

评级：看好

韦志超
首席经济学家
SAC 执证编号：
weizhichao@sczq.com.cn
电话：86-10-56511920

王蔚然
研究助理
wangweiran@sczq.com.cn
电话：86-10-56511796

相关研究

- 12 月经济数据点评：经济弱势，亟待政策托底
- 紧跟政策与疫情，伺机而动
- 12 月贸易数据点评：出口放缓但仍显韧劲，谨防下行渐近

核心观点

- 中央经济工作会议召开以来，A 股在短期上涨后超预期连续走弱，但在稳增长政策出台的预期下，老基建指数保持强势，高估值板块跌幅明显。站在当下时点，我们判断，随着稳增长政策逐渐兑现，老基建板块高点渐近，消费股布局机会已至。
- 我们梳理了 2020 年以来老基建指数相对万得全 A 的走势，曲线呈周期性涨跌的变化，目前已经进入第五轮上行周期。总结前四次走势的规律，我们发现基建板块历次跑赢股指时长在 30-40 个交易日左右，随后将进入下行周期，持续跑输股指。目前第五轮上行周期已经度过 37 个交易日，因此追涨基建板块意义已经不大，风格可能迎来再次切换。
- 总结来说，当经济下行压力加大、疫情加剧，市场维稳预期走强，老基建行情启动，大幅跑赢股指；而经济下行压力减小、疫情好转，市场企稳走强时，投资者往往选择抛弃基建板块，转向弹性更大的消费、高估值板块。目前，虽然市场对于发力强度预期仍有分歧，但对于一季度发力的必要性并无异议。基建板块本身特点在于波段行情，长期持有的投资者较少，因此随着政策逐步落地兑现，“Buy the rumor, sell the news”可能推动基建跑输股指。
- 疫情消退，消费有望迎来修复。从社零的角度来看，2021 年下半年疫情比上半年严重很多，但社零环比并未明显走弱，消费的韧性得到体现。另外，从三产修复的角度来看，2021 年二季度到四季度疫情越来越严重，但三产及其分项却呈现连续回升态势，可见服务业正在逐步适应当前的疫情防控政策，由于今年就地过年预期较去年同期较弱，因此三产有望迎来进一步的修复。结合国务院 1 月 20 日“适时启动入境旅游”的规划，我们认为消费未来走强的趋势相对确定，且前期跌幅较大，消费股已经迎来布局良机。
- 往后看，我们对股市依然乐观。政策维稳意图已经显性化，经济和股市将持续修复。港股因为之前跌幅较大有较大的反弹空间。而 A 股风格可能继续迎来切换，老基建板块可能高点已至，而消费股将迎来布局良机。

风险提示：疫情超预期

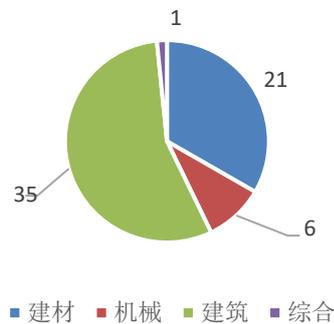
中央经济工作会议召开以来，A股在短期上涨后超预期连续走弱，但在稳增长政策出台的预期下，老基建指数保持强势，高估值板块跌幅明显。站在当下时点，我们判断，随着稳增长政策逐渐兑现，老基建板块高点渐近，消费股布局机会已至。

基建板块：雪中送炭，却无缘锦上添花

2020年以来，每当经济面临下行压力或者疫情冲击时，市场总寄望于基建发力稳增长，股市整体下行时，老基建板块往往表现为“雪中送炭”行情，大幅跑赢万得全A；但随着疫情消退、市场企稳、稳增长政策逐渐兑现时，老基建板块却无缘锦上添花，被投资者所抛弃，市场热点转向高估值赛道股、消费等板块。

图1：老基建板块行业分布

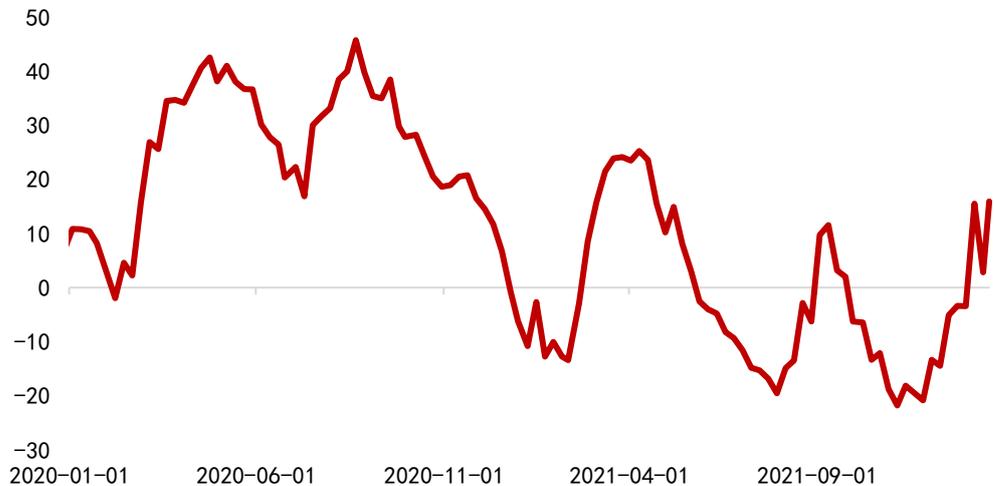
老基建板块行业分布（股票个数）



资料来源：Wind, 首创证券

我们梳理了2020年以来老基建指数相对万得全A的走势，曲线呈周期性涨跌的变化，目前已经进入第五轮上行周期。总结前四次走势的规律，我们发现基建板块历次跑赢股指时长在30-40个交易日左右，随后将进入下行周期，持续跑输股指。目前第五轮上行周期已经度过37个交易日，因此追涨基建板块意义已经不大，风格可能迎来再次切换。

图2：老基建相对万得全A走势（2019-12-31=100）



资料来源：Wind, 首创证券

我们对老基建五轮行情的时点、逻辑进行梳理，得到下表。总结来说，当经济下行压力加大、疫情加剧，市场维稳预期走强，老基建行情启动，大幅跑赢股指；而经济下行压力减小、疫情好转，市场企稳走强时，投资者往往选择抛弃基建板块，转向弹性更大的消费、高估值板块。

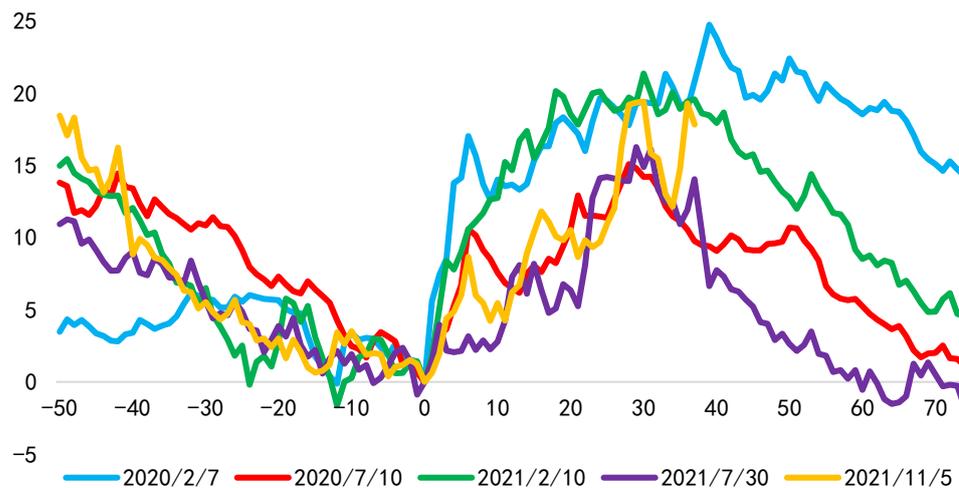
目前，央行已调降 MLF、LPR 利率，市场对于财政前置的预期已经较为充分，虽然市场对于发力强度预期仍有分歧，但稳增长的取向和落地越来越明显。另外，基建板块本身特点在于波段行情，长期持有的投资者较少，因此随着政策逐步落地兑现，“Buy the rumor, sell the news”可能推动基建跑输股指。另一方面，从市场博弈的角度来看，30-40 个交易日可能是个经验规律。综合来看，短期对老基建板块需要保持警惕。

表 1：历次老基建周期

	时点	
第一轮 上行	2020. 2. 7- 2020. 4. 24	疫情来袭，经济停摆，市场预期基建发力稳增长，老基建大幅跑赢股指
第一轮 下行	2020. 4. 24- 2020. 7. 10	疫情消退，经济开始修复，股市信心增强，转向消费、高估值板块
第二轮 上行	2020. 7. 10- 2020. 8. 21	疫情再度蔓延，市场大涨后持续震荡，老基建指数再度走强
第二轮 下行	2020. 8. 21- 2021. 2. 10	疫情得到控制，维稳需求下降，老基建走弱，新能源、消费板块走强
第三轮 上行	2021. 2. 10- 2021. 4. 9	A 股大跌，就地过年导致三产走弱，经济承压，基建发力预期再起
第三轮 下行	2021. 4. 9- 2021. 7. 30	430：“用好稳增长压力较小的窗口期”，稳增长意愿下行，基建跑输股指
第四轮 上行	2021. 7. 30- 2021. 9. 10	730：确认“适度稳增长”，地产下行，维稳预期再起，老基建跑赢股指
第四轮 下行	2021. 9. 10- 2021. 11. 5	恒大事件发酵，拖累基建板块走弱
第五轮 上行	2021. 11. 5-?	经济下行压力加大，维稳预期走强，基建提前于政策发力启动上涨

资料来源：Wind, 首创证券

图 3：老基建指数历次相对万得全 A 涨幅（2019-12-31=100）



资料来源：Wind, 首创证券

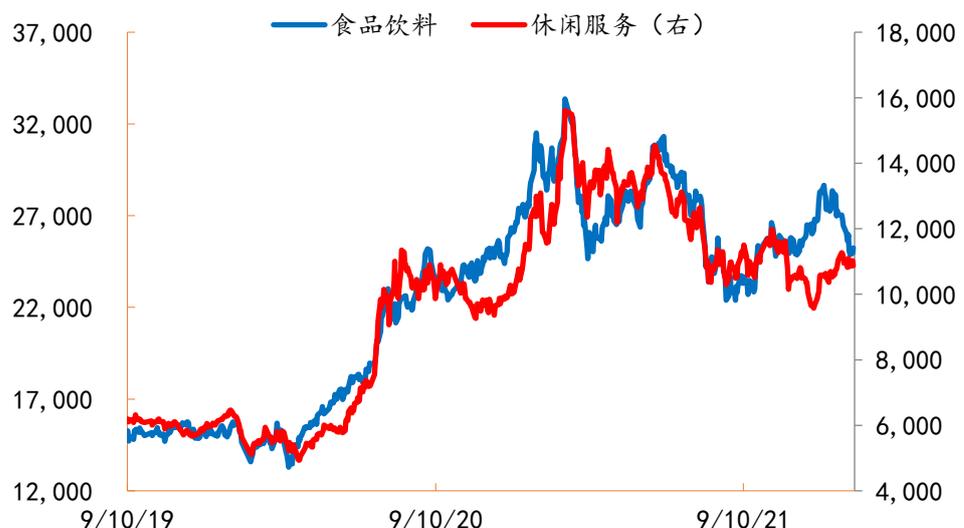
注：横轴为交易日，标准化的零时点为行情拐点

疫情消退，消费有望迎来修复

站在当下，如果抛老基建，该买什么呢？我们推荐消费板块，尤其是食品饮料与消费者服务，两者有一定的修复空间。

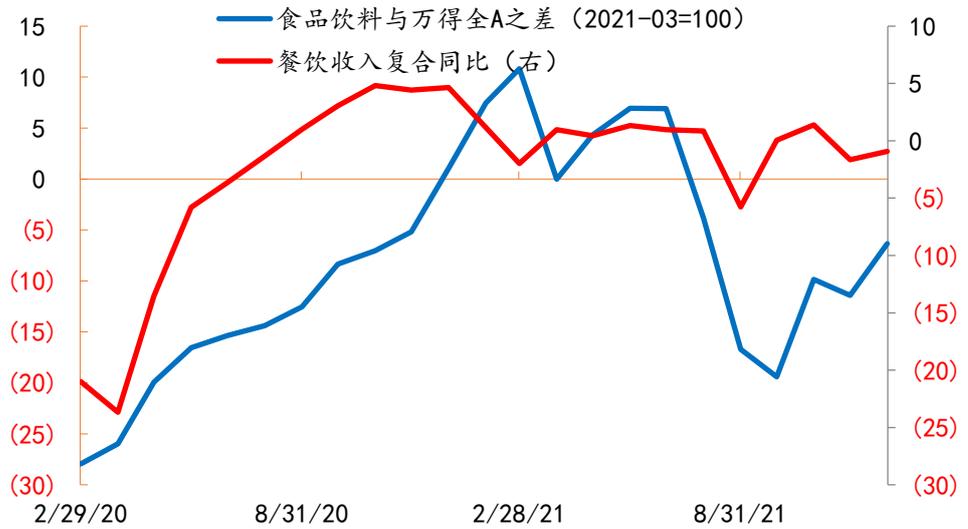
疫情无疑是影响这两年消费板块的关键因素。2021 年的疫情超出预期，食品饮料和消费者服务下跌明显。食品饮料明显与餐饮的走势高度相关，而消费者服务则与飞机航班高度相关。

图 4：2021 年食品饮料和消费者服务下行



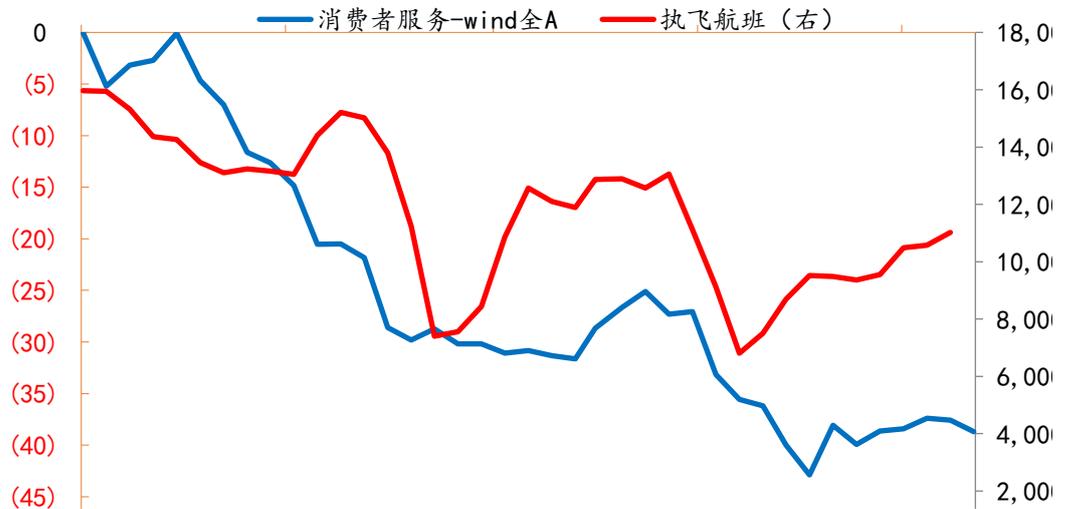
资料来源：Wind, 首创证券

图 5：餐饮收入增速与食品饮料板块表现正相关



资料来源：Wind, 首创证券

图 6：消费者服务与航班数高度相关



预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_36396



云报告
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告
<https://www.yunbaogao.cn>