

中美经济修复背离，A股估值驱动转为盈利驱动**2022年07月05日**

股指7月策略月报

报告要点：

创元研究

目前国内外经济和政策周期相反。后续宏观环境也将延续目前的状况，美国经济将陷入衰退，而国内经济环比向上修复趋势确定，但因为全球产业链共通以及海外加息对需求的打压，美国经济陷入衰退的斜率与国内经济向上修复的斜率不同将会影响到市场预期的变化。美国重点则是关注消费端转弱的变化。因目前美国居民消费依靠信贷支撑的力度较大，后续美联储的大幅加息将对其负面影响较大。而国内因为疫情的反复，消费的上方修复空间有限，出口则是短期保持韧性，长期则因海外需求的下降而转弱。因此国内重点关注固定资产投资端，其中房地产行业的稳定，基建投资的发力将重点影响到经济修复的斜率。而对于流动性来说，海外美国通胀预期将在三季度见顶，在越来越多经济数据走弱下，通胀见顶也会对美联储大幅加息预期边际缓解，收缩流动性对于市场的负面冲击也会降低。国内流动性来说，根据央行表态“今年宏观杠杆率会有所上升”，流动性将继续保持宽松。

创元研究金融组

股指研究员：刘钊含

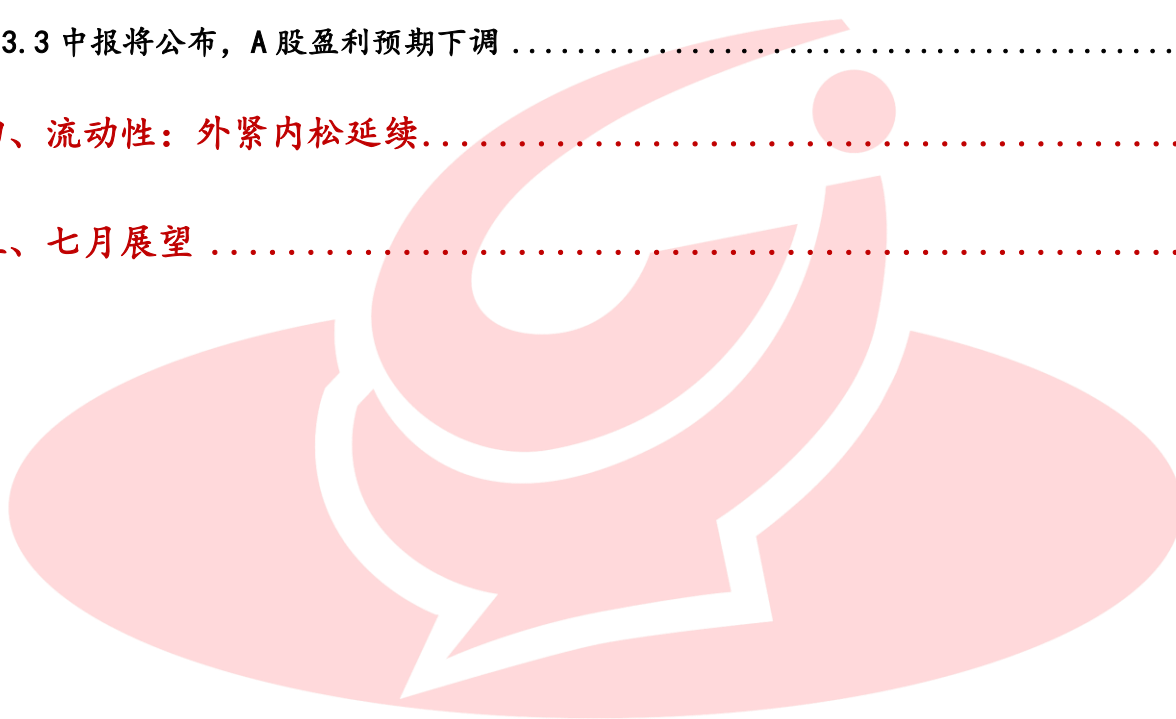
邮箱：liuyh@cyqh.com.cn

投资咨询资格号：Z0015686

对于A股来说，如国内经济修复斜率高于美国陷入衰退的斜率，那么即便在海外流动性收紧的背景下，国内A股依旧还会延续成长风格强势的状况。但如果国内经济修复斜率低于美国经济陷入衰退的斜率，那么后续A股整体还是会存在压力，市场风格也将重新切换到价值当中来。展望7月，进入7月，海外美联储继续缩表与加息，欧央行也开始加息，整体对全球市场需求会造成负面影响。而国内则是企业将公布半年报，上市公司将面临业绩考验。因此A股的独立性将弱于5月和6月，市场的波动也会加剧，市场风格将会由成长转向均衡。行业上看，可关注业绩保持高增的行业，例如业绩预期上修的资源品、中游高端制造业和消费中的医药生物。

目录

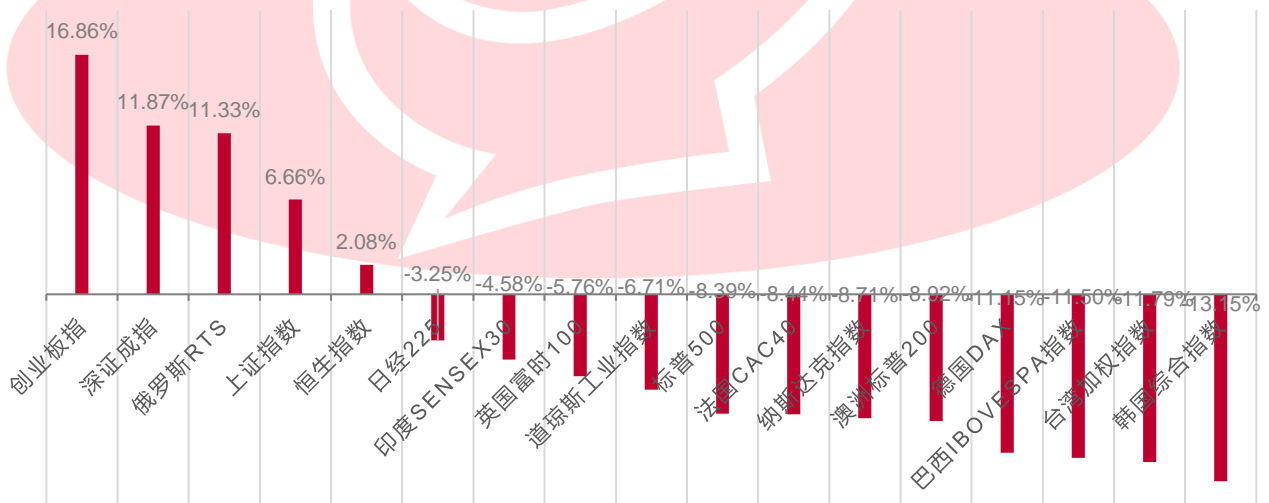
一、6月市场回顾：A股保持独立，成长风格延续强势	3
二、市场核心矛盾	4
三、经济基本面	7
3.1 海外经济：美国经济陷入衰退的信号增多	7
3.2 国内经济：环比经济修复趋势确定	11
3.3 中报将公布，A股盈利预期下调	16
四、流动性：外紧内松延续	17
五、七月展望	19



一、6月市场回顾：A股保持独立，成长风格延续强势

6月海外的股指处于下跌当中，其中纳指下跌8.71%，标普500下跌8.39%，道指下跌6.71%。海外股指走弱主要与欧美国家流动性收紧预期相关，其中6月初欧央行表示计划在7月加息25BP，而美国则因5月通胀创1981年以来新高，打破4月通胀见顶预期，市场预期美联储会采取更加激进的加息路径，而美联储也在6月加息75BP。在流动性大幅收缩的预期下，权益市场也受到冲击。而在外围美股市场走势呈现偏弱的背景下，6月A股市场主要股指走势相对独立，呈现出反弹走势。其中，上证指数上涨6.66%，深证成指上涨11.87%，创业板指数上涨16.86%，上证50上涨8.72%，沪深300上涨9.62%，中证500上涨7.1%。国内权益资产走势相对独立主要原因有三点，第一，美联储大幅加息，10年期名义利率加速上行至3.5%之后回落，而名义利率的回落主要来自通胀预期回落的贡献，这也表明市场对美联储控制通胀的信心是增强，预期6月的通胀将见顶。第二，国内疫情对经济的负面冲击逐步缓解，经济数据出现好转的迹象。第三，监管层稳增长政策延续发力，国内的货币政策保持宽松，市场流动性充沛。

图1：6月全球股指涨跌幅

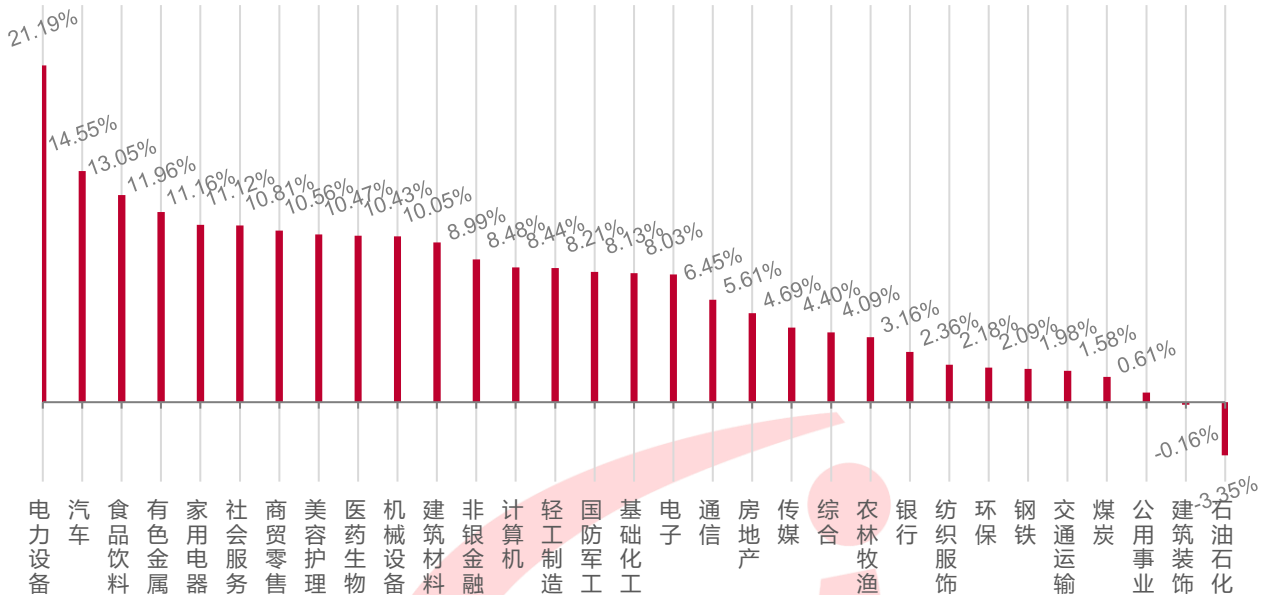


资料来源：Wind、创元研究

从行业上看，6月电力设备、汽车、食品饮料、有色金属、家用电器涨幅靠前，仅石油石化、建筑装饰下跌。上涨靠前的主要集中在周期性较强的成长板块，这也是延续5月以来汽车、新能源板块引领复工复产主线的逻辑。而在国内疫情逐渐清零，国内疫情形成防控放松下，消费板块业绩预期也开

始修正，食品饮料也开始有所表现。整体来看 6 月成长风格的表现强于价值。

图 2：6 月申万一级行业涨跌幅



资料来源：Wind、创元研究

二、市场核心矛盾

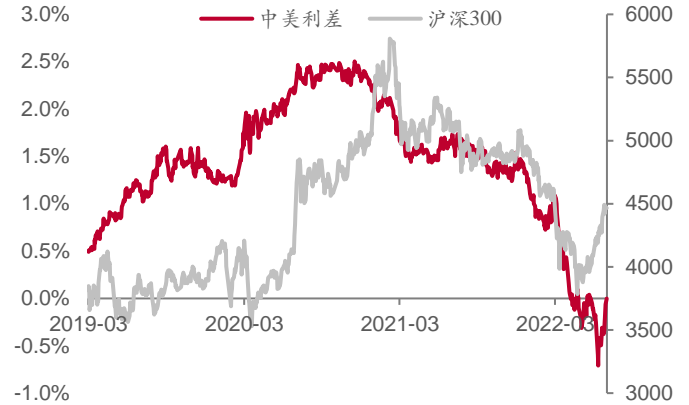
2020 年疫情发生之后，海外央行释放超宽松的流动性。从美联储资产负债表来看，所有联储银行资产端规模几乎达到上一轮缩表前的两倍。超级宽松的流动性更加刺激了需求，使得供需缺口扩大，推升了全球的通胀预期。在通胀不断创新高下，而美国经济依旧延续修复的背景下，今年美联储开始步入加息周期，流动性大幅收紧的预期也影响了全球资产的定价，从而使得风险资产整体承压。从而也能看到今年 1-4 月整体 A 股因海外紧缩，叠加国内经济下行的悲观预期大跌。

图 3：中、美债收益率和人民币汇率



资料来源：Wind、创元研究

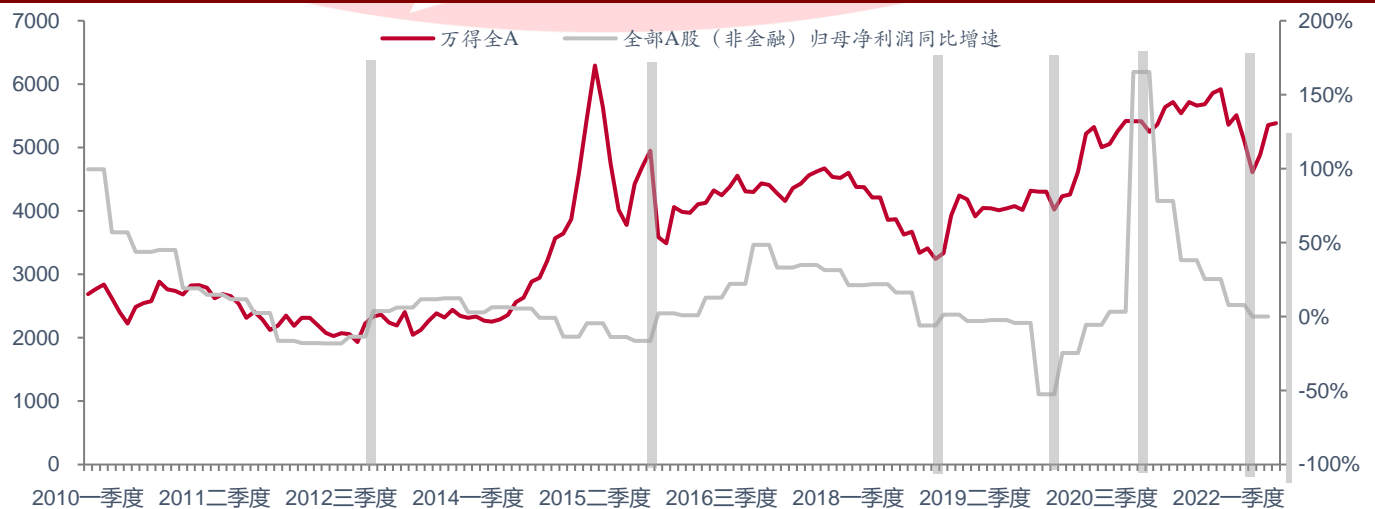
图 4：中美利差和沪深 300 指数



资料来源：Wind、创元研究

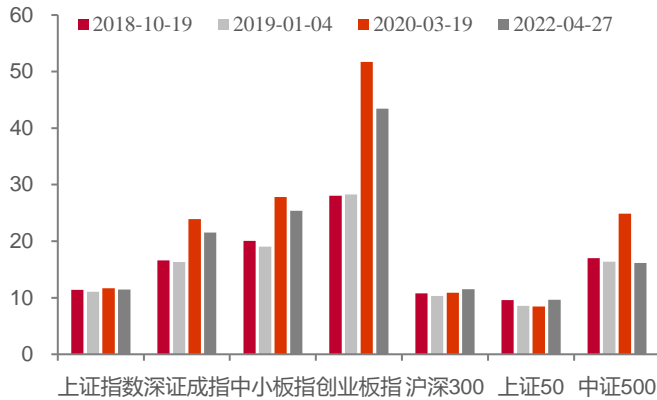
但 5 月以来，宏观环境边际有所变化，虽然流动性依旧保持外紧内松，但海内外经济基本面出现边际变化，美国经济陷入衰退预期增强，国内经济则出现探底回升。从数据来看，美国经济出现走弱的的数据越来越多，例如 5 月初公布的 4 月 PMI 超预期下行，消费者信心指数回落，6 月公布的 5 月 CPI 创新高，打破 4 月 CPI 见顶预期等等，均指向美国经济在高通胀以及加息的背景下，在一步步步入衰退。而中国因为疫情在重点城市发生使得国内经济下行的压力加大，但自 4 月底中央政治局会议明确对待疫情方针为“动态清零”以及强调稳住经济，努力实现全年经济社会发展预期目标，稳定了市场预期。同时监管层稳增长政策密集出台，逐步扭转了市场的预期，对经济环比改善的确定以及极度宽松的流动性，提振了市场的风险偏好，另外 4 月 27 日市场低点时候，估值调整较大，主要指数的市盈率已经与历史低点接近，在此背景下 A 股走出了以估值驱动为主的反弹行情，成长风格强于价值。

图 5：全部 A 股（非金融）归母净利润增速和万得全 A



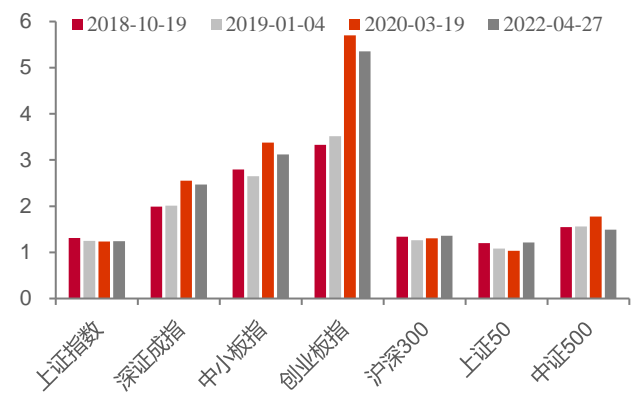
资料来源：Wind、创元研究

图 6：4 月 27 日市场低点市盈率接近历史低点



资料来源：Wind、创元研究

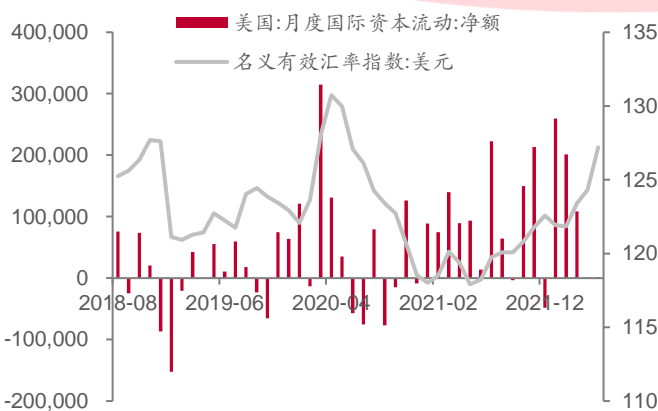
图 7：4 月 27 日市场低点市净率接近历史低点



资料来源：Wind、创元研究

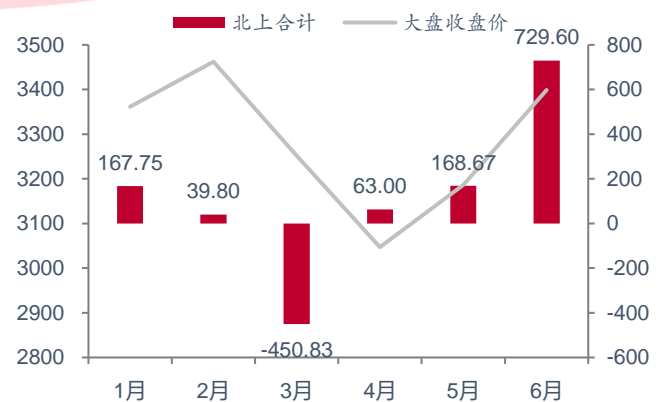
在此期间，虽然海外流动性依旧处于紧缩态势，且新兴国家资金流出明显，但对于国内来说，外资却保持流入的态势，国内经济、政策等方面的积极预期更加占据了 A 股定价的主导，其中成长风格明显跑赢价值。展望后续，海外依旧会在流动性收紧和经济陷入衰退预期中延续，后续美联储需确认通胀顶之后，再对货币政策来进行修正，而在通胀控制之前，因加息打压需求则会使得美国经济陷入衰退。而我国因要完成全年 5.5% 的经济增长目标，监管层将出台更多的稳增长政策以确保经济恢复活力，经济延续修复，货币政策则保持宽松。因此目前 A 股重要的核心矛盾在于海外经济与国内经济的走势背离趋势的变换，如国内经济修复能转强，美经济陷入衰退的预期增强，那么即便在海外流动性收紧的背景下，国内 A 股依旧还会延续成长风格强势的状况。但如果国内经济修复不及预期或者美国经济陷入衰退的速度放缓，那么后续 A 股整体还是会存在压力，后续风格也将切换到价值当中来。

图 8：美元回流美国



资料来源：Wind、创元研究

图 9：2022 年 6 月北上资金大幅净流入



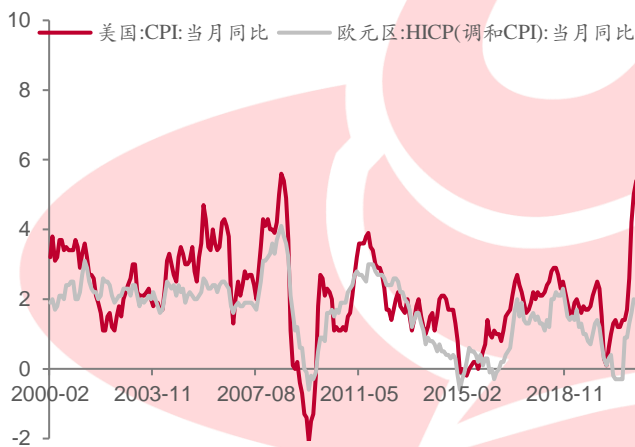
资料来源：Wind、创元研究

三、经济基本面

3.1 海外经济：美国经济陷入衰退的信号增多

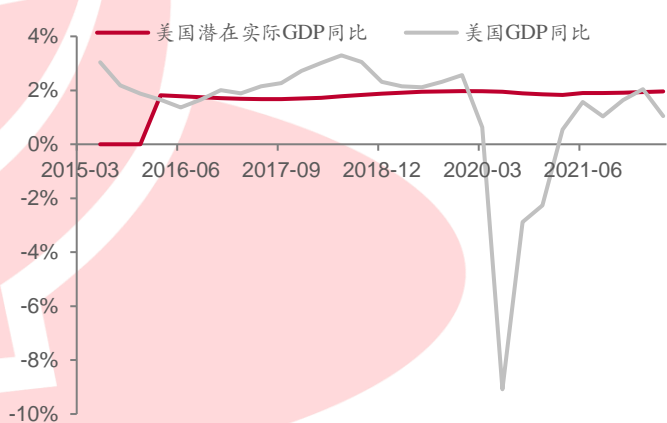
因高通胀顶点未现以及美联储大幅加息预期陡升，市场对未来美国经济增长前景较为悲观。并且6月下旬，鲍威尔在国会听证会上表示紧缩政策可能导致经济放缓，对未来经济的不确定性增强，承认了美国经济软着陆具备挑战性。根据美联储旗下的美国纽约联储银行最新的经济模型预测，2022年美国GDP将下滑0.6%，2023年下滑0.5%。另外越来越多机构也开始下调美国经济增长预期，6月24日国际货币基金组织IMF下调2022年美国经济增长预期至2.9%，远低于4月3.7%的预测，另外对于2023年美国经济增长由2.3%下调至1.7%，2024年经济增长为0.8%。IMF总裁格奥尔基耶娃表示美国经济避免衰退的道路越来越窄。

图 10：欧美通胀未见顶



资料来源：Wind、创元研究

图 11：美国经济（2022 年 3 年平均，2021 年 2 年平均）



资料来源：Wind、创元研究

而从越来越多的经济指标显示，美国的经济景气度处于回落。例如，6 月美国 Markit 制造业 PMI 录得 52.4，创 2020 年 8 月以来新低。ZEW 经济现状指数回落、6 月美国消费者信心指数创 2011 年 8 月后新低，跌至 50.2。因为消费占到美国 GDP 70%，消费的走弱对于后续美国经济增速将产生很大影响，消费者信心数据的走弱也反映出消费者对于后续经济景气度担忧。并且从服务消费来看，目前服务消费已经修复至疫情前的水平，继续向上修复空间不大。即便后续继续修复，空间也不大。而从居民收入来看，支撑消费的动力也有所不足。2020 年新冠疫情发生后，美国财政对居民进行大量的直接的现金补贴，大幅提升了居民消费的能力。但在经历 2 年疫情后，现金补

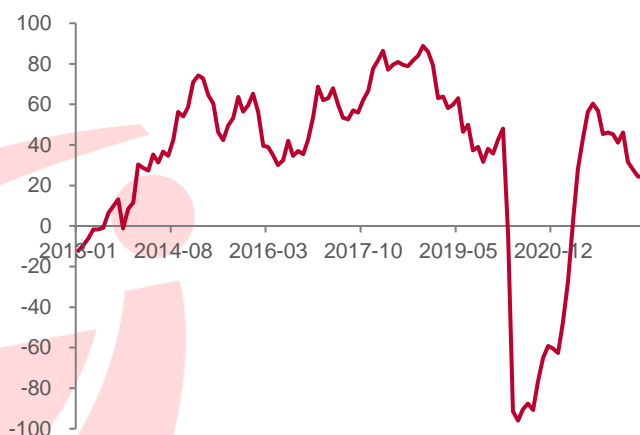
贴驱动的消费已经难以持续，并且美国居民目前的储蓄率已经大幅下降至十几年较低水平。虽然目前工人的平均薪资依旧处于上涨当中，但通胀上涨的幅度更大，这导致美居民的实际收入是处于负增长的，对居民本身的购买力是不利的。而且我们从美国新增的消费贷能看出，居民举债的规模也在扩张中，这也说明，在高通胀背景下，居民本身的收入和储蓄都是下降的，消费主要依靠借贷来驱动，随着后续还贷压力的增大，这会直接抑制居民本身的消费。

图 12：美国 Markit 制造业 PMI



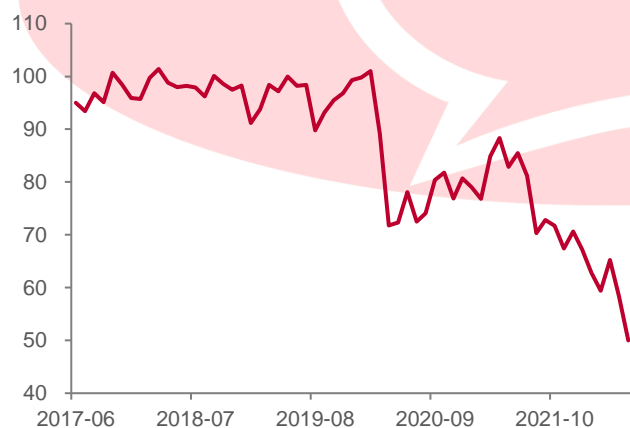
资料来源：Wind、创元研究

图 13：美国 ZEW 经济现状指数



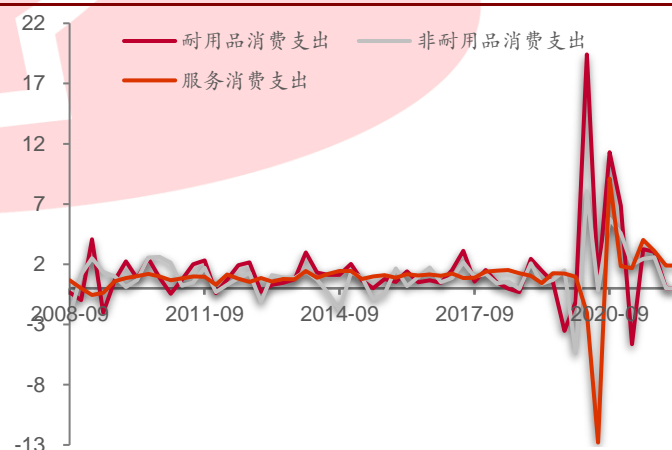
资料来源：Wind、创元研究

图 14：密歇根大学消费者信心指数



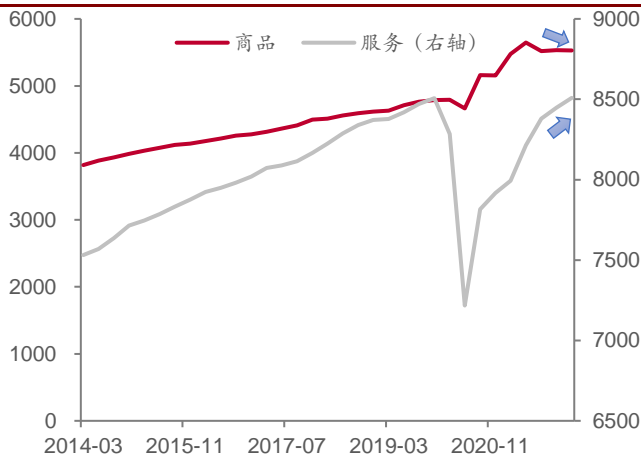
资料来源：Wind、创元研究

图 15：美国消费品支出增速



资料来源：Wind、创元研究

图 16: 美国个人消费支出



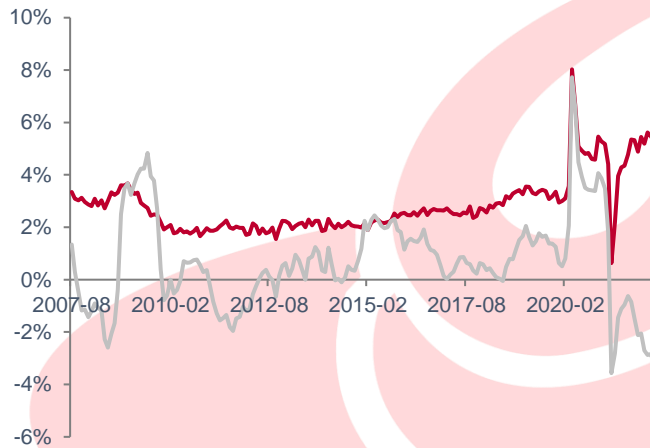
资料来源: Wind、创元研究

图 17: 美国居民储蓄占可支配收入比例



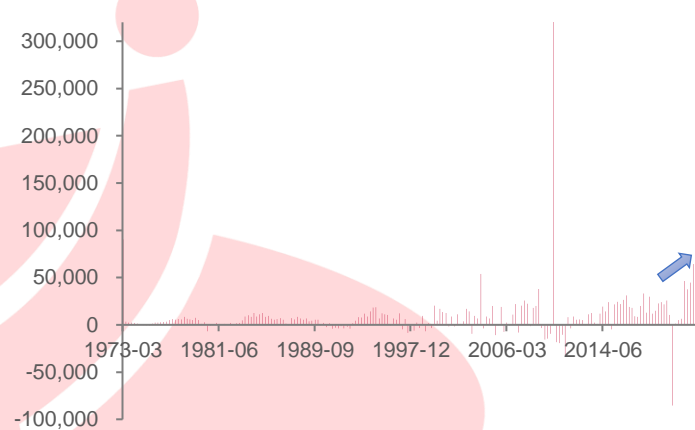
资料来源: Wind、创元研究

图 18: 美国居民平均时薪同比-CPI 同比



资料来源: Wind、创元研究

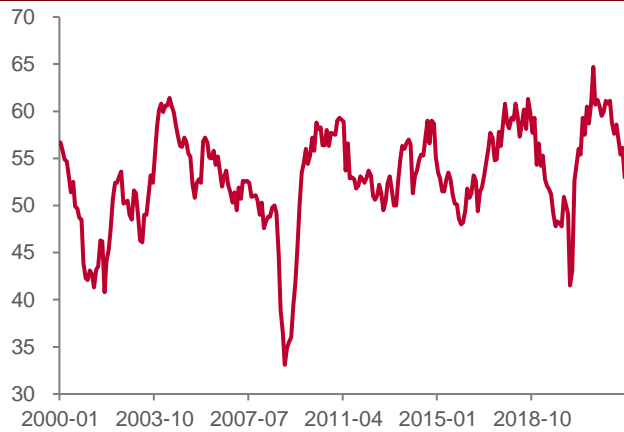
图 19: 美国季度新增消费贷款



资料来源: Wind、创元研究

另外从美国企业来看，目前美国 ISM 制造业 PMI 一直处于回落状态，6 月 ISM 制造业指数录得 53，低于预期 54.5 和前值 56.1，创两年新低，这也显示出美国制造业景气度的回落。从分项来看，新订单指数为 49.2，陷入收缩区间，库存指数则处于 2010 年以来最高水平，这也说明目前美国商品需求正在放缓。

图 20: 美国 ISM 制造业 PMI



资料来源: Wind、创元研究

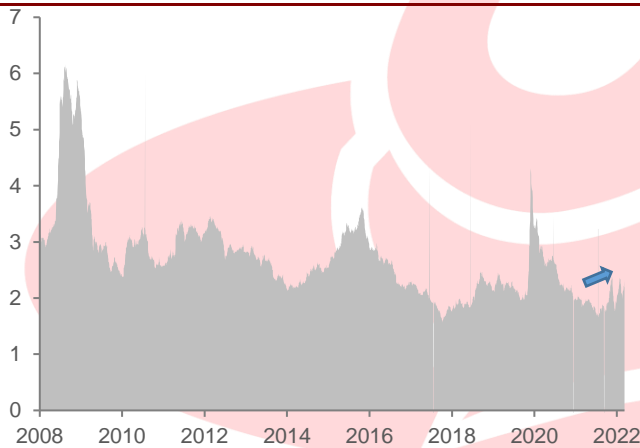
图 21: 新订单指数&库存指数



资料来源: Wind、创元研究

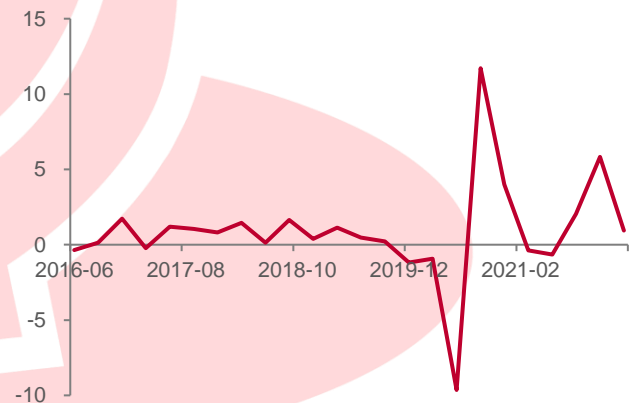
从投资端来看,在美联储步入加息周期后,美国公司的信用利差开始提升,随着消费端景气度的回落,后续企业盈利将会放缓,且在加息周期,企业本身的投资扩张意愿会降低,后续美国的投资增速也会回落。

图 22: 美国企业债和 10 年期国债收益率信用利差



资料来源: Wind、创元研究

图 23: 美国国内私人投资总额 GDP 环比拉动率

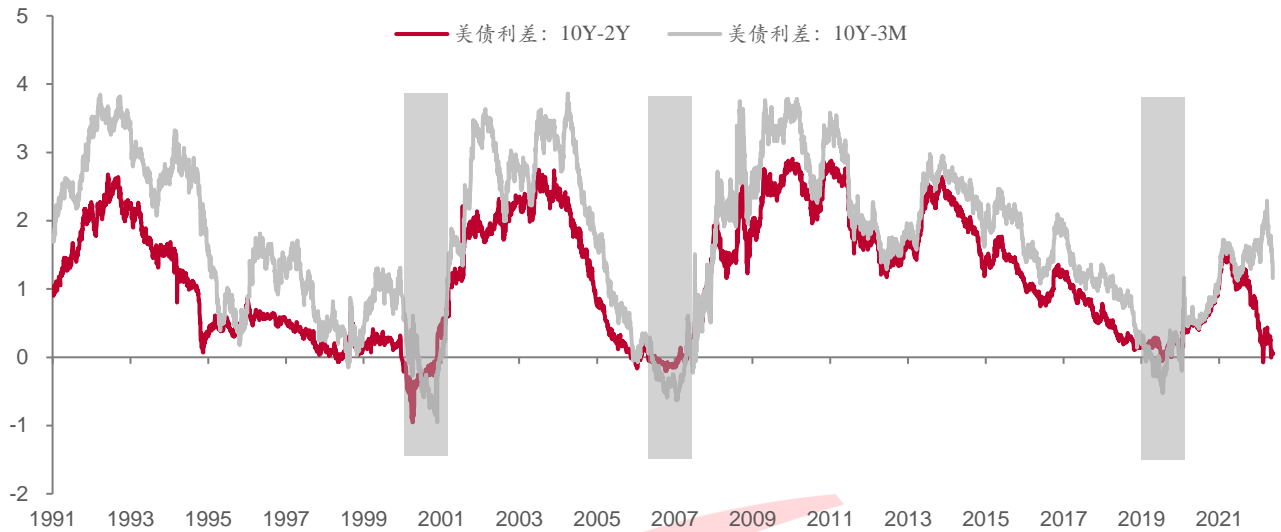


资料来源: Wind、创元研究

另外则是继 4 月之后, 2 年期和 10 年期国债收益率在 6 月中旬再次出现倒挂。长短端利率倒挂反映出目前市场对目前大幅加息预期较高, 但是后续经济增长却乏力, 目前该收益率低位, 这也会驱使银行不愿贷出长期贷款, 不利于信贷的扩张, 对经济造成负面影响。

在各种数据和迹象中均已经指向美国经济陷入衰退的概率增加, 而在高通胀背景下, 美联储又不得不大幅加息, 从而使得美国陷入衰退的速率加快。

图 24：美债收益率倒挂



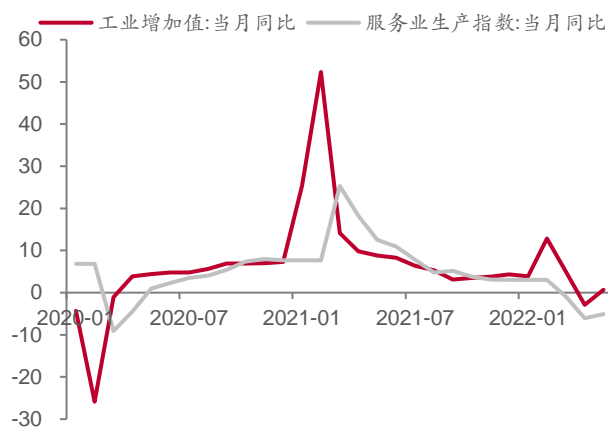
资料来源：Wind、创元研究

3.2 国内经济：环比经济修复趋势确定

今年在疫情在国内发生之前，国内经济基本面主要面临的问题则是房地产行业基本面的转下，根据之前报告测算，今年房地产投资增速将转负。但是春节后，疫情在国内重要城市蔓延，疫情对经济的负面冲击超过了 2020 年的那一轮疫情，而今年的疫情也成为了国内基本面最重要的矛盾。随着 4 月底中央政治局会议对疫情防控的定调，国内经济开始触底，在监管层一系列稳增长政策下和疫情行政防控政策优化下，国内经济环比的改善趋势确定。但是考虑到下半年出口动能减弱，消费修复空间有限，经济主要依靠投资来拉动，如果投资部门无超预期表现，国内经济修复的斜率将会由短期经历疫情后快速修复然后至修复斜率放缓。

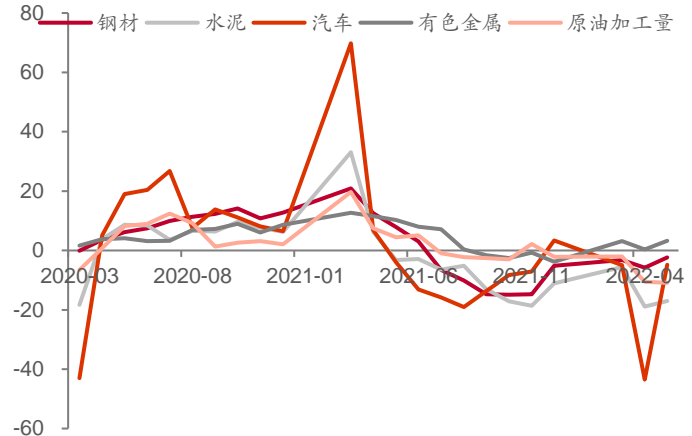
具体数据来看，5 月工业增加值当月同比回升 3.6% 至 0.7%，超出市场预期，数据与 5 月 PMI 反映的经济触底反弹表现一致。经济的修复主要得益于国内疫情的好转和物流的逐渐通畅，制造业生产端改善明显，上升 4.7% 至 0.1%。分行业来看，因物流的改善和复工复产的推进，制造业中各行业工业增加值均有所改善，其中汽车制造业、通用设备制造业、专用设备制造业修复明显。但因疫情的缘故，服务业生产指数仅小幅回升 1% 至 -5.1%。

图 25: 工业增加值同比改善幅度大于服务业生产指数



资料来源: Wind、创元研究

图 26 工业品产量当月同比增速

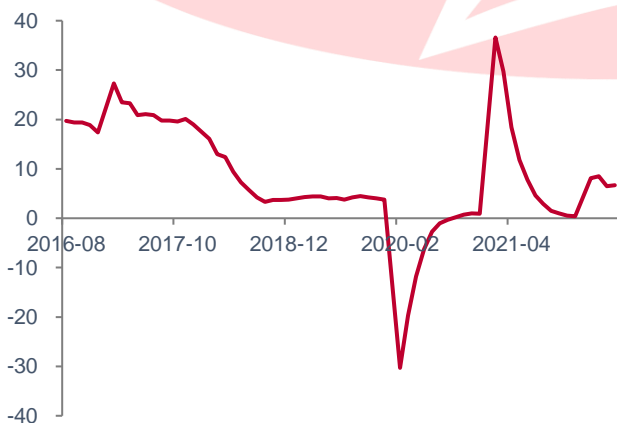


资料来源: Wind、创元研究

从投资端来看,因今年经济增长的压力,下半年固定资产投资是拉动经济增长的主要动力。

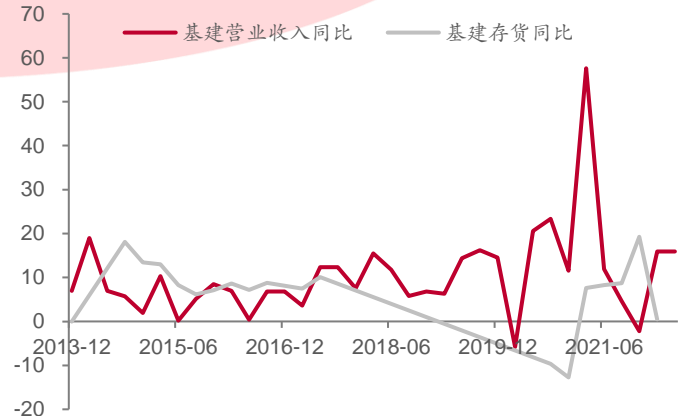
(一) **从基建链条来看**,今年监管层出台多项利于扩大基础建设投资的举措,在中央政治局会议上曾指出“全面加强基础设施建设”,并且今年的国务院、各部委会议也在强调基建的重要性。在稳增长政策的发力下,1-5月基建投资同比增长6.7%。专项债的前置是导致基建表现出色的主要原因。从目前七家大型建筑企业基建类订单来看,1-5月合计新签订单30746亿元,同比增加15%,已出现明显的回暖迹象。随着疫情步入尾声,在消费修复慢,出口回落,后续基建将成为支撑经济修复的重要抓手。而后续基建产业链将处于景气上行趋势。

图 27: 基建投资累计同比



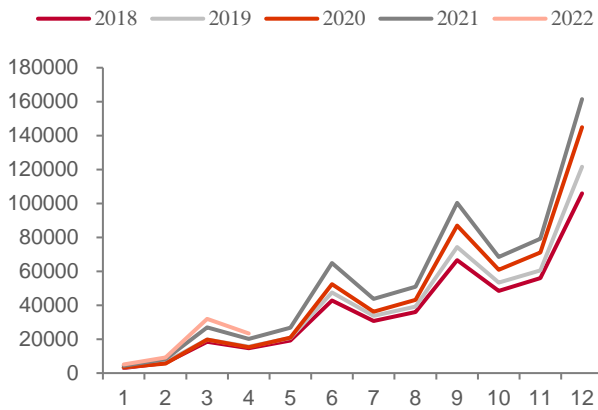
资料来源: Wind、创元研究

图 28 基建处于补库阶段



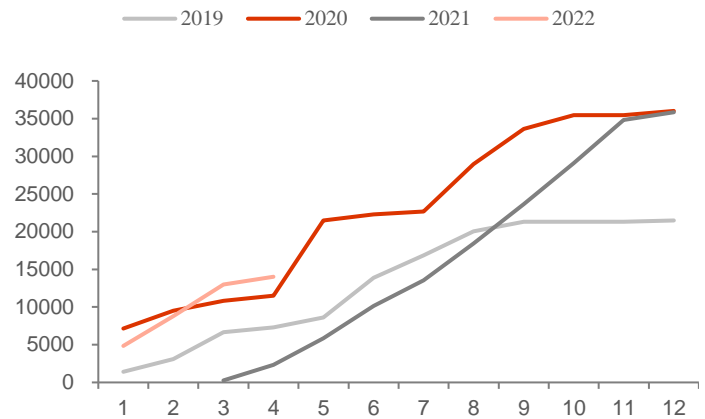
资料来源: Wind、创元研究

图 29: 七家大型建筑企业基建类订单额 (亿元)



资料来源: Wind、创元研究

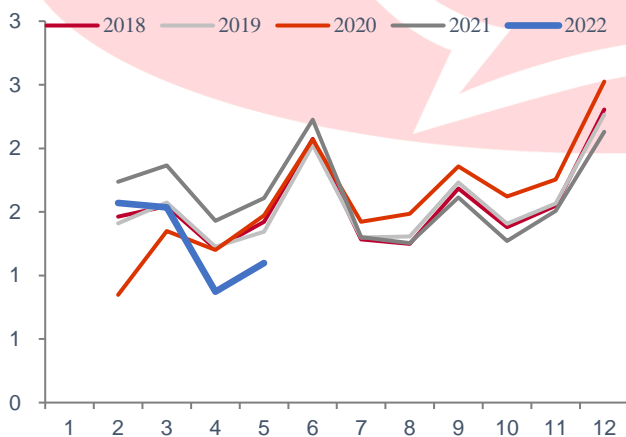
图 30 新增发行专项债 (亿元)



资料来源: Wind、创元研究

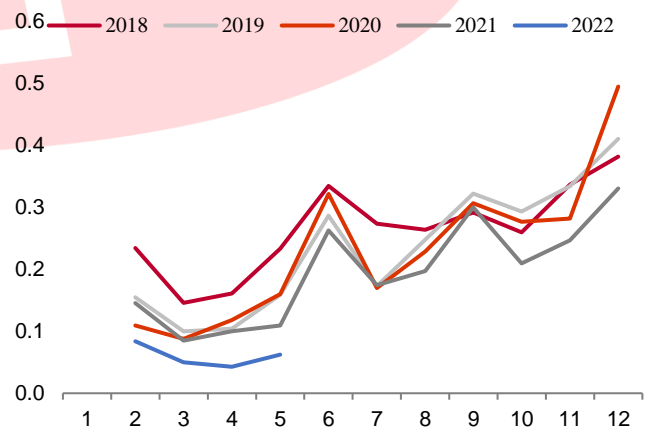
(二) **从地产链来看**, 房地产行业自 2018 年棚改货币化政策逐步退出后就进入长时间的下行周期, 且景气度从去年下半年开始下行幅度加大, 对经济的负面影响开始显现, 在供给和需求两端均处于不利。供给方面, “三道红线”政策出台后, 房企融资困难, 购置土地意愿较低, 需求方面, 因监管层严格调控政策叠加经济下行, 居民购房意愿也在减弱。虽然今年以来已经游 90 个城市发布房地产的松绑政策, 例如降低首付比例, 降低贷款利率等, 但地产销售改善的情况低于预期。因房地产在我国经济中占有重要地位, 后续房地产政策有望进一步放宽, 维稳房地产, 房地产投资的修复斜率, 也是今年实现 5.5% 经济增长目标的重要变量。

图 31: 商品房销售面积当月值 (亿平方米)



资料来源: Wind、创元研究

图 32 全国购置土地面积当月值 (亿平方米)

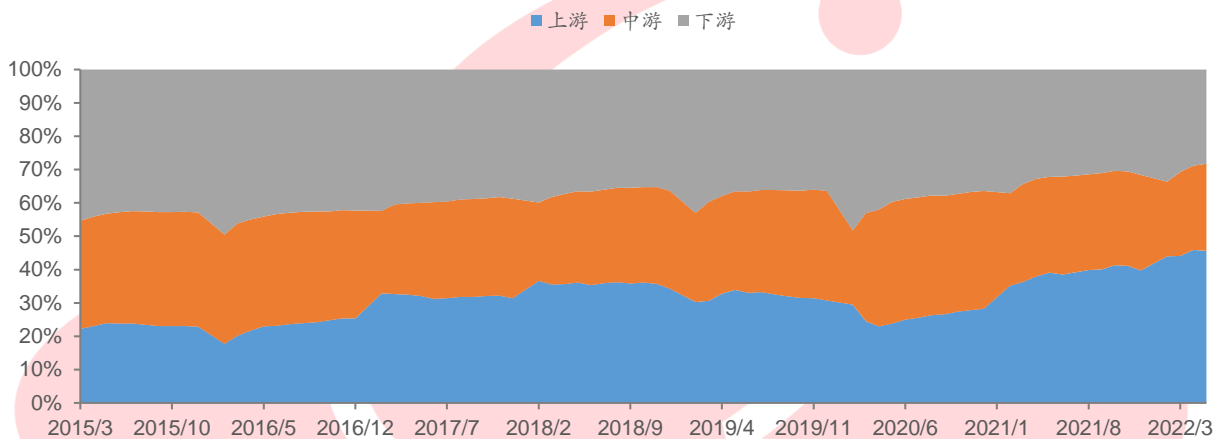


资料来源: Wind、创元研究

(三) **从制造业链来看**, 目前绝大多数制造业处于补库阶段, 并且在经历疫情之后, 粗钢产量、汽车轮胎开工率等均处于上行趋势中, 生产端出现修复。步入 7 月, 随着稳增长的发力, 工业品的供应和需求依旧有保证。另

外值得关注的是，目前制造业依旧处于被动补库的阶段，营收回落，库存上行，但不同产业链所处的景气周期并不相同。从1-5月工业企业的利润占比来看，上游、中游、下游工业企业利润占比分别为45.62%、26.12%、28.25%，较1-4月下降0.26%，上升0.84%和下降0.58%，从数据的绝对量来看，今年因大宗商品原材料价格高企，上游工业企业受益明显，但因终端消费的疲软，中下游企业难以将价格向下传导，利润则被挤占严重。但近2月，随着大宗商品价格回落，上游企业的利润小幅回落，中游则因汽车、医疗等产业链带动利润回升，下游消费利润则继续被挤占。因上游和中游于地产和基建施工密切相关，下游与消费品制造业相关，疫情好转之后对其影响均会不同，后续随着复工复产以及稳增长政策的发力，以及国内流动性的宽松，中游的高端装备制造业将会继续迎来景气度的回升。

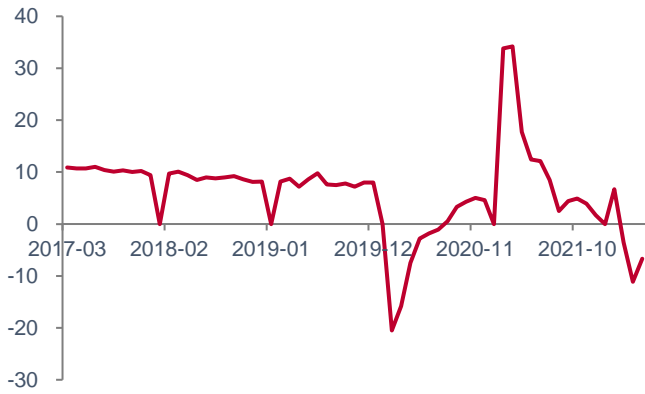
图 33：上中下游产业链累计利润格局变化



资料来源：Wind、创元研究

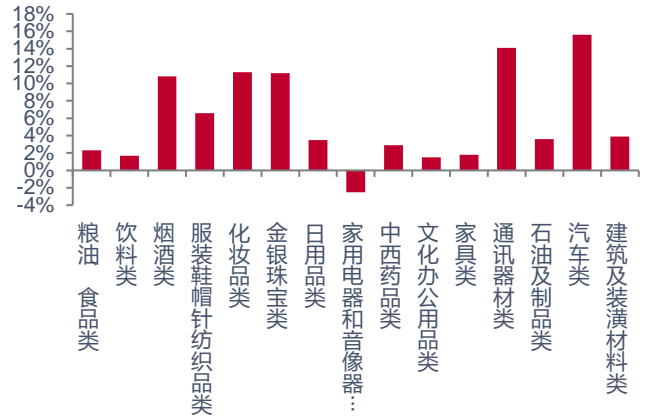
从消费端来看，从2020年疫情发生之后，消费虽然有所反弹，但反弹的斜率一直低于市场的预期，这与海外强劲的消费需求形成鲜明的对比。造成此原因主要在于国内的疫情始终处于反复，且国内对疫情的管控导致消费场景未完全恢复。另外则是疫情之后，居民的收入水平和消费意愿降低，限制消费修复空间。5月社零当月同比由4月的-11.1%上升至-6.7%，距离疫情前消费的水平还有一定修复空间。6月虽然国内疫情已经基本控制，但疫情完全清零的难度较大，常态化的疫情防控还是会对消费起到负面冲击，因此后续消费链景气度复苏有限。

图 34：社会消费品零售总额:当月同比



资料来源：Wind、创元研究

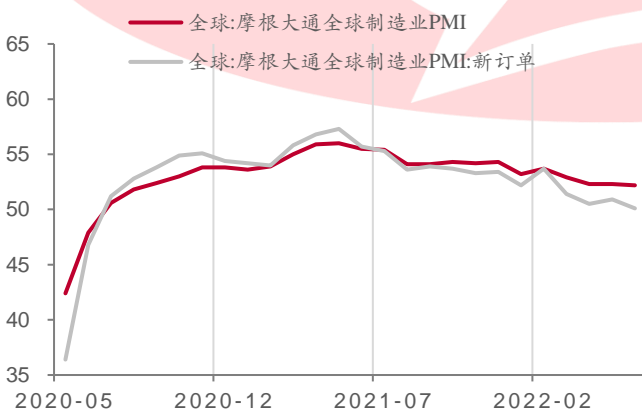
图 35：商品零售增减



资料来源：Wind、创元研究

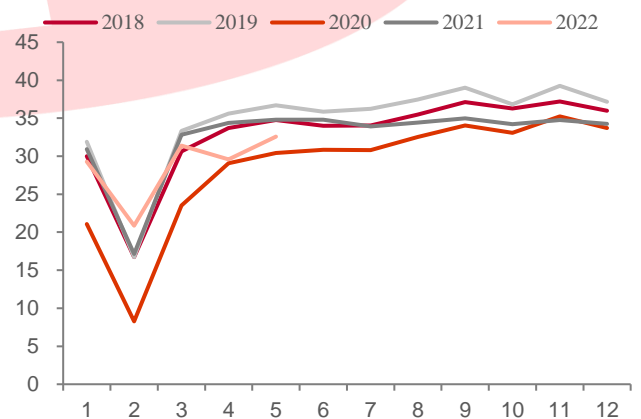
从出口端来看，1-5 月我国出口同比增速为 13.5%，回升 1%。6 月摩根大通全球制造业指数为 52.2%，全球制造业保持复苏的态势，外需仍旧强劲，对我国的出口形成支撑，在经历 4 月疫情之后，5 月国内生产、物流逐步恢复，5 月公路货运量环比上升 10.1%，疫情对供应链的冲击已经有所缓解。目前 6 月新出口订单指数和外贸集装箱吞吐量均已经出现回升，出口短期将延续韧性，但是随着海外需求的收缩，通胀见顶，出口整体景气度回落的趋势不变。同时也要关注到因美国的高通胀，存在削减在特朗普时期，对我国加征的关税的可能，目前 2500 亿美元的商品仍然加征 25% 的关税，3000 亿的商品加征 7.5% 的关税，如果后续美国对我国加征的关税取消部分或者全部，对出口会有正面的提振。

图 36：全球制造业 PMI



资料来源：Wind、创元研究

图 37：公路货运量 (亿吨)



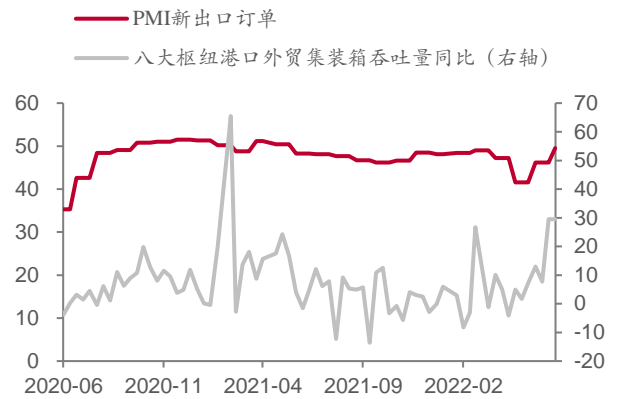
资料来源：Wind、创元研究

图 38：进出口



资料来源：Wind、创元研究

图 39：PMI 新出口订单与外贸集装箱吞吐量

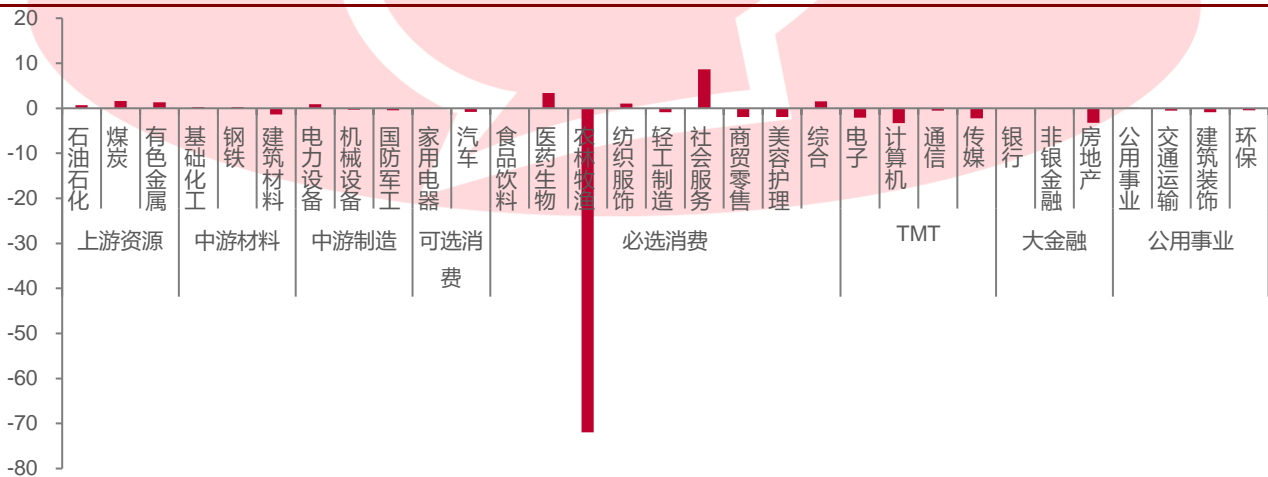


资料来源：Wind、创元研究

3.3 中报将公布，A 股盈利预期下调

在根据 WIND 一致盈利预期，5 月 31 日至 6 月 30 日万得全 A 一致盈利预期下调 0.56%。行业来看，上游资源行业煤炭、石油石化等盈利预期上调，中游电力设备盈利预期上调，下游农林牧渔、房地产等盈利预期显著下调。进入 7 月，上市公司将进入中报披露时间，如果中报为企业的盈利底部，可以关注业绩预期上修的资源品和中游高端制造业以及消费中的医药生物。

图 40：2022 年 5 月 31 日至 6 月 30 日一致盈利预期调整



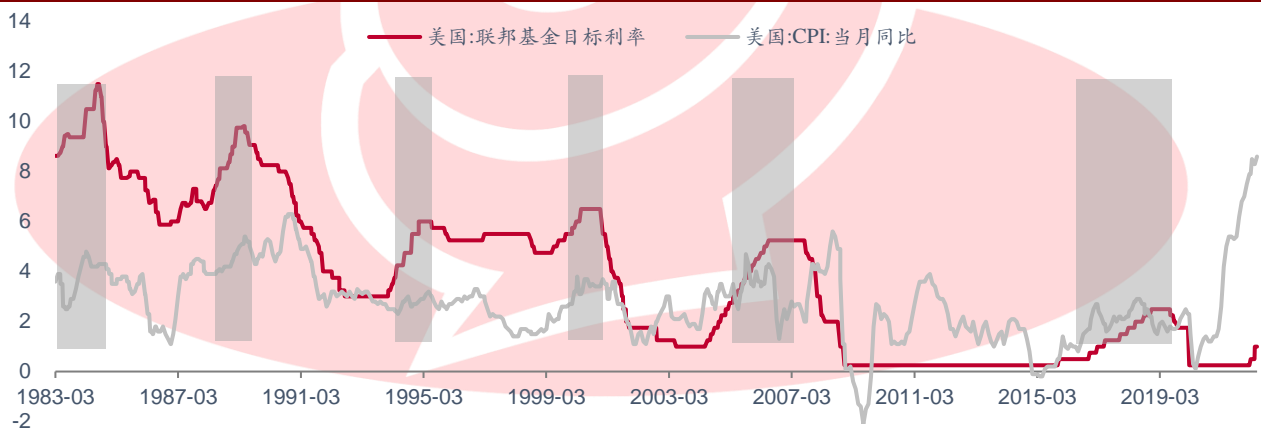
资料来源：Wind、创元研究

四、流动性：外紧内松延续

海外方面，5月因美国CPI超预期，美联储迅速调整货币政策方针，大幅加息75BP以表示控制通胀的决心，根据美联储的点阵图，年内联邦基金利率或升至3.4%，7月和9月加息75BP的概率也在升高。同时美联储官员坚定承诺控制通胀，另外欧央行也宣布在7月加息25BP，海外流动性延续实质性的紧缩，后续海外货币政策出现转向或要等到三季度之后。在海外步入加息周期后，新兴市场国家面临资本外流汇率贬值的压力，资本市场的波动幅度也会加大。

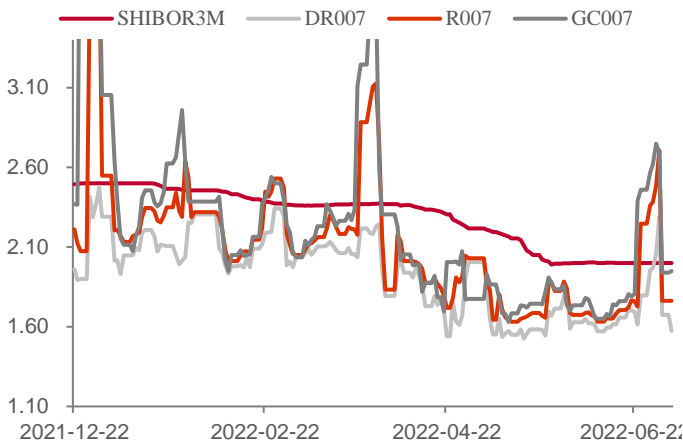
国内方面，因经济下行压力的加大，我国的货币政策维持宽松的态势。今年5月13日央行有关负责人表示今年宏观杠杆率会有所上升，但保持在合理区间。这也表示今年央行将会在信用扩张方面发力。从目前市场来看，市场的流动性充沛，DR007一直处于低位水平，但从社融数据来看，结构依旧不佳，为刺激经济的修复，货币政策后续依旧会维持宽松，为信用扩张继续创造条件。

图 41：美联储的加息周期



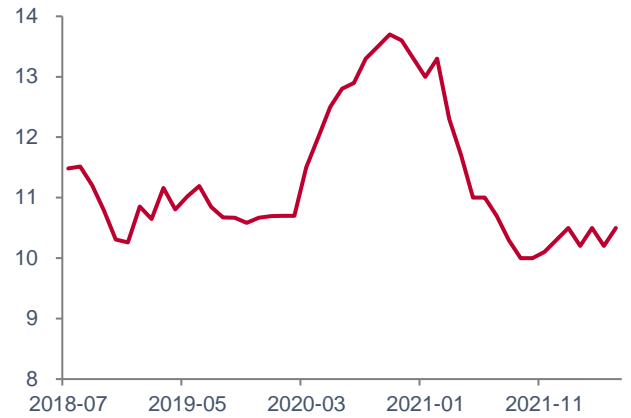
资料来源：Wind、创元研究

图 42: 流动性



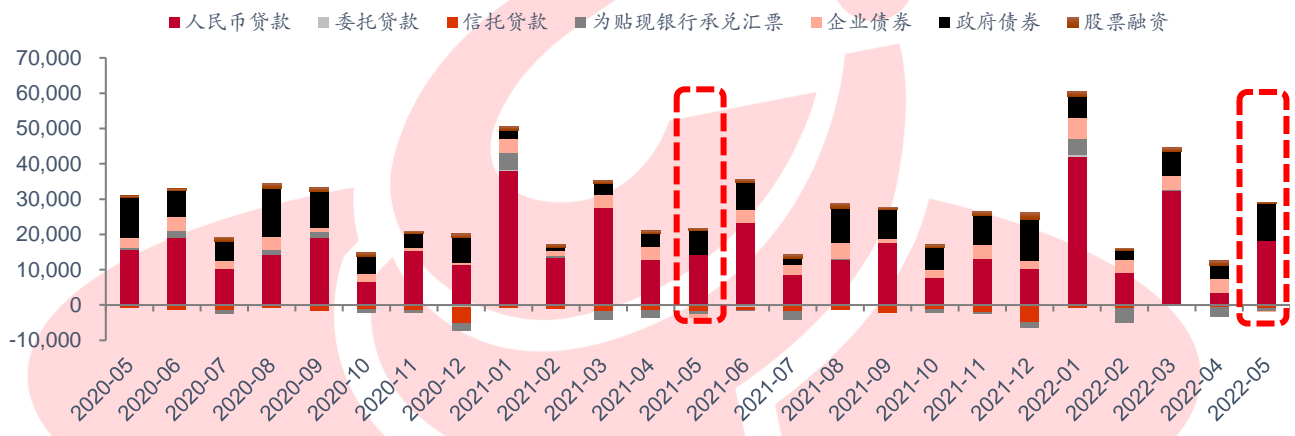
资料来源: Wind、创元研究

图 43: 社融增速



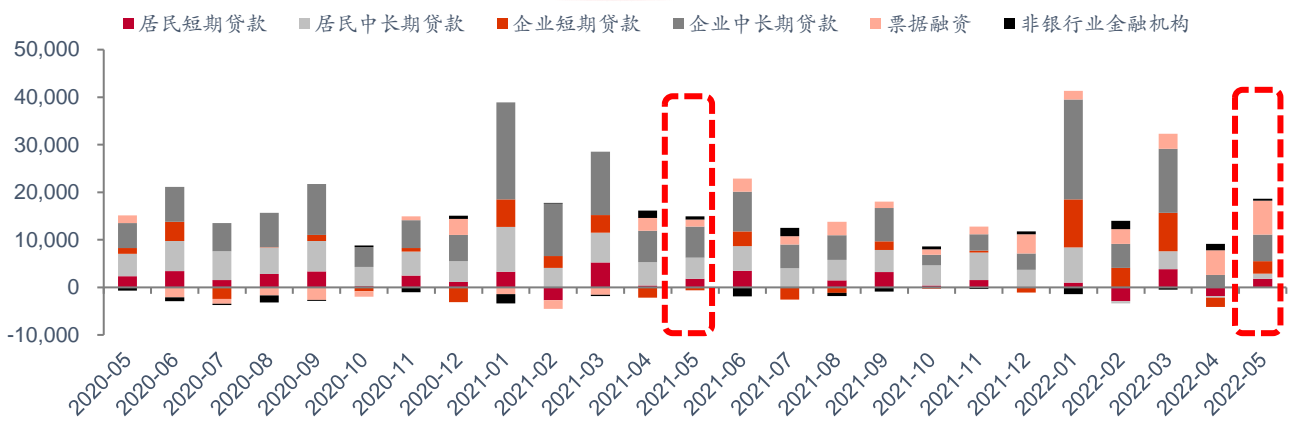
资料来源: Wind、创元研究

图 44: 融增量结构



资料来源: Wind、创元研究

图 45: 人民币贷款增量和结构



资料来源: Wind、创元研究

五、七月展望

目前国内外经济和政策周期相反。美国面临高通胀，经济陷入衰退的概率加大，而我国则处于经历疫情冲击之后，通胀较低，经济处于缓慢复苏的过程当中，经济周期正好相反。而在政策方面，海外因高通胀未见顶，步入大幅加息周期，而国内则因疫情对经济的负面冲击，而保持宽松的流动性刺激经济修复。因此对于权益市场来说，海外市场受影响的核心因素在于估值端，而我国受影响的核心因素在于盈利端。之前市场大幅下挫的原因在于市场预期我国企业盈利无法抵消美联储加息导致的估值端的负面冲击。并且在经历年初至4月的美债收益率上行和国内疫情在重要城市散开之后，A股估值水平已经跌至历史的低位，市场的风险偏好水平也将至最低。而监管层也在不断出台利好政策以扭转市场信心，在流动性保持宽松下，推动信用的扩张，国内经济基本面环比开始出现改善，经济触底回升。

展望后续，宏观环境也将延续目前的状况，美国经济将陷入衰退，而国内经济则处于向上修复，但因为全球产业链共通以及海外加息对需求的打压，美国经济陷入衰退的斜率与国内经济向上修复的斜率不同将会影响到市场预期的变化。美国重点则是关注消费端转弱的变化。因目前美国居民消费依靠信贷支撑的力度较大，后续美联储的大幅加息将对其负面影响较大。而国内因为疫情的反复，消费的上方修复空间有限，出口则是短期保持韧性，长期则因海外需求的下降而转弱。因此国内重点关注固定资产投资端，其中房地产行业的稳定，基建投资的发力将重点影响到经济修复的斜率。而对于流动性来说，海外美国通胀预期将在三季度见顶，在越来越多经济数据走弱下，通胀见顶也会对美联储大幅加息预期边际缓解，收缩流动性对于市场的负面冲击也会降低。国内流动性来说，根据央行表态“今年宏观杠杆率会有所上升”，流动性将继续保持宽松。

对于A股来说，如国内经济修复斜率高于美国陷入衰退的斜率，那么即便在海外流动性收紧的背景下，国内A股依旧还会延续成长风格强势的状况。但如果国内经济修复斜率低于美国经济陷入衰退的斜率，那么后续A股整体还是会存在压力，市场风格也将重新切换到价值当中来。展望7月，进入7月，海外美联储继续缩表与加息，欧央行也开始加息，整体对全球市场需求会造成负面影响。而国内则是企业将公布半年报，上市公司将面临业绩考验。因此A股的独立性将弱于5月和6月，市场的波动也会加剧，市场风格将会由成长转向均衡。行业上看，可关注业绩保持高增的行业，例如业绩预期上修的资源品、中游高端制造业和消费中的医药生物。

创元研究团队介绍：

廉超，创元期货研究院院长助理，经济学硕士，郑州商品交易所高级分析师，十几年期货市场研究和交易经验，多次穿越期货市场牛熊市。（从业资格号：F3094491；投资咨询证号：Z0017395）

创元宏观金融组：

刘钊含，创元期货研究院股指期货研究员，英国利物浦大学金融数学硕士，拥有多年券商从业经验。专注于股指期货的研究，善于从宏观基本面出发对股指进行大势研判，把握行业和风格轮动。（从业资格号：F3050233；投资咨询证号：Z0015686）

张紫卿，创元期货研究院国债期货研究员，澳大利亚国立大学金融与精算统计学硕士，具有多元化金融机构从业经验。长期着眼于银行间资金和利率市场，具有独到的宏观分析视角，致力于金融大周期分析及研究判断。（从业资格号：F3078632）

创元有色金属组：

田向东，创元期货研究院铜期货研究员，天津大学工程热物理硕士。致力于铜基本面研究，专注于产业链上下游供需平衡分析。（从业资格号：F03088261）

吴彦博，创元期货研究院镍期货研究员，马里兰大学金融学硕士，CFA 持证人，着重镍基本面的研究及分析，善于从纷繁复杂的数据中提炼出核心逻辑。（从业资格号：F3079285）

创元黑色金属组：

徐艺丹，创元期货研究院钢矿期货研究员，天津大学金融硕士，专注铁矿及钢材基本面研究，致力于黑色金属产业链行情逻辑演绎。（从业资格号：F3083695）

杨依纯，创元期货研究院铁合金期货研究员，专注锰硅、硅铁上下游产业链分析，注重基本面研究。（从业资格号：F3066708）

创元农产品组：

张琳静，创元期货研究院油脂期货研究员，有七年多期货研究交易经验，专注于油脂产业链上下游分析和行情研究。（从业资格号：F3074635；投资咨询证号：Z0016616）

再依努尔·麦提艾力，创元期货研究院棉花期货研究员，毕业于上海交通大学，具有商品期货量化 CTA 研究经验，致力于棉花基本面研究，专注上下游供需平衡分析。（从业资格号：F03098737）

创元能源化工组：

高越，创元期货研究院聚烯烃研究员。英国伦敦国王学院银行与金融专业硕士。致力于多维度分析 PE、PP 等化工品，善于把握行情演绎逻辑，曾为多家现货企业提供风险管理建议。（从业资格号：F30564463；投资咨询证号：Z0016216）

金芸立，创元期货研究院原油期货研究员，墨尔本大学管理金融学硕士，专注原油基本面的研究，善于把握阶段性行情逻辑。（从业资格号：F3077205）

常城，创元期货研究院橡胶研究员，东南大学国际商务硕士，致力于橡胶品种产业链上下游分析及胶种价差研究。（从业资格号：F3077076）

创元期货股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备期货投资咨询业务资格，核准批文：苏证监期货字[2013]99号。

免责声明：

本研究报告仅供创元期货股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需征得创元期货股份有限公司同意，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改，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。

分支机构名称	服务与投诉电话	详细地址(邮编)
客户服务中心	400-700-0880	苏州市工业园区苏州大道东 265 号现代传媒广场 25 楼 (215000)
信息技术管理总部	0512-68288206	苏州市工业园区苏州大道东 265 号现代传媒广场 25 楼 (215000)
总部市场一部	0512-68296092	苏州市工业园区苏州大道东 265 号现代传媒广场 25 楼 (215000)
总部市场二部	0512-68363021	苏州市工业园区苏州大道东 265 号现代传媒广场 25 楼 (215000)
机构事业部	0512-68292842	苏州市工业园区苏州大道东 265 号现代传媒广场 25 楼 (215000)
投资咨询总部	0512-68656937	苏州市工业园区苏州大道东 265 号现代传媒广场 25 楼 (215000)
资产管理总部	0512-68363010	苏州市工业园区苏州大道东 265 号现代传媒广场 25 楼 (215000)
结算风控总部	0512-68293758	苏州市工业园区苏州大道东 265 号现代传媒广场 25 楼 (215000)
合规稽核总部	0512-68017927	苏州市工业园区苏州大道东 265 号现代传媒广场 25 楼 (215000)
营销管理总部	0512-68276671	苏州市工业园区苏州大道东 265 号现代传媒广场 25 楼 (215000)
风险管理子公司	0512-68286310	苏州市工业园区苏州大道东 265 号现代传媒广场 25 楼 (215000)
北京分公司	010-59575689	北京市东城区北三环东路 36 号 1 号楼 B1209 房间 (100013)
北京第二分公司	010-68002268	北京市海淀区西直门外大街 168 号腾达大厦 23 层 05-06 号 (100089)
上海分公司	021-68409339	中国(上海)自由贸易试验区松林路 357 号 22 层 A、B 座 (200120)
深圳分公司	0755-23987651	深圳市福田区福田街道福山社区卓越世纪中心、皇岗商务中心 4 号楼 901 (518000)
浙江分公司	0571-88077993	杭州市上城区五星路 198 号瑞晶国际商务中心 2404 室 (310016)
大连分公司	0411-84990496	大连市沙河口区会展路 129 号大连国际金融中心 A 座-大连期货大厦 2806 号房间 (116023)
重庆分公司	023-88754494	重庆市渝北区新溉大道 101 号中渝香泰公馆 7 幢 20-办公 4 (401147)
南京分公司	025-85516106	南京市建邺区庐山路 168 号 1107 室 (210019)
山东分公司	0513-88755581	中国(山东)自由贸易试验区济南片区草山岭南路 975 号金城万科中心 A 座 1001 室 (250101)
烟台分公司	0535-2151416	山东省烟台市芝罘区南大街 11 号 25A03, 25A05 号 (264001)
新疆分公司	0991-3741886	新疆乌鲁木齐经济技术开发区玄武湖路 555 号万达中心 C3308、C3309、C3310 (83000)
淄博营业部	0533-7985866	山东省淄博市张店区华光路 77 号汇美福安商务楼 5 楼 (255022)
日照营业部	0633-5511888	日照市东港区海曲东路南绿舟路东兴业喜来登广场 006 幢 02 单元 11 层 1106 号 (276800)
郑州营业部	0371-65611863	郑州市未来大道 69 号未来公寓 301、302、303、305、316(450008)
合肥营业部	0551-63658167	安徽省合肥市蜀山区潜山路 888 号百利商务中心 1 号楼 06 层 11 室 (246300)
徐州营业部	0516-83109555	徐州市和平路帝都大厦 1#-1-1805(221000)
南通营业部	0513-89070101	南通市崇川路 58 号 5 号楼 1802 室(226001)
常州营业部	0519-89965816	常州市新北区太湖东路常发商业广场 5-2502、5-2503、5-2504、5-2505 部分室 (213002)
无锡营业部	0510-82620193	无锡市中山路 676-501 室 (214043)
张家港营业部	0512-35006552	张家港市杨舍镇城北路 178 号华芳国际大厦 B1118-19 室 (215600)
常熟营业部	0512-52868915	常熟市金沙江路 11 号中汇商业广场 102(215500)
吴江营业部	0512-63803977	江苏省苏州市吴江区东太湖大道 7070 号亨通大厦总部经济中心办公楼 1610 号(215200)