

# 周度经济观察

——盈利触底回升，市场反弹延续

袁方<sup>1</sup> 束加沛（联系人）<sup>2</sup> 章森（联系人）<sup>3</sup>

2022年6月28日

## 内容提要

5月工业企业营收和利润的回升是疫情形势好转的结果，这与同期经济数据的广泛改善表现一致。伴随大宗商品价格的回落，上游企业利润开始向中下游转移，这一过程有望延续。

本轮股市反弹的主要原因在于前期的下跌过度透支了利空因素的影响。从交易层面和市场情绪来看，当前我们可能仍然处于市场反弹的过程中。即便下半年经济总体的回升力度偏弱，但其对权益市场的冲击或许也相对有限。

近期海外市场对经济衰退的关注度上升，但从大类资产价格的表现来看，市场尚未转入衰退交易，这暗示海外权益市场下跌的过程可能仍未结束。

风险提示：（1）疫情发展超预期；（2）地缘政治风险

1 宏观分析师，yuanfang@essence.com.cn，S1450520080004

2 报告联系人，shujp@essence.com.cn，S1450120120043

3 报告联系人，zhangsen@essence.com.cn，S1450120120014

## 一、企业盈利触底回升

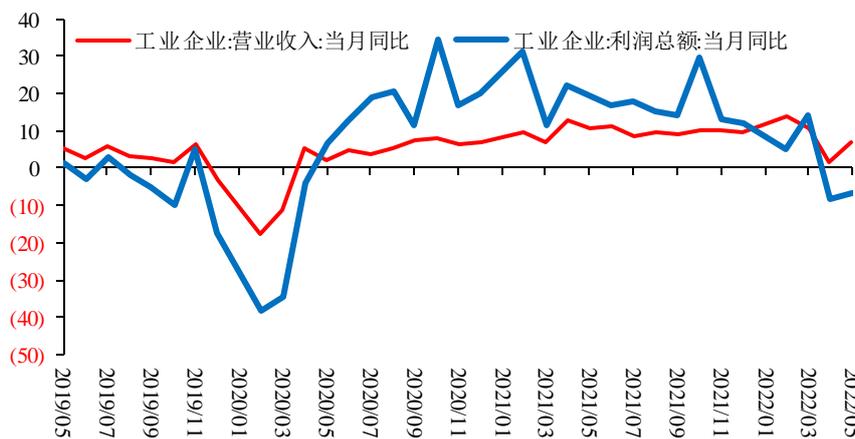
5月规上工业企业利润当月同比-6.8%，较4月小幅回升1.6个百分点。营业收入当月同比6.9%，较4月回升5.2个百分点。

5月工业企业营收和利润的回升是疫情形势好转的结果，这与同期经济数据的广泛改善表现一致。

从行业细分结构来看，上游企业的利润率水平仍然显著高于中下游，但开始出现回落。未来随着大宗商品价格的回落，6月PPI同比增速或将进一步回落，上下游间的利润分配或将更加均衡。

往后看，随着疫情逐步受控，未来工业生产将延续恢复的进程，企业营收和利润有望持续改善，二季度可能是全年盈利的低点。

图1：工业企业利润与营收当月同比，%



数据来源：Wind，安信证券

从房地产高频数据来看，6月以来的迅猛回升可能与积压需求的释放、部分城市网签节奏的调整有关，苏州、青岛等回升幅度偏高的城市的二手房市场并未出现显著的活跃场景，房地产销售回暖的幅度仍然有待观察。

近期高频的人流物流数据显示经济活动仍处于弱势复苏中。从经济恢复的节奏来看，尽管3季度GDP同比增速面临的基数低于4季度，但以2020年经济恢复作为参考，经济疫后恢复的力量将超过基数效应的影响，进而使得今年三四季度GDP同比增速表现出逐级抬升的态势。在经济回升的过程中，消费活动的回暖确定性较高，这将对消费企业的盈利形成积极支撑。

## 二、股市底部反弹中

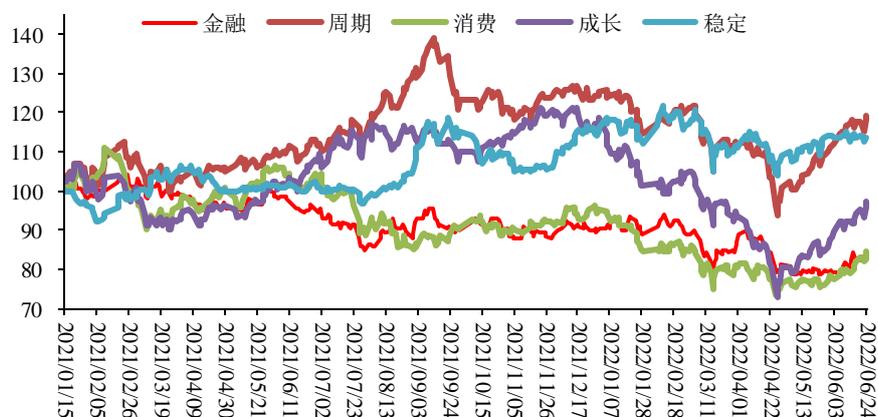
上周权益市场延续回暖。成长和消费表现较强。

本轮从4月底启动的市场反弹，可能更根本性的原因在于前期市场的下跌过度透支了利空因素的影响。随后从5月开始，市场对利空的因素反应越来越钝化，对利多的反应愈发积极。在市场反弹的过程中，流动性环境的宽松、疫情防控形势的好转边际上对市场形成支撑，最终推动市场在过去两个月持续表现偏强。

从这个角度来看，由于前期市场的调整过度透支了对盈利层面的担忧，因此即便下半年总体的经济回升力度偏弱，但其对权益市场的冲击可能也相对有限。

从交易层面和市场情绪来看，当前我们或许仍然处于市场反弹的过程中，在通胀尚不足以影响到市场流动性环境、海外市场波动对国内影响趋弱的背景下，市场下行风险大幅降低，但从反弹转向反转，仍然需要更大力度政策的支撑。

图2: 各风格指数



数据来源: Wind, 安信证券  
以 2021 年 1 月 2 日为 100

6 月初以来, 在宽松的流动性环境影响下, 债券市场收益率总体低位震荡。

疫情形势的变化、房地产行业的起伏、以及稳增长政策的进展是债券市场的主要关注点。

从 6 月的票据利率来看, 信用扩张的进程在延续。不过房地产市场上, 民营企业的流动性问题仍然严峻, 其融资活动的恢复进展缓慢, 这也使得信用扩张的力度弱于历史同期。

对宏观经济而言, 尽管 4 月大概率是年内经济的低点, 此后经济将进入复苏的周期, 但相比 2020 年经济的恢复, 本轮经济在房地产、出口、居民预期层面都面临着不小的压力, 因此经济恢复的力度和高度也将弱于上一轮。

合并考虑经济的弱势复苏、流动性宽松的维持、信用扩张的缓慢进行, 我们倾向于认为债券市场收益率系统性上行的风险有限, 市场总体仍然处于有利的环境中。

图3：10年期国债和国开债



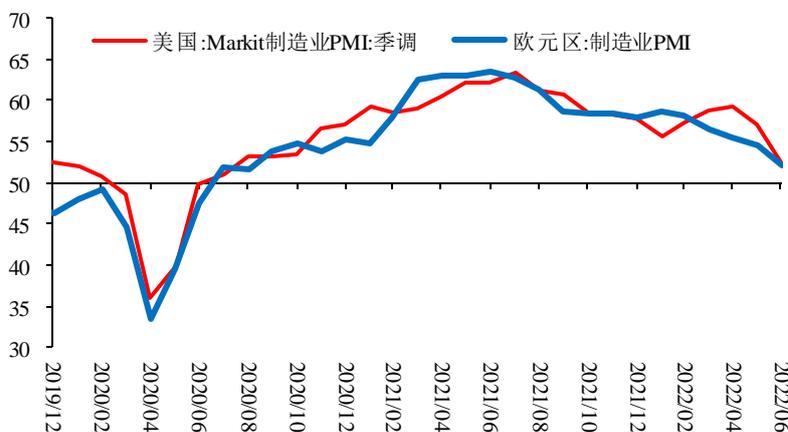
数据来源：Wind，安信证券

### 三、美国经济衰退风险正上升，但市场核心定价因素仍是通胀

当前欧美经济正朝着“滞胀”方向前进。

在经济景气方面，尽管欧美经济仍处于扩张区间，但放缓程度加大。美国 6 月 Markit 制造业 PMI 从 57 大幅下滑至 52.4，创 2020 年 7 月以来最低值；其中，产出、新订单等分项走弱，供应和价格分项边际改善、但绝对压力仍然较大。服务业 PMI 则从 53.4 降至 51.6，接近今年 1 月奥密克戎疫情冲击下的低点 51.2。欧元区 6 月 PMI 情况类似。

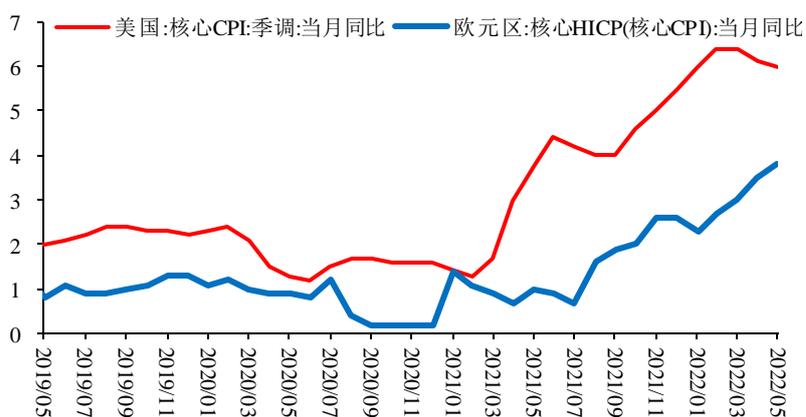
图4：美国和欧元区制造业 PMI



数据来源：WIND，安信证券

在通胀方面，美国 5 月 CPI 同比回升至 8.6% 的历史高位，同期欧元区 CPI 同比“破 8”。考虑到欧元区非核心通胀压力相比美国更大，能源和粮食的短缺压力或许会使得欧元区通胀走势更具不确定性。

图5：美国和欧元区核心 CPI 同比，%



数据来源：WIND，安信证券

在疫后经济复苏放缓、叠加通胀与加息的背景下，欧美经济需求端的放缓趋势愈发清晰。

近期美国房贷利率的快速上升使得房地产持续降温；6 月密歇根大学消费者信心指数大幅下滑至历史低点 50，与上世纪 80 年代初水平相近，反映出居民部门通胀预期抬升的影响，而这也是美联储 6 月议息会议抬升加息幅度的重要原因。

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\\_43338](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_43338)



云报告  
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告  
<https://www.yunbaogao.cn>