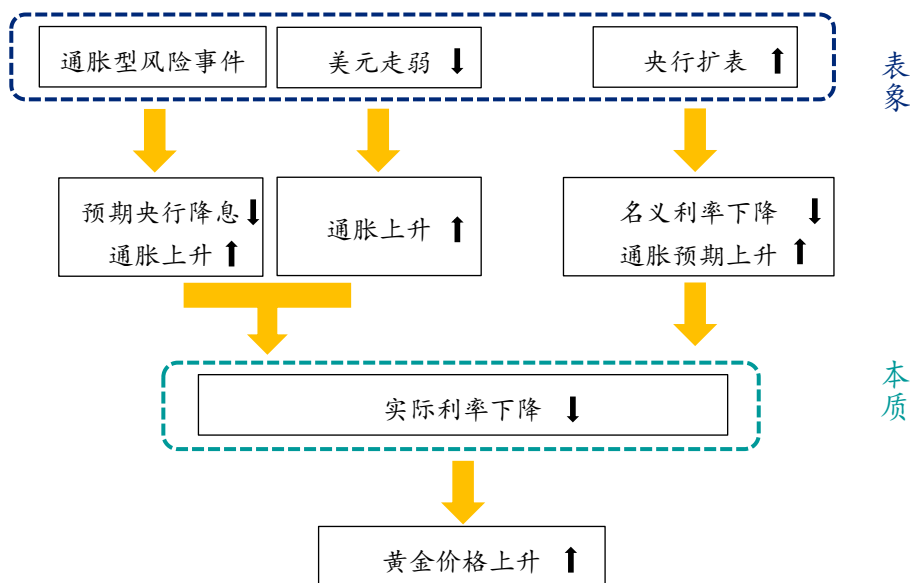
操作策略

综合前述对市场见底信号浮现、3月市场可能触底、以及下行风险整体可控，我们建议的操作策略如下：**不要买入黄金，不宜追高大宗商品、买入中国股票。**

● 不要买入黄金

伴随着俄乌战争爆发，市场避险情绪大幅飙升，大量的卖方报告推荐买入黄金避险，但我们在《[黄金并不黄金](#)》报告中分析，黄金的核心驱动力并不是“避险”，“避险”只是假象，实际利率才是黄金价格的核心驱动力。避险的隐含逻辑在于预期央行将进行降息进而带动实际利率的下行。

图表 26：实际利率下降才是推动黄金价格上升的根本力量



资料来源：浦银国际

但目前，油价已经属于历史高位、通胀预期也已经位于历史新高位，实际利率也处于历史低位附近，在美联储即将实施的加息、缩表的操作下，预计实际利率将走高，这将为黄金的价格构成直接的上行压力。因此我们建议投资人杜绝“条件反射”式避险，因为此时买入黄金避险属于“伪避险”。

图表 27: 10 年期 TIPS 隐含通胀预期



资料来源：浦银国际，Bloomberg

图表 28: 10 年期 TIPS 隐含实际利率



资料来源：浦银国际，Bloomberg

● 大宗商品不宜追高

受俄乌战局影响，全球大宗商品价格飙升。但我们认为，大宗商品价格的飙升很可能不是可持续的。因为虽然俄罗斯是全球重要的大宗商品供应国，但考虑到欧洲对于俄罗斯能源的依赖度，未来陆续出台的各种制裁很可能不会对能源供应构成根本性影响，目前更多的是从风险溢价的角度助推原油价格。

拉长时间轴来看，受供应端的结构性因素影响（请具体参看我们[《全球大宗商品：来自 CAPEX 的复仇》](#)、[《全球大宗商品：CAPEX 结构之变》](#)系列报告），我们对于大宗商品价格整体偏多。但短期内伴随着海外经济的回落，叠加美联储的流动性持续收紧，很可能对大宗商品价格构成下行压力。在此情况下，我们建议投资人对于飙升的大宗商品，不宜追高。

● 买入中国股票

我们在[《2022年中国股市策略展望：先下后上，上半年需谨慎》](#)中的观点认为，2022年的中国股市将呈先下后上的走势，全年走势可能呈现V型（底部在二季度）或✓型（底部在一季度），我们倾向于认为底部在一季度出现。再加上当前一系列的信号显示，目前中国股票市场的底部可能已经浮现，而当前俄乌战争引发的全球风险市场抛售，为我们加仓提供了良好时点，因此我们旗帜鲜明地建议投资人开始买入中国股票。

● 个股策略

我们的个股策略分为两类，一类是多空交易，适合市场中性。另一类是纯做多，其中包含了 10 只分布在 A 股、港股、美股的中国股票值得重点关注。

图表 29: 多空交易

买入				卖出			
代码	公司	理由	浦银国际分析师覆盖	代码	公司	理由	浦银国际分析师覆盖
600132.CH	重庆啤酒	重庆啤酒在高端价格带强大的产品组合将确保其在中国啤酒市场消费升级的大环境下更好的迎合消费者的高端需求，而乌苏以及 1664 等高端产品的全国化拓展将推动重啤未来 1-2 年销量的快速扩张。	已覆盖				
291.HK	华润啤酒	在收购喜力中国以后，华润啤酒强大的产品矩阵、发达渠道资源以及强大的资本运作能力有望使华润在中国高端啤酒领域抢占份额，而其高端产品目前较低的占比也意味着华润相比竞争对手拥有更大的高端化的空间，从而大幅提升其利润率水平。	已覆盖	000729.CH	燕京啤酒	由于从未引进外资作为战略合作伙伴，燕京缺少有效的品牌运作能力，造成其品牌力弱且产品定位低。如若不破旧立新，我们认为燕京未来将不具备高端化的能力，与其他啤酒玩家之间的差距将被进一步拉大。	已覆盖

资料来源: FactSet, Bloomberg, 浦银国际

图表 30: 多头交易

代码	公司	理由	浦银国际分析师覆盖
2359.HK/6 03259.CH	药明康德	在行业维持高景气度、政策继续推动创新药研发、全球生物医药投融资热情依然高涨的背景下，后续产能释放后将快速实现利用率提升并贡献收入。鉴于全球疫情暂时没有彻底结束的趋势，我们认为未来 2-3 年内新冠收入贡献的可持续性依旧较强，短期内业绩超预期可能性较大。中长期内，公司特有的 CRDMO 业务模式将持续导流临床后期和商业化项目，而借助其行业领先的研发平台和服务效率，公司的细胞基因治疗业务将成为下一个业绩增长的爆发性点；因此，我们预计公司能在较长时间内实现远超行业的增速。受市场情绪和对海外业务不必要的担忧影响，近期股价出现了大幅回调，2022E PE 已跌至历史平均以下两个标准差，PEG 也跌至 1x 以下，性价比十分显著。	已覆盖
9995.HK	荣昌生物	我们认为，荣昌生物是行业监管加强背景下，生物科技板块确定性最强的标的：1) 公司管线的主要产品多为 me-better 或者具有突破性治疗意义的药物，而非一味追求 me-too，竞争和定价环境优于大多数生物科技公司；2) 公司自始至终都计划在美国/海外开展关键产品的注册临床研究，受近期 FDA 监管变化的边际影响十分有限；3) 公司两款商业化产品以合理的价格纳入医保目录，2022 年放量确定性较强；4) 短期催化剂较多，包括多个重要临床数据读出。公司近期股价受整体市场情绪、不真实的负面传闻、FDA 监管变化等影响出现较大波动，目前估值仅为 270 亿港元，相较其他已进入商业化阶段的龙头生物科技公司（如信达生物 478 亿、君实生物 594 亿）仍有非常可观的修复区间。	已覆盖
2382.HK	舜宇光学	舜宇的手机摄像头模组与镜头业务将通过在手机品牌客户份额增长保持成长动力。公司车载相关业务受益于新能源汽车行业高增长而持续提供基本面增量，并且进一步提升长期的公司业务天花板上限。	已覆盖
700.HK	腾讯	互联网龙头标杆，看好公司基本面稳健，估值吸引等优势。预计政策监管风险将逐步落地，有助于估值修复。	已覆盖
2331.HK	李宁	李宁不断提升的品牌力将确保李宁相比其他国产运动服饰品牌未来更强的零售流水增长，而其渠道库存年龄结构的持续优化以及零售折扣的不断提升将继续拉动毛利率的扩张。在国潮基因的加持下，我们认为李宁的增长具有更强的确定性。	已覆盖
3900.HK	绿城中国	背靠央企大股东，融资以及拿地具有优势，高品质、产品力强大，绿城是极少数在去年以来积极拿地进行逆势扩张的房企，其 2022 年 1 月的新增货值位居地产企业榜首，其土地储备优质，土储集中于一二线城市。其已经位居前十大房企之列，但 300 多亿的市值明显低估。绿城中国不仅将受益于优质企业的 alpha，还将享受地产行业估值修复的 Beta。	未覆盖
TAL.US	好未来	以其基于 2021 年 11 月的财报来看，其净现金已经高于公司市值，看好创始人团队，目前的极低估值相当于以零成本获得一个对公司的看多期权。	未覆盖
601895.CH	中国核电	长期来看，既要符合长期绿色的碳中和目标，又能够持续、稳定、大量的生产电力，非核电莫属。中国核电作为核电龙头，首当其冲受益，其还得益于新投产核电机组发电量两位数增长，电价上浮令其单价上调，进而实现量价齐升。	未覆盖
0902.HK/6 00011.CH	华能国际	华能国际作为火电龙头，过去在成本端受每家不断上涨导致亏损严重，但目前：1) 煤炭价格随着煤炭的产能投放大幅增加，煤炭价格有望回落；2) 2 月 发改委促进煤炭价格形成机制，燃煤发电企业可通过市场化方式在中长期合同中上网电价与煤炭中长期价格挂钩，实现煤、电传递，有助于令火电业务盈利触底修复。	未覆盖
000333.CH	美的集团	家电品牌中鲜有的兼具 toC 全品类家电业务以及 toB 智能工业制造的企业，且估值偏低。TOC 端业务品类全，品牌力强，在众多细分赛道位列前茅，有较强溢价能力，在大宗商品价格推升成本之际，有能力将价格向下游传到。ToB 端的智能家居、机器人与自动化、新能源车零部件、家电芯片、智慧零售方案、医疗、工业互联网等高端制造业务，一方面符合国家政策，另一方面增长空间巨大。属于退可守、进可攻的标的。	未覆盖

资料来源：FactSet, Bloomberg, 浦银国际

总结

- 俄乌战事引发全球避险情绪，但无需过度担忧。
- 从独家中国基本面领先指标、信贷脉冲、卖方盈利预期净上修动能、独家中国股票资产净乐观度指数都共同指向——中国股市见底信号已浮现。
- 3月的中国两会和美联储加息或将令中国股市形成触底。
- 我们还测算了下行风险，在加息之后市场最为关注的缩表、并从估值的下行空间、股指回撤的角度进行测算，都显示整体的下行风险有限。

最后我们给投资者带来的操作策略建议是：**不要买入黄金，不要追高大宗商品、买入中国股票。**

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告(包括任何有关的附件),表示及保证其根据下述的条件下有权获得本报告,且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告是由从事证券及期货条例(香港法例第 571 章)中第一类(证券交易)及第四类(就证券提供意见)受规管活动之持牌法国-浦银国际证券有限公司(统称“浦银国际证券”)利用集团信息及其他公开信息编制而成。所有资料均搜集自被认为是可靠的来源,但并不保证数据之准确性、可信性及完整性,亦不会因资料引致的任何损失承担任何责任。报告中的资料来源除非另有说明,否则信息均来自本集团。本报告的内容涉及到保密数据,所以仅供阁下为其自身利益而使用。除了阁下以及受聘向阁下提供咨询意见的人士(其同意将本材料保密并受本免责声明中所述限制约束)之外,本报告分发给任何人均属未经授权的行为。

任何人不得将本报告内任何信息用于其他目的。本报告仅是为提供信息而准备的,不得被解释为是一项关于购买或者出售任何证券或相关金融工具的要约邀请或者要约。阁下不应将本报告内容解释为法律、税务、会计或投资事项的专业意见或为任何推荐,阁下应当就本报告所述的任何交易涉及的法律及相关事项咨询其自己的法律顾问和财务顾问的意见。本报告内的信息及意见乃于文件注明日期作出,日后可作修改而不另通知,亦不一定会更新以反映文件日期之后发生的进展。本报告并未包含公司可能要求的所有信息,阁下不应仅仅依据本报告中的信息而作出投资、撤资或其他财务方面的任何决策或行动。除关于历史数据的陈述外,本报告可能包含前瞻性的陈述,牵涉多种风险和不确定性,该等前瞻性陈述可基于一些假设,受限于重大风险和不确定性。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映浦银国际证券的立场。浦银国际控股有限公司及其附属公司、关联公司(统称“浦银国际”)及/或其董事及/或雇员,可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖。浦银国际或其任何董事及/或雇员对投资者因使用本报告或依赖其所载信息而引起的一切可能损失,概不承担任何法律责任。

浦银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料,考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要,在参与有关报告中所述公司之证券的交易前,委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。对部分的司法管辖区或国家而言,分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。

美国

浦银国际不是美国注册经纪商和美国金融业监管局(FINRA)的注册会员。浦银国际证券的分析师不具有美国金融监管局(FINRA)分析师的注册资格。因此,浦银国际证券不受美国就有研究报告准备和分析师独立性规则的约束。

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”,不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易,都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

英国

本报告并非由英国 2000 年金融服务与市场法(经修订)(「FSMA」)第 21 条所界定之认可人士发布,而本报告亦未经其批准。因此,本报告不会向英国公众人士派发,亦不得向公众人士传递。本报告仅提供给合格投资者(按照金融服务及市场法的涵义),即(i)按照 2000 年金融服务及市场法 2005 年(金融推广)命令(「命令」)第 19(5)条定义在投资方面拥有专业经验之投资专业人士或(ii)属于命令第 49(2)(a)至(d)条范围之高净值实体或(iii)其他可能合法与之沟通的人士(所有该等人士统称为「有关人士」)。不属于有关人士的任何机构和个人不得遵照或倚赖本报告或其任何内容行事。

本报告的版权仅为浦银国际证券所有,未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用,浦银国际证券对任何第三方的该等行为保留追述权利,并且对第三方未经授权行为不承担任何责任。

权益披露

- 1) 浦银国际并没有持有本报告所述公司逾 1%的财务权益。
- 2) 浦银国际跟本报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。
- 3) 浦银国际并没有跟本报告所述公司为其证券进行庄家活动。

评级定义

证券评级定义:

“买入”: 未来 12 个月, 预期个股表现超过同期其所属的行业指数

“持有”: 未来 12 个月, 预期个股表现与同期所属的行业指数持平

“卖出”: 未来 12 个月, 预期个股表现逊于同期其所属的行业指数

行业评级定义 (相对于 MSCI 中国指数):

“超配”: 未来 12 个月优于 MSCI 中国 10%或以上

“标配”: 未来 12 个月优于/劣于 MSCI 中国少于 10%

“低配”: 未来 12 个月劣于 MSCI 中国超过 10%

分析师证明

本报告作者谨此声明: (i) 本报告发表的所有观点均正确地反映作者有关任何及所有提及的证券或发行人的个人观点, 并以独立方式撰写 ii) 其报酬没有任何部分曾经, 是或将会直接或间接与本报告发表的特定建议或观点有关; (iii) 该等作者没有获得与所提及的证券或发行人相关且可能影响该等建议的内幕信息 / 非公开的价格敏感数据。

本报告作者进一步确定 (i) 他们或其各自的关联人士 (定义见证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则) 没有在本报告发行日期之前的 30 个历日内曾买卖或交易过本报告所提述的股票, 或在本报告发布后 3 个工作日 (定义见《证券及期货条例》(香港法例第 571 章)) 内将买卖或交易本文所提述的股票; (ii) 他们或其各自的关联人士并非本报告提述的任何公司的雇员; 及 (iii) 他们或其各自的关联人士没有拥有本报告提述的证券的任何金融利益。

浦银国际证券机构销售团队

王奕旻

stephy_wang@spdbi.com

852-2808 6467

浦银国际证券财富管理团队

华政

sarah_hua@spdbi.com

852-2808 6474

陈岑

angel_chen@spdbi.com

852-2808 6475

浦银国际证券有限公司

SPDB International Securities Limited

网站: www.spdbi.com

地址: 香港轩尼诗道 1 号浦发银行大厦 33 楼

