

## 证券研究报告-中期策略

发布日期：2022年06月23日

## 相关报告

《年度策略：守正待时，谋求共富》

2021-12-02

《中期策略：登高望远，慢牛可期》

2021-06-18

联系人：马嶽琦

电话：021-50586973

地址：上海浦东新区世纪大道1788号16楼

邮编：200122

## 投资要点：

- **2022年上半年稳增长主线占优。**受到国际地缘政治冲突、美联储大幅加息、国内疫情超预期、经济增长放缓等因素的影响，国内市场整体表现一般。2021年12月中央经济工作会议，中央提出我国经济发展面临“需求收缩、供给冲击、预期转弱”三重压力，稳定宏观经济大盘的任务较重。2022年实际上又遇到国际地缘政治冲突、疫情超预期等意外因素，稳增长的压力更大，中央及地方密集出台政策稳定经济增长。从市场表现来看，稳增长相关板块相对占优。2022年前5个月，唯一上涨的行业是煤炭(+30.1%)，交通运输(-0.1%)、石油石化(-0.1%)、建筑(-1.0%)等稳增长相关行业跌幅相对较小；表现较差的行业是电子(-29.5%)、计算机(-27.3%)、国防军工(-25.6%)、新能源(-22.9%)等行业。
- **发达经济体呈现滞胀，中国经济触底回升。**欧美发达国家经济体的通胀状况处于1980年代以来最高水平。美国、英国、德国、欧元区的最新CPI分别达到8.6%、9.0%、8.7%、8.1%。同时，发达经济体的经济增速正从高位回落，可能陷入疲软增长。世界银行指出全球经济有陷入类似1970年代滞胀的风险，并将2022年全球经济增长预估下调至2.9%。我国经济2022年一季度实现了4.8%，低于两会5.5%的政策目标。由于二季度遇到疫情冲击，经济增速或低于一季度，近期中央和地方全力稳增长，密集出台各项政策措施，稳住宏观经济大盘。5月经济数据均已边际改善，我国经济有望从目前水平触底回升。预计全年可以实现5%左右的经济增长。
- **市场估值处于历史底部，资金面逐步改善回暖。**国内市场经过上半年的大幅回调，整体估值已经处于历史最低30%的水平，估值优势比较明显。其中，景气度较高的行业，经历估值调整后价格更为合理，适合中长期战略布局；景气度较低的行业，绝对估值也处于历史较低水平。虽然受宏观环境影响，市场整体业绩增速有所放缓，但行业分化较大，部分行业仍处于高增长阶段。随着经济企稳回升，整体业绩或触底反弹。资金面呈现边际改善态势，央行保持相对宽松的政策，资金进入股市信心增强，公募基金发行已从冰点开始回升，杠杆资金重新增加，外资开始逐步回流。市场进入相对稳态。
- **投资建议：**发达经济处于滞胀之中，正在加快货币收紧步伐；我国经济增长放缓，但通胀水平温和，政策保持相对宽松。我国市场估值处于历史底部，是战略布局的窗口期。建议关注稳增长、涨价、科技以及业绩改善的行业。

**风险提示：**宏观经济表现不及预期；国际地缘政治冲突超预期；美联储货币缩减进程超预期。

## 内容目录

<b>1. 2022 上半年市场：稳增长主线占优</b>	<b>5</b>
1.1. 指数呈现单边下行，5 月开启反弹	5
1.2. 稳增长主线占优	6
1.3. A 股历次弱市对比	7
<b>2. 海外经济呈现滞胀，中国经济触底回升</b>	<b>7</b>
2.1. 疫情防控形势好转	8
2.2. 消费从谷底回升	9
2.1. 投资增速略有回落	10
2.2. 出口形势阶段性改善	11
<b>3. 物价总体保持温和</b>	<b>12</b>
3.1. CPI 相对温和上行	12
3.2. PPI 逐步回落	13
<b>4. 全力稳增长，货币政策相对宽松</b>	<b>14</b>
4.1. 政策应出尽出，全力稳增长	14
4.2. 货币政策相对宽松	16
<b>5. 外部环境面临百年大变局</b>	<b>17</b>
5.1. 国际地缘政治冲突持续	17
5.2. 美国高通胀持续，加息和缩表节奏变快	18
<b>6. 微观资金面冰点后回升</b>	<b>21</b>
6.1. 公募发行见底	21
6.2. 融资资金有所回升	22
6.3. 外资继续保持净流入	22
<b>7. 盈利呈现分化，估值处于底部</b>	<b>23</b>
7.1. 盈利呈现分化	23
7.2. 整体估值处于历史底部区域	25
<b>8. 投资主线</b>	<b>26</b>
8.1. 稳增长	26
8.2. 涨价预期	26
8.3. 科技产业	27
8.4. 业绩改善的行业	28
<b>9. 风险提示</b>	<b>29</b>

## 图表目录

图 1: A 股主要指数走势对比	5
图 2: 茅指数和宁组合指数走势对比 (%)	5
图 3: 全球及中国主要指数涨跌幅对比 (%)	6
图 4: 2022 年前 5 个月中信一级行业涨跌幅 (%)	6
图 5: 2022 年 4 月 26 日-6 月 21 日中信一级行业涨跌幅 (%)	7
图 6: A 股历次弱市对比 (%)	7
图 7: 我国 GDP 增速及预测 (%)	8
图 8: 全球每日新增确诊人数	9
图 9: 中国每日新增确诊人数	9
图 10: 社会消费品零售总额当月同比	10
图 11: 社会消费环比增速 (%)	10

图 12: 社零累计同比增速 (%)	10
图 13: 固定资产、房地产、基建、制造业投资累计同比	11
图 14: 房地产销售同比增速 (%)	11
图 15: 房地产土地购置面积同比增速 (%)	11
图 16: 我国每月进出口增速 (%)	12
图 17: 我国主要贸易伙伴 (%)	12
图 18: 中国 CPI 同比及环比 (%)	12
图 19: CPI 分项数据同比 (%)	12
图 20: 白条肉批发价格及同比	13
图 21: 农产品批发价格指数及同比	13
图 22: 中国 PPI 同比及环比 (%)	13
图 23: 螺纹钢价格及同比	13
图 24: 动力煤价格及同比	13
图 25: 国际原油价格及同比	13
图 26: M2 和社融同比增速 (%)	17
图 27: 10 年国债收益率、社融-M2 剪刀差 (%)	17
图 28: 地方债发行进度 (%)	17
图 29: 2021 年 2022 年每月地方债净融资对比 (%)	17
图 30: 1989-2020 年俄罗斯和乌克兰(右)GDP 总量	18
图 31: 俄罗斯 GDP 及同比增速 (%)	18
图 32: 美国新增非农就业人数(万人)	18
图 33: 美国失业率 (%)	18
图 34: 美国 CPI 与核心 CPI (%)	19
图 35: 美国联邦基金利率与美国 CPI (%)	19
图 36: 美联储 2020 年加息节奏及预测	19
图 37: 美联储缩表计划	19
图 38: 美联储加息幅度概率	19
图 39: 美债倒挂与经济衰退	20
图 40: 中美 10 年期国债收益率利差出现倒挂	20
图 41: 2001-2022 年偏股型基金年度发行额 (亿)	21
图 42: 2020-2022 年偏股型基金每月发行额 (亿)	21
图 43: 公募基金发行额 (亿) 与沪深 300 指数 (点)	21
图 44: 2010-2022 年融资余额增减情况	22
图 45: 2019 年以来每月融资余额增减情况 (亿元)	22
图 46: 陆股通余额及增减情况 (亿元)	23
图 47: 2019 年以来每月陆股通增减情况 (亿元)	23
图 48: 全市场板块公司归母净利同比增速 (%)	24
图 49: 中信一级行业公司归母净利同比增速 (%)	24
图 50: 申万全 A 历史市盈率 (倍)	25
图 51: 申万 300 历史市盈率 (倍)	25
图 52: 申万创业板历史市盈率 (倍)	25
图 53: 每季度新增房地产贷款及房地产贷款余额同比增速	26
图 54: 申万行业扣非后净利润增速对比	27
图 55: 我国生猪价格走势 (元/公斤)	27
图 56: 每月新能源汽车销量及同比增速	28
图 57: 申万行业扣非后净利润增速对比	28

---

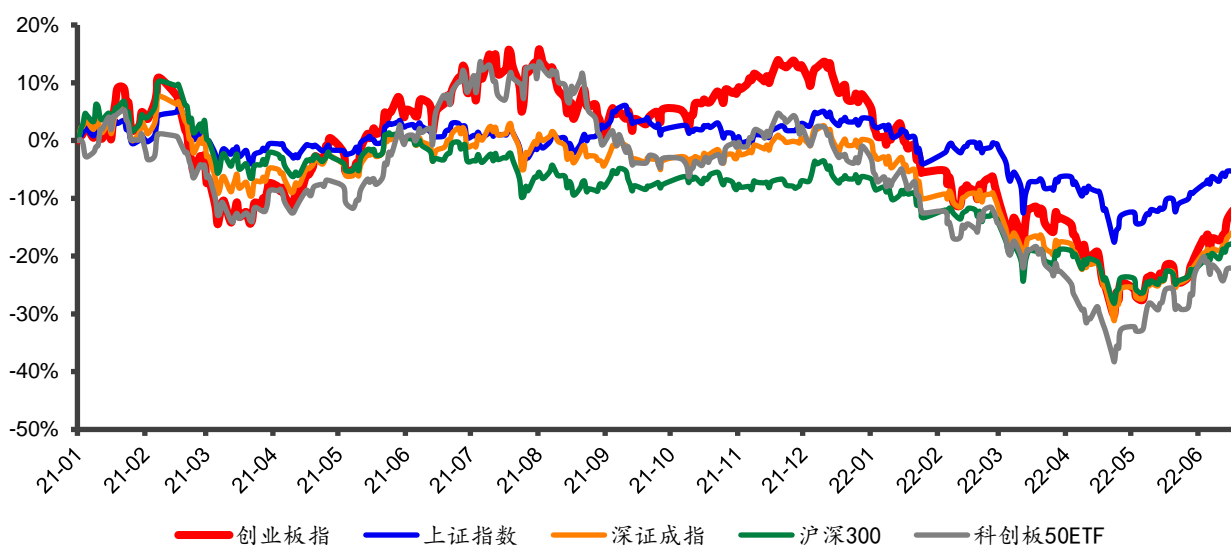
图 58：申万行业 PE（倍）估值对比（数据区间 2000.1.1-2022.6.17） .....	29
表 1：4 月以来政治局层面重要政策及讲话.....	14
表 2：4 月以来国务院层面重要政策及讲话.....	14
表 3：3 月以来央行及金融监管机构重要政策 .....	15

## 1. 2022 上半年市场：稳增长主线占优

### 1.1. 指数呈现单边下行，5 月开启反弹

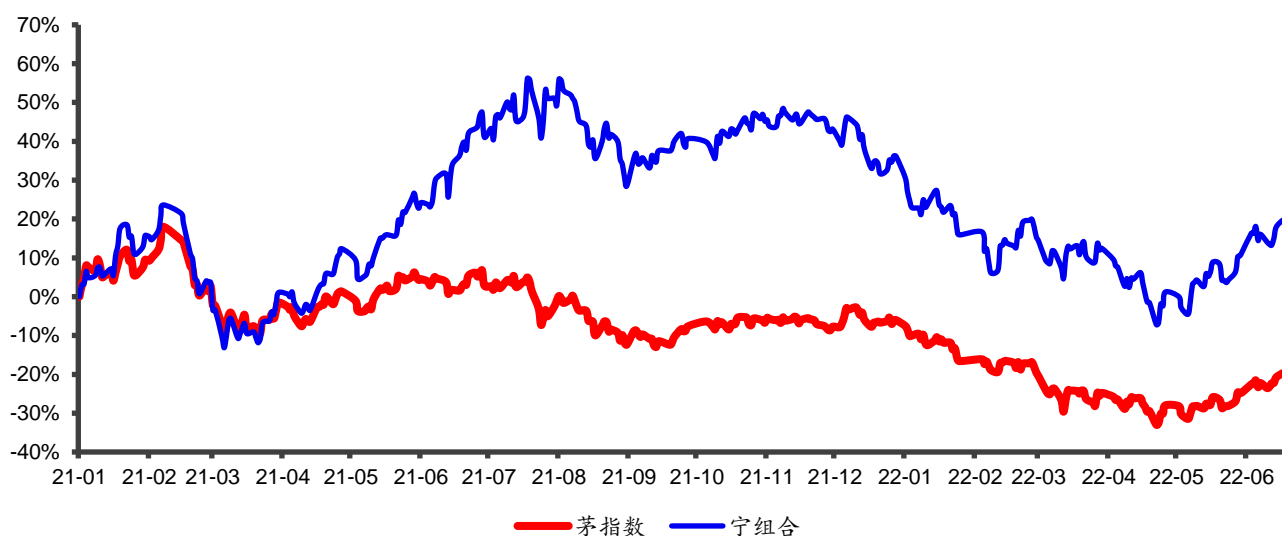
2022 年上半年 A 股市场总体呈现单边下行态势，5 月之后开启反弹。国内市场陆续受到俄乌地缘政治冲突、美联储大幅加息、国内疫情超预期、经济下行压力加大等因素的冲击，整体持续下跌，并且跌幅较大。截至 5 月 31 日，上证综指下跌 12.46%，深证成指下跌 22.41%，沪深 300 指数下跌 17.18%、创业板下跌 27.62%，科创 50 指数下跌 25.95%。但是，上证综指在 4 月 26 日跌至 2863 点新低后，市场开启了一轮 V 型反弹，截止到 6 月上旬，上证综指反弹超过 9%、创业板反弹超过 13%、科创 50 反弹超过 22%。随着国内疫情形势好转，全面复工复产步伐加快，市场开始逐步企稳回升。

图 1：A 股主要指数走势对比



资料来源：Wind，中原证券

图 2：茅指数和宁组合指数走势对比 (%)



资料来源：Wind，中原证券

图 3：全球及中国主要指数涨跌幅对比（%）

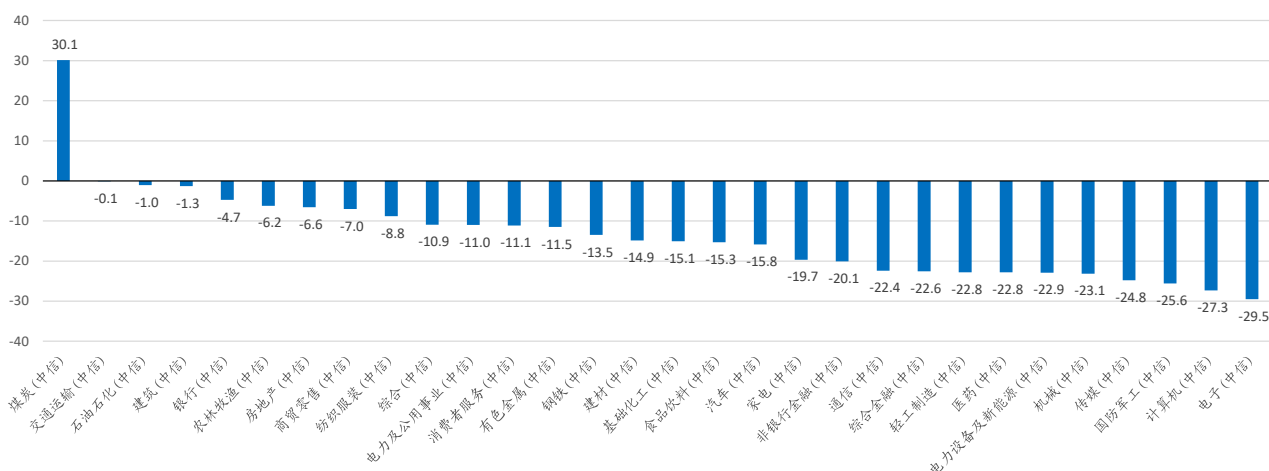
2022/5/31	2022年涨跌(%)	2021年涨跌(%)	2022年涨跌(%)	2021年涨跌(%)	
道琼斯工业指数	-9.21	18.73	上证指数	-12.46	4.80
纳斯达克指数	-22.78	21.39	深证成指	-22.41	2.67
标普500	-13.30	26.89	创业板指	-27.62	12.02
英国富时100	3.02	14.30	沪深300	-17.18	-5.20
法国CAC40	-9.57	28.85	上证50	-14.08	-10.06
德国DAX	-9.41	15.79	中证500	-18.12	15.58
日经225	-5.25	4.91	科创50	-25.95	0.37
韩国综合指数	-9.80	3.63	创业板50	-28.39	16.88
恒生指数	-8.47	-14.08	万得全A	-17.51	9.17
澳洲标普200	-2.88	13.02	中小板指	-20.30	4.62
印度SENSEX30	-4.61	21.99	上证180	-13.88	-5.19
俄罗斯RTS	-24.29	15.01	上证380	-15.17	16.39
巴西指数	6.23	-11.93	中证100	-16.19	-10.55
上证指数	-12.46	4.80	中证500	-18.12	15.58
深证成指	-22.41	2.67	中证800	-17.41	-0.76
台湾加权指数	-7.75	23.66	中证1000	-20.69	20.52

资料来源：Wind，中原证券

## 1.2. 稳增长主线占优

2022 年上半年稳增长主线占优。2021 年 12 月中央经济工作会议，中央提出我国经济发展面临“需求收缩、供给冲击、预期转弱”三重压力，稳定宏观经济大盘的任务较重。2022 年实际上又遇到俄乌冲突、疫情超预期等意外因素，稳增长的压力更大，中央及地方密集出台政策稳定经济增长。市场表现来看，稳增长相关板块相对占优。2022 年前 5 个月，唯一上涨的行业是煤炭(+30.1%)，交通运输(-0.1%)、石油石化(-0.1%)、建筑(-1.0%)、银行(-4.7%)、农林牧渔(-6.2%)、房地产(-6.6%)等稳增长相关行业跌幅相对较小；表现较差的行业是电子(-29.5%)、计算机(-27.3%)、国防军工(-25.6%)、传媒(-24.8%)、机械(-23.1%)、新能源(-22.9%)、医药(-22.8%)。

图 4：2022 年前 5 个月中信一级行业涨跌幅（%）



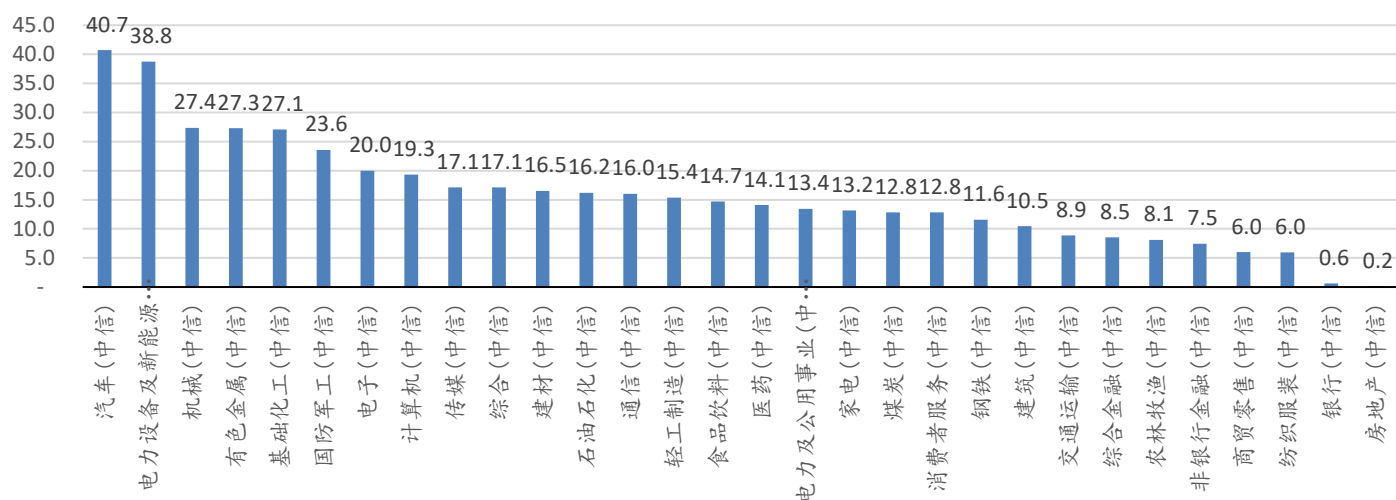
资料来源：Wind，中原证券

4 月底以来市场的反转效应明显。受新能源汽车下乡、第三艘国产航母下水等政策和消息



的刺激, 汽车(+40.7%)、新能源(+38.8%)、机械(+27.4%)等行业大幅反弹, 房地产(+0.2%)、银行(+0.6%)、纺织服装(+6.0%)等行业则维持底部震荡。

图 5: 2022 年 4 月 26 日-6 月 21 日中信一级行业涨跌幅 (%)



资料来源: Wind, 中原证券

### 1.3. A 股历次弱市对比

2022 年上半年市场运行偏弱, 和 A 股历次弱市对比, 市场下跌幅度相对较小, 下跌的时间相对较短。随着俄乌冲突接近尾声, 国内经济企稳复苏, 市场有望回暖。整体而言, 上证综指 3000 点是政策底, 二季度是则是经济的经济底, 2863 点很可能就是本次市场下跌的市场底。2022 年下半年在经济回升和迎接二十大胜利召开的主题下, 市场有望继续向好。

图 6: A 股历次弱市对比 (%)

	2022 年	2019 年熊市	2018 年熊市	2015 年熊市	2010-2013 年熊市	2008 年熊市
历史背景	俄乌冲突	疫情冲击	中美贸易战	杠杆股灾	经济增速趋势下行	次贷危机
起始日期	2021/12/13	2019/4/8	2018/1/26	2015/6/12	2009/8/3	2007/10/16
截至日期	2022/4/26	2020/3/23	2019/1/3	2016/1/28	2013/6/25	2008/10/28
历时天数(自然日)	134	350	342	230	1422	378
上证综指	-21.3	-18.1	-30.5	-48.1	-42.6	-70.6
深证成指	-32.5	-7.0	-38.6	-49.2	-45.2	-69.1
创业板指	-38.0	2.8	-32.9	-50.6	-1.5	
沪深300	-25.1	-13.1	-32.1	-46.2	-42.0	-70.7
最好行业表现 (%)	8.5	14.2	-18.1	-27.1	69.7	-53.0
最差行业表现 (%)	-41.6	-30.8	-42.3	-65.1	-64.8	-85.2
行业涨跌中位数 (%)	-23.3	-17.5	-33.4	-52.5	-25.7	-66.9

资料来源: Wind, 中原证券

## 2. 海外经济呈现滞胀, 中国经济触底回升

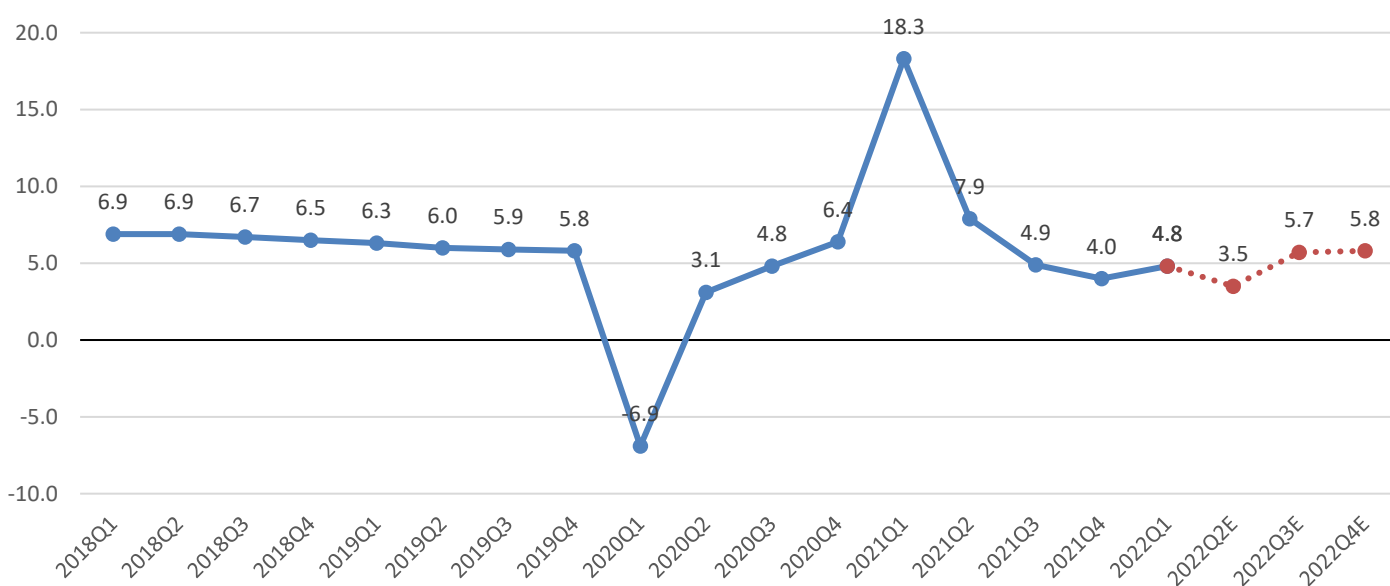
欧美发达国家经济体的通胀状况处于 1980 年代以来最高水平。美国 5 月末季调 CPI 同比升 8.6%, 创 1981 年 12 月以来最高点。英国 5 月通胀达到了 9.1%, 在欧美国家中遥遥领先。

4月欧元区也达到了8.1%，德国更是达到了8.7%。美债收益率持续跳涨，美元指数连创新高。6月中旬，美国10年期国债收益率上升至3.21%，为2018年以来新高；美元指数则持续拉升，强势站上104的高位。同时发达经济体的经济增速正从高位回落，受地缘政治冲突和供应链不畅的影响，经济可能陷入疲软增长。

6月7日，世界银行最新一期《全球经济展望》报告认为，全球经济有陷入类似1970年代滞胀的风险，国际的地缘政治冲突加深了疫情带来的伤害，并加剧全球经济放缓，全球经济可能正进入长期的疲弱增长和高通胀。世界银行将2022年全球经济增长预估下调至2.9%，并警告国际的地缘政治冲突加剧了冠病疫情造成的破坏，许多国家可能面临经济衰退的困境。世行行长马尔帕斯表示2022年全球经济增长还可能进一步跌至2.1%，2023年则可能降为1.5%。

我国经济2022年一季度实现了4.8%，低于两会5.5%的政策目标。由于二季度遭遇到疫情冲击，经济增速将低于一季度，二季度或是全年的经济底。为实现经济增长目标，中央和地方将全力稳增长，加快出台各项政策措施，稳住宏观经济大盘。相对而言，我国通胀水平不高，还有货币财政政策发力空间。2022年下半年政府将加快经济发展，以实现全年经济增长目标。在全球通胀较高的情况下，我国经济将从目前水平触底回升。预计全年可以实现5%以上的经济增长。

图7：我国GDP增速及预测（%）



资料来源：Wind，中原证券

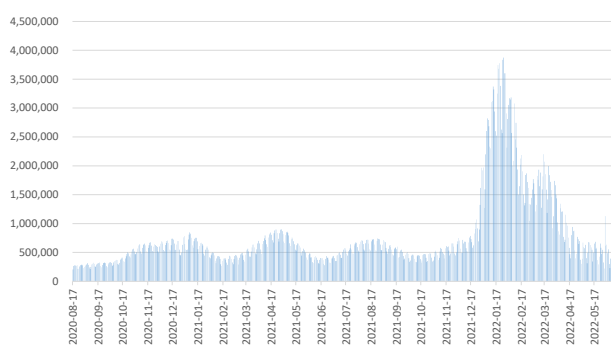
## 2.1. 疫情防控形势好转

疫情要防住、经济要稳住、发展要安全，这是党中央的明确要求。中国毫不动摇坚持“外防输入、内防反弹”总策略和“动态清零”总方针，高效统筹疫情防控和经济社会发展，最大程度保护人民生命安全和身体健康，最大限度减少疫情对经济社会发展的影响。目前我国疫情已经基本实现社会面清零，进入6月，每日新增确诊数量都在小于100例。疫情对经济影响将基本消除。



全球疫情每日新增确诊数量还有 30-50 万，全球新冠肺炎确诊病例累计超过 5.3 亿例。但是多数国家均采取了相对宽松的防控措施，对经济的影响相对较小。西方发达国家疫苗接种率较高，奥密克戎病毒广泛传播也起到一定群体免疫效果。虽然今年非洲地区已经有超过 1400 个猴痘疑似病例，造成 66 人死亡，在一些国家出现了社区传播的迹象，但猴痘总体的传染性比较弱，接种天花疫苗会对猴痘产生交叉免疫保护，保护率约 85%，因此大概率不会引发大范围的流行。可以说，全球经济将正式进入后疫情时代，抑制通货膨胀、重启经济成为各国最重要的课题。

图 8：全球每日新增确诊人数



资料来源：Wind，中原证券

图 9：中国每日新增确诊人数



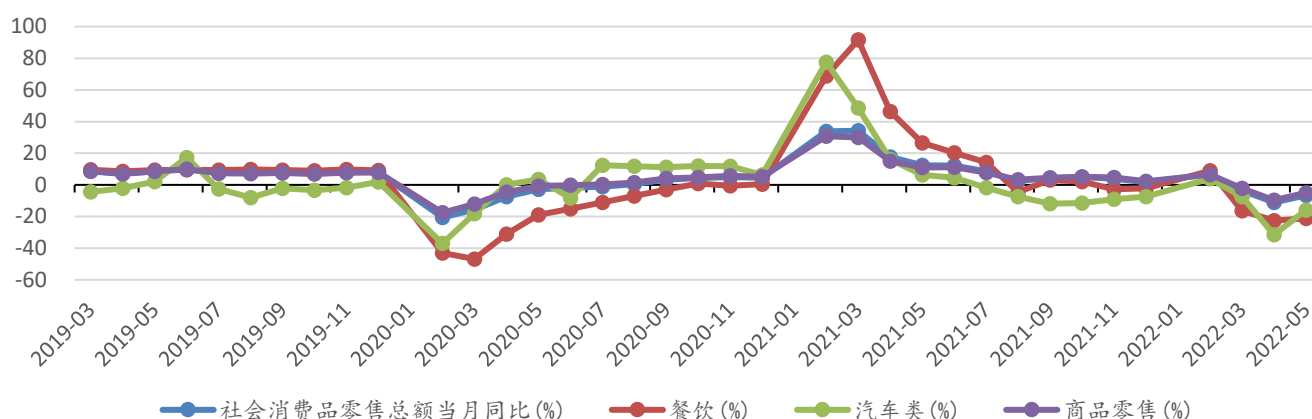
资料来源：Wind，中原证券

## 2.2. 消费从谷底回升

1—5 月份，社会消费品零售总额 171,689 亿元，同比下降 1.5%。其中，除汽车以外的消费品零售额 155,095 亿元，下降 0.5%。5 月份，社会消费品零售总额 33,547 亿元，同比下降 6.7%。其中，除汽车以外的消费品零售额 30,361 亿元，下降 5.6%。按经营单位所在地分，1—5 月份，城镇消费品零售额 149,134 亿元，同比下降 1.6%；乡村消费品零售额 22,555 亿元，下降 1.0%。5 月份，城镇消费品零售额 29,205 亿元，同比下降 6.7%；乡村消费品零售额 4,342 亿元，下降 6.3%。按消费类型分，1—5 月份，商品零售 155,415 亿元，同比下降 0.7%；餐饮收入 16,274 亿元，下降 8.5%。5 月份，商品零售 30,535 亿元，同比下降 5.0%；餐饮收入 3,012 亿元，下降 21.1%。按零售业态分，1—5 月份，限额以上零售业单位中的超市、便利店、专业店零售额同比分别增长 4.0%、4.7%、1.2%，百货店、专卖店分别下降 10.3%、7.6%。1—5 月份，全国网上零售额 49,604 亿元，同比增长 2.9%。

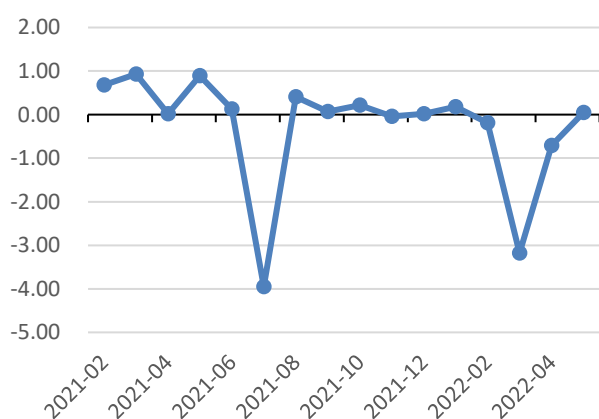
5 月消费数据边际改善，同比降幅收窄。5 月社会消费品零售总额同比下降 6.7%，较 4 月降幅收窄 4.4 个百分点。其中，商品零售同比下降 5%，降幅收窄 4.7 个百分点；汽车销售同比下降 16%，降幅收窄 15.6 个百分点；餐饮收入同比下降 21.1%，降幅收窄 1.6 个百分点。1-5 月消费同比下降 1.5%。消费下降主要还是受到疫情影响，目前全国疫情形势已经全面好转，消费复苏形势向好。随着各地加快推动促进消费系列政策措施落地落细，随着高效统筹疫情防控和经济社会发展成效逐步显现，市场销售有所恢复，多数商品销售改善，线上消费占比持续提升，超市和便利店等零售业态稳步增长。

图 10：社会消费品零售总额当月同比



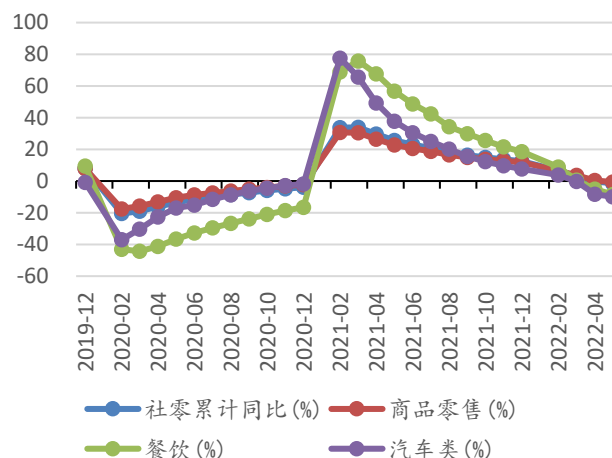
资料来源：Wind，中原证券

图 11：社会消费环比增速 (%)



资料来源：Wind，中原证券

图 12：社零累计同比增速 (%)



资料来源：Wind，中原证券

## 2.1. 投资增速略有回落

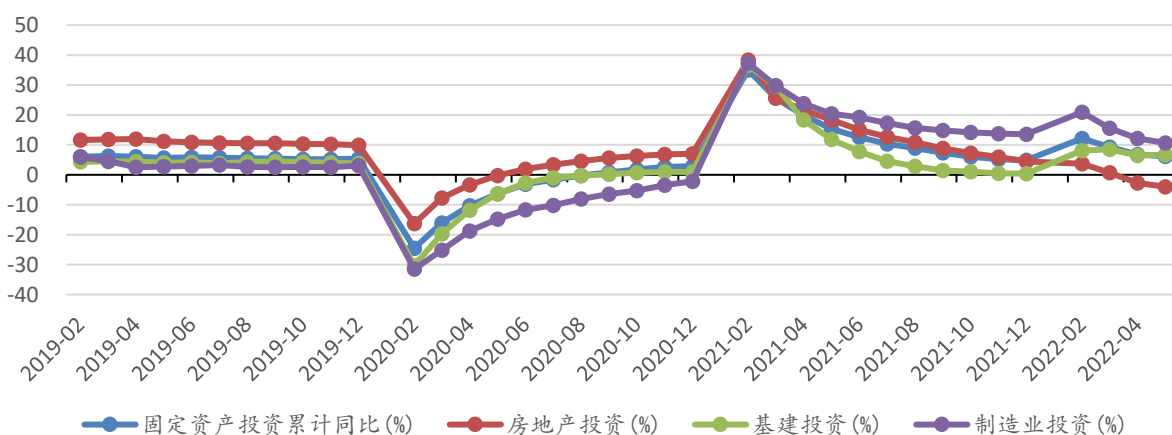
1—5 月份，全国固定资产投资 205,964 亿元，同比增长 6.2%。其中，民间固定资产投资 117,128 亿元，同比增长 4.1%。从环比看，5 月份固定资产投资增长 0.72%。分产业看，第一产业投资 5,250 亿元，同比增长 5.8%；第二产业投资 63,917 亿元，增长 11.0%；第三产业投资 136,796 亿元，增长 4.1%。第二产业中，工业投资同比增长 11.1%。其中，采矿业投资增长 17.3%，制造业投资增长 10.6%，电力、热力、燃气及水生产和供应业投资增长 11.5%。第三产业中，基础设施投资同比增长 6.7%。

1—5 月份，全国房地产开发投资 52,134 亿元，同比下降 4.0%；其中，住宅投资 39,521 亿元，下降 3.0%。1—5 月份，房地产开发企业房屋施工面积 831,525 万平方米，同比下降 1.0%。其中，住宅施工面积 586,918 万平方米，下降 1.1%。房屋新开工面积 51,628 万平方米，下降 30.6%。其中，住宅新开工面积 37,782 万平方米，下降 31.9%。房屋竣工面积 23,362 万平方米，下降 15.3%。其中，住宅竣工面积 17,050 万平方米，下降 14.2%。1—5 月份，商品房销售面积 50,738 万平方米，同比下降 23.6%；其中，住宅销售面积下降 28.1%。商品房销售额 48,337 亿元，下降 31.5%。房地产开发企业到位资金 60,404 亿元，同比下降 25.8%。其中，

国内贷款 8,045 亿元，下降 26.0%；利用外资 51 亿元，增长 101.0%；自筹资金 21,061 亿元，下降 7.2%；定金及预收款 19,141 亿元，下降 39.7%；个人按揭贷款 9,785 亿元，下降 27.0%。

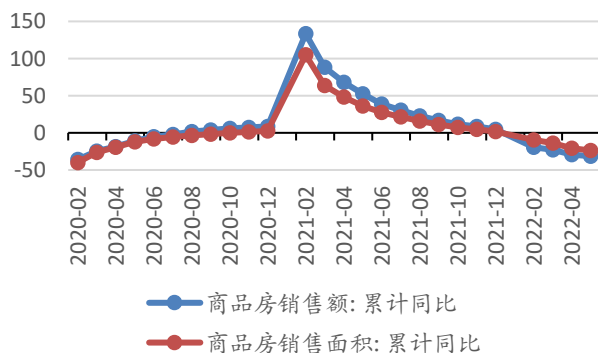
受房地产投资下降影响，固定资产投资增速略有回落。1—5 月全国固定资产投资同比增长 6.2%，较前 4 个月回落 0.4 个百分点。地产销售端，5 月商品房销售面积和销售金额同比分别下滑 31.8%和 37.7%。开发端，5 月房企拿地和新开工面积同比分别下滑 43.1%和 41.9%。资金端，5 月房地产开发资金来源同比下滑 33.4%。不过，随着地产政策的密集放松，地产销售有望好转，从而带动投资端的回升。基建和制造业投资保持强劲，5 月基建和制造业投资同比分别增长 7.9%和 7.1%，显示政策在稳增长中开始发挥作用，有效投资明显改善，预计二者还将保持增长势头。

图 13：固定资产、房地产、基建、制造业投资累计同比



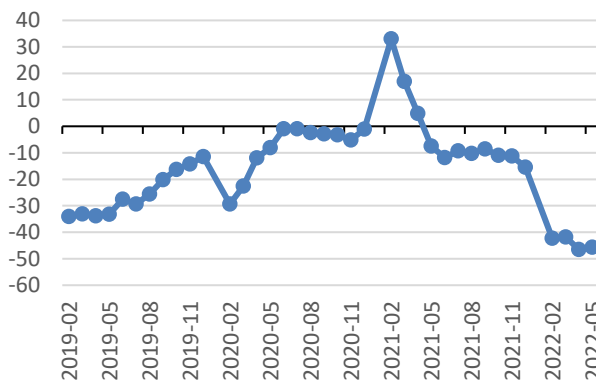
资料来源：Wind，中原证券

图 14：房地产销售同比增速（%）



资料来源：Wind，中原证券

图 15：房地产土地购置面积同比增速（%）



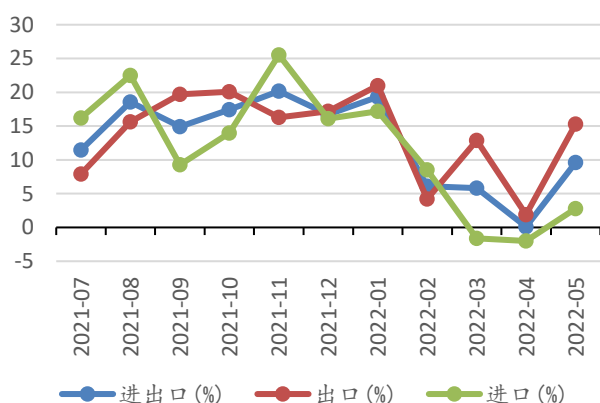
资料来源：Wind，中原证券

## 2.2. 出口形势阶段性改善

5 月中国进出口总值 3.45 万亿元人民币，同比增长 9.6%，增速比上月大幅提高 9.5 个百分点。其中，出口增长 15.3%，进口增长 2.8%。2022 年前 5 个月，进出口总值 16.04 万亿元，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%。

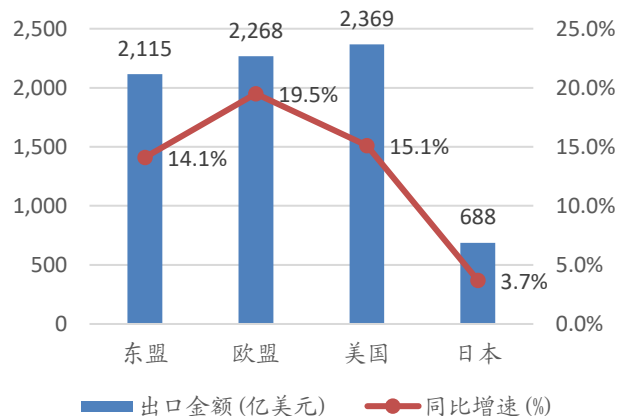
5月外贸进出口反弹超市场预期。进出口总额同比增长9.6%，增速比上月大幅提高9.5个百分点。其中，出口增长15.3%，进口增长2.8%。主要有三个原因：一是困扰4月外贸的短期因素明显减弱。随着相关物流运输、产业链供应链加快恢复畅通，上下游企业生产活动加快恢复等，带动外贸进出口活动正常化，4月积压的订单也加快出货。二是海外高通胀带动出口额高增。5月出口额较快增长，价格是一个重要因素。当前欧美等国在经历高通胀，我国出口商品价格随之上涨。三是人民币被动贬值促进我国出口。4月下旬以来的人民币被动贬值，一定程度上带动出口订单的加快落实。随着我国经济逐步企稳复苏，出口有望保持稳定态势。

图 16：我国每月进出口增速 (%)



资料来源：Wind，中原证券

图 17：我国主要贸易伙伴 (%)



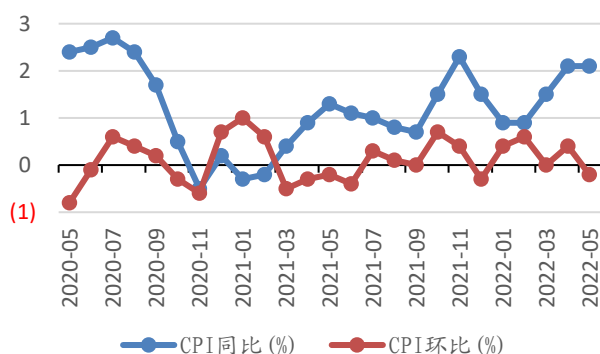
资料来源：Wind，中原证券

### 3. 物价总体保持温和

#### 3.1. CPI 相对温和上行

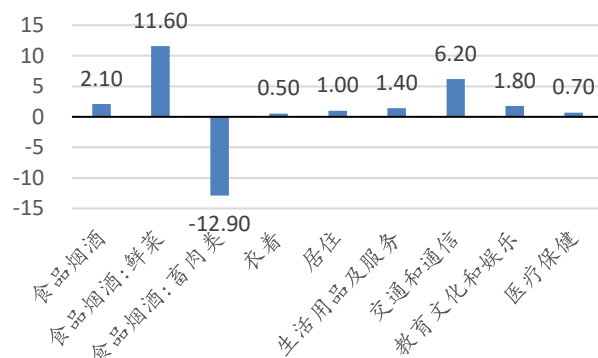
通胀保持温和，CPI 与上月持平。5 月份全国 CPI 同比上涨 2.1%，涨幅与上月相同，环比则由上月上涨 0.4% 转为下降 0.2%。随着鲜菜大量上市，物流逐步畅通，鲜菜价格下降，不过总体涨幅还是比较高，达到 11.6%；中央储备猪肉收储工作继续开展，猪肉价格跌幅开始逐步收窄。5 月白条肉月均价格同比降幅收在至 -23%，不过进入 6 月份白条肉价格基本与去年同期持平。总体通胀水平将呈现温和上行态势。

图 18：中国 CPI 同比及环比 (%)



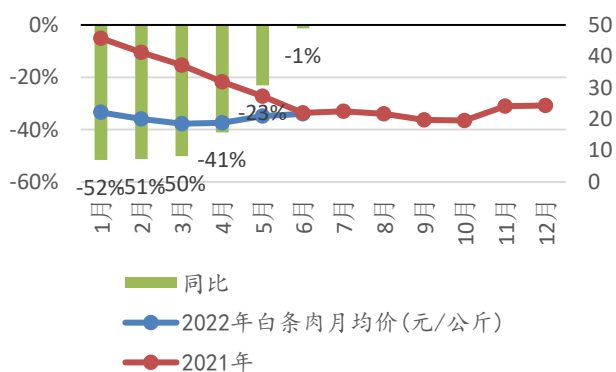
资料来源：Wind，中原证券

图 19：CPI 分项数据同比 (%)



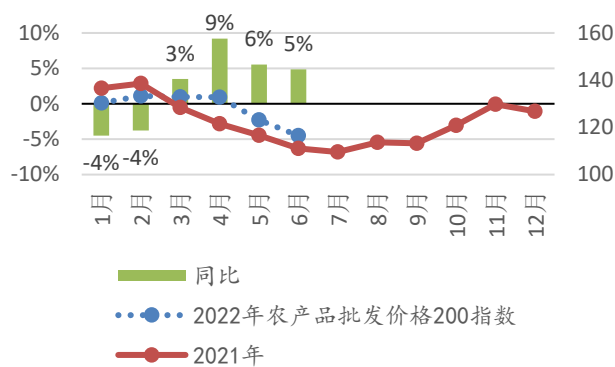
资料来源：Wind，中原证券

图 20：白条肉批发价格及同比



资料来源：Wind，中原证券

图 21：农产品批发价格指数及同比

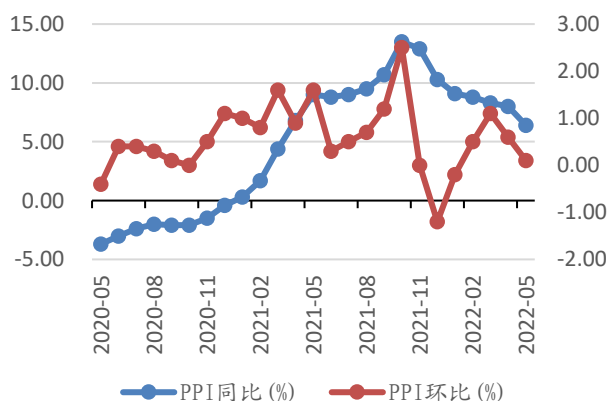


资料来源：Wind，中原证券

### 3.2. PPI 逐步回落

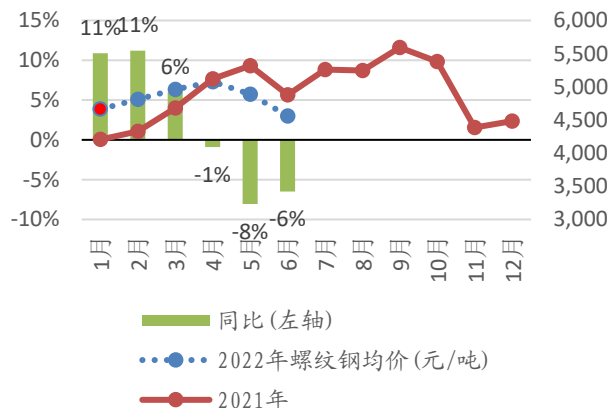
上半年 PPI 整体从高位往下回落。5 月 PPI 同比上涨 6.4%，环比上涨 0.1%。涨幅均继续回落。国际原油价格继续保持高位，不过随着国内保供政策落实，动力煤价格上涨势头得到遏制，5 月同比下降 5%。房地产市场销售一般，投资力度减弱，5 月螺纹钢价格下降 8%。预计 PPI 将继续保持下行态势。

图 22：中国 PPI 同比及环比(%)



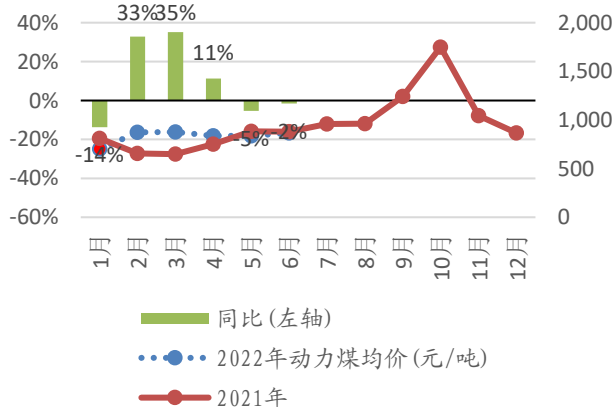
资料来源：Wind，中原证券

图 23：螺纹钢价格及同比



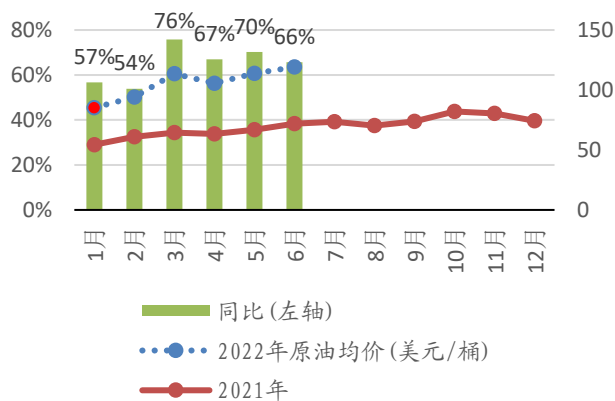
资料来源：Wind，中原证券

图 24：动力煤价格及同比



资料来源：Wind，中原证券

图 25：国际原油价格及同比



资料来源：Wind，中原证券



## 4. 全力稳增长，货币政策相对宽松

### 4.1. 政策应出尽出，全力稳增长

4月以来各方面都在积极推出政策稳定市场预期。5月25日，国务院召开全国稳住经济大盘电视电话会议。会议表示，要努力确保二季度经济实现合理增长和失业率尽快下降，保持经济运行在合理区间。帮扶市场主体纾困、稳岗拓岗等政策能出尽出。进一步打通物流和产业链上下游衔接堵点，推动复工达产。中央及部委层面，国务院推出6方面33项措施稳定经济，央行调降准备金率、首套房贷利率、5年期LPR利率、推动信贷增长等，证监会推出33条纾困措施。地方层面，哈尔滨、武汉、西安等城市放开房地产限制政策，深圳、广州、济南、郑州等地发放消费券提振消费。随着疫情基本消退，中央和地方政策合理之下，经济将迎来复苏。

表 1：4月以来政治局层面重要政策及讲话

时间	机构	主题	主要内容
6月9日	习近平	四川调研	统筹疫情防控和经济社会发展，保持经济稳定发展，保持社会大局稳定，推动治蜀兴川再上新台阶，做好维护社会稳定各项工作，保持人心稳定，保持社会大局稳定，在全面建设社会主义现代化国家新征程上奋力谱写四川发展新篇章，以实际行动迎接党的二十大胜利召开。
5月5日	政治局	政治局会议	分析当前新冠肺炎疫情防控形势，研究部署抓紧抓实疫情防控重点工作。要深刻、完整、全面认识党中央确定的疫情防控方针政策，坚决克服认识不足、准备不足、工作不足等问题，坚决克服轻视、无所谓、自以为是等思想，始终保持清醒头脑，毫不动摇坚持“动态清零”总方针，坚决同一切歪曲、怀疑、否定我国防疫方针政策的言行作斗争。
4月29日	政治局	集体学习	就依法规范和引导我国资本健康发展进行第三十八次集体学习，必须深化对新的时代条件下我国各类资本及其作用的认识，规范和引导资本健康发展，发挥其作为重要生产要素的积极作用。
4月29日	政治局	政治局会议	分析研究当前经济形势和经济工作，审议《国家“十四五”期间人才发展规划》。会议强调，疫情要防住、经济要稳住、发展要安全，这是党中央的明确要求。要根据病毒变异和传播的新特点，高效统筹疫情防控和经济社会发展，坚定不移坚持人民至上、生命至上，坚持外防输入、内防反弹，坚持动态清零，最大程度保护人民生命安全和身体健康，最大限度减少疫情对经济社会发展的影响。
4月26日	财经委	财经委会议	研究全面加强基础设施建设问题。基础设施是经济社会发展的重要支撑，要统筹发展和安全，优化基础设施布局、结构、功能和发展模式，构建现代化基础设施体系，为全面建设社会主义现代化国家打下坚实基础
4月19日	深改委	深改委会议	审议通过了《关于加强数字政府建设的指导意见》、《关于进一步推进省以下财政体制改革工作的指导意见》、《关于建立健全领导干部自然资源资产离任审计评价指标体系的意见》、《“十四五”时期完善金融支持创新体系工作方案》、《关于完善科技激励机制的若干意见》

资料来源：新华网，中原证券

表 2：4月以来国务院层面重要政策及讲话

时间	机构	主题	主要内容
6月15日	国务院	国常会	部署支持民间投资和推进一揽子项目的措施，更好扩大有效投资、带动消费和就业；确定阶段性缓缴中小微企业职工医保单位缴费，加力支持纾困和稳岗；决定开



6月8日	国务院	国常会	展涉企违规收费专项整治，部署缓缴行政事业性收费。
6月1日	国务院	国常会	听取稳增长稳市场主体保就业专项督查情况汇报，要求打通堵点、完善配套，充分发挥政策效应；部署进一步稳外贸稳外资举措，提升对外开放水平
5月25日	国务院	全国电视电话会议	部署加快稳经济一揽子政策措施落地生效，让市场主体和人民群众应知尽知、应享尽享；安排进一步加大困难群众救助帮扶力度，兜牢基本民生底线
5月23日	国务院	国常会	李克强在全国稳住经济大盘电视电话会议上强调，扎实推动稳经济各项政策落地见效，保市场主体保就业保民生，确保经济运行在合理区间
5月20日	国务院	总理讲话	进一步部署稳经济一揽子措施，努力推动经济回归正常轨道、确保运行在合理区间。李克强出席中国国际贸易促进委员会建会70周年座谈会时强调，中国坚定不移扩大对外开放，持续打造世界的大市场、外商投资的热土
5月18日	国务院	座谈会	李克强主持召开稳增长稳市场主体保就业座谈会强调，加快和加力实施宏观政策，着力稳市场主体以稳增长保就业保民生
5月11日	国务院	国常会	要求财政货币政策以就业优先为导向，稳住经济大盘；部署进一步盘活存量资产，拓宽社会投资渠道、扩大有效投资；决定阶段性免除经济困难高校毕业生国家助学贷款利息并允许延期还本。
5月5日	国务院	国常会	李克强主持召开国务院常务会议，部署进一步为中小微企业和个体工商户纾困举措，以保市场主体稳就业；确定推动外贸保稳提质的措施，助力稳经济稳产业链供应链。
4月27日	国务院	国常会	决定加大稳岗促就业政策力度，保持就业稳定和经济平稳运行；听取交通物流保通保畅工作汇报，要求进一步打通堵点、畅通循环。
4月25日	国务院	廉政工作会议	国务院召开第五次廉政工作会议，按照中央纪委六次全会和《政府工作报告》部署要求，把政府系统党风廉政建设和反腐败工作不断推向纵深。
4月20日	国务院	国常会	部署进一步抓好春季农业生产的措施，确保粮食丰收和重要农产品稳定供应；确定能源保供增供举措，提升能源对经济社会发展的保障能力。
4月13日	国务院	国常会	部署促进消费的政策举措，助力稳定经济基本盘和保障改善民生；决定进一步加大出口退税等政策支持力度，促进外贸平稳发展；确定加大金融支持实体经济的措施，引导降低市场主体融资成本。
4月11日	国务院	座谈会	李克强主持召开经济形势部分地方政府主要负责人座谈会强调，稳字当，稳中求进，以稳就业稳物价支撑经济运行在合理区间
4月8日	国务院	座谈会	李克强主持召开经济形势专家和企业家座谈会强调 稳住经济基本盘，保持经济运行在合理区间
4月6日	国务院	国常会	决定对特困行业实行阶段性缓缴养老保险费政策，加大失业保险支持稳岗和培训力度；部署适时运用货币政策工具，更加有效支持实体经济发展

资料来源：新华网，中原证券

表 3：3 月以来央行及金融监管机构重要政策

时间	机构	主题	主要内容
5月26日	央行	通知	《关于推动建立金融服务小微企业敢贷愿贷能贷会贷长效机制的通知》，进一步深化小微企业金融服务供给侧结构性改革，加快建立长效机制，着力提升金融机构服务小微企业的意愿、能力和可持续性，助力稳市场主体、稳就业创业、稳经济增长。
5月23日	央行	货币信贷形势分析会	在落实好已出台政策的同时，抓紧谋划和推出增量政策措施，引导金融机构全力以赴加大贷款投放力度，增强信贷总量增长的稳定性，积极挖掘新的项目储备，聚焦重点区域、重点领域和薄弱环节，加快对接新的有效信贷需求。
5月20日	央行	LPR 利率政策	将 5 年期 LPR 利率调降 15 个基点
5月20日	证监会	通知（23 条）	《关于进一步发挥资本市场功能 支持受疫情影响严重地区和行业加快恢复发展的通知》，着眼于加大直接融资支持力度、实施延期展期政策、优化监管工作安排、发挥

行业机构作用等四个方面，在企业申请首发上市、北交所上市、再融资、并购重组、公司债券、资产证券化产品等方面加大政策支持力度；对需要提交的反馈意见、问询回复、财务资料时限等作出延期等柔性安排；通过视频会议等非现场方式，以及减免上市公司、交易所会员等相关费用，体现监管弹性和温度；充分发挥证券基金期货经营机构作用，助力抗疫和复工复产等。《通知》主要针对受疫情影响严重地区和行业，包括上海、吉林等全面实行封控管理、静态管理等措施的区域，以及餐饮、零售、旅游、民航、公路水路铁路运输等受疫情影响严重的行业。后续，将根据情况变化进行动态调整。

5月15日	央行	住房信贷政策	对于贷款购买普通自住房的居民家庭，首套住房商业性个人住房贷款利率下限调整为不低于相应期限贷款市场报价利率减20个基点
5月4日	央行	再贷款	增加1000亿元专项再贷款额度，支持煤炭开发使用和增强煤炭储备能力
4月29日	央行	再贷款	普惠养老专项再贷款试点额度为400亿元，利率为1.75%，期限1年，可展期两次，按照金融机构发放符合要求的贷款本金等额提供资金支持
4月28日	央行	再贷款	科技创新再贷款额度为2000亿元，利率1.75%，期限1年，可展期两次，发放对象包括国家开发银行、政策性银行、国有商业银行、中国邮政储蓄银行、股份制商业银行等共21家金融机构，按照金融机构发放符合要求的科技企业贷款本金60%提供资金支持。
4月25日	央行	外汇准备金率	下调金融机构外汇存款准备金率1个百分点，即外汇存款准备金率由现行的9%下调至8%。
4月19日	央行	座谈会	人民银行、银保监会联合召开金融支持实体经济座谈会，抓好近期各项金融政策的落地工作，加大疫情防控和经济社会发展金融支持，保障物流畅通和促进产业链供应链循环。
4月15日	央行	准备金率	决定于2022年4月25日下调金融机构存款准备金率0.25个百分点；对没有跨省经营的城商行和存款准备金率高于5%的农商行，在下调存款准备金率0.25个百分点的基础上，再额外多降0.25个百分点
3月16日	金融委	专题会议	研究当前经济形势和资本市场问题，会议对市场关心的热点和重点问题，例如货币政策、房地产、中概股、平台经济等都进行了回应

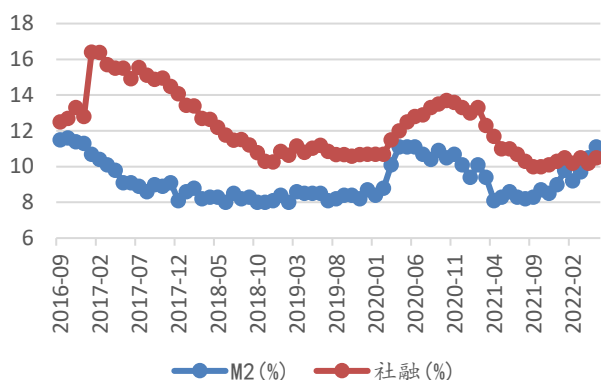
资料来源：新华网，中原证券

## 4.2. 货币政策相对宽松

在发达经济体收紧货币的同时，我国货币政策坚持以我为主，保持了相对宽松的态势。央行于4月25日下调金融机构存款准备金率0.25个百分点。5月份，对于贷款购买普通自住房的居民家庭，首套住房商业性个人住房贷款利率下限调整为不低于相应期限贷款市场报价利率减20个基点，将5年期LPR利率调降15个基点。虽然通胀存在上行压力，但还没有超越政策目标值3%的水平，因此货币政策有继续保持宽松的空间。

5月金融数据显著回升。M2同比增长11.1%，新增社融规模超预期。5月份人民币贷款增加1.89万亿元，同比多增3920亿元，远高于4月的6454亿元；社会融资规模增量为2.79万亿元，比上年同期多8399亿元；5月M2同比增长11.1%，增速创今年以来新高，分别比上月末和上年同期高0.6个和2.8个百分点。新增贷款方面，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，其中票据融资增加7129亿，中长期贷款增加5551亿元。金融数据总量上呈现明显改善态势，不过结构上还是以短期票据融资增长为主，居民和企业中长期贷款改善不明显。

图 26: M2 和社融同比增速 (%)



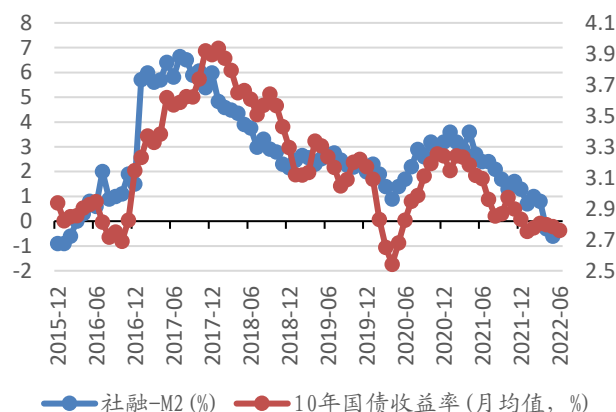
资料来源: Wind, 中原证券

图 28: 地方债发行进度 (%)

年份	地方债总 发行量 (亿元)	地方债到 期偿还量 (亿元)	地方债净 融资额 (亿元)	完成率	新增地方 债限额 (亿元)	新增一般 债限额 (亿元)	新增专项 债限额 (亿元)
2015	38,351	1,714	36,637				
2016	60,458	2,437	58,022				
2017	43,581	2,415	41,166				
2018	41,652	8,389	33,262	153%	21,800	8,300	13,500
2019	43,624	13,152	30,472	99%	30,800	9,300	21,500
2020	64,438	20,757	43,681	92%	47,300	9,800	37,500
2021	74,826	26,685	48,142	108%	44,700	8,200	36,500
2022年1-5月	46,147	27,758	18,388	42%	43,700	7,200	36,500

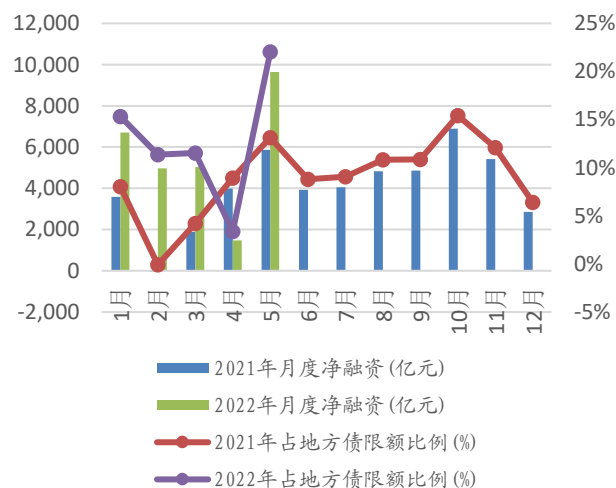
资料来源: Wind, 中原证券

图 27: 10 年国债收益率、社融-M2 剪刀差 (%)



资料来源: Wind, 中原证券

图 29: 2021 年 2022 年每月地方债净融资对比 (%)



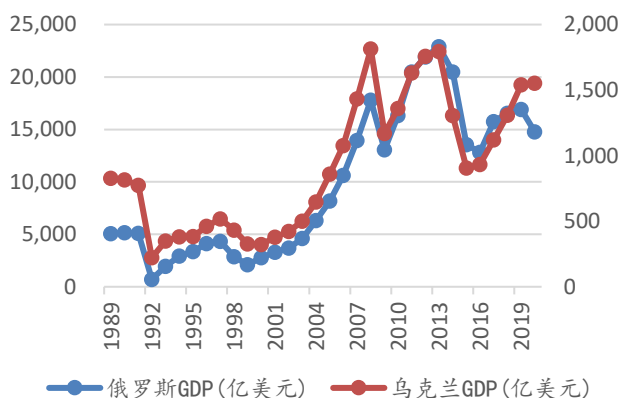
资料来源: Wind, 中原证券

## 5. 外部环境面临百年大变局

### 5.1. 国际地缘政治冲突持续

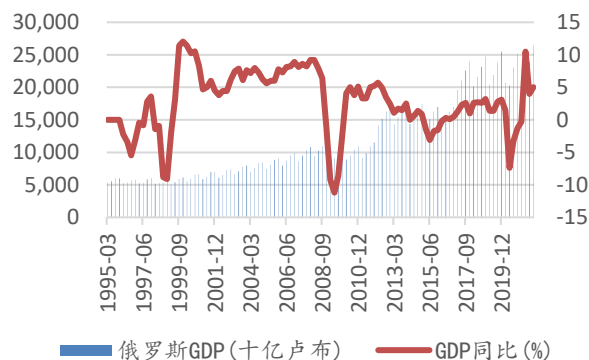
俄罗斯与乌克兰的地缘政治冲突已经深刻改变了世界格局。自从 1990 年初“冷战”结束以来,全球总体处于和平发展阶段,除了美国主导针对个别国家发动战争以外,其他主要经济和军事大国基本没有开启战端。俄乌冲突的影响已经超越两个国家的关系,欧洲和美国联合采取了经济制裁、军事援助、情报支持等多种手段来支持乌克兰,战争持续时间超出了预期,随着时间的推移,对相关国家经济的考验将越来越大。本次地缘政治冲突可能导致三大后果:一是,欧美发达经济体再度紧密联合起来,对其认为的敌对国家采取更多对抗措施,譬如科技产品出口限制,设置特殊的市场准入门槛等,形成新的贸易壁垒。二是,全球供应链面临重组,美国已完全停止从俄罗斯的油气和煤炭进口,欧盟计划 2022 年去除 2/3 从俄罗斯天然气进口,到 2027 年基本上摆脱对俄罗斯能源依赖。三是,对经济前景造成负面影响,俄乌冲突加剧大宗商品和粮油价格上涨,加剧了全球通胀,发达经济体加快货币收紧,或导致未来经济衰退。

图 30：1989-2020 年俄罗斯和乌克兰(右)GDP 总量



资料来源：互联网资料，中原证券

图 31：俄罗斯 GDP 及同比增速 (%)

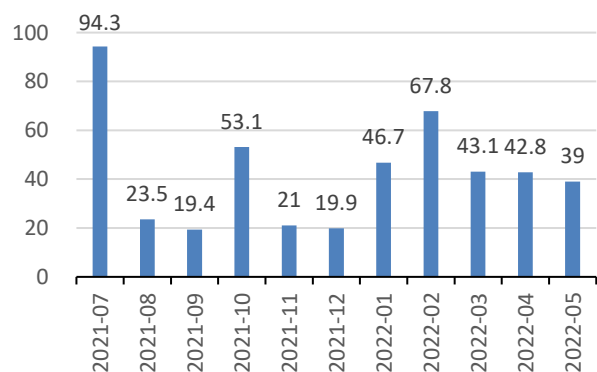


资料来源：Wind，中原证券

## 5.2. 美国高通胀持续，加息和缩表节奏变快

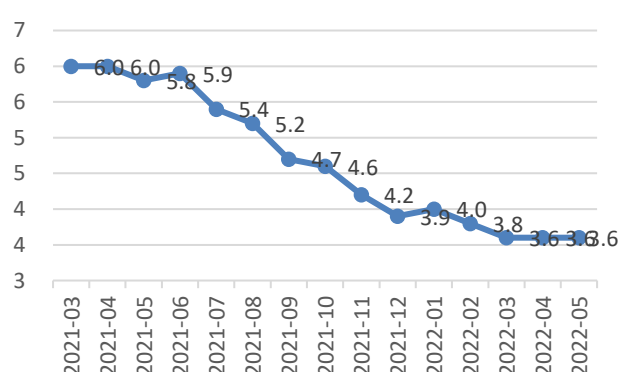
美国 5 月就业市场强劲，为继续加息提供条件。美国 5 月份新增 39 万个非农就业岗位，好于市场预期的 32.50 万。尽管人们担心经济放缓和通胀飙升，但美国就业市场仍旧保持温和增长态势。美国 5 月失业率 3.6%，略高于预期的 3.5%，接近疫情前的低点。美国 5 月平均时薪增长年率为 5.20%，较前值 5.5% 略微下降。美国 5 月劳动参与率 62.30%。此外，美国职位空缺数量仍处于显著高位，裁员人数创历史新低。随着公司争夺工人，工资将继续上涨，并导致通胀在一段时间内保持高位。美国总统拜登就美国 5 月份就业报告发表讲话，表示抗击通胀是其首要经济任务。拜登表示，他应对通胀的计划中，除了美联储方面外，另外两个组成部分是降低美国家庭生活成本和联邦赤字。

图 32：美国新增非农就业人数(万人)



资料来源：Wind，中原证券

图 33：美国失业率(%)



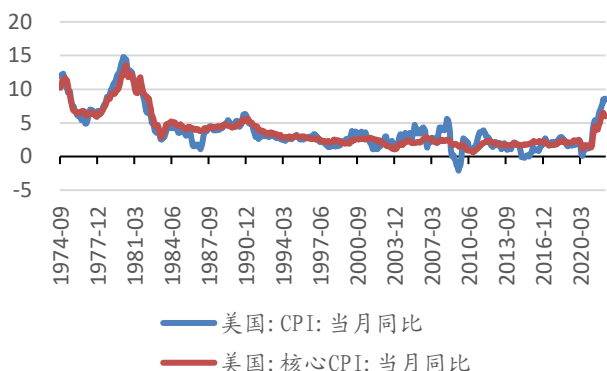
资料来源：Wind，中原证券

美国通胀水平创新高，美联储加息和缩表节奏变快。5 月美国 CPI 同比 8.6%，前值 8.3%。核心 CPI 同比 6.0%，前值 6.2%。CPI 环比 1.0%，前值 0.3%，核心 CPI 环比 0.6%，前值 0.6%。环比分项来看，交通运输和服装回升最明显。由于美国通胀持续高涨，美联储加息步伐或更激进。6 月 15 日，美联储宣布加息 75 基点，联邦基金目标利率区间提升至 1.5%-1.75%，这是自 1994 年以来的最大加息幅度。鲍威尔在记者会上表示，他不认为这种幅度加息会成为常态，下一次会议的加息幅度很可能不是 50 就是 75 基点，在每次会议上视具体情况做决定。货币政



策声明去除了“预计通胀率将回到 2% 的目标”这个措辞，添加了一句“委员会将强烈致力于让通胀重返 2% 的目标”。预计美联储在 2022 年接下来的 4 次议息会议上都会采取加息行动，并使联邦基金目标利率达到 3.25%-3.50%。与次同时，美联储已经从 6 月 1 日起开始缩减近 9 万亿美元的资产负债表，按计划 2022 年 6 月起每月缩减 475 亿美元(300 亿国债+175 亿 MBS)，2022 年 9 月起每月 950 亿美元(600 亿国债+300 亿 MBS)。本次缩表计划是美联储 2017 年至 2019 年缩表时每月最多 500 亿美元峰值的两倍。美联储缩表将对全球市场产生重要影响。

图 34：美国 CPI 与核心 CPI (%)



资料来源：Wind，中原证券

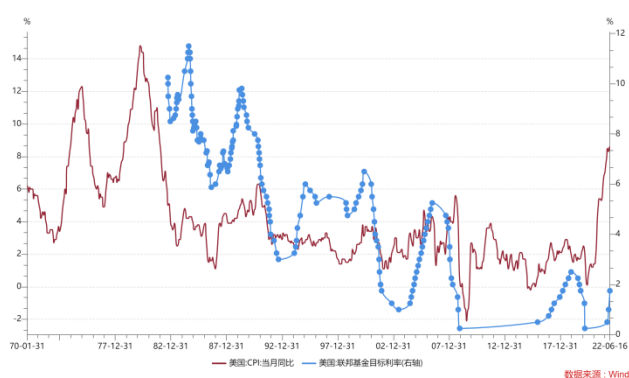
图 36：美联储 2020 年加息节奏及预测

2022 年	加息幅度	利率上限	目标利率区间
3 月	加息 25 基点	0.50%	0.25%-0.50%
4 月	无	0.50%	0.25%-0.50%
5 月	加息 50 基点	1.00%	0.75%-1.00%
6 月	加息 75 基点	1.75%	1.50%-1.75%
7 月	加息 50 基点	2.25%	2.00%-2.25%
8 月	无	2.25%	2.00%-2.25%
9 月	加息 50 基点	2.75%	2.50%-2.75%
10 月	无	2.75%	2.50%-2.75%
11 月	加息 50 基点	3.25%	3.00%-3.25%
12 月	加息 25 基点	3.50%	3.25%-3.50%

资料来源：Wind，中原证券

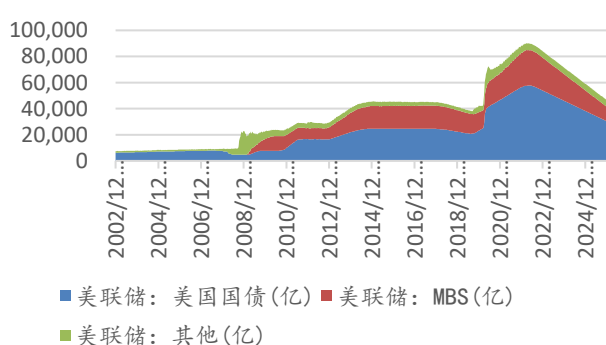
图 38：美联储加息幅度概率

图 35：美国联邦基金利率与美国 CPI (%)



资料来源：Wind，中原证券

图 37：美联储缩表计划



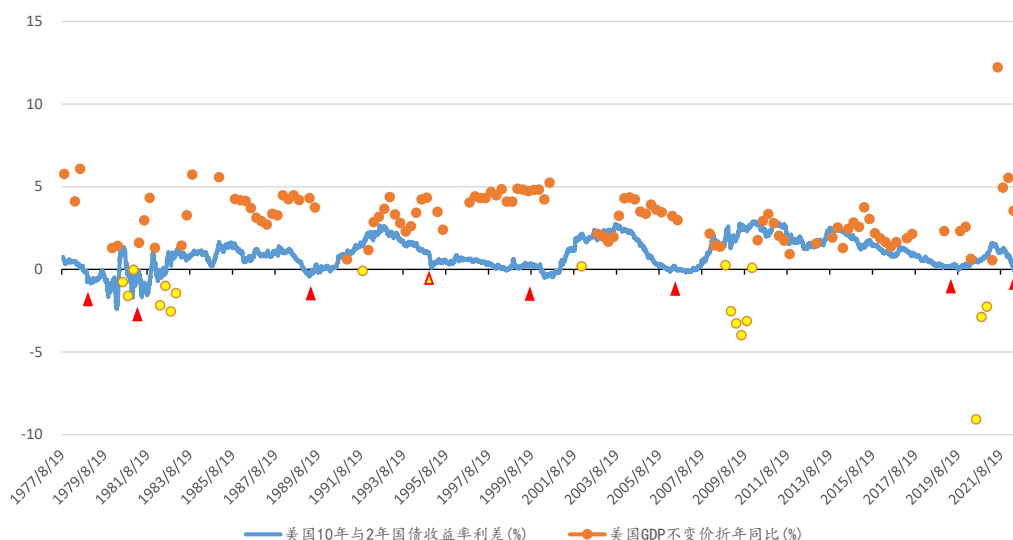
资料来源：Wind，中原证券

MEETING PROBABILITIES											
MEETING DATE	200-275	225-300	250-325	275-350	300-375	325-400	350-425	375-450	400-475	425-500	450-525
2022/7/27	24.6%	75.4%	0.0%	0.0%							
2022/9/21	0.0%	0.0%	17.2%	60.2%	22.6%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%		
2022/11/2	0.0%	0.0%	0.0%	5.9%	31.9%	47.3%	14.9%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
2022/12/14	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	3.6%	22.0%	41.4%	27.3%	5.7%	0.0%	0.0%
2023/2/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.1%	9.2%	27.9%	37.1%	20.7%	4.0%	0.0%
2023/3/15	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.6%	5.5%	19.2%	32.8%	28.3%	11.7%	1.8%
2023/5/3	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.6%	5.3%	18.7%	32.3%	28.5%	12.4%	2.2%
2023/6/14	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	1.6%	8.3%	21.8%	31.5%	24.9%	10.1%	1.7%
2023/7/26	0.0%	0.0%	0.0%	0.6%	3.8%	12.6%	24.9%	29.3%	20.1%	7.4%	1.2%

资料来源：CME 官网，中原证券

美国国债收益率出现倒挂,可能预示经济衰退。历史来看,美债短端利率由货币政策决定,期限利差则受经济预期等影响。经验显示,长短美债收益率曲线倒挂往往被视为美国经济衰退的信号。上世纪80年代以来,美国10年和2年期国债收益率曲线数次出现倒挂,此后1-2年美国的经济大概率陷入衰退。其中1990、2001、2008、2020年美国的经济进入衰退期,而在这几次衰退前1到2年左右的时间里,10年和2年美债收益率曲线均出现倒挂,只有1998年6月美债收益率曲线倒挂后美国经济并未陷入衰退。当前全球地缘政治冲突不断,疫情对经济的影响还未完全消除,美国通胀高企和美联储持续加息,都可能促使经济衰退的到来。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。报告指出,地缘政治冲突导致通胀升高,金融形势更加紧张。2023年全球通胀有望缓和,但仍可能高于大多数国家的目标水平。报告预计,2022年发达经济体的经济增幅将从2021年的5.1%大幅回落至2.6%,较1月预测值下修1.2个百分点。预计美国 and 欧元区今年经济增幅均为2.5%,较1月预测值分别下修1.2和1.7个百分点。报告同时预计,新兴市场和发展中经济体的经济增速将从2021年的6.6%近乎腰斩至3.4%。

图 39: 美债倒挂与经济衰退



资料来源: Wind, 中原证券

图 40: 中美 10 年期国债收益率利差出现倒挂



资料来源: Wind, 中原证券

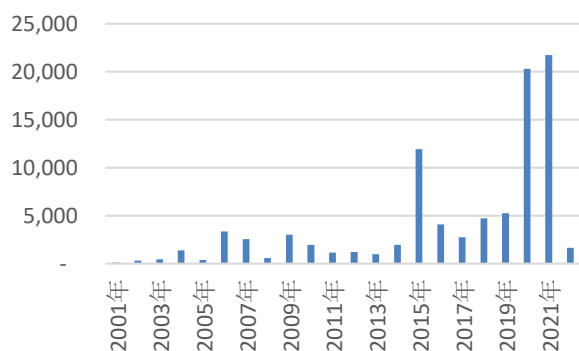


## 6. 微观资金面冰点后回升

### 6.1. 公募发行见底

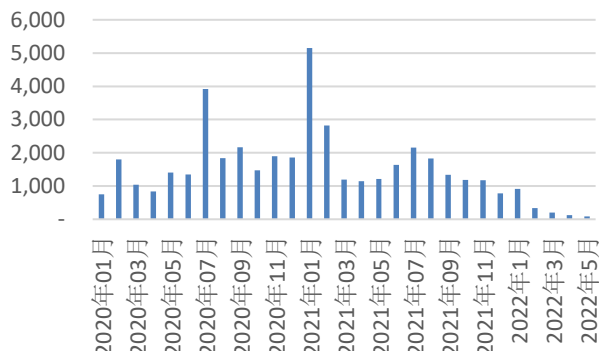
公募基金发行陷入冰点。经历 2020、2021 年两个公募基金发行大年之后，2022 年公募基金发行陷入低迷，2022 年前 5 个月发行规模只有 1655 亿。公募发行低迷主要有两方面原因：一是 2021 年大盘蓝筹，特别是白酒、医药等公募基金重仓股跌幅较大，公募产品净值普遍下跌。在 2021 年 1 月 1 日至 2022 年 5 月 31 日，全市场 3877 只偏股混合型与普通股票型公募基金，净值下跌的有 3175 只，净值下跌超过 20% 的有 1157 只，净值下跌超过 30% 的有 262 只。二是 2022 年受到内外部环境的影响，市场状况不佳，市场赚钱效应较差。公募基金对普通投资者吸引力下降。从历史数据来看，目前公募基金发行规模基本已经见底，公募基金市场将迎来边际改善。

图 41：2001-2022 年偏股型基金年度发行额（亿）



资料来源：Wind，中原证券

图 42：2020-2022 年偏股型基金每月发行额（亿）



资料来源：Wind，中原证券

图 43：公募基金发行额（亿）与沪深 300 指数（点）

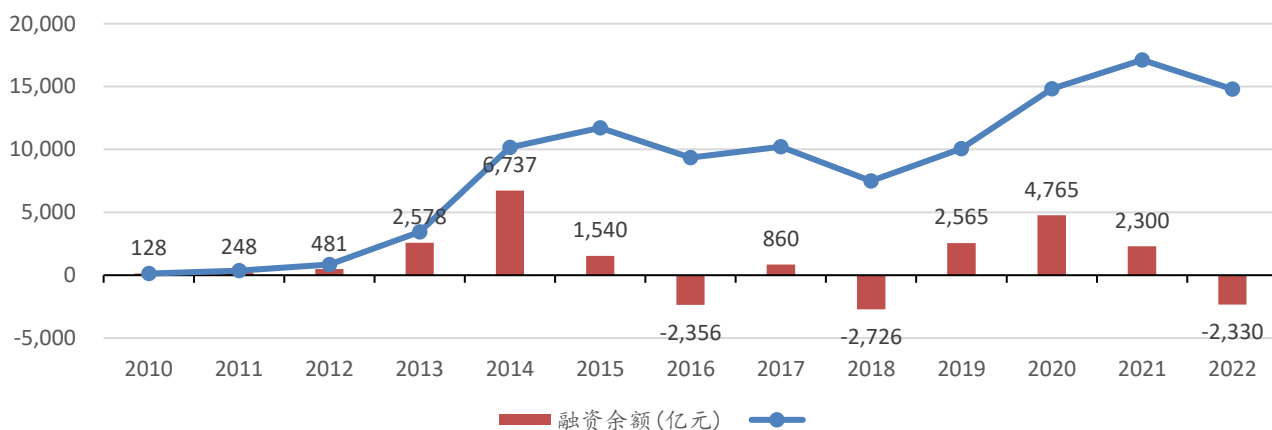


资料来源：Wind，中原证券

## 6.2. 融资资金有所回升

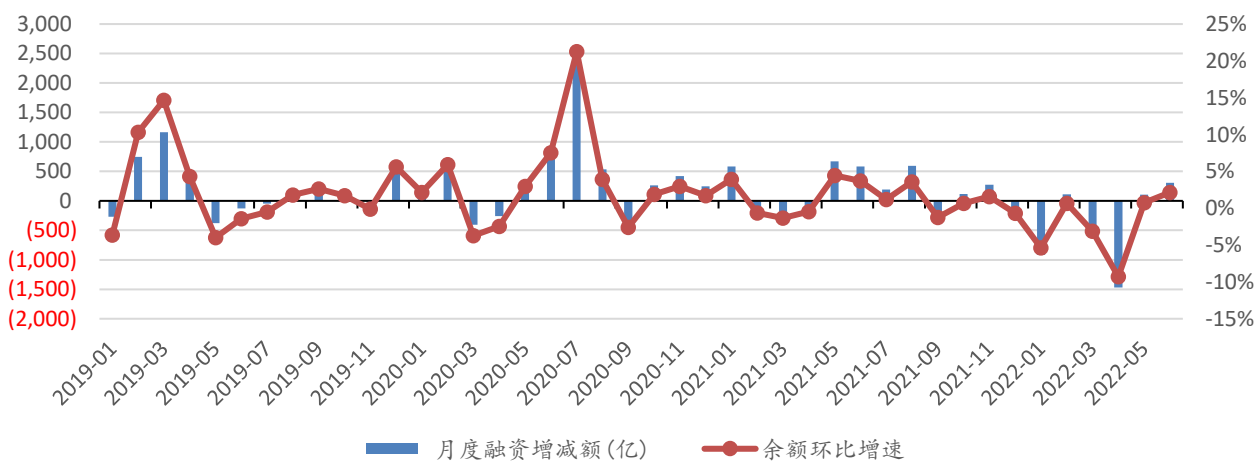
融资余额的增减和市场走势有比较大的相关性。在市场状况较好的时期，融资余额明显增加；在市场状况较差的时期，融资余额明显减少。2022 年初以来，融资余额减少了约 2500 亿，减少规模已经接近 2018 年全年规模。当然今年受地缘政治冲突、国内疫情反复影响，在 1、3、4 月份融资减少较多。随着市场逐步企稳，进入 5 月融资余额开始缓慢回升。目前融资余额为 14,790 亿，较 4 月末已经回升约 500 亿元。预计下半年融资余额将保持相对稳定。

图 44：2010-2022 年融资余额增减情况



资料来源：Wind，中原证券

图 45：2019 年以来每月融资余额增减情况（亿元）

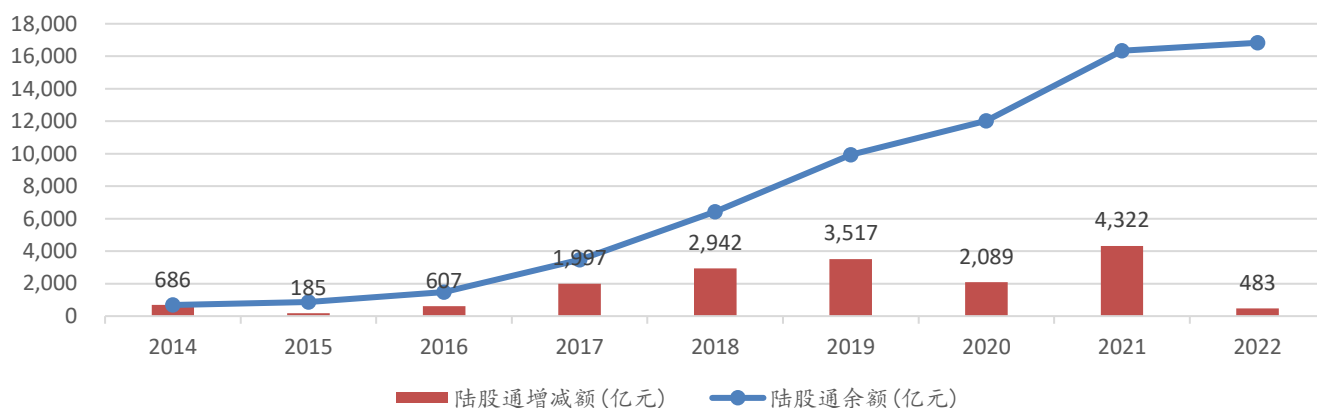


资料来源：Wind，中原证券

## 6.3. 外资继续保持净流入

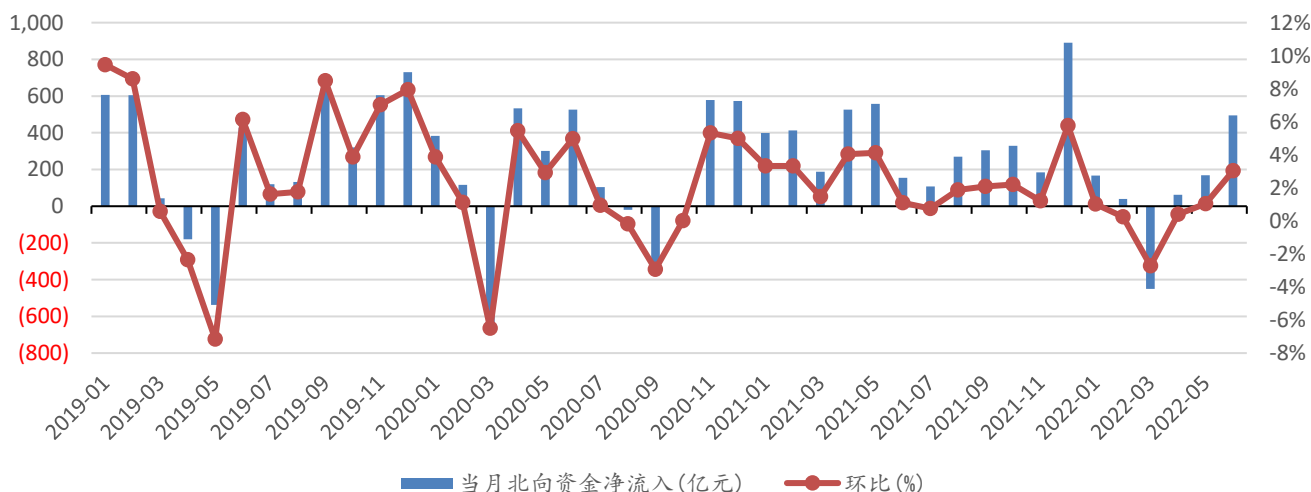
外资通过香港陆股通投资 A 股市场，近年来一直保持流入态势。目前陆股通净流入资金余额约 16,830 亿元。不过 2022 年年初以来，仅流入 483 亿元，较过去 5 年有较大的回落。当然今年主要受地缘政治冲突影响，陆股通在 3 月份净流出 450 亿元。从 4 月份开始北向资金逐月增加，6 月以来已经净流入约 500 亿元。预计随着国内经济复苏步伐加快，外资将继续保持流入态势。

图 46：陆股通余额及增减情况（亿元）



资料来源：Wind，中原证券

图 47：2019 年以来每月陆股通增减情况（亿元）



资料来源：Wind，中原证券

## 7. 盈利呈现分化，估值处于底部

### 7.1. 盈利呈现分化

受上游盈利强劲影响，规模以上工业企业整体盈利增速有所回升。一季度规模以上企业营收增速 12.7%，较上月回落 1.2 个百分点；盈利增速 8.5%，较上月增加 3.5 个百分点。利润增长的主力军是上游行业，从三大门类看，采矿业利润增长 1.48 倍；制造业下降 2.1%；电力、热力、燃气及水生产和供应业下降 30.3%。国际地缘政治冲突等因素导致大宗商品价格大幅上涨，能源保供措施有效推进，煤炭等能源产品产量较快增长，量价齐升推动总利润增长较多。总体来看，一季度减税降费、企业纾困措施落实，工业企业利润保持平稳增长。当然当前企业面临输入性通胀压力较大，疫情使部分企业经营困难增多，制造业盈利压力较大。

上市公司一季度的盈利增速有所放缓。全 A（非 ST）公司归母净利润同比增速为 3.5%，较 2021 全年净利增速 13.3% 回落 9.8 个百分点。全部 A 股（非银行石油石化）公司归母净利润同比增速为 -1.5%，较 2021 年全年回落 19.2 个百分点。分行业看，有色（+123.9%）、煤炭（+82.1%）、

基础化工(+43.7%)等上游行业净利增速较高,农林牧渔(-192.8%)、计算机(-63.1%)、消费者服务(-51.1%)、房地产(-43.7%)、非银(-40.6%)等行业净利增速大幅下降。环比来看,多数行业环比增速出现放缓,商贸零售、房地产、公用事业、建筑等行业环比有所改善。

图 48: 全市场板块公司归母净利同比增速(%)

	2018	2019	2020	2021	2022Q1	环比(百分点)
全部A股(非ST)	-2.8	7.2	-2.6	13.3	3.5	-9.8
全部A股(非金融)	-6.1	-4.3	3.4	25.4	8.1	-17.3
全部A股(非银行)	-7.6	4.2	2.9	21.9	0.4	-21.5
全部A股(非银行石油石化)	-10.1	5.2	5.5	17.7	-1.5	-19.2
全部A股(非金融石油石化)	-8.9	-3.8	6.7	20.4	6.3	-14.1
全部B股(非ST)	-34.1	-11.5	-162.9	155.4	17.8	-137.6
沪深A股	-2.2	5.4	1.9	18.1	3.6	-14.5
全部主板(非金融)	-0.2	5.3	0.6	17.1	3.6	-13.5
全部主板(剔除原中小企板)	2.9	6.0	-3.1	21.1	3.9	-17.1
原中小企板	-34.3	-6.5	57.5	-19.2	2.0	21.2

资料来源: Wind, 中原证券

图 49: 中信一级行业公司归母净利同比增速(%)

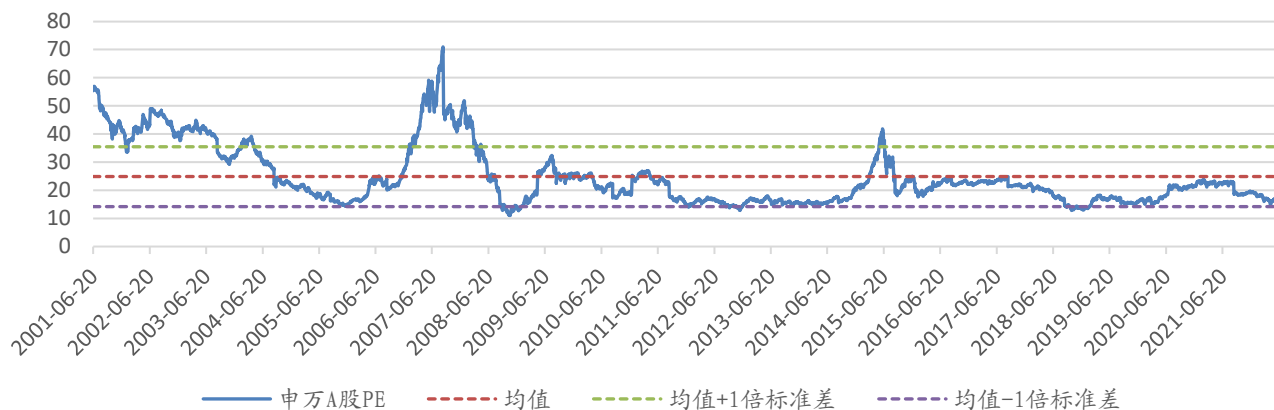
行业	2018	2019	2020	2021	2022Q1	环比(百分点)
CS有色金属	-58.2	-54.1	213.0	149.7	123.9	-25.8
CS煤炭	7.6	0.8	-4.2	73.2	82.1	8.9
CS交通运输	-15.9	2.8	-93.3	1232.3	43.9	-1188.4
CS基础化工	23.1	-77.3	142.2	131.7	43.7	-88.0
CS医药	-7.9	-11.4	28.8	59.0	29.8	-29.2
CS电力设备及新能源	-25.7	16.1	53.4	29.2	24.4	-4.8
CS石油石化	55.4	-4.5	-35.7	146.3	23.0	-123.3
CS国防军工	11.4	28.2	49.0	7.2	17.2	10.0
CS食品饮料	24.5	13.7	15.9	9.8	15.8	6.1
CS纺织服装	-36.4	-16.6	5.8	16.9	11.6	-5.3
CS家电	-13.1	19.2	9.6	5.6	11.2	5.6
CS建筑	4.5	3.9	2.9	-4.5	10.7	15.2
CS通信	-39.2	-40.7	128.3	-3.4	9.4	12.9
CS银行	5.6	6.6	0.7	12.6	8.7	-3.9
CS电子	-36.9	18.4	49.7	70.6	-6.1	-76.7
CS商贸零售	-2.8	-9.5	-71.8	-224.8	-14.1	210.6
CS汽车	-20.6	-33.5	-3.5	20.5	-14.3	-34.8
CS建材	61.5	4.3	15.5	6.9	-17.0	-23.8
CS传媒	-144.6	-49.8	143.3	397.8	-18.5	-416.3
CS机械	-56.8	48.8	44.6	8.4	-22.3	-30.6
CS钢铁	29.4	-44.6	-0.9	89.2	-22.9	-112.0
CS电力及公用事业	-0.5	8.7	21.3	-58.4	-29.6	28.8
CS综合	-129.3	371.2	-6.1	261.4	-30.9	-292.3
CS轻工制造	-12.0	7.2	-1.2	-6.2	-39.2	-33.0
CS非银行金融	-17.6	65.4	1.2	5.8	-40.6	-46.4
CS房地产	9.8	8.2	-19.2	-83.9	-43.7	40.2
CS消费者服务	13.5	22.0	-81.5	20.2	-51.1	-71.3
CS综合金融		-86.3	-143.8	283.1	-61.6	-344.7
CS计算机	-51.3	-29.9	-15.2	52.5	-63.1	-115.7
CS农林牧渔	-60.9	240.2	40.1	-147.5	-192.8	-45.3

资料来源: Wind, 中原证券

## 7.2. 整体估值处于历史底部区域

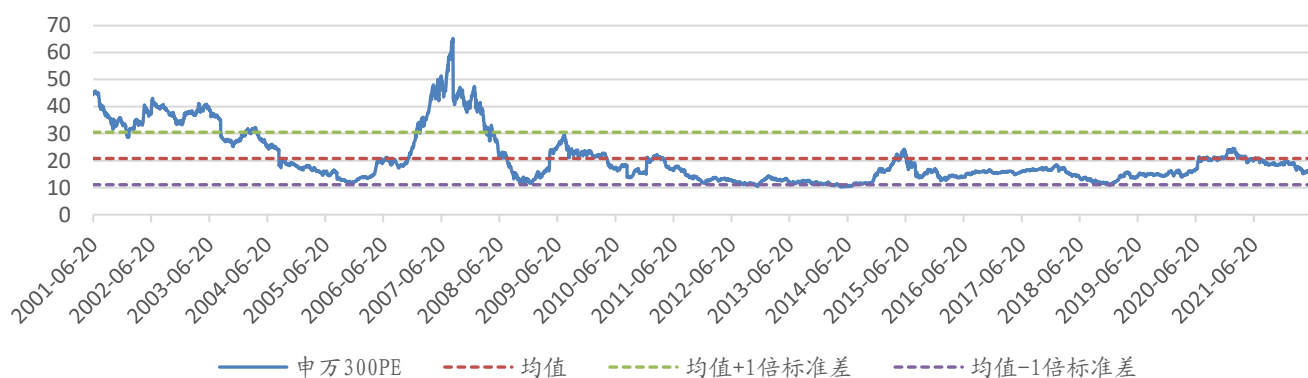
我国股票市场整体估值处于历史较低的位置。申万 A 股最新市盈率为 18 倍，处于历史分数 32%。申万 300 最新市盈率为 17 倍，处于历史分位数 52%。申万创业板最新市盈率为 40 倍，处于历史分数 18%。总体处于估值的合理区间，创业板指数处于历史估值的底部。

图 50：申万全 A 历史市盈率（倍）



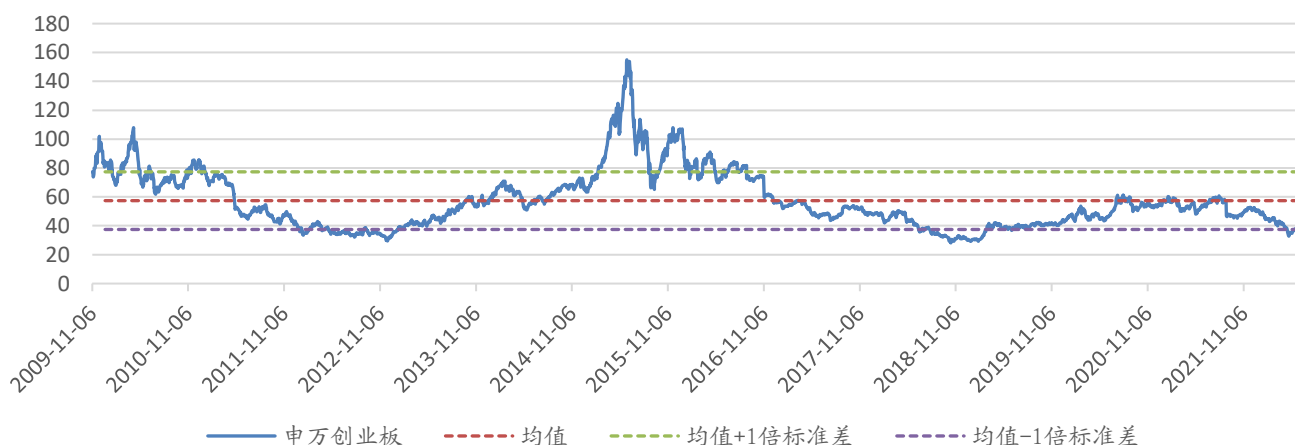
资料来源：Wind，中原证券

图 51：申万 300 历史市盈率（倍）



资料来源：Wind，中原证券

图 52：申万创业板历史市盈率（倍）



资料来源：Wind，中原证券

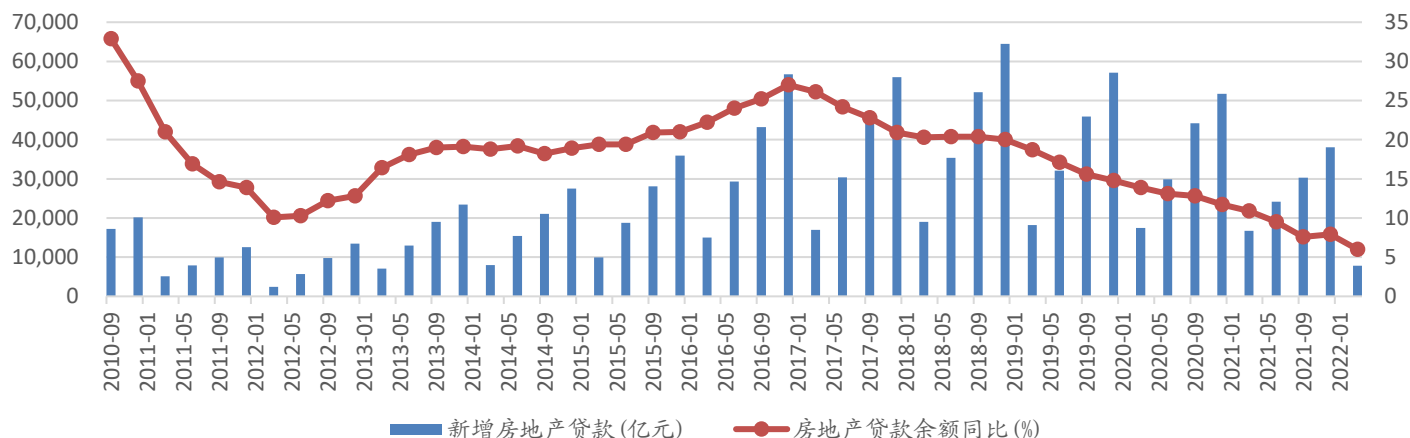
## 8. 投资主线

战略进攻，适应新局。虽然全球局势不稳定，海外市场动荡不安，但国内市场经过上半年的调整，中长期的估值优势已经比较明显，到了中长期战略布局的窗口期。就下半年而言，市场或维持结构性行情。重点建议关注稳增长、涨价和科技板块。

### 8.1. 稳增长

国内一季度 GDP 同比增长 4.8%，环比增长 1.3%；二季度受多重负面因素影响，GDP 同比增速或低于一季度，为实现全年 GDP 增速 5.5% 的目标，“稳增长”将成为今年经济发展的主线。下半年可以见到更多稳增长政策落地见效，扩大有效投资和促进消费主要着力方向。相对而言，短期内扩大投资的效果更为明显。因此，大金融、基建、房地产等板块或有阶段性表现机会。

图 53：每季度新增房地产贷款及房地产贷款余额同比增速



资料来源：Wind，中原证券

### 8.2. 涨价预期

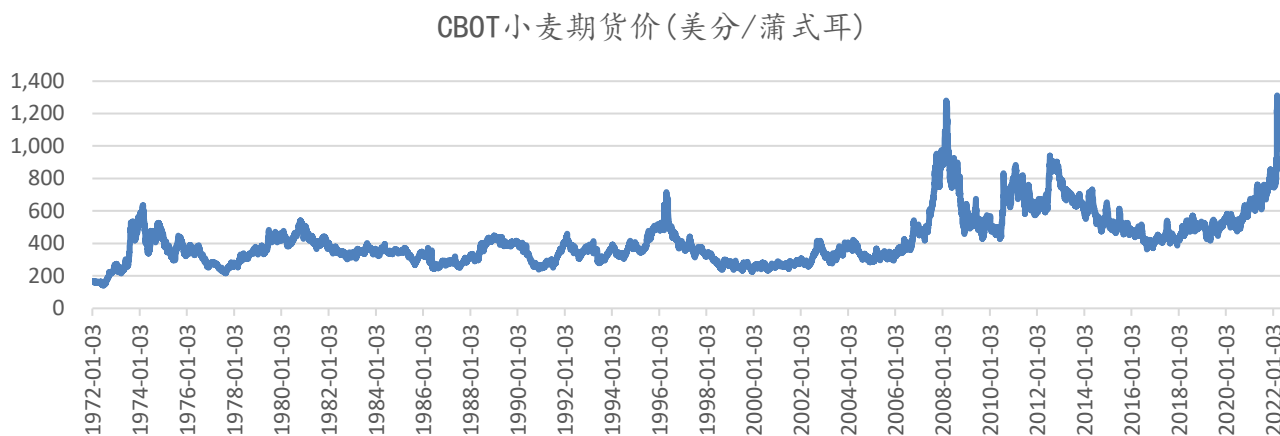
涨价预期主要集中在农林牧渔行业领域。2020 年初以来，新冠疫情席卷全球，全球供应链体系受到严重冲击。由于粮食生产是一个严重依赖供应链的生产活动，既涉及到农场主、农民、工人等劳动者，又需要化肥、种子和农药等物资，还离不开加工厂、运输公司、批发零售商等合作伙伴，新冠疫情抬升了粮食生产运输的压力。与此同时，极端天气的频发也是影响粮食价格的关键因素。以“拉尼娜现象”为代表的极端天气频频出现，给全球多个主要粮食生产国都造成了较大破坏，继而抬高了粮食价格。进入 2022 年，地缘政治冲突不断加剧，俄罗斯和乌克兰分别是世界最大和第五大小麦出口国，全球 19% 大麦、14% 小麦和 4% 玉米产自这两个国家，两国小麦出口量合计约占全球出口量的 1/3，玉米出口量合计约占 20%。再度给全球粮食供需格局增加了不确定性。

国内生猪养殖业经过一轮周期性下跌后，目前正处于周期底部。随着国家收储政策托底、养殖产业自然出清，生猪存栏量持续下降，生猪价格已经出现企稳回升。随着生猪价格的持续



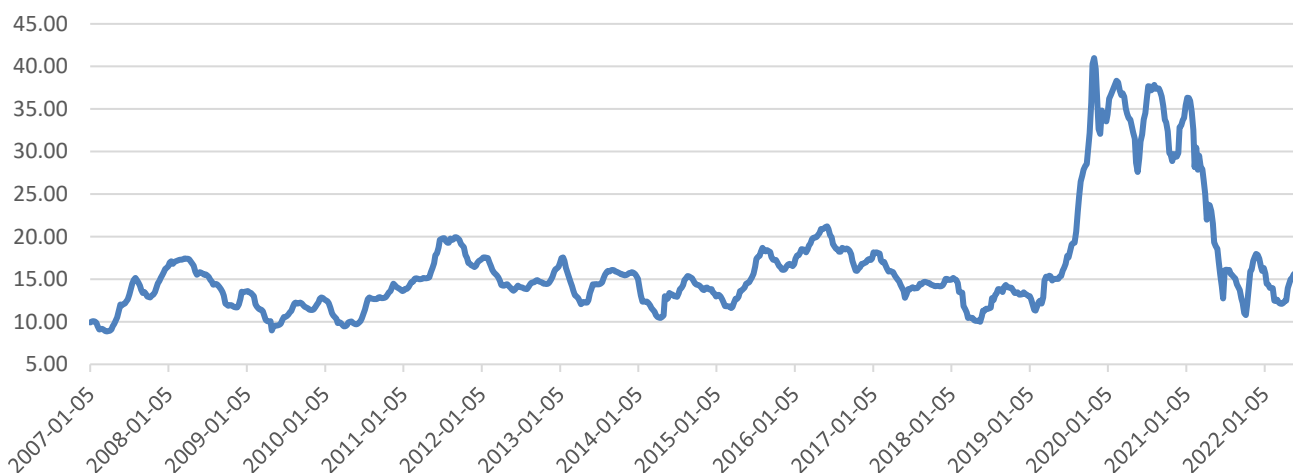
回升，养殖也开始扭亏为盈，按最新价格测算，出栏一头生猪平均盈利 60 元左右。大型养殖企业资金压力得到一定缓解，生猪养殖最困难的时期已经过去。随着消费复苏，新一轮猪周期有望逐步开启。

图 54：申万行业扣非后净利润增速对比



资料来源：Wind，中原证券

图 55：我国生猪价格走势（元/公斤）

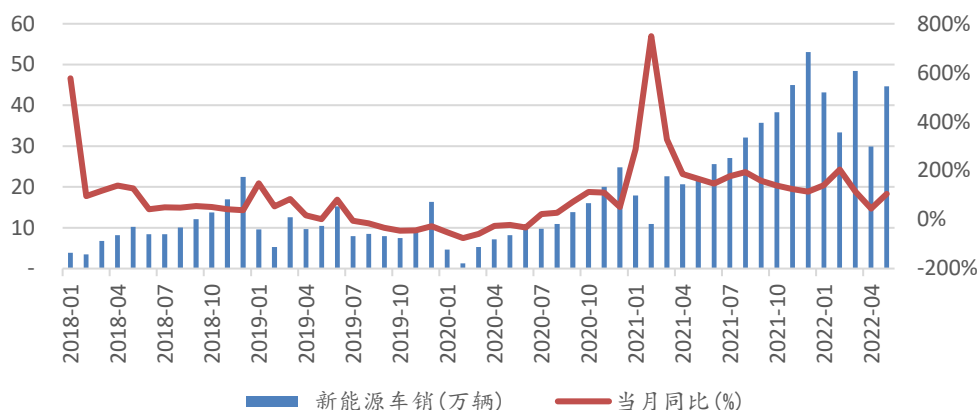


资料来源：Wind，中原证券

### 8.3. 科技产业

在我国“2030 碳达峰、2060 碳中和”的目标之下，新能源产业是中长期布局的重点领域。国家发改委、国家能源局发布《关于促进新时代新能源高质量发展的实施方案》，提出到 2030 年我国风电太阳能发电总装机容量达 12 亿千瓦以上的目标。政策释放利好信号，从需求和供给两个层面为光伏行业发展带来积极影响。当前国内新能源汽车依然处于景气周期中，2022 年前 5 个月新能源汽车销量同比增长 112.6%。全球范围内，减碳也是大势所趋。以德国为例，内阁于 2022 年 4 月 6 日通过了一揽子法案，计划到 2030 年 80% 的电力由可再生能源提供，到 2035 年几乎所有的电力均由可再生能源提供。根据该法案，到 2030 年德国太阳能发电能力将由目前的 59GW 提升至 215GW。新能源产业链将继续受益于政策驱动和行业高景气。

图 56：每月新能源汽车销量及同比增速



资料来源：Wind，中原证券

#### 8.4. 业绩改善的行业

从业绩增长来看，2022Q1 扣非后利润保持较高增长的行业包括：有色金属（+119.1%）、电器设备（+66.1%）、采掘（+56.9%）、交通运输（+44.7%）、医药生物（+34.4%）、化工（+29.2%）、通信（+20.9%）、食品饮料（+17.5%）；业绩增速为正，同时 2022Q1 业绩增速较 2021A 加快的行业有：电器设备（+66.1%，提升 26.8 个百分点），通信（+20.9%，加快 38.7 个百分点），食品饮料（+17.5%，加快 4.3 个百分点），商贸零售（+7.9%，加快 1711.7 个百分点），建筑装饰（+5.9%，加快 9.4 个百分点）。业绩增速为负，但降幅较 2021A 收窄的行业有：公用事业（-21.5%，降幅收窄 46.5 个百分点）、房地产（-75.8%，降幅收窄 7.8 个百分点）。

图 57：申万行业扣非后净利润增速对比

	2019A	2020A	2021A	2022Q1	2022Q1/2021A 趋势	市盈率 (TTM)	PEG	区间涨跌幅 (2022.1.1-6.20)
SW 有色金属	-101.7	2,593.1	231.6	119.1	-112.5	22.5	0.2	1.6
SW 电气设备	93.6	64.0	39.3	66.1	26.8	39.7	0.6	-7.4
SW 采掘	-9.1	-55.5	308.7	56.9	-251.8	9.7	0.2	25.3
SW 交通运输	0.5	-110.1	2,122.8	44.7	-2,078.1	9.4	0.2	-0.8
SW 医药生物	-19.5	28.6	52.9	34.4	-18.5	26.1	0.8	-11.8
SW 化工	-9.8	-32.0	198.2	29.2	-169.1	15.8	0.5	-3.0
SW 通信	-337.2	127.3	-17.8	20.9	38.7	15.0	0.7	-1.9
SW 食品饮料	12.9	14.4	13.3	17.5	4.3	38.1	2.2	-8.5
SW 国防军工	-73.9	345.3	33.3	13.8	-19.6	58.7	4.3	-21.7
SW 家用电器	8.0	1.3	15.3	12.2	-3.1	16.8	1.4	-9.3
SW 银行	6.9	1.0	12.4	8.6	-3.8	5.0	0.6	-0.5
SW 商业贸易	-12.4	-81.7	-1,703.8	7.9	1,711.7	17.9	2.3	-5.0
SW 建筑装饰	0.6	1.8	-3.6	5.9	9.4	8.7	1.5	7.0
SW 电子	20.8	40.8	105.9	-1.6	-107.6	25.9	-15.7	-24.9
SW 传媒	39.9	8.1	190.5	-11.1	-201.6	21.1	-1.9	-17.3
SW 纺织服装	-16.8	-49.3	79.9	-14.5	-94.5	20.0	-1.4	-6.1
SW 机械设备	3.3	62.9	18.1	-20.6	-38.7	27.5	-1.3	-12.6
SW 汽车	-41.2	0.1	47.3	-21.0	-68.3	33.2	-1.6	3.0
SW 公用事业	13.5	25.0	-68.0	-21.5	46.5	20.0	-0.9	-9.8
SW 钢铁	-44.1	4.2	92.2	-29.2	-121.3	8.7	-0.3	-8.3
SW 建筑材料	19.3	4.5	0.6	-30.4	-31.0	12.0	-0.4	-11.2
SW 轻工制造	0.8	6.1	23.9	-37.1	-61.0	22.8	-0.6	-15.0
SW 非银金融	57.4	1.6	12.1	-40.9	-53.0	14.4	-0.4	-12.0
SW 休闲服务	-9.8	-138.0	325.3	-47.0	-372.3	52.4	-1.1	-4.8
SW 综合	133.0	-284.1	100.2	-48.9	-149.0	30.7	-0.6	-3.8
SW 房地产	15.4	-18.1	-83.6	-75.8	7.8	10.1	-0.1	-2.0
SW 计算机	-75.3	38.1	-17.2	-152.5	-135.3	44.6	-0.3	-19.6
SW 农林牧渔	237.3	52.1	-140.4	-170.6	-30.2	46.7	-0.3	-2.9

资料来源：Wind，中原证券

图 58：申万行业 PE（倍）估值对比（数据区间 2000.1.1-2022.6.17）

申万行业	最新市盈率	历史分位数	历史中位数	历史平均数	历史最高	历史最低
交通运输	13.2	2.7%	22.8	25.4	58.6	10.0
电子	25.2	2.8%	49.3	50.6	118.1	20.3
医药生物	24.2	3.7%	39.1	41.6	99.4	20.7
环保	19.6	4.1%	41.0	41.5	96.4	14.7
传媒	26.9	5.5%	53.4	57.5	172.2	19.5
基础化工	15.6	5.6%	29.8	33.1	76.6	12.5
纺织服饰	19.7	5.6%	31.8	33.7	98.3	13.1
石油石化	13.2	6.5%	21.6	25.9	77.5	9.0
建筑材料	12.9	7.3%	30.5	34.3	124.6	10.0
银行	5.5	7.8%	8.3	18.8	75.2	4.5
非银金融	14.5	10.4%	22.1	43.2	298.8	10.8
有色金属	22.0	12.0%	41.6	46.3	140.3	12.9
煤炭	9.7	12.6%	19.5	26.0	87.3	6.7
综合	31.3	14.8%	50.1	54.5	176.7	20.7
通信	29.5	17.2%	39.2	41.8	96.3	9.2
家用电器	14.6	17.3%	20.6	25.1	89.5	10.6
建筑装饰	10.9	18.4%	22.8	28.8	92.8	7.9
房地产	12.0	20.8%	21.9	29.9	120.0	6.8
钢铁	9.8	23.0%	21.3	29.7	153.7	4.7
轻工制造	25.7	27.8%	35.7	37.2	113.3	14.0
计算机	43.0	28.7%	50.4	52.7	159.7	18.6
机械设备	26.4	31.1%	31.2	38.8	136.1	11.8
国防军工	54.9	31.8%	63.7	70.9	245.8	17.8
电力设备	39.5	40.8%	42.5	43.2	100.0	17.3
商贸零售	29.5	43.7%	32.9	36.0	96.2	13.1
食品饮料	35.7	53.1%	34.2	36.5	101.0	16.6
公用事业	27.6	57.3%	25.5	28.3	74.4	13.8
美容护理	45.0	62.1%	38.8	45.6	164.1	11.8
汽车	34.9	81.3%	21.8	24.4	70.0	7.9
社会服务	83.1	82.8%	54.9	59.5	209.7	24.9
农林牧渔	122.1	98.7%	46.8	49.2	157.0	15.0

资料来源：Wind，中原证券

## 9. 风险提示

- (1) 宏观经济表现不及预期；
- (2) 国际地缘政治冲突超预期；
- (3) 美联储货币缩减进程超预期。

### 行业投资评级

强于大市：未来 6 个月内行业指数相对大盘涨幅 10% 以上；

同步大市：未来 6 个月内行业指数相对大盘涨幅-10%至 10%之间；

弱于大市：未来 6 个月内行业指数相对大盘跌幅 10% 以上。

### 公司投资评级

买入：未来 6 个月内公司相对大盘涨幅 15% 以上；

增持：未来 6 个月内公司相对大盘涨幅 5% 至 15%；

观望：未来 6 个月内公司相对大盘涨幅-5%至 5%；

卖出：未来 6 个月内公司相对大盘跌幅 5% 以上。

### 证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券分析师执业资格，本人任职符合监管机构相关合规要求。本人基于认真审慎的职业态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑，独立、客观的制作本报告。本报告准确的反映了本人的研究观点，本人对报告内容和观点负责，保证报告信息来源合法合规。

### 重要声明

中原证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告由中原证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证所含的信息不会发生任何变更。本报告中的推测、预测、评估、建议均为报告发布日的判断，本报告中的证券或投资标的的价格、价值及投资带来的收益可能会波动，过往的业绩表现也不应当作为未来证券或投资标的表现的依据和担保。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告所含观点和建议并未考虑投资者的具体投资目标、财务状况以及特殊需求，任何时候不应视为对特定投资者关于特定证券或投资标的的推荐。

本报告具有专业性，仅供专业投资者和合格投资者参考。根据《证券期货投资者适当性管理办法》相关规定，本报告作为资讯类服务属于低风险（R1）等级，普通投资者应在投资顾问指导下谨慎使用。

本报告版权归本公司所有，未经本公司书面授权，任何机构、个人不得刊载、转发本报告或本报告任何部分，不得以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的刊载、转发，本公司不承担任何刊载、转发责任。获得本公司书面授权的刊载、转发、引用，须在本公司允许的范围内使用，并注明报告出处、发布人、发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下简称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为其发送行为负责，提醒通过该种途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过该种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

### 特别声明

在合法合规的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问等各种服务。本公司资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或者建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到潜在的利益冲突，勿将本报告作为投资或者其他决定的唯一信赖依据。