

复苏交易的胜率

证券研究报告

2023年03月16日

作者

宋雪涛 分析师
SAC 执业证书编号: S1110517090003
songxuetao@tfzq.com

林彦 分析师
SAC 执业证书编号: S1110522100002
linyanyan@tfzq.com

相关报告

- 1 《宏观报告：“硅谷银行”不是第一张骨牌-“硅谷银行”不是第一张骨牌》
2023-03-15
- 2 《宏观报告：宏观-信贷的持续性》
2023-03-12
- 3 《宏观报告：宏观-行业 ESG 评价关注什么指标？——金属与采矿》
2023-03-11

在基建复工和地产二手房销售数据改善的驱动下，大盘价值的表现有所回暖，涨幅主要贡献来自于地产和基建的相关行业。地产和基建链条上的行业在去年 11 月至今的反弹中是最先起步的，目前拥挤度都处在相对偏高的位置。地产数据二手与一手分化，且中间可能还有去年误伤的刚需集中回补的贡献，基本面的成色后续仍有不小的考验；而基建是复工斜率较高，但绝对水平仍低，目前大盘价值的交易可能更多是预期的博弈，可持续性并不能得到保证。

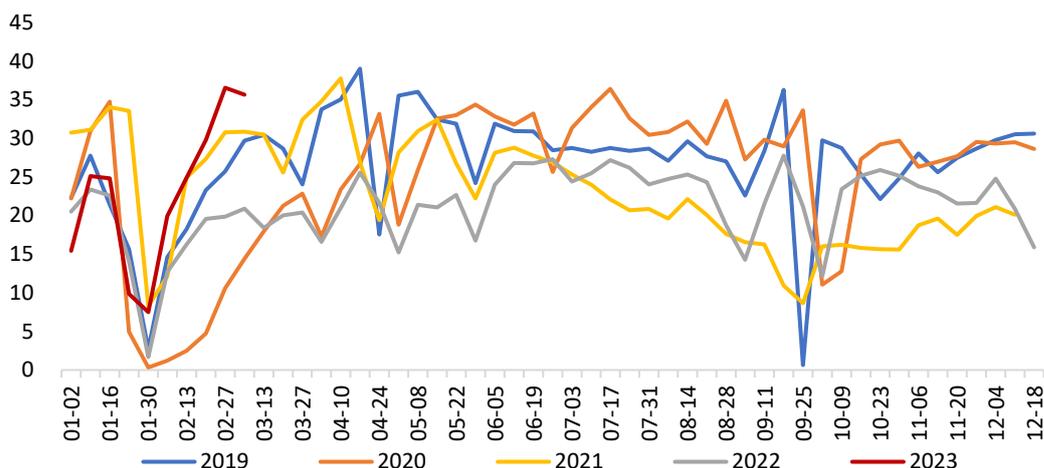
风险提示：地缘冲突进一步升级；经济复苏斜率不及预期；货币政策超预期收紧

两会前，沉寂了一段时间的复苏交易卷土重来，地产和基建链条是否酝酿新一轮上涨是市场关心的话题。

除了 1-2 月 PMI 和信贷数据“开门红”以外，催化复苏交易反弹还有两个原因：

一是春节后地产销售回暖。春节后 4 周，全国 18 城二手房周度成交面积已经显著超过了 2019 年以来的所有年份，恢复速度超出市场此前预期（图 1）。二是基建项目加速复工（图 3）。2 月开工高频数据相较前一个月明显回暖，市场对钢铁、建筑等行业的情绪转为乐观。

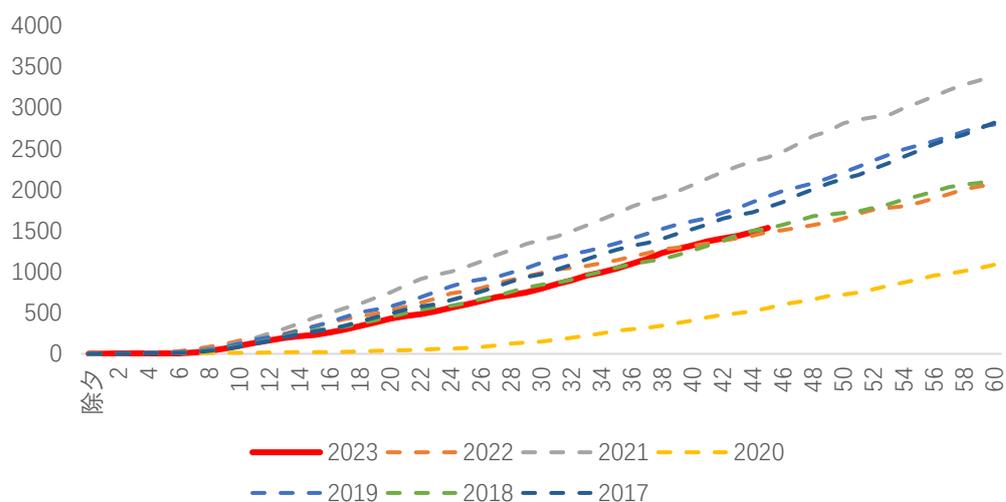
图 1：全国 18 城二手房周度成交面积显著超过了 2019 年以来的所有年份（单位：百万平方米，数据已按农历对齐）



资料来源：Wind，天风证券研究所

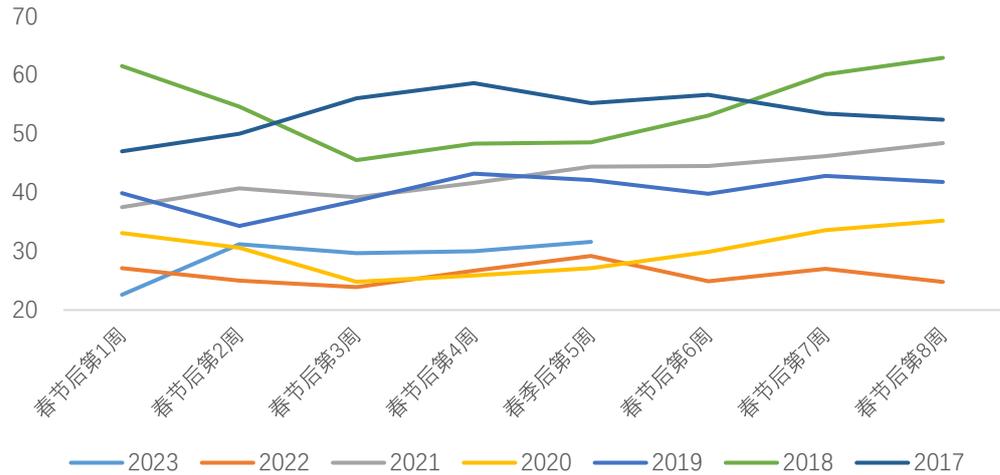
但需要注意的是，目前地产回暖和基建开工都是相对水平高，绝对水平低。其中房地产的二手房交易复苏程度好于一手房，一手房以 30 城商品房成交面积为例，今年春节以来的复苏斜率仅显著高于 2017 年至今的 2020 年（当时主要受疫情影响），与 2018 年和 2022 年的斜率基本一致（图 2）。而从沥青装置的开工率来看，基建开工水平仅高于 2017 年以来的 2020 和 2022 年。

图 2：今年春节以来一手房的复苏斜率仅显著高于 2017 年至今的 2020 年（横轴为除夕之后第 N 日，纵轴为累计销售面积，单位：万平）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图3: 沥青装置的开工率数据来看的基建复工水平仅高于 2017 年以来的 2020 和 2022 年 (单位: %)



资料来源: Wind, 天风证券研究所

在长达 2 个月的宏观数据空窗期里, 如何将有限的金融数据、PMI 数据、中观高频数据所表征的经济复苏斜率映射为复苏交易的胜率, 是我们在这篇报告想要回答的问题。

(1) 金融数据

在 12 月经济数据发布后到 2 月经济数据发布前, 央行公布的 1 月金融数据从覆盖度和颗粒度等来看都是质量最高的数据之一, 其中总量上关注社融存量增速, 结构上关注中长期信贷占比。由于用滤波处理社融增速趋势的结果对参数较为敏感, 因此在研究 1 月金融数据所表征的经济复苏斜率与复苏交易胜率之间的关系时, 我们选用 1 月社融和信贷增速相较于前一年四季度的变化值作为研究对象。

我们测算了 Wind 全 A 以及基建地产、金融、消费板块下 13 个复苏交易主题行业春节前后的收益率与 1 月金融数据边际变化的相关性 (详见表 1), 发现:

新历二月与农历正月的复苏交易基本不受 1 月的社融数据驱动, 但新历三月和农历二月的复苏交易却与 1 月金融数据有着一定的关系。这可能是由于每年春节的新历日期不同, 我们在 1-2 月景气度数据和高频数据的实证中也发现了相似的问题。

相比于社融增速, 中长期贷款增速的变化对复苏交易的驱动更加明显。消费板块 (消费服务、商贸零售、食品饮料) 整体对中长期贷款增速变化较为敏感; 基建链中的建筑和工程机械对中长期贷款增速变化很敏感, 钢铁和建材的敏感度相对较低; 地产链中的房地产开发和与施工竣工有关的铝对中长期贷款增速变化不敏感, 但后周期的铜和家电对信贷增速变化非常敏感。金融板块中, 非银比银行对中长期信贷增速变化更敏感。

表 1: 金融数据中, 中长期人民币贷款的边际变化对复苏交易的驱动更佳明显 (表格中数字为指标与收益率的相关系数, 单位: %)

		wind全A	基建地产							金融		消费			平均	
			建筑	钢铁	建材	工程机械	房地产	家电	铜	铝	银行	非银金融	消费服务	商贸零售		食品饮料
新历二月	社融增速变化	-2%	1%	-20%	-27%	-11%	-8%	-36%	-3%	26%	7%	0%	-24%	-7%	-12%	-8%
	中长期人民币贷款变化	-3%	13%	-25%	-28%	-11%	-8%	-26%	-21%	-27%	1%	-14%	-7%	-11%	-5%	-12%
农历正月	社融增速变化	-12%	-12%	-2%	-40%	-29%	-28%	-28%	-1%	4%	-1%	-10%	-29%	-27%	-6%	-16%
	中长期人民币贷款变化	-4%	1%	-21%	-27%	-14%	-23%	-28%	-9%	-14%	-14%	-20%	-14%	-24%	2%	-15%
新历三月	社融增速变化	1%	-6%	-29%	12%	4%	-7%	25%	1%	-16%	-16%	1%	-3%	2%	-12%	-3%
	中长期人民币贷款变化	18%	29%	-4%	26%	32%	-4%	26%	37%	19%	9%	25%	26%	31%	17%	20%
农历二月	社融增速变化	14%	14%	1%	4%	9%	-8%	30%	16%	3%	-9%	11%	16%	12%	22%	10%
	中长期人民币贷款变化	18%	31%	2%	11%	20%	5%	28%	37%	11%	3%	29%	18%	25%	25%	19%

资料来源: Wind, 天风证券研究所

(2) 景气度数据 (PMI、BCI)

与金融数据的处理方式相似，考虑到春节日期变化，我们采用 PMI 和 BCI 的 1-2 月平均值减去前一年四季度的平均值，来表征开年阶段的经济复苏斜率。从收益率和景气度复苏斜率的相关性矩阵可以看出（表 2），在农历二月和新历三月，PMI 和 BCI 是驱动复苏交易的有效指标。

消费板块中的消费者服务对景气度数据的敏感度明显高于商贸零售和食品饮料；地产链对景气度的敏感度很高，房地产开发、家电、铜和铝对景气度变化非常敏感；金融板块中的非银比银行对景气度变化的反应更加敏感。

表 2：PMI 与复苏交易的相关性弱于金融数据，但 BCI 的相关性强于金融数据（表格中数字为指标与收益率的相关系数，单位：%）

	wind 全A	基建地产							金融		消费			平均		
		建筑	钢铁	建材	工程机械	房地产	家电	铜	铝	银行	非银金融	消费服务	商贸零售		食品饮料	
新历二月	PMI 边际变化	12%	28%	49%	-17%	7%	11%	14%	23%	19%	26%	16%	-3%	25%	28%	17%
	BCI 边际变化	32%	51%	49%	10%	45%	40%	46%	36%	44%	35%	42%	7%	49%	35%	37%
农历正月	PMI 边际变化	-8%	20%	17%	-14%	2%	2%	-4%	9%	10%	1%	-10%	-18%	5%	7%	1%
	BCI 边际变化	-5%	17%	22%	-15%	-3%	8%	2%	7%	21%	-1%	-1%	-27%	10%	-7%	2%
新历三月	PMI 边际变化	17%	11%	1%	0%	2%	18%	28%	9%	16%	11%	17%	21%	-5%	-10%	10%
	BCI 边际变化	17%	10%	16%	-3%	1%	0%	27%	3%	22%	11%	9%	25%	2%	-2%	10%
农历二月	PMI 边际变化	41%	24%	31%	19%	25%	45%	53%	40%	34%	37%	47%	24%	29%	29%	34%
	BCI 边际变化	38%	22%	38%	24%	30%	27%	57%	39%	33%	31%	39%	26%	33%	24%	33%

资料来源：Wind，天风证券研究所

(3) 地产和基建高频数据

由于地产销售和基建开工的数据频度更高，高频数据对复苏交易的影响更加直接。我们采用每年正月里一手房（30 城）、二手房（13 城）和沥青装置开工率的复苏斜率作为代理指标，发现高频数据与复苏交易收益率之间的正相关性，在农历二月和新历三月这两个阶段非常显著，对复苏交易的驱动明显强于景气度数据和金融数据。（表 3）

表征基建施工强度的沥青装置开工率与复苏交易收益率的相关性最高，除了沥青数据能更高频和更精确地反映基建施工强度之外，还可能影响市场对于稳增长政策力度的信心。表征地产销售的一手房数据对复苏交易的驱动力强于二手房，原因是二手房销售对地产后周期行业的影响更大，但对房地产开发和钢铁、建材和工程机械等地产前周期行业的影响较小。

消费（消费服务、商贸零售和食品饮料），基建链（钢铁、建材和建筑、工程机械），地产链（房地产开发、家电、铜、铝），金融（银行、非银）对高频数据的边际变化都非常敏感。

表 3：高频数据对复苏交易的驱动明显强于景气度数据和金融数据。（表格中数字为指标与收益率的相关系数，单位：%）

	wind全A	基建地产							金融			消费			平均	
		建筑	钢铁	建材	工程机械	房地产	家电	铜	铝	银行	非银金融	消费服务	商贸零售	食品饮料		
新历二月	沥青装置开工正月变化	0%	17%	14%	-3%	16%	39%	14%	16%	36%	44%	11%	-17%	15%	24%	16%
	一手房正月销售量	-8%	-13%	-18%	11%	-4%	-23%	11%	-35%	-51%	-42%	-23%	-6%	-16%	3%	-15%
	二手房正月销售量	34%	25%	7%	44%	13%	14%	31%	0%	-13%	3%	19%	48%	21%	33%	20%
农历正月	沥青装置开工正月变化	-26%	18%	53%	-21%	-3%	8%	-11%	9%	31%	40%	-1%	-50%	-20%	-9%	1%
	一手房正月销售量	-17%	20%	46%	-19%	-21%	7%	-17%	20%	27%	36%	5%	-32%	-3%	-24%	2%
	二手房正月销售量	-30%	0%	22%	-30%	-23%	-12%	-24%	-2%	-2%	7%	-8%	-52%	-19%	-30%	-14%
新历三月	沥青装置开工正月变化	72%	84%	58%	72%	53%	40%	85%	44%	65%	52%	68%	54%	67%	65%	63%
	一手房正月销售量	51%	21%	22%	45%	34%	44%	63%	35%	37%	34%	44%	34%	37%	36%	38%
	二手房正月销售量	34%	5%	4%	20%	23%	9%	50%	34%	19%	12%	28%	18%	19%	13%	21%
农历二月	沥青装置开工正月变化	64%	86%	81%	63%	48%	33%	77%	56%	79%	92%	69%	60%	45%	50%	64%
	一手房正月销售量	46%	39%	41%	39%	28%	31%	60%	30%	45%	47%	40%	47%	24%	23%	39%
	二手房正月销售量	35%	25%	21%	23%	17%	0%	50%	22%	28%	26%	30%	34%	14%	12%	24%

资料来源：Wind，天风证券研究所

综上所述，在基本面数据的空窗期中，沥青装置开工率、地产销售数据对复苏交易的驱动能力最强，其次是景气度和中长期贷款的边际变化，社融也有一定驱动力，但影响相对较弱。

今年真空期内的几组数据表现亮眼：景气度数据（PMI 和 BCI）的改善幅度为 2010 年以来的最高，沥青开工率、二手房销售和中长期贷款增速为 2010 年以来较好，但一手房销售数据的改善幅度为 2010 年以来排名较差。（表 4）

表 4：今年真空期内的几组数据表现的还是较为亮眼的

	PMI1-2月平均值-全年四季度平均值	BCI1-2月平均值-全年四季度平均值	PMI排名	BCI排名	社融增速变化(%)	社融变化排名	中长期人民币贷款变化(%)	中长期人民币贷款变化排名	沥青开工率正月变化(%)	沥青变化排名	一手房正月累积销售面积(万平米)	二手房正月累积销售面积(万平米)	一手房排名	二手房排名
2010	-1.97		13		0.17	5	5.73	1						
2011	-1.45		12		-1.55	13	-7.52	14						
2012	0.82		2		-1.79	14	-1.54	11			20.10094	4.92103	11	11
2013	-0.28	5.08	6	2	1.78	1	0.29	9			44.64895	19.56726	3	2
2014	-0.62	-3.22	9	10	-0.92	11	0.57	7			34.31797	8.304954	6	10
2015	-0.22	1.84	5	5	-0.73	10	1.06	4			35.39015	10.43543	5	9
2016	-0.37	0.24	8	7	0.79	2	0.64	6	17	1	52.17258	21.68176	1	1
2017	-0.02	-0.04	4	8	-0.17	6	1.37	3	6	2	32.18365	14.31248	7	6
2018	-0.77	-1.62	10	9	-0.97	12	-2.05	13	-14.8	8	27.79115	14.57758	9	5
2019	-0.28	4.13	7	3	0.51	3	0.31	8	-1.9	5	36.94254	13.40461	4	7
2020	-7.28	-5.74	14	11	-0.37	9	1.85	2	-10.2	7	4.76888	1.434693	12	12
2021	-0.82	2.59	11	4	-0.24	7	-1.98	12	4.9	3	46.12748	18.1361	2	3
2022	0.33	1.53	3	6	0.20	4	-0.94	10	-5	6	31.45161	11.44139	8	8
2023	2.98	7.58	1	1	-0.29	8	0.81	5	2.9	4	25.68343	16.19843	10	4

资料来源：Wind，天风证券研究所

上一次年初景气度大幅改善的年份是 2013 年，在 2013 年 3 月和农历 2 月，家电和消费者服务的表现最佳。

上一次二手房销售明显好于一手房的年份是 2018 年。在 2018 年三月，仅商贸零售和消费者服务取得了正收益。

结合四个维度的绝对水平，2013 年、2017 年、2019 年与 2021 年与今年开年的情况较为相似。回溯这四年的行情，在新历 2 月和农历正月里绝大多数的复苏行业都能平均录得正收益，但进入新历 3 月和农历 2 月，收益率基本都出现了不同幅度的下滑。

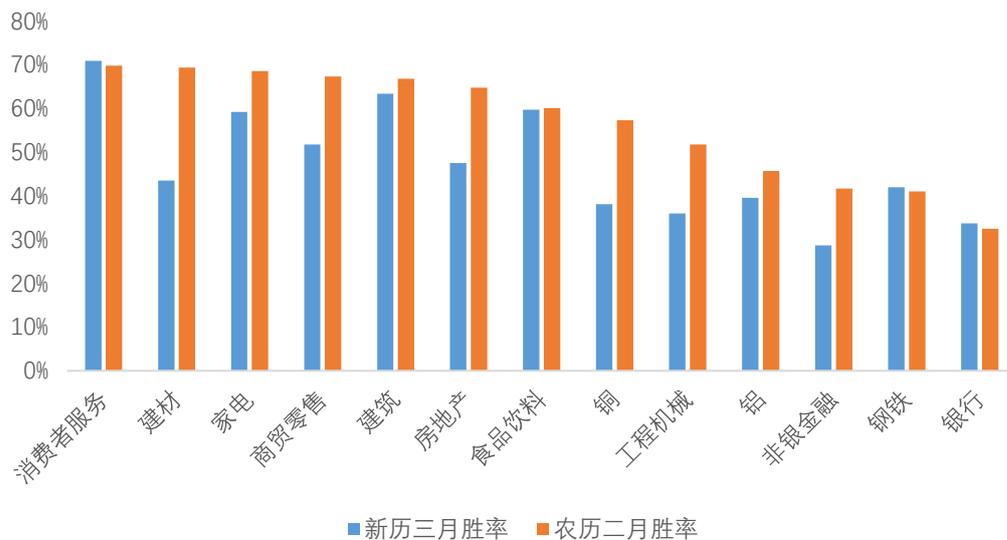
表 5：相似年份新历 2 月和农历正月里绝大多数的复苏行业都能录得正收益，但进入新历 3 月和农历 2 月，收益率基本都出现了不同幅度的下滑（表中数字为收益率）

	wind全A	基建地产							金融		消费			平均		
		建筑	钢铁	建材	工程机械	房地产	家电	铜	铝	银行	非银金融	消费服务	商贸零售		食品饮料	
新历二月	2013	1%	3%	-2%	0%	2%	0%	1%	-6%	9%	-3%	0%	1%	2%	3%	0%
	2017	-3%	-4%	0%	-2%	-4%	-1%	-6%	-1%	7%	-1%	-5%	-4%	-3%	0%	-2%
	2019	18%	14%	15%	17%	16%	13%	11%	23%	20%	7%	22%	17%	17%	13%	16%
	2021	0%	6%	9%	3%	7%	10%	-2%	25%	19%	3%	2%	2%	2%	-5%	7%
	平均	4%	5%	5%	5%	5%	6%	1%	10%	14%	2%	5%	4%	4%	3%	6%
农历正月	2013	-4%	-8%	-7%	-10%	-13%	-9%	-2%	-12%	-5%	-12%	-5%	0%	-4%	1%	-7%
	2017	3%	5%	14%	6%	5%	4%	1%	14%	11%	8%	6%	-3%	1%	5%	6%
	2019	23%	19%	21%	22%	23%	20%	18%	31%	25%	11%	30%	17%	21%	15%	22%
	2021	-7%	9%	21%	-3%	-15%	6%	-12%	10%	13%	-1%	1%	-14%	2%	-22%	1%
	平均	4%	6%	12%	4%	0%	5%	1%	11%	11%	3%	6%	0%	5%	0%	5%
新历三月	2013	-1%	1%	2%	-1%	6%	-3%	-3%	-3%	1%	-5%	-6%	-5%	0%	1%	-2%
	2017	-5%	-7%	-6%	-10%	-13%	-9%	0%	-9%	-8%	-8%	-14%	1%	-6%	-4%	-7%
	2019	-1%	1%	-4%	-1%	0%	-2%	5%	3%	-3%	-2%	-3%	2%	-4%	4%	-1%
	2021	8%	5%	1%	9%	15%	12%	8%	6%	3%	0%	7%	12%	8%	16%	7%
	平均	-3%	6%	6%	0%	-11%	-4%	-3%	-13%	-2%	1%	-6%	0%	1%	-4%	-3%
农历二月	2013	0%	1%	0%	0%	-3%	-1%	2%	-3%	-2%	-2%	-4%	4%	0%	3%	-1%
	2017	-4%	-3%	-3%	0%	-5%	0%	6%	-3%	-5%	-5%	-7%	-6%	-5%	-9%	-3%
	2019	1%	4%	-3%	3%	2%	-1%	5%	8%	-2%	-2%	-2%	4%	-2%	3%	1%
	2021	7%	5%	0%	12%	12%	10%	6%	4%	3%	1%	5%	15%	10%	15%	7%
	平均	0%	1%	4%	0%	-6%	-1%	0%	-4%	-3%	-3%	-5%	0%	4%	3%	-1%
平均	1%	2%	-1%	4%	1%	2%	4%	1%	-2%	-2%	-2%	3%	2%	3%	1%	

资料来源：Wind，天风证券研究所

结合相似年份的复苏交易行业表现，我们给出当下复苏板块的胜率（详见图 4——平均收益率在历史月度收益率中的分位数）。目前复苏交易的整体胜率在中性水平附近，其中消费者服务、建筑和食品饮料的胜率较高；工程机械、银行和非银金融的胜率较低。

图 4：目前复苏行业胜率（宏观背景相似的时点平均收益率的相对水平）的平均数仅在中性附近



资料来源：Wind，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	A 栋 23 层 2301 房	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	邮编：570102	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	电话：(0898)-65365390	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com