

# A股市场的若干底部信号

## ——结构性收益机会在何处？

### 核心观点：

- A股市场环境分析：**(1) 国际环境因素。A股市场仍面临错综复杂的国际环境，主要包含两个方面，一是海外主要经济体滞胀风险掣肘A股上行，叠加地缘政治因素，上游能源品价格仍未进入下行通道；二是美元强势，主要非美货币受到压制，汇率风险加剧A股市“磨底”波动，它们直接或间接影响A股市场走势。(2) 国内背景。一是A股市场“磨底”信号凸显，处于估值低位，静待阶段性反弹；二是M1-M2与社融-M2预示信用传导较前期有所改善；三是三季度报业绩预期对A股市场行情预期逐步得到释放。未来A股市场情绪短期或将改善。
- A股市场“磨底”信号：**(1) 指数估值。A股主要指数估值水平处在历史较低位置。从市盈率PE(TTM)看，截至10月21日，全A估值为16.36倍，近四年历史分位数为9.46%，从市净率PB(LF)看，各宽基指数估值水平平均位于40%的历史水平分位线下，全A估值为1.60倍，近四年历史分位数为10.08%。(2) 行业估值。从PE看，目前行业基本被低估。其中，相对被高估的有房地产、建筑装饰、非银金融，电子、食品饮料、社会服务、电力设备、基础化工、汽车、综合、钢铁、家用电器、机械设备、医药生物等行业PE处于历史绝对低位，近四年历史分位数均在5%左右或以下。从PB分析，仅商贸零售(2.21)与煤炭(1.55)被高估，其历史分位数分别为82.82%、82.17%。多数行业如电子、食品饮料、社会服务、计算机、纺织服饰、家用电器、医药生物、银行、房地产、非银金融、建筑装饰、通信、石油化工、环保等被低估，其PB历史分位数大部分低于5%水平。(3) 整体下调转融资费率。利好二级市场，利好证券板块。(4) 上市公司股份回购潮+增持不断是底部的强信号，对二级市场具有正向积极作用。
- 政策面积极信号：**未来，将面临新的发展机遇，对科技创新、信息安全、高端设备制造等具有里程碑式的意义。
- 结构性收益机会在何处？**综合研判，未来相对收益机会在以下几个板块或主题：(1) 国产科技创新(电子、计算机、通信等)；(2) 消费(食品饮料、生物医药等)；(3) 上游能源与化工；(4) 非银金融(证券)；(5) 平台经济；(6) 信息安全、信创领域。
- 风险提示：**地缘政治不确定性风险，中美贸易摩擦风险，全球滞胀风险，疫情不确定性风险，A股市场预期敏感度较高风险。

### 分析师

杨超

电话：010-80927696

邮箱：yangchao\_yj@chinastock.com.cn

执业证书编号：S0130522030004

宁修齐

电话：010-80927668

邮箱：ningxiuqi\_yj@chinastock.com.cn

执业证书编号：S0130522090001

### 相关研究

2022-09-06, A股市场博弈(一): 行业抉择策略仍占优

2022-07-31, A股市场的“变”与“不变”——短期内结构性收益机会仍占优

2022-06-26, 不谋全局者，不足谋一域——全局视角下A股市场博弈

2022-06-06, 决定A股市场6月行情的关键因素有哪些？

2022-05-31, 揭秘5月市场行情: 哪些指数与行业受益？——6月A股何去何从？

2022-05-15, A股市场情绪与基本面之间的博弈——重指数还是行业轮转？

2022-05-09, 政策接踵而至，持续稳预期——A股市场相对机会在何处？

2022-05-05, A股市场估值低位调整，阶段性行情可期

## 目 录

一、A股市场整体表现	3
(一) A股市场指数	3
(二) 国际比较	3
(三) 行业收益表现	4
二、近期A股市场“磨底”逻辑分析	5
(一) 国际环境因素	5
(二) 国内情况	6
(三) 流动性信号	6
(四) A股市场业绩不及预期	6
三、A股市场估值低位	6
(一) 指数层面	7
(二) 行业估值	8
四、A股市场“磨底”的两个辅助信号	10
(一) 转融资费率下调	10
(二) 上市公司股份回购潮+增持不断	11
五、A股市场结构性机会在何处?	12
(一) 新发展机遇	12
(二) 相对收益机会研判	12
六、风险提示	16

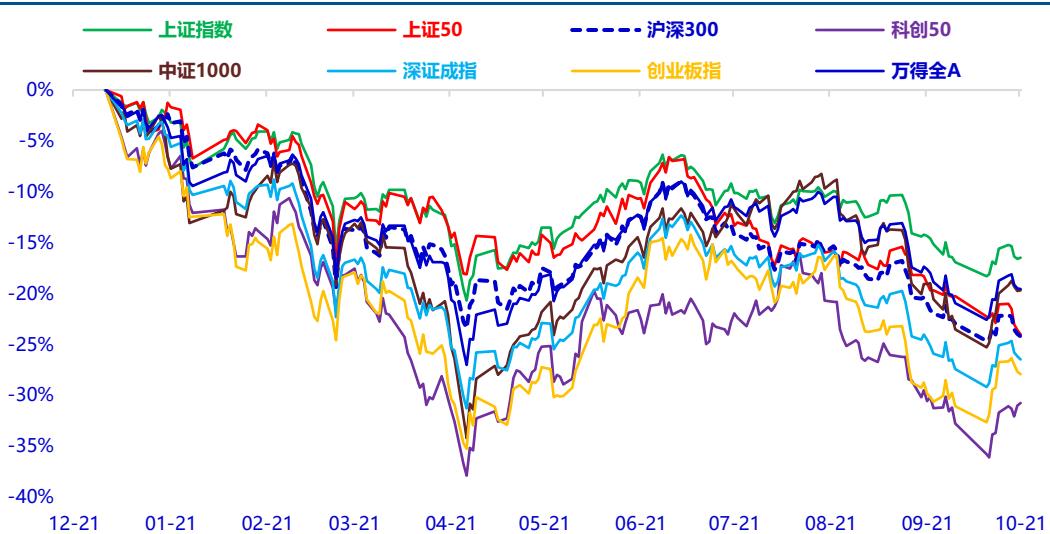
## 一、A股市场整体表现

### (一) A股市场指数

从国内市场的表现来看，年初至10月21日，从A股市场的主要宽基指数分析，万得全A(-19.56%)、上证指数(-16.51%)、深圳成指(-26.51%)，上证50(-24.04%)、沪深300(-24.24%)、中证1000(-19.7%)，创业板指(-27.91%)、科创50(-30.77%)，大盘蓝筹股反弹速度明显弱于中小盘股，但较为稳健；从成长股和价值股分析，成长(-26.31%)、价值(-12.53%)，成长股反弹优于价值股。如图1所示。

近期，10月17日-10月21日，从A股市场的主要指数分析，万得全A(-1.0%)、上证指数(-1.08%)、深圳成指(-1.82%)，上证50(-3.77%)、沪深300(-2.59%)、中证1000(0.4%)，创业板指(-1.6%)、科创50(1.37%)，小盘股优于大盘蓝筹股；从成长股和价值股分析，成长(-3.33%)、价值(-1.78%)，成长股反弹幅度明显优于价值股。

图1. A股主要指数2022年初以来涨跌幅



资料来源：wind, 中国银河证券研究院

### (二) 国际比较

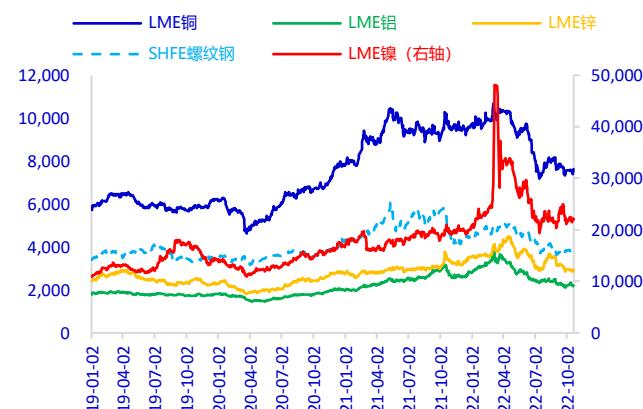
#### 1. 零和博弈视角下的大类资产表现

大宗商品方面，从贵金属表现来看，截至2022年10月21日，LME铜(7624美元/吨)、LME镍(21949美元/吨)、LME铝(2206美元/吨)、LME锌(2928美元/吨)，COMEX黄金期货报收1662美元/盎司，伦敦金现报收1657美元/盎司。从原油来看，WTI原油期货合约价格报收85.14美元/桶，Brent布伦特原油期货合约价格报收93.6美元/桶。如图2所示。

债市方面，截至2022年10月21日，我国10年期国债收益率为2.73%，债券市场今年明显优于股票市场。美债10年期国债收益率为4.21%，在美联储强势加息背景下，收益率不断攀升。

汇市方面，至2022年10月21日，美元指数报收111.9，美元兑人民币中间价报收7.12人民币，年初至今人民币兑美元贬值逾13%，优于美元强势，非美货币大部分不同程度贬值：美元兑日元(147.65日元)、欧元兑美元(0.97美元)、英镑兑美元(1.1127美元)。如图3所示。

图 2. 2019年初至今主要工业金属合约价格



资料来源：wind, 中国银河证券研究院

图 3. 2019年初至今伦敦金现及美元指数价格



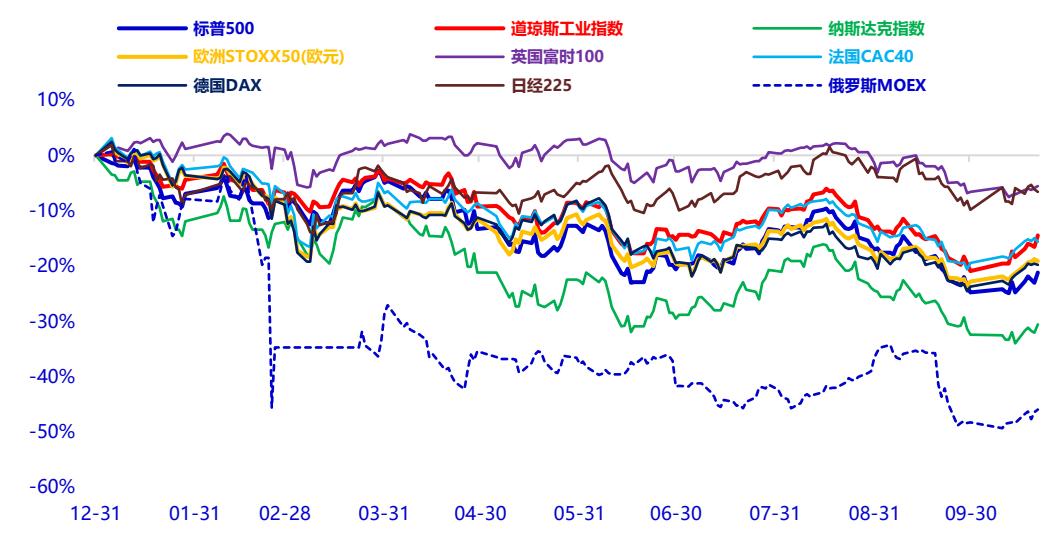
资料来源：wind, 中国银河证券研究院

## 2. 国际主要股票市场表现

从国际股市的行情来看，年初至10月21日，主要股指中，美股三大指数的道琼斯工业指数（-14.46%）、纳斯达克指数（-30.59%）、标普500指数（-21.26%）；欧股的英国富时100（-5.62%）、欧元区STOXX50（-19.12%）、法国CAC40（-15.62%）、德国DAX指数（-19.86%）、俄罗斯MOEX指数（-46.04%），日本股市较为稳健，日经225指数（-6.6%）。

近期（10月17日-10月21日），美股三大指数的道琼斯工业指数（4.89%）、纳斯达克指数（5.22%）、标普500指数（4.74%）；欧股的英国富时100（1.62%）、欧元区STOXX50（2.81%）、法国CAC40（1.74%）、德国DAX指数（2.36%）、俄罗斯MOEX指数（4.75%）。日本股市弱于欧美，日经225指数（-0.74%）。如图4所示

图 4. 海外股市主要指数2022年初以来涨跌幅



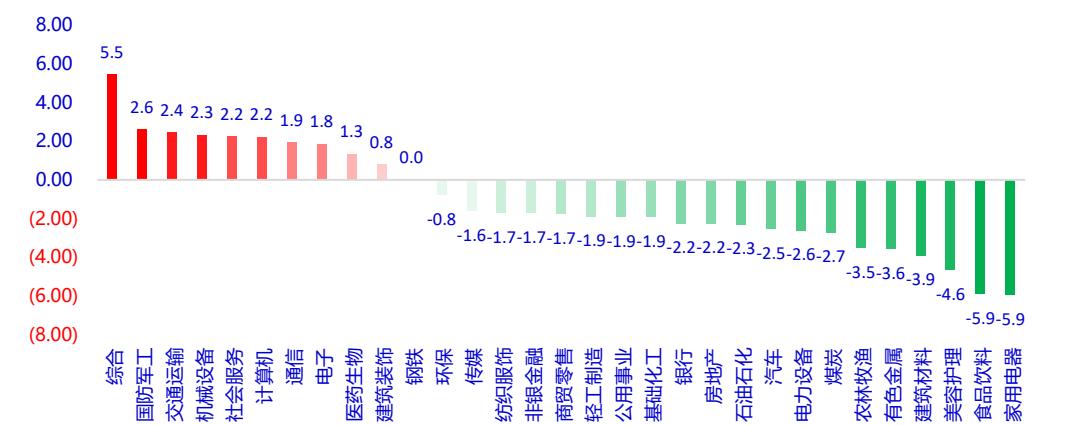
资料来源：wind, 中国银河证券研究院

## （三）行业收益表现

从行业收益率来看，近期（10月17日-10月21日），一级行业中，国防军工（2.62%）、交通运输（2.43%）、机械设备（2.32%）等行业涨幅居前，制造、出行、TMT表现相对强势，

而建筑、钢铁、环保表现相对较弱。家用电器 (-5.94%)、食品饮料 (-5.87%)、美容护理 (-4.63%) 等行业板块收跌。如图 5 所示。

图 5 10月 17-10月 21日各行业涨跌幅 (%)



资料来源：wind, 中国银河证券研究院

## 二、近期 A 股市场“磨底”逻辑分析

### (一) 国际环境因素

目前，A 股市场仍面临错综复杂的国际环境，直接或间接影响 A 股市场走势。综合分析，

海外主要经济体滞胀风险掣肘 A 股上行。这里由两方面决定：一是上游能源供应链不畅，严重挤压中下游企业利润，对 A 股上市公司亦有直接或间接影响，地缘政治的不确定性依然很强，是上游能源供应不畅的催化剂，进而进一步加剧滞胀。二是各国央行加息对经济也造成了一定冲击，使全球经济加速进入衰退周期，进而走向复苏。如图 6 所示。

汇率因素。随着美元强势进程，主要非美货币受到压制，人民币也不例外，汇率市场存在一定波动，影响资金流动及进出口，直接影响 A 股市场走势。如图 7 所示

图 6. 海外主要经济体滞胀持续发酵



资料来源：wind, 中国银河证券研究院

图 7. 美元强势非美货币弱势



资料来源：wind, 中国银河证券研究院

## (二) 国内情况

今年以来，国际形势严峻复杂，叠加国内中下游需求低迷，各行业下行压力增大。进入下半年以来，各行业需求环比虽有所改善，但相对有限。进入三季度，消费需求相对减弱，或将影响到三季度的整体业绩。目前，A股市场“磨底”信号凸显，处于估值低位，静待反弹。

## (三) 流动性信号

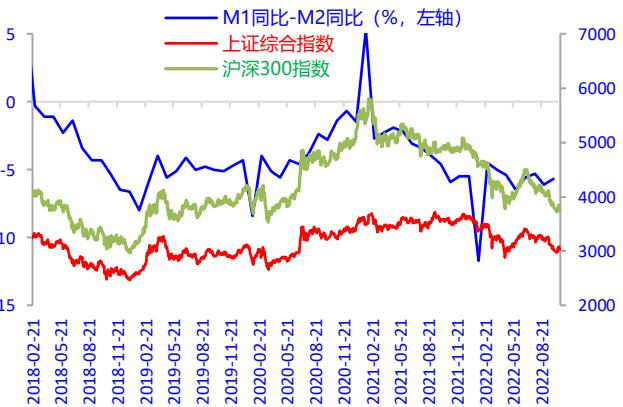
**M1-M2 与社融-M2 预示信用传导较前期有所改善。**从社融数据看，社融总量抬升，9月社融同比回升至 10.6%，较 8 月小幅上行 0.1 个百分点，未来预期向好。信贷结构改善，社融数据呈现出企业中长期融资需求持续改善、居民中长期贷款增速降幅继续收窄、表外融资规模延续高增三大特点。企业部门贷款同比大幅多增 9370 亿至 1.92 万亿，其中企业新增中长期贷款同比多增 6540 亿至 1.35 万亿、企业新增短期贷款同比多增 4741 亿至 6567 亿，企业中长期贷款同比增幅为 2021 年 2 月以来新高；居民部门贷款同比少增 1383 亿至 6503 亿，其中新增居民中长期贷款同比少减 1211 亿，同比少增幅度收窄。如图 8 所示。从货币供给看，9 月末，广义货币(M2)余额 262.66 万亿元，同比增长 12.1%，增速比上月末低 0.1 个百分点，比上年同期高 3.8 个百分点；狭义货币(M1)余额 66.45 万亿元，同比增长 6.4%，增速分别比上月末和上年同期高 0.3 个和 2.7 个百分点。M1 同比回升，M2 同比数据连续三个月上升，反应当前资金面宽裕，信用传导弱改善。如图 9 所示。未来 A 股市场情绪短期或将改善。

图 8. A 股指数与社融-M2 高度相关



资料来源：wind, 中国银河证券研究院

图 9. A 股指数与 M1-M2



资料来源：wind, 中国银河证券研究院

## (四) A 股市场业绩不及预期

截至 2022 年 10 月 21 日，A 股逾 400 家上市公司披露三季度业绩预告，披露率近 10%。披露预告的企业中，多数为中上游企业，个股营收增长。上市公司三季报即将陆续与公众见面，而种种迹象表明，“承压”仍是 A 股上市公司三季度共同特点，预计三季度上市公司业绩同比或将有明显下滑，但三季报业绩预期已了然于市场，对 A 股市场行情的预期也逐步得到释放。近期，A 股市场已进入“磨底”反弹阶段。

## 三、A 股市场估值低位

## (一) 指数层面

从估值来看，以2019年1月为基准，年初以来，A股市场主要宽基指数估值回落。年初全A是20.09倍市盈率(PE, TTM)，2.03倍市净率PB(LF)。谷值时(4月26日)，Wind全A估值回落至15.20倍市盈率(PE, TTM)，1.50倍市净率PB(LF)。7月上旬开始进入波段下行行情，虽估值有小幅回升，但仍处于近几年的估值低位。截至10月21日，全A估值：16.36倍市盈率(PE, TTM)，1.60倍市净率PB(LF)。以市盈率(PE, TTM)与市净率(PB, LF)测算，今年以来万得全A估值回落幅度约20%，当前相对估值水平在2019年以来的9.46%的水平分位上，比历史中位数估值水平(18.03)相比仍处偏低位置，如图10所示。

图 10. WIND 全 A 估值情况 (截至 2022 年 10 月 21 日)



资料来源：wind, 中国银河证券研究院

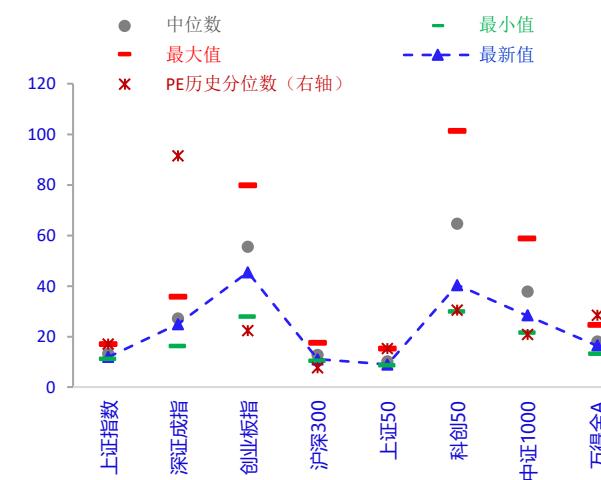
2019年开始，A股市场进入新的上行周期，经过2019年、2020年两轮指数级别行情，拉升市场估值，机构纷纷抱团，消费、医药、科技等细分领域轮番上涨，2021年结构性行情，在全球通胀背景下，煤炭、钢铁、有色金属等周期股上涨，新能源、半导体、军工等成长性板块，抬升整体市场估值，市场轮动节奏加快。但随着海外地缘政治冲突、海外货币政策的收紧，对权益市场产生扰动，尤其对成长股带来较大的估值回调压力。7月中旬以后，部分A股及行业又遭遇估值回调和业绩增速回落的“戴维斯双杀”。

当前，A股主要指数估值水平处在历史较低位置。从市盈率PE(TTM)看，全A估值为16.36倍，近四年历史分位数为9.46%，上证指数估值为11.84倍，位于5.65%的历史分位数水平，深证成指估值有24.91倍，位于30.45%的历史分位数水平，上证50仅有8.95倍的市盈率，相对估值在历史估值的5.04%位置，沪深300(PE为10.98倍，简记为10.98，下同)位于历史2.57%的估值水平。而中证1000(28.35)、创业板(45.43)、科创50(40.40)虽然PE(TTM)绝对值较高，但仍处于历史相对估值低位，如图11所示。

从市净率PB(LF)看，各指数估值水平均位于40%的历史水平分位线下。中证1000指数(2.37)、上证50(1.22)、深证成指(2.65)、创业板指(5.55)、分别位于38.14%、32.15%、32.64%、32.51%的历史估值水平上，处在偏低位。上证指数(1.29)当前估值历史分位数是

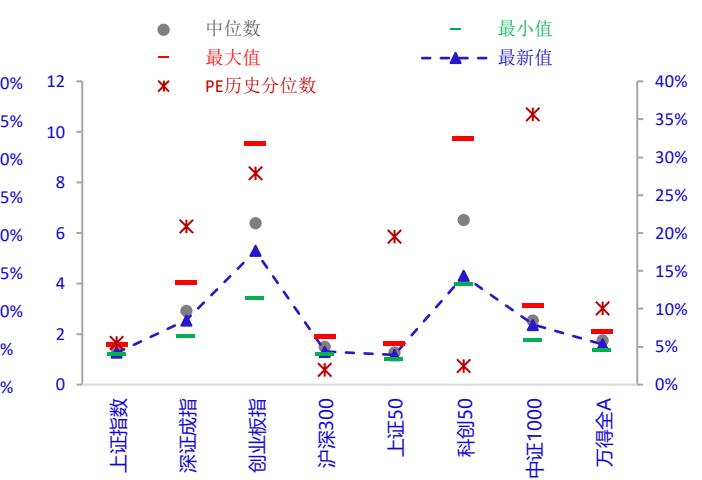
11.73%，科创50（4.72）在4.52%的位置。目前A股仍处于低估值位置，如图12所示。

图 11. A股PE(TTM)估值表现（截至2022年10月21日）



资料来源：wind, 中国银河证券研究院

图 12. A股PB(LF)估值表现（截至2022年10月21日）



资料来源：wind, 中国银河证券研究院

## （二）行业估值

**行业估值层面，不同行业估值水平相继回落。**把相对估值水平在80%以上的行业板块定义为高估、估值水平在20%以内的定义为低估。

以市盈率（PE）来看，目前行业市值基本处于低估区间。其中，相对被高估的行业有房地产、建筑装饰、非银金融。大部分行业均处于被低估区间，其中，电子、食品饮料、社会服务、电力设备、基础化工、汽车、综合、钢铁、家用电器、机械设备、医药生物等行业市盈率（PE）处于历史绝对低位，近四年历史分位数均在5%左右或以下。但由于市盈率衡量的是股价与每股收益的比值，如果净利润为负，则市盈率失效，因此行业层面的数据与公司层面的数据可能差异较大，还需结合其他估值指标来分析。如图13所示。

从市净率（PB）分析，仅有商贸零售（2.21）与煤炭（1.55）处于被高估区间，其历史分位数分别为82.82%、82.17%。多数行业估值被低估，如电子、食品饮料、社会服务、计算机、纺织服饰、家用电器、医药生物、银行、房地产、非银金融、建筑装饰、通信、石油化工、环保等，其市净率（PB）历史分位数大部分低于5%水平。其他行业市净率（PB）历史分位数均处于20%-65%的相对低估水平。如图14所示。

从市销率（PS）分析，仅有商贸零售等的历史分位数高于80%，而其余大部分行业的市销率历史分位数相对较低。其中，建筑装饰、轻工制造、计算机、传媒、交通运输、银行、环保、家用电器、非银金融、农林牧渔、房地产等处于绝对低估区间，如表1所示。

但不同的行业板块适应不同的估值方法，根据行业特性，我们把跟周期性板块相关的上游及中游材料、金融、基础设施部分中游制造（机械设备、建筑装饰）等板块使用PB估值法判断估值的高低。而将下游消费、TMT、具备成长属性的电力设备、国防军工等板块使用PE法估值判断是否被高估或者低估。统计结果发现，目前，综合分析，目前，电子、食品饮料、社会服务、家用电器、传媒、医药生物等行业处于估值低位，如图13所示。

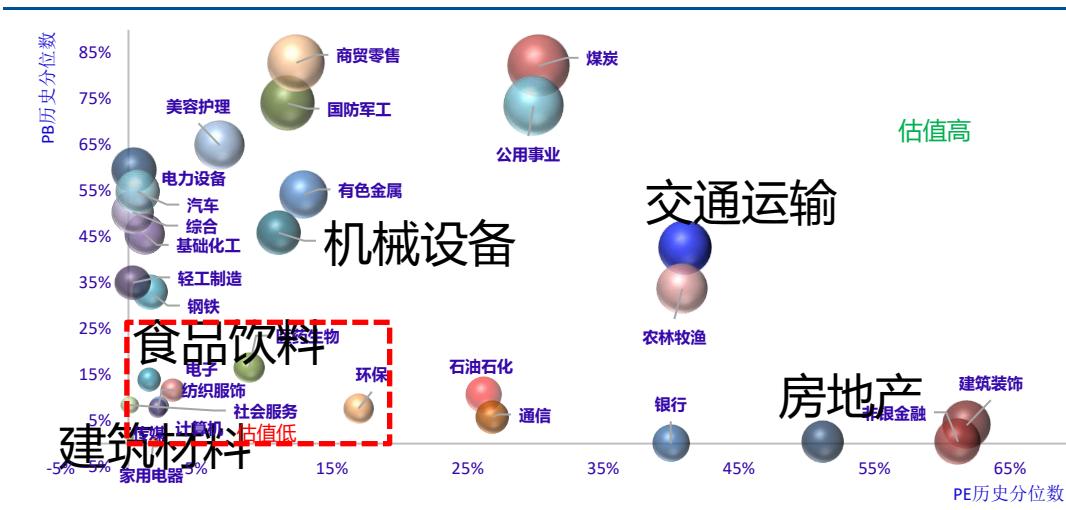
表 1. 行业股指估值表现比较（2019年1月1日-2022年10月21日）

请务必阅读正文最后的中国银河证券股份公司免责声明。

大类	一级行业	PE 最新值	PE 历史分位数	PB 最新值	PB 历史分位数	PS 最新值	PS 历史分位数
上游行业	有色金属	23.00	12.93%	2.73	54.13%	0.87	16.95%
	煤炭	8.47	30.25%	1.55	82.17%	1.03	78.15%
	石油石化	12.91	26.22%	1.25	10.65%	0.39	37.50%
中游制造	基础化工	13.42	1.19%	2.35	45.54%	1.65	78.69%
	钢铁	6.04	1.63%	0.95	32.93%	0.34	0.76%
	建筑材料	10.78	1.95%	1.50	0.00%	0.99	0.10%
	电力设备	23.96	0.43%	4.11	59.45%	2.72	45.76%
	建筑装饰	10.03	61.84%	0.84	4.02%	0.21	1.63%
	国防军工	55.16	11.73%	3.46	74.02%	3.95	70.32%
	轻工制造	15.38	0.32%	1.84	35.00%	1.46	3.58%
	机械设备	24.39	11.08%	2.33	45.86%	1.81	38.04%
TMT	通信	34.85	26.84%	1.87	5.76%	1.29	24.45%
	计算机	38.52	2.28%	2.96	8.15%	2.42	7.28%
	电子	23.76	3.26%	2.72	11.63%	1.52	16.63%
	传媒	19.84	0.10%	1.74	1.30%	2.10	1.95%
基础设施	交通运输	16.98	41.08%	1.49	42.60%	0.63	6.73%
	公用事业	18.98	29.89%	1.69	73.47%	1.45	9.67%
	环保	18.92	16.97%	1.56	7.60%	2.02	4.56%
金融	银行	6.38	40.00%	0.48	0.00%	1.48	0.10%
	非银金融	16.05	61.19%	1.07	0.43%	1.29	2.82%
下游需求	医药生物	24.16	8.91%	3.20	16.52%	2.59	26.63%
	纺织服饰	18.88	2.17%	1.66	7.60%	1.23	10.00%
	食品饮料	24.66	1.52%	6.15	13.91%	6.10	35.32%
	家用电器	11.83	1.84%	2.34	0.54%	1.01	4.78%
	美容护理	27.52	6.73%	5.11	64.89%	5.18	50.97%
	农林牧渔	27.23	40.86%	3.39	33.69%	1.37	3.26%
	社会服务	24.96	0.10%	3.10	8.36%	4.38	51.84%
	综合	24.28	0.32%	1.86	50.32%	1.70	35.86%
	汽车	13.58	0.65%	2.15	54.78%	1.16	67.60%
	商贸零售	15.47	12.39%	2.21	82.82%	0.84	82.93%
	房地产	9.17	51.19%	0.84	0.43%	0.53	1.08%

资料来源: wind, 中国银河证券研究院

图 13. 一级行业 PE-PB 综合估值分析 (截至 2022 年 10 月 21 日)



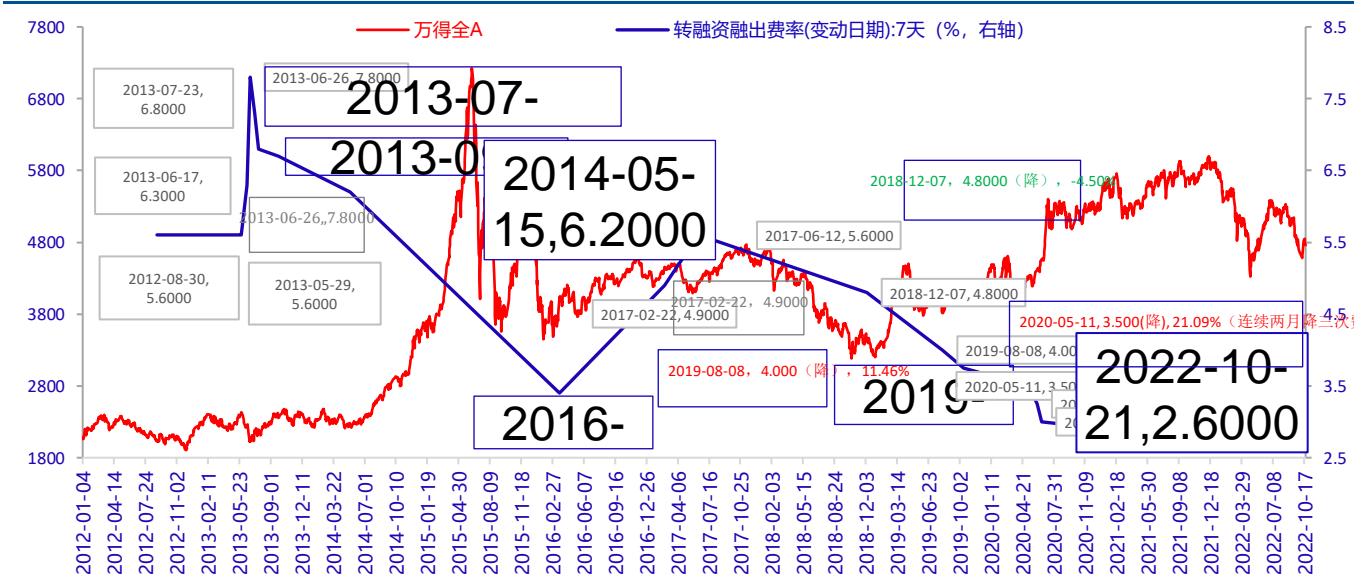
资料来源: wind, 中国银河证券研究院

## 四、A股市场“磨底”的两个辅助信号

### (一) 转融资费率下调

根据中证金融数据统计,2012年以后的十余年,转融资费率(7天)共调整17次,其中,下调转融资费率基本均在底部行情或阶段性局部底行情,11次费率下调记录,全A指数仅3次小幅下行,分别为2010-09-25(下行-2.20%,简记为-2.20%,下同)、2018-12-07(-4.50%)、2019-10-14(-1.67%)。降费率后一个月内全A指数8次上涨,分别为2013-07-11(07-23再降一次,8.74%)、2014-05-15(4.79%)、2016-03-21(1.70%)、2019-08-08(11.46%)、2020-05-11(两月三次降费率,21.09%)。如图14所示。

图 14. 转融资费率下调凸显 A股市场底部特性(截至 2022 年 10 月 21 日)



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

10月21日,中证金融决定再次整体下调转融资费率40bps,调整后各期限档次的费率具

请务必阅读正文最后的中国银河证券股份公司免责声明。

体为：182 天期为 2.10%、91 天期为 2.40%、28 天期为 2.50%、14 天和 7 天期为 2.60%。中证金融表示，此次下调转融资费率，是根据资金市场利率水平做出的正常经营性调整，旨在满足证券公司低成本融资需求，促进合规资金参与市场投资，维护我国资本市场平稳健康发展。我们认为，从历史经验看，调转融资费率多次，消息公布后一段时间内市场均出现一波明显的上涨。下调转融资费率对非银金融（证券板块）形成直接利好，证券板块有望受到利好消息的提振而走强。

## （二）上市公司股份回购潮+增持不断

根据 wind 统计数据，2021 年 A 股市场共有 251 公司发生过 558 次增持变动，今年以来，A 股市场今年已有 269 家公司披露了 595 次增持变动。在股份回购方面，2019 年至今，A 股上市公司股份回购数量开始活跃，年均回购预案数量在 1250 次以上，期间完成股份回购超 5500 次，合计回购金额逾 4000 亿元。2022 年至今（10 月 21 日），A 股上市公司回购股份已逾 1500 次，超过 1100 家上市公司，回购金额约 1600 亿元。距离本最近一次回购潮是 2018 年。预计本年度回购金额增长将超 2018 年 3 倍。A 股上市公司股份回购活跃度持续提升，数量与规模呈现明显增长趋势。如图 15 所示。

回购潮具有以下逻辑支撑，一是政策发力。证监会拟对《上市公司股份回购规则》《上市公司董事、监事和高级管理人员所持本公司股份及其变动管理规则》部分条款进行修订，积极维护公司投资价值和中小股东权益。二是市场需求使然。结合历史经验，公司回购股份潮旨在发出 A 股市场股价被低估的信号。三是上市公司自身所致。回购股份潮说明上市公司运营良好，有足够的现金流，回购公司股份对稳定股价及增强投资者信心具有正向积极作用。因此，近期可持续关注回购股份的上市公司。

图 15. 股票增持与股份回购潮凸显 A 股市场底部特性（截至 2022 年 10 月 21 日）



资料来源：wind, 中国银河证券研究院

在行业板块方面，增持回购不断，股份回购潮起，我们预判，券商板块配置价值渐显。在券商板块当前估值已处于近四年底部的背景下，多家券商及其股东通过增持与回购举措向市场传递积极信号。结合前面提及的中国证券金融股份有限公司下调转融资费率 40bps，预判券商板块配置价值凸显。

## 五、A股市场结构性机会在何处？

### （一）新发展机遇

未来，将面临新的发展机遇，对科技创新、信息安全、高端设备制造等具有里程碑式的意义。

### （二）相对收益机会研判

#### 1. 国产科技创新

无论是短期，还是中长期，国产科技创新始终是热点投资机会。2018年以来，中美贸易摩擦不断升级，国际安全事件频发，贸易保护主义、单边主义势头上升，全球产业链、供应链因非经济因素面临冲击，国际经济、科技等格局在进行深刻调整。数字经济时代，一个国家科技自立自强具有战略支撑作用，是发挥数据资源价值，融合应用信息通信技术，推动全要素数字化转型的核心驱动。科技创新不止是应用软件，从芯片、服务器、操作系统到基础软件；从电脑硬件到手机芯片，均是未来投资重点关注方向。

图 16. 科技领域部分行业指数的表现（截至 2022 年 10 月 21 日）



资料来源：wind, 中国银河证券研究院

图 17. 科技领域行业指数 PE 估值(截至 2022 年 10 月 21 日)

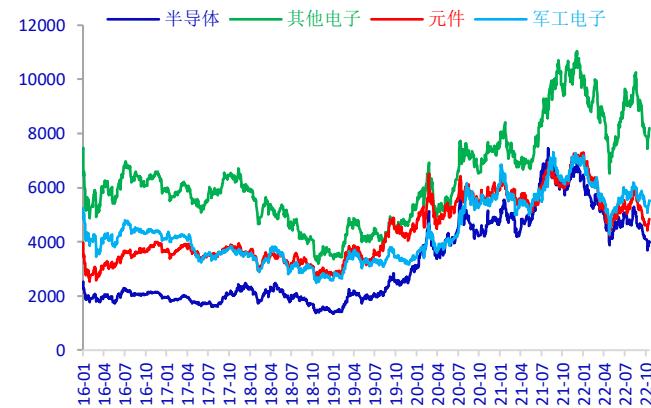


图 18. 科技领域行业指数 PB 估值(截至 2022 年 10 月 21 日)



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

图 19. 科技细分领域指数的表现 (截至 2022 年 10 月 21 日)



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

资料来源: wind, 中国银河证券研究院

图 20. 科技细分领域指数的表现 (截至 2022 年 10 月 21 日)



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

尤其是半导体设备。在整个半导体产业链中，关键技术突破已成为未来长期发展的方向。整体来看，我国快速发展的半导体制造设备市场与极低的半导体设备国产化率尚不匹配。有关科技及细分领域指数与估值表现见图 16-24 所示。

图 21. 科技细分领域 PE 估值表现 (截至 2022 年 10 月 21 日)



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

图 22. 科技细分领域 PB 估值表现 (截至 2022 年 10 月 21 日)



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

图 23. 科技细分领域 PE 估值表现 (截至 2022 年 10 月 21 日)



请务必阅读正文最后的中国银河证券股份公司免责声明。

图 24. 科技细分领域 PB 估值表现 (截至 2022 年 10 月 21 日)



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

资料来源: wind, 中国银河证券研究院

## 2. 消费

有关食品饮料的支撑逻辑如下: (1) 必选消费可期, 三季度整体呈现复苏态势; (2) 板块估值已低至 2020 年中期; (3) 板块业绩方面, 必选消费具有韧性的特征, 三季报业绩预期基本释放, 尤其是白酒行业, 业绩表现稳健。如图 25 所示。

生物医药方面, 近期医药板块的风险集中释放, 随着疫情得到较好的防控, 三季度医药行业业绩预期加速增长。随着政策面发力, 医疗机构进入扩张周期, 流动性不断补充, 医疗设备需求有望快速释放。另, 生物医药科技科技创新的重要组成部分, 对医药生物形成支撑。如图 26 所示。

图 25. 食品饮料与生物医药指数 (截至 2022 年 10 月 21 日)



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

图 26. 食品饮料与生物医药指数 PE (截至 2022 年 10 月 21 日)



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

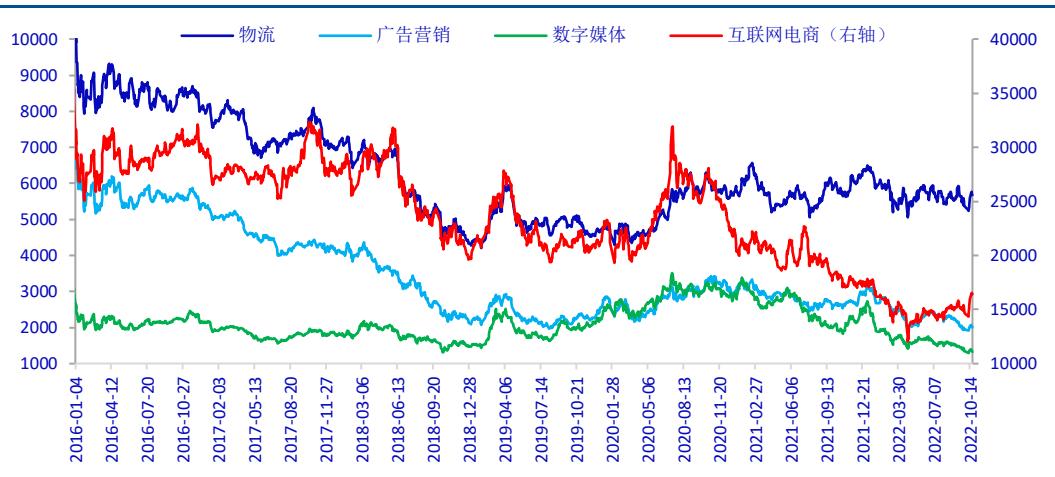
## 3. 平台经济

平台经济是一种基于数字技术, 由数据驱动、平台支撑、网络协同的经济活动单元所构成的新经济系统, 是基于数字平台的各种经济关系的总称。平台化是引领新经济发展的重要驱动力, 以物联网为主导的平台经济, 是基于云计算、大数据、人工智能等新一代信息技术之上的新型经济模式。通过搭建产业互联网平台、构建新应用场景, 以技术创新、模式创新为驱动, 促进现有产能的共享、整合和升级, 进而激发大量的创新创业活动, 带动新经济的爆发式成长。如图 27 所示。

平台经济的支撑逻辑如下: (1) 平台作为生活服务或者消费的重要中介与必要链接, 有巨大的平台化数字化空间。能够形成很大的流量、口碑协同, 从而挖掘新的增长空间。另外, 通过中介服务做流量聚合、二次变现的模式已经被互联网平台所验证, 因此, 以生活服务平台做流量聚合, 并针对家居、出行、用电等生活服务企业做流量分发可能会是未来流量多元化变现的方向。(2) 平台服务为消费者提供了必需的生活服务, 亦是四季度稳预期重要手段之一。(3) 在“稳”字当头的政策基调下, 亦将促进平台经济规范健康发展。

图 27. 平台经济领域部分行业指数的表现 (截至 2022 年 10 月 21 日)

请务必阅读正文最后的中国银河证券股份公司免责声明。



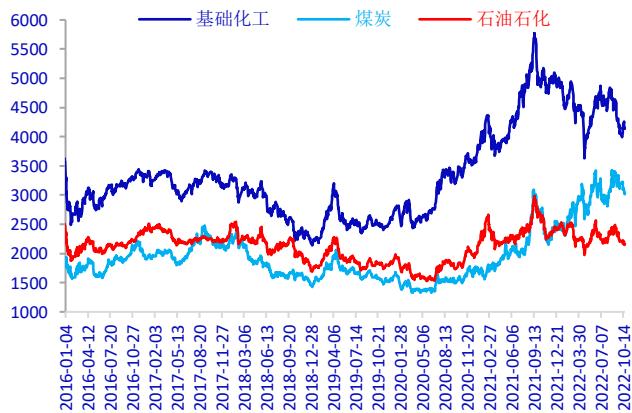
资料来源：wind, 中国银河证券研究院

#### 4. 上游能源与化工

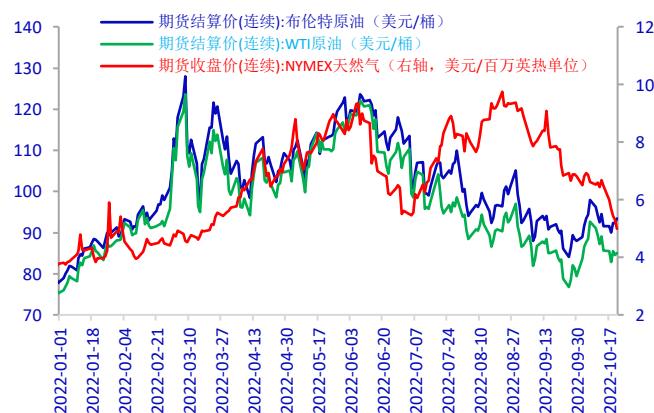
今年原油、天然气、煤炭等上游能源品行情高涨，走出了几波行情。目前，上游能源品与基础化工依然是我们今年四季度推荐的行业板块，有以下逻辑，(1) 地缘政治的不确定性仍然较强，随着北半球冬季来临，能源供应无提升的背景下，上游供应链仍然是今年四季度的困境之一，能源价格在阶段性下行后仍有拉升的可能。(2) 冬季对能源品的需求有上升趋势。(3) 距离能源品产业最近的行业是基础化工，出厂成本仍具有优势。(4) 煤炭亦是原油和天然气最好的替代之一，四季度煤炭行情可期。如图 28-29 所示。

图 28. 食品饮料与生物医药指数 (截至 2022 年 10 月 21 日)

图 29. 食品饮料与生物医药指数 PE (截至 2022 年 10 月 21 日)



资料来源：wind, 中国银河证券研究院

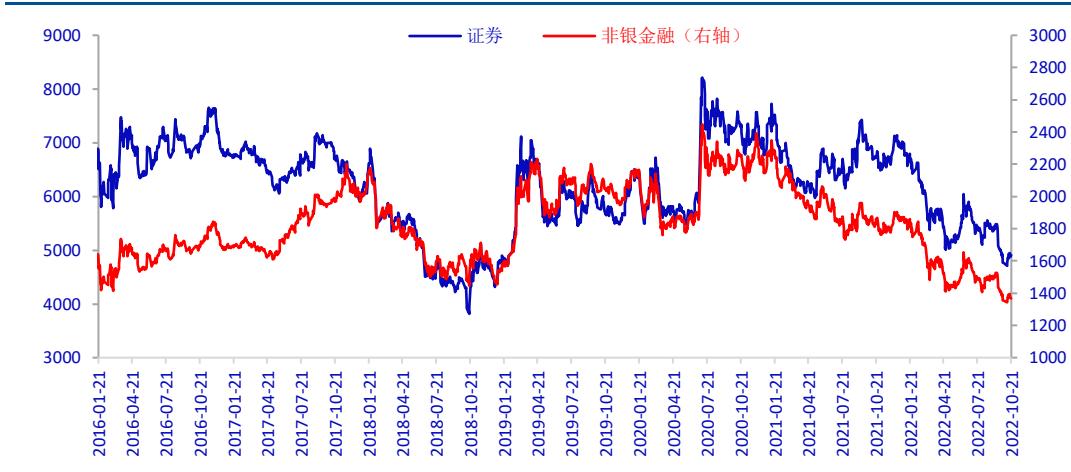


资料来源：wind, 中国银河证券研究院

#### 5. 非银金融——证券板块

近期，政策持续发力，非银金融行业迎来多重利好，具体有以下逻辑支撑，(1) 今年整体上非银板块估值位于历史低位，悲观情绪反映较为充分，随着国内经济企稳、外围局势缓和以及政策信号改善有望驱动非银板块估值修复。(2) 政策面持续发力。证监会拟对《上市公司股份回购规则》《上市公司董事、监事和高级管理人员所持本公司股份及其变动管理规则》部分条款进行修订，积极维护公司投资价值和中小股东权益。10月21日，中证金融决定再次整体下调转融资费率40bps，此次下调转融资费率，旨在满足证券公司低成本融资需求，促进合规资金参与市场投资，维护我国资本市场平稳健康发展。我们认为，从历史经验看，调转融资费率多次，消息公布后一段时间内市场均出现一波明显的上涨。下调转融资费率对非银金融（证券板块）形成直接利好，证券板块有望受到利好消息的提振而走强。如图 30 所示。

图 30. 非银金融指数表现（截至 2022 年 10 月 21 日）



资料来源：wind, 中国银河证券研究院

## 六、风险提示

报告结论基于历史价格信息和统计规律，但二级市场受各种即时性政策影响易出现统计规律之外的走势，所以报告结论有可能无法正确预测市场发展，报告阅读者需审慎参考报告结论。基金历史收益不代表未来业绩表现，文中观点仅供参考，不构成投资建议。

## 插图目录

图 1. A股主要指数 2022年初以来涨跌幅.....	3
图 2. 2019年初至今主要工业金属合约价格 .....	4
图 3. 2019年初至今伦敦金现及美元指数价格.....	4
图 4. 海外股市主要指数 2022年初以来涨跌幅.....	4
图 5. 10月17日-10月21日各行业涨跌幅.....	5
图 6. 海外主要经济体滞胀持续发酵.....	5
图 7. 美元强势非美货币弱势 .....	5
图 8. A股指数与社融-M2 高度相关 .....	6
图 9. A股指数与 M1-M2.....	6
图 10. WIND全A估值情况（截至2022年10月21日） .....	7
图 11. A股PE（TTM）估值表现（截至2022年10月21日） .....	8
图 12. A股PB（LF）估值表现（截至2022年10月21日） .....	8
图 13. 一级行业PE-PB综合估值分析（截至2022年10月21日） .....	9
图 14. 转融资费率下调凸显A股市场底部特性（截至2022年10月21日） .....	10
图 15. 股票增持与股份回购潮凸显A股市场底部特性（截至2022年10月21日） .....	11
图 16. 科技领域部分行业指数的表现（截至2022年10月21日） .....	12
图 17. 科技领域行业指数PE估值（截至2022年10月21日） .....	12
图 18. 科技领域行业指数PB估值（截至2022年10月21日） .....	12
图 19. 科技细分领域指数的表现（截至2022年10月21日） .....	12
图 20. 科技细分领域指数的表现（截至2022年10月21日） .....	13
图 21. 科技细分领域PE估值表现（截至2022年10月21日） .....	12
图 22. 科技细分领域PB估值表现（截至2022年10月21日） .....	13
图 23. 科技细分领域PE估值表现（截至2022年10月21日） .....	13
图 24. 科技细分领域PB估值表现（截至2022年10月21日） .....	13
图 25. 食品饮料与生物医药指数（截至2022年10月21日） .....	13
图 26. 食品饮料与生物医药指数PE（截至2022年10月21日） .....	14
图 27. 平台经济领域部分行业指数的表现（截至2022年10月21日） .....	14
图 28. 食品饮料与生物医药指数（截至2022年10月21日） .....	15
图 29. 食品饮料与生物医药指数PE（截至2022年10月21日） .....	15
图 30. 非银金融指数表现（截至2022年10月21日） .....	16

## 表格目录

表 1. 行业股指估值表现比较（2019年1月1日-2022年10月21日） .....	9
表 2. 2022年10月16日中共二十大会议主要内容整理 .....	12

## 分析师简介及承诺

杨超，策略分析师，清华大学经济管理学院经济学博士，7年大类资产配置策略研究经验。2019年加入中国银河证券研究院，主要从事策略研究，奉行“系统决策、深耕细作、挖掘价值”的投研逻辑理念，注重前瞻性。现兼任清华大学五道口金融学院“中国金融政策信息”项目研究员。

宁修齐，策略分析师，中国人民大学金融学学士，芝加哥大学公共政策硕士，2019年加入中国银河证券研究院。

本人承诺，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 评级标准

### 行业评级体系

未来6-12个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）相对于基准指数（交易所指数或市场中主要的指数）推荐：行业指数超越基准指数平均回报20%及以上。

谨慎推荐：行业指数超越基准指数平均回报。

中性：行业指数与基准指数平均回报相当。

回避：行业指数低于基准指数平均回报10%及以上。

### 公司评级体系

推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报20%及以上。

谨慎推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%-20%。

中性：指未来6-12个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。

回避：指未来6-12个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%及以上。

## 免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户提供。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

## 联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

机构请致电：

深广地区：苏一耘 0755-83479312 [suyiyun\\_yj@chinastock.com.cn](mailto:suyiyun_yj@chinastock.com.cn)

崔香兰 0755-83471963 [cuixianglan@chinastock.com.cn](mailto:cuixianglan@chinastock.com.cn)

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

上海地区：何婷婷 021-20252612 [hetingting@chinastock.com.cn](mailto:hetingting@chinastock.com.cn)

陆韵如 021-60387901 [luyunru\\_yj@chinastock.com.cn](mailto:luyunru_yj@chinastock.com.cn)

北京市丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦

北京地区：唐漫羚 010-80927722 [tangmanling\\_bj@chinastock.com.cn](mailto:tangmanling_bj@chinastock.com.cn)

公司网址：[www.chinastock.com.cn](http://www.chinastock.com.cn)