



Research and
Development Center

有些 2019 年的感觉

——策略周观点

2022 年 6 月 12 日

樊继拓
执业编号: S1500521060001
联系电话: 13585643916
邮箱: fanjituo@cindasc.com

证券研究报告

策略研究

策略周报

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

张颖锐 联系人
邮箱: zhangyingrui@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

有些 2019 年的感觉

2022 年 6 月 12 日

核心结论: 在 2022 年年度策略《V 型大震荡》中, 我们首次提出 2022 年股市可能是 V 型, 上半年类似 2018 年, 下半年类似 2019 年, 其实这一对比并不只是形态的对比, 而是基于不同盈利阶段, 牛熊状态的对比。4 月下旬以来的上涨, 最大的变化并不来自盈利或盈利预期, 虽然有疫情改善的影响, 但上涨最多的板块和疫情改善关系不大。主要是估值、资金和仓位回补的影响, 这一状态和 2019 年 Q1 的反弹非常类似。我们认为下半年股市的牛熊状态可能会类似 2019 年, 盈利尚没有出现趋势性改善, 但由于估值提前跌到位, 股市会先有一次估值修复, 然后等待验证盈利的逻辑。市场会在每一次经济预期担心释放后迎来较大的反弹 (2019 年 Q1、8-9 月), 而一旦验证盈利能否改善, 往往是低于预期的, 2019 年 4 月、7 月和 10 月, 三个季报披露期, 股市均偏弱。

- **(1) 盈利下降后期, 涨的是估值, 跌的是经济或盈利下行。**我们认为下半年股市的牛熊状态可能会类似 2019 年, 盈利依然没有出现趋势性改善, 但由于估值提前跌到位, 股市会先有一次估值修复, 然后等待验证盈利的逻辑。市场会在每一次经济预期担心释放后迎来较大的反弹 (2019 年 Q1、8-9 月), 而一旦验证盈利能否改善, 往往是低于预期的, 2019 年 4 月、7 月和 10 月, 三个季报披露期, 股市均偏弱。之所以会出现这一情况, 背后很重要的原因是, 2018 年杀估值和杀业绩都已兑现, 股市估值较低, 2019 年上市公司 ROE 是下降的, 但速度很慢, 对指数往上和往下的影响都不大。
- **(2) 2019 年经济盈利情况。**2019 年的经济特征是底部偏弱, 主要的预期变化出现在 Q1 和 Q4。2018 年底到 2019 年 Q1, 信贷和社融均大幅改善、PMI 有所回升。但二季度之后信贷增速有所回落, 信贷的改善持续性不强, 大部分经济指标 (GDP、工业增加值、投资等) 2019 年全年均偏弱。不过股市 2019 年基本已经不怎么受经济负面影响, Q1 上涨后, 后续虽然有回撤, 但再也没有回到 2018 年 Q4 的底部区域。期间白酒、半导体等产业机会不断涌现, 而且主要表现为估值的抬升, 因为大部分行业的 ROE 依然是偏弱的。
- **(3) 2019 年 Q1 第一波上涨, 非常迅猛, 主要是存量资金仓位回补。**2019 年市场企稳震荡是合理的, 但是相比 2018 年底, 指数中枢大幅抬升, 从经济和盈利的角度是没法解释的。特别是 2019 年 Q1, 把 2018 年全年的几乎大部分跌幅都涨回去了, 期间只是见到了信贷数据的超预期。从股市微观资金来看, 并没有较多的增量资金, 基金发行量维持低位, 期间市场的买入力量主要来自是存量的公募和私募大幅回补仓位。
- **风险因素:** 房地产市场超预期下行, 美股剧烈波动。



目录

一、策略观点：有些 2019 年的感觉	4
二、本周市场变化	9
风险因素	12

表目录

表 1：近期利多利空梳理	7
表 2：大类风格配置建议	8

图目录

图 1：当杀估值杀业绩均出现后，ROE 下降的后期，股市提前企稳（单位：点数）	4
图 2：2019Q1 社融有阶段性回升，之后再次回落（单位：%）	5
图 3：2019 年经济指标依然偏弱（单位：%）	5
图 4：2019 年大类行业 ROE 只有消费韧性不错（单位：%）	5
图 5：2019 年 Q1 居民新增资金不多（单位：%）	6
图 6：2019 年 Q1 存量资金仓位回补较快（单位：%）	6
图 7：2022 年的市场节奏（单位：点数）	6
图 8：A 股主要指数周涨跌幅（单位：%）	9
图 9：申万一级行业周涨跌幅（单位：%）	9
图 10：申万风格指数周/月涨跌幅（单位：%）	9
图 11：概念类指数周涨跌幅（单位：%）	9
图 12：全球市场重要指数周涨跌幅（单位：%）	10
图 13：重要商品指数周涨跌幅（单位：%）	10
图 14：2022 年全球大类资产收益率（单位：%）	10
图 15：沪股通累计净买入（单位：亿元）	10
图 16：融资余额（单位：亿元）	10
图 17：新发行基金份额（单位：亿份）	11
图 18：基金仓位估算（单位：%）	11
图 19：银行间拆借利率和公开市场操作（单位：%）	11
图 20：央行公开市场和国库定存净投放（单位：亿元）	11
图 21：长期国债利率走势（单位：%）	12
图 22：各类债券与同期限债券利差（单位：%）	12

一、策略观点：有些 2019 年的感觉

在 2022 年年度策略《V 型大震荡》中，我们首次提出 2022 年股市可能是 V 型，上半年类似 2018 年，下半年类似 2019 年，其实这一对比并不只是形态的对比，而是基于不同盈利阶段，牛熊状态的对比。4 月下旬以来的上涨，最大的变化并不来自盈利或盈利预期，虽然有疫情改善的影响，但上涨最多的板块和疫情改善关系不大。主要是估值、资金和仓位回补的影响，这一状态和 2019 年 Q1 的反弹非常类似。我们认为下半年股市的牛熊状态可能会类似 2019 年，盈利尚没有出现趋势性改善，但由于估值提前跌到位，股市会先有一次估值修复，然后等待验证盈利的逻辑。市场会在每一次经济预期担心释放后迎来较大的反弹（2019 年 Q1、8-9 月），而一旦验证盈利能否改善，往往是低于预期的，2019 年 4 月、7 月和 10 月，三个季报披露期，股市均偏弱。展望后市，战略上，2022 年可能是 V 型大震荡，上半年类似 2018 年，下半年类似 2019 年，战术上，未来半年，每一次季报期，可能都会有阶段性回撤，每一次季报空窗期，市场都可能还不错。

（1）盈利下降后期，涨的是估值，跌的是经济或盈利下行。我们认为下半年股市的牛熊状态可能会类似 2019 年，盈利依然没有出现趋势性改善，但由于估值提前跌到位，股市会先有一次估值修复，然后等待验证盈利的逻辑。市场会在每一次经济预期担心释放后迎来较大的反弹（2019 年 Q1、8-9 月），而一旦验证盈利能否改善，往往是低于预期的，2019 年 4 月、7 月和 10 月，三个季报披露期，股市均偏弱。之所以会出现这一情况，背后很重要的原因是，2018 年杀估值和杀业绩都已兑现，股市估值较低，2019 年上市公司 ROE 是下降的，但速度很慢，对指数往上和往下的影响都不大。

图 1：当杀估值杀业绩均出现后，ROE 下降的后期，股市提前企稳（单位：点数）

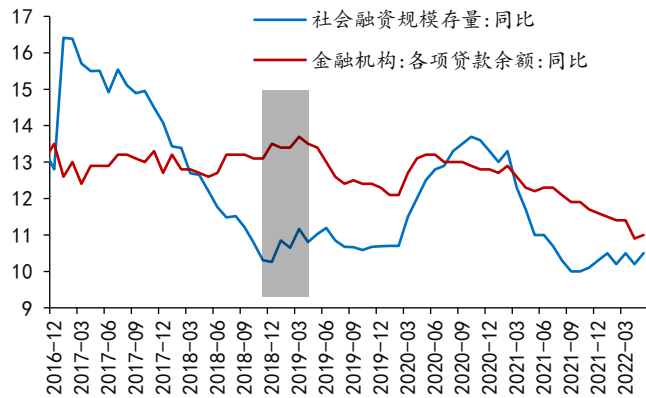


资料来源：万得，信达证券研发中心

（2）2019 年经济盈利情况。2019 年的经济特征是底部偏弱，主要的预期变化出现在 Q1 和 Q4。2018 年底到 2019 年 Q1，信贷和社融均大幅改善、PMI 有所回升。但二季度之后信贷增速有所回落，信贷的改善持续性不强，大部分经济指标（GDP、工业增加值、投资等）2019 年全年均偏弱。2019 年底，投资者开始预期新的库存周期启动，但由于疫情的影响，经济和盈利的真正回升直到 2021 年 Q2 才出现。

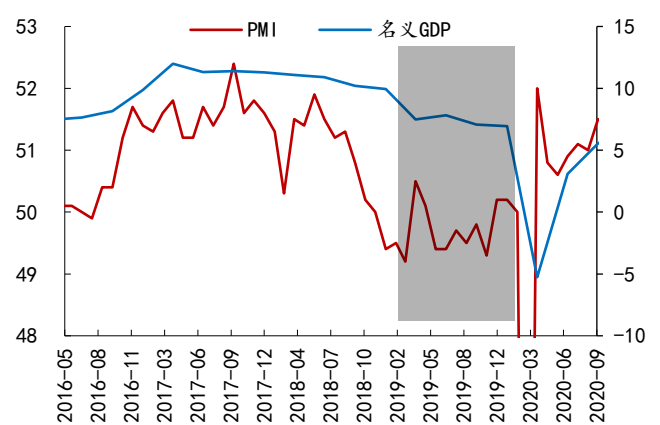


图 2：2019Q1 社融有阶段性回升，之后再次回落（单位：%）



资料来源：万得，信达证券研发中心

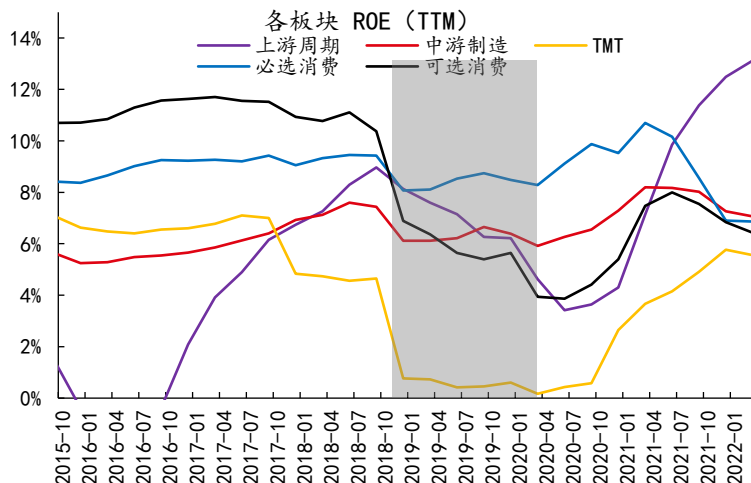
图 3：2019 年经济指标依然偏弱（单位：%）



资料来源：万得，信达证券研发中心

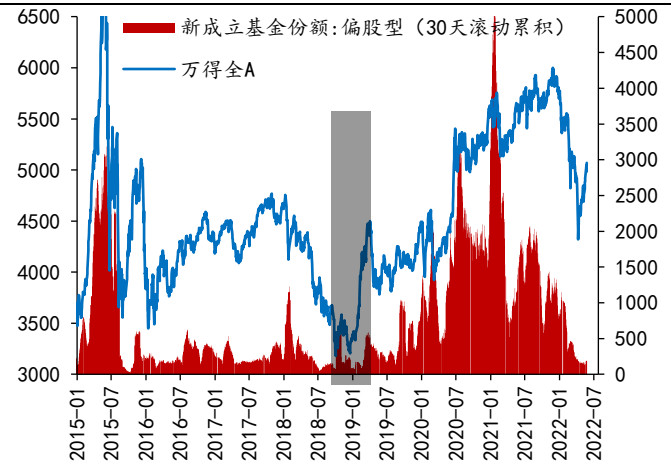
不过股市 2019 年基本已经不怎么受经济负面影响了，Q1 上涨后，后续虽然有回撤，但再也没有回到 2018 年 Q4 的底部区域。期间白酒、半导体等产业机会不断涌现，而且主要表现为估值的抬升，因为大部分行业的 ROE 依然是偏弱的。

图 4：2019 年大类行业 ROE 只有消费韧性不错（单位：%）

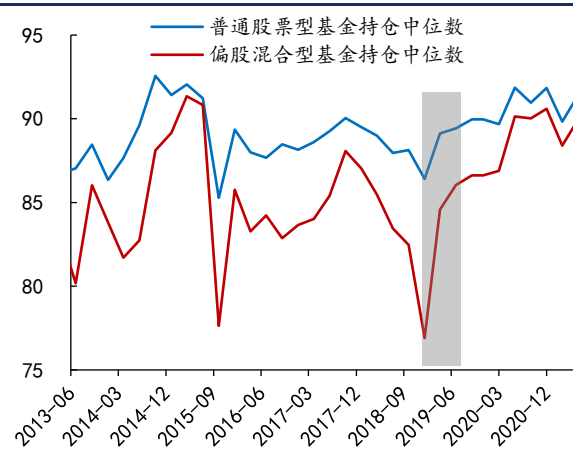


资料来源：万得，信达证券研发中心

(3) 2019 年 Q1 第一波上涨，非常迅猛，主要是存量资金仓位回补。2019 年市场企稳震荡是合理的，但是相比 2018 年底，指数中枢大幅抬升，从经济和盈利的角度是没法解释的。特别是 2019 年 Q1，把 2018 年全年的几乎大部分跌幅都涨回去了，期间只是见到了信贷数据的超预期。从股市微观资金来看，并没有较多的增量资金，基金发行量维持低位，期间市场的买入力量主要来自是存量的公募和私募大幅回补仓位。

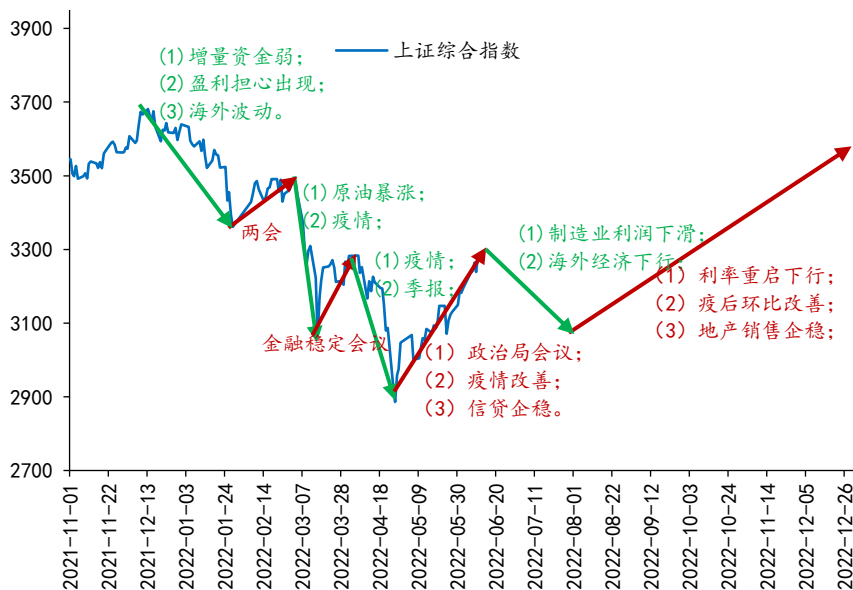
图 5：2019 年 Q1 居民新增资金不多（单位：%）


资料来源：万得，信达证券研发中心

图 6：2019 年 Q1 存量资金仓位回补较快（单位：%）


资料来源：万得，信达证券研发中心

（4）短期策略：下半年类似 2019 年。4 月底以来的上涨，和 2019 年 Q1 的上涨有很多相似的地方：（1）经济预期有小幅的修复，上海疫情的改善、5 月信贷数据、稳定经济大盘的会议等，但经济修复的速度并不是很快，指数却涨得很快。（2）最近 2 个月，股市新增资金非常少，基金发行量维持低迷，市场买入的力量，主要来自私募、保险、固收+等绝对收益型资金的仓位回补。展望后市，战略上，2022 年可能是 V 型大震荡，上半年类似 2018 年，下半年类似 2019 年，战术上，未来半年，每一次季报期，可能都会有阶段性回撤，每一次季报空窗期，市场都可能还不错。

图 7：2022 年的市场节奏（单位：点数）


资料来源：万得，信达证券研发中心

表 1：近期利多利空梳理

	事件
利多	(1) 中基协公告，为规范基金管理公司绩效考核与薪酬管理行为，健全长效激励约束机制，促进基金管理公司稳健经营和可持续发展，制定了《基金管理公司绩效考核与薪酬管理指引》； (2) 8 日国常会：对稳经济一揽子措施，尚未出台配套政策的要尽快推出； (3) 中国 5 月社融增量 27900 亿人民币，M2 同比增长 11.1%；新增人民币贷款 18900 亿人民币，前值 6454 亿人民币；
利空	(1) 美国 5 月 CPI 同比上升 8.6%；核心 CPI 中，5 月几乎所有细分项都上涨，贡献最大的是住房、机票、二手车、卡车以及新车指数。
未来重点事件	(1) 6 月美联储议息会议； (2) 6 月信贷和地产销售数据； (3) 7-8 月中报披露期。

资料来源：万得，信达证券研发中心

行业配置建议：未来半年，影响行业配置的因素将会有两大变化：(1) 股市已经进入熊市后期，接近熊转牛初期，股市资金活跃度和风险偏好会有一定的回归，按照历史上熊市后期和牛市初期的经验，超跌的部分成长消费可能会有不错的反弹，建议关注港股互联网、传媒、军工，消费中可关注超跌的家电，金融中开始增配非银。(2) 疫情后投资者开始逐渐预期经济恢复，短期是预期疫情后复工，中期关注稳增长能否见效果，一旦能观察到房地产销售改善，经济周期所处的阶段也会由稳增长预期变成经济回升预期，则风格也将会有所变化。稳增长相关的建筑、地产可以继续超配，直到房地产销售企稳。



表 2：大类风格配置建议

板块	配置建议
周期	年初以来全球商品价格强势，一方面反映的是长期产能建设不足的问题，另一方面，也有两个短期原因，第一，美国经济需求偏强，第二，去年商品价格上涨的趋势被政策干预，但其内在供需本来就应该涨到 2022 年上半年。随着价格的进一步上涨，上游周期对中下游需求的压制可能会改变美国经济复苏的进度，导致 2022 年下半年全球需求走弱。2022 年上半年大宗商品会见到一个战术性的高点，随后休整，到年底或明年初，可能还存在再次大幅上涨的可能。
消费	由于估值和持仓调整较大，去年 Q3-Q4 消费整体出现了较大的反弹，这一反弹主要是估值和筹码的修复。由于消费的数据并没有完全证明不受地产景气度下行和居民收入下滑的影响，所以反弹过后 2022 年初以来开始了二次调整。下一次大行情大概率要等下半年经济企稳前后。可以提前开始关注估值调整更快的家电和医药。
成长	新能源车、光伏、半导体等行业，长期需求逻辑顺畅，短期需求出现了分歧，供给层面 2022 年会面临比较确定的产能释放，风险收益比一般，去年底以来估值开始逐渐调整，一季报和二季报业绩可能均有些瑕疵。但是由于估值调整速度比业绩调整速度快，近期随着指数企稳，反而反弹幅度最大，由于自下而上业绩变化并不很明显，持续性取决于资金和风险偏好。建议关注港股互联网、传媒、军工，这些行业利润风险已经出清，估值调整较多，是短中长期均可超配的方向。
金融地产	稳增长政策虽然不能把行业基本面完全扭转，但可以排除经济出现失速风险的可能。历史上来看，稳增长相关的银行、地产、基建等板块一般会伴随稳增长政策有持续半年的超额收益。如果后续见到地产销售企稳，则其超额收益将进入尾声，现在还比较安全。非银在金融地产风格的后期会变强，可以逐渐超配。

资料来源：信达证券研发中心

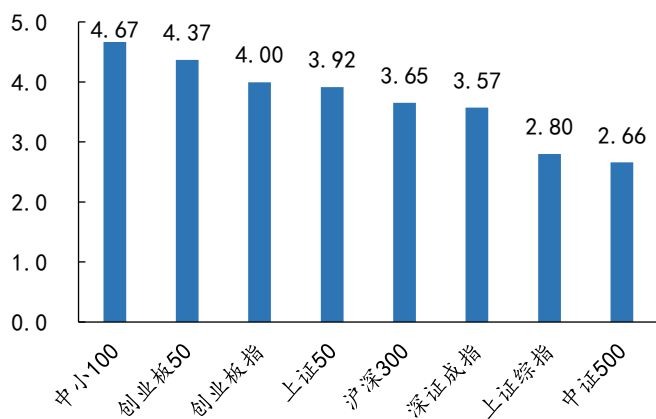
二、本周市场变化

本周 A 股主要指数全部上涨，其中中小 100（4.67%）领涨。申万一级行业本周多数上涨，其中煤炭（10.35%）、有色金属（7.92%）、石油石化（7.87%）涨幅居前，轻工制造（-1%）、电子（-0.74%）、家用电器（-0.67%）表现偏弱。概念股中，锂矿指数（15.12%）、海南省国资指数（12.35%）、盐湖提锂指数（9.76%）领涨，土地流转指数领跌（-5.09%）。

本周全球股市涨跌分化，俄罗斯 RTS（5.78%）、恒生指数（3.43%）、上证综指（2.8%）排名领先。商品市场中，PTA（12.68%）、PVC（2.1%）领涨。另外在 2022 年全球大类资产年收益率指标中，南华工业品指数（27.77%）、美元指数（8.57%）、黄金（2.31%）排名较高，而 MSCI 前沿市场指数（-18.53%）排名靠后。

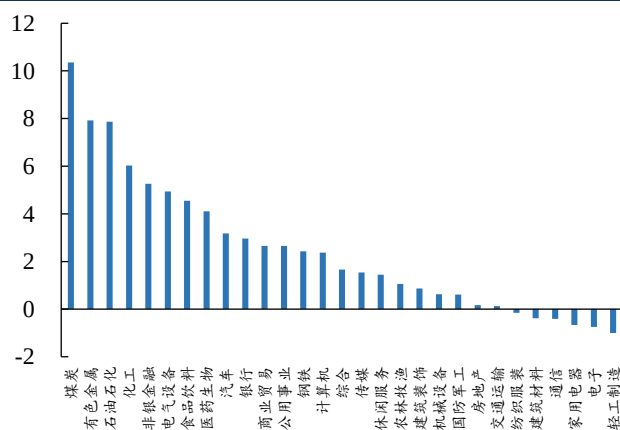
A 股市场资金方面，本周北上资金净流入共计 368.3 亿元（前值净流入 253.44 亿元）。本周央行公开市场操作逆回购投放 500 亿元，投放与到期量相同。截至 2022 年 6 月 11 日，银行间拆借利率本周均值相比上周有所下降，十年期国债收益率均值相比上周则有所上升。从公募机构股票持仓来看，普通股票型基金本周仓位均值相比上周略有上升，而偏股混合型基金持仓与上周相比小幅下降。

图 8：A 股主要指数周涨跌幅（单位：%）



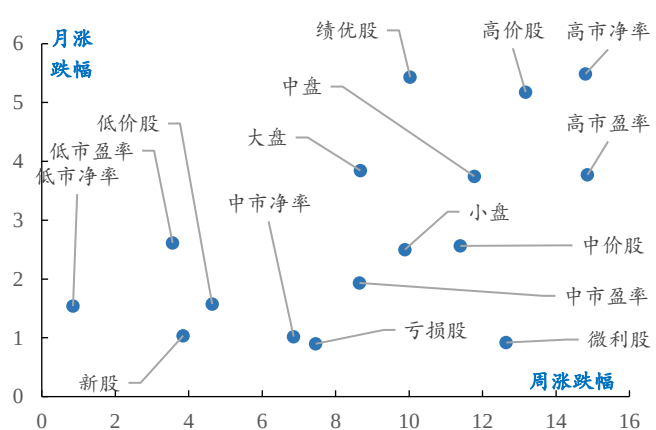
资料来源：万得，信达证券研发中心

图 9：申万一级行业周涨跌幅（单位：%）



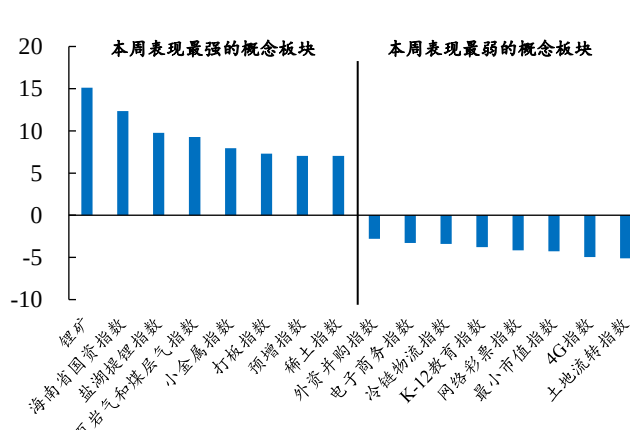
资料来源：万得，信达证券研发中心

图 10：申万风格指数周/月涨跌幅（单位：%）



资料来源：万得，信达证券研发中心

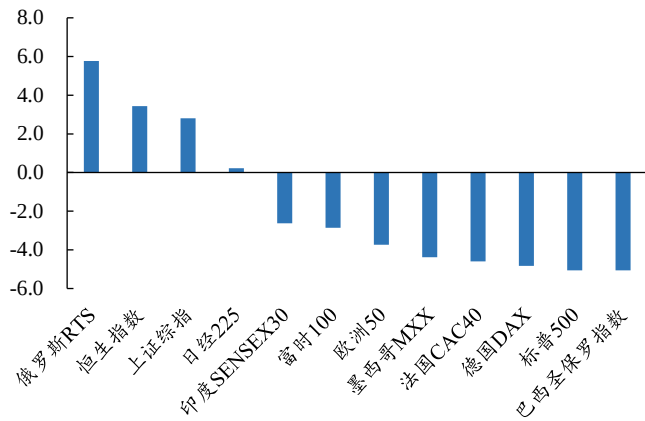
图 11：概念类指数周涨跌幅（单位：%）



资料来源：万得，信达证券研发中心

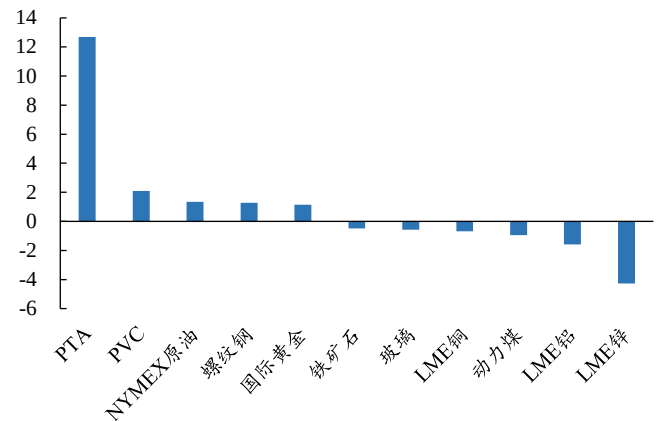


图 12: 全球市场重要指数周涨跌幅 (单位: %)



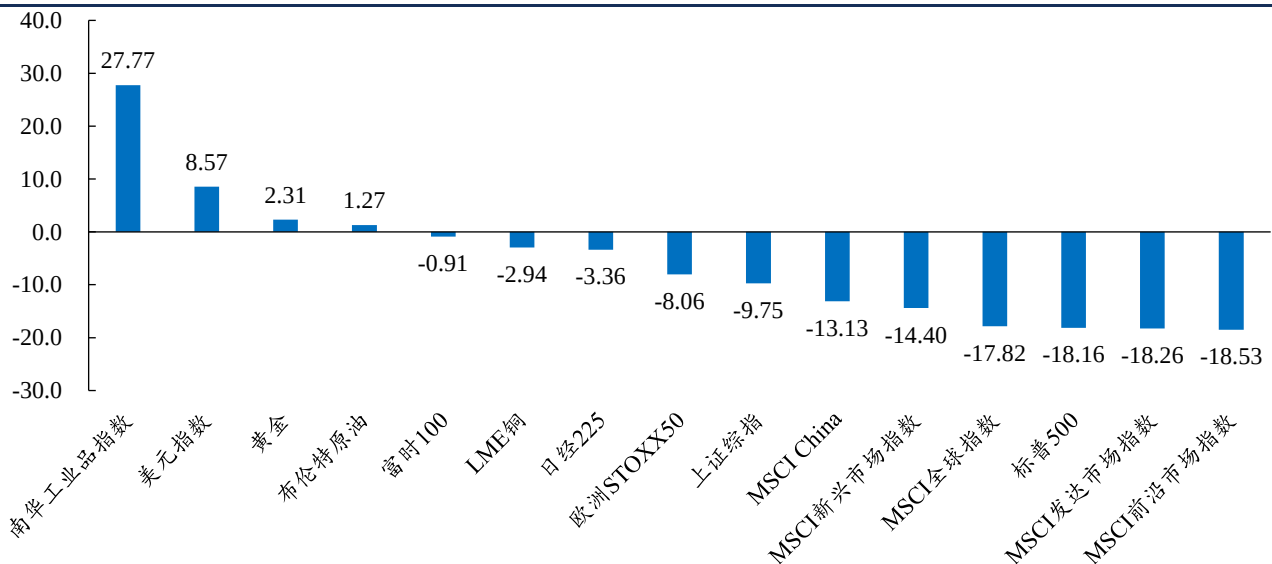
资料来源: 万得, 信达证券研发中心

图 13: 重要商品指数周涨跌幅 (单位: %)



资料来源: 万得, 信达证券研发中心

图 14: 2022 年全球大类资产收益率 (单位: %)



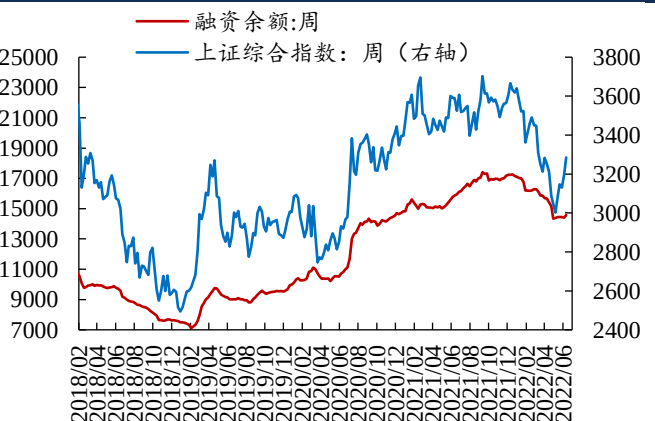
资料来源: 万得, 信达证券研发中心

图 15: 沪股通累计净买入 (单位: 亿元)



资料来源: 万得, 信达证券研发中心

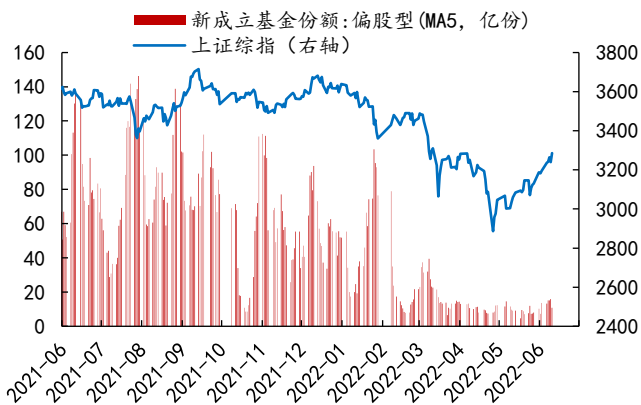
图 16: 融资余额 (单位: 亿元)



资料来源: 万得, 信达证券研发中心

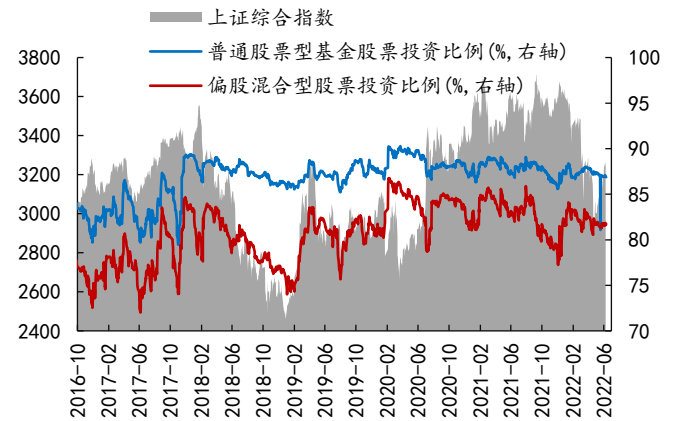


图 17: 新发行基金份额 (单位: 亿份)



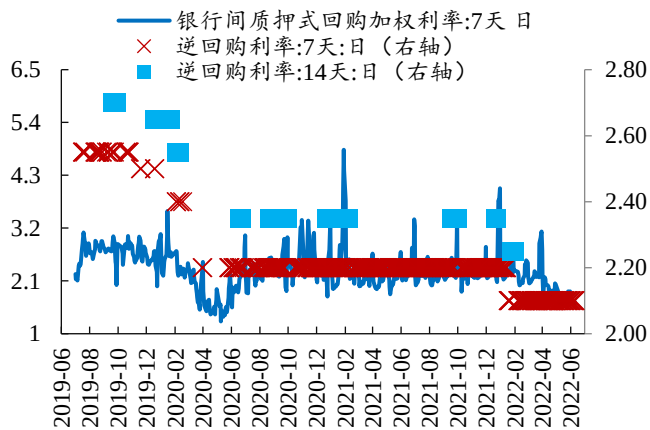
资料来源: 万得, 信达证券研发中心

图 18: 基金仓位估算 (单位: %)



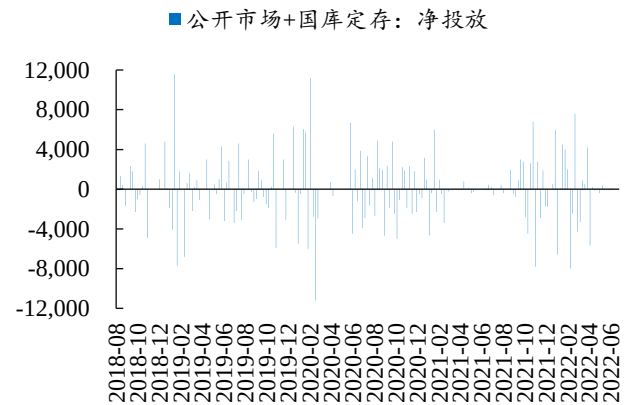
资料来源: 万得, 信达证券研发中心

图 19: 银行间拆借利率和公开市场操作 (单位: %)



资料来源: 万得, 信达证券研发中心

图 20: 央行公开市场和国库定存净投放 (单位: 亿元)



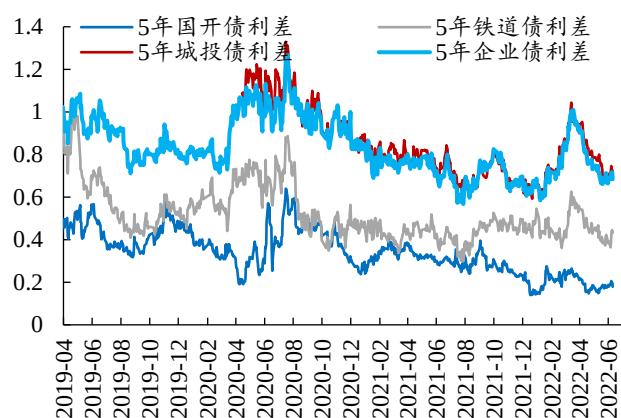
资料来源: 万得, 信达证券研发中心

图 21：长期国债利率走势（单位：%）



资料来源：万得，信达证券研发中心

图 22：各类债券与同期限债券利率差（单位：%）



资料来源：万得，信达证券研发中心

风险因素

房地产市场超预期下行，美股剧烈波动。

研究团队简介

樊继拓，信达证券策略首席分析师，8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。2018-2021年代表观点：2018年6月《全面对比2011年熊市》，2019年3月《3月震荡，4月决断》，2019年8月《战略性看多A股》，2020年6月《增量资金已是趋势》。

李畅，华东师范大学世界经济硕士，3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，3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	李若琳	13122616887	liruolin@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	许锦川	13699765009	xujinchuan@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。