



**上海证券**  
SHANGHAI SECURITIES

## 消费上行，成长见底

——周观点与市场研判

日期: 2022年4月18日

分析师: 李浩

Tel: 021-53686178

E-mail: lihao@shzq.com

SAC 编号: S0870521100004

联系人: 倪格悦

Tel: 021-53686132

E-mail: nigeyue@shzq.com

SAC 编号: S0870121040009

### ■ 主要观点

#### 宏观观点:

- 1、中国有能力建立合适的防控体系来应对疫情的变化。
- 2、资金流入股市的核心动力是回报率预期上行，回报率上行起于稳增长止于常态化。
- 3、稳增长的结果是居民收入增长，稳增长的机制是总需求扩张带动企业利润扩张后推升居民收入增长。
- 4、美国经济政策以控制通胀为主，通胀回落之后居民收支将改善并扩大服务业消费，美国不太会陷入衰退反而是经济结构性趋向常态。
- 5、美国货币政策的变化和美国经济的恢复依然相关，美国在抑制通胀的过程中依然能维持经济增长，只是增长的速度相对偏慢。

#### 市场观点:

- 1、A股处于底部的概率较大，因为宏观利润率水平处于长周期底部。
- 2、A股估值处于牛熊分界区间，估值水平和成长价值比都处于长周期的中位水平。
- 3、因为中国经济长期波动率下降，所以风格特征会淡化，过去几年的风格特征本质反应的是中国产业趋势变化，未来风格特征将会继续淡化。
- 4、随着M1改善的时间窗口开启，市场的风险偏好将逐渐改善，交易会从现在的短逻辑转向长逻辑，高股息率策略交易也将随之结束。
- 5、成长板块处于长周期的底部，所以长期看并不受稳增长和风格波动冲击。
- 6、纳斯达克100在通胀预期企稳后或将重回上行趋势。

### 最近一年沪深300走势



#### 相关报告:

《疫情的悲观预期有望逐步改善》

——2022年04月11日

《稳增长预期升温，静待疫情常态化》

——2022年03月21日

《消费与成长共舞》

——2022年03月14日

策略矩阵：

规模/类别	绝对收益	相对收益
大规模	1、食品饮料	1、新能源
	2、军工	2、食品饮料
	3、新能源	3、传统行业央企龙头
中小规模	1、食品饮料	1、食品饮料
	2、钢铁	2、航空机场
	3、券商	3、半导体

资料来源：上海证券研究所（注：行业排名区分先后，大小规模主要考量交易周期差异，绝对和相对收益分别考量盈亏比和弹性）

**市场复盘：**本周，周期、成长风格走弱，消费、金融风格微涨。申万一级行业多数下跌，通信、传媒、电力设备行业跌幅居前，煤炭、食品饮料、商贸零售涨幅居前。

**指数表现：**本周除上证50外，主要市场指数继续下跌，科创50领跌。上证50微涨0.17%，沪深300、上证综指、全A、中证500、创业板指、科创50分别下跌0.99%、1.25%、2.46%、2.46%、4.26%、5.25%。

**风格表现：**大中小盘股尽数下跌，高中估值板块继续下跌，低估值板块回升。本周，大盘股、中盘股、小盘股分别下跌0.56%、2.55%、3.97%。估值板块方面，高估值板块、中估值板块分别下跌6.48%、0.48%，低估值板块回升0.25%。

**短期市场情绪：**与上周相比，主要指数日均成交额环比有所分化。主要指数换手率环比均有所上升。本周行业交易活跃度分化明显。本周，北向资金转为流入。陆股通周内主要流入行业前三为：电力设备、房地产、电子；钢铁、非银金融、医药生物行业净流出较大。北向资金行业持股数量周环比增加前三依次为：银行、房地产和建筑装饰行业；减少前三依次为钢铁、交通运输、医药生物行业。上证50ETF期权隐含波动率上升0.05个百分点，当前值为19.2%；美国标准普尔500波动率（VIX）指数当前值为22.70，较前值上升1.15。

**长期市场情绪：**沪深300股息-十年国债收益率当前为-0.54%，环比上行0.02个百分点，位于均值以上，处于91%的历史分位；A股隐含股权风险溢价（ERP）当前值3.11%，环比上行0.13个百分点，处于93%的历史分位。

## ■ 风险提示

经济下行风险；疫情反弹超预期；流动性收紧超预期；海外经济复苏弱于预期；地缘政治冲突加剧等。

## 目 录

1、市场回顾 .....	5
2、板块表现 .....	6
3、市场情绪 .....	8
3.1 短期市场情绪 .....	8
3.1.1 成交额与换手率 .....	8
3.1.2 资金面 .....	10
3.1.3 中美恐慌情绪指标 .....	11
3.2 长期市场情绪 .....	12
4、风险提示 .....	15

### 图

图 1 本周主要市场指数下跌，科创 50 领跌 .....	5
图 2 本周指数估值继续下行 .....	5
图 3 本周高中估值板块下跌，低估值板块回升 .....	6
图 4 本周大中小盘股下跌 .....	6
图 5 本周稳定、周期、成长风格走弱 .....	7
图 6 本周一级行业多数下跌 .....	7
图 7 本周行业估值整体下跌 .....	7
图 8 本周社会服务行业 PE 历史分位数 86.20% 居首 .....	8
图 9 本周全 A 日均成交额环比下降 2.47% .....	9
图 10 本周创业板指日均成交额环比下降 14.63% .....	9
图 11 本周中证 500 日均成交额环比上涨 2.06% .....	9
图 12 本周沪深 300 日均成交额环比上涨 3.96% .....	9
图 13 本周行业交易活跃度分化明显 .....	9
图 14 当周上涨家数 888 家，下跌家数 3252 家 .....	9
图 15 本周北上资金净流入 28.78 亿元 .....	10
图 16 北上资金累计净买入近期震荡回升 .....	10
图 17 融资融券交易占比较上周上行 0.65 个百分点 .....	11
图 18 本周融资业务净流出 221.88 亿元 .....	11
图 19 上证 50ETF 期权隐含波动率当前值为 19.20%，环比 上升 0.05 个百分点 .....	11
图 20 VIX 指数当前值为 22.70，较前值上升 1.15 .....	11
图 21 沪深 300 股息-十年国债收益率当前值为-0.54%，环比 上行 0.02 个百分点 .....	12
图 22 A 股 ERP 当前值为 3.11%，环比上行 0.13 个百分点， 处于 93% 历史分位 .....	12
图 23 光伏发电 ERP 当前值为 0.37%，相比上周上行 0.15 个百 分点 .....	13
图 24 白酒 ERP 当前值为-0.19%，相比上周下行 0.11 个百分 点 .....	13
图 25 新能源 ERP 当前值为 0.07%，相比上周上行 0.25 个百 分点 .....	13

图 26 医药生物 ERP 当前值为 0.63%，相比上周下行 0.01 个百分点 .....	13
图 27 国防军工 ERP 当前值为-0.84%，相比上周上行 0.06 个百分点 .....	14
图 28 半导体 ERP 当前值为-0.37%，相比上周上行 0.10 个百分点 .....	14

表

表 1 当周北向资金活跃个股 TOP5 .....	10
表 2 本周更新重要经济数据一览 .....	14

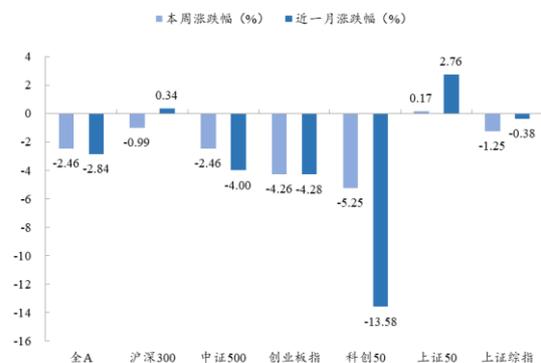
## 1、市场回顾

本周除上证 50 外，主要市场指数继续下跌，科创 50 领跌。上证 50 微涨 0.17%，沪深 300、上证综指、全 A、中证 500、创业板指、科创 50 分别下跌 0.99%、1.25%、2.46%、2.46%、4.26%、5.25%。

指数估值方面，指数估值整体继续下行，市盈率下降指数为：上证 50 (-0.01X)、沪深 300 (-0.10X)、上证综指 (-0.15X)、全 A (-0.40X)、中证 500 (-0.48X)、科创 50 (-1.89X)、创业板指 (-2.69X)；其中，上证 50 估值分位数分别为：56%，处于历史中上水平。上证综指、中证 500、科创 50 估值较低，估值分位数分别处于 6%、2%和 0.3%。

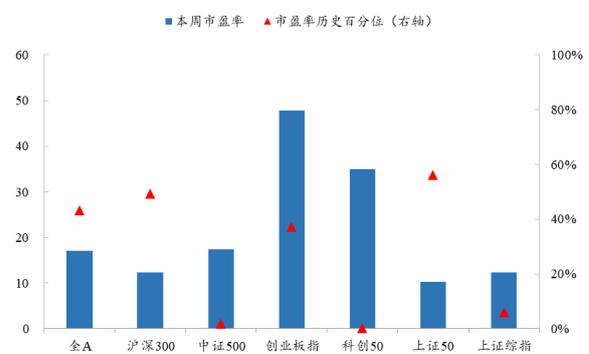
市场风格方面，大中小盘股尽数下跌，高中估值板块继续下跌，低估值板块回升。本周，大盘股、中盘股、小盘股分别下跌 0.56%、2.55%、3.97%。估值板块方面，高估值板块、中估值板块分别下跌 6.48%、0.48%，低估值板块回升 0.25%。

图 1 本周主要市场指数下跌，科创 50 领跌

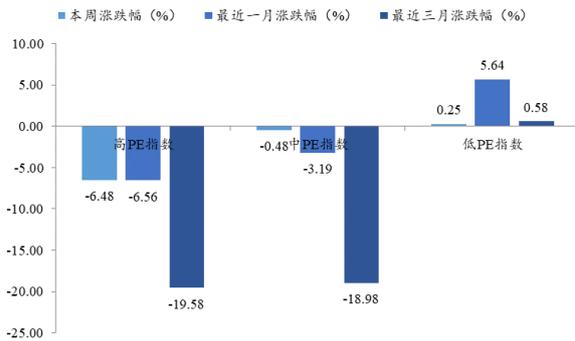


资料来源：Wind，上海证券研究所

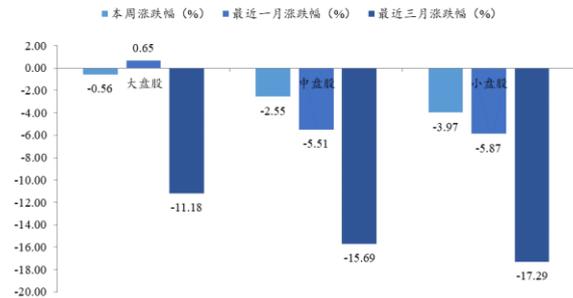
图 2 本周指数估值继续下行



资料来源：Wind，上海证券研究所

**图 3 本周高中估值板块下跌，低估值板块回升**


资料来源: Wind, 上海证券研究所

**图 4 本周大中小盘股下跌**


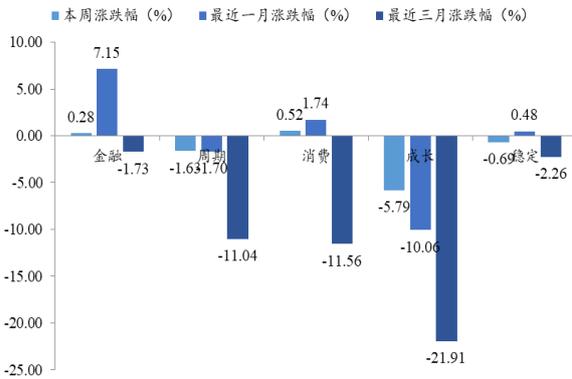
资料来源: Wind, 上海证券研究所

## 2、板块表现

本周，稳定、周期、成长风格走弱，分别继续下跌 0.69%、1.63%、5.79%；消费、金融风格微涨 0.52%、0.28%。申万一级行业多数下跌，通信、传媒、电力设备行业跌幅居前，分别收跌 5.67%、6.39%、7.37%；煤炭、食品饮料、商贸零售涨幅居前。

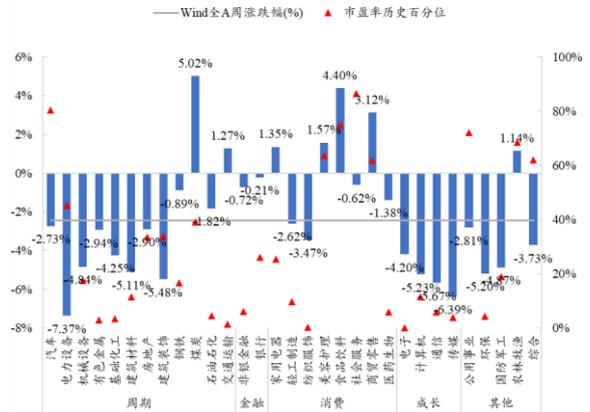
估值方面，本周行业估值整体下跌。食品饮料行业估值领增，食品饮料、农林牧渔行业 PE 当前值分别上升 1.51X、1.20X；综合行业领跌，机械设备、传媒、有色金属、电子、社会服务、计算机、国防军工、通信、电力设备、综合行业 PE 当前值分别下降 1.06X、1.12X、1.19X、1.22X、1.95X、1.99X、2.08X、2.21X、4.12X、4.82X，其余行业 PE 当前值均在 1X 内小幅变动。社会服务、汽车、食品饮料行业 PE 水平居于市场前列，交通运输、纺织服饰、电子行业估值水平仍然大幅落后于市场。

图 5 本周稳定、周期、成长风格走弱



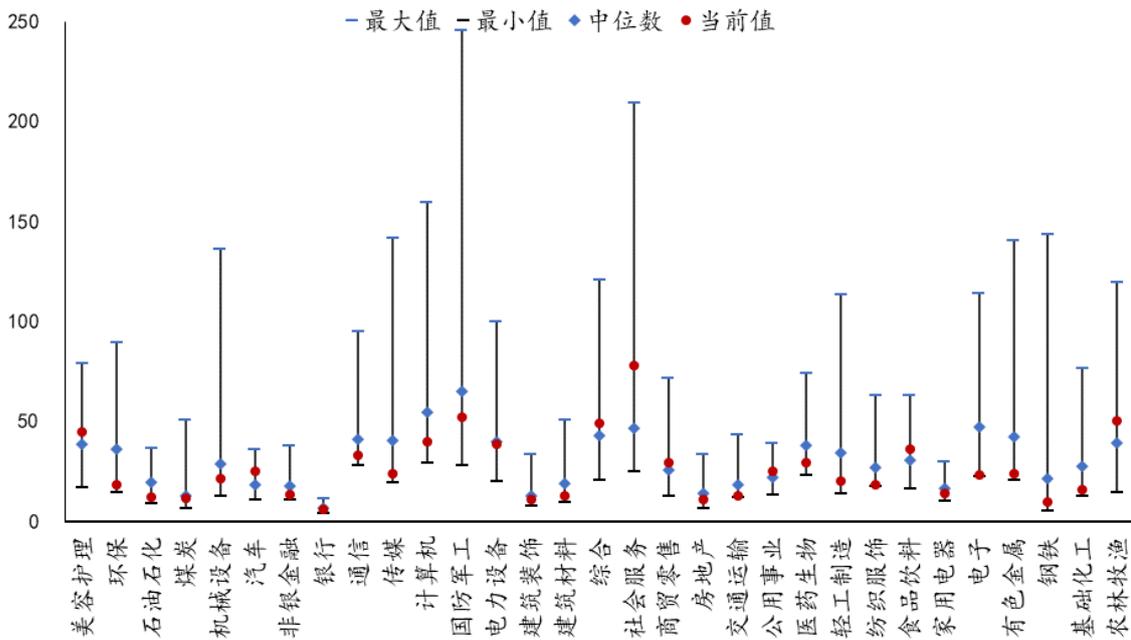
资料来源: Wind, 上海证券研究所

图 6 本周一级行业多数下跌



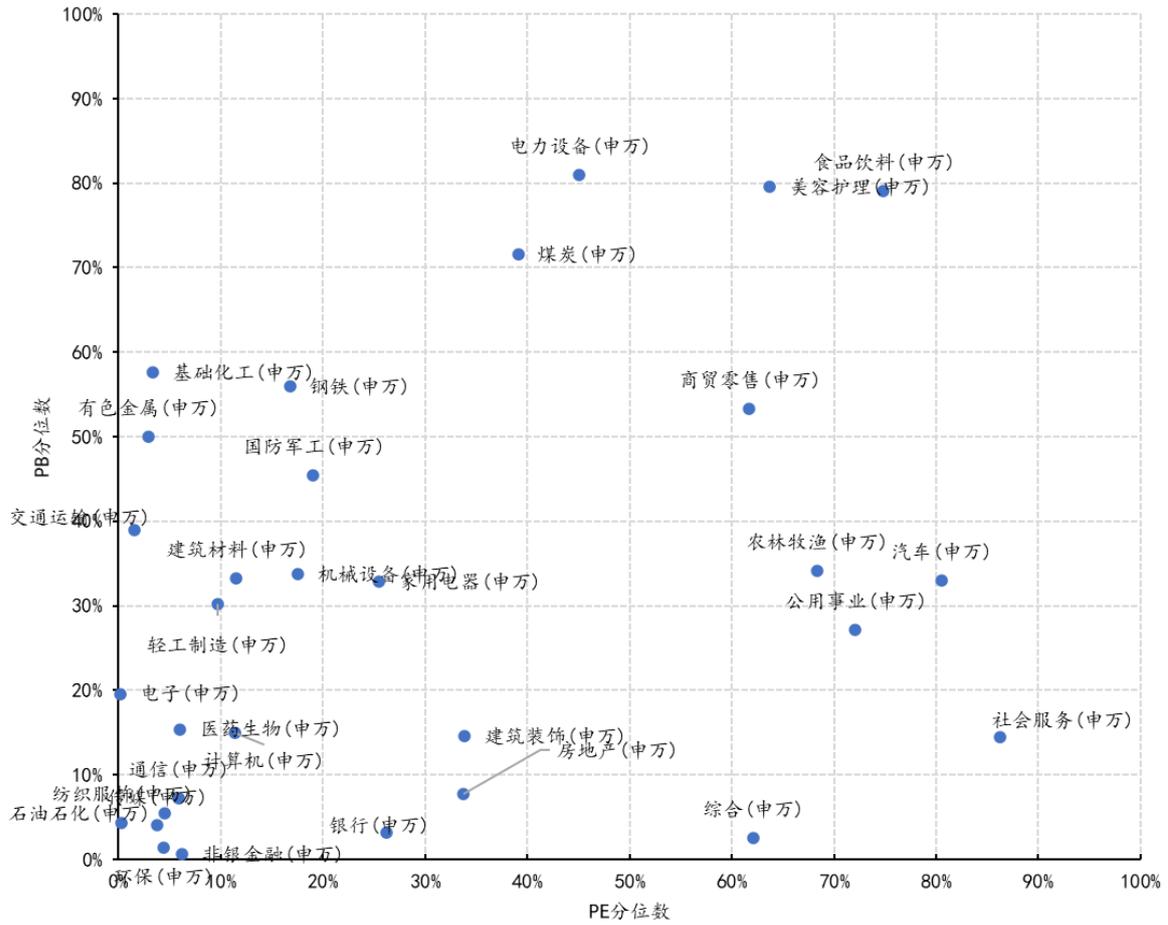
资料来源: Wind, 上海证券研究所

图 7 本周行业估值整体下跌



资料来源: Wind, 上海证券研究所

图 8 本周社会服务行业 PE 历史分位数 86.20%居首



资料来源: Wind, 上海证券研究所

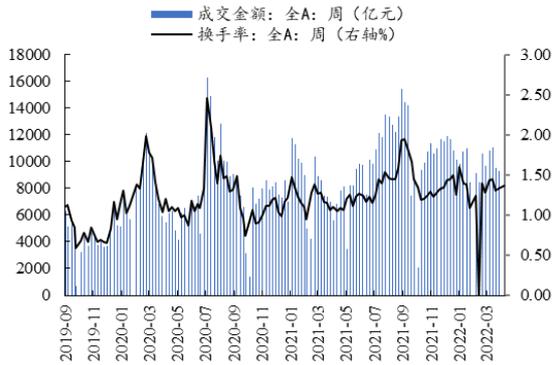
### 3、市场情绪

#### 3.1 短期市场情绪

##### 3.1.1 成交额与换手率

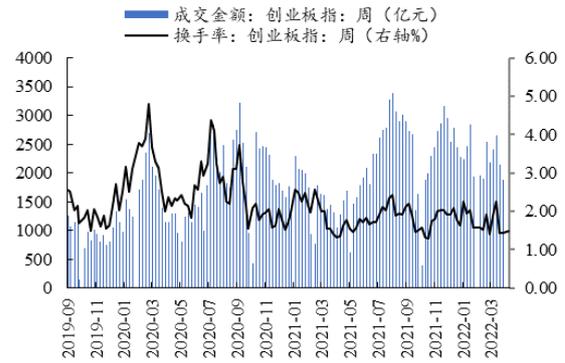
与上周相比，主要指数日均成交额环比有所分化。全 A、创业板指日均成交额环比分别下降 2.47%、14.63%，中证 500、沪深 300 日均成交额环比分别上涨 2.06%、3.96%。两市日均成交额为 9070.97 亿元，环比减少 315.81 亿元。主要指数换手率环比均有所上升。本周行业交易活跃度分化明显，房地产行业日均成交额同比上升达到 288.19%，食品饮料行业日均成交额环比上升 164.87%。市场上涨家数 888 家，下跌家数 3252 家。

图 9 本周全 A 日均成交额环比下降 2.47%



资料来源: Wind, 上海证券研究所

图 10 本周创业板指日均成交额环比下降 14.63%



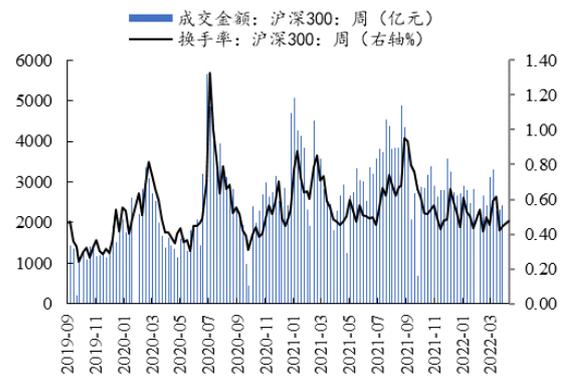
资料来源: Wind, 上海证券研究所

图 11 本周中证 500 日均成交额环比上涨 2.06%



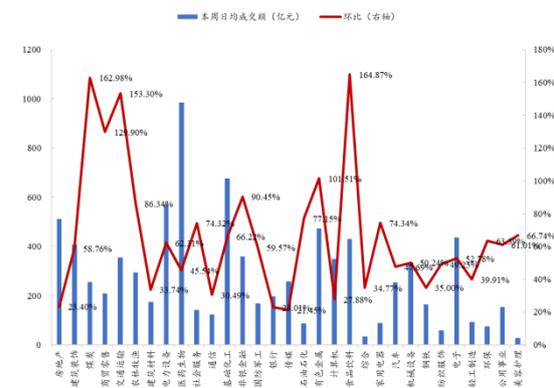
资料来源: Wind, 上海证券研究所

图 12 本周沪深 300 日均成交额环比上涨 3.96%



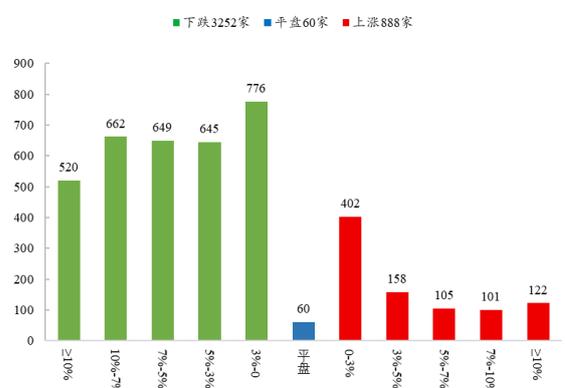
资料来源: Wind, 上海证券研究所

图 13 本周行业交易活跃度分化明显



资料来源: Wind, 上海证券研究所

图 14 当周上涨家数 888 家, 下跌家数 3252 家



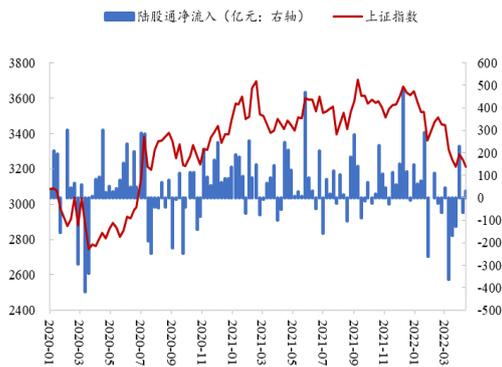
资料来源: Wind, 上海证券研究所

### 3.1.2 资金面

本周，北向资金转为流入。周度合计净流入 28.78 亿元，净流入环比增加 94.35 亿元，累计净买入 16109.91 亿元。从单日流动情况看，单个交易日北向资金大多呈现流出状态，周四周五资金开始回流。陆股通周内主要流入行业前三为：电力设备 25.05 亿元、房地产 16.24 亿元、电子 16.15 亿元；钢铁、非银金融、医药生物行业净流出较大，分别流出 8.15 亿元、10.91 亿元和 18.06 亿元。北向资金行业持股数量周环比增加前三依次为：银行、房地产和建筑装饰行业；减少前三依次为钢铁、交通运输、医药生物行业。当周净买入前五个股分别为：贵州茅台 12.37 亿元、中国建筑 10.63 亿元、阳光电源 9.45 亿元、宁德时代 7.92 亿元、平安银行 6.54 亿元；净卖出前五分别为：恒瑞医药 12.75 亿元、赣锋锂业 7.98 亿元、五粮液 7.78 亿元、隆基股份 7.41 亿元、东方财富 7.37 亿元。

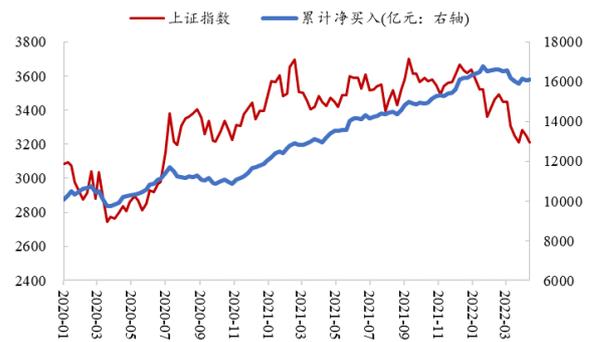
两融交易占比上升，融资净流出量扩大。两融交易金额波动，两融交易占比上升，当前值 7.55%，较上周上行 0.65 个百分点。截至 4 月 14 日，本周两融交易额 2,533.57 亿元；当前融资余额为 15502.05 亿元，周度净流出 221.88 亿元，环比减少 245.76 亿元，整体余额下降。

图 15 本周北上资金净流入 28.78 亿元



资料来源：Wind，上海证券研究所

图 16 北上资金累计净买入近期震荡回升



资料来源：Wind，上海证券研究所

表 1 当周北向资金活跃个股 TOP5

排名	股票代码	股票简称	净买入（亿元）	排名	股票代码	股票简称	净卖出（亿元）
1	600519.SH	贵州茅台	12.37	1	600276.SH	恒瑞医药	-12.75
2	601668.SH	中国建筑	10.63	2	002460.SZ	赣锋锂业	-7.98
3	300274.SZ	阳光电源	9.45	3	000858.SZ	五粮液	-7.78
4	300750.SZ	宁德时代	7.92	4	601012.SH	隆基股份	-7.41

请务必阅读尾页重要声明

5 000001.SZ 平安银行 6.54 5 300059.SZ 东方财富 -7.37

资料来源: Wind, 上海证券研究所

图 17 融资融券交易占比较上周上行 0.65 百分点



资料来源: Wind, 上海证券研究所

图 18 本周融资业务净流出 221.88 亿元

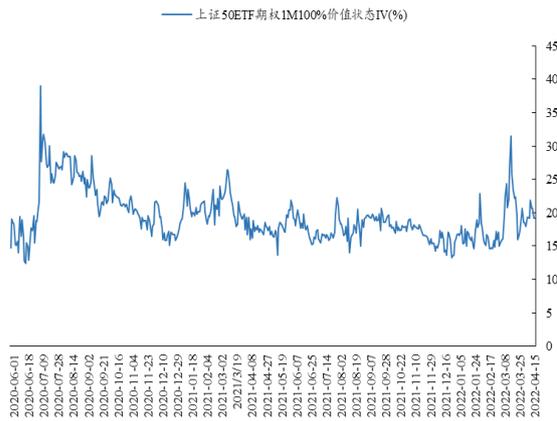


资料来源: Wind, 上海证券研究所

### 3.1.3 中美恐慌情绪指标

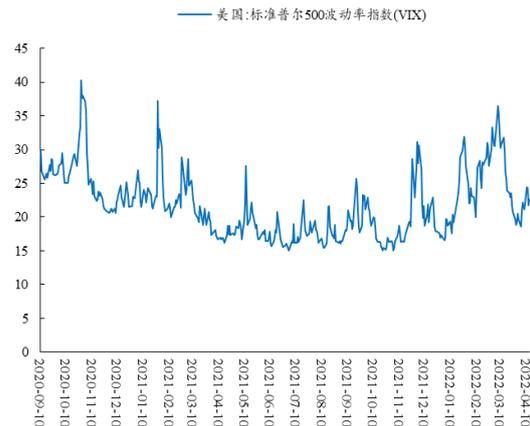
上证 50ETF 期权隐含波动率上升 0.05 个百分点, 当前值为 19.20%; 美国标准普尔 500 波动率 (VIX) 指数当前值为 22.70, 较前值上升 1.15。美股三大指数本周全线收跌, 标普 500、道指和纳指分别收跌-2.13%、-0.78%、-2.63%。

图 19 上证 50ETF 期权隐含波动率当前值为 19.20%, 环比上升 0.05 个百分点



资料来源: Wind, 上海证券研究所

图 20 VIX 指数当前值为 22.70, 较前值上升 1.15



资料来源: Wind, 上海证券研究所

### 3.2 长期市场情绪

沪深 300 股息-十年国债收益率当前为-0.54%，环比上行 0.02 个百分点，位于均值以上，处于 91%的历史分位；A 股隐含股权风险溢价（ERP）当前值 3.11%，环比上行 0.13 个百分点，处于 93%的历史分位，近期市场风险偏好持续降低。

与上周相比，热门板块 ERP 变动有所分化。

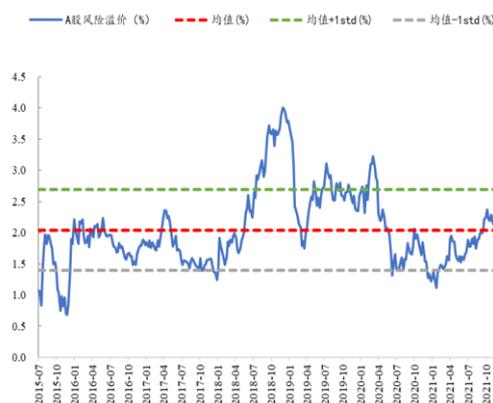
光伏发电 ERP 当前值为 0.37%，相比上周上行 0.15 个百分点。白酒 ERP 当前值为-0.19%，相比上周下行 0.11 个百分点。新能源 ERP 当前值为 0.07%，相比上周上行 0.25 个百分点。医药生物 ERP 当前值为 0.63%，相比上周下行 0.01 个百分点。国防军工 ERP 当前值为-0.84%，相比上周上行 0.06 个百分点。半导体 ERP 当前值为-0.37%，相比上周上行 0.10 个百分点。

图 21 沪深 300 股息-十年国债收益率当前值为-0.54%，环比上行 0.02 个百分点



资料来源：Wind，上海证券研究所

图 22 A 股 ERP 当前值为 3.11%，环比上行 0.13 个百分点，处于 93%历史分位



资料来源：Wind，上海证券研究所

（注：隐含股权风险溢价=1/全部 A 股（剔除金融、石油石化）PE-十年期国债收益率）

图 23 光伏发电 ERP 当前值为 0.37%，相比上周上行 0.15 个百分点



资料来源: Wind, 上海证券研究所

(注: 隐含股权风险溢价=1/全部 A 股(剔金融、石油石化) PE-十年期国债收益率)

图 24 白酒 ERP 当前值为-0.19%，相比上周下行 0.11 个百分点



资料来源: Wind, 上海证券研究所

(注: 隐含股权风险溢价=1/全部 A 股(剔金融、石油石化) PE-十年期国债收益率)

图 25 新能源 ERP 当前值为 0.07%，相比上周上行 0.25 个百分点



资料来源: Wind, 上海证券研究所

(注: 隐含股权风险溢价=1/全部 A 股(剔金融、石油石化) PE-十年期国债收益率)

图 26 医药生物 ERP 当前值为 0.63%，相比上周下行 0.01 个百分点



资料来源: Wind, 上海证券研究所

(注: 隐含股权风险溢价=1/全部 A 股(剔金融、石油石化) PE-十年期国债收益率)

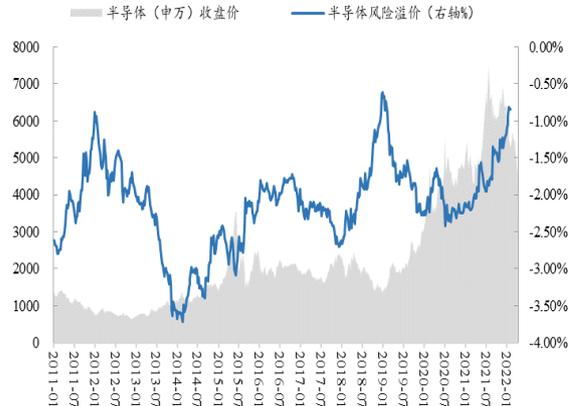
图 27 国防军工 ERP 当前值为-0.84%，相比上周上行 0.06 个百分点



资料来源: Wind, 上海证券研究所

(注: 隐含股权风险溢价=1/全部 A 股(剔除金融、石油石化) PE-十年期国债收益率)

图 28 半导体 ERP 当前值为-0.37%，相比上周上行 0.10 个百分点



资料来源: Wind, 上海证券研究所

(注: 隐含股权风险溢价=1/全部 A 股(剔除金融、石油石化) PE-十年期国债收益率)

表 2 本周更新重要经济数据一览

国家/地区	指标名称	前值	今值
中国	3 月 CPI: 同比 (%)	0.9	1.5
	3 月 PPI: 同比 (%)	8.8	8.3
	3 月 M0: 同比 (%)	5.8	9.9
	3 月 M1: 同比 (%)	4.7	4.7
	3 月 M2: 同比 (%)	9.2	9.7
	3 月社会融资规模: 当月值 (亿元)	11900	46500
	3 月社会融资规模存量: 同比	10.2	10.6
英国	3 月新增人民币贷款 (亿元)	12300	31300
	3 月 CPI: 环比 (%)	0.8	1.1
欧盟	3 月核心 CPI: 环比 (%)	0.82	0.86
	4 月欧元区: ZEW 经济景气指数	-38.7	-43
	3 月 CPI: 季调: 环比	0.8	1.2
	3 月 CPI: 同比 (%)	7.9	8.5
	3 月核心 CPI: 季调: 环比	0.5	0.3
	3 月核心 CPI: 同比 (%)	6.4	6.5
	3 月 PPI: 最终需求: 环比: 季调 (%)	0.9	1.4
美国	3 月 PPI: 最终需求: 剔除食品和能源: 环比: 季调	0.4	1
	3 月 PPI: 最终需求: 剔除食品和能源: 同比: 季调	8.8	9.2
	3 月 PPI: 最终需求: 同比: 季调 (%)	10.4	11.2
	3 月核心 PPI: 环比: 季调 (%)	0.8	1.1
	3 月核心 PPI: 同比: 季调 (%)	9.7	10
	4 月 08 日 EIA 库存周报: 商业原油增量 (千桶)	2421	9382
	3 月核心零售总额: 季调: 环比 (%)	0.79	0.5

	3月零售和食品服务销售:同比:季调(%)	18.18	6.88
	3月零售总额:季调:环比(%)	0.52	0.44
	4月09日当周初次申请失业金人数:季调(人)	167000	185000
	3月CPI:环比(%)	0.9	2.5
德国	3月CPI:同比(%)	5.1	7.3
	4月ZEW经济景气指数	-39.3	-41
	4月ZEW经济现状指数	-21.4	-30.8

资料来源: Wind, 上海证券研究所

#### 4、风险提示

经济下行风险; 疫情反弹超预期; 流动性收紧超预期; 海外经济复苏弱于预期; 地缘政治冲突加剧等。

### 分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告，并保证报告采用的信息均来自合规渠道，力求清晰、准确地反映作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。此外，作者薪酬的任何部分不与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

### 公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

### 投资评级体系与评级定义

<b>股票投资评级：</b>	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起 6 个月内公司股价相对于同期市场基准指数表现的看法。
买入	股价表现将强于基准指数 20%以上
增持	股价表现将强于基准指数 5-20%
中性	股价表现将介于基准指数±5%之间
减持	股价表现将弱于基准指数 5%以上
无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
<b>行业投资评级：</b>	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准指数表现的看法。
增持	行业基本面看好，相对表现优于同期基准指数
中性	行业基本面稳定，相对表现与同期基准指数持平
减持	行业基本面看淡，相对表现弱于同期基准指数

相关证券市场基准指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；港股市场以恒生指数为基准；美股市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。

### 投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

### 免责声明

本报告仅供上海证券有限责任公司(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。本报告版权归本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。如经过本公司同意引用、刊发的，须注明出处为上海证券有限责任公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

在法律许可的情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供多种金融服务。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见和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、价值或投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见或推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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责，投资者据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，也不应当认为本报告可以取代自己的判断。