

行业比较周报

证券研究报告

2025 年 02 月 28 日

AH 如何收敛？恒生先行复盘与归因

核心结论：今年以来，恒生科技大幅跑赢沪深 300，超额分位数已较高，但超额后或仍有超额，中长期需收敛未必代表短期开始收敛。从幅度而言，本轮超额距离 22 年 11 月-23 年 1 月仍有差距，而时间上也相比 2022 年 11 月-2023 年 1 月的三个月区间、2019 年 8 月-2021 年 2 月的半年区间短。我们认为，本轮 AH 涨幅差异大约有 80%或可由外汇掉期带来的无风险套利来解释，剩下的 20%才是港股有较多优质科技资产、更受益 DeepSeek 催化等因素。

本轮恒生科技的强势未必短期就开始收敛：（1）从短期超涨幅度来看，本轮恒生指数与恒生科技指数走势高度一致，更像 2022 年 11 月-2023 年 1 月的情形，本轮恒生科技的超涨水平与 2023 年 1 月的极值 47%仍有 12%的空间。（2）从 AH 溢价收窄的中长期走势来看，2021 年 2 月的最低点相比，沪深 300/恒生科技距离触底仍有一段距离。基于以上两点，恒生科技的上涨或仍有空间，有望引领 A 股攻坚。（3）从历史超涨到回归的时间来看：从今年年初到现在，恒生科技超涨时间不到两个月，相比 2022 年 11 月-2023 年 1 月的三个月区间、2019 年 8 月-2021 年 2 月的半年区间，进度条仍有空间。向后看，历次从 AH 滚动 3 个月相对回报的最低点到回归到 0，一般也须经 1 个月。

外汇掉期的本质是投资人民币资产的补贴收益率，是对延迟将人民币换成外汇的“补贴”（根据利率平价理论，外汇掉期由两国利差决定）。香港作为离岸人民币远期市场，为这种套利提供了渠道，那么外资可以在中美利差存在的情况下合成以美元计价的十年中债。外资在投资港股时，由于外汇掉期点的存在，可以获得与投资 A 股相比额外的外汇掉期补贴。根据以上的逻辑，可以用掉期点（远期汇率与即期汇率之间的差价）/即期汇率量化这一补贴的具体比例。以无套利假设可推理出，对任何最后需要美元的主体（可以是做贸易生意的中国人、外资等等）来说，投资 A 股的贴现率要比港股低一段外汇掉期的差异。

根据 DDM 模型，可以通过恒生指数和沪深 300 指数的 PE 与分红率倒算出贴现率之差，并与外汇掉期补贴率进行对比，考察外汇掉期点对 AH 近期表现差异的解释力度。从实证来看，近期外汇掉期的变动基本可以解释沪深 300 和恒生指数的贴现率（估值）变动。今年以来，沪深 300 和恒生指数的贴现率之差从高点变化 0.65%，而外汇掉期带来的补贴率也相应变化了 0.52%，我们认为，这说明外汇掉期补贴或解释了 A 股和港股近期表现差异的 80%，剩下的 20%才是港股有较多优质科技资产、更受益 DeepSeek 催化等因素，这些因素和交易的“过热”更相关。

行业配置建议：赛点 2.0 第三阶段攻坚，社融脉冲已出现回升，春节归来进一步观察基本面改善情况，恒生已先行，A 股反应滞后。根据经济复苏与市场流动性，可以把投资主线降维为三个方向：

1) Deepseek 突破与开源引领的科技 AI+（详见《DeepSeek 系列：AI+投资图谱》（20250206）），2) 消费股的估值修复和消费分层逐步复苏（《让一部分人先消费起来》（20250102）），3) 低估红利继续崛起。红利回撤常在有强势产业趋势出现的时候，因此低估红利的高度取决于 AI 产业趋势的进展，而 AI 产业趋势的进展又取决于 AI 应用端和消费端的突破。消费板块投资的核心因子是估值，在当前消费板块低估值、利率下行、政策催化下复苏周期抬头（哪怕是很弱的斜率），以宏观叙事而对消费过分悲观反而是一种风险，重视恒生互联网。

风险提示：1) 过去历史经验仅供参考；2) 风格分类仅供参考；3) 政策出台和落地具备不确定性。

作者

吴开达 分析师
SAC 执业证书编号：S1110524030001
wukaida@tfzq.com

孙希民 分析师
SAC 执业证书编号：S1110524110002
sunximin@tfzq.com

相关报告

- 1 《投资策略：大显身手，正当其时-政策与大类资产配置周观察》 2025-02-25
- 2 《投资策略：A 股策略周思考-过热？多指标观测泛科技演绎》 2025-02-23
- 3 《投资策略：国泰君安济南能源供热 REIT 上市涨停，REITs 热度延续-周观 REITs》 2025-02-23

内容目录

1. 港股超涨复盘与归因.....	3
1.1. AH 超额收敛的空间和时间	3
1.2. 年初以来的 AH 走势约 80%能由无风险套利解释	4
2. 行业比较之资金面	7
3. 行业利润预期&估值.....	7
3.1. PB-ROE 视角看行业	8
3.2. 申万一级行业预期利润&估值	8
4. 风格日历效应跟踪	9
5. 风险提示.....	10

图表目录

图 1: 本轮 AH 涨幅背离体现在恒生科技与恒生指数相对沪深 300 的走势一致, 更类似 2022 年 11 月-2023 年 1 月情形.....	3
图 2: 考虑 2018 年以来沪深 300 相对恒生科技与恒生指数滚动三个月的回报差, 离 2023 年 1 月极值仍有差距.....	4
图 3: 通过外汇掉期点, 补偿中美利差走廊带来的套利示意图.....	5
图 4: 以国债期货刻画购买中美 10 年期国债的资本利得	5
图 5: 外汇掉期补贴率与 AH 贴现率之差	6
图 6: 杠杆资金流入电子、机械设备	7
图 7: 各宽基与大类行业指数预期增速&PE (TTM) 情况: 全 A 的 PE-TTM 历史 51%分位7	
图 8: 各宽基与大类行业指数 PB&ROE 情况: 创业板表现性价比高	8
图 9: 申万一级行业预期利润&估值.....	8
图 10: 申万一级指数 PB&ROE 情况.....	9
图 11: 沪深 300/中证 1000 相对走势的日历效应: 1 月后, 小盘占优行情或延续至两会 .9	
图 12: 国证成长/中证红利指数相对走势日历效应: Q1 成长/红利风格不明显	9

1. 恒生先行复盘与归因

1.1. AH 超额收敛的空间和时间

复盘 2018 年以来每一轮的港股超涨区间，恒生科技指数+恒生指数同步相对沪深 300 占优时，港股的超涨幅度往往更大；而两者若走势背离，则港股的超涨很快回归。自 2024 年 11 月以来，恒生科技指数大幅跑赢沪深 300。我们认为，虽然短期恒生科技相对沪深 300 超额显著，但市场未必在短期就演绎 AH 的收敛。

（1）从短期超涨幅度来看：本轮恒生指数与恒生科技指数走势高度一致，更像 2022 年 11 月-2023 年 1 月的情形，本轮恒生科技的超涨水平与 2023 年 1 月的极值 47%仍有 12% 的空间。

（2）从 AH 溢价收窄的中长期走势来看：自去年 11 月以来，沪深 300 整体跑输恒生科技指数，这一趋势与 2019 年 8 月-2021 年 2 月相近，也同样受益于市场对科技创新行业的持续看好、中国互联网公司的基本面改善，那么与 2021 年 2 月的最低点相比，沪深 300/恒生科技距离触底仍有一段距离。

（3）从历史超涨到回归的时间来看：从今年年初到现在，恒生科技不到两个月内超涨 35%，相比 2022 年 11 月-2023 年 1 月的三个月区间、2019 年 8 月-2021 年 2 月的半年区间，进度条仍有空间。向后看，历次从 AH 滚动 3 个月相对回报的最低点到回归到 0，一般也须经历 1 个月。

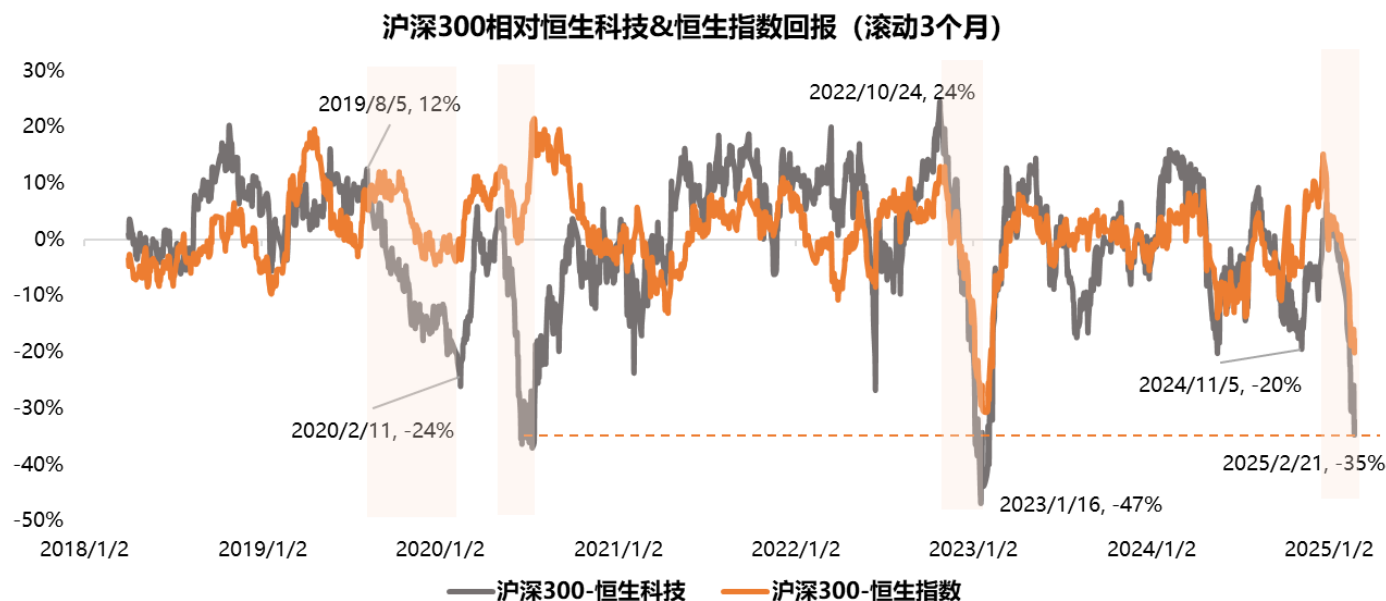
图 1：本轮 AH 涨幅背离体现在恒生科技与恒生指数相对沪深 300 的走势一致，更类似 2022 年 11 月-2023 年 1 月情形

沪深300相对恒生科技&恒生指数走势（定基2018年初为100）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 2：考虑 2018 年以来沪深 300 相对恒生科技与恒生指数滚动三个月的回报差，离 2023 年 1 月极值仍有差距



资料来源：Wind，天风证券研究所

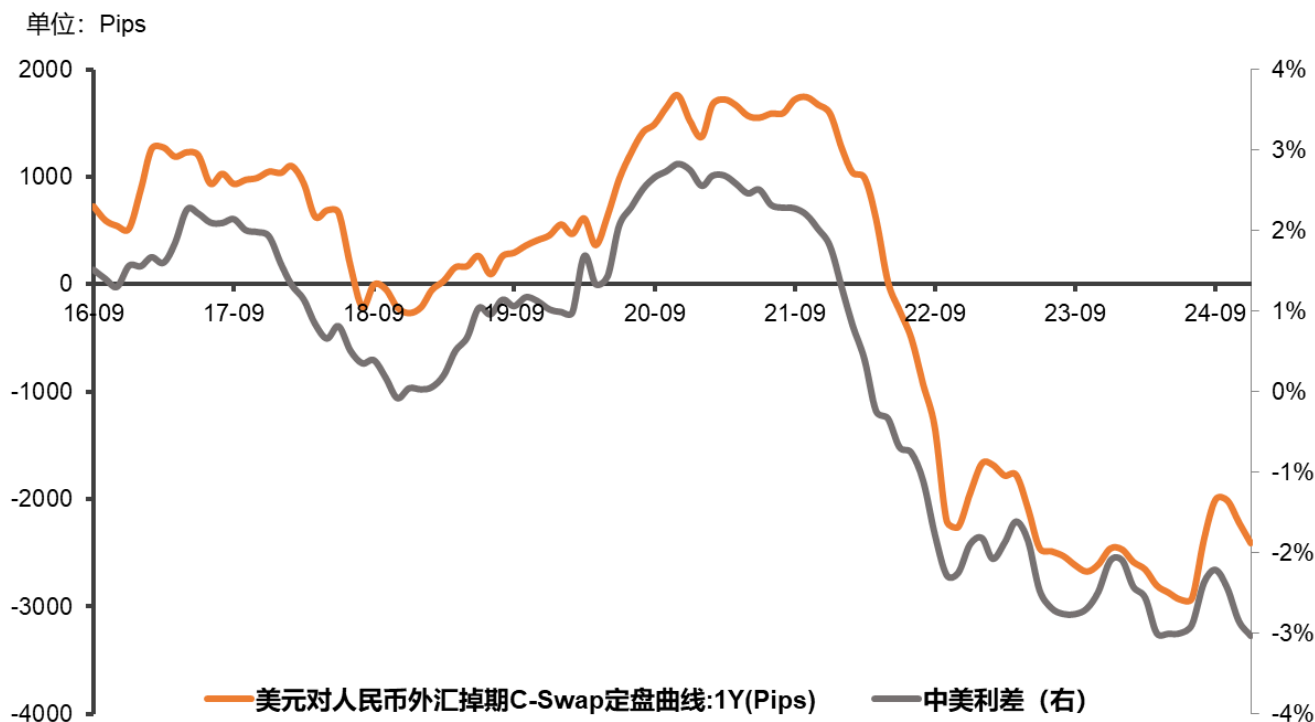
1.2. 年初以来的 AH 走势约 80%或可由无风险套利解释

外汇掉期的本质是投资人民币资产的补贴收益率，是对延迟将人民币换成外汇的“补贴”（根据利率平价理论，外汇掉期由两国利差决定）。外汇掉期使投资者可以以人民币利率借入人民币并在即期市场兑换为美元，同时签订远期外汇合约，约定未来以特定汇率换回人民币。香港作为离岸人民币远期市场，为这种套利提供了渠道，那么外资可以在中美利差存在的情况下合成以美元计价的十年中债。具体来说，若外资买入十年中债并买入一年期外汇掉期：

- 1) 票息维度，相当于合成了美债利率（中债利率+人民币远期升水）；
- 2) 资本利得维度，仍是以中债收益率为基准的资本利得，与美债相比更有优势。

那么，外资在投资港股时，由于外汇掉期点的存在，可以获得与投资 A 股相比额外的外汇掉期补贴。根据以上的逻辑，可以用掉期点（远期汇率与即期汇率之间的差价）/即期汇率量化这一补贴的具体比例。

图 3：通过外汇掉期点，补偿中美利差走廊带来的套利



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 4：以国债期货刻画购买中美 10 年期国债的资本利得

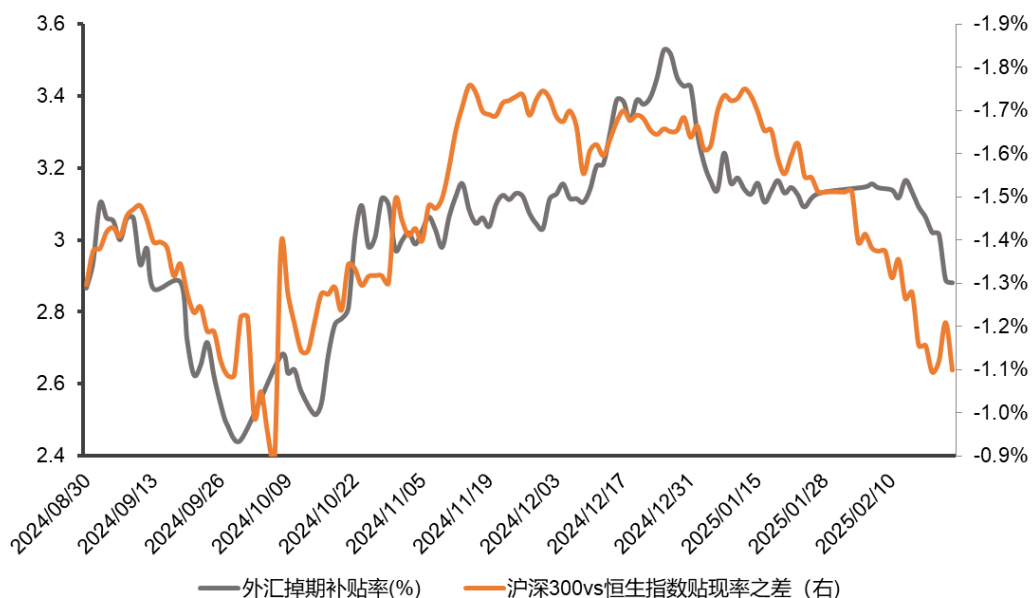


资料来源：Wind，天风证券研究所；纵轴为国债期货价格

以无套利假设可推理出，对任何最后需要美元的主体（可以是做贸易生意的中国人、外资等等）来说，投资 A 股的贴现率要比港股低一段外汇掉期的差异。根据 DDM 模型，贴现率 $= k/PE + g$ ，其中 k 为分红率， g 为 EPS 增长率。由于恒生指数的标的也以中国企业为主，假定沪深 300 与恒生指数的 g （增长率）一样。那么我们可以通过两个指数的 PE 与分红率倒算出贴现率之差，并与外汇掉期补贴率进行对比，考察外汇掉期点对 AH 近期表现差异的解释力度。

近期外汇掉期的变动基本可以解释沪深 300 和恒生指数的贴现率(估值)变动。今年以来, 沪深 300 和恒生指数的贴现率之差从高点变化 0.65%, 而外汇掉期带来的补贴率也相应变化了 0.52%。我们认为, 25 年以来港股相对 A 股的超额涨幅中, 外汇掉期补贴或可解释近 80%, 剩下的 20%可能是港股有较多优质科技资产、更受益 DeepSeek 催化等因素。

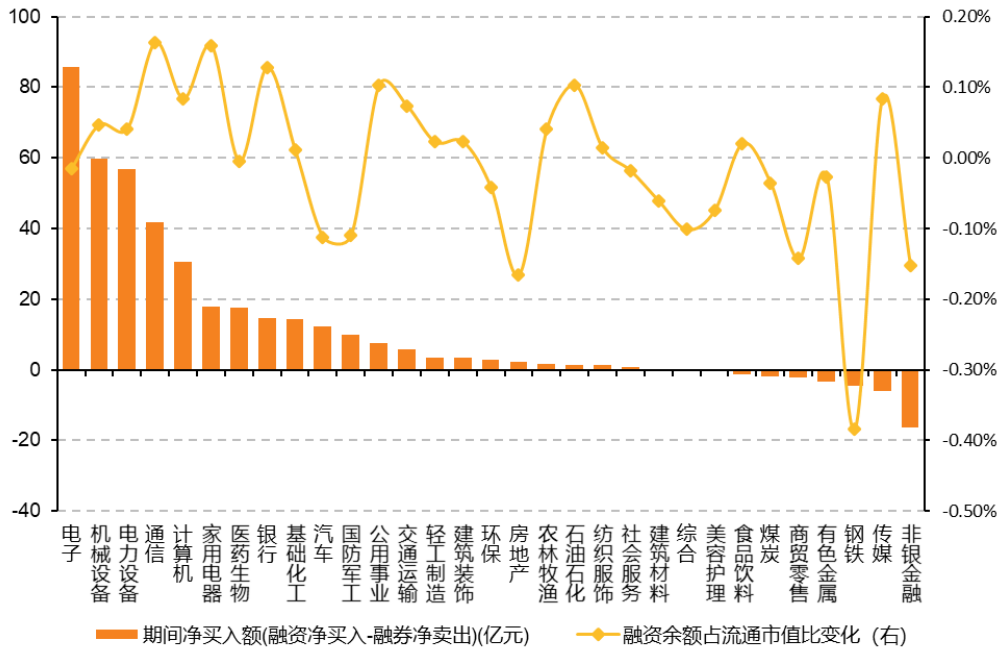
图 5：外汇掉期补贴率与 AH 贴现率之差



资料来源：Wind，天风证券研究所

2. 行业比较之资金面

图 6：杠杆资金流入电子、机械设备



资料来源：同花顺 iFinD，天风证券研究所

3. 行业利润预期&估值

图 7：各宽基与大类行业指数预期增速&PE（TTM）情况：全 A 的 PE-TTM 历史 51%分位

数据截止 2025/2/26		归母净利润增速			PE			PE 分位			PE-TTM					24E 较最低	24E 较中位	25E 较最低	25E 较中位
基于分析师一致预期		2023A	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E	当前	历史最高	历史最低	历史中位	当前分位				
全 A		-0.18%	-5.70%	-0.73%	16.13	17.11	17.24	20%	38%	41%	18.78	32.51	12.47	17.74	73%	-27%	4%	-28%	3%
创业板指		-0.63%	1.94%	12.94%	33.84	33.20	29.40	22%	21%	13%	35.25	76.69	23.45	44.38	24%	-29%	34%	-20%	51%
科创板		-33.45%	-16.63%	61.83%	75.77	90.88	56.16	73%	92%	29%	144.23	144.23	21.87	62.55	100%	-76%	-31%	-61%	11%
沪深300		0.30%	-6.88%	-4.68%	11.10	11.92	12.50	10%	34%	54%	12.81	17.45	10.23	12.34	60%	-14%	4%	-18%	-1%
中证500		-6.84%	-5.14%	9.11%	23.36	24.63	22.57	38%	47%	31%	29.11	50.89	16.24	25.10	73%	-34%	2%	-28%	11%
中证1000		-9.45%	1.49%	15.40%	29.42	28.99	25.12	11%	10%	5%	39.21	85.31	19.36	37.42	60%	-33%	29%	-23%	49%
市值维度	500亿以上	2.22%	-5.81%	-5.11%	10.84	11.50	12.12	21%	47%	66%	12.31	19.94	9.34	11.64	71%	-19%	1%	-23%	-4%
	200-500亿	-4.09%	-11.40%	12.67%	22.76	25.70	22.81	62%	76%	62%	22.62	32.72	14.86	21.45	61%	-42%	-17%	-35%	-6%
	50-200亿	-15.33%	1.94%	19.59%	43.99	43.15	36.08	88%	87%	82%	26.33	52.20	16.26	24.13	68%	-62%	-44%	-55%	-33%
	上游原料	-21.48%	-10.54%	2.10%	14.94	16.70	16.35	49%	61%	60%	13.62	42.96	10.13	14.99	29%	-39%	-10%	-38%	-8%
中游制造		-7.43%	-11.52%	20.69%	29.49	33.33	27.61	49%	64%	37%	32.54	41.95	19.97	29.66	63%	-40%	-11%	-28%	7%
下游消费		14.09%	3.35%	6.24%	31.39	30.38	28.59	85%	83%	75%	22.75	39.04	17.51	26.29	19%	-42%	-13%	-39%	-8%
金融基建		1.40%	-7.27%	-9.14%	7.54	8.13	8.95	36%	56%	78%	7.99	10.80	5.87	7.98	50%	-28%	-2%	-34%	-11%
支持服务		63.30%	8.45%	-0.42%	24.88	22.94	23.04	79%	63%	63%	20.83	29.68	16.17	21.12	45%	-30%	-8%	-30%	-8%

资料来源：Wind，天风证券研究所；注：考虑经济结构改革因素，沪深指数各分位数计算从 2012 年起始，下同

3.1. PB-ROE 视角看行业

图 8：各宽基与大类行业指数 PB&ROE 情况：创业板表现性价比高

数据截止2025/2/26	PB					ROE					PB-ROE分位
	当前	历史最高	历史最低	历史中位	当前分位	当前	历史最高	历史最低	历史中位	当前分位	
全A	1.60	2.56	1.26	1.74	24%	8%	12%	8%	10%	4%	20%
创业板指	4.01	9.51	3.01	4.87	19%	11%	15%	8%	12%	27%	-8%
科创板	4.29	9.31	2.58	4.68	41%	3%	25%	3%	8%	0%	41%
沪深300	1.31	1.92	1.15	1.46	15%	10%	13%	10%	12%	0%	15%
中证500	1.73	3.25	1.38	1.88	23%	6%	10%	6%	7%	2%	22%
中证1000	2.03	4.25	1.54	2.48	14%	5%	9%	4%	6%	14%	0%
500亿以上	1.39	2.49	1.13	1.43	40%	11%	14%	11%	12%	10%	31%
200-500亿	1.99	3.17	1.59	2.27	22%	9%	13%	9%	10%	1%	21%
50-200亿	2.00	3.84	1.40	2.12	35%	8%	11%	7%	8%	18%	17%
上游原料	1.43	2.64	1.22	1.57	23%	11%	15%	4%	10%	61%	-38%
中游制造	2.88	4.56	1.97	2.88	50%	9%	12%	8%	10%	11%	39%
下游消费	2.83	5.14	2.26	3.40	18%	12%	15%	11%	13%	30%	-12%
金融房建	0.80	1.51	0.65	1.02	30%	10%	17%	10%	12%	5%	24%
支持服务	2.04	3.12	1.59	2.16	34%	10%	12%	8%	10%	29%	5%

资料来源：Wind，天风证券研究所

3.2. 申万一级行业预期利润&估值

图 9：申万一级行业预期利润&估值

数据截止2025/2/26	归母净利润增速			PE			PE分位			PE-TTM					24E较最低 24E较中位 25E较最低 25E较中位			
	2023A	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E	当前	历史最高	历史最低	历史中位	当前分位				
上游原料	-45.59%	-4.95%	20.23%	32.33	34.02	28.29	90%	92%	85%	22.12	40.32	12.18	20.35	67%	-64%	-40%	-57%	-28%
基础化工	-13.20%	-35.73%	20.72%	34.28	53.33	44.18	92%	94%	92%	15.20	71.21	5.74	13.35	63%	-89%	-75%	-87%	-70%
钢铁	-28.47%	-2.53%	10.76%	19.24	19.74	17.82	27%	28%	24%	17.14	82.85	13.60	31.98	21%	-31%	62%	-24%	79%
有色金属	-30.32%	-29.85%	15.85%	30.85	43.97	37.96	0%	0%	0%	19.10	28.04	8.24	14.74	72%	-81%	-66%	-78%	-61%
建筑材料	-26.01%	-23.72%	-6.59%	9.13	11.97	12.81	35%	73%	78%	10.14	39.56	6.08	9.71	57%	-49%	-19%	-53%	-24%
煤炭	-2.50%	-3.94%	-4.77%	8.40	8.74	9.18	6%	8%	13%	10.43	44.19	7.53	18.02	23%	-14%	106%	-18%	96%
石油石化	-31.30%	16.20%	28.58%	58.66	50.48	39.26	0%	96%	71%	50.35	55.93	19.32	36.00	98%	-62%	-29%	-51%	-8%
中游制造	-14.00%	-40.97%	54.20%	28.16	47.71	30.94	45%	95%	53%	26.84	57.43	15.48	29.47	37%	-68%	-38%	-50%	-5%
电子	3.24%	1.53%	10.38%	26.90	26.49	24.00	61%	58%	33%	28.82	50.41	17.58	25.76	72%	-34%	-3%	-27%	7%
电力设备	103.18%	-1.34%	27.00%	67.83	68.75	54.13	77%	78%	51%	56.99	90.82	27.82	53.93	60%	-60%	-22%	-49%	0%
机械设备	5.85%	-2.46%	-3.07%	13.87	14.22	14.67	1%	2%	6%	23.06	29.63	12.17	20.17	79%	-14%	42%	-17%	37%
国防军工	-134.10%	1564.48%	13.92%	-247.82	-14.89	-13.07	100%	0%	0%	22.08	55.62	13.73	25.79	24%	-192%	-273%	-205%	-297%
通信	50.60%	4.67%	16.40%	23.72	22.67	19.47	64%	59%	46%	27.16	52.31	12.16	20.16	80%	-46%	-11%	-38%	4%
农林牧渔	14.10%	-3.81%	-2.21%	13.40	13.93	14.25	10%	15%	17%	15.15	27.54	11.30	16.43	30%	-19%	18%	-21%	15%
汽车	18.69%	-3.07%	-3.42%	29.08	30.00	31.06	46%	52%	58%	20.22	61.15	17.15	29.54	4%	-43%	-2%	-45%	-5%
下游消费	90.34%	-12.66%	4.33%	23.62	27.05	25.92	82%	97%	90%	18.16	29.04	13.15	18.25	48%	-51%	-33%	-49%	-30%
纺织服装	19.94%	-5.08%	7.43%	29.68	31.27	29.11	91%	92%	89%	19.72	34.90	13.87	23.41	22%	-56%	-25%	-52%	-20%
轻工制造	-18.49%	0.64%	10.16%	41.86	41.59	37.75	95%	94%	83%	26.61	51.75	21.67	32.04	26%	-48%	-23%	-43%	-15%
医药生物	208.13%	18.58%	9.61%	53.98	45.53	41.53	64%	51%	43%	22.90	88.99	17.09	45.06	7%	-62%	-1%	-59%	8%
社会服务	154.56%	-25.74%	18.70%	32.20	43.36	36.53	77%	93%	86%	29.10	48.40	17.29	25.40	66%	-60%	-41%	-53%	-30%
传媒	48.94%	-7.34%	12.89%	52.94	57.14	50.61	95%	97%	93%	30.28	64.60	13.03	30.74	48%	-77%	-46%	-74%	-39%
金融房建	-12.93%	-97.33%	3065.92%	-20.89	-782.84	-24.73	100%	0%	0%	20.49	24.47	6.27	11.71	95%	-101%	-101%	-125%	-147%
房地产	1.47%	-11.97%	-10.71%	4.80	5.46	6.11	15%	31%	56%	6.34	8.12	4.18	5.98	73%	-23%	10%	-32%	-2%
银行	-0.92%	37.47%	-9.24%	16.44	11.96	13.18	51%	2%	8%	14.76	25.49	9.83	16.35	26%	-18%	37%	-25%	24%
非银金融	9.64%	-13.09%	-7.37%	9.64	11.10	11.98	61%	72%	75%	7.62	18.82	6.05	8.76	21%	-46%	-21%	-50%	-27%
建筑装饰	-13.97%	23.73%	23.21%	106.91	86.40	70.13	0%	0%	0%	54.98	63.51	29.24	45.26	93%	-66%	-48%	-58%	-35%
计算机	-6.45%	13.77%	-1.35%	27.23	23.94	24.26	78%	74%	74%	17.93	38.16	12.85	19.35	34%	-46%	-19%	-47%	-20%
环保	72.98%	4.90%	-3.38%	15.97	15.23	15.76	26%	12%	21%	16.52	25.09	13.02	17.26	37%	-14%	13%	-17%	10%
公用事业	70.21%	8.41%	-6.07%	16.63	15.34	16.33	58%	49%	56%	14.05	22.22	7.96	15.54	35%	-48%	1%	-51%	-5%
交通运输	325.38%	-0.81%	10.66%	72.56	73.15	66.11	100%	0%	0%	25.24	43.33	15.96	26.51	40%	-78%	-64%	-76%	-60%
商贸零售	-784.60%	232.87%	135.35%	-23.08	-6.93	-2.95	100%	0%	0%	48.85	105.40	17.11	29.91	81%	-347%	-531%	-681%	-1115%
其他	综合																	

资料来源：Wind，天风证券研究所

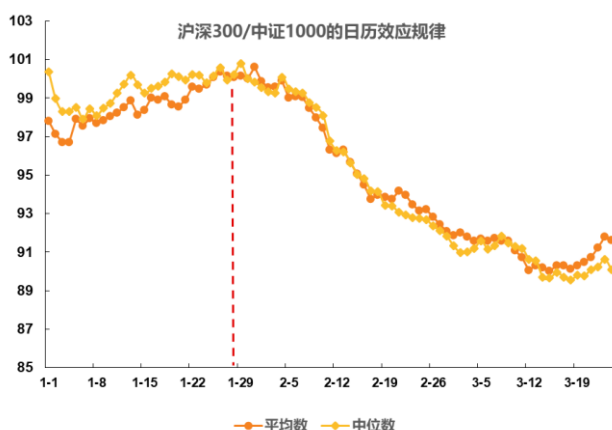
图 10：申万一级指数 PB&ROE 情况

数据截止2025/2/26		PB					ROE					PB-ROE 分位
		当前	历史最高	历史最低	历史中位	当前分位	当前	历史最高	历史最低	历史中位	当前分位	
上游原料	基础化工	1.89	3.87	1.51	2.45	17%	9%	18%	8%	11%	8%	10%
	钢铁	0.93	1.97	0.72	1.09	17%	6%	19%	2%	8%	30%	-13%
	有色金属	2.15	4.50	1.75	2.56	25%	13%	18%	4%	8%	71%	-46%
	建筑材料	1.02	2.82	0.83	1.92	4%	5%	19%	5%	13%	1%	3%
	煤炭	1.34	2.76	0.85	1.33	52%	13%	24%	4%	12%	63%	-12%
中游制造	石油石化	1.19	2.56	0.81	1.16	57%	11%	14%	3%	6%	76%	-19%
	电子	4.16	5.78	2.14	3.59	79%	8%	13%	7%	10%	14%	65%
	电力设备	2.51	6.61	1.83	3.18	30%	9%	16%	8%	10%	32%	-2%
	机械设备	2.56	3.49	1.72	2.48	56%	9%	13%	7%	9%	48%	8%
	国防军工	2.95	4.64	1.96	3.16	40%	5%	8%	4%	6%	26%	13%
下游消费	通信	2.24	3.99	1.20	2.34	46%	10%	18%	7%	12%	36%	10%
	农林牧渔	2.29	4.88	2.02	3.38	4%	10%	28%	6%	12%	30%	-26%
	汽车	2.65	3.66	1.46	2.27	85%	10%	15%	7%	10%	41%	45%
	家用电器	2.57	4.63	2.22	3.13	19%	17%	23%	15%	18%	15%	3%
	食品饮料	4.71	13.22	3.60	6.10	21%	23%	24%	17%	21%	98%	-77%
	纺织服饰	1.73	3.74	1.42	1.89	20%	10%	15%	9%	11%	5%	15%
	轻工制造	1.92	4.20	1.49	2.59	8%	10%	15%	8%	12%	24%	-16%
	医药生物	2.76	6.39	2.27	3.93	10%	10%	15%	10%	12%	11%	-2%
	社会服务	2.83	5.72	2.09	3.40	19%	12%	13%	4%	8%	95%	-76%
	传媒	2.58	5.56	1.59	2.42	62%	9%	12%	8%	10%	21%	42%
金融房建	美容护理	2.99	9.81	2.46	3.92	11%	10%	29%	9%	13%	3%	9%
	房地产	0.75	2.61	0.60	1.25	10%	4%	16%	3%	13%	0%	0%
	银行	0.66	1.19	0.49	0.74	37%	10%	17%	10%	12%	3%	34%
	非银金融	1.40	2.35	1.06	1.70	29%	9%	20%	6%	10%	32%	-3%
支持服务	建筑装饰	0.78	2.29	0.63	1.04	7%	10%	13%	10%	12%	3%	4%
	计算机	4.68	7.83	2.51	4.47	63%	9%	13%	8%	10%	24%	39%
	环保	1.51	4.33	1.19	1.85	11%	8%	14%	8%	10%	11%	0%
	公用事业	1.70	2.20	1.31	1.78	40%	10%	14%	7%	10%	72%	-32%
	交通运输	1.35	2.36	1.24	1.56	8%	10%	18%	7%	11%	19%	-11%
其他	商贸零售	1.70	3.20	1.19	2.22	17%	7%	10%	6%	8%	11%	6%
	综合	1.53	4.41	0.96	1.57	41%	3%	9%	3%	6%	0%	0%

资料来源：Wind，天风证券研究所

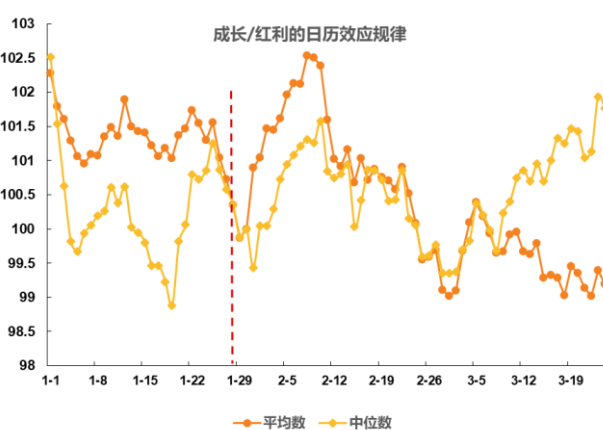
4. 风格日历效应跟踪

图 11：沪深 300/中证 1000 相对走势的日历效应：1 月后，小盘占优行情或延续至两会



资料来源：Wind，天风证券研究所（平均数、中位数意为按该指数历年的当日涨跌取平均数/中位数合成折线图，按 1 月 30 日定基为 100 进行复盘，选取范围为 2009 年以来）

图 12：国证成长/中证红利指数相对走势日历效应：Q1 成长/红利风格不明显



资料来源：Wind，天风证券研究所（平均数/中位数意为按该指数历年的当日涨跌取平均数/中位数合成折线图，按 1 月 30 日定基为 100 进行复盘，选取范围为 2009 年以来）

5. 风险提示

1) 过去历史经验仅供参考；2) 风格分类仅供参考；3) 政策出台和落地具备不确定性。

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
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房	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：100088	邮编：570102	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(0898)-65365390	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	邮箱：research@tfzq.com	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
		邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com