

2022年05月31日

证券研究报告—资产配置与比较月报

海外通胀回落与国内需求复苏下的结构性行情

资产配置与比较月报（2022年6月）

证券分析师：胡少华

执业证书编号：S0630516090002

电话：021-20333748

邮箱：hush@longone.com.cn

证券分析师：刘思佳

执业证书编号：S0630516080002

电话：021-20333778

邮箱：liusj@longone.com.cn

证券分析师：李沛

执业证书编号：S0630520070001

电话：021-20333403

邮箱：lp@longone.com.cn

◎ 投资要点：

◆回顾：5月，全球资产整体价格上行。国内经济虽然回落，但是在稳增长、疫情逐步得到控制及复工复产预期下，股市整体反弹。由于俄乌冲突事件带来的油价和粮食价格上涨、炼油产能不足带来的成品油紧张、供应链及物流制约、劳动力成本居高等因素下，海外通胀仍然处于高位。

◆展望：海外通胀回落与国内需求复苏下的结构性行情。6月，俄罗斯原油供应减少的边际影响或将减弱，中国国内炼油恢复及对成品油出口增加、美国原油供应增加等均有改善通胀预期。海外通胀，4月美国核心PCE同比上升4.9%，为去年12月以来的最低。国内疫情好转，供应链逐渐恢复。上海进入5月以来疫情明显转好，5月29日，上海发布加快经济恢复和重振行动方案，6月1日起取消企业复工复产审批制度。5月23日国常会部署6方面33条稳经济一揽子政策措施，全国稳住经济大盘电视电话会议作出明确指示，对冲超预期的经济下行，预计稳增长措施也会超预期。6月资产配置展望：（1）疫情控制好转下的供应链复苏及消费好转，重点关注必选消费项。（2）预计能源价格仍然居高，关注国内具有产业链优势的炼化、成品油套利、优质煤化工企业等。（3）新能源行业的长期主线。欧洲光伏需求持续超预期，新能源整车厂建议继续关注比亚迪。（4）基建投资尤其是水利，特别是大型引水灌溉、交通、老旧小区改造、地下综合管廊等项目带来的材料配套相关的投资机会。

◆各行业观点。电新：疫情缓解将带动行业“二阶段复苏”。欧洲光伏需求持续超预期，产品价格上涨带动企业盈利。新能源车整车短期受疫情影响较大，长期看市场需求依旧火爆。风电疫后加快赶工进程，平价时代继续看好2022年海风招标。氢能政策加码，示范项目初见成效，上市企业持续布局。

消费：疫情好转，消费结构分化，短期需求受损，长期韧性仍存。白酒方面，疫情影响整体有限，高端稳，次高端弹性较大，地产酒恢复可期。非白酒饮食重点关注疫情后的复苏弹性。纺织服装目前估值底部，龙头线上反弹，关注核心赛道反弹机遇。美容护理疫后反弹确定性较强，国产品牌线上渠道快速发展，关注发展前景。酒店行业受疫情影响边际转弱，景点旅游关注暑期跨省长途游。

资源品及周期：石油石化板块，外热内冷，海外成品油价差扩大，国内后市需求有望走强，推荐具有海外炼厂优势以及上游油气资源的标的。化肥板块，农耕淡季供需齐降，看好国内煤头生产企业的成本优势领先。化纤出口受益，复工复产渐临有望提振下游需求。基建引领、地产好转，建筑关注“两新一重”基建龙头，建材关注疫情修复后的预期。大健康：处于业绩和市场双底阶段，中长期投资价值显著，建议关注政策免疫性强，创新实力雄厚，估值释放充分，业绩确定性较高的细分板块。TMT：关注下游需求强劲、短中期或能实现国产化替代的车规级功率半导体行业；传媒板块重点跟踪新游获版本号后的业绩兑现情况。高端制造：家电关注新兴小电及地产后周期龙头。金融：银行息差与资产质量面临下行压力，可适当关注区域经济发达、资产质量扎实的区域性银行。

◆风险提示：国内疫情反复超预期，稳增长政策落地速度低于预期，美国通胀回落不及预期，俄乌危机发展超预期。

正文目录

1. 回顾与展望	5
1.1. 2022 年 5 月份资产价格表现回顾	5
1.2. 展望：海外通胀回落与国内需求复苏下的结构性行情	6
1.2.1. 海外通胀有望回落	6
1.2.2. 国内需求有望复苏	7
2. 总量观点	8
2.1. 宏观：政策加码稳增长	8
2.1.1. 国内宏观	8
2.1.2. 海外宏观	17
2.2. 固收：收益率面临双边约束	20
2.3. 量化及技术面分析	21
2.3.1. 量化分析	21
2.3.2. 技术面分析	22
3. 各行业观点总结与展望	23
3.1. 电力设备及新能源	23
3.1.1. 光伏：欧洲需求持续超预期，产品价格上涨带动企业盈利	23
3.1.2. 新能源汽车&锂电：疫情缓解、车企复工，各环节排产回暖	24
3.1.3. 风电：疫情缓解后将加快赶工进程，平价时代继续看好 22 年海风招标	24
3.1.4. 氢能：政策持续加码，示范项目初见成效	24
3.2. 大消费	25
3.2.1. 消费趋势：疫情形势好转，结构分化，长期消费韧性仍存	25
3.2.2. 白酒：端午回款稳步推进，高端酒批价有所回升	25
3.2.3. 非白酒餐饮：重点关注疫情后的复苏弹性	26
3.2.4. 纺织服装：疫情影响明显，关注服饰反弹以及纺织行业机会	26
3.2.5. 美容护理：关注疫情缓解后的反弹消费	26
3.2.6. 社服观点：疫情冲击趋缓，板块蓄势反弹	27
3.3. 资源品及周期	28
3.3.1. 石油石化：外热内冷，海外成品油价差扩大，国内后市需求有望走强	28
3.3.2. 化肥：春耕淡季供需齐降，看好国内煤头生产企业的成本优势领先	29
3.3.3. 化纤：海外高通胀及近期人民币贬值利好出口，复工复产渐临有望提振下游需求	30
3.3.4. 建筑&建材：有效投资加码+复工复产进行时，基建产业链引领、地产产业链好转	30
3.4. 大健康	31
3.5. TMT	32
3.5.1. 电子：上海疫情对芯片产能影响有限 海外通胀压制科技股估值	32
3.5.2. 传媒：游戏板块受国内外负面影响小，影视板块短期存在反弹预期	32
3.6. 高端制造	33
3.6.1. 家电：关注新兴小电及地产后周期龙头	33
3.7. 金融	34
3.7.1. 银行：息差与资产质量面临下行压力	34
3.7.2. 保险：4 月原保费收入较弱，负债端修复预期遇冷	34
3.7.3. 券商：5 月交投活跃度环比下降	34
4. 风险提示	35

图表目录

图 1 (2022 年 5 月期间主要资产价格表现).....	5
图 2 (2022 年 5 月申万一级行业涨跌幅, %).....	6
图 3 (美国汽油与原油价差, 美元/桶, 美元/桶).....	7
图 4 (CRB 商品价格指数).....	7
图 5 (4 月工业增加值分项当月同比及环比变动, %, %).....	8
图 6 (社会消费品零售总额当月同比, %).....	9
图 7 (餐饮收入及商品零售当月同比, %).....	9
图 8 (4 月社会消费品零售分项同比及环比变动, %, %).....	9
图 9 (基建及制造业投资增速, %).....	9
图 10 (上海新增实际本土阳性病例, 例, 例).....	10
图 11 (全国新增确诊病例, 例).....	10
图 12 (4 月 1 日全国疫情情况).....	11
图 13 (5 月 25 日全国疫情情况).....	11
图 14 (上海日均耗煤量, 万吨).....	11
图 15 (沿海八省日均耗煤量, 万吨).....	11
图 16 (沥青开工率, %).....	11
图 17 (高炉开工率, %).....	11
图 18 (半钢胎开工率, %).....	12
图 19 (纯碱开工率, %).....	12
图 20 (PTA 开工率, %).....	12
图 21 (涤纶长丝开工率, %).....	12
图 22 (九大城市地铁客运量, 万人, 万人).....	12
图 23 (民航景气指数).....	12
图 24 (M2 同比与社融存量增速, %).....	14
图 25 (LPR 报价, %).....	14
图 26 (汽车工业增加值当月同比, %).....	15
图 27 (规模以上工业企业利润累计同比, %).....	15
图 28 (4 月工业企业利润分项累计同比及环比变动, %, %).....	15
图 29 (沪深 300 指数及中证 500 指数 PE, 倍, 倍).....	15
图 30 (主要指数 PE 及 2011 年以来分位数水平, %, 倍).....	15
图 31 (申万一级行业市盈率水平及历史分位数, %, 倍).....	16
图 32 (沪深 300 指数与融资余额, 点, 亿元).....	16
图 33 (沪深 300 指数与北向资金, 点, 百万元).....	16
图 34 (沪深 300 指数与 M1 同比, 点, %).....	16
图 35 (股票型基金发行额与沪深 300 指数, 点, 亿份).....	16
图 36 (美国 CPI 及核心 CPI 当月同比, %).....	17
图 37 (美国 PCE 及核心 PCE 当月同比, %).....	17
图 38 (美国 ISM 制造业 PMI).....	18
图 39 (美国失业率及劳动参与率, %, %).....	18
图 40 (美元指数, 点).....	18
图 41 (美国抵押贷款固定利率及美国房价, %, 美元).....	18
图 42 (美国 GDP 不变价环比折年率, %).....	19
图 43 (美国新冠疫情新增确诊数, 例).....	19
图 44 (美联储总资产及联邦基金利率, 百万美元, %).....	19
图 45 (美国 10 年期国债名义收益率及实际收益率, %).....	19
图 46 (CBOT 小麦期货价格, 美分、蒲式耳).....	20

图 47 (美油、布油价格, 美元/桶)	20
----------------------------	----

1. 回顾与展望

1.1. 2022 年 5 月份资产价格表现回顾

2022 年 5 月份，全球整体资产价格整体上行。国内经济虽然回落，但是在稳增长、疫情逐步得到控制及复工复产预期下，股市整体反弹。由于俄乌冲突事件带来的油价和粮食价格上涨、炼油产能不足带来的成品油紧张、供应链及物流制约、劳动力成本居高等因素下，海外通胀仍然处于高位。

权益市场：5 月 A 股震荡上行。截至 5 月 27 日，申万一级行业中，共有 22 个行业上涨，9 个行业下跌。表现较好的行业有汽车（15.8%）、煤炭（11.7%）、石油化工（10.4%）、国防军工（9.3%）、基础化工（8.7%）。表现较差的行业有房地产（-4.5%）、银行（-3.3%）、食品饮料（-2.8%）、计算机（-1.3%）、家用电器（-1.0%）。

商品市场：5 月，以天然气、原油、动力煤为代表的能源类商品在大类资产中表现最好。CRB 商品价格指数 5 月上涨 3.4%，Nymex 天然气期货上涨 20.2%，布油期货上涨 8.7%，国内动力煤期货上涨 5.9%。资源类商品如铁矿石及铜小幅下跌。

债券市场：5 月，中美 10 年期国债到期收益率同步下行，美债由 2.89% 回落至 2.74%，中债由 2.84% 回落至 2.70%，两者依然存在小幅倒挂。

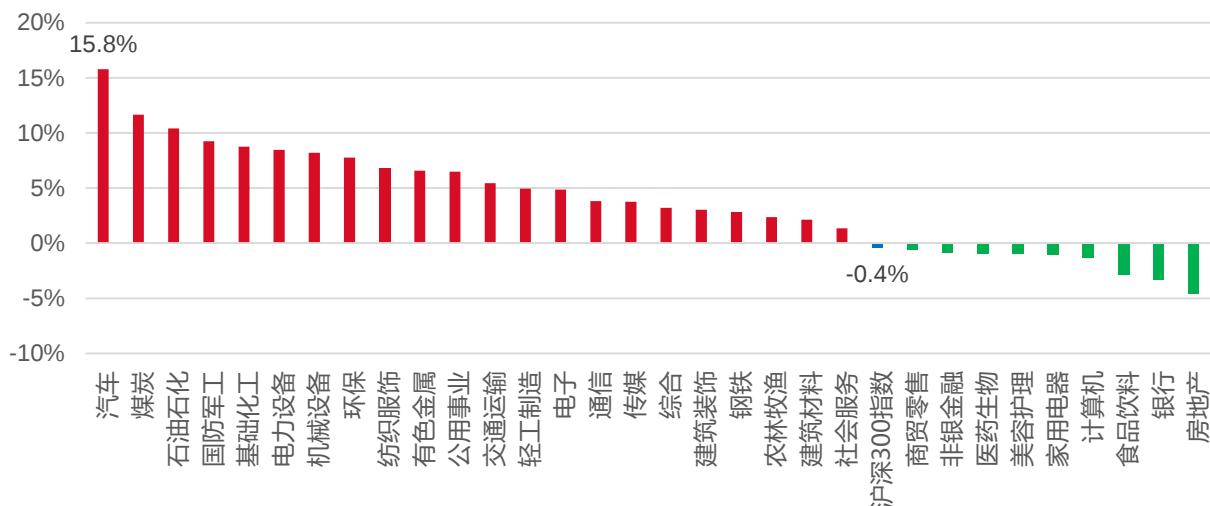
图 1 (2022 年 5 月期间主要资产价格表现)

资产价格	单位	4月29日	5月27日	变化%
NYMEX 天然气期货	美元/百万英热单位	7.25	8.71	20.2%
布伦特原油期货	美元/桶	106.08	115.32	8.7%
动力煤期货	元/吨	822.00	870.60	5.9%
10年期美债到期收益率	%	2.89	2.74	5.2%
10年期国债到期收益率	%	2.84	2.70	5.0%
科创50指数	点	947.15	993.70	4.9%
中证500指数	点	5627.90	5899.92	4.8%
CRB 商品价格指数	1967年=100	308.27	318.66	3.4%
上证指数	点	3047.06	3130.24	2.7%
道琼斯工业平均指数	点	32977.21	33212.96	0.7%
标普500指数	点	4131.93	4158.24	0.6%
创业板指数	点	2319.14	2322.48	0.1%
沪深300指数	点	4016.24	4001.30	-0.4%
铁矿石期货	元/吨	869.50	863.50	-0.7%
人民币汇率		6.6090	6.6980	-1.3%
美元指数	1973年3月=100	103.23	101.66	-1.5%
纳斯达克综合指数	点	12334.64	12131.13	-1.6%
英国天然气期货	便士/色姆	161.00	158.00	-1.9%
COMEX 黄金期货	美元/盎司	1896.90	1857.30	-2.1%
LME 铜期货	美元/吨	9714.00	9490.00	-2.3%
农产品批发价格200指数	2015年=100	128.48	119.78	-6.8%
螺纹钢期货	元/吨	4910.00	4576.00	-6.8%

资料来源：Wind，东海证券研究所

注：人民币汇率变化为正代表升值，债券收益率变化为正代表债券价格上涨。CRB 数据截至 5 月 26 日。

图 2 (2022 年 5 月申万一级行业涨跌幅, %)



资料来源: Wind, 东海证券研究所

注: 时间为 2022/5/5-2022/5/27

1.2. 展望: 海外通胀回落与国内需求复苏下的结构性行情

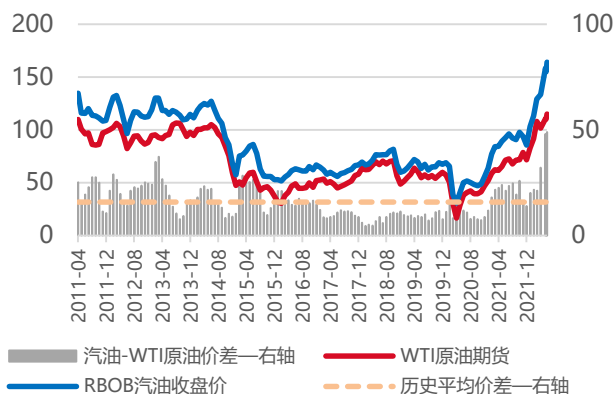
1.2.1. 海外通胀有望回落

油气价格仍然处于高位, 但预计后市影响将会回落。5 月能源价格出现上涨, 至 5 月底, 布伦特原油至近 120 美元/桶, NYMEX 天然气近 9 美元/百万英热。由于海外出行恢复, 成品油需求良好, 至 5 月 27 日美国 RBOB 汽油-WTI 原油价差至 49 美元/桶, 创历史新高, 远高于历史平均的 15.88 美元/桶。EIA 在 5 月 STEO 预测, 2022 年 4 月全球石油和液体消费量为 9740 万桶/天, 比 2021 年 4 月增加 210 万桶/天; 我们认为 5 月中国炼厂开工率下降, 或将拖累原油需求。而 5 月份的成品油紧张, 主要由于过去几年的海外炼厂的部分退出、加之 5 月份印尼 Pertamina 炼厂和韩国 S-Oil 的装置事故影响; 至 5 月 20 日, 美国炼厂开工率已经至 93.2%, 较去年同期的 87.02% 已经出现大幅回升。展望 6 月, 俄罗斯原油供应减少的边际影响或将减弱, 中国国内炼油恢复及对成品油出口增加、美国原油供应增加等均有望改善通胀预期。

美国通胀有望见顶回落。美国商务部 27 日公布的数据显示, 4 月份, 美联储偏好的通胀指标, 剔除波动较大的食品和能源价格后的个人消费支出核心平减指数(核心 PCE 指数)指标同比上升了 4.9%, 是自去年 12 月以来的最低。尽管数字依然偏高, 但相对于 3 月 5.2% 的涨幅, 价格上涨的步伐出现了放缓。4 月核心 PCE 环比增长了 0.3%, 与 3 月的数据持平。

物流供应链有望逐渐改善。由于上海实施封锁措施, 中国港口的拥堵在 3 月和 4 月加剧, 后来扩展到中国其他地区。根据标准普尔全球海运大宗商品的数据, 自 3 月初以来, 中国大陆港口的干散货拥堵总水平增加了 30-40%。上海的港口拥堵在 5 月份显示出缓解的迹象, 部分交通已经转移到中国北部和南部的替代港口。

图3 (美国汽油与原油价差, 美元/桶, 美元/桶)



资料来源: Wind, 东海证券研究所

图4 (CRB 商品价格指数)



资料来源: Wind, 东海证券研究所

1.2.2.国内需求有望复苏

全国疫情好转, 供应链逐渐恢复。上海进入5月以来疫情明显转好, 每日新增实际本土阳性病例较前期明显下降, 复工复产有序推进。5月21日, 上海市印发复工复产的实施方案, 其中明确列出上海三个阶段的复工时间表及具体疫情防控要求。5月29日, 上海发布加快经济恢复和重振行动方案, 6月1日起取消企业复工复产审批制度。

政策支持, 稳住二季度GDP增速。自4月底中央政治局会议定调稳增长政策需加码以来, 相关部门不断释放积极信号, 整个5月期间大小政策密集出台。5月23日国常会部署6方面33条稳经济一揽子政策措施。

各地的促消费政策实施。5月23日, 深圳市印发《关于促进消费持续恢复的若干措施》, 预计将起到促消费带头示范效应, 利好汽车、消费电子、家电等板块。疫情后恢复必选消费可能更占优, 但在政策刺激下, 以汽车为代表的耐用品消费存在超预期的可能。

对于6月份的资产配置展望, 我们认为重点把握海外通胀回落与国内消费复苏下的结构性行情:

1. 疫情控制好转下的供应链复苏及消费好转, 重点关注必选消费项。
2. 预计能源价格仍然居高, 关注国内具有产业链优势的炼化、成品油套利、优质煤化工企业等。
3. 新能源行业的长期主线。欧洲光伏需求持续超预期, 新能源整车厂建议继续关注比亚迪。
4. 基建投资尤其是水利, 特别是大型引水灌溉、交通、老旧小区改造、地下综合管廊等项目带来的材料配套相关的投资机会。

2.总量观点

2.1.宏观：政策加码稳增长

——分析师：胡少华 S0630516090002

刘思佳 S0630516080002

李沛 S0630520070001

2.1.1.国内宏观

1. 经济下行压力加大

4月主要经济数据全线回落，符合我们在5月报中的判断。工业增加值出现较为罕见的负增长，当月同比降至-2.9%，上一次出现负增长出现在2020年疫情期间。从结构上看，上游采矿及原材料生产仍具一定韧性，增速回落但保持高位；中下游企业受需求偏弱影响大幅走弱。社会消费品零售总额增速降幅继续扩大至-11.1%，可选消费以及餐饮收入的拖累更为明显。发电量及用电量同比增速分别回落至-4.3%和-1.3%。进出口仅增长0.1%，其中出口增速比3月份回落了11个百分点。地产投资、销售增速继续下滑，居民住房贷款负增长，房地产的“政策底”尚未转化成为“经济底”。制造业投资与基建投资虽然回落，但仍具备一定韧性，尤其是基建投资作为稳增长的重要抓手，全年来看预计仍会有较好表现。

经济下行已经开始冲击财政收入，冲击就业。4月公共财政收入同比-41.3%，扣除约8000亿元留底退税的因素，仍然负增长。地方财政收入也受到较大影响，特别是长三角等地财政收入较好的地区降幅非常大。受到房地产市场下行影响，土地使用权出让收入大幅下降，很多地方财政收支矛盾在加大。4月份全国城镇调查失业率已经达到6.1%，正在快速向2020年疫情冲击最严重时候6.6%的水平逼近，大学生等年轻人失业数据上升较快。

经济增速有滑出合理区间的危险。从现在情况看，5月份许多经济指标可能还是负增长，一些机构已调低全年GDP增速，经济有滑出合理区间的风险。如果经济增速下滑过多，企业经营效益预计会受到较大影响，另外还会带来就业问题，各种风险隐患也会被集中暴露出来，稳增长的压力在加大。

图5 (4月工业增加值分项当月同比及环比变动，%，%)

20

5

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_42542

