



Research and
Development Center

4 月季节性利好价值

——行业配置主线探讨

2023 年 4 月 10 日

证券研究报告

策略研究

策略专题报告

樊继拓 策略首席分析师
执业编号: S1500521060001
联系电话: +86 13585643916
邮箱: fanjitu@cindasc.com

李畅 联系人
邮箱: lichang@cindasc.com

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO., LTD
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
邮编: 100031

4 月季节性利好价值

2023 年 4 月 10 日

- **核心结论:** 牛市初期板块配置上最大的变化是投资者开始关注新的产业逻辑和赛道。3 月行业表现分化很大, TMT 涨幅均达到 10%-20%, 而周期、房地产等传统价值板块表现较弱。4 月开始, 宏观层面以 PMI 和经济意外指数衡量的经济预期短期高点已过, 经济预期可能开始出现波折。虽然 1-2 月经济数据整体乐观, 但高频数据可能预示着超预期修复在放缓, 复苏的可持续性需要进一步的证据。从历史经验来看, 由于存在经济预期降温等季节性因素影响, 4 月股市风格大概率会偏向大盘价值。而 TMT 板块在年初以来快速上涨后交易拥挤度显著提升, 这种局部交易拥挤除非有持续的业绩兑现或者大量增量资金流入任一因素的支撑, 否则波动风险会加大。考虑到传媒、计算机可能业绩兑现还不是很强。且 4 月通常是资金活跃度偏弱的时间, 市场风格可能阶段性转向价值。
- **未来 3 个月配置建议:** 金融地产 (经济改善左侧表现+低估值+防御) > 消费 (疫情&地产政策变化+经济 beta+业绩反转) > 周期 (商品价格下降+部分地产链估值修复) > 软成长 (过去 2-3 年受压制+寻找新赛道+交易拥挤) > 硬科技 (供需错配缓解+产能压力仍待出清)。
- **金融地产:** 银行地产的超额收益大多出现在经济下降后期到经济回升早期, 在经济确定改善之前, 反而更容易产生超额收益, 我们认为, 2022 到 2023 年上半年均处在这一阶段。Q2 如果指数层面出现波折。金融地产是目前为数不多的估值仍处在绝对低位的板块, 作为防御性配置可能也会有不错的超额收益。
- **消费:** 2023 年上半年消费板块大概率会有超额收益, 驱动力从估值修复向盈利兑现转变。(1) 消费板块估值中等, 风险释放已经较为充分。(2) 过去 1 个季度, 疫情影响的减退和地产政策的变化, 带来消费板块年度逻辑的修复, 本质上是经济 Beta 驱动的超跌修复。本轮消费板块估值修复的背后是年度盈利预期的修复。估值修复阶段完成后, Q2 开始重点关注消费板块的业绩兑现。
- **成长:** 年度层面上, 几乎每一轮牛市都会有新的成长赛道走出来, 2023 年是关注新赛道的重要年份。关注计算机、港股互联网、机械设备等板块, 供给端产能出清比较充分, 需求端长期成长性好, 年度逻辑正在反转。硬科技 (新能源、光伏、半导体等) 长期需求逻辑较好, 但仍需消化产能释放的压力。
- **周期:** 受全球经济衰退的影响, 大宗商品价格可能还会继续下行, Q2 周期股可能受到影响。经济改善右侧, 海外衰退风险过后, 可以增加周期股配置。
- **一级行业具体配置方向:** (1) 金融地产的配置顺序: 地产 (稳地产政策+低估值) > 银行 (信贷企稳+低估值) > 证券 (熊转牛第一波进入尾声); (2) 消费: 酒店&航空&旅游 (困境反转)、家电 (可能受益于地产销售复苏); (3) 成长: 年度配置关注计算机、港股互联网等新赛道; (4) 周期: 国内经济相关的地产链板块: 建材、机械设备、有色金属。
- **风险因素:** 经济下行超预期, 稳增长政策不及预期。

目录

一、 市场主线风格探讨.....	5
1.1 大类板块配置建议.....	5
1.2 一级行业长期&短期供需格局分析及配置建议.....	8
1.2.1 金融地产：经济改善左侧更易有表现，指数波折期间可做防御性配置.....	10
1.2.2 消费：政策变化&经济恢复带来年度逻辑修复，Q2 开始关注业绩兑现.....	10
1.2.3 成长：季节性风格可能不利于成长，成长内部关注新赛道.....	10
1.2.4 周期：Q2 可能会受到海外经济波动的影响.....	10
1.3 PB-ROE 模型度量行业估值性价比.....	11
二、 市场表现跟踪.....	13
2.1 市场表现回顾：成长表现较强，周期表现偏弱.....	13
2.2 市场交易情绪跟踪：行业间涨跌分化有所扩大，TMT 交易热度上升.....	14
三、 宏观中观基本面跟踪.....	18
3.1 投资.....	18
3.2 外需.....	18
3.3 工业.....	18
3.4 通胀.....	19
3.5 上游：资源品.....	20
3.6 中游：建材、机械设备.....	20
3.7 下游：房地产、消费.....	21
风险因素.....	22

表目录

表 1：大盘-小盘月涨幅显示，2 月小盘胜率通常较高，4 月大盘胜率通常较高（单位：%）.....	7
表 2：高 PE-低 PE 月涨幅显示，2 月成长胜率高，4 月价值胜率高（单位：%）.....	7
表 3：大类行业基本面情况及季度配置顺序.....	8
表 4：一级行业长期基本格局&未来 1 年供需状态.....	8
表 5：PB-ROE 度量的一级行业估值与基本面匹配情况（单位：%）.....	11

图目录

图 1：3 月 PMI 短期高点已过，4 月预计有所回落（单位：%）.....	5
图 2：中国经济意外指数也已经在 3 月中旬见顶（单位：%）.....	6
图 3：1-2 月房地产投资、销售数据均底部回升（单位：%）.....	6
图 4：地产销售 4 月以来明显回落（单位：万平方米）.....	6
图 5：TMT 交易拥挤度快速上升到高位（单位：%）.....	7
图 6：3 月成长板块表现较好，周期表现偏弱（单位：倍）.....	13
图 7：3 月大小盘风格指数集体下跌，中盘指数领跌（单位：%）.....	13
图 8：3 月主要指数集体下跌，创业板指跌幅居前（单位：%）.....	13
图 9：亏损股指数涨幅居前，绩优股指数跌幅居前（单位：%）.....	13
图 10：3 月一级行业涨跌幅（单位：%）.....	14
图 11：3 月一级行业 2023 年盈利预测调整幅度（单位：%）.....	14
图 12：一级行业 PE 和 PB 估值分位（单位：%）.....	14
图 13：3 月涨幅最高的 TMT 估值偏低（单位：%）.....	14
图 14：一级行业成交量占比（5 日 MA）标准差开始回升（单位：%）.....	15
图 15：一级行业涨跌幅标准差在底部反弹（单位：%）.....	15
图 16：新能源车日均换手率（单位：%、倍）.....	15
图 17：半导体日均换手率（单位：%、倍）.....	15
图 18：计算机日均换手率（单位：%、倍）.....	15
图 19：传媒日均换手率（单位：%、倍）.....	15
图 20：半导体日均换手率（单位：%、倍）.....	16
图 21：医药生物日均换手率（单位：%、倍）.....	16
图 22：食品饮料日均换手率（单位：%、倍）.....	16
图 23：采掘（煤炭）日均换手率（单位：%、倍）.....	16
图 24：3 月北向资金持仓占流通市值比例环比变化（单位：pct）.....	16
图 25：3 月持仓占比变化前五行业的持仓比例变化趋势（单位：pct）.....	16

图 26: 2月核心资产上涨股票数占比大幅下降(单位:%)	17
图 27: 核心资产估值2022年11月以来持续上升(单位:倍)	17
图 28: 2023年2月房地产基建投资有所回升,制造业投资继续下降(单位:%)	18
图 29: 2023年2月上游利润率有所回升,下游利润率小幅下降(单位:%)	18
图 30: 美国2月CPI降至6.0%(单位:%)	18
图 31: 2023年2月我国出口金额小幅回升(单位:%)	18
图 32: 2023年2月工业增加值当月同比大幅上升(单位:%)	19
图 33: 3月高炉开工率较2月小幅下降(单位:%)	19
图 34: 2月CPI有所下降(单位:%)	19
图 35: 2月PPI增速有所下降(单位:%)	19
图 36: 蔬菜价格继续下降,猪肉价格继续小幅下降(单位:元/公斤)	19
图 37: 鸡蛋价格所有上升,白条鸡价格继续下降(单位:元/公斤)	19
图 38: 煤炭库存有所上升,螺纹钢库存开始回落(单位:万吨)	20
图 39: 铝库存开始回落(单位:万吨)	20
图 40: 水泥价格下行,玻璃价格有所下降(单位:元/吨,点)	20
图 41: 2月挖掘机销量同比开始反弹,石油沥青出现大幅上升(单位:%)	20
图 42: 3月大中城市商品房成交面积继续上升(单位:万平米,%)	21
图 43: 2月社会消费品零售总额当月同比增速继续上升(单位:%)	21
图 44: 2月汽车销量增速有所回升,2月重卡销量增速有所回升(单位:%)	21
图 45: 2月新能源车销量增速有所回升,渗透率小幅回升(单位:%)	21

一、市场主线风格探讨

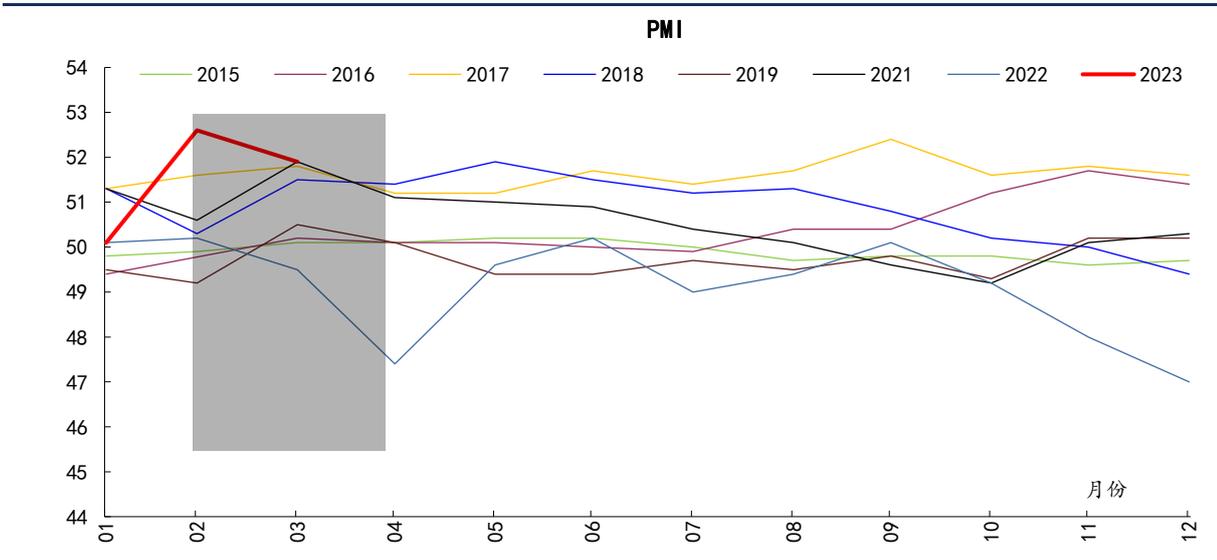
1.1 大类板块配置建议

牛市初期板块配置上最大的变化是投资者开始关注新的产业逻辑和赛道。3月行业表现分化很大，TMT涨幅均达到10%-20%，而周期、房地产等传统价值板块表现较弱。4月开始，宏观层面以PMI和经济意外指数衡量的经济预期短期高点已过，4月之后可能开始出现波折。虽然1-2月经济数据整体乐观，但高频数据可能预示着超预期修复在放缓，复苏的可持续性需要进一步的证据。从历史经验来看，由于存在经济预期降温等季节性因素影响，4月股市风格大概率会偏向大盘价值。而TMT板块在年初以来快速上涨后交易拥挤度显著提升，这种局部交易拥挤除非有持续的业绩兑现或者大量增量资金流入任一因素的支撑，否则波动风险会加大。考虑到传媒、计算机不一定马上在一季报就能看到业绩兑现，且4月通常是资金活跃度偏弱的时间，可能促使市场风格阶段性向价值切换。

未来3个月配置建议：金融地产（经济改善左侧表现+低估值+防御）>消费（疫情&地产政策变化+经济beta+业绩反转）>周期（商品价格下降+部分地产链估值修复）>软成长（过去2-3年受压制+寻找新赛道+交易拥挤）>硬科技（供需错配缓解+产能压力仍待出清）。

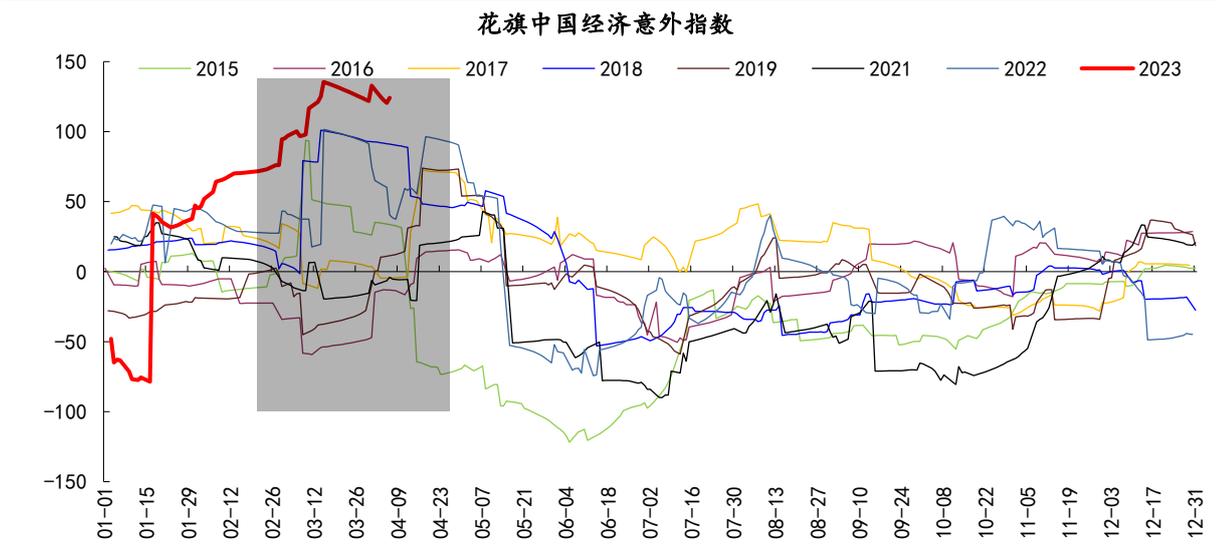
（1）经济预期短期高点已过，4月之后可能开始出现波折。受政策预期和季节性规律的影响，3月一般是经济预期的高点，4月开始会有波折。3月PMI录得51.9%，仍在高景气区间，但由于2月PMI的回升除了季节性因素还叠加了疫情高峰后的各行业低基数下的快速恢复，3月PMI较2月的高点已经有所下滑。历史上4月PMI大概率都会回落，PMI衡量的经济复苏短期高点已过。

图 1：3月PMI短期高点已过，4月预计有所回落（单位：%）



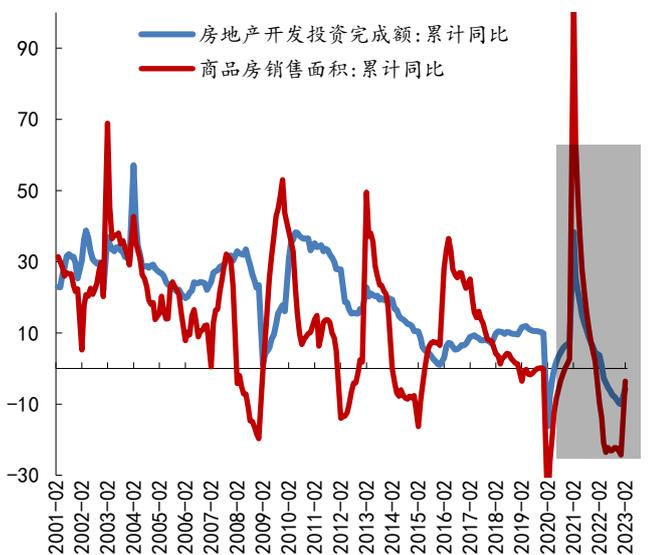
资料来源：万得，信达证券研发中心

从中国经济意外指数来看，从1月中旬开始快速回升，到3月中旬达到阶段性高点。3月中旬之后，经济意外指数开始在高位震荡。中国经济意外指数的走势比较符合历史规律，而从历史经验来看，花旗中国经济意外指数3月达到高点之后，进入4月下旬到6月，比较容易低于预期。

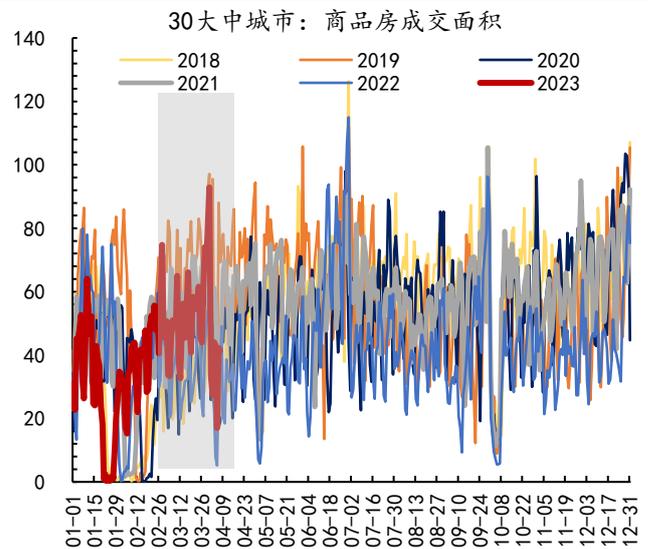
图 2：中国经济意外指数也已经在 3 月中旬见顶（单位：%）


资料来源：万得，信达证券研发中心

(2) 1-2 月经济数据整体乐观，但高频数据可能预示着超预期修复放缓，复苏的可持续性需要进一步的证据。以房地产行业为例，1-2 月房地产开发投资同比增速-5.7%，扭转了 2022 年持续下降的趋势。房地产销售面积同比增速-3.6%，也出现了比较明显的回升，整体显示超预期的修复迹象。30 大中城市商品房成交面积在春节后到 3 月底持续回升，但 4 月以来出现明显下降。虽然历史上 4 月地产销售也会有季节性回落，但考虑到前期支撑地产销售超预期回升的三个因素：疫情后的需求回补、春节后季节性回升、地产政策宽松中的前两个因素的影响都已经进入尾声，4 月之后地产销售修复的可持续性仍然需要进一步观察。

图 3：1-2 月房地产投资、销售数据均底部回升（单位：%）


资料来源：万得，信达证券研发中心

图 4：地产销售 4 月以来明显回落（单位：万平方米）


资料来源：万得，信达证券研发中心

(3) 由于存在经济预期降温等季节性因素影响，4 月股市风格大概率会偏向大盘价值。从大小盘风格来看，历史上 2 月大多对应着预期快速回升，小盘胜率通常较高。3 月市场风格逐渐趋于均衡，4 月由于大部分时候经济预期转弱，过去 10 年都是大盘占优。从价值成长风格来看，历史上 2 月市场风格更偏向成长（高 PE），3 月开始成长（高 PE）风格胜率开始下降，4 月成长（高 PE）风格胜率到达低点。

表 1：大盘-小盘月涨幅显示，2 月小盘胜率通常较高，4 月大盘胜率通常较高（单位：%）

大盘月涨幅-小盘月涨幅												
	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月
2013	0.8%	-4.8%	-3.2%	0.9%	-9.3%	0.6%	-7.8%	-1.8%	-1.4%	1.7%	-4.7%	-1.3%
2014	-7.9%	-4.9%	1.6%	3.4%	-2.2%	-3.4%	1.2%	-6.3%	-8.7%	0.5%	7.8%	32.0%
2015	-11.1%	-3.9%	-9.9%	3.1%	-24.3%	3.7%	1.4%	2.1%	0.7%	-7.4%	-5.8%	0.2%
2016	9.2%	0.2%	-4.7%	0.0%	0.9%	-5.5%	3.6%	-1.0%	0.1%	0.4%	4.7%	0.3%
2017	5.6%	-1.8%	2.1%	4.6%	9.7%	1.2%	1.1%	-0.7%	-1.6%	7.9%	5.6%	1.9%
2018	9.6%	-3.4%	-6.2%	0.2%	4.5%	2.9%	1.1%	3.0%	4.6%	3.1%	-4.3%	-0.2%
2019	8.4%	-8.4%	-5.6%	5.9%	-0.1%	6.0%	2.4%	0.0%	-1.1%	2.5%	0.4%	-1.3%
2020	-4.2%	-3.6%	1.2%	1.5%	-3.2%	-0.7%	-0.4%	1.5%	3.8%	4.5%	2.1%	6.0%
2021	8.0%	-2.6%	-4.8%	1.1%	-1.7%	-4.4%	-10.7%	-9.5%	4.7%	2.6%	-9.2%	1.1%
2022	3.7%	-4.2%	0.5%	9.0%	-7.4%	2.1%	-7.3%	1.9%	2.3%	-11.2%	3.5%	5.4%
2023	-0.5%	-5.2%	0.9%									

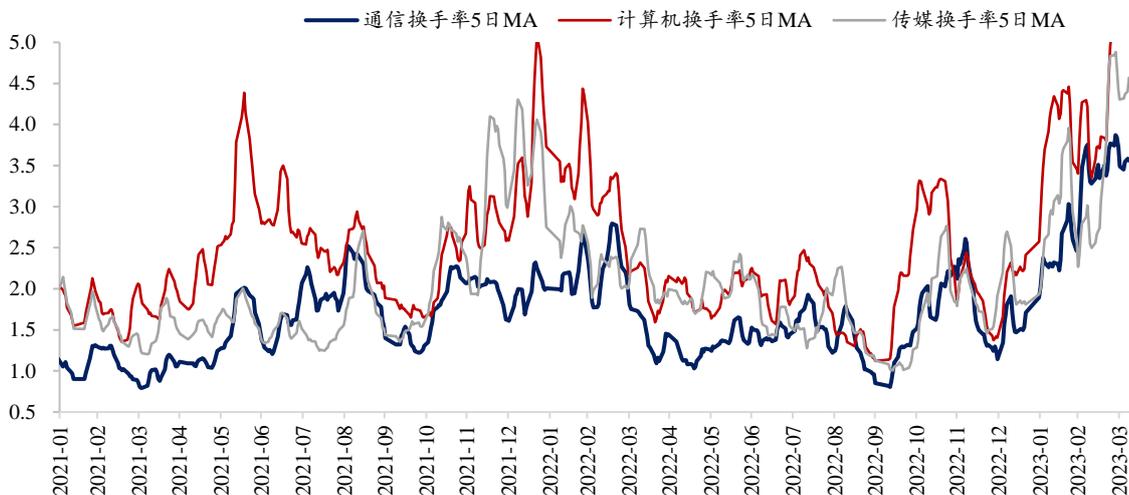
资料来源：万得，信达证券研发中心

表 2：高 PE-低 PE 月涨幅显示，2 月成长胜率高，4 月价值胜率高（单位：%）

高PE月涨幅-低PE月涨幅												
	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月
2013	0.8%	4.0%	5.7%	-1.7%	9.0%	-0.1%	7.0%	-2.2%	3.8%	-6.1%	6.9%	-0.9%
2014	13.7%	2.5%	-7.5%	-2.6%	3.8%	5.7%	-4.7%	8.0%	7.4%	-3.6%	-9.0%	-34.4%
2015	14.0%	9.0%	8.8%	3.8%	22.4%	-12.3%	-3.9%	-6.2%	-2.7%	3.5%	3.1%	-4.0%
2016	-7.2%	-3.3%	3.6%	-2.6%	-2.5%	5.5%	-6.7%	-1.6%	-2.1%	0.3%	-5.3%	-3.8%
2017	-7.7%	1.3%	-3.4%	-7.6%	-11.6%	-1.2%	-3.8%	2.2%	0.8%	-6.6%	-6.4%	-3.5%
2018	-14.0%	4.2%	12.7%	0.3%	-4.1%	-3.8%	-5.0%	-2.3%	-6.1%	-6.3%	5.2%	-0.2%
2019	-8.2%	13.2%	6.3%	-6.7%	3.5%	-2.6%	0.8%	5.8%	0.0%	-0.5%	-1.6%	0.8%
2020	9.9%	11.6%	-3.2%	3.8%	5.1%	13.3%	5.9%	-6.8%	-2.3%	-0.3%	-11.1%	16.0%
2021	0.4%	-9.7%	-2.9%	13.5%	8.3%	12.9%	10.5%	-9.4%	-2.7%	9.2%	7.1%	-12.5%
2022	-10.9%	0.3%	-8.5%	-9.5%	9.7%	9.0%	4.9%	-4.1%	-4.7%	11.0%	-12.8%	0.7%
2023	3.0%	-0.8%	0.9%									

资料来源：万得，信达证券研发中心

（4）TMT 板块快速上涨后交易拥挤度显著提升，除非有持续的业绩兑现或者大量增量资金流入，否则可能促使市场风格阶段性向价值切换。2023 年 3 月由于新的产业逻辑出现，小盘成长表现非常强势，TMT 交易拥挤度快速上升。而金融地产、消费等价值板块交易拥挤度下滑到低位。成长行业局部交易拥挤，需要持续的业绩兑现或者大量增量资金流入任一因素的支撑，否则波动风险会加大。考虑到传媒、计算机不一定马上在一季报就能看到业绩兑现，且 4 月通常是资金活跃度偏弱的时间，可能促使市场风格阶段性向价值切换。

图 5：TMT 交易拥挤度快速上升到高位（单位：%）


资料来源：万得，信达证券研发中心

表 3：大类行业基本面情况及季度配置顺序

行业	长期基本面格局	未来 1 年供需格局	估值状态
金融地产	受到地产长期下行压制；	稳增长持续发力，虽然不能把行业长期格局完全扭转，但可以排除经济出现失速风险的可能，对 ROE 预期稳定和存量资产重估，均有利。房地产销售、投资数据可能触底回升。	低
消费	这一次需求下降只是短期的受疫情影响？还是受人口、收入等长期因素影响？	疫情达峰后需求回补弹性较大；经济预期恢复大方向有利于景气改善；产业链库存和价格竞争格局尚好。	中等
周期	碳中和长期压制产能，之前 10 年产能建设不足	国内需求预期逐渐改善；海外需求弱。	中等
硬科技	国产替代、新能源需求爆发	需求依然健康、产能进入密集释放期。	高
软成长	元宇宙、国产替代、互联网监管	监管负面因素在预期之内，不存在供给问题；新赛道孕育新的需求。	低
未来 3 个月配置建议	金融地产（经济改善左侧表现+低估值+防御）>消费（疫情&地产政策变化+经济 beta+业绩反转）>周期（商品价格下降+部分产业链估值修复）>软成长（过去 2-3 年受压制+寻找新赛道+交易拥挤）>硬科技（供需错配缓解+产能压力仍待出清）。		

资料来源：万得，信达证券研发中心

注：红色字体代表利好因素，绿色字体代表利空因素

1.2 一级行业长期&短期供需格局分析及配置建议

表 4：一级行业长期基本面格局&未来 1 年供需状态

板块	行业	长期基本面格局	未来 1 年供需格局	综合评价
周期	煤炭	长期资本开支不足。	全球经济可能会由滞胀转为衰退。	建议关注建材、机械设备、有色金属 受益于经济预期的回升，去年底以来涨幅较大的周期大多是过去两年较弱、且和国内经济相关性高的板块。这一过程 Q2 可能会告一段落，Q3 开始周期股可能会重新开始演绎长期（产能&价格中枢）逻辑。
	石油石化	长期资本开支不足。	全球经济可能会由滞胀转为衰退。	
	基础化工	中国产能的全球替代。	上游成本压制有所缓解，稳增长可能带来需求预期恢复。	
	钢铁	国内政策对产能控制。	需求关注稳增长效果。	
	有色金属	长期产能不足，新能源带来增量需求。	全球经济可能会由滞胀转为衰退。稳增长可能带来需求预期恢复。	
	建筑材料	国内政策对产能控制。	能源成本高，稳增长可能带来需求预期恢复。	
消费	机械设备	存量替换大周期告一段落，新兴行业有增量	产业链疫后修复，稳增长可能带来需求预期恢复。资本开支周期支撑景气上行。	建议关注酒店&航空（疫情影响减退+经济恢复后困境反转）；家电（可能受益于地产销售恢复） 2023 年上半年消费板块大概率会有超额收益，驱动力从估值修复向盈
	汽车	新能源车加速了中国汽车产业链的进口替代	需求受地产周期和高油价影响，稳增长政策（购置税补贴等）对需求有拉动。	
	家用电器	出口竞争力强，小家电消费升级，传统家电受制于房地产长期下行。	成本压力缓解，稳增长下地产周期可能触底。	

	社会服务	疫情加快部分子行业集中度整合，但核心壁垒还在构建。	疫情反复对局部需求有冲击，疫情后产能优化，需求反转。	利兑现转变。(1) 消费板块估值中等，风险释放已经较为充分。(2) 过去1个季度，疫情影响的减退和地产政策的变化，带来消费板块年度逻辑的修复，消费板块的上涨本质上是经济Beta驱动的超跌修复。本轮消费板块估值修复的背后是年度盈利预期的修复。估值修复阶段完成后，Q2开始重点关注消费板块的业绩兑现。
	食品饮料	品牌壁垒强，高ROE，但连续高估值带来竞争加剧。	库存较健康，疫情缓解后需求恢复，稳增长	
	医药生物	人口老龄化，进口替代，集采常态化。	疫情改变了医保支出结构，之前高估值导致部分子行业高产能。疫情后医美等消费医疗需求恢复。	
	农林牧渔	行业集中度提升，规模化养殖替代散养。	前期猪价持续下降，推动行业产能去化，有利于猪周期反转。猪价开始底部回升。	
	商贸零售	国产品牌替代，社区团购被监管。	疫情反复对局部需求有冲击，关注疫情后的消费需求恢复。	
	纺织服饰	国产品牌替代，东南亚竞争。	疫情后出口景气回落；关注消费需求恢复。	
	轻工制造	地产长期下行压制需求增量，存量依赖消费升级和集中度提升。	当期需求弱，需求关注下半年稳增长效果。	
稳定	建筑装饰	长期增长空间不大，ROE中枢缓慢下降。	稳增长发力，订单增加。	地产(稳地产政策+低估值)>银行(信贷企稳+低估值)>证券(熊转牛第一波进入尾声)
	交通运输	航空疫后产能出清，航运超级周期可能已结束。	关注疫情后的需求恢复。	
	公用事业	长期空间关注电价改革等政策。	短期景气度受成本压制，期待政策支持。	
金融地产	非银金融	股市注册制、财富管理，但由于加杠杆难度大，基本面稳步回升，弹性小。保险受到代理人去产能和去杠杆负面影响可能也到了尾声了。	熊市进入后期，短期基本面压制接近尾声。	银行地产的超额收益大多出现在经济下降后期到经济回升早期，在经济确定改善之前，反而更容易产生超额收益，我们认为，2022到2023年上半年均处在这一阶段。Q2如果指数层面出现波折。金融地产是目前为数不多的估值仍处在绝对低位的板块，作为防御性配置可能也会有不错的超额收益。
	银行	金融去杠杆，房贷不炒，压制收入和利差。	稳增长促使信贷扩张。	
	房地产	房贷不炒，人口周期下行。	各地房地产政策不断宽松，地产销售可能企稳回升。	
成长	电力设备	ESG、碳中和等政策长期有利于新能源，新能源车渗透率快速提升。长期需求强。	行业资本开支在2021年之后快速提升，产能密集释放期尚未消化完成。上游涨价&补贴减少，整车降价，可能会压制年度需求增速。	软成长(计算机、港股互联网)>硬科技(新能源、电子) TMT板块Q1涨幅较大，前期快速上涨之后，交易拥挤度上升到高位，波动风险加大。一般Q1后期-Q2季节性风格不利于成长，可以等Q2后期再重点配置。Q2由于投资者关注业绩兑现，成长大概率会有分化，关注有产业创新逻辑的板块业绩兑现的时间和持续性。 硬科技(新能源、光伏、半导体等)长期需求逻辑较好，但年度供需错配的情况较2021年减少。 过去2-3年表现相对较弱的成长，比如计算机、港股互联网、机械设备等板块受宏观经济下行、行业监管政策等因素影响，成长性被压制，年度逻辑正在反转。
	国防军工	中美关系越来越复杂，国防现代化建设进入重要阶段，部分重要装备进入放量阶段。	需求放量，可能会面临集采，整体利润稳定增长。	
	通信	5G基站建设也已出现一段高速增长，但5G应用尚在探索普及阶段。	5G下游应用的爆发尚未验证，通信是新基建的重要方向之一，存在逆周期性。	
	电子	半导体国产替代仍有较大的发展空间，VR/AR还处在产业初期，汽车电子国产替代速度快。	PC、手机出货量逐渐见顶，半导体需求周期性下行。供应方面，芯片短缺有所缓解，供需周期可能逐渐下行。	
	计算机	数字经济高速发展。	下游需求很分散，企业IT支出存在后周期性，目前宏观经济增速仍承压。	
	传媒	元宇宙空间广阔。监管政策整体偏严，但有边际转松的趋势。	线上需求受宏观经济影响小，平台经济监管常态化，互联网大厂裁员有利于未来利润释放。	

资料来源：万得，信达证券研发中心

注：红色字体代表利好因素，绿色字体代表利空因素

1.2.1 金融地产：经济改善左侧更易有表现，指数波折期间可做防御性配置

从长期的角度，我们认为市场风格已经偏向价值，金融地产等低估值板块已经进入年度配置区间，至少可以超配半年。从经济周期来看，银行地产的超额收益大多出现在经济下降后期到经济回升早期，在经济确定改善之前，反而更容易产生超额收益，我们认为，2022 到 2023 年上半年均处在这一阶段。随着熊转牛第一波上涨进入后期，Q2 如果出现海外经济衰退、稳增长政策力度变化、一季报业绩验证不及预期等因素的负面变化，导致国内经济预期出现波动，指数层面可能出现波折。金融地产是目前为数不多的估值仍处在绝对低位的板块，作为防御性配置可能也会有不错的超额收益。随着反转进入中后期，可以关注弹性较大的非银和有政策变化的地产。

1.2.2 消费：政策变化&经济恢复带来年度逻辑修复，Q2 开始关注业绩兑现

2023 年上半年消费板块大概率会有超额收益，驱动力从估值修复向盈利兑现转变。(1) 过去 1 年，受经济下行、疫情和房地产景气度下降的影响，消费板块整体调整较多，整体风险释放较为充分。从估值来看，截至 2023 年 3 月 31 日，家电/食品饮料/休闲服务/商贸零售/汽车/医药生物 2010 年以来 PB 估值历史分位分别为 32.5%/77%/46.2%/53.6%/45.8%/8%，除食品饮料外基本均在历史中等偏下水平。(2) 过去 1 个季度，疫情影响的减退和地产政策的变化，带来消费板块年度逻辑的修复，消费板块的上涨本质上是经济 Beta 驱动的超跌修复。但与 2021 年 Q3、2022 年 Q2 消费板块疫后需求反弹的博弈性逻辑不同，本轮消费板块估值修复的背后是年度盈利预期的修复。估值修复阶段完成后，Q2 开始重点关注消费板块的业绩兑现。可能有业绩兑现的方向：

(1) 重点关注疫情受损板块的困境反转，如酒店、旅游、航空。(2) 地产链下游行业，业绩兑现可能受益于地产销售的恢复，如家电。

1.2.3 成长：季节性风格可能不利于成长，成长内部关注新赛道

年度层面上，几乎每一轮牛市都会有新的成长赛道走出来，2023 年是关注新赛道的重要年份。(1) 过去 2-3 年表现相对较弱的成长，比如计算机、港股互联网、机械设备等板块受宏观经济下行、行业监管政策等因素影响，供给端出清较为充分。需求端天然具备国产替代属性，存在长期成长性。叠加新的产业趋势出现，年度逻辑正在反转，可能成为牛市中的新赛道。(2) 短期来看，传媒、通信、计算机等 TMT 板块 Q1 涨幅较大，前期快速上涨之后，交易拥挤度上升到高位，波动风险加大。一般 Q1 后期-Q2 季节性风格不利于成长，可以等 Q2 后期再重点配置。Q2 由于投资者关注业绩兑现，成长大概率会有分化，关注有产业创新逻辑的板块业绩兑现的时间和持续性。(3) 硬科技（新能源、光伏、半导体等）长期需求逻辑较好，但年度供需错配的情况仍需消化。硬科技板块虽然长期产业逻辑通顺，但年度供需错配仍需消化，产能压力仍然需要出清，短期供需基本面逻辑不是很强。

1.2.4 周期：Q2 可能会受到海外经济波动的影响

周期长期逻辑好，但 Q2 可能会受到海外经济波动的影响。受全球经济衰退的影响，大宗商品价格可能还会继续下行。受益于经济预期的回升，去年底以来涨幅较大的周期大多是过去两年较弱，且和国内经济相关性高的板块。这一过程 Q2 可能会告一段落，Q3 开始周期股可能会重新开始演绎长期（产能&价格中枢）逻辑。经济改善右侧，海外衰退风险过后，可以增加周期股配置。

1.3 PB-ROE 模型度量行业估值性价比

我们用 PB-ROE 模型度量行业在可比盈利水平下基于长期盈利能力低估或高估的程度。我们采用 5 年期和 10 年期 PB 和 ROE 历史分位数，剔除不同行业的盈利和估值绝对水平差异的影响。ROE 分位数-PB 分位数越高，说明相对于历史上较高的盈利水平，该行业当前被低估程度较高。反之，ROE 分位数-PB 分位数越低，说明相对于历史上较低的盈利水平，该行业当前被高估的程度较高。

(1) 周期板块估值分位下降，低估情况提升。截至 2023 年 3 月 29 日，周期板块估值分位整体较上个月同期下降。地产链上游板块中，建材、有色金属整体处于低估状态，钢铁、机械设备从过去 5 年 ROE-PB 分位数来看没有明显低估。

(2) 成长板块中，TMT、电子估值快速回升，通信、电子低估情况明显减弱，传媒转为高估，计算机高估情况进一步加剧。截至 2023 年 3 月 29 日，通信、电子、计算机和传媒估值分位较上个月同期快速回升。导致相对于盈利水平低估情况明显减弱。传媒行业由 2 月同期的低估转为高估。计算机由于估值快速提升，相对于较弱的盈利水平，高估程度进一步加剧。

(3) 消费板块高估减弱，家用电器和医药生物保持低估。截至 2023 年 3 月 29 日，消费板块估值分位较上个月同期小幅下降，家电和医药行业仍保持明显低估，商贸零售、汽车、社会服务高估较为明显。

(4) 金融地产估值小幅回落，稳定板块中交通运输行业低估情况继续提高。截至 2023 年 3 月 29 日，金融地产板块估值小幅下降，房地产估值下降幅度较大，已经转为低估。低估值稳定板块中，前期受疫情压制较大的交通运输行业低估情况继续提高。

表 5：PB-ROE 度量的一级行业估值与基本面匹配情况（单位：%）

板块	行业	PB, 过去 10 年分位数 (%)	PB, 过去 5 年分位数 (%)	ROE, 过去 10 年分位数 (%)	ROE, 过去 5 年分位数 (%)	ROE 分位数-PB 分位数 (10 年)	ROE 分位数-PB 分位数 (5 年)
周期	煤炭	45.6	61.1	97.5	95.2	51.92	34.08
	石油石化	17.5	35.0	95.1	95.2	77.64	60.23
	基础化工	34.8	46.0	90.2	80.9	55.40	34.94
	钢铁	33.4	36.5	43.9	4.7	10.46	(31.79)
	有色金属	34.5	50.9	97.5	95.2	63.05	44.25
	建筑材料	2.8	4.2	36.5	4.7	33.68	0.46
	机械设备	47.5	63.9	63.4	47.6	15.89	(16.28)
消费	汽车	44.4	60.1	7.3	14.2	(37.06)	(45.93)
	家用电器	24.1	16.6	58.5	66.6	34.37	49.96
	社会服务	40.8	49.6	4.8	9.5	(35.99)	(40.09)
	食品饮料	77.6	55.2	56.0	38.0	(21.62)	(17.19)
	医药生物	9.7	19.5	48.7	61.9	38.97	42.42
	农林牧渔	26.1	28.1	9.7	19.0	(16.38)	(9.13)
	商贸零售	58.5	80.7	2.4	4.7	(56.07)	(76.02)
	纺织服饰	25.7	47.2	26.8	52.3	1.13	5.14
稳定	轻工制造	36.0	64.1	24.3	4.7	(11.73)	(59.43)
	建筑装饰	21.5	43.1	2.4	4.7	(19.13)	(38.42)
	交通运输	26.0	23.8	34.1	38.0	8.14	14.15
金融	公用事业	34.0	67.9	9.7	19.0	(24.30)	(48.87)
	非银金融	3.9	7.8	4.8	4.7	0.91	(3.08)
	银行	1.9	3.7	14.6	28.5	12.73	24.75
	房地产	0.6	1.2	2.4	4.7	1.82	3.55
	电力设备	63.1	52.9	97.5	95.2	34.40	42.28

成 长	国防军工	56.7	66.8	97.5	95.2	40.84	28.35
	通信	34.5	50.2	97.5	95.2	63.01	44.99
	电子	18.2	33.2	65.8	66.6	47.60	33.36
	计算机	49.5	78.3	2.4	4.7	(47.13)	(73.55)
	传媒	34.0	68.0	31.7	61.9	(2.28)	(6.14)
其 他	综合	26.7	53.4	12.1	23.8	(14.58)	(29.62)

注：PB 为截至 2023 年 3 月 29 日数值，ROE 为 2022 年三季度数值。

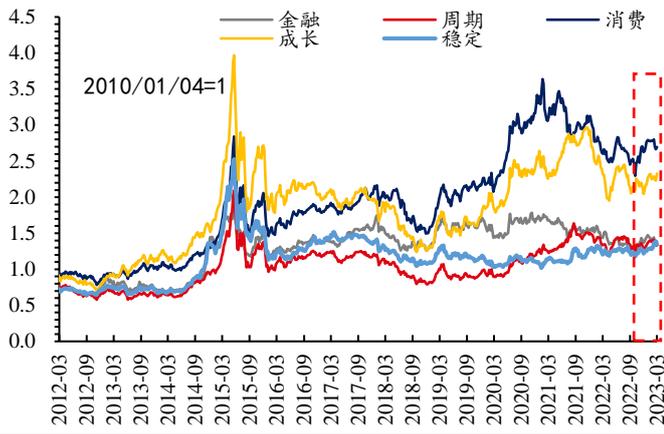
资料来源：万得，信达证券研发中心

二、市场表现跟踪

2.1 市场表现回顾：成长表现较强，周期表现偏弱

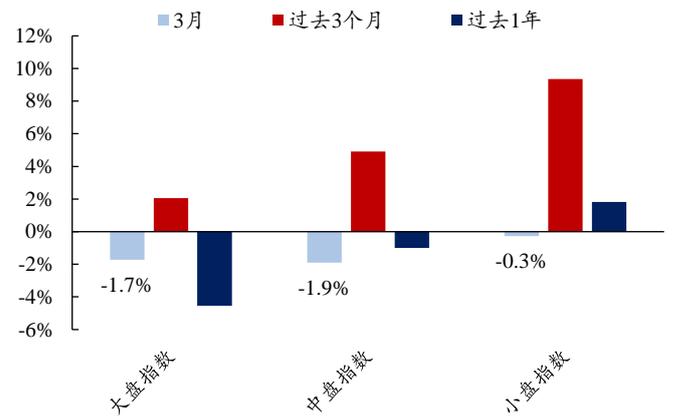
从市场风格来看，3月成长表现更强，周期表现偏弱。主要风格板块中，成长涨幅居前，为2.49%，周期跌幅5.66%，表现偏弱。从大小盘风格来看，3月中盘指数下跌1.9%，跌幅居首。3月主要指数集体下跌，创业板指下跌1.6%，跌幅居首。亏损股指数涨幅居前，绩优股指数跌幅居前。

图 6：3月成长板块表现较好，周期表现偏弱（单位：倍）



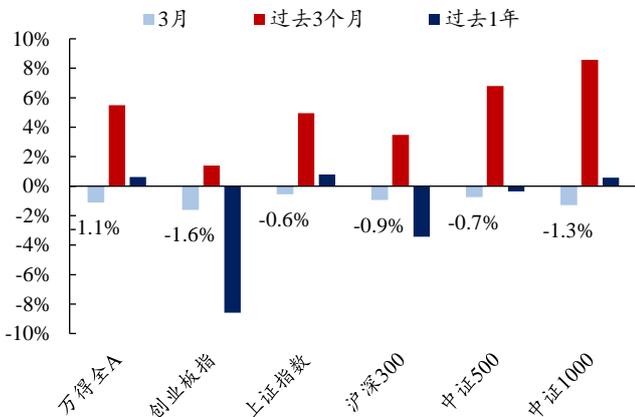
资料来源：万得，信达证券研发中心

图 7：3月大小盘风格指数集体下跌，中盘指数领跌（单位：%）



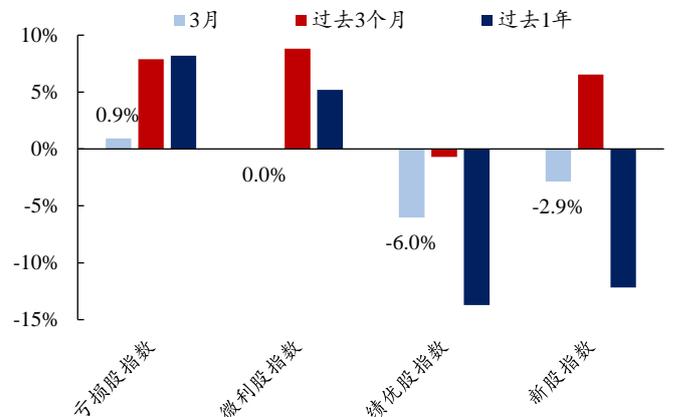
资料来源：万得，信达证券研发中心

图 8：3月主要指数集体下跌，创业板指跌幅居前（单位：%）



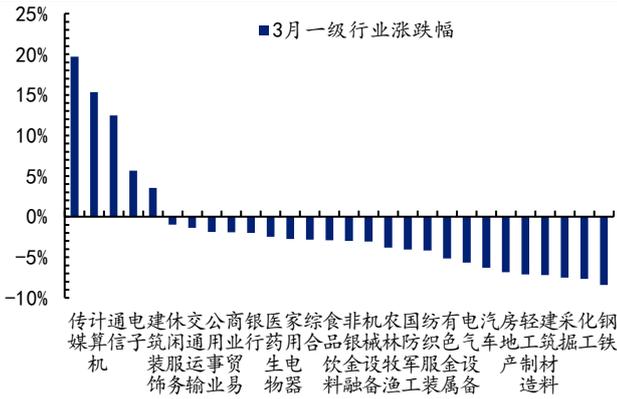
资料来源：万得，信达证券研发中心

图 9：亏损股指数涨幅居前，绩优股指数跌幅居前（单位：%）

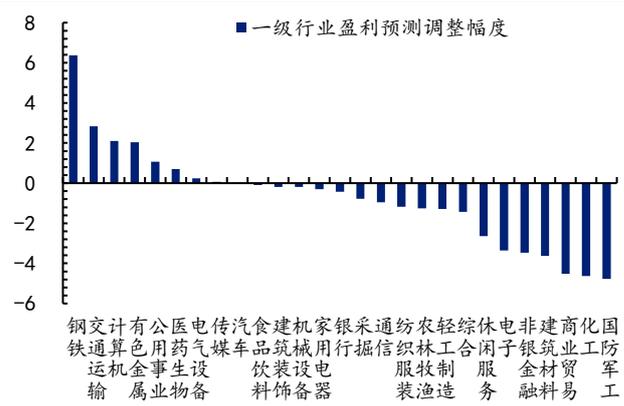


资料来源：万得，信达证券研发中心

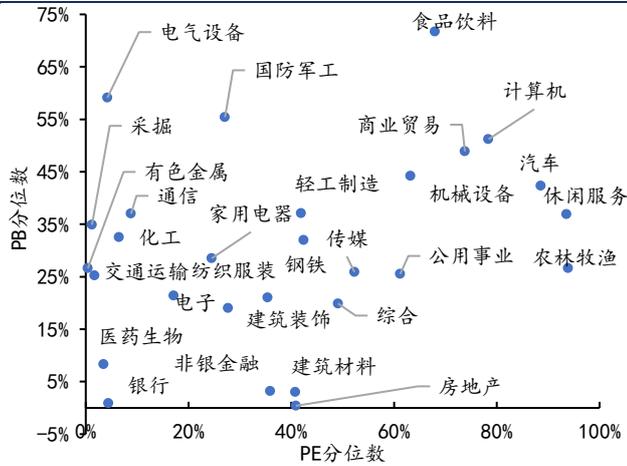
行业表现方面，3月一级行业中，传媒、计算机、通信、电子和建筑装饰领涨。钢铁和化工涨跌幅靠后。截至3月末，钢铁和交通运输行业2023年盈利预测上调幅度居前，国防军工和化工2023年盈利一致性预期下调幅度居首。

图 10：3月一级行业涨跌幅（单位：%）


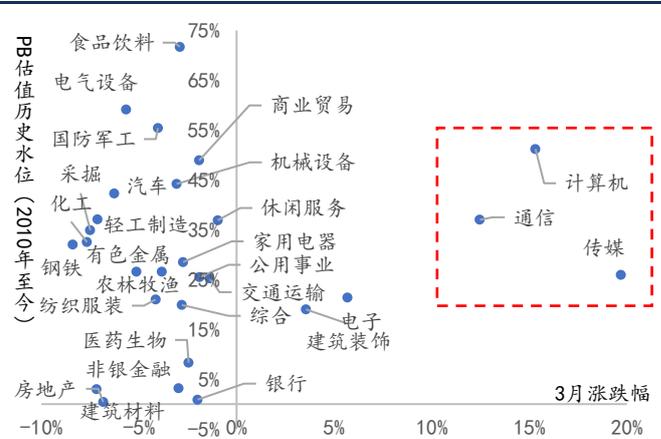
资料来源：万得，信达证券研发中心

图 11：3月一级行业 2023 年盈利预测调整幅度（单位：%）


资料来源：万得，信达证券研发中心

图 12：一级行业 PE 和 PB 估值分位（单位：%）


资料来源：万得，信达证券研发中心

图 13：3月涨幅最高的 TMT 估值偏低（单位：%）


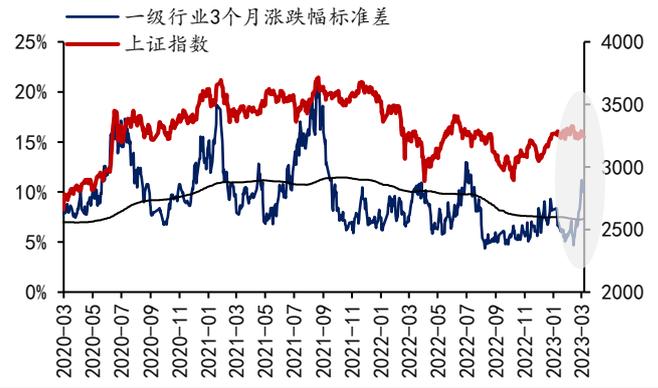
资料来源：万得，信达证券研发中心

2.2 市场交易情绪跟踪：行业间涨跌分化有所扩大，TMT 交易热度上升

3月一级行业成交量标准差大幅上升，涨跌幅差异度上升。3月行业间整体涨跌分化扩大。一级行业成交量占比标准差开始上升，一级行业涨跌幅标准差也快速上升。

图 14：一级行业成交量占比（5日 MA）标准差开始回升（单位：%）


资料来源：万得，信达证券研发中心

图 15：一级行业涨跌幅标准差在底部反弹（单位：%）


资料来源：万得，信达证券研发中心

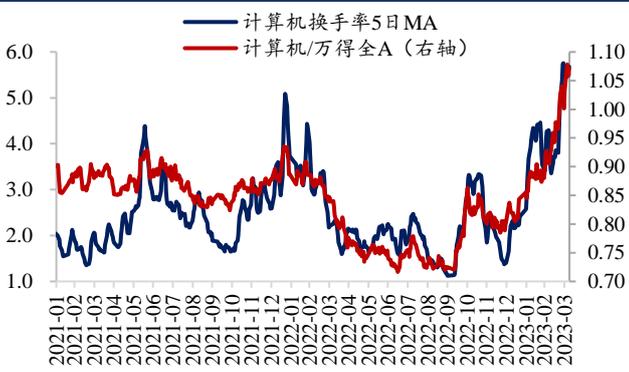
从换手率来看，成长价值交易热度明显分化，成长内部交易热度也出现分化。（1）成长赛道中，截至3月29日，新能源车换手率上升至1.25%，处于2010年以来30.50%的历史分位。半导体换手率上升至2.33%，处于2010年以来64.40%的历史分位。计算机换手率上升至5.75%，处于2010年以来99.30%的历史分位。传媒换手率上升至4.67%，处于2010年以来99.00%的历史分位。（2）消费板块交易拥挤度下降。截至3月29日，食品饮料日均换手率下降至0.90%，处在2010年以来16.40%的历史分位。医药生物换手率下降到1.22%，处在2010年以来36.00%的历史分位。（3）周期板块交易热度大部分下降。截至3月29日，采掘行业日均换手率下跌至0.66%，处于2010年以来34.40%的历史分位。

图 16：新能源车日均换手率（单位：%、倍）


资料来源：万得，信达证券研发中心

图 17：半导体日均换手率（单位：%、倍）

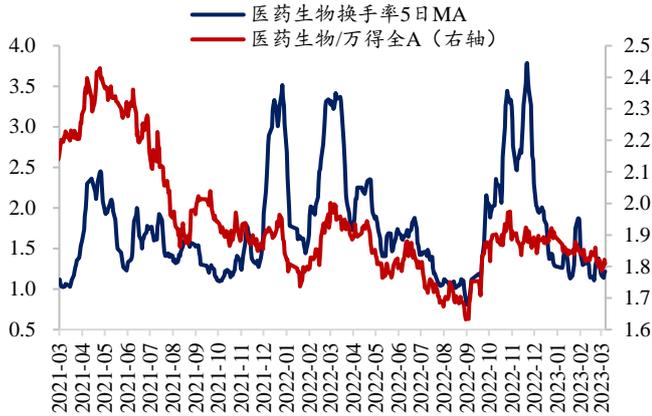

资料来源：万得，信达证券研发中心

图 18：计算机日均换手率（单位：%、倍）


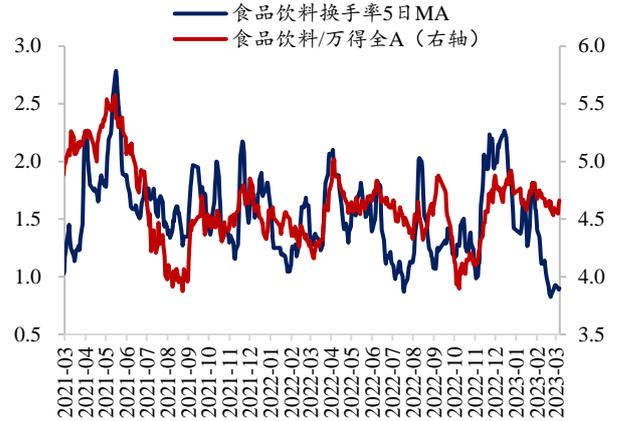
资料来源：万得，信达证券研发中心

图 19：传媒日均换手率（单位：%、倍）


资料来源：万得，信达证券研发中心

图 20: 医药生物日均换手率 (单位: %, 倍)


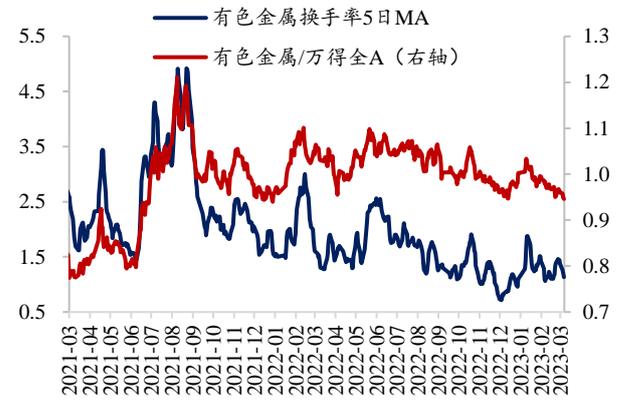
资料来源: 万得, 信达证券研发中心

图 21: 食品饮料日均换手率 (单位: %, 倍)


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

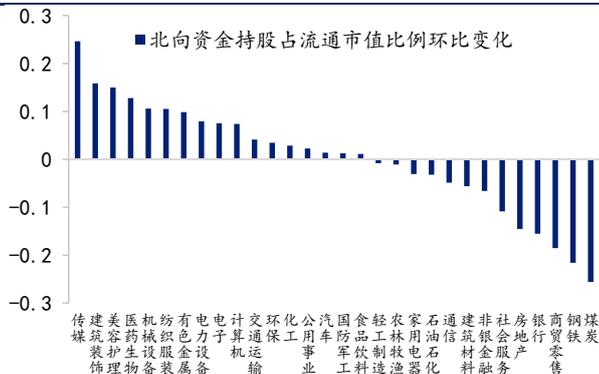
图 22: 采掘(煤炭)日均换手率 (单位: %, 倍)


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

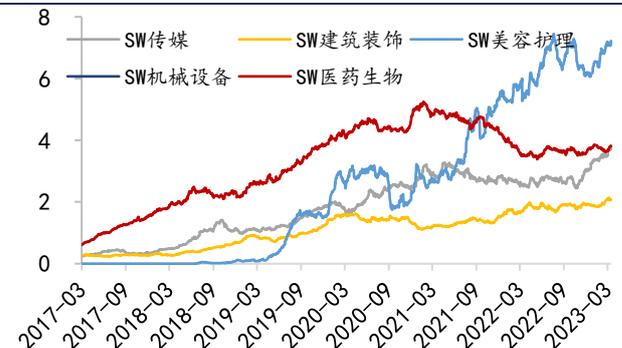
图 23: 有色金属日均换手率 (单位: %, 倍)


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

北向资金主要加仓传媒、建筑装饰、美容护理、医药生物和机械设备行业。3月北向资金持仓占流通市值比例增加较多的行业主要为传媒、建筑装饰、美容护理、医药生物和机械设备等行业。3月持仓占比变化前五的行业中,美容护理持仓占比较高,建筑装饰持仓占比较低。

图 24: 3月北向资金持仓占流通市值比例环比变化 (单位: pct)


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

图 25: 3月持仓占比变化前五行业的持仓比例变化趋势 (单位: pct)


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

核心资产估值3月开始下跌，3月上漲股票数占比有所上升。3月核心资产上漲股票数占比为34.3%，和2月相比有所上升。核心资产估值3月开始下跌。

图 26: 2月核心资产上漲股票数占比大幅下降 (单位: %)



资料来源: 万得, 信达证券研发中心

图 27: 核心资产估值 2022 年 11 月以来持续上升 (单位: 倍)

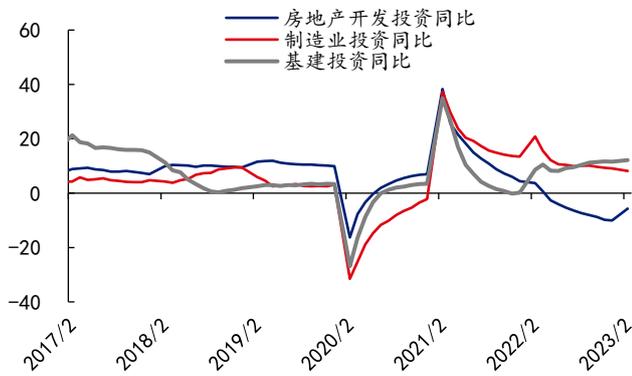


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

三、宏观中观基本面跟踪

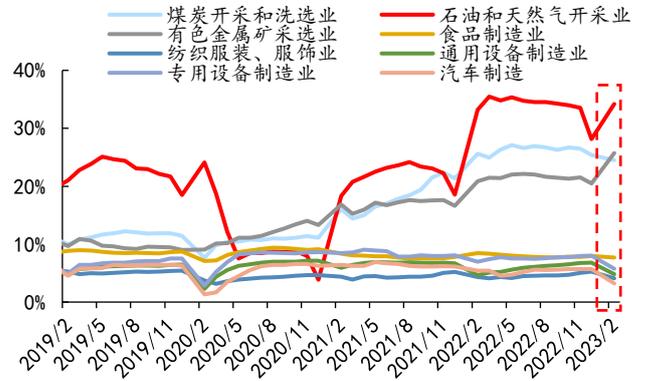
3.1 投资

图 28：2023 年 2 月房地产基建投资有所回升，制造业投资继续下降（单位：%）



资料来源：万得，信达证券研发中心

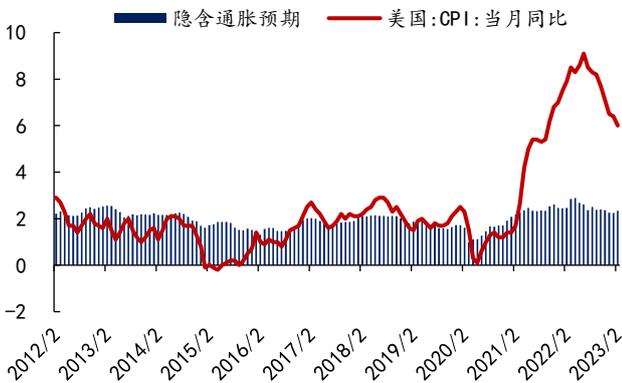
图 29：2023 年 2 月上游利润率有所回升，下游利润率小幅下降（单位：%）



资料来源：万得，信达证券研发中心

3.2 外需

图 30：美国 2 月 CPI 降至 6.0%（单位：%）



资料来源：万得，信达证券研发中心

图 31：2023 年 2 月我国出口金额小幅回升（单位：%）

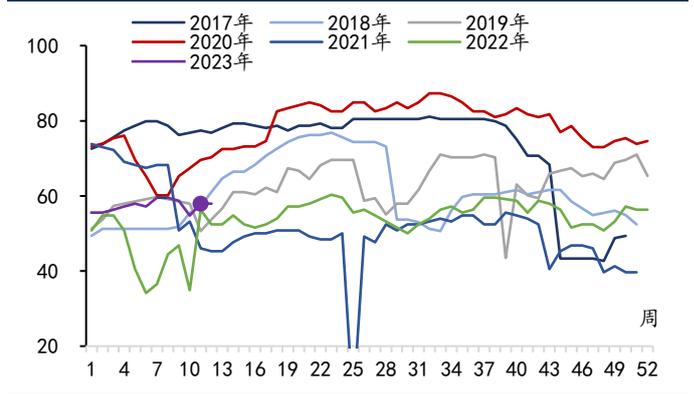


资料来源：万得，信达证券研发中心

3.3 工业

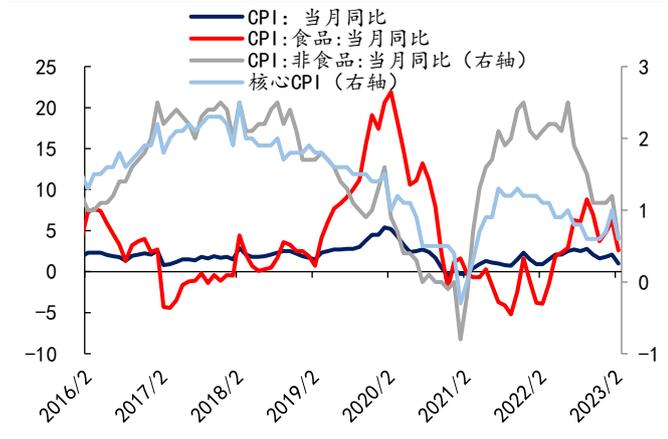
图 32: 2023 年 2 月工业增加值当月同比大幅上升 (单位: %)


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

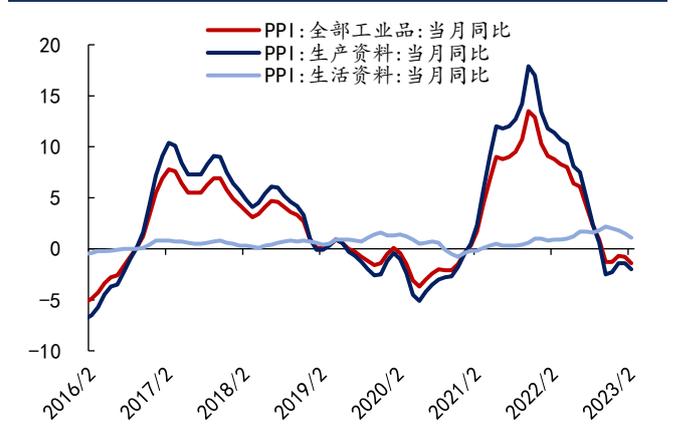
图 33: 3 月高炉开工率较 2 月小幅下降 (单位: %)


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

3.4 通胀

图 34: 2 月 CPI 有所下降 (单位: %)


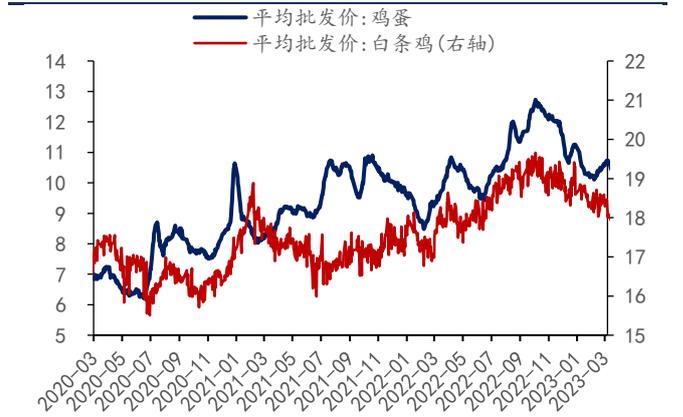
资料来源: 万得, 信达证券研发中心

图 35: 2 月 PPI 增速有所下降 (单位: %)


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

图 36: 蔬菜价格继续下降, 猪肉价格继续小幅下降 (单位: 元/公斤)


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

图 37: 鸡蛋价格所有上升, 白条鸡价格继续下降 (单位: 元/公斤)


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

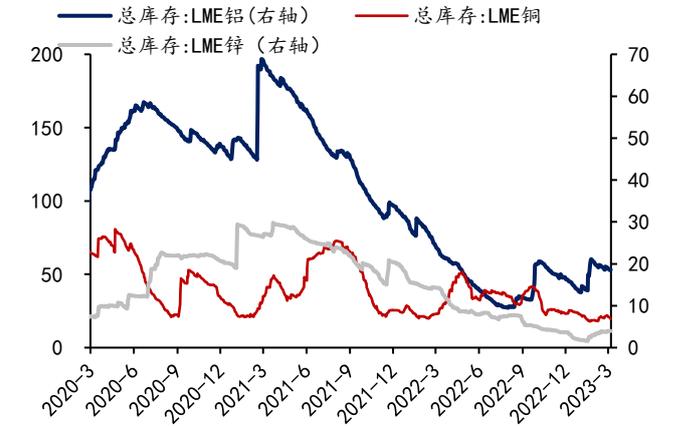
3.5 上游：资源品

图 38：煤炭库存有所上升，螺纹钢库存开始回落（单位：万吨）



资料来源：万得，信达证券研发中心

图 39：铝库存开始回落（单位：万吨）



资料来源：万得，信达证券研发中心

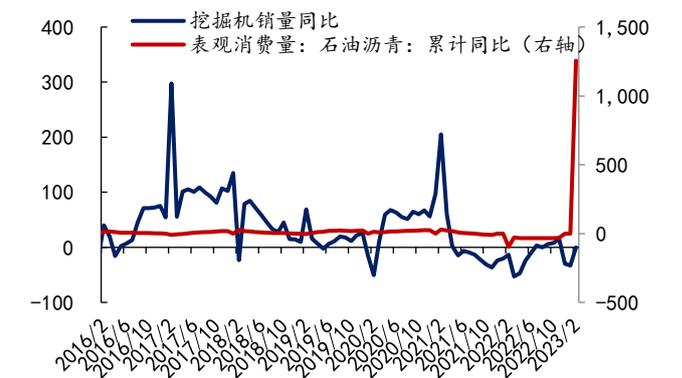
3.6 中游：建材、机械设备

图 40：水泥价格下行，玻璃价格有所下降（单位：元/吨，点）



资料来源：万得，信达证券研发中心

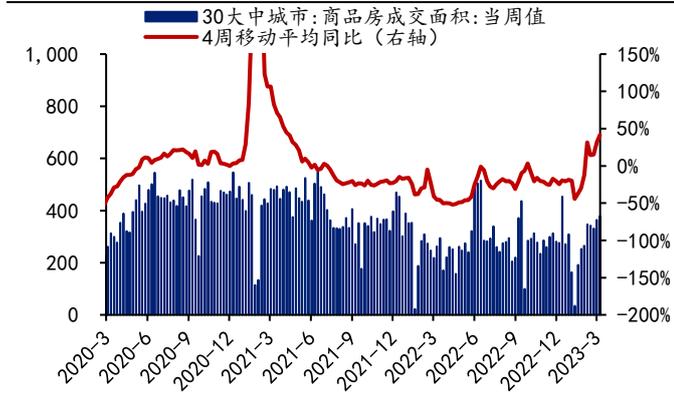
图 41：2 月挖掘机销量同比开始反弹，石油沥青出现大幅上升（单位：%）



资料来源：万得，信达证券研发中心

3.7 下游：房地产、消费

图 42：3 月大中城市商品房成交面积继续上升（单位：万平方米，%）



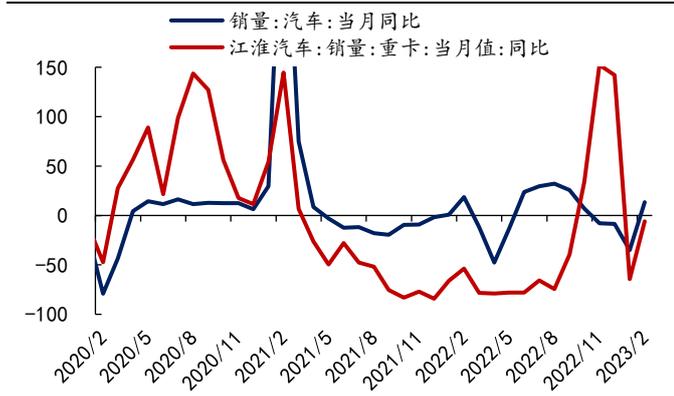
资料来源：万得，信达证券研发中心

图 43：2 月社会消费品零售总额当月同比增速继续上升（单位：%）



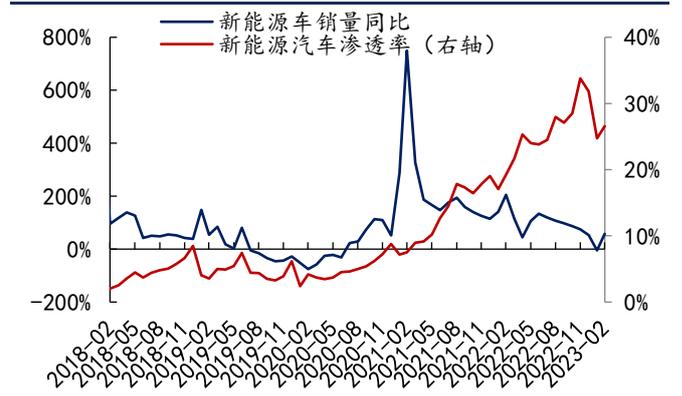
资料来源：万得，信达证券研发中心

图 44：2 月汽车销量增速有所回升，2 月重卡销量增速有所回升（单位：%）



资料来源：万得，信达证券研发中心

图 45：2 月新能源车销量增速有所回升，渗透率小幅回升（单位：%）



资料来源：万得，信达证券研发中心

风险因素

经济下行超预期，稳增长政策不及预期。

研究团队简介

樊继拓，信达证券策略首席分析师，10年宏观策略研究经验，先后就职于期货公司和券商研究所，2017年水晶球策略团队公募组第一核心成员，2018第一财经年度最佳新人奖。代表观点：2021年12月《V型大震荡》，2022年4月《V型反转》，2022年12月《先Beta，后Alpha》。

李畅，华东师范大学世界经济硕士，4年宏观策略研究经验，2021年6月加入信达证券研发中心，从事策略研究工作。

张颖锐，上海财经大学应用统计硕士，4年策略研究经验，2021年9月加入信达证券研发中心，从事策略研究工作。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiuyue@cindasc.com
华北区销售总监	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华北区销售	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华北区销售	樊荣	15501091225	fanrong@cindasc.com
华北区销售	秘侨	18513322185	miqiao@cindasc.com
华北区销售	李佳	13552992413	lijia1@cindasc.com
华北区销售	赵岚琦	15690170171	zhaolanqi@cindasc.com
华北区销售	张斓夕	18810718214	zhanglanxi@cindasc.com
华北区销售	王哲毓	18735667112	wangzheyu@cindasc.com
华东区销售总监	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售副总监	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	朱尧	18702173656	zhuyao@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华东区销售	方威	18721118359	fangwei@cindasc.com
华东区销售	俞晓	18717938223	yuxiao@cindasc.com
华东区销售	李贤哲	15026867872	lixianzhe@cindasc.com
华东区销售	孙僮	18610826885	suntong@cindasc.com
华东区销售	贾力	15957705777	jiali@cindasc.com
华东区销售	石明杰	15261855608	shimingjie@cindasc.com
华东区销售	曹亦兴	13337798928	caoyixing@cindasc.com
华东区销售	王赫然	15942898375	wangheran@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	刘韵	13620005606	liuyun@cindasc.com
华南区销售	胡洁颖	13794480158	hujieying@cindasc.com
华南区销售	郑庆庆	13570594204	zhengqingqing@cindasc.com
华南区销售	刘莹	15152283256	liuying1@cindasc.com
华南区销售	蔡静	18300030194	caijing1@cindasc.com
华南区销售	聂振坤	15521067883	niezhenkun@cindasc.com
华南区销售	宋王飞逸	15308134748	songwangfeiyi@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起6个月内。	买入： 股价相对强于基准 20% 以上；	看好： 行业指数超越基准；
	增持： 股价相对强于基准 5%~20%；	中性： 行业指数与基准基本持平；
	持有： 股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡： 行业指数弱于基准。
	卖出： 股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。