

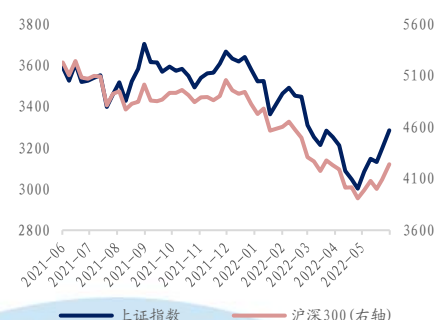
中航证券研究所
 公司首席经济学家：董忠云（S064515120001）
 研究助理：王茹丹（S0640120090031）
 电话：010-59219582
 邮箱：wangrd@avicsec.com

反弹或是反转？有待经济数据进一步验证

策略周报

2022年6月11日

市场走势



近期报告

中航策略周报：《美联储6月将缩表加息，关注市场结构性机会》

中航策略周报：《短期市场悲观情绪修复后，A股的趋势性上行仍需更多稳增长政策扶持》

中航策略周报：《赎回潮已退，静待A股企稳回升》

中航策略周报：《利空渐尽，A股中期机会大于风险》

中航证券策略周报：《内外扰动下，5月市场或震荡整理》

中航证券策略周报：《中航证券首席经济学家董忠云：政策护航下，短期A股仍具备上行空间》

中航证券策略周报：《稳增长政策下，市场短期延续反弹》

中航证券策略周报：《市场正酝酿一波反弹行情》

中航证券策略周报：《A股逐渐具备中枢抬升的条件》

核心观点：

- 本周，上海、北京逐步恢复生产生活秩序。悲观情绪修复，本周市场进一步反弹，各大宽基指数普涨。部分基本面尚未出现好转的企业也乘势上涨，这其中包括部分估值较高、基本面尚未出现明显好转的公司。
- 市场目前已处于底部回升的阶段。上证指数自4月26日探底2886点后开始企稳回升，截至本周五已上涨12.17%。部分行业已接近收回前期跌幅。短期内，在各种政策落地的实际效果开始显现前，A股的上行会较为曲折。国内来看，目前仍处于政策的验证期，A股未来持续的上行需以经济好转符合预期作为坚实支撑。进一步上涨动能或需等待经济复苏数据的验证。外部来看，6月以来美联储已正式启动缩表，从过去的经验来看，缩表所带来的流动性冲击通常会引发新兴市场及A股的震荡。因此，后续我们仍需警惕美联储6月缩表加息引发的震荡调整压力。基于以上因素，我们认为当下时点稳增长行情尚未结束。短期内，受益于供需关系的上游资源品及享受政策利好的新老基建领域增长确定性相对更强。
- 经济数据的好转是A股趋势性上行的支撑。回顾2004年以来底部情况，A股反转往往出现在社融数据触底反转后数月。社融数据好转是A股趋势性上行的支撑。和2020年疫情后的复苏相比，本轮疫情反弹前，经济已处于下行区间。这意味着本轮A股在趋势性反转之前或将经历一段反复磨底的阶段。
- 当前我国经济状况与08年有相似之处，都为稳增长政策扶持下的经济复苏。政府大力投入基建等领域，同时放松地产政策。08年社融数据回升两个月后，A股反转点正式出现。今年，国内疫情叠加海外不稳定因素对我国经济造成拖累。为呵护经济，监管机构频频出台政策。在稳增长政策的扶持下，5月社融数据整体边际向好，但结构上尚未显著改善。短期，在稳增长政策的实施效果还未在经济数据中明显体现时，反

股市有风险 入市须谨慎

中航证券研究所发布 证券研究报告

请务必阅读正文后的免责条款部分

联系地址：北京市朝阳区望京街道望京东园四区2号楼中航产融大厦中航证券有限公司
 公司网址：www.avicsec.com
 联系电话：010-59562524
 传 真：010-59562637

中航证券研究所
公司首席经济学家：董忠云（S064515120001）
研究助理：王茹丹（S0640120090031）
电话：010-59219582
邮箱：wangrd@avicsec.com

反弹或是反转？有待经济数据进一步验证

策略周报

2022年6月11日

弹仍有曲折。但一旦经济数据得以验证，反弹将逐步转为持续且稳定的反转行情。预计这一变化将在3季度到来。

- **行业轮动顺序或为基建—消费—成长：**我们以2008年11月3日为起点观察各行业累计收益率，从历史经验预测本轮反转行情的板块轮动。08年反弹时先为基建领涨，随后，政府出台有关政策振兴消费，消费有关板块强势上涨。10年3月的政府工作报告提出要抢占经济科技制高点，随后电子行业跑赢汽车及基建、地产相关行业。参考历史经验，我们认为A股此轮的反转，基建、消费、成长投资机会将依次逐渐增大。短期资金仍将布局于增长确定性较强的行业，如新老基建及消费领域。中期，稳增长政策兑现下，随着经济及企业盈利拐点的到来，市场将从价值风格逐渐向成长风格过度。
- **警惕美联储加息缩表带来的压力：**相较于2013年，美联储此次taper与市场进行了更为充分的沟通，对美债市场冲击或弱于13年。但相比上一轮，本轮美联储缩表节奏明显加速。Taper启动后，中美金融周期错配将更显性化，中美利差短期内可能继续收窄，人民币存在阶段性的贬值压力。短期内，我们在把握结构性行情的同时仍需警惕美联储6月缩表加息引发的震荡调整压力。
- **投资建议：**美联储缩表对利率及流动性都会造成一定影响，稳增长主线上的价值股及短期内估值处于较低区间、业绩增长确定性强的成长股更具上涨潜力。板块方面，围绕稳增长政策布局的基建相关领域具备长期的确定性，我们继续看好新基建领域，特别是新能源方面。受益于美国豁免东南亚光伏组件关税，光伏行业有望迎来需求加速放量。方向上，建议关注：1. 交通、能源、水利、产业基础设施、城市基础设施等稳增长最为明确的领域以及具备成长及稳增长双重属性的新基建领域。2. 疫情复苏和复工复产主线的投资机会，如休闲服务、食品饮料、电气设备等。3. 全球通胀抬升的背景下，供需缺口受益的煤炭、有色金属等相应资源板块。

股市有风险 入市须谨慎

中航证券研究所发布 证券研究报告

请务必阅读正文后的免责条款部分

联系地址：北京市朝阳区望京街道望京东园四区2号楼中航产融大厦中航证券有限公司
公司网址：www.avicsec.com
联系电话：010-59562524
传 真：010-59562637

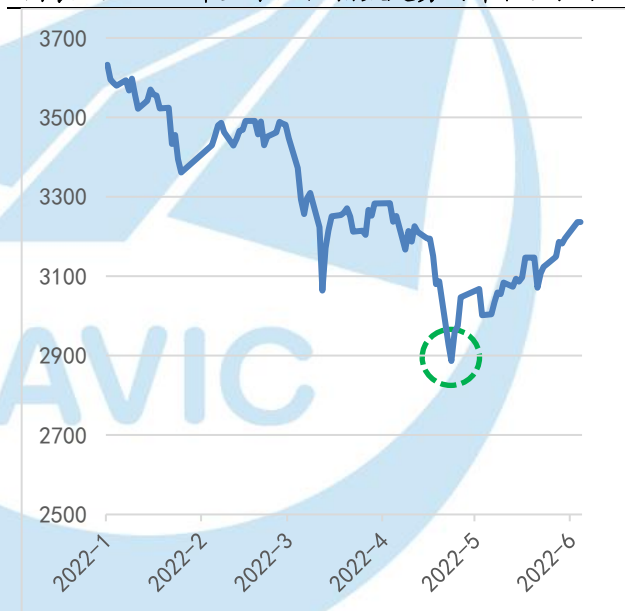
本周市场回顾:

本周,上海、北京逐步恢复生产生活秩序。受益于悲观情绪修复,本周市场进一步反弹,各大宽基指数普涨。其中中小板指表现强势,涨幅高达 4.67%,中证 500 表现相对较弱,涨幅为 2.66%。分行业来看,本周有色金属,化工,非银金融涨幅居前,涨幅分别为 7.92%, 6.03%, 5.26%。轻工制造,电子,家用电器等行业出现下跌,跌幅分别为 1.00%, 0.74%, 0.67%。部分基本面尚未出现好转的企业也乘势上涨,以消费为例,消费的修复受居民收入影响。在这一轮经济复苏周期中,受疫情影响,企业盈利尚未迎来显著修复,无法传导到居民收入端抬升消费意愿。但本周消费板块整体上涨 2.98%,这其中包括部分估值较高、基本面尚未出现明显好转的公司。当前 A 股整体市场估值为 17.57 倍,较上周上涨 2.85%;本周日均换手率为 1.42%,较上周上涨 0.18%;本周日均成交额为 10562.46 亿元,较上周上涨 1754.67 亿元。

正文:

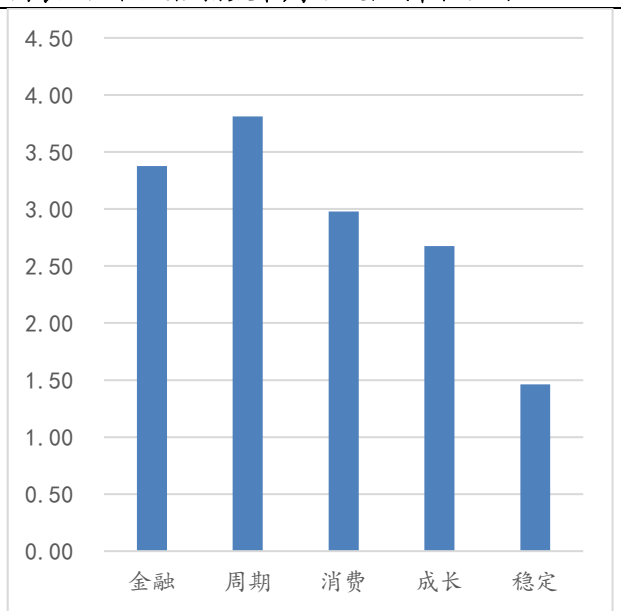
市场目前已处于底部回升的阶段。上证指数自 4 月 26 日探底 2886 点后开始企稳回升,截至本周五已上涨 12.17%。部分行业已接近收回前期跌幅。短期内,在各种政策落地的实际效果开始显效前,A 股的上行会较为曲折。国内来看,目前仍处于政策的验证期,A 股未来持续的上行需以经济好转符合预期作为坚实支撑。进一步上涨动能或需等待经济复苏数据的验证。外部来看,6 月以来美联储已正式启动缩表,从过去的经验来看,缩表所带来的流动性冲击通常会引发新兴市场及 A 股的震荡。因此,后续我们仍需警惕美联储 6 月缩表加息引发的震荡调整压力。基于以上因素,我们认为当下时点稳增长行情尚未结束。短期内,受益于供需关系的上游资源品及享受政策利好的新老基建领域增长确定性相对更强。

图表 1: 2022 年至今上证指数走势 (单位: 点)



资料来源: Wind、中航证券研究所

图表 2: 各风格指数本周涨跌幅 (单位: %)

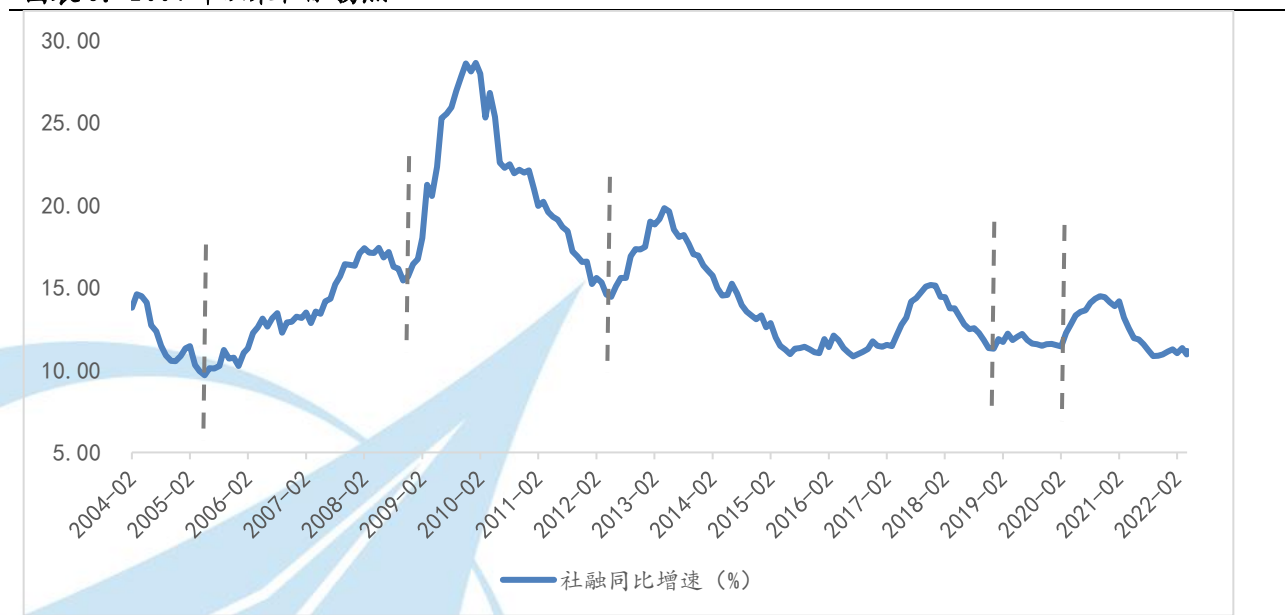


资料来源: Wind、中航证券研究所

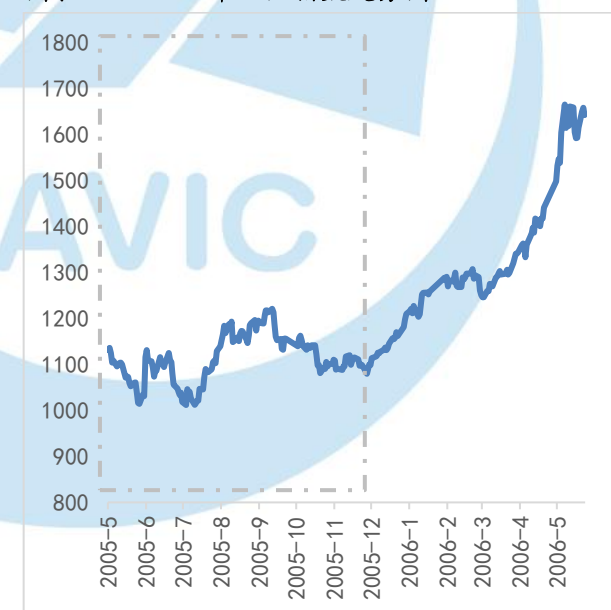
1. A 股的反转依赖于基本面的改善

经济数据的好转是 A 股趋势性上行的支撑。回顾 2004 年以来底部情况, A 股反转往往出现在社融数据触底反转后数月。2005 年 5 月,社融同比增速见底, A 股则在磨底 7 个月后,于 2005 年 12 月反转,开始趋势性上行; 2008 年 10 月,社融同比增速行至拐点, A 股则在 2009 年 1 月迎来拐点; 2012 年 5 月社

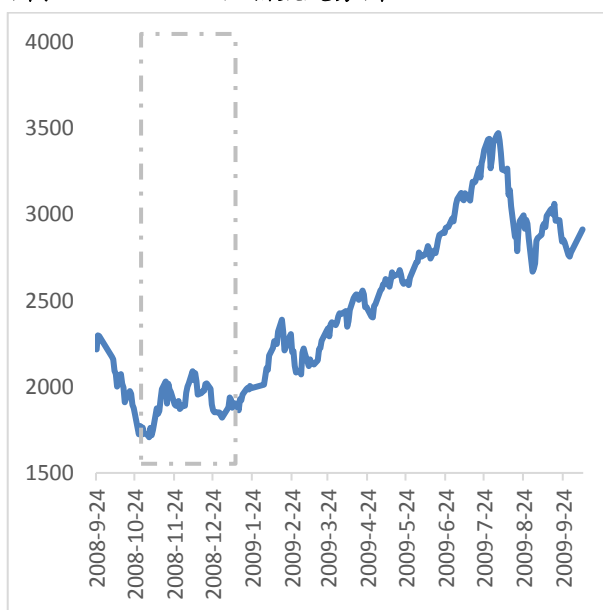
融触底回升，而上证指数则于 12 月正式开启反转行情，滞后于社融数据约 7 个月；2018 年 12 月，社融同比增速触底，而上证指数于 2019 年 1 月之前仍处于底部区间；2020 年 2 月，社融同比增速先于上证指数一个月触底，上证指数于 3 月正式走出反转行情。梳理 2004 年以来 A 股的市场，我们发现，股市的趋势性反转通常建立在经济基本面改善的基础上，A 股一般在社融触底 1 至 7 个月后开始正式反转行情。和 2020 年疫情后的复苏相比，本轮疫情反弹前，经济已处于下行区间。这意味着本轮 A 股在趋势性反转之前或将经历一段反复磨底的阶段。

图表 3：2004 年以来社融拐点


资料来源：Wind、中航证券研究所

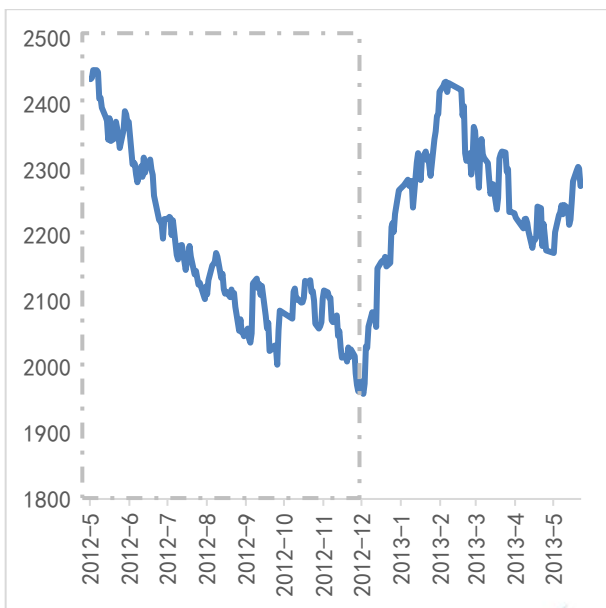
图表 4：05-06 年上证指数走势图


资料来源：Wind、中航证券研究所

图表 5：08-09 上证指数走势图


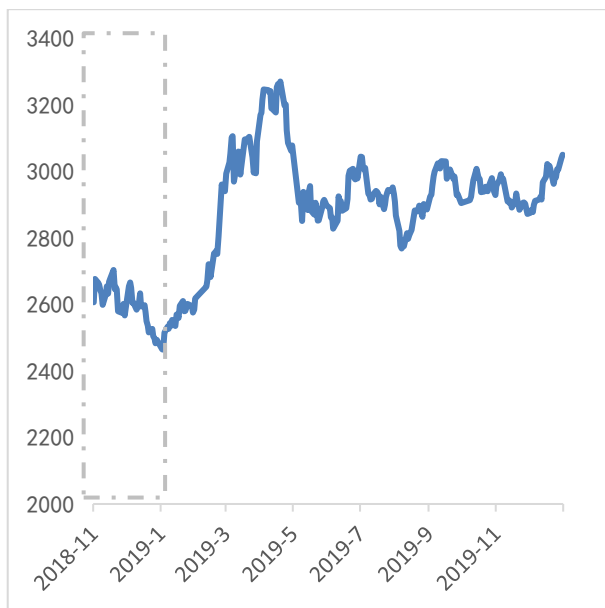
资料来源：Wind、中航证券研究所

图表 6：12-13 上证指数走势图



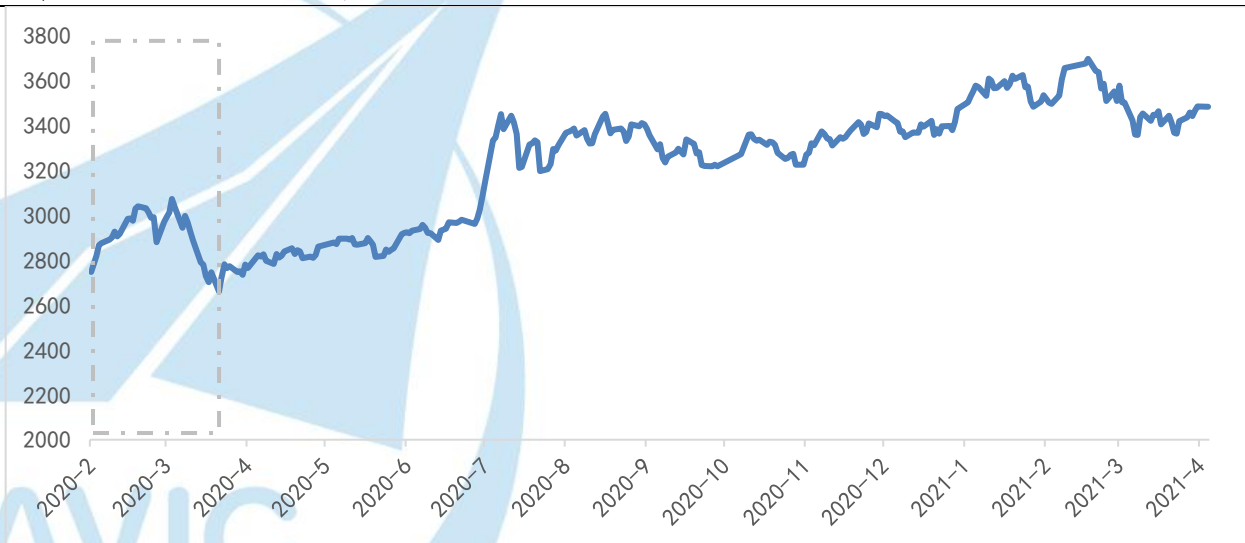
资料来源：Wind、中航证券研究所

图表 7：18-19 上证指数走势图



资料来源：Wind、中航证券研究所

图表 8：20-21 上证指数走势图



资料来源：Wind、中航证券研究所

当前我国经济状况与 08 年有相似之处，08 年社融数据回升两个月后，A 股反转点正式出现，本轮反转点或也于社融拐点后不久显现。当前我国经济同 08 年相似，都为稳增长政策扶持下的经济复苏，政府大力投入基建等领域，同时放松地产政策。08 年 11 月，为应对金融危机导致的经济下行压力，我国推出四万亿投资计划，并将其中 1.5 万亿投入至基建这一“铁公基”领域。在政策的扶持下，基建投资累计同比增速迅猛提升，从 08 年 2 月的 3.56% 提升到 09 年 6 月的 50.78%。流动性方面，08 年 9 月 16 日起，央行下调存贷款基准利率，流动性环境宽松，社融于两个月后快速上升。今年，国内疫情叠加海外不稳定对我国经济造成拖累，为呵护经济，监管机构频频出台政策。5 月 20 日，央行下调 5 年期 LPR，旨在提振中长期信贷需求。5 月 23 日国常会要求今年专项债 8 月底前基本使用到位，支持范围扩大到新型基础

设施等。5月25日全国稳住经济大盘电视电话会议指出将专项债券支持领域扩大到新型基础设施、新能源项目。5月31日，国家发改委召开新闻发布会，解读国务院常务会议部署的扎实稳住经济一揽子政策措施有关情况，其中工业和信息化部副部长徐晓兰表示，将引导基础电信企业适度超前部署5G基站、大数据、工业互联网等新型基础设施建设。6月8日，国常会再次强调目前经济下行压力依然突出，要确保二季度经济合理增长，稳住经济大盘。流动性方面，当前货币基金收益率已处于近5年以来的较低水平，这表明当前市场流动性较为充足。在国内疫情逐步缓和，企业生产经营活动逐步恢复的情况下，配合5年期LPR的下调，企业部门融资需求有望得到一定的提振。

图表9：7日年化收益率：余额宝（天弘）（单位：%）



资料来源：Wind、中航证券研究所

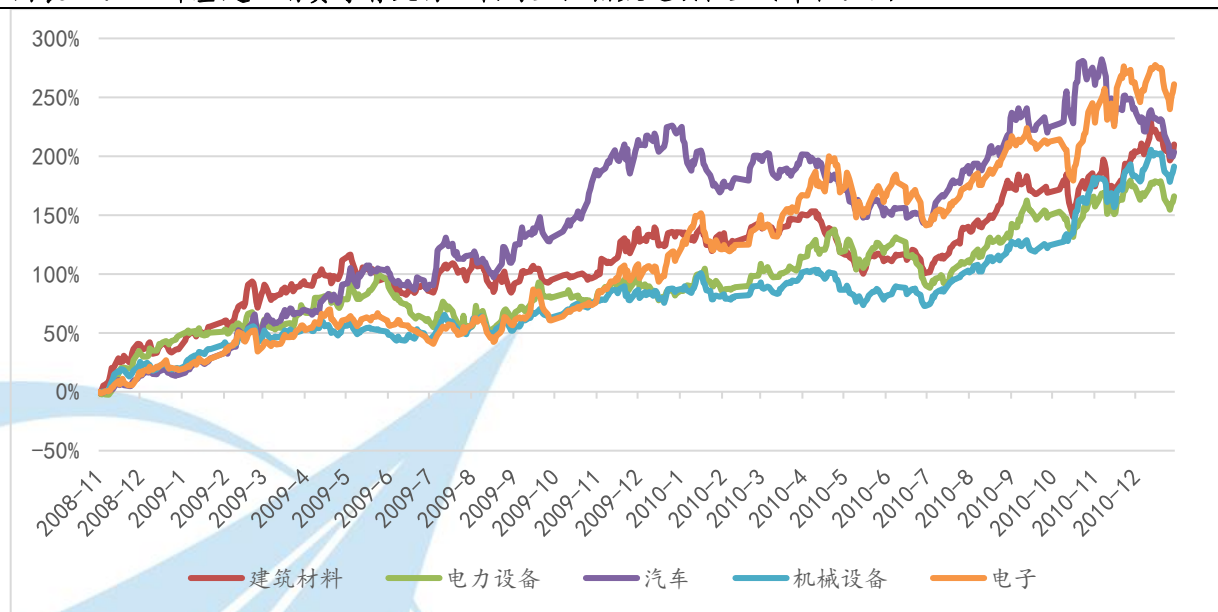
目前，我国经济正处于疫后复苏阶段。近期公布的经济数据显示我国经济恢复势头依然较弱。5月官方制造业PMI录得49.6%，较上月+2.2PCTS，虽有改善，但仍然位于荣枯线之下。出口（以美元计价）同比增16.9%，高于市场预期，但这主要受益于前期受疫情影响较大的产品拉动，中长期来看需求情况仍有待观。6月10日公布的5月社融数据虽整体边际向好，但结构上尚未显著改善。新增社融主要由企业短期贷款与票据融资以及政府债融资驱动。居民中长贷同比少增3379亿元；企业中长贷增长乏力。这显示出经济融资需求仍偏弱，企业经营信心仍有待提振。M2同比11.1%，较上月有所上升，但M1同比较上月下滑。居民和企业存款同比多增，企业投资和居民消费支出仍在减少。我们认为，短期在稳增长政策的实施效果还未在经济数据中明显体现时，市场反弹仍有曲折。但一旦经济数据得以验证，反弹将逐步转为持续且稳定的反转行情。预计这一变化将在3季度到来。

2. 从历史经验看本轮反转行情的板块轮动

我们以2008年11月3日为起点观察各行业累计收益率：08年反弹时先为基建领涨，建筑材料、电力设备等基建相关领域相对上证指数超额收益较高，2008年12月初，建筑材料超额收益达40.63%，电力设备超额收益为32.19%，此时消费、科技等领域走势偏弱。随后，政府出台有关政策振兴消费。为应对2008年金融危机导致国内汽车产销负增长，国务院2009年1月中旬出台《汽车行业调整振兴规划》，并

叠加购置税优惠，刺激汽车消费，2009年2月起汽车当月销量同比增速扭负为正，2009年5月18日，汽车行业相对上证指数超额收益达107.17%，跑赢基建相关行业。10年3月的政府工作报告提出要大力推动经济进入创新驱动、内生增长的发展轨道，发展战略性新兴产业，抢占经济科技制高点，科技产业作为新的经济增长点开始受到重视。2010年4月20日，电子行业超额收益率达180.28%，跑赢汽车及基建相关行业。

图表 10：08 年基建及消费等有关行业相对上证指数超额收益（单位：%）



资料来源：Wind、中航证券研究所；注：起始日期2008年11月3日

本轮稳增长背景下的经济复苏行情，政府同样先发力基建。由于地产在“住房不炒”的政策大环境下复苏缓慢，基建在一段时间内仍将是实现稳增长目标的主要抓手，而新基建领域因具备成长及稳增长双重属性，更具配置价值。消费方面，疫情过后，居民生活恢复正常，叠加政策及商业手段刺激，消费行业短期内将迎来修复性反弹行情。其中，汽车行业在消费政策的刺激下有望加速回升。5月31日，工信部表示，正式开展新一轮新能源汽车下乡活动，后续还将组织家电、绿色建材下乡等活动；同日，财政部、税务总局发布关于减征部分乘用车车辆购置税的公告，公告表示对购置日期在2022年6月1日至2022年12月31日期间内且单车价格（不含增值税）不超过30万元的2.0升及以下排量乘用车，减半征收车辆购置税。相比之下，成长阶段性是否占优还需看社融和稳增长政策落地效果。短期内，美联储加速收紧流动性导致的美债利率抬升或导致成长板块的回落，但随着美联储鹰派立场预计在7月加息后的逐步改变，成长股将迎来新一轮配置机会。参考目前的海内外形势及历史经验，我们认为A股此轮的反转中，基建、消费、成长投资机会将依次逐渐增大。短期资金仍将布局于增长确定性较强的行业，如新老基建及消费领域。中期，稳增长政策兑现下，随着经济及企业盈利拐点的到来，市场将从价值风格逐渐向成长风格过度。

3. 欧美相继收紧流动性，A股短期面临调整压力

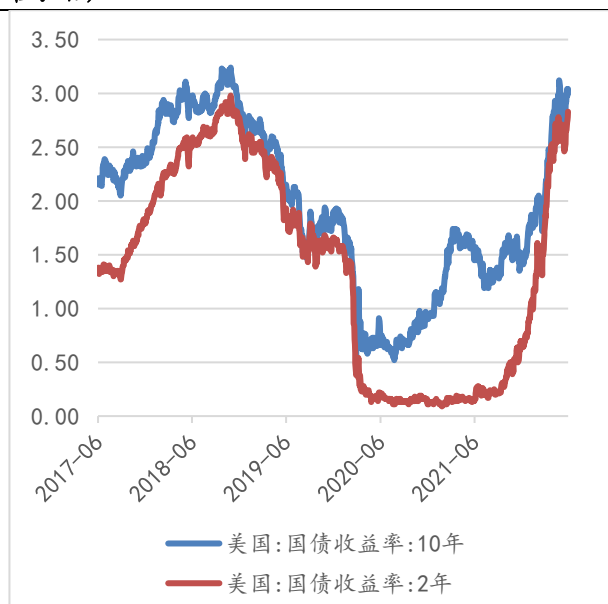
相较于 2013 年，美联储此次 taper 与市场进行了更为充分的沟通，对美债市场冲击或弱于 13 年。但相比上一轮，本轮美联储缩表节奏明显加速。2013 年 5 月 1 日，伯南克宣布美联储将缩减购买债券和抵押贷款支持证券(MBS)规模。此后美国十年期国债收益率大幅上行 130BP。此次随着 Taper 的启动，美债收益率也有可能继续上行。近期，随着美联储推出一系列加息举措试图给通胀降温，利率被重新调高。截止于 6 月 10 日，2 年期美国国债收益率从月初的 2.66% 上升 3 个基点至 2.83%。10 年期美国国债收益率从月初的 2.94 上升 2 个基点至 3.04%。此外，欧洲央行本周表示，将于 7 月结束资产购买计划，并将基准利率上调 25 个基点。韩国银行计划在 7 月份结束 8 年的负利率，上调 0.25% 的利率。随着下周美联储正式开启缩表以及全球各发达经济体陆续收紧货币政策，债券收益率已恢复上行趋势，对成长型投资的估值构成压力。短期内，美元升值和美国十年期国债收益率的上升仍为大概率事件。Taper 启动后，中美金融周期错配将更显性化，中美利差短期内可能继续收窄，人民币存在阶段性的贬值压力。短期内，我们在把握结构性行情的同时仍需警惕美联储 6 月缩表加息引发的震荡调整压力。

图表 11: 上轮 Taper 宣布后美国 10 年期国债收益率上行 130BP



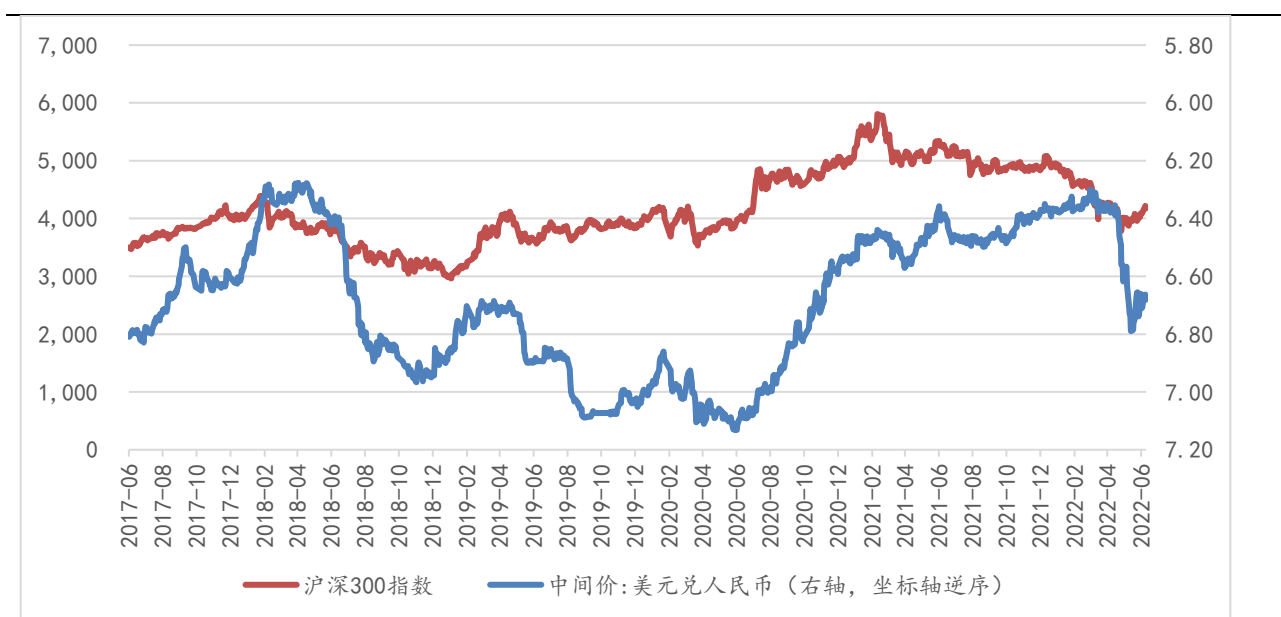
资料来源: Wind、中航证券研究所

图表 12: 美国国债收益率恢复上行趋势 (单位: %)



资料来源: Wind、中航证券研究所

图表 13: 人民币汇率与 A 股走势存在较强相关性 (右轴逆序)



资料来源: Wind、中航证券研究所

投资建议:

风格方面, 美联储缩表对利率及流动性都会造成一定影响, 稳增长主线上的价值股及短期内估值处于较低区间、业绩增长确定性强的成长股更具上涨潜力。

板块方面, 当前稳增长政策的实施效果还未在经济数据中明显体现, 经济基本面仍不明朗意味着稳增长的交易逻辑还未结束, 因此, 围绕稳增长政策布局的基建相关领域具备长期的确定性, 我们继续看好新基建领域, 特别是新能源方面, 受益于美国豁免东南亚光伏组件关税, 光伏行业有望迎来需求加速放量。方向上, 建议关注: 1. 交通、能源、水利、产业基础设施、城市基础设施等稳增长最为明确的领域以及具备成长及稳增长双重属性的新基建领域。2. 疫情复苏和复工复产主线的投资机会, 如休闲服务、食品饮料、电气设备等。3. 全球通胀抬升的背景下, 供需缺口受益的煤炭、有色金属等相应资源板块。

风险提示: 国内政策推行不及预期; 海外流动性收紧超预期。

投资评级定义

我们设定的上市公司投资评级如下：

买入：未来六个月的投资收益相对沪深300指数涨幅10%以上。

持有：未来六个月的投资收益相对沪深300指数涨幅-10%-10%之间。

卖出：未来六个月的投资收益相对沪深300指数跌幅10%以上。

我们设定的行业投资评级如下：

增持：未来六个月行业增长水平高于同期沪深300指数。

中性：未来六个月行业增长水平与同期沪深300指数相若。

减持：未来六个月行业增长水平低于同期沪深300指数。

分析师简介

董忠云 博士：证券执业证书号：S064515120001，中航证券首席经济学家，中国航空学会理事，国家金融与发展实验室特聘高级研究员，中国社会责任百人论坛发起人，中国资产管理人论坛理事，中国首席经济学家论坛理事。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部份过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示：投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

免责声明：

本报告并非针对意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示，否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权，不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议，而中航证券不会因接受本报告而视他们为客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠，但中航证券并不能担保其准确性或完整性。中航证券不对因使用本报告的材料而引致的损失负任何责任，除非该等损失因明确的法律或法规而引致。投资者不能仅依靠本报告以取代行使独立判断。在不同时期，中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析师个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑，本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易，向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意，及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。