

2022年06月18日

相关研究

证券分析师

傅静涛 A0230516110001

fujt@swsresearch.com

王胜 A0230511060001

wangsheng@swsresearch.com

研究支持

黄子函 A0230520110001

huanqzh2@swsresearch.com

联系人

程翔

(8621)23297818×7342

chengxiang@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

交易“海外衰退 + 国内复苏”的注意事项

——申万宏源策略一周回顾展望(22/06/13-22/06/18)

本期投资提示：

- **一、短期“海外衰退 + 国内复苏”交易发酵，是A股有韧性的主要原因：“美联储加息抗通胀，暂时搁置中期经济下行风险，高通胀只能靠衰退解决”逐渐成为市场共识。国内经济仍处于验证恢复性增长的阶段，乐观预期容易发酵。中国股债表现在全球特立独行，这对海外配置机构是有吸引力的。**
- 近期，美国经济走弱信号越来越多，但美联储坚定地加息抗通胀，本质上是选择了通过压制需求来平抑通胀，市场担忧只有需求深幅回落，才能换来通胀回落，海外衰退交易由此产生。另一边，国内经济弱复苏 + 结构亮点突出的乐观预期持续发酵。不论后续真实改善逻辑是否坚实，恢复性增长都是确定存在的，这个阶段乐观预期最容易发酵。这是“国内复苏”交易的基础。
- 中国股债预期收益率稳定，且与海外资产相关性较低。这都是对海外配置机构有吸引力的特征。近期外资持续回流A股，同时外资偏好的方向并未发生明显变化，食品饮料、电力设备、银行、医药生物等仍是重点。“中强美弱”预期发酵，构成A股短期走势有韧性的基础。
- **二、中期不可忽视的两个疑问：1. 海外衰退，中国能否独善其身？**未来一段时间，外需回落，特别是耐用消费品需求回落，对中国出口增速的负面影响可能逐步显现。诚然，国内宽信用加码，基建投资发力，房地产和消费弱恢复的格局相对确定。但考虑到2021年以来，外需恢复 + 中国出口占比提升共振，出口高增是中国经济的最大亮点。中国经济大幅改善的持续性仍存疑。**2. 中国经济的内生动力能否有效恢复？**这是恢复增长能否平顺向真实改善过度的关键。当前市场对地产恢复很谨慎，对汽车恢复却很乐观。而历史上房地产销售面积同比和汽车销售同比高度同步。看长期，一边是房地产长效机制建立、见效；另一边是中国工业制成品消费转型大势所趋，汽车是重要方向。两者在销售增速上应该会逐步分化。但汽车政策刺激更容易见效，可能只能带来短期分化。中期，房地产和汽车的真实改善都依赖于居民购买力恢复。而居民购买力恢复与制造业就业直接相关，进而与出口竞争力相关。中国经济内生动力恢复的不确定性也需要客观看待。
- **7月开始，恢复性增长窗口基本过去，中国经济进入到能否真实改善的验证期，交易“国内复苏”的阻力可能加大。**
- **三、“海外衰退 + 国内复苏”交易下的占优结构：成本压力是盈利能力主要压制因素的制造业(硅片、动力电池、汽车零配件)和公用事业(火电、燃气)。另外继续关注有较强独立逻辑的消费品(医美、白酒)。**
- 海外衰退预期升温，大宗商品价格松动，国内复苏预期暂时无法证伪。前期成本高企压制盈利能力的方向，基本面预期有望上修，这是短期结构选择的重点。疫情后基本面额外改善，乐观预期主要集中在医美、白酒和汽车方向上。

图表目录

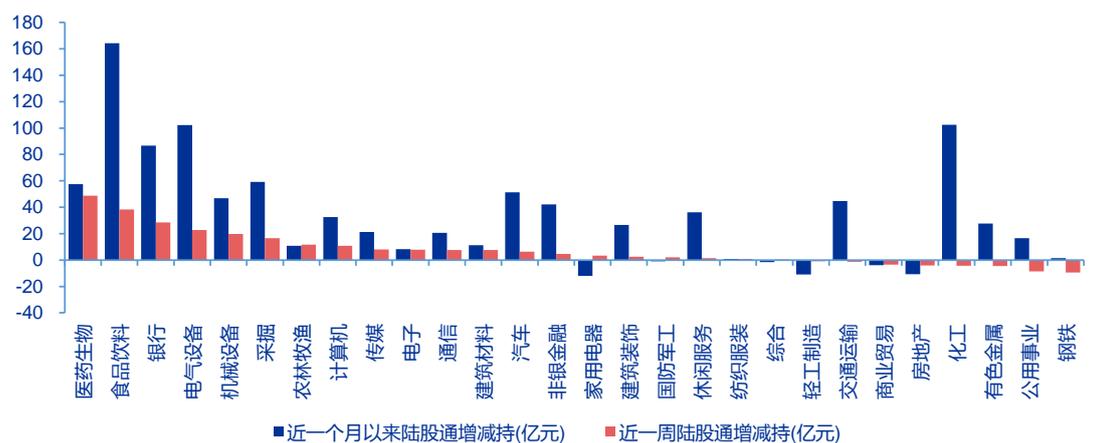
图 1：近期外资持续回流 A 股，偏好的重点方向仍是食品饮料、电力设备、银行和医药生物等	3
图 2：历史上，房地产销售面积同比和汽车销售同比高度同步(单位：%)	4
图 3：成本压力是主要矛盾的方向：制造中的硅片、动力电池、汽车零配件，以及公用事业中的火电和燃气	5
图 4：本周全部 A 股赚钱效应扩散指标继续上行，已接近 2022 年以来的高位	5
图 5：本周上行动量效应扩散指标高位震荡，下行动量扩散指标小幅提升	6
图 6：本周融资情绪指数显著上行	6
图 7：本周创业板相对沪深 300 的赚钱效应继续小幅上行	6
图 8：本周赚钱效应扩散最快的行业是非银金融、休闲服务、传媒、电气设备、轻工制造等，轮涨补涨特征明显	7

一、短期“海外衰退 + 国内复苏”交易发酵，是 A 股有韧性的主要原因：“美联储加息抗通胀，暂时搁置中期经济下行风险，高通胀只能靠衰退解决”逐渐成为市场共识。国内经济仍处于验证恢复性增长的阶段，乐观预期容易发酵。中国股债表现在全球特立独行，这对海外配置机构是有吸引力的。

近期，美国经济走弱信号越来越多(消费者信心回落，制造业 PMI 回落、制造业每周工时高位回落，都是指示中期衰退的领先指标)。但美联储坚定地加息抗通胀，本质上是选择了通过压制需求来平抑通胀。在全球大宗商品供给偏紧的情况下，市场担忧只有需求深幅回落，才能换来通胀回落。海外衰退交易(不同于前期的滞胀交易，现阶段大宗商品价格也开始回落)由此产生。另一边，国内经济弱复苏 + 结构亮点突出的乐观预期持续发酵。我们理解，5-6 月中国经济各条线都处于恢复性增长的阶段。不论后续真实改善逻辑是否坚实，恢复性增长都是确定存在的，这个阶段乐观预期最容易发酵。这是“国内复苏”交易的基础。

相对海外，现阶段中国经济预期更乐观，稳增长政策力度更强，通胀压力更小。所以，A 股、港股、中国国债表现在全球特例独行。当前全球主要市场股债双熊，中国股债预期收益率稳定，且与海外资产相关性较低。这都是对海外配置机构有吸引力的特征。所以，近期外资持续回流 A 股，同时外资偏好的方向并未发生明显变化，食品饮料、电力设备、银行、医药生物等仍是重点。“中强美弱”预期发酵，构成 A 股短期走势有韧性的基础。

图 1：近期外资持续回流 A 股，偏好的重点方向仍是食品饮料、电力设备、银行和医药生物等



资料来源：Wind 申万宏源研究

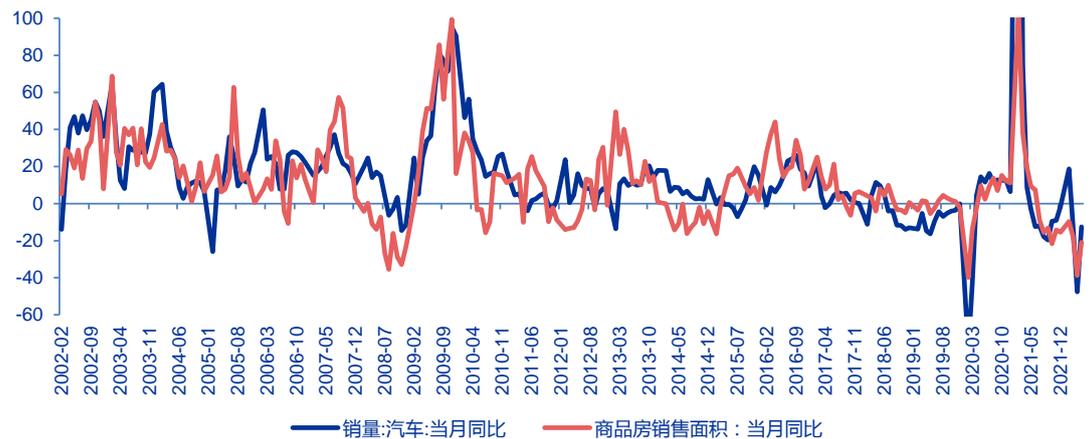
二、中期不可忽视的两个疑问：1. 海外衰退中国能否独善其身？2. 中国经济内生动力是否有效恢复，恢复性增长到真实改善能否平顺过渡？7 月验证期，行情阻力可能加大。

短期市场预期“中强美弱”有迹可循，但在反弹已持续了一段时间，需要更多考虑中期持续性的问题。在我们看来，中期海外经济进一步验证回落的方向是确定的。但国内经济复苏尚存在两个不可忽视的疑问：1. 海外衰退，中国能否独善其身？未来一段时间，外需回落，特别是耐用消费品需求回落，对中国出口增速的负面影响可能逐步显现。同时，5月出口高增的主要基础还是外需尚未回落，中国出口相对其他新兴市场的竞争力尚未完成自证。诚然，国内宽信用加码，基建投资发力，房地产和消费弱恢复的格局相对确定。但考虑到2021年以来，外需恢复+中国出口占比提升共振，出口高增是中国经济的最大亮点。中国经济大幅改善的持续性仍存疑。内需拉动“尽人事”，外需展望也应“知天命”，保留疑问、交给时间。内需拉动“尽人事”，外需展望也应“知天命”，保留疑问、交给时间。

2. 中国经济的内生动力能否有效恢复？这是恢复增长能否平顺向真实改善过度的关键。先讨论一个现象，当前市场对地产恢复很谨慎，对汽车恢复却很乐观。而历史上房地产销售面积同比和汽车销售同比高度同步。看长期，一边是房地产长效机制建立、见效；另一边是中国工业制成品消费转型大势所趋，汽车是重要方向。两者在销售增速上应该会逐步分化。但汽车政策刺激更容易见效，可能只能带来短期分化。中期，房地产和汽车的真实改善都依赖于居民购买力恢复。而居民购买力恢复与制造业就业直接相关，(在外需总量回落的情况下)进而与出口竞争力相关。中国经济内生动力恢复的不确定性也需要客观看待。

7月开始，恢复性增长窗口基本过去，中国经济进入到能否真实改善的验证期，交易“国内复苏”的阻力可能加大。

图2：历史上，房地产销售面积同比和汽车销售同比高度同步(单位：%)



资料来源：Wind 申万宏源研究

三、“海外衰退+国内复苏”交易下的占优结构：成本压力是盈利能力主要压制因素的制造业(硅片、动力电池、汽车零配件)和公用事业(火电、燃气)。另外继续关注

有较强独立逻辑的消费品(医美、白酒)。

海外衰退预期升温，大宗商品价格松动，国内复苏预期暂时无法证伪。这样的组合下，前期成本高企压制盈利能力的方向，基本面预期有望迎来上修。我们在5月6日发布的深度报告《心向光明——以一季报为线索，2022年A股方向、结构再展望》中对成本压力是主要矛盾的方向进行了梳理，重点是先进制造中的硅片、动力电池、汽车零部件，以及公用事业中的火电和燃气，这是短期结构选择的重点。另外，继续关注有较强独立逻辑的消费品，疫情后基本面额外改善，乐观预期主要集中在医美、白酒和汽车方向上。

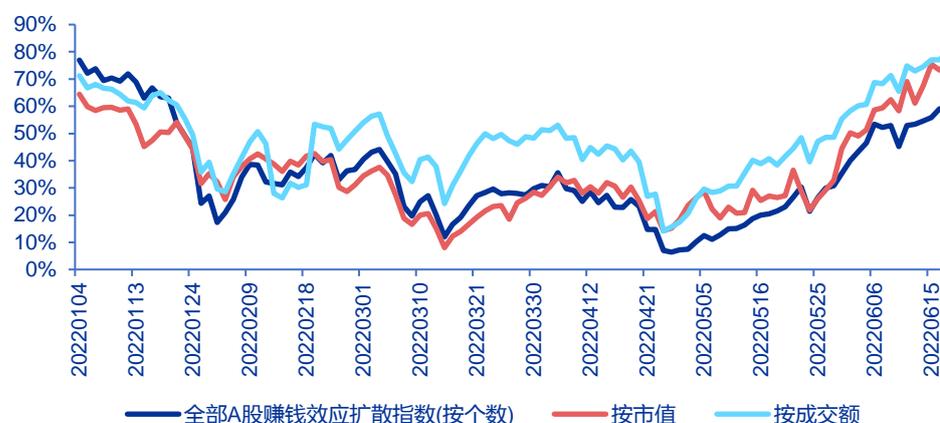
图3：成本压力是主要矛盾的方向：制造中的硅片、动力电池、汽车零部件，以及公用事业中的火电和燃气

成本影响是主要矛盾的行业 营收↑ 周转率↑ 毛利率↓	市值/亿元	代表公司	单季度收入增速 22Q1	固定资产周转率变化 22Q1-21Q3	毛利率变化 22Q1-21Q3	三费率变化 22Q1-21Q3
火电	1,133	华能国际	27%	5%	-9.1%	-8.7%
燃气	466	新奥股份	37%	15%	-1.5%	-0.9%
电动车中动力电池	9,488	宁德时代	150%	47%	-5.2%	-3.7%
汽车零部件外饰件	899	福耀玻璃	11%	6%	-2.3%	-1.1%
光伏上游硅片	3,318	隆基股份	43%	26%	-0.3%	-0.3%
航空下游主机厂	928	航发动力	16%	12%	-0.7%	-0.7%
航天装备	368	中国卫通	2%	3%	-1.4%	-1.2%
显示中游面板制造	1,449	京东方A	9%	7%	-4.1%	-3.4%
消费电子中游结构件	1,965	立讯精密	32%	44%	-3.2%	-1.6%
安防中游视频设备	125	富瀚微	143%	150%	-1.7%	-1.1%
电网自动化	1,584	国电南瑞	19%	18%	-0.2%	-0.1%
服务机器人	91	亿嘉和	1%	173%	-3.2%	-0.8%
油气设备	281	杰瑞股份	29%	27%	-2.7%	-1.5%
特种纸	142	仙鹤股份	27%	9%	-2.2%	-1.6%

资料来源：Wind 申万宏源研究

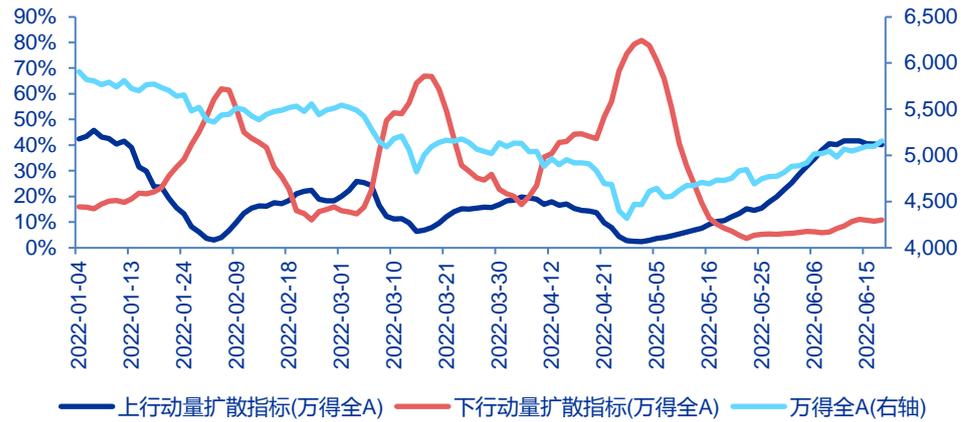
附：量化情绪指标的跟踪

图4：本周全部A股赚钱效应扩散指标继续上行，已接近2022年以来的高位



资料来源：Wind 申万宏源研究

图 5：本周上行动量效应扩散指标高位震荡，下行动量扩散指标小幅提升



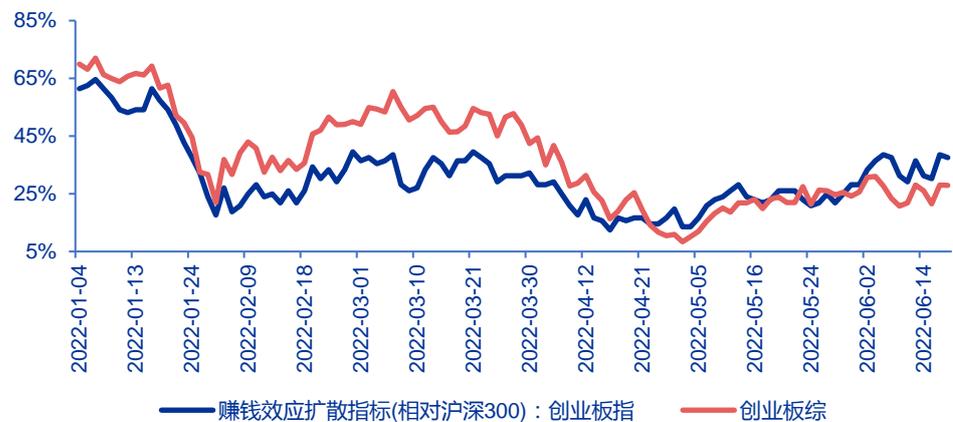
资料来源：Wind 申万宏源研究

图 6：本周融资情绪指数显著上行



资料来源：Wind 申万宏源研究

图 7：本周创业板相对沪深 300 的赚钱效应继续小幅上行



资料来源：Wind 申万宏源研究

图 8：本周赚钱效应扩散最快的行业是非银金融、休闲服务、传媒、电气设备、轻工制造等，轮涨补涨特征明显

赚钱效应扩散指标	按照个数		按照市值		按照成交额	
	20220617	相比 20220610	20220610	相比 20220610	20220610	相比 20220610
房地产	28%	1%	22%	2%	37%	1%
医药生物	39%	13%	57%	11%	49%	14%
建筑材料	41%	-1%	54%	7%	67%	9%
建筑装饰	42%	1%	38%	0%	55%	-7%
通信	44%	14%	74%	22%	64%	14%
计算机	45%	16%	63%	19%	60%	18%
休闲服务	45%	27%	74%	-3%	60%	4%
商业贸易	46%	6%	62%	10%	63%	-6%
纺织服装	47%	11%	66%	16%	61%	-6%
创业板综	51%	20%	74%	28%	71%	22%
交通运输	51%	-10%	51%	-21%	64%	-7%
综合	53%	4%	55%	3%	74%	3%
银行	54%	23%	48%	27%	43%	26%
钢铁	55%	-6%	50%	-20%	69%	-7%
轻工制造	56%	25%	80%	29%	78%	17%
农林牧渔	59%	17%	78%	28%	78%	22%
万得全A	59%	14%	73%	15%	77%	12%
传媒	59%	27%	82%	21%	85%	10%
家用电器	60%	8%	61%	33%	71%	35%
机械设备	61%	14%	78%	16%	74%	4%
上证综指	62%	12%	74%	14%	79%	12%
电子	64%	24%	65%	18%	74%	23%
中证500	66%	19%	74%	17%	80%	17%
公用事业	67%	5%	78%	1%	77%	1%
沪深300	68%	15%	78%	12%	80%	9%
化工	71%	13%	83%	2%	84%	0%
国防军工	71%	17%	88%	24%	88%	23%
有色金属	71%	8%	72%	6%	79%	4%
电气设备	76%	25%	91%	30%	93%	26%
食品饮料	79%	12%	99%	2%	95%	5%
非银金融	86%	56%	97%	72%	96%	54%
采掘	87%	0%	96%	-1%	94%	-4%
汽车	88%	22%	97%	11%	98%	8%

资料来源：Wind 申万宏源研究

信息披露

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投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。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而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东 A 组	陈陶	021-33388362	chentao1@swsresearch.com
华东 B 组	谢文霓	18930809211	xiewenni@swsresearch.com
华北组	李丹	010-66500631	lidan4@swsresearch.com
华南组	李昇	0755-82990609	Lisheng5@swsresearch.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy) : 相对强于市场表现 20% 以上；
增持 (Outperform) : 相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral) : 相对市场表现在 - 5% ~ + 5% 之间波动；
减持 (Underperform) : 相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight) : 行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral) : 行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight) : 行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数 : 沪深300指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，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作出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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，本公司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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，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，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。