

货币政策靠前发力，如何布局？

一、货币政策宽松加码的态度明确，“政策底”夯实后，“经济底”或即将出现稳增长发力，需要政策“组合拳”；“政策底”夯实后，“经济底”或即将出现。稳增长货币先行，财政加码也在路上，专项债加快发行、募资和前期结余的资金加快使用，重大项目等加快开施工。稳增长抓手不只是基建，还有新基建和产业项目等，可发挥优质国企市场化投融资作用，实现“快、准、稳”。稳增长三步走，从货币宽松、融资放量，到投资落地，再到经济修复，1季度或是经济底。

这或是上半年最后一波利率行情的开启，10年国债2.6%可期。而当二季度经济开始边际回暖后，债市或将难以避免的迎来调整。央行降准降息，是为了稳信贷，为了刺激信贷供需双方，两条腿走路。而一次降息明显是不够的，工具箱还会继续打开，4月前大概率还会迎来降息窗口。而在信贷投放的项目上，强调的是符合新发展理念的项目，稳信贷重量更重质。

二、宽货币和宽信用或加速得到验证，春节行情值得期待，布局三条主线

宽货币和宽信用或加速得到验证，春节行情值得期待。央行新闻发布会明确提出：把货币政策工具箱开得再大一些，金融部门按照新发展理念的要求主动找好项目，货币政策靠前发力和前瞻操作。纵观近十年春节前后行情，经济下行压力下流动性宽松的年份通常春节行情会更好。历史上，春季行情较好的2012年、2015年、2019年都是经济下行之下流动性宽松推动春季行情。

布局三条主线：1) 稳增长力度超前，关注新老基建相关板块，比如：基本金属、电网、电力、通信等；2) 地产链修复，房地产至暗时刻或接近尾声，关注地产公司以及相关产业链估值修复；3) 做大做强数字经济，宽松流动性提振风险偏好，科技成长板块有望迎来戴维斯双击。

三、投资主线：新老基建稳增长、地产链修复、科技成长崛起

主线一：新老基建稳增长。1) 金属：房地产政策底进一步探明，新老基建重大项目的加速审批和建设，钢铁和基本金属受益。2) 电新：在逆周期+碳中和双重背景下，聚焦电网投资和大型风光电源建设。3) 电动车：景气度持续向上，全球渗透率提升加速阶段，我们预计22年全球产销1000万辆以上，产业链龙头公司将继续保持爆发式增长。4) 公用事业：围绕加大电源投资与天然气管道投资两个主线布局。

主线二：地产链修复。1) 地产：短期稳健的选择是具有融资优势、信誉好的头部国企；同时也看好部分优质民企在政策组合拳出台后迎来困境反转。长期来看，我们认为2021-22年销售实现逆势增长的房企未来有望迎来戴维斯双击。2) 可选消费：房地产市场预期稳步改善，一方面显著利好估值底部的家电家居板块，另一方面家庭相关的各类消费品长期受益。

主线三：科技成长崛起。1) 半导体：聚焦半导体，电子，计算机，通信核心技术自主研发及进行国产替代。行业长期需求趋势看好，国产替代如火如荼，政策鼓励持续。2) 通信：信息通信技术（ICT）已成为促进经济增长的新引擎，重申通信产业价值链向新一代ICT产业转移的观点。3) 电子：布局科技创新投资机会。智能硬件看好折叠手机及AR/VR创新机会，汽车电动化及智能化进程加快，有望重构产业链，国内供应商迎来发展良机。

风险提示：经济复苏不及预期、宏观流动性收缩风险、行业政策不及预期

赵伟 分析师 SAC 执业编号：S1130521120002
zhaow@gjzq.com.cn

艾熊峰 分析师 SAC 执业编号：S1130519090001
(8621)61038291
aixiongfeng@gjzq.com.cn

姚遥 分析师 SAC 执业编号：S1130512080001
yaoy@gjzq.com.cn

倪文祎 分析师 SAC 执业编号：S1130519110002
niwenyi@gjzq.com.cn

杜昊旻 分析师 SAC 执业编号：S1130521090001
duhaomin@gjzq.com.cn

谢丽媛 分析师 SAC 执业编号：S1130521120003
xieliyuan@gjzq.com.cn

罗露 分析师 SAC 执业编号：S1130520020003
luolu@gjzq.com.cn

樊志远 分析师 SAC 执业编号：S1130518070003
(8621)61038318
fanzhiyuan@gjzq.com.cn

内容目录

二、固收：上半年最后一波利率行情的开启	3
三、策略：货币政策靠前发力，春节行情开启	3
四、主线一：新老基建稳增长	4
4.1 金属：稳增长下首选钢、铝	4
4.2 电新：逆周期+碳中和，聚焦电网投资和大型风光电源建设	4
4.3 电动车：电动车景气度持续向上	4
4.4 公用事业：进一步加大电源投资与天然气管道投资	5
五、主线二：地产链修复	5
5.1 地产：困境反转	5
5.2 可选消费：估值修复	6
六、主线三：科技成长崛起	6
6.1 半导体：国产替代如火如荼，政策鼓励持续	6
6.2 通信：向新一代 ICT 产业转移	6
6.3 电子：布局科技创新投资机会	6
七、风险提示	7

一、宏观：“政策底”夯实后，“经济底”或即将出现

- **货币政策宽松加码的态度明确，后续措施或已提上议程。**1月18日央行新闻发布会明确强调，在经济下行压力根本缓解之前，要以进促稳，不利于稳的政策不出台，有利于稳的政策多出台。对货币政策而言，包括三个方面，1) 发力充足，降准降息等“加水”，保持总量稳定、避免信贷塌方；2) 金融机构要加大信贷投放，主动寻找好项目；3) 靠前发力，1季度或将进一步宽松。
- **稳增长发力，需要政策“组合拳”；“政策底”夯实后，“经济底”或即将出现。**稳增长货币先行，财政加码也在路上，专项债加快发行、募资和前期结余的资金加快使用，重大项目等加快开施工。稳增长抓手不只是基建，还有新基建和产业项目等，可发挥优质国企市场化投融资作用，实现“快、准、稳”。稳增长三步走，从货币宽松、融资放量，到投资落地，再到经济修复，1季度或是经济底。
- **无风险利率进一步下移，A股风险偏好和估值提升进一步确定。**央行发布会释放出的最明确信号是“宽货币”加码，从而进一步压低10年期国债收益率中枢，一方面释放“稳增长”进一步发力信号，改善市场整体风险偏好；另一方面，整体利率下降对资产估值形成支撑。
- **汇率不是当前政策的主要约束。**尽管“宽货币”政策加码，但人民币对美元汇率的波动短期与中美利差相关性下降，美联储收紧货币对中国政策的外溢效应也相应下降。不用担心汇率对“宽货币”形成约束。

二、固收：上半年最后一波利率行情的开启

- 此次央行发布会释放的政策信号较多，对货币政策的表述除了延续之前发挥好总量和结构双重功能外，强调了要“更加主动有为，更加积极进取，注重靠前发力”，不仅加强了发力的力度，更是强调了发力的节奏（靠前）。这与我们此前在报告中提示的货币政策放松窗口在4月之前的观点一致。发布会提出了三个发力，一是充足发力，把货币政策工具箱开大一些，避免信贷塌方；二是精准发力，金融部门不但要迎客上门，还要主动出击，主动找符合新发展理念的好项目；三是靠前发力，要抓紧做事，前瞻操作，走在市场曲线的前面。这与我们近期围绕信贷情况去判断央行货币政策的逻辑同样一致。
- **央行降准降息，是为了稳信贷，为了刺激信贷供需双方，两条腿走路。**而一次降息明显是不够的，工具箱还会继续打开，4月前大概率还会迎来降息窗口。而在信贷投放的项目上，强调的是符合新发展理念的项目，稳信贷重量更重质。而在政策节奏上，发布会的表述也与我们此前的判断一致，尽量前置，使得宽松政策能更早的发挥作用。
- 发布会全文公布后，出于对货币政策将进一步发力的预期，债券市场买盘蜂拥，长端下行5bp，中短端下行7-8bp，曲线初现陡峭。不过正如新闻发布会所述，过了几个月“经济下行压力大”会成为“昨天的故事”。这可能是上半年最后一波利率行情的开启，10年国债2.6%可期。而当二季度经济开始边际回暖后，债市或将难以避免的迎来调整。

三、策略：货币政策靠前发力，春节行情开启

- **宽货币和宽信用或加速得到验证，春节行情值得期待。**央行新闻发布会明确提出：把货币政策工具箱开得再大一些，金融部门按照新发展理念的要求主动找好项目，货币政策靠前发力和前瞻操作。纵观近十年春节前后行情，经济下行压力下流动性宽松的年份通常春节行情会更好。历史上，春季行情较好的2012年、2015年、2019年都是经济下行之下流动性宽松推动春季行情。

- **布局三条主线：**1) 稳增长力度超前，关注新老基建相关板块，比如：基本金属、电网、电力、通信等；2) 地产链修复，房地产至暗时刻或临近尾声，关注地产公司以及相关产业链估值修复；3) 做大做强数字经济，宽松流动性提振风险偏好，科技成长板块有望迎来戴维斯双击。

四、主线一：新老基建稳增长

4.1 金属：稳增长下首选钢、铝

- **房地产政策底进一步探明，地产链条边际改善，钢铁和基本金属（铝、铜）受益。**传统基建和新基建重大项目的加速审批和建设，钢铁、基本金属和能源金属受益。
- **钢铁板块：**板块在 21Q3 双碳后，调整近一个季度时间，位置低；估值低，全年 PE 对应普遍 5-8 倍；年报高分红预期，部分公司股息率超过 10%。地产和基建组合下，长材类企业更为受益，选择螺纹占比高的企业，方大特钢、马钢股份、三钢闽光、八一钢铁、柳钢股份、南钢股份、华菱钢铁、太钢不锈等；管道主题的推荐：新兴铸管、金洲管道、久立特材；IDC 数据中心相关杭钢股份。
- **有色板块：**电解铝价格回暖，站稳 2 万以上/吨，盈利回升明显；地产相关需求在铝行业占比仍高。关注云铝股份、神火股份等。
- **新能源相关：**能源金属最看好锂，下个时间窗口在一季报前后，围绕业绩线，推荐天齐锂业、赣锋锂业、永兴材料、盛新锂能、科达制造等。

4.2 电新：逆周期+碳中和，聚焦电网投资和大型风光电源建设

- **电网投资（尤其国家电网）是拉动基建投资、稳增长的重要手段之一。**电网投资可显著带动电网设备制造企业生产，且需承担起支撑新能源占比加速提升的电力系统升级转型任务，因此在逆周期+碳中和双重背景下十四五期间电网投资有望超预期。上周国网年度工作会议计划 2022 年投资 5012 亿元，同比增长 8.84%；21 年 Q4 电网投资显著加速，均验证电网投资加速逻辑，看好国电南瑞、思源电气。
- **细分方向来看：**1) 特高压作为解决跨省跨区大范围调度痛点问题的核心手段，十四五规划超预期，直流方向看好国电南瑞、许继电气、四方股份，交流方向看好平高电气、中国西电；2) 配网是新型电力系统建设的主战场，其坚强与智能化水平是终端能源电气化、分布式可再生能源占比提升、农网改造升级等关键任务的根本保障，其中高效节能变压器、一二次融合、巡检机器人等为重点任务，看好云路股份、亿嘉和等。
- **新能源发电板块：**由于我国优质光照资源和风资源与用电负荷中心在地理空间上不匹配的特征，我国新能源发电，尤其是光伏发电的发展路径，必然是大型集中式和分布式发电“两条腿走路”的形式。尽管我国风光发电普遍实现平价之后，国家已将主要的项目审批权限下放到地方，但考虑到前述地理特征，我国仍在 2021 年启动了由国家层面统筹的“风光大基地”项目，去年底已经正式公布了第一批共 97GW 的项目清单（对应投资规模将达到 4000-5000 亿元），第二批也已经启动申报。风光发电无疑在双碳任务中扮演着举足轻重的角色。同时，大型风光电源的建设，对拉动投资和促进产业升级的效果也十分显著，将是助力实现稳增长、高质量增长的重要途径。重点看好：通威股份、阳光电源、隆基股份、晶澳科技、福斯特等光伏制造业龙头，以及风电相关核心零部件及整机优质公司。

4.3 电动车：电动车景气度持续向上

- 电动车景气度持续向上，全球渗透率提升加速阶段，我们预计 22 年全球产销 1000 万辆以上，产业链龙头公司将继续保持爆发式增长。
- 整车：未来整车无论是集中度还是产业链利润分配，都将比现有格局要好。从车型周期角度看，我们建议关注引领经济性市场电动化的比亚迪、长城等，长期关注智能化研发和数据能力强的公司。
- 零部件：热管理：三花智控、拓普集团等；底盘智能化：中鼎股份（空气悬挂）、伯特利（线控制动）；智能座舱：德赛西威（智能座舱、智能驾驶）、上声电子（车载音响）；传感器：湘油泵（激光雷达电机）等。
- 动力电池：宁德时代、恩捷股份等强竞争力龙头标的。产品量价齐升环节正极（华友钴业、中伟股份、当升科技、容百科技、中核钛白等）、电解液（天赐、永太科技、石大胜华、新宙邦）、负极（璞泰来、中国宝安、中科电气等）、阻燃剂（万盛股份）、锂电设备（先导智能等）、以及锂&铜箔，关注 pvdf 供应链（关注弹性标的联创股份等）。

4.4 公用事业：进一步加大电源投资与天然气管道投资

- **2022 年，出于系统安全与基建投资的双重考虑，预计将进一步加大电源投资与天然气管道投资。**我们预测电源建设方面或包括：30GW 火电、6-8 台核电机组以及 110-120GW 风光电源，合计投资约 7500 亿-8500 亿。上述投资将大力保障供电安全，有效支撑经济社会发展的用电需求。
- **结合 21 年 12 月全国城镇燃气安全排查整治会议，我们认为燃气行业经过数 10 年发展，目前已进入管网老化、隐患增多和新建规模迅速扩大的历史阶段。**在加大新基建的背景下，我们认为未来一至三年或将加大天然气管网与燃气表计的投资，包括加强天然气管道互联互通建设、加快老旧城燃管道的更新、加速推荐智能化燃气表计业务等，上述投资或接近 2000 亿/年。
- **布局两条主线：**一是为积极鼓励加大电源投资，国家将进一步出台各项政策提振火电与新能源运营效益，以鼓励运营商投资积极性。二是管网建设与燃气表计的更新换代利好管道产品供应商金洲管道与燃气表计生产商金卡智能。

五、主线二：地产链修复

5.1 地产：困境反转

- 此前 3 个月各部门吹风表态较多，但实质性政策不够，行业基本面改善效果不佳，以至多数房企现金流依然十分紧张。正如我们 1 月 16 日外发报告《紧迫性加剧，政策组合拳出台可期》所言，当前阶段，出台改善政策阻止地产行业负反馈循环具有一定紧迫性，这对全年稳增长也至关重要。1 月 18 日央行新闻发布会表示“LPR 会及时充分反映市场利率变化，引导企业贷款利率下行”。我们认为，就当前地产行业现状而言，5 年期 LPR 下降是大概率事件。此外，发布会还强调“要抓紧做事，前瞻操作，走在市场曲线的前面，及时回应市场的普遍关切，不能拖”。
- **我们认为就地产行业而言，当前最核心的是销售需要企稳，才能真正解决本轮地产危机。**央行发布会上的表态表明，未来两周在销售方面政策组合拳出台的概率较大。我们预计，在下调房贷利率、二三线城市放开限购限贷、下调二套房首付比例、预售资金监管合理化等方面或将有更多二三线城市跟进。
- **投资建议：**短期稳健的选择是具有融资优势、信誉好的头部国企，比如保利发展；同时，我们也看好部分优质民企在政策组合拳出台后迎来困境反转，比如融创中国、新城控股。长期来看，我们认为 2021-22 年销售实现逆势增长的房企未来有望迎来戴维斯双击，比如绿城中国和建发国际。

5.2 可选消费：估值修复

- 房地产市场预期稳步改善，一方面显著利好估值底部的家电家居板块，另一方面家庭相关的各类消费品长期受益。
- 厨电、集成灶板块与地产直接相关，重点关注前期回调较多、恒大事件预期反应充分的老板电器，渗透率提升逻辑持续验证的火星、亿田智能；
- 白电尤其是空调前期受地产等影响需求不景气，重点关注低估值安全边际高的格力电器、有望受益需求景气度提升及 2B 业务估值提升的美的集团、高端化和效率提升逻辑持续验证的优质龙头海尔智家；
- 家居赛道与地产相关度高且集中度持续提升，重点关注边际改善、估值修复的索菲亚，基本面持续优异的稳定龙头欧派家居、顾家家居；
- 长期角度，关注渗透率提升空间较大的家庭相关消费品，包括小家电、扫地机、投影仪等赛道。

六、主线三：科技成长崛起

6.1 半导体：国产替代如火如荼，政策鼓励持续

- 聚焦半导体，电子，计算机，通信核心技术自主研发及进行国产替代。半导体核心技术包括先进制程 14nm 及以下封测及制造，28nm 及以下设备及材料自主，7nm 及以下逻辑设计及各种应用如 x86, ARM CPU, GPU, FPGA, 高速网络芯片, AI, Wifi, 5G/6G, 车用功率 SiC/GaN, 车用自驾 GPU/CPU/FPGA/ASIC 的开发, 17nm 及以下内存设计及制造, 128 层及以上闪存设计及制造, 当然 EDA 软件要能接轨。行业长期需求趋势看好, 国产替代如火如荼进行, 政策鼓励持续。

6.2 通信：向新一代 ICT 产业转移

- 信息技术（ICT）已成为促进经济增长的新引擎，重申通信产业链向新一代 ICT 产业转移的观点。建议从两条主线把握相关投资机会：
- 高成长赛道里的细分行业龙头，建议关注物联网模组领域的移远通信、广和通，智能控制器领域的和而泰、拓邦股份；以及智能汽车领域增量空间大、单车价值高的细分赛道中，已经建立起竞争壁垒的行业龙头。
- 传统通信领域竞争格局改善或者基本面出现反转的行业龙头，包括具备全球化扩张能力的主设备商如中兴通讯，估值上看处于全球洼地、基本面出现趋势性好转的运营商板块如中国移动等，以及受益于数据中心基础设施建设加速的数通光模块龙头，如中际旭创、新易盛等。

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_36225

