

信义山证 汇通天下

证券研究报告

策略

风烟俱净，回归结构性行情

—2022 年第 23 期

2022 年 6 月 11 日

策略研究/定期报告

山证策略团队

分析师：

张治

执业登记编码：S0760522030002

邮箱：zhangzhi@sxzq.com

策略团队成员：

范鑫

邮箱：fanxin@sxzq.com

➤ 一周视角：

近期公布的多项数据释放国内经济正在积极开展“疫后修复”的信号，经济边际改善的同时结构性问题仍然突出。4 月疫情恶化对物流、生产、消费均造成严重冲击，而多地积极推进“复工复产”的成效逐步显现，5 月国内物流效率明显提升，外贸数据亦超预期回暖，特别是出口同比环比增速均大幅抬升，对国内经济形成一定支撑。然而，国内经济环境有所好转只是相对于 4 月而言，部分宏观数据表现“亮眼”多源自对 4 月的“填坑”，我们需要认识到，国内经济增长动力不足的问题依旧突出，“结构性”滞胀为当前宏观经济环境的突出特点。传统能源、新能源上游供给仍然偏紧，中上游价格短期内“热度”难降，而在 CPI 温和上行的环境中，人民币贬值不会对货币政策造成严重掣肘，当前政策面信号明确，流动性仍将加码宽松以助力经济平稳走过下行期，直至宽信用现拐点。海外方面，欧洲央行周内提及按计划于 7 月 1 日正式结束净资产购买，并将于 7 月议息会议中宣布开启加息，表态偏鹰，带动欧债收益率上行，美国 5 月 CPI 同比增速再创新高，加码紧缩预期走升。此外，周内世界银行将 2022 年全球经济增长预期下调至 2.9%，并警告存在滞胀风险。综合来看，全球经济周期分化，但当前均面临“滞胀”压力，而国内政策更关注“滞”，欧美国家更关注“胀”，后续须重点关注国内经济拐点信号以及海外紧缩环境中的流动性风险。

市场方面，本周市场主要指数再度收涨，创业板指周涨 4.0%延续强势，高估值风格强者恒强，整体涨势较优，周期、金融风格涨幅居前，其中，煤炭开采、石油化工、能源金属、非金属材料等中上游板块造好，锂电、光伏、CRO 等赛道股同样延续涨势。此外，市场情绪明显有所改善，沪深两市 5 日成交额占流通市值比例大幅上行，场内杠杆资金回升，北向资金连续 10 日净流入，大举加码 A 股。估值方面，A 股整体估值再度上修，但中小盘估值仍位于历史低位。往后看，我们认为，此轮反弹行情基本告一段落，基本面、交易面的边际改善均难以支撑 A 股进一步上行反转，后市将在震荡中演绎结构性行情，重点把握以下两点：一是，“胀”延续叠加稳增长逻辑中有望受益的行业，包括紧供给的中上游行业及高景气的新基建。二是，“滞”修复叠加政策助力之下有望边际改善的消费。

➤ 行业配置：

我们依旧看好：（1）上游资源板块（煤炭、石油石化、工业金属、锂）；（2）实物消费板块（食品饮料、农业、家电）；（3）高景气支撑下的成长板块（军工、新能源）；（4）微观供应收缩逻辑中的市场调整（地产、互联网）。



请务必阅读最后一页股票评级说明和免责声明

1

目录

一、 市场回顾.....	3
二、 策略观点.....	5
三、 本周大类资产表现.....	6
四、 市场情绪.....	7
五、 北向资金跟踪.....	7
风险提示.....	8

图表目录

图 1： 本周大类资产表现.....	6
图 2： 成交动向.....	7
图 3： 场内杠杆资金.....	7
图 4： 北向资金情况.....	7

一、市场回顾

➤ A股三大股指全面上扬，北向资金连续10日净买入

市场方面，近五个交易日，万得全A指数连续上行，本周累计上涨3.01%。市场成交额放量超5万亿元，北向资金全周单边合计净流入368.31亿元。近五个交易日，煤炭、有色金属、石油石化、基础化工、非银金融涨幅居前，轻工制造、电子、家用电器、通信、环保跌幅居前。

➤ 我国外贸结构持续优化，5月主要进口大宗商品量价齐升

6月9日，海关总署发布数据显示，今年前5个月，我国进出口总值16.04万亿元人民币，同比增长8.3%。其中，出口8.94万亿元，增长11.4%；进口7.1万亿元，增长4.7%；贸易顺差1.84万亿元，扩大47.6%。5月份，我国进出口总值3.45万亿元，增长9.6%。其中，出口1.98万亿元，增长15.3%；进口1.47万亿元，增长2.8%；贸易顺差5028.9亿元，扩大79.1%。前5个月我国外贸结构持续优化，一般贸易进出口10.27万亿元，同比增长12%；我国对东盟、欧盟、美国、韩国分别进出口2.37万亿元、2.2万亿元、2万亿元和9707.1亿元，同比分别增长8.1%、7%、10.1%和8.2%，东盟继续为我国第一大贸易伙伴，占我国外贸总值的14.8%；我国与“一带一路”沿线国家进出口同比增长16.8%，与RCEP其他14个成员国同比增长4.2%。总体来看，今年5月份主要进口大宗商品与去年同期相比量价齐升，进口值大幅增长31%，进口量小幅增长4%。具体而言，今年5月份对比去年同期，原油、大豆和铜矿砂等进口大宗商品量价齐升，煤炭、天然气和成品油进口量减价扬，钢材进口量价齐跌。

➤ 5月CPI同比涨幅保持稳定，翘尾因素拖累PPI继续回落

6月10日，国家统计局发布数据显示，5月全国居民消费价格（CPI）同比上涨2.1%。其中，城市上涨2.1%，农村上涨2.1%；食品价格上涨2.3%，非食品价格上涨2.1%；消费品价格上涨3.0%，服务价格上涨0.7%。1—5月平均，全国居民消费价格比上年同期上涨1.5%。5月份，全国居民消费价格环比下降0.2%。其中，城市下降0.2%，农村下降0.1%；食品价格下降1.3%，非食品价格上涨0.1%；消费品价格下降0.3%，服务价格持平。5月份，全国工业生产者出厂价格（PPI）同比上涨6.4%，环比上涨0.1%；工业生产者购进价格同比上涨9.1%，环比上涨0.5%。1—5月平均，工业生产者出厂价格比上年同期上涨8.1%，工业生产者购进价格上涨10.8%。整体而言，5月份，国内疫情防控形势持续向好，消费市场供应总体充足，CPI环比转降，同比涨幅保持稳定。地区各部门高效统筹疫情防控和经济社会

发展，保障重点产业链供应链畅通稳定，PPI 环比和同比涨幅均继续回落。但是当前地缘冲突并未平息，供应链紧张下大宗商品价格上涨带来的外部输入性通胀风险仍不可忽视。

➤ 5 月社融增量创历史同期次新高，M2-M1 剪刀差继续走阔

6 月 10 日，中国人民银行公布数据显示，5 月中国社会融资规模增量为 2.79 万亿元，比上年同期多 8399 亿元，预期 2.37 万亿元，前值 0.91 万亿元。5 月末社会融资规模存量为 329.19 万亿元，同比增长 10.5%。5 月 M2 货币供应同比增长 11.1%，前值 10.5%；M1 同比增长 4.6%，前值 5.1%；M0 同比增长 13.5%，前值 11.4%。5 月份人民币贷款增加 1.89 万亿元，同比多增 3920 亿元。分部门看，住户贷款增加 2888 亿元，同比少增 3344 亿元；企（事）业单位贷款增加 1.53 万亿元，同比多增 7291 亿元；非银行业金融机构贷款增加 461 亿元，同比少增 163 亿元。从数据来看，疫情改善、政策发力带动 5 月金融数据超预期，新增社融创历史同期次新高。但 M2-M1 剪刀差继续走阔，信贷主要依靠票据和短期贷款推升，中长期贷款表现依然偏弱，融资结构有待进一步改善。

➤ 欧央行货币政策会议“全面放鹰”，美国 5 月 CPI 再刷 40 年新高

6 月 9 日周四，欧洲央行公布最新政策决议，维持三大关键利率不变，并决定自 2022 年 7 月 1 日起终止资产购买计划的净资产购买。欧洲央行同时确认，将在下月的货币政策会议上加息 25 个基点，并在 9 月再次加息。如果欧元区通胀形势未见好转，9 月份的加息幅度可能会更大。欧洲央行行长拉加德强调，加息将是一个渐进的过程，最终目标是将欧元区通胀降至 2% 的基准。6 月 10 日，美国劳工统计局公布数据显示，美国 CPI 同比上涨 8.6%，创 1981 年 12 月以来新高，并高于上月及预期的 8.3% 增幅；CPI 环比增长 1%，显著高于预期的 0.7% 和上月的 0.3%。核心 CPI 同比上涨 6%，较上月的 6.2% 有所回落，但依然高于预期的 5.9%；核心 CPI 环比增长 0.6%，与上月增幅持平，但高于预期的 0.5%。从细分项来看，能源成本主导了整体 CPI 的飙升，能源价格指数同比上涨了 34.6%，是自 2005 年 9 月以来最大的同比涨幅；5 月住房价格同比上升 5.45%，高于 4 月份的 5.14%，为 1991 年以来的最高水平；租金同比上涨 5.22%，高于 4 月份的 4.82%，创历史新高。整体而言，海外通胀压力仍然严峻，欧洲央行鹰派收紧政策的预期，美国 5 月 CPI 超预期加速大幅上涨，粉碎了通胀已经见顶并开始回落的希望，给美联储延长一系列激进加息施加了压力，抗击通胀继续成为首要经济任务。

二、策略观点

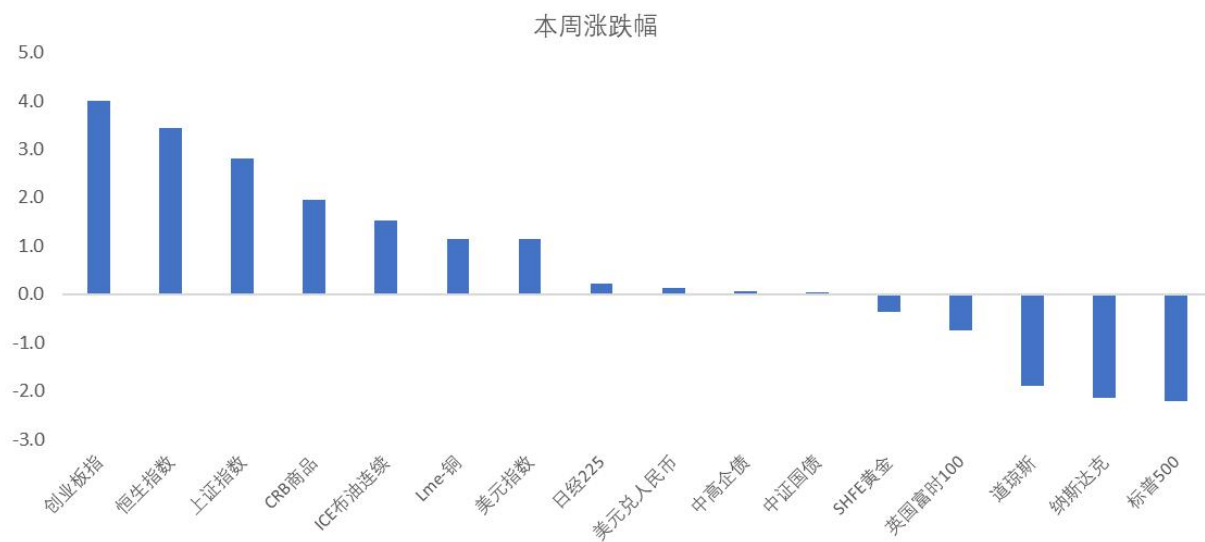
宏观经济层面，近期公布的多项数据释放国内经济正在积极开展“疫后修复”的信号，经济边际改善的同时结构性问题仍然突出，“稳增长”压力依然不小。4月一线城市疫情恶化对物流、生产、消费均造成严重冲击，而多地积极推进“复工复产”的成效逐步显现，5月国内物流效率明显提升，外贸数据亦超预期回暖，特别是出口同比环比增速均大幅抬升，对国内经济形成一定支撑。然而，经济下行压力边际放缓、国内经济环境有所好转只是相对于4月而言，部分宏观数据表现“亮眼”多源自对4月的“填坑”，我们需要认识到，国内经济增长动力不足的问题依旧突出，“结构性”滞胀为当前宏观经济环境的突出特点。传统能源、新能源上游供给仍然偏紧，中上游价格短期内“热度”难降，而在CPI温和上行的环境中，人民币贬值不会对货币政策造成严重掣肘，当前政策面信号明确，流动性仍将加码宽松以助力经济平稳走过下行期，直至宽信用现拐点。海外方面，欧洲央行周内提及按计划于7月1日正式结束净资产购买，并将于7月议息会议中宣布开启加息，表态偏鹰，带动欧债收益率上行，美国5月CPI同比增速再创新高，加码紧缩预期走升。此外，周内世界银行发布《全球经济展望》报告，将2022年全球经济增长预期下调至2.9%，较1月份4.1%的预测下降1.2个百分点，并警告存在滞胀风险。综合来看，全球经济周期分化，但当前均面临“滞胀”压力，而国内政策更关注“滞”，欧美国家更关注“胀”，后续须重点关注国内经济拐点信号以及海外紧缩环境中的流动性风险。

市场方面，本周市场主要指数再度收涨，创业板指周涨4.0%延续强势，高估值风格强者恒强，整体涨势较优，周期、金融风格涨幅居前，其中，煤炭开采、石油化工、能源金属、非金属材料等中上游板块造好，锂电、光伏、CRO等赛道股同样延续涨势。此外，市场情绪明显有所改善，沪深两市5日成交额占流通市值比例大幅上行，场内杠杆资金回升，北向资金连续10日净流入，大举加码A股。估值方面，A股整体估值再度上修，但中小盘估值仍位于历史低位。往后看，我们认为，此轮反弹行情基本告一段落，基本面、交易面的边际改善均难以支撑A股进一步上行反转，海外紧缩预期走升进一步施压，后市将在震荡中演绎结构性行情，重点把握以下两点：一是，“胀”延续叠加稳增长逻辑中有望受益的行业，包括紧供给的中上游行业及高景气的新基建。二是，“滞”修复叠加政策助力之下有望边际改善的消费。

配置方面，我们依旧看好：（1）上游资源板块（煤炭、石油石化、工业金属、锂）；（2）实物消费板块（食品饮料、农业、家电）；（3）高景气支撑下的成长板块（军工、新能源）；（4）微观供应收缩逻辑中的市场调整（地产、互联网）。

三、本周大类资产表现

图 1：本周大类资产表现



资料来源：wind，山西证券研究所

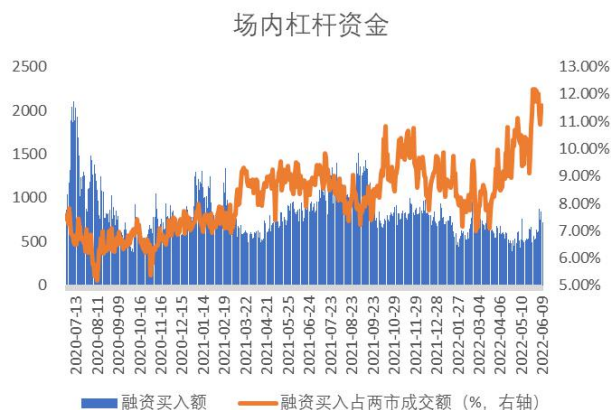
四、市场情绪

图 2：成交动向



资料来源：wind，山西证券研究所

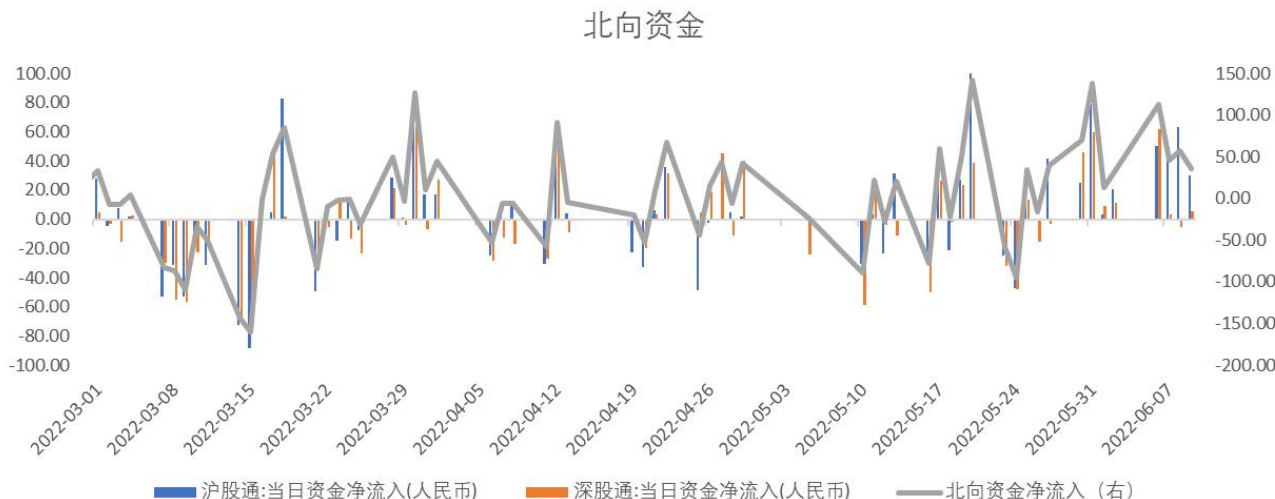
图 3：场内杠杆资金



资料来源：wind，山西证券研究所

五、北向资金跟踪

图 4：北向资金情况



资料来源：wind，山西证券研究所

风险提示

1. 全球流动性超预期收紧。

当前欧美物价上行压力不断走升，通胀失控风险加剧，在地缘冲突扰动及供应链问题之下，警惕欧美央行超预期加息缩表，引发全球流动性的超预期收紧。

2. 宏观经济增速超预期下滑。

国内经济环境较为复杂，消费复苏略显乏力，上游原材料价格上行压力难缓或挤压中下游企业利润空间，甚至影响其经营，警惕宏观经济增速在内忧外扰之下出现超预期下滑。

3. 全球能源危机进一步加剧。

全球能源供需格局偏紧带动价格维持高位，地缘冲突进一步推升了石油、煤炭等能源价格的上行，近期欧美持续加码对俄制裁，同时或将延伸至能源出口方面，警惕由此带来的全球能源危机加剧。

分析师承诺：

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息，但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险，投资需谨慎。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。在任何情况下，公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期，公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则，公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构；禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人，提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所：



上海

上海市浦东新区杨高南路 799 号陆家嘴
世纪金融广场 3 号楼 802 室

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话：0351-8686981
<http://www.i618.com.cn>

深圳

广东省深圳市福田区林创路新一代产业
园 5 栋 17 层

北京

北京市西城区平安里西大街 28 号中海
国际中心七层
电话：010-83496336