



Orient Fund

2022年权益中期策略报告

东方基金 2022.7



ORIENT FUND

核心要点

- 海外：美国“滞胀走向衰退”仍然为外部最核心矛盾，通胀短期难以缓解，美国经济衰退预期升温。
- 国内：严格的防疫政策使得中美经济趋势出现明显背离-美国衰退&中国复苏。
- A股：上半年内外部影响同时冲击，下半年A股市场仍充满挑战。
- 行业配置策略：在充满不确定的市场里寻找确定性，把握三条主线。
 1. “稳增长链条”：地产以及家电等地产链相关行业。
 2. 疫后修复：出行可选消费包括航空、酒店等，医美和化妆品等行业。
 3. 高景气赛道：汽车电动化智能化产业链、锂电材料、能源金属及储能行业。
- 风险：国内疫情反弹超预期，地缘政治冲突升级。

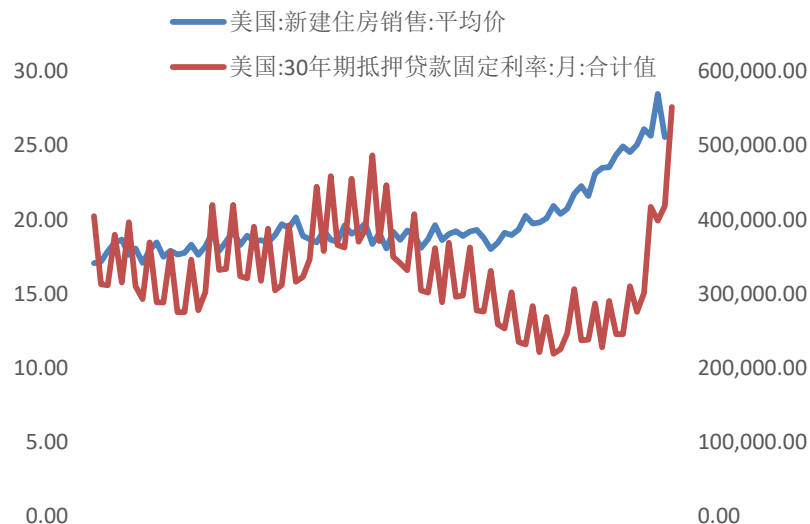
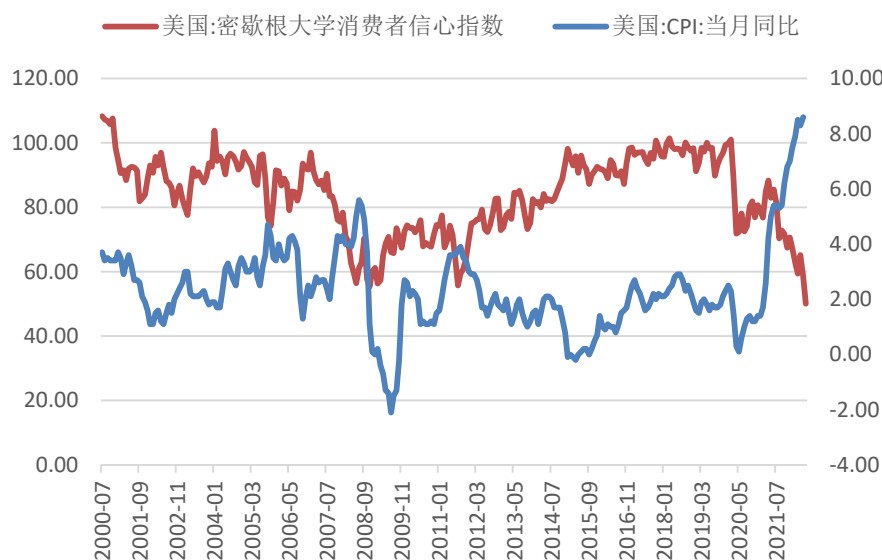


1. 海内外宏观环境变化



1.1、海外通胀短期难以解决

- 面对疫情，美国通过无限量QE，大规模转移性支出补贴刺激消费，但同时由于疫情使得全球供应链中断，外部地缘政治冲突又进一步推动能源价格上涨，导致以美国为首的发达经济体通胀极速攀升。
- 美国CPI3-5月连续在8%以上的高位水平波动, 6月突破9%。
- 美国消费信心指数进一步走低。
- 然而通胀并没有得到有效缓解。



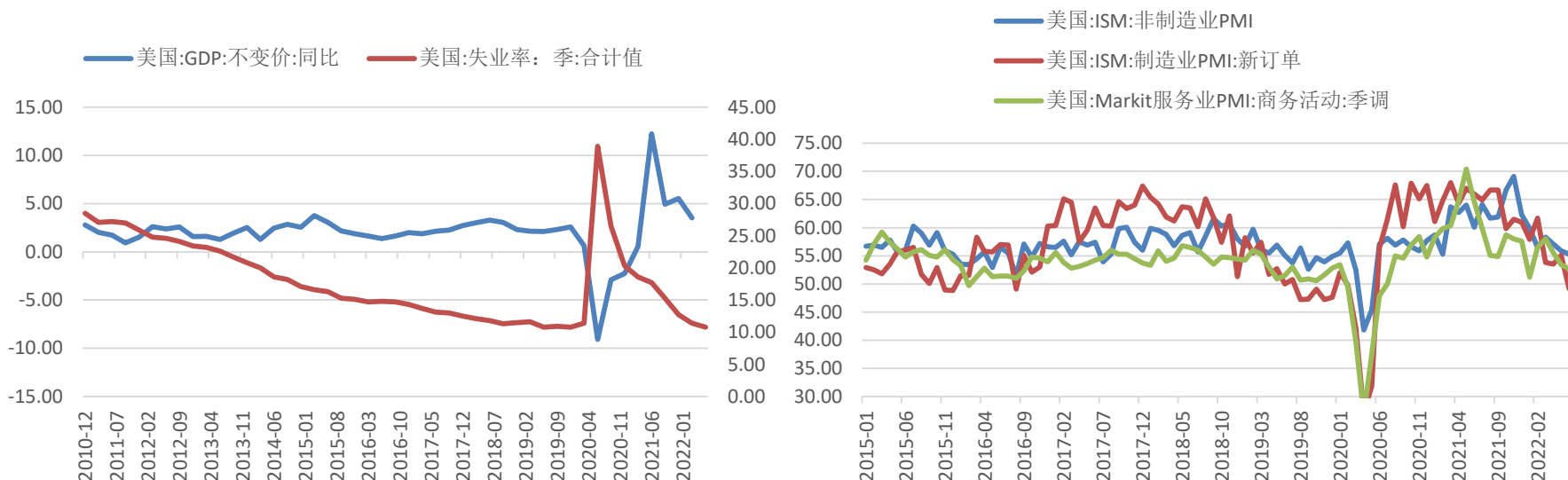
1.2、美联储史诗级加息仍在持续

- 为了解决“高通胀”的燃眉之急，美联储采用了史诗级别的加息周期。美联储公布的6月会议纪要也强化了市场对于7月加息75bp的预期，同时欧洲央行也在引导市场预期更大幅度的加息。
- 美国失业率与政策利率的走势呈现明显的负相关性，失业率回升是触发美联储停止加息的另一重要信号。就业最大化、稳定物价、适中的长期利率是美联储的三大货币政策目标，1990年以来美国失业率与政策利率的走势呈现出显著的负相关性，即美国失业率的触底回升往往会制约美联储的加息进程。



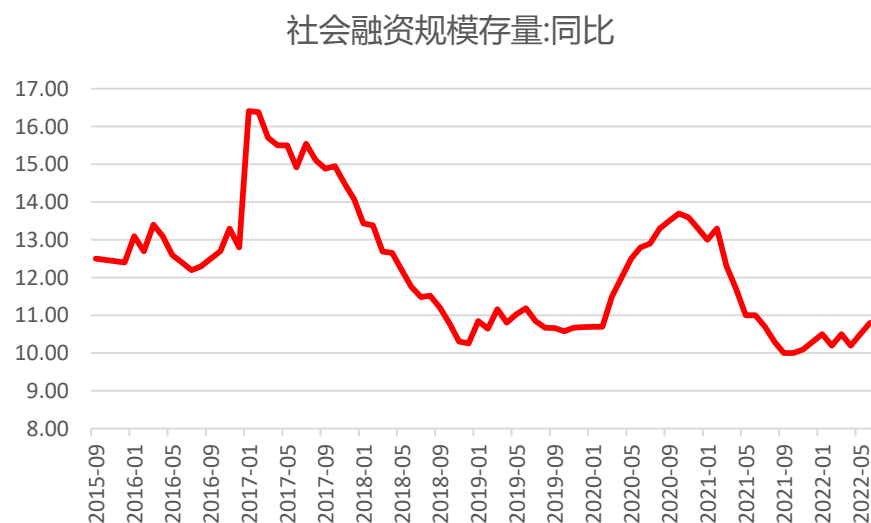
1.3、美国经济衰退预期进一步升温

- 近期市场对于美国经济衰退担忧进一步加剧，国际大宗商品价格走势已经提前反应。
- 美国目前GDP增速已经有所放缓，基于当前仍然激进的加息力度与速度，经济衰退有望加速到来。
- 6月美联储也再次下调了经济预期，对2022年GDP增速较一季度大幅下调1.1pct至1.7%，2023,2024年的GDP增速预测也被下调至2%以下。



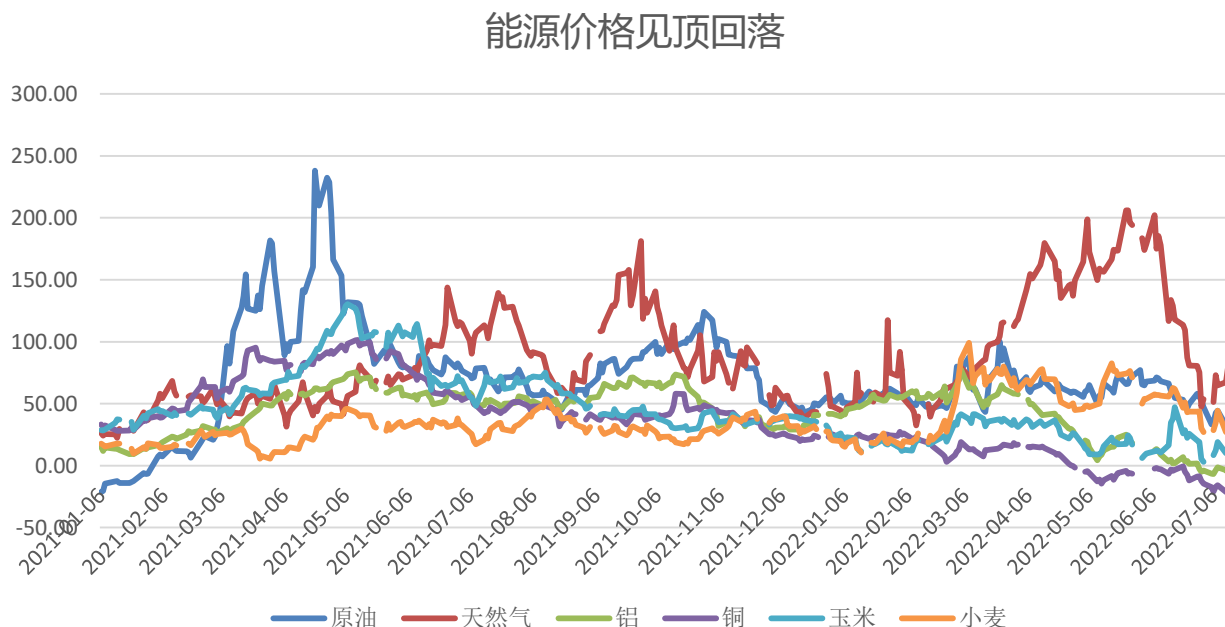
1.4、国内经济呈现疫后弱复苏

- 年初以来上海，北京等国内重点城市陆续爆发疫情，并采取停工停产的防疫政策。进入到6月，随着疫情逐步得到控制，制造业工厂复工复产进度加快，居民出行逐步放开，经济也开始企稳回升，但预计节奏相对较慢。
- 从6月社融数据可以看出，在上半年政策端持续发力的背景下，企业中长期贷款终迎来改善，也说明企业融资需求有所回升；居民中长期贷款也迎来提升，预计与地产销售端边际改善相关。



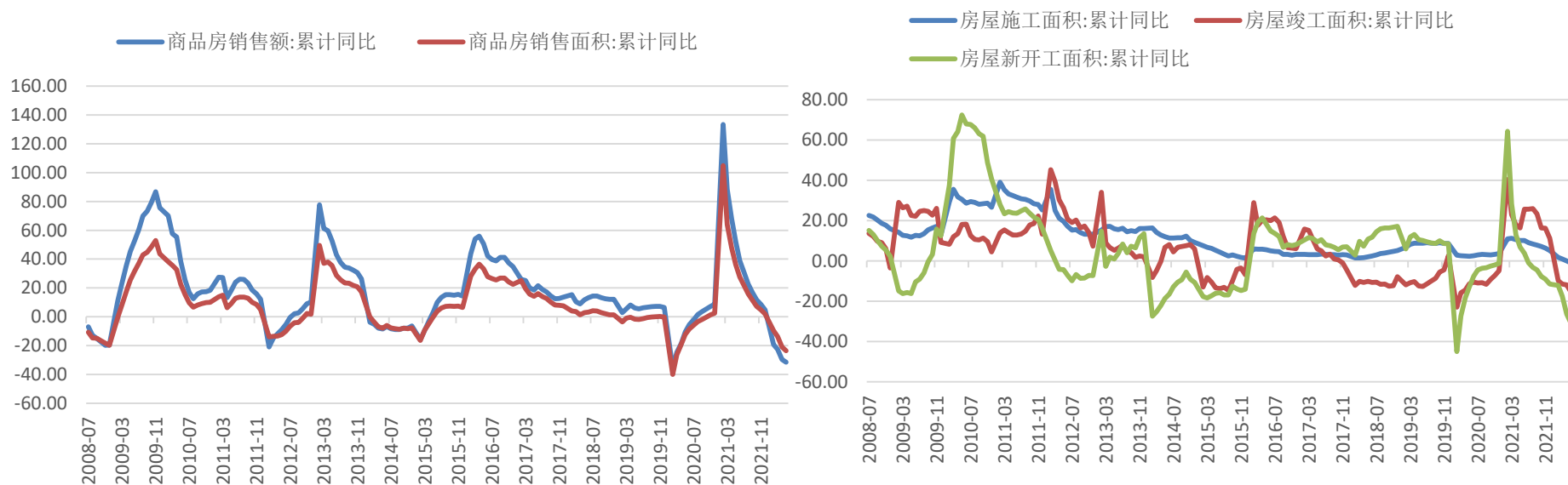
1.5、国际大宗价格下跌，输入性通胀压力减弱

- 5月以来随海外主要经济体货币政策的加速收紧，国际大宗商品价格呈现见顶回落趋势，6月FOMC会议上美联储宣布激进加息75bp，引发市场对于美国经济衰退预期的加以，随后，原油、有色金属等国际定价商品价格相继下跌。
- 下半年国际大宗商品价格总体趋弱，原油价格也很难再创新高，预计未来输入性通胀对我国CPI的推升影响会逐步减弱。



1.6、房地产仍为主要矛盾

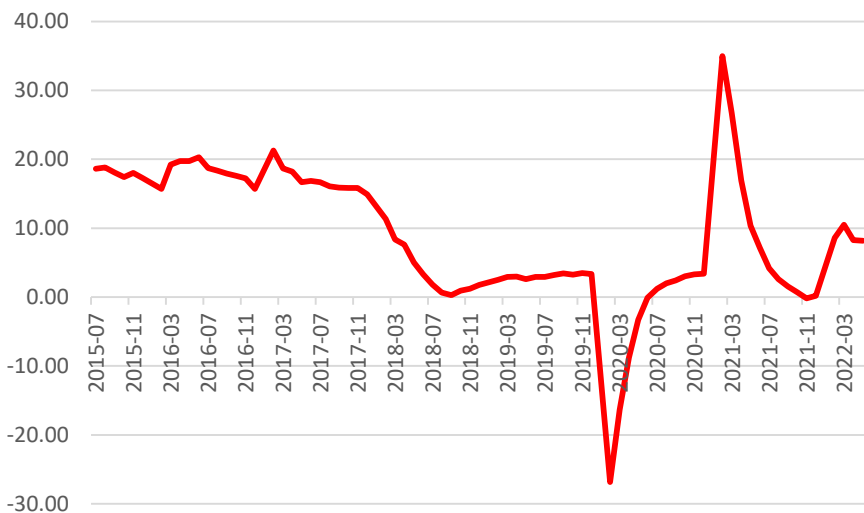
- 市场主体对于房地产市场信心低迷，叠加疫情对线下销售造成冲击，使得商品房销售同比显著收缩并持续下探。1-5月，商品房销售面积和金额累计同比分别下滑23.6%和31.5%，新开工面积也有所加剧下滑。
- 销售萎缩，房企融资紧约束叠加悲观预期，使得房地产开发资金来源加速下滑，房地产投资陷入收缩。
- 根据了解到的最新地产数据，6月销售数据有所回暖，主要因为疫情积压的需求得到释放、政策有所见效，房企积极推盘，但高频数据显示复苏的可持续性有待验证。



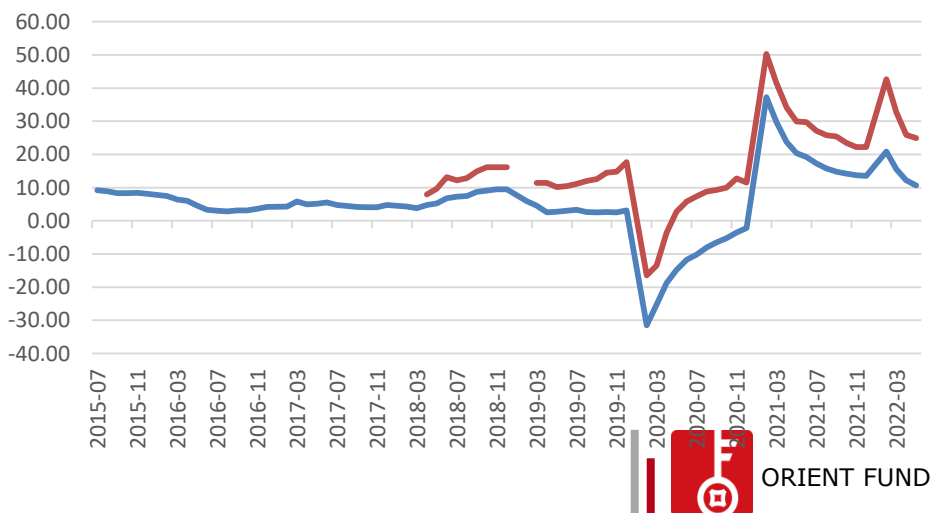
1.7、基建、制造业投资韧性较强

- 上半年基建投资持续发力，提速见效，也是“稳增长”的最重要抓手。一季度基建投资前置发力特征明显，同比增速达到10.5%；4月份受疫情影响，基建投资增速有所回落，单月投资增速回落至4.3%。5月随一系列稳经济促生产政策落地发力，基建投资又有所回暖，单月增速回升至7.9%。展望下半年，政策端基建投资有望继续加码，来托底经济增长。
- 制造业投资增速整体较趋缓，但在低基数下实现了较高增长。上游企业受俄乌冲突导致短缺和价格上涨，相关行业投资增速上升。中游专用设备制造等行业受外需回落的压制，增速不断下行。下游消费品制造业呈一季度增速大幅回升，但在疫情冲击下增速迅速回落。展望下半年，制造业投资有望实现稳步增长，主要来自高技术制造业投资的拉动以及“宽信用”货币政策的配合。

固定资产投资完成额:基础设施建设投资:累计同比

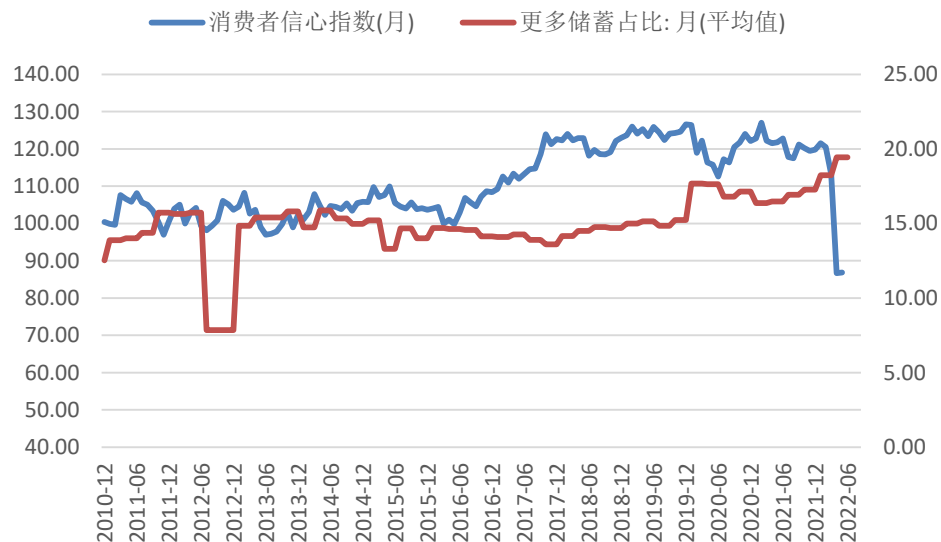
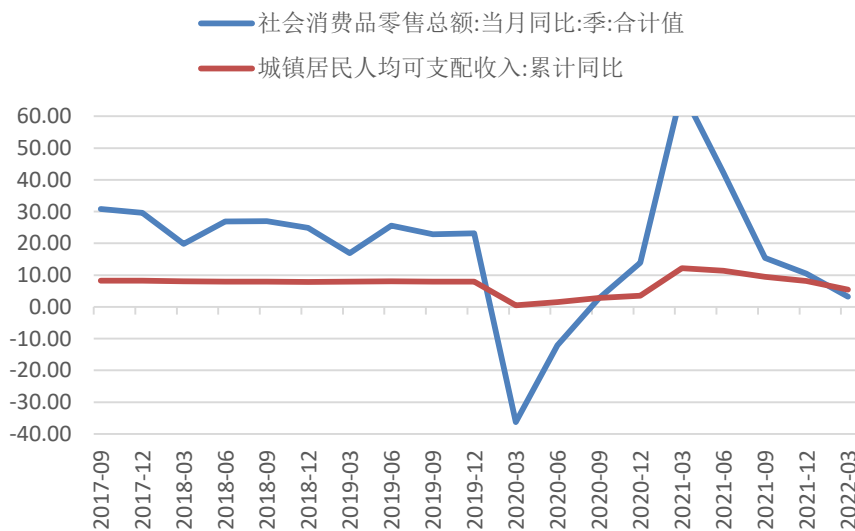


固定资产投资完成额:制造业:累计同比
固定资产投资完成额:高技术制造业:累计同比



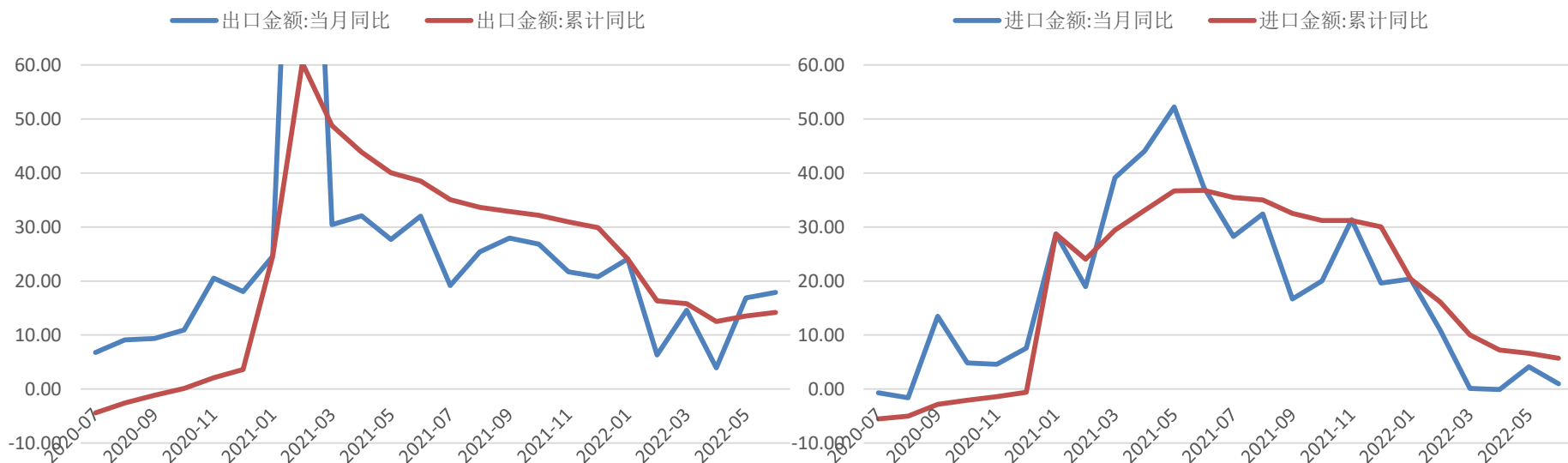
1.8、居民消费边际回暖

- 上半年受到疫情冲击，居民消费意愿受影响较大，1-5月社零总额为17.17万亿，同比下降1.5%。按月份看，1-2月疫情控制较好，消费展现了较高的韧性；但随着疫情的反复，居民消费再次受到冲击。3-5月社零数据持续下滑。
- 居民收入受到疫情影响较小，目前疫情防控工作完成的比较乐观，上半年被抑制的消费意愿会慢慢得到释放。展望下半年，随着疫情得到控制，居民出行逐步放开，在稳增长的背景下，消费有望迎来复苏。
- 从消费结构上看，商品消费修复好于服务消费，目前必选消费已经修复至疫情前水平，后续整体或将主要依靠可选消费的修复。



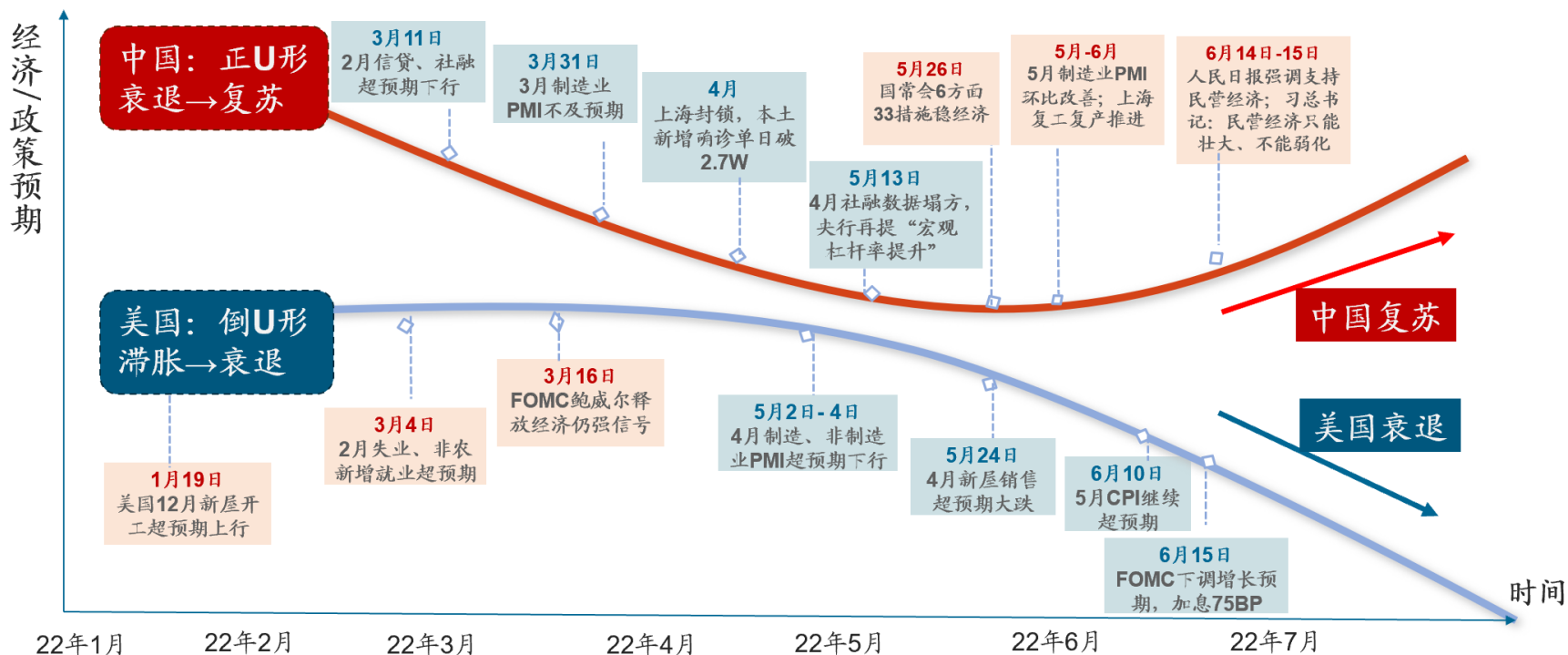
1.9、出口仍巨韧性，进口相对较低迷

- 出口增长保持了较快增速，我国上半年出口累计达到1.73万亿美元，同比增长13.5%。疫后供应链和货运物流恢复，稳增长的刺激下，复工复产有序推进，带动出口较快增长。海外需求虽然有所放缓，但在高通胀的背景下，补库需求仍在，对中国产品的需求粘性或有所增强。其中农产品，出行相关，日用品以及机电产品是主要支撑。
- 进口相对低迷，能源进口减少是主要拖累；剔除能源因素，进口降幅是有所收窄，表明内需是有所修复。



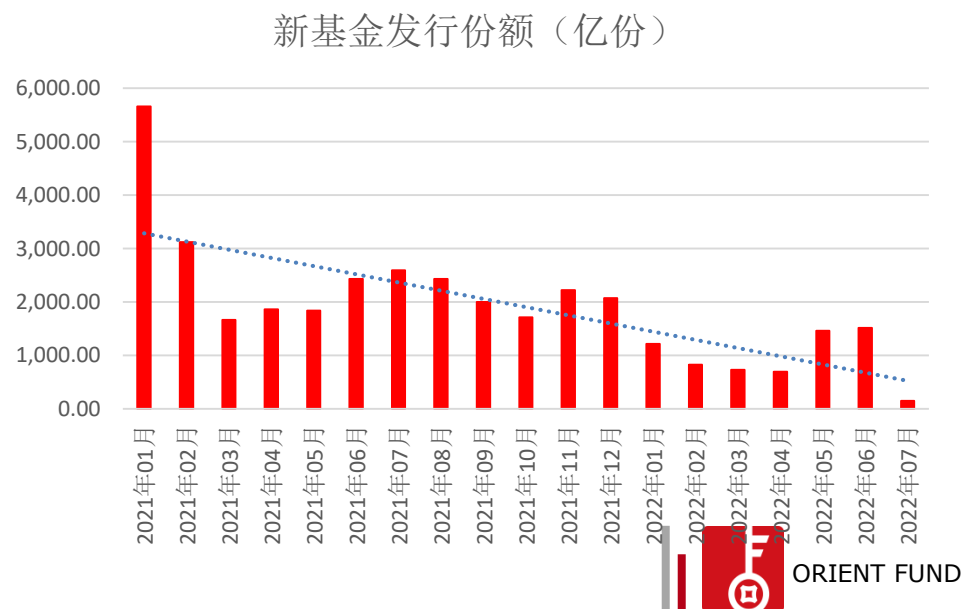
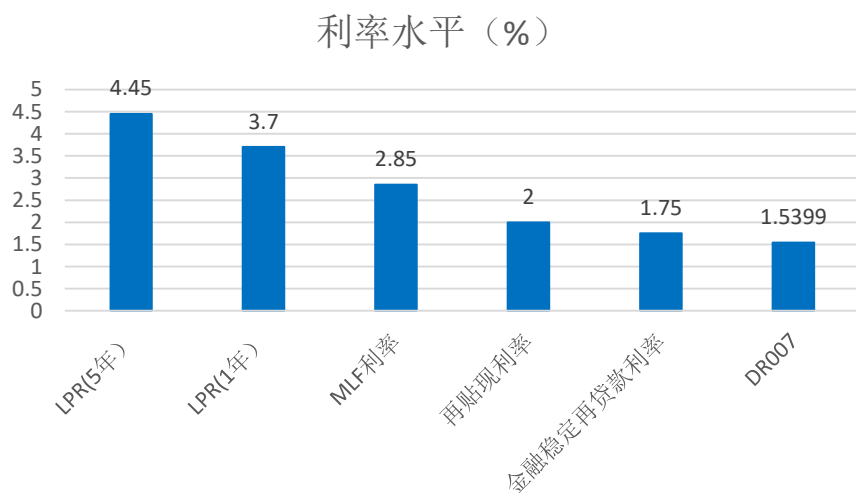
1.10、中美经济趋势出现明显背离

- 美国经济：滞胀→衰退：5月之后通胀难以缓解，但衰退压力加大，货币政策腾挪空间有限而紧缩压力升温。
- 中国经济：衰退-弱复苏：防疫政策效果显现，政策端力度加强，宽松货币政策下经济企稳逐步回升。



1.11、下半年A股流动性维持中性判断

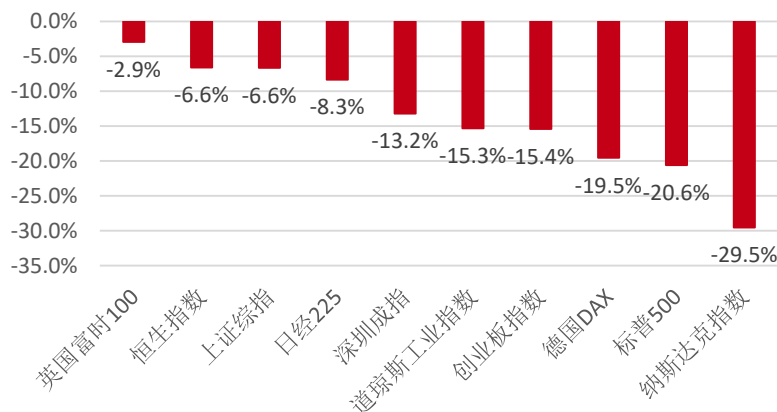
- 宏观流动性：在美国加息之前，中国在1月调降了政策利率MLF10BP，但美国加息之后中国主要采取降低法定存款准备金率以及引导5年期贷款利率LPR下调15BP，维持宽松的基调。社融数据随表现出经济改善的迹象，但结构上仍然较弱。国内经济保实体保就业保民生压力较大，货币政策大概率保持中性，调整概率不大。
- 微观流动性：市场资金层面，受高基数影响，新基金发行规模自21年开始持续降温，截至到今年5月有回暖迹象但仍较弱势。
- 展望下半年，权益市场仍然是存量资金博弈的市场，预计行业，风格之间轮动节奏会有所加快。



2. 权益市场回顾与展望

2.1、上半年权益市场回顾-全球金融市场受损

2022年上半年全球主要指数均下跌

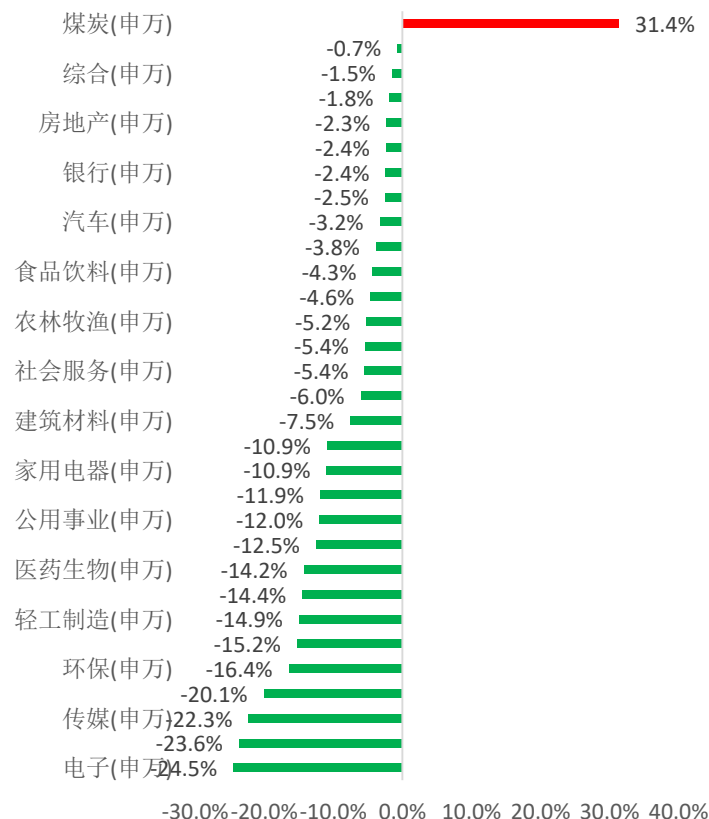


从全球范围来看，受海外高通胀的影响，上半年全球主要指数均呈现不同程度下跌，英国富时100，恒生指数，上证指数先对抗跌；而纳斯达克指数，德国DAX，标普500均有较大幅度跌幅。

上半年A股市场表现主要分为两个阶段

- 1-4月下跌阶段，外部因素主要来自于美联储加息预期以及地缘政治冲突升级对全球金融市场造成冲击；内部因素为国内疫情反复，对经济造成严重冲击，加剧了资金对市场的担忧。
- 进入5月后，随着疫情逐步得到控制，政策端也逐步发力，市场信心逐步恢复，A股随之回暖。

2022上半年申万一级行业表现

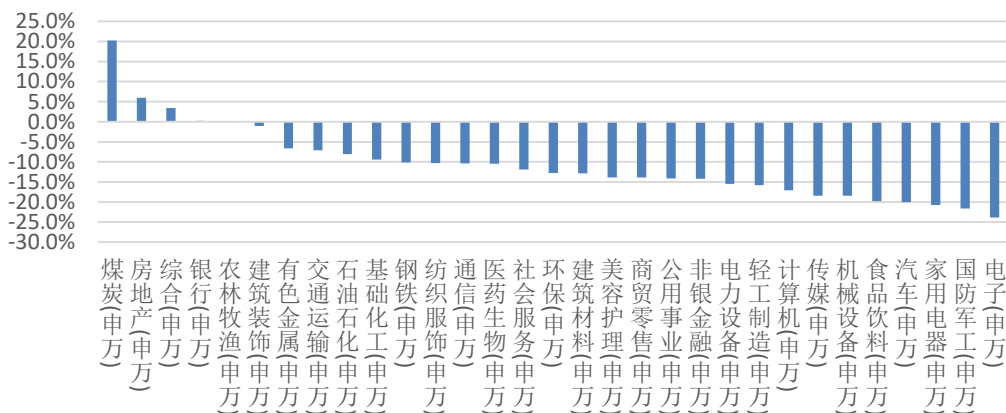


2.2、上半年A股市场回顾-风格切换节奏加快

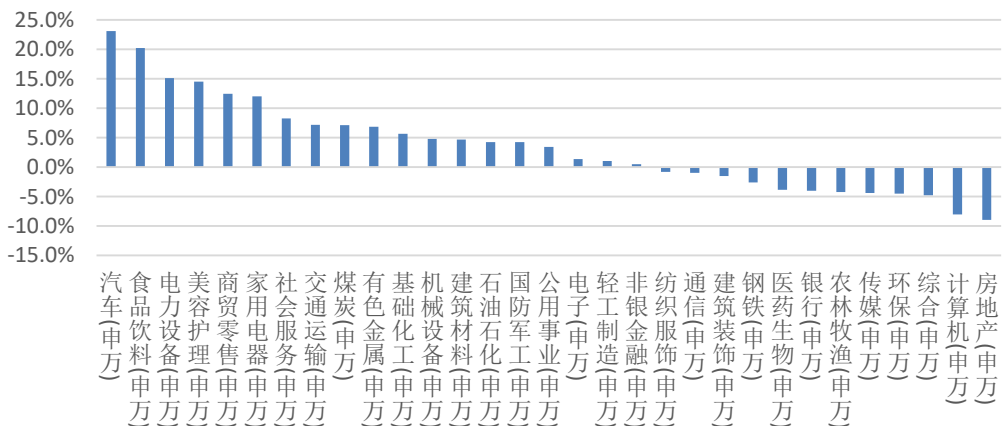
根据wind数据显示：2022年一季度，受海外加息预期影响以及地缘政治冲突等黑天鹅事件冲击，A股整体风险偏好降低，资金更偏好于估值较低的行业。

具体行业层面，市场风格分化明显
2022年一季度，涨幅前三的分别为煤炭，房地产，综合；跌幅前三的分别为电子，国防军工，汽车；而进入二季度，随国内经济企稳，虽然海外流动性还是收紧，但国内市场依然保持相对宽松的环境，资金开始又回流到赛道股，成长股。

一季度行业表现



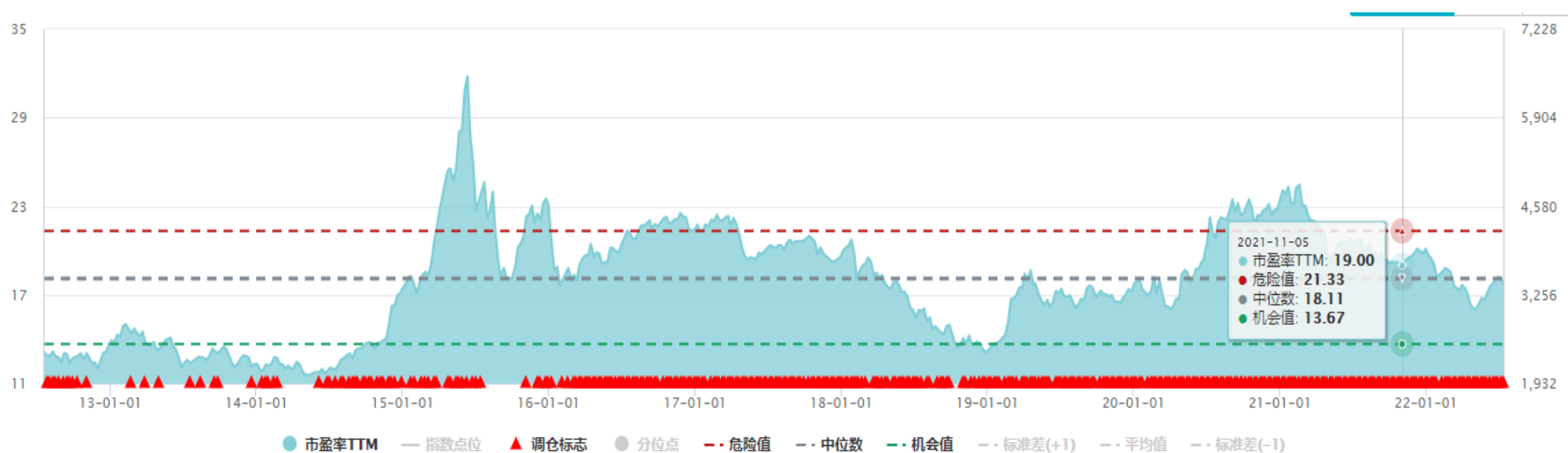
二季度行业表现



2.3、A股整体估值处于合理水平

展望下半年，中国致力于恢复经济活力的态度明确，而海外仍然是“衰退预期+货币紧缩”的大环境。

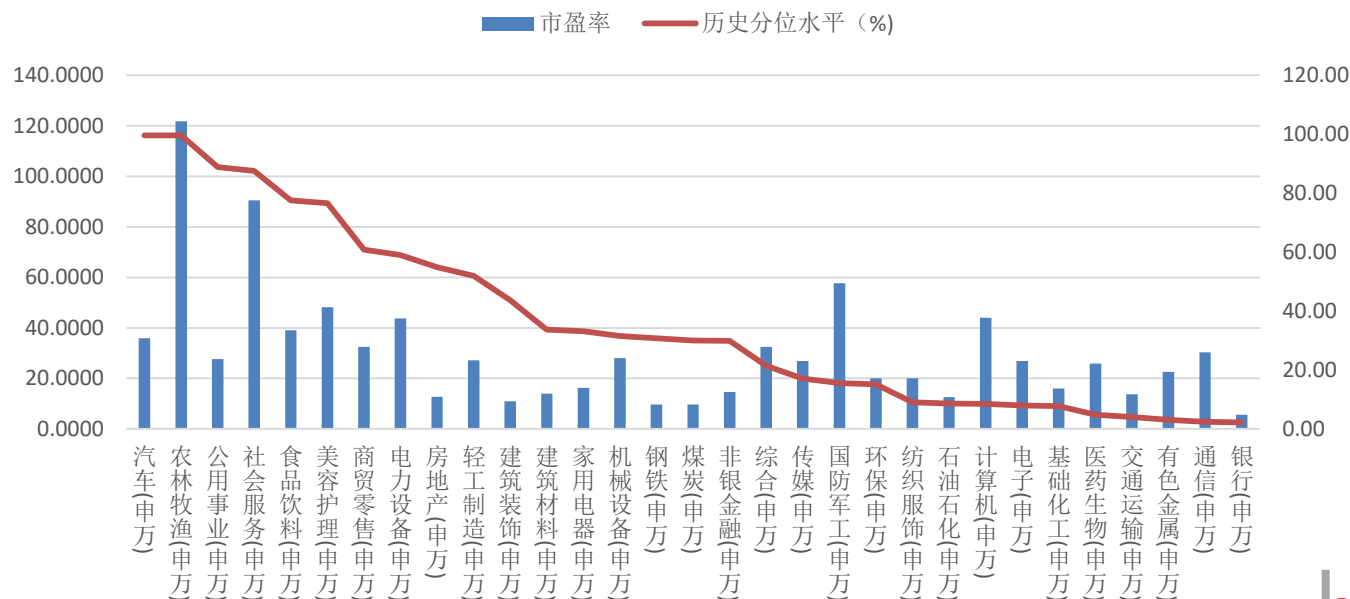
当前A股整体估值处于过去10年中位数水平，估值较合理，在全球资产配置中具有吸引力。



2.4、行业估值水平

行业层面，从市盈率所处历史分位水平角度看，汽车，农林牧渔，公用事业等行业市盈率处于近5年高位。

- 汽车行业方面，上半年受疫情影响，车企停工停产，同时汽车销量也受到影响，但在近期多项政策带动消费刺激下，下半年行业销量，利润有望回升，届时市盈率将回归正常水平。
- 农业板块受上半年猪粮比价持续低迷，行业利润严重下滑，导致市盈率攀升，下半年预计猪肉会逐步走向供需平衡，行业利润有望修复。
- 公用事业板块受全球能源危机影响，煤炭价格居高不下，火电企业利润下滑，市盈率处于历史较高位置。



2.5 、下半年配置策略

受新冠疫情及地缘政治冲突影响，全球金融市场充满了不确定性，A股在受到外部扰动和内部疫情再次冲击的情况下，在上半年实现深度调整后快速反弹的行情。

随着海外衰退预期升温，国内经济修复力度仍有待验证，A股下半场仍充满挑战。展望下半年，行业轮动节奏会进一步加快，建议围绕以下三条主线寻找配置机会。

- “稳增长”政策背景下，地产及上下游相关行业确定性相对较强。
- 疫情得到有效防控后，居民消费端相关行业有望逐步得到改善。
- 高景气赛道行业的增速仍然具备稀缺性（但短期需要注意交易拥挤度较高，估值业绩匹配压力等风险）。



3. 行业配置策略

3.1、主线1：稳增长背景下的地产链条

“稳增长”背景下，相关政策持续落地，支持地产产业链有望恢复平稳增长。

1. 地产行业：基本面左侧仍不清晰，流动性危机是当下地产行业的最主要矛盾，也进一步加强了市场对于政策端的预期。看好下半年政策在地产行业的进一步放松，地产龙头标的有望迎来反转。

2. 地产销售边际好转将会推动地产链需求预期改善，家电板块业绩有望改善。

1) 中报披露前建议关注小家电，一方面估值不会跟随地产链大幅调整，另一方面二季度业绩弹性较大，增速在家电行业中较为突出。

2) 6月以来铜、铝和钢材等家电主要原材料价格均出现明显下降，且去年同期基数较高，考虑到企业备货周期，预计Q3各家电品类成本出现同比持平甚至小幅下降，白电成本压力缓解较明显，盈利能力率先改善。

3) 地产链超额收益较为显著的时期是商品房住宅销售面积累计同比转正且竣工边际改善的阶段，下半年建议关注短期回调之后传统厨电的投资机会。

3. 地产上游继续关注水泥、钢铁、玻璃等建材发力。根据wind数据显示，7月水泥价格出现反转迹象，7月全国水泥价格较去年同期增长2%，增速由负转正。另外，地产、基建基本面回暖有望提振消费建材等需求。随地产链条延续修复，基建项目加速开工、汽车光伏等行业维持高景气，钢铁、水泥、玻璃等建材需求有望得到提振，相关公司有望受益。



3.2、主线2-疫情之后的消费需求有望迎来释放

防疫政策调整过后，居民消费需求有望持续集中释放，其中更看好可选消费相关行业的弹性。具体行业建议关注受疫情冲击影响较大的航空，酒店，旅游等出行相关行业；以及医美化妆品等行业。

1. 出行相关行业-酒店、航空行业：目前国内疫情形势趋稳向好，出行板块至暗时刻已过。随着常态化核酸推行，出行限制将持续减弱，局部地区小反弹不改政策放开大方向；防疫政策放松叠加暑期出行旺季催化下，被压制两年半的出行需求有望迎来强劲反弹。出行板块多为重资产加杠杆行业，中小公司抗风险能力差，疫情期间经营现金流持续承压，大批量退出市场；行业供给端显著收缩，集中度明显提升。看好疫后复苏出行需求爆发，头部公司有望充分受益，迎来量价齐升。
2. 医美、化妆品行业：具备市场空间广阔、高景气度、具备集中度提升或渠道扩张的逻辑；2022年疫情反复频率相较2020年更高，对线下扰动持续较长，所以在防疫政策松绑之后，具备回补属性和强客户粘性的板块受益或将更明显。



3.3、主线3-高景气赛道行业的增速仍然具备稀缺性

中长期角度下，更看好高景气度的成长赛道股（但短期需要注意交易拥挤度较高，估值业绩匹配压力等风险）

1. 汽车电动化智能化产业链：汽车电动化智能化或已成为行业的确定性趋势，电动化上半场，智能化下半场。国内的车企及智能电动汽车产业链有望在这一轮变革中获得领先，行业有望维持3-5年的高增长。
2. 锂电材料及能源金属：7月短期销量边际下滑影响了对下半年的需求信心，碳酸锂限制需求和供给逻辑逐步被证伪，需求和排产验证，叠加下半年抢装，全年需求仍乐观。
3. 储能：随着新能源接入快速增加，电力系统调节缺口随之扩大，国内大型储能系统装机量或将进入爆发增长期。



4、风险因素

- 国内疫情反弹超预期
- 地缘政治冲突升级
- 其他



免责条款



东方基金管理股份有限公司（下称“东方基金”）是经中国证券监督管理委员会批准依法设立的公募基金管理公司，具备公募基金管理人资格。

本报告并非基金宣传推介材料，仅供投资者参考，不构成任何投资建议或承诺。

本报告是基于投资者被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

基金管理人提醒投资人基金投资的“买者自负”原则，在做出投资决策后，基金运作状况与基金净值变化引致的投资风险，由投资人自行承担。

本报告所载资料来源均为已公开资料，东方基金对这些资料的准确性和完整性不做任何保证，且东方基金不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。

东方基金可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员、基金经理的不同观点、见解及分析方法，并不代表东方基金或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员、基金经理于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告版权归东方基金所有，未经东方基金事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊发、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。





Thanks!