

核心观点

韦志超

首席经济学家

SAC 执证编号: S0110520110004

weizhichao@sczq.com.cn

电话: 86-10-81152692

杨亚仙

研究助理

yangyaxian@sczq.com.cn

电话: 86-10-81152627

相关研究

- 4 月物价数据点评: 短期通胀无忧, 未来持续关注
- 4 月外贸数据点评: 出口弱势加大, 警惕供应链冲击持续
- 一季度货币政策报告点评: 宽信用, 重结构

- A 股 4 月底反弹以来, 力度较强, 在修复了本轮疫情的回撤后仍有较大的上涨动能。不论从资产类别还是国内外资产性价比方面, 都体现出了较强的配置优势。
- 首先, 从大类资产来看, 10 年国债收益率 5 月底以来震荡走高, 尽管资金面异常宽松, 仍不能扭转债券震荡走势, 多空博弈较强, 债券收益率的波动已连续达历史较低水平, 赚钱效应一般。南华工业品指数 6 月初开始大幅下行, 美国通胀再度飙升, 美联储加息愈演愈烈, 受此影响, 全球大宗商品均开始走低, 有色、黑色、能化各指数无一幸免。然而 A 股上升趋势不改, 自 4 月 27 日反弹以来, 沪深 300 指数累计上涨约 16%。
- 从全球股指走势来看, 6 月初以来, 全球各股指均大幅走低, 与商品下行时点基本一致, 均为 6 月 9 日附近, 美联储加息使得全球风险资产集体下行, 但 A 股除外, 不惧加息影响, 继续上行, 走出较强的独立行情, 经过本轮反弹的修复, 今年以来 A 股各指数涨跌幅排名均已靠前。
- 目前 A 股的反弹趋势尚未发生改变, 不论从宽基指数、风格偏好来看, 大多仍遵循跌幅越大, 反弹越猛的规律。从行业指数来看, 下跌阶段 (2021. 12. 13-2022. 04. 26) 和上涨阶段 (2022. 04. 27-2022. 06. 24) 的中信一级行业指数涨跌幅呈现很强的负相关关系, R2 高达 87%。因此超跌反弹仍是整个市场的主要规律。但某些行业表现异常, 偏离趋势线较远。明显高于趋势线的板块反弹幅度较大, 如汽车、电力设备与新能源以及煤炭等, 这些板块或因更多基本面利好有更强的上涨逻辑, 而明显低于趋势线的板块反弹力度较弱, 如电子、综合金融等, 可能是基本面方面出现了些许利空, 如手机消费的疲软明显拖累电子的涨幅。
- 后续 A 股能否继续走强, 基本面是否改善将是重要决定因素。当前随着疫情好转, 疫后修复的逻辑将支撑消费相关板块继续走强, 而基本面的改善在国内航班和地铁出行等高频数据上均有体现。因此, 我们认为当前消费板块仍具有较大的配置价值, 可积极布局消费者服务、食品饮料等行业。
- 往后看, 市场焦点仍在经济恢复的高度和节奏, 这可能决定着短期反弹的高度。美国通胀见顶的预期在增强, 但仍需更多的证据佐证。短期来看, 建议仍然紧密跟踪几个市场主要矛盾的变化, 把握短期可能反弹的节奏。中长期的一些主要担忧尚未明显解除, 仍存一些变数, 市场大幅上行的时点仍需观察。建议在谨慎乐观的基础上跟踪观望, 灵活应对。

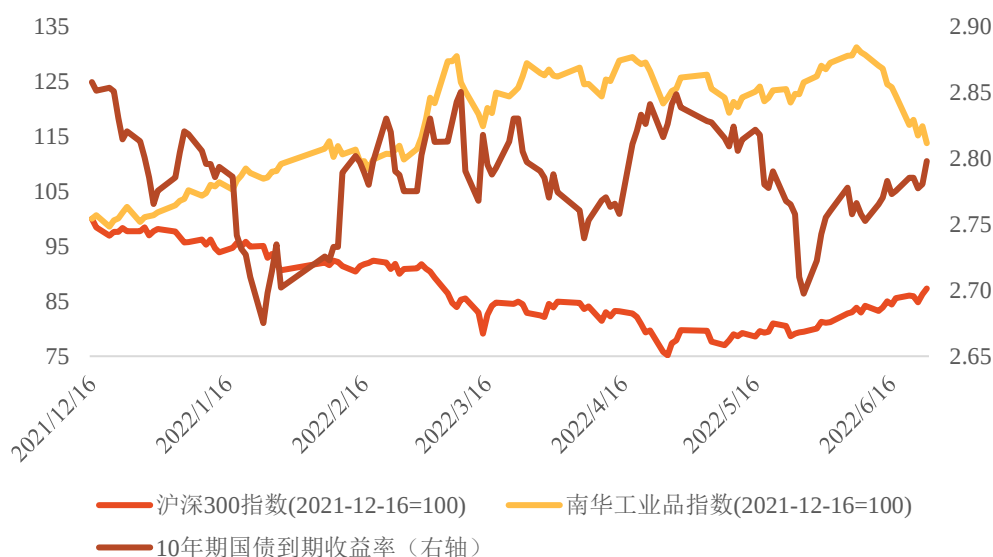
风险提示: 疫情变化超预期, 政策落地不及预期

1 A 股延续独立行情

A 股 4 月底反弹以来，力度较强，在修复了本轮疫情的较大回撤后仍有较大的上涨动能。不论从资产类别还是国内外资产性价比方面，都体现出了较强的配置优势。

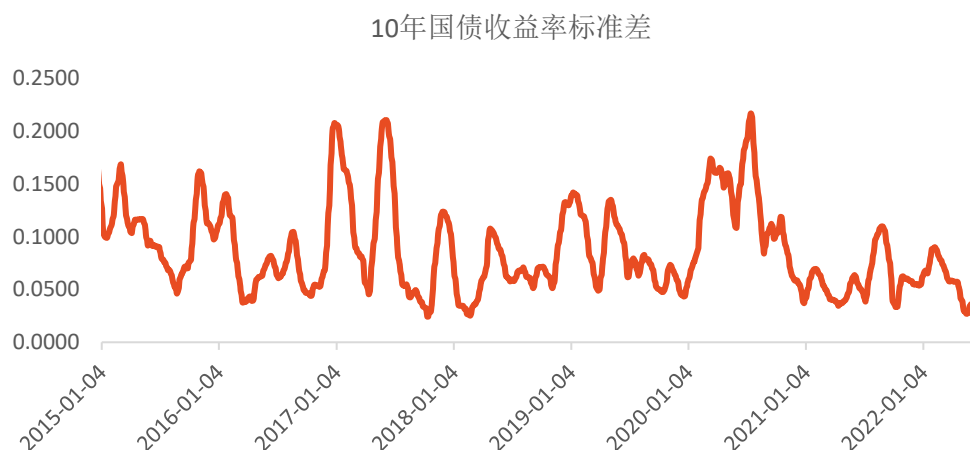
首先，从大类资产来看，10 年国债收益率 5 月底以来震荡走高，尽管资金面异常宽松，仍不能扭转债券震荡走势，多空博弈较强，债券收益率的波动已连续达历史较低水平，赚钱效应一般。南华工业品指数 6 月初开始大幅下行，美国通胀再度飙升，美联储加息愈演愈烈，受此影响，全球大宗商品均开始走低，有色、黑色、能化各指数无一幸免。然而 A 股上升趋势不改，自 4 月 27 日反弹以来，沪深 300 指数累计上涨约 16%。

图 1：股债商走势



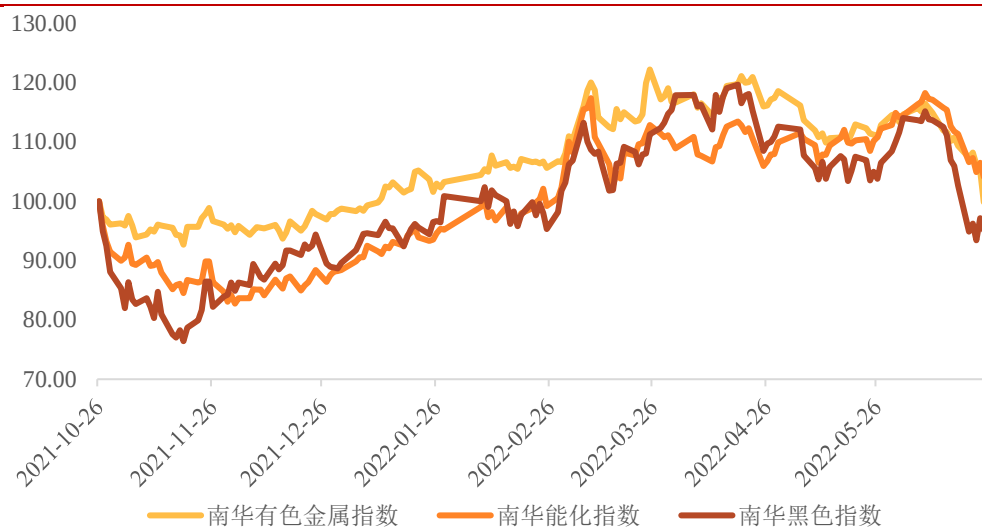
资料来源：Wind, 首创证券

图 2：10 年国债收益率 3 个月滚动标准差



资料来源：Wind, 首创证券

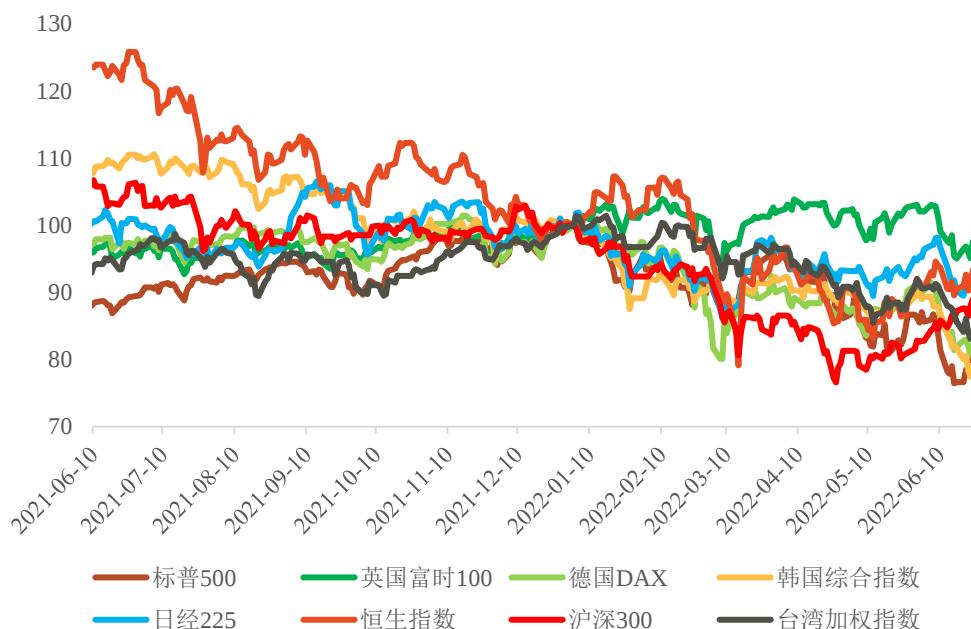
图 3：南华各指数走势



资料来源：Wind, 首创证券

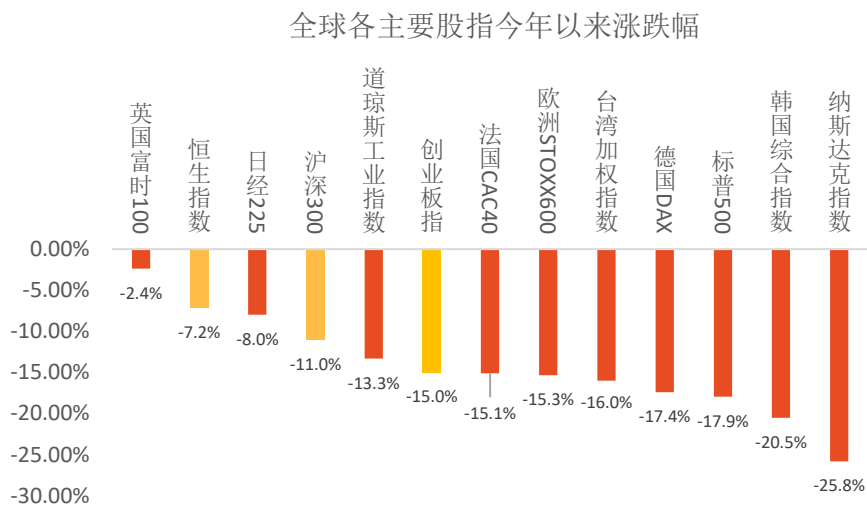
从全球股指走势来看，6 月初以来，全球各股指均大幅走低，与商品下行时点基本一致，均为 6 月 9 日附近，美联储加息使得全球风险资产集体下行，但 A 股除外，无惧加息影响，继续上行，走出较强的独立行情，经过本轮反弹的修复，今年以来 A 股各指数涨跌幅排名均已靠前。

图 4：全球主要股指走势



资料来源：Wind, 首创证券

图 5：全球各主要股指今年以来涨跌幅（%）



资料来源：Wind, 首创证券

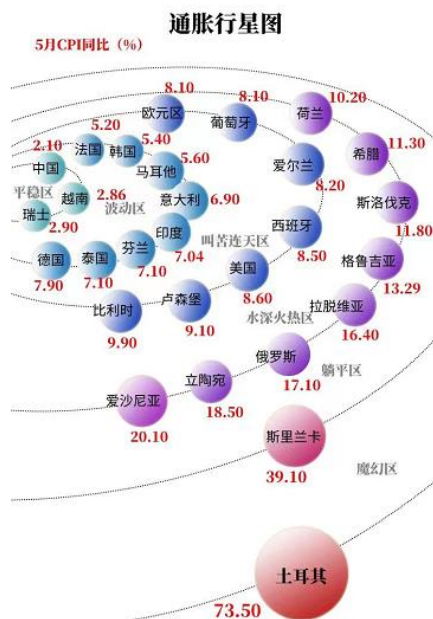
究其原因，A股面临的宏观环境存在以下多重边际利好：

一是疫情形势的变化，A股3-4月下跌的主要原因是国内疫情形势的恶化，随着疫情出现明显好转，压制A股的主要矛盾得以缓解，A股开始大幅修复，这是其他经济体所没有的现象。

二是政策取向的错位，美国货币政策已经明显进入了紧缩周期，美联储在最近的议息会议上决议一次加息75BP，为1994年以来单次加息最大值，其他经济体也受制于通胀高企纷纷加息，而中国货币政策去年年末以来持续保持宽松，与此相似的还有日本，其股指在全球中也表现较好。

三是宏观环境的不同，主要表现为通胀的显著差异，其他经济体通胀高企，各央行不得不加大力度紧缩货币，而中国的低通胀环境有利于央行未来进一步打开宽货币的空间，至少不会成为货币政策的掣肘。

图 6：通胀行星图



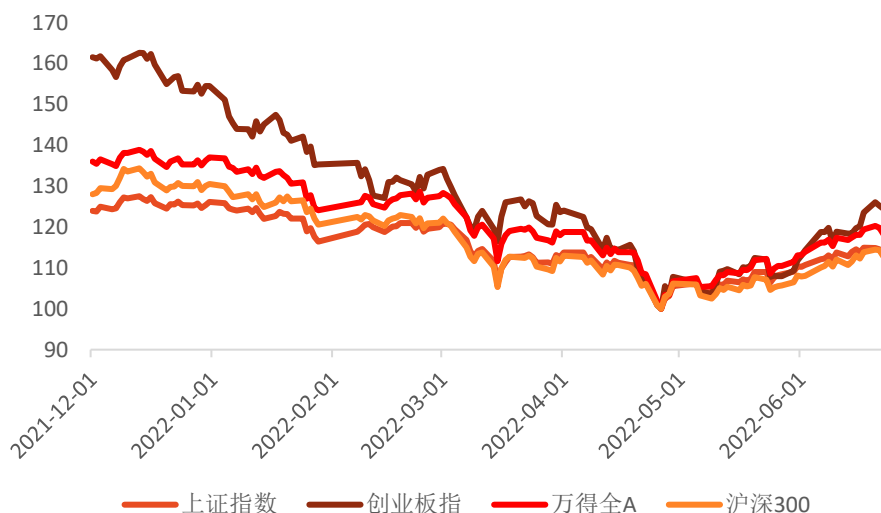
资料来源：同花顺，首创证券

2 超跌反弹进行时

经过近两个月的反弹，万得全A已经修复至3月7日的水平，不仅完全弥补了本轮疫情的跌幅，俄乌冲突造成的冲击也已修复过半。目前A股的反弹趋势尚未发生改变，不论从宽基指数还是风格偏好来看，大多仍遵循跌幅越大，反弹越猛的规律。

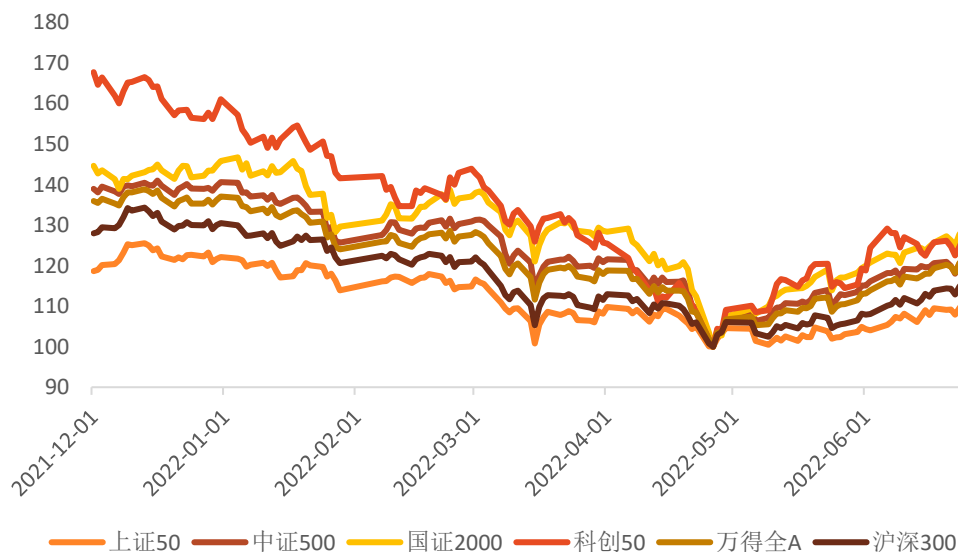
首先，从宽基指数的对比来看，前期跌的多，反弹也较多，各指数反弹前后的排序较为一致。创业板指、国证2000以及科创50等指数反弹幅度领先。

图 7：各宽基指数反弹前后走势



资料来源：Wind，首创证券

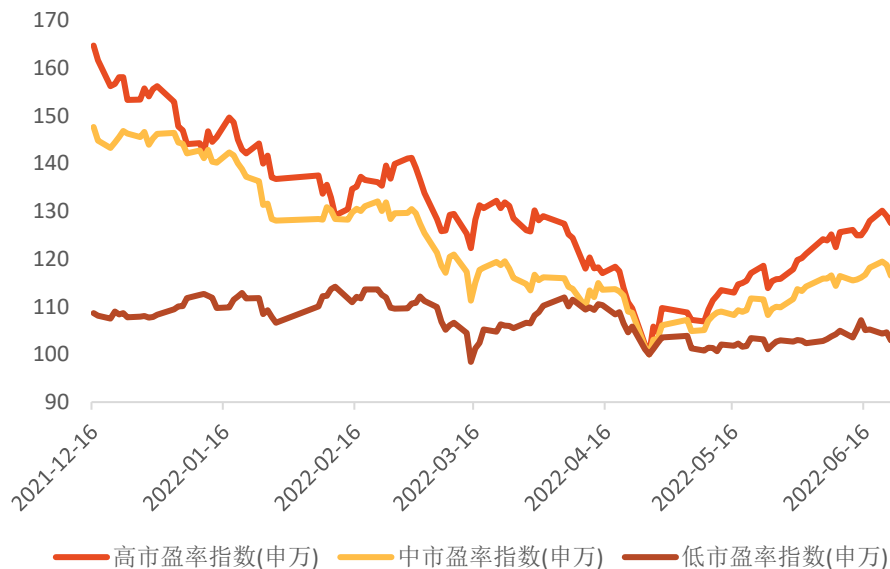
图 8：各宽基指数反弹前后走势



资料来源：Wind, 首创证券

其次，从申万估值风格指数来看，高中低市盈率指数也有此规律，反弹力度与前期跌幅正相关。

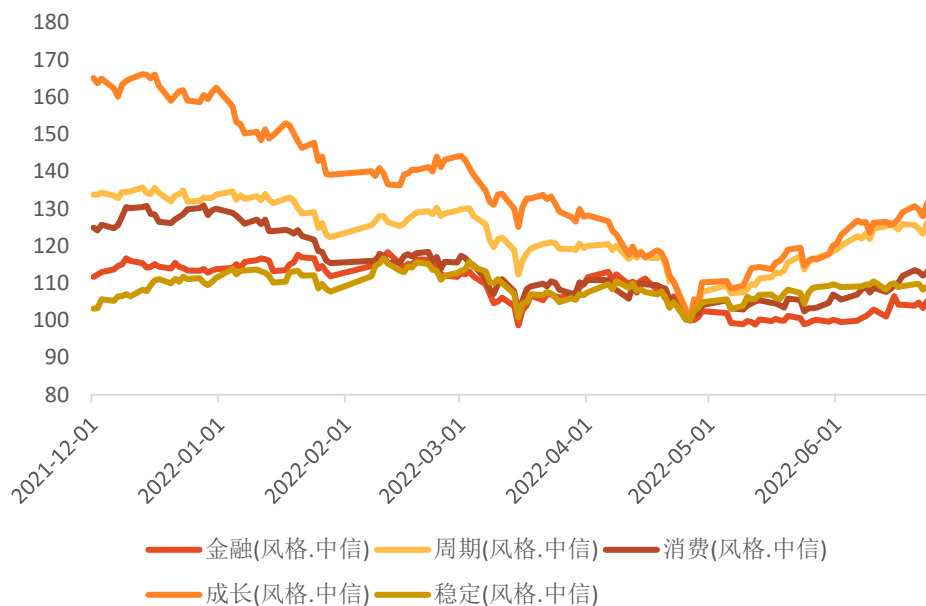
图 9：前期超跌估值指数反弹较大



资料来源：Wind, 首创证券

从中信风格指数来看，整体有相似的规律，但存在细微差别，可以发现相对于稳定风格指数，消费风格指数略强，金融风格指数略弱。

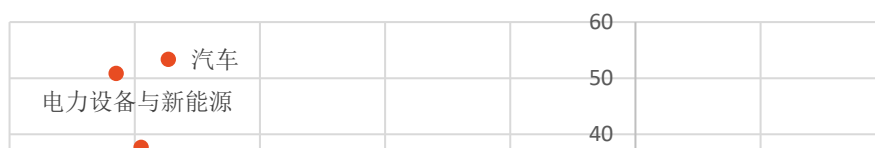
图 10：中信风格指数



资料来源：Wind, 首创证券

第三，从中信一级行业指数来看，我们按万得全 A 的见顶时间和见底时间将市场分成两个阶段，分别是下跌阶段：2021.12.13-2022.04.26 以及上涨阶段：2022.04.27-2022.06.24。两个阶段的中信一级行业指数涨跌幅呈现很强的负相关关系， R^2 高达 87%。因此超跌反弹仍是整个市场的主要规律。但某些行业表现异常，偏离趋势线较远。明显高于趋势线的板块反弹幅度较大，如汽车、电力设备与新能源以及煤炭等，这些板块或因更多基本面利好有更强的上涨逻辑，而明显低于趋势线的板块反弹力度较弱，如电子、综合金融等，可能是基本面方面出现了些许利空，如手机消费的疲软和芯片价格回落明显拖累电子的涨幅。

图 11：反弹前后两阶段中信一级行业指数涨跌幅相关性



预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_43333

