

中信证券研究部

**秦培景**
首席策略师
S1010512050004**裴翔**
股票策略分析师
S1010518080002**杨帆**
首席政策研究
分析师
S1010515100001**李世豪**
策略分析师
S1010520070004**杨家骥**
股票策略分析师
S1010521040002

核心观点

增量资金入场缓慢，存量资金的博弈性交易退潮，美联储政策退出的影响有限，本轮行情的时间约束渐强，投资者行为主导下，市场跨月波动将加大，并将逐步重回以盈利为主驱动的阶段。一方面，场外资金观望情绪加重，存量资金的风险偏好回落，看短做短的博弈性交易将逐渐退潮；市场短期仍由投资者行为主导，中报披露和季末流动性预期影响下，本轮行情的时间约束渐强，市场跨月波动将加大，盈利将逐步替代估值，成为市场主驱动。另一方面，全球“再通胀”交易接近尾声，美联储政策退出节奏难超预期，对新兴市场负面影响有限，且 A 股依然能在全球权益市场中保持较强的吸引力。配置上，建议稳中求进，强化高景气的成长板块配置，关注政策落地催化的主题，以及中报业绩超预期带来的交易性机会。

■ 博弈性交易退潮，市场跨月波动加大，盈利逐渐成为主驱动。

1) 场外资金观望情绪较重，存量资金风险偏好回落。机构资金观望情绪较重，流入规模有限。北向资金 5 月至今净流入明显放缓；公募新发不温不火，平均发行规模仅恢复至 2020 年初水平。存量公募近期赎回压力偏大，根据中信证券渠道的调研数据，4 月/5 月/6 月至今样本基金日均净申购率季度化水平为 -2.7%/-3.2%/-9.5%，6 月至今净赎回率已超今年 3 月市场调整时的水平。仓位方面，头部公募和私募虽然基本没有调仓，但小型私募游资近期无激进加仓，整体仓位维持历史均值以下，观望态度依然明显。存量资金博弈继续，但风险偏好回落。观察杠杆资金，两市成交保持高位，但其中两融占比已从 5 月中下旬的 10.2% 下滑至 9.0%，今年来首次与活跃的市场成交背离。本轮非机构存量资金调仓博弈驱动的行将逐渐退潮。

2) 行情的时间约束渐强，市场跨月波动加大。一方面，7 月中报行情披露高峰期渐进；6 月底短端利率可能受季末因素影响上行：高度一致的市场预期下，本轮行情的时间约束渐强。另一方面，无论是交易所加强高波动个股的停牌核查，还是据财联社等媒体报道多家银行调整存款利率授权管理，均表明政策近期也在主动管理市场预期。投资者行为继续主导市场风格，预计投资者情绪的变化将加剧 A 股跨月波动。

3) 看短做短博弈性交易弱化，盈利逐渐成为主驱动。前期存量资金交投活跃的环境下，估值弹性是更重要的加分项，“盘轻无基”的中小市值公司更受青睐，也是博弈性交易的热点；而随着这类交易退潮，中报行情披露高峰渐进，盈利将成为更重要的基准。截至 6 月 19 日，250 余家公司披露了 2021 年中报预告，按照预告净利润上下限均值计算，已披露公司 2021Q2 单季度净利润同比增速高达 84%，其中汽车、有色、交运、钢铁、基础化工、石油石化等行业增速靠前。

■ 全球“再通胀”交易接近尾声，A 股在主要权益市场中吸引力依然很强。

1) 本轮全球“再通胀”交易接近尾声。一方面，全球经济复苏错位逐步改善，大宗商品供应端约束缓解；另一方面，中国主动管控和美国经济恢复放缓：本轮阶段性通胀已接近尾声。另外，TIPS 在全部美国国债未偿占比从 3 月开始下滑，而同期美联储持有 TIPS 占比大幅上升，显示美联储已在有意在管理通胀预期。大类资产表现上，美元指数本周“一枝独秀”，大涨 2%；大宗商品回调，LME 期铜/期铝下跌 8.5%/3.1%，布油价格也在周中触顶回落；美债收益率本周先升后降：本轮全球“再通胀”交易也已接近尾声。


联系人：徐广鸿

联系人：李煦铨

2) 充分预期下美联储政策按部就班，市场影响有限。虽然市场在议息等关键时点依然比较敏感，但投资者对美联储的政策有序退出已有比较充分的预期。美联储 6 月议息会议符合预期，维持基准利率和 QE 购买量不变，包括点阵图、经济预测等都反映了目前美联储已经开始为之后的货币正常化做准备。为了降低金融市场波动，美联储一直在主动管理和平抑市场预期。节奏上，预计鲍威尔将在 8 月的 Jackson Hole 会议释放考虑缩减购债的信号，但其实际执行持续受制于疲弱的就业复苏，将非常缓慢，预计 2022 年上半年才会实际缩减购债规模，2023 年才会重启加息。

3) A 股在主要权益市场中吸引力依然很强。上一轮美联储 Taper 出现在 2013 年，从 5 月释放信号到 12 月开始正式操作，MSCI-EM 指数下跌 4.6%，与发达国家股市普涨形成鲜明对比。我们认为类似风险再爆发可能性小，特别是对 A 股十分有限。首先，本轮新兴股市整体潜在风险明显弱于上一轮美联储的政策退出时期，疫苗接种和经济恢复提速有利于支撑新兴市场货币汇率和基本面预期走强，且部分新兴市场央行也已通过提前加息的方式来应对资本外流风险。其次，上证综指市盈率估值分位数相比其他主要股指更低，叠加明显领先的疫情防控成果，稳定的宏观和流动性环境，A 股依然是新兴市场中的核心资产，且在全球主要权益市场中吸引力依然很强。

■ 博弈交易退潮，强化盈利驱动。场外资金观望，场内资金风险偏好下降，本轮市场行情的时间约束渐强，看短做短的存量资金博弈性交易将退潮，投资者行为主导下，市场跨月波动较大。三季度 A 股将步入行情切换期，市场将从平静期向共振上行期缓慢切换。进入 7 月后，盈利将替代估值，成为市场的主驱动。一方面，国内宏观经济运行和市场流动性环境整体平稳；另一方面，盈利增速转弱，信用风险释放，美元指数走强等扰动还需要时间确认和消化。策略上，我们建议淡化短期交易思维，闹中取静，强化盈利驱动的逻辑。

■ 强化成长配置，关注政策主题和中报行情。

1) 强化高景气的成长板块配置。市场对成长主线的中期共识将继续提升。市场风格上，经济运行和流动性预期平稳的宏观背景下，产业空间大且复合增速高的板块受盈利周期性下行的约束小，成长溢价会提升。政策环境上，预计下半年政策重心更专注于绿色、创新、共享等主题下的长期高质量发展，政策密集落地，更有利于成长板块。估值逻辑上，近期自下而上的高资本开支提速，强化了成长板块长期增长的确定性，分子端预期持续改善，支撑成长板块估值。配置上，继续推荐**新能源、科技自主可控、国防安全和智能制造**这四条主线，高波动下的调整是配置机会。

2) 关注政策落地催化的主题。除了中期高质量发展下的创新、绿色、共享主题外，短期建议聚焦具体政策有望落地催化的主题。在海南、浦东等试点之后，推动**横琴**进一步扩大开放的政策值得关注。在军队补偿式发展的驱动下，**军工**板块也会有相应的主题性机会。

3) 关注中报业绩超预期带来的交易机会。从目前披露情况来看，包括汽车在内部分成长制造的中报高景气或将得到进一步印证。而对于中报业绩确定性和弹性较高上游资源品，我们依旧建议淡化周期思维，板块反弹也提供了更好的调仓机会。

■ 风险因素：全球疫情反复、疫苗接种不及预期；中美科技贸易领域摩擦加剧；国内经济复苏进度不及预期；海内外宏观流动性超预期收紧。

目录

博弈性交易退潮，市场跨月波动加大，盈利逐渐成为主驱动	1
场外资金观望情绪较重，存量资金风险偏好回落	1
行情的时间约束渐强，市场跨月波动加大	4
看短做短的博弈性交易弱化，盈利逐渐成为主驱动	9
全球“再通胀”交易接近尾声，A 股在主要权益市场中吸引力依然很强	10
本轮全球“再通胀”交易接近尾声	10
充分预期下美联储政策按部就班，市场影响有限	11
A 股在主要权益市场中吸引力依然很强	12
强化成长配置，关注政策主题和中报行情	13
风险因素	14

插图目录

图 1：两年平均来看，5 月投资大体保持平稳增长	1
图 2：2 年平均来看，地产销售额和销售面积依然处于较高景气区间	2
图 3：5 月新开工面积增速延续低位，竣工增速开始加快	2
图 4：两年复合增长方面，社消小幅抬升，但限额以上消费出现回落	2
图 5：长端美债收益率上行后迅速回落，反映出市场对于长期通胀的担忧已明显弱化	3
图 6：6 月议息会议后美元指数快速反弹	3
图 7：伦敦金现则迅速走弱	3
图 8：本周市场波动加剧更反映的是存量资金博弈加剧背景下风险偏好的降低	4
图 9：6 月以来配置型外资流入持续放缓，交易型资金加速净流出	5
图 10：主动权益类公募基金每周新成立规模	5
图 11：主动权益类公募基金每周成立基金平均规模（过去 4 周滑动平均）	6
图 12：6 月至今存量基金的净赎回率（日均值季度化）超过 3 月水平	6
图 13：2014 至今规模在 1-5 亿元的公募基金仓位	7
图 14：2014 至今规模在 5-10 亿元的公募基金仓位	7
图 15：2014 至今规模在 10-20 亿元的公募基金仓位	7
图 16：2014 至今规模在 20-50 亿元的公募基金仓位	7
图 17：2014 至今规模在 50 亿元以上的公募基金仓位	8
图 18：6 月市场成交金额保持高位但两融成交占比持续下滑	8
图 19：本周热门板块两融成交金额较上周均出现了下滑	9
图 20：6 月海外中国基金资金流恢复净流入	9
图 21：美元指数本周大涨 2.0%	10
图 22：布油最近 3 个交易日下跌 1.4%	10
图 23：LME 期铜/LME 期铝本周分别下跌 8.5%/3.1%	10
图 24：美债收益率处于震荡区间	10
图 25：本周美股下挫，道指明显跑输纳指	11
图 26：国债与 TIPS 收益率差值从 5 月下旬开始下滑	11
图 27：美联储 3 月以来有意在管理通胀预期	12
图 28：上一轮从美联储释放 Taper 信号到正式操作，全球股市走势分化显著	13

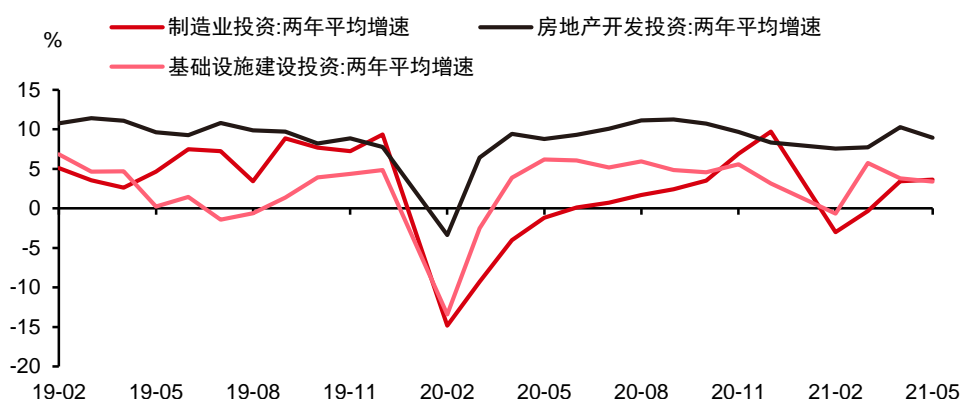
图 29：全球重点指数中，A 股年内涨幅靠后	13
图 30：全球重点指数中，A 股估值较低	13

■ 博弈性交易退潮，市场跨月波动加大，盈利逐渐成为主驱动

场外资金观望情绪较重，存量资金风险偏好回落

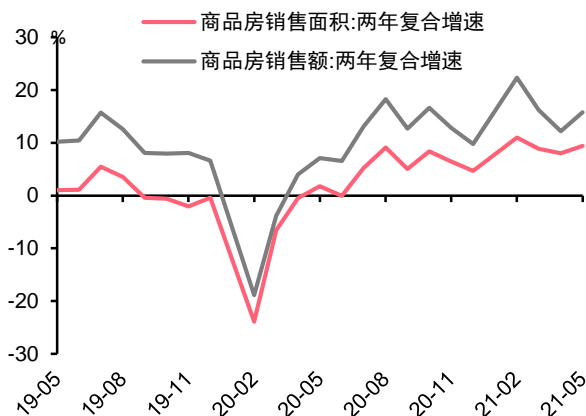
5月制造业投资如期延续较高增长，基建活动有所放缓。固定资产投资增速5月累计同比增长15.4%，其中两年平均增速4.2%，较前月小幅加快。5月高技术制造业投资增长15.5%，中信证券研究部宏观组认为回升幅度符合判断，恢复趋势有望延续；5月单月基建投资转负（同比下降3.6%），但由于去年同期增速较高，以两年平均增速观察，5月单月基建投资仍有3.38%，继续保持在稳定增长水平，预计伴随后续地方专项债的发行加快，基建投资将继续保持稳定增长；房地产开发投资5月单月两年平均增速8.96%，较前值有所放缓，地产销售则仍保持景气态势。结合5月的新开工与竣工数据观察，尽管竣工的逐步加快将一定程度增强地产投资的单位投资强度，但预计新开工的持续放缓也将一定程度影响后续的地产投资表现，预计其对整体固定资产投资增速的高贡献将继续逐月回落。

图1：两年平均来看，5月投资大体保持平稳增长



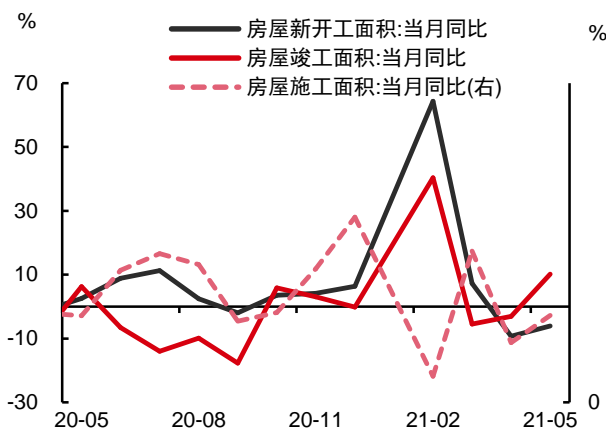
资料来源: Wind, 中信证券研究部

图 2：2 年平均来看，地产销售额和销售面积依然处于较高景气区间



资料来源：Wind，中信证券研究部

图 3：5 月新开工面积增速延续低位，竣工增速开始加快

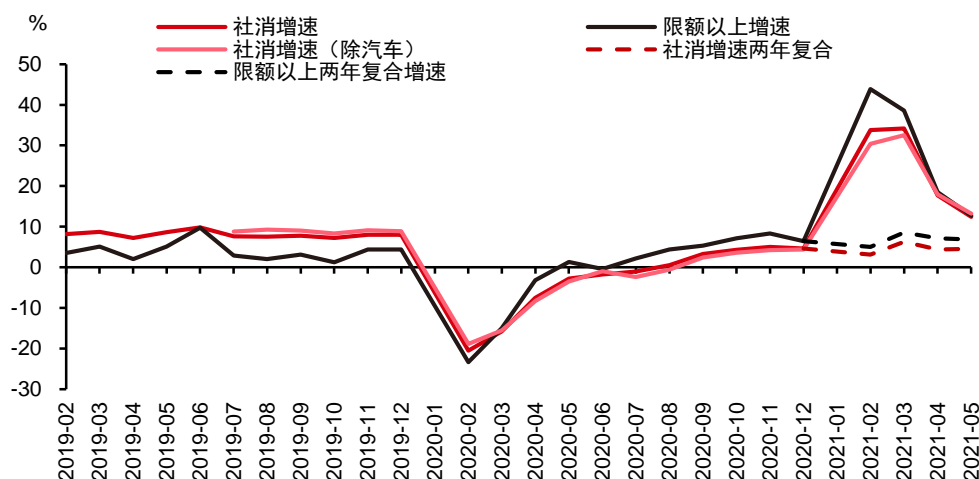


资料来源：Wind，中信证券研究部

5 月整体消费复苏放缓，两年复合增长显示社消小幅抬升，但限额以上消费出现回落。

5 月单月社会消费品零售总额同比增长 12.4%，两年复合增速 4.5%，较上月回升 0.2 个百分点，消费的修复节奏放缓。其中，限额以上的消费品零售总额两年复合增速为 6.9%，较上月的 7.1% 回落了 0.2 个百分点。由于五一的消费情况显著好于清明假期（五一假期全国重点零售企业日均销售额比清明假期增长 32.1%，但全月的环比增速只有 8.4%），说明假期后的消费的确出现很大程度放缓。结合细分行业的消费情况，中信证券研究部宏观组认为 5 月消费复苏放缓可能主要与通讯器材和汽车等消费增长回落以及广州散点疫情带来的负面影响有关。往后看，由于广州在 6 月 14 日才开始陆续解封，预计散点疫情对消费的拖累仍将在 6 月的社消数据中有所体现。

图 4：两年复合增长方面，社消小幅抬升，但限额以上消费出现回落

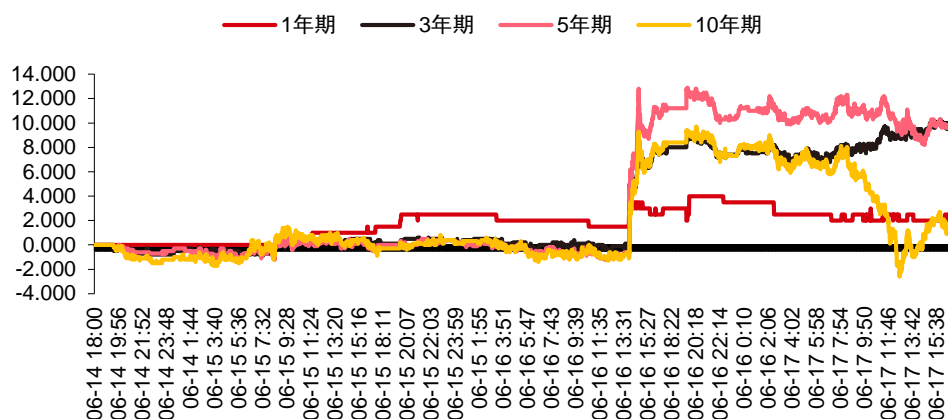


资料来源：Wind，中信证券研究部

总体而言，内地经济仍处于平稳恢复阶段。制造业投资活动加快，有效对冲了基建单月的回落压力，地产投资虽高位回落，但也仍保持在高增速区间。消费方面，受散点疫情等因素影响，5 月社消增速环比回升幅度低于预期，但整体仍在恢复通道之中。

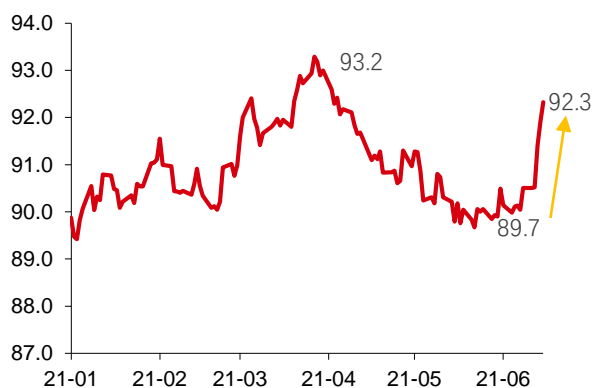
FOMC 议席会议前后海外市场出现再通胀交易“退潮”。美联储 6 月议息会议表述上偏鹰派，但依然没有实质上的货币政策化举措，海外市场从过去一段时间以来的再通胀交易转长期通胀预期退潮。债券市场方面，短端美债与美联储公开市场操作关联度较高，因此受鹰派表述影响较大，北京时间 6 月 16 日当晚，1 年期、3 年期、5 年期美债收益率最高上行幅度分别达到 5bp、10bp 和 13bp，之后基本保持在上行后的水准；相比之下，以 10 年期美债为代表的长端美债收益率在短暂上行后迅速回落至 6 月 16 日之前的水平，说明资金开始重新配置长端美债，对于长期通胀的担忧明显弱化。受此影响，美元指数从 6 月 14 日的 90.52 上行最高至 92.41，目前稳定在 92.2 附近；通胀预期减弱也降低了市场对于黄金的配置需求，伦敦金现自 6 月 17 日开始快速回落，过去 3 个交易日累计跌幅达到 5.2%。

图 5：长端美债收益率上行后迅速回落，反映出市场对于长期通胀的担忧已明显弱化（bp）



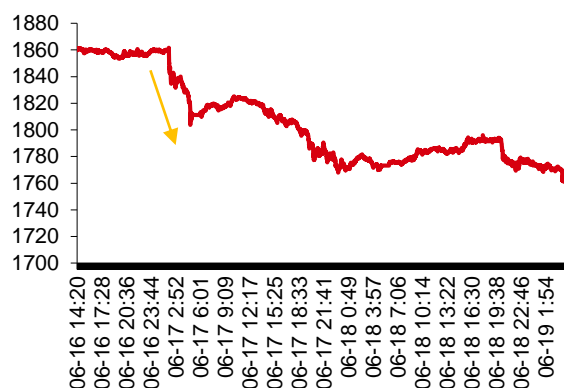
资料来源：Wind，中信证券研究部

图 6：6 月议息会议后美元指数快速反弹



资料来源：Wind，中信证券研究部

图 7：伦敦金现则迅速走弱



资料来源：Wind，中信证券研究部

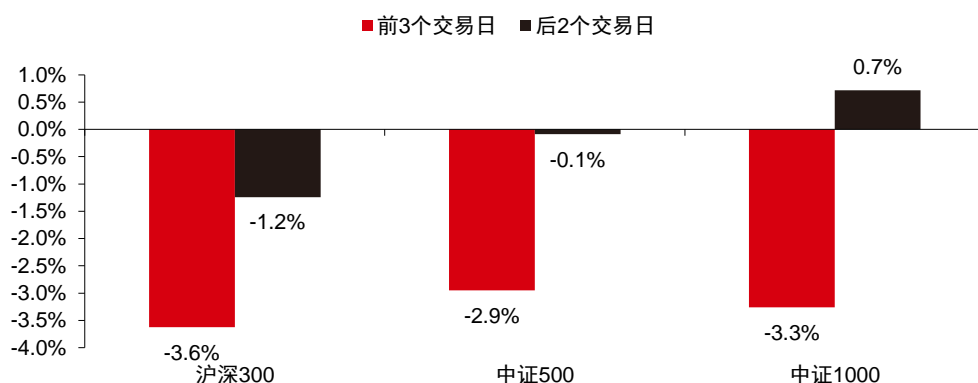
但 A 股市场对于海内外宏观因素反应依然钝化，市场波动反映的更主要是存量资金本身博弈的特征。本周 A 股市场波动伴随成交量同步放大，呈现出明显的存量资金频繁调仓的博弈特征。本周前 3 个交易日无论大小市值股票均出现调整，沪深 300/中证 500/中证

1000 累计跌幅分别位 3.6%、2.9%和 3.3%，说明自周一开始存量资金风险偏好已经开始降低；而在周三收盘后内地宏观经济数据以及美联储议息落地后，市场开始小幅反弹，无论是略不及预期的内地宏观经济数据还是海外央行偏鹰派的表态，A 股市场后续连续 2 个交易日的反弹显示出对负面宏观经济因素相对钝化的特征。更重要的是，尽管后续 2 个交易日中小票继续相对跑赢大票，但整体赚钱效应已经偏弱，即使是中证 1000 指数的反弹幅度较高，也并未完全收复前 3 个交易日的下跌程度。另据上交所官方消息，针对 5 月以来的小票行情中的异常交易行为，上交所持续对严重异常波动股票实施重点监控，个别投资者在相关股票复牌后仍发生拉抬股价等影响市场正常交易秩序、误导中小投资者交易决策的异常交易行为，上交所依规及时采取了自律监管措施，并将根据后续核查情况依规采取进一步监管措施。

据财联社等媒体报道多家银行调整存款利率授权管理，表明政策近期也在主动管理市场预期。首先，本次利率调整是存量政策，此前已经公布，只是近期释放具体的加点数值。其次，长期存款利率下调有利于降低长期成本，对股票市场长期利好。第三，利率调整使得短期利率上升，对于短期流动性不利，因为 1 年以内的存款吸引力提升，加之短期存款占大多数，所以居民有可能会增加短期存款的配置。最后，该政策是利率市场化改革的一部分，更多是为了配合贷款利率的改革，使得存贷款利率计算方法一致，并不是“降息”，对于长期利率的影响是一次性的。

我们认为在高度一致的市场预期下，随着 7 月中报披露渐进，本轮行情的时间约束渐强，市场将在财报季临近和监管强化的背景下，逐渐从博弈估值弹性回归基本面驱动，而短期投资者情绪的波动将加剧 A 股跨月的波动。

图 8：本周市场波动加剧更反映的是存量资金博弈加剧背景下风险偏好的降低



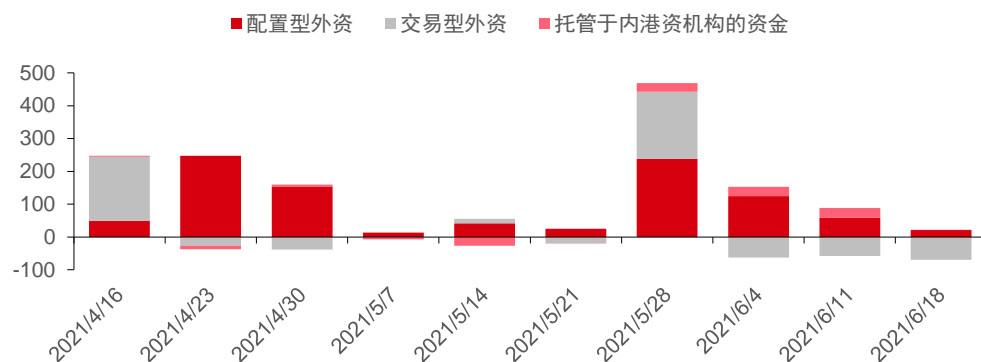
资料来源：Wind，中信证券研究部

行情的时间约束渐强，市场跨月波动加大

5 月至今外资净流入明显放缓。5 月以来北向资金净流入较 1-4 月已经明显放缓，若剔除 5 月 25-27 日因 MSCI 指数权重调整导致的被动资金净流入，则 5 月全月仅净流入 103.2 亿元，6 月截至 18 日仅净流入 21.6 亿元，两组数据明显低于 1-4 月平均 381.3 亿元的净流入水平。结构上，配置型资金净流入节奏放缓，交易型资金短期加速流出。配置型资金 4-6 月的日均净流入规模分别为 28.2/23.2/13.9 亿元，呈逐月减少的趋势，而交易

型资金 6 月截至 18 日已累计净流出 181.0 亿元。但我们认为交易型资金净流出的趋势或迎来拐点，6 月过去半个月的累计净流出规模已经接近 5 月全月净流入的 189.2 亿元，且对比历史上单月净流出情况也属于比较罕见的规模，意味着 5 月这轮 A 股反弹行情入场短炒的对冲类外资已经基本流出。

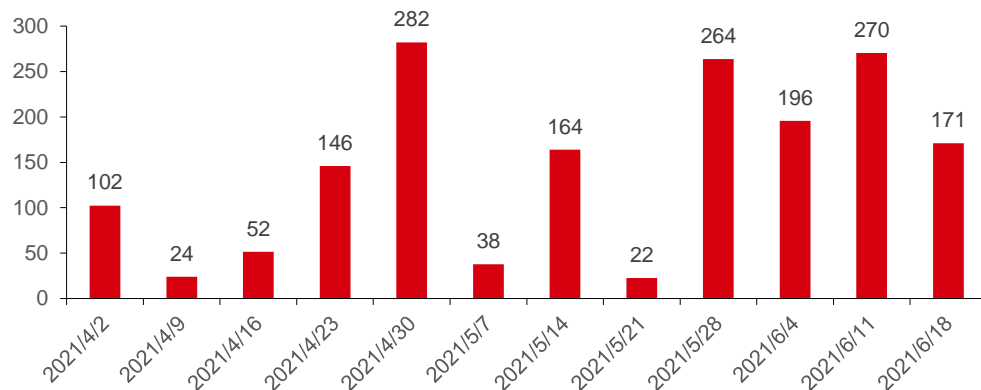
图 9：6 月以来配置型外资流入持续放缓，交易型资金加速净流出



资料来源：Wind，中信证券研究部

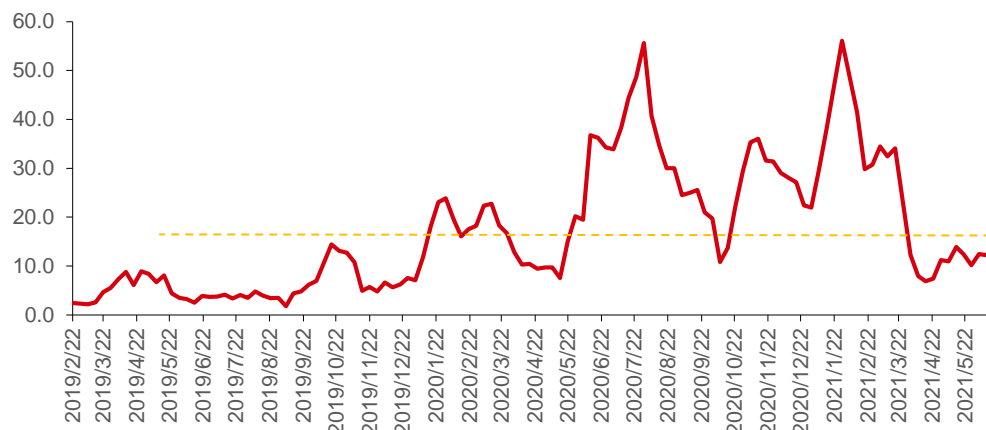
公募新发节奏不温不火。新发基金方面，过去 4 周（5 月 21 日-6 月 18 日）新成立主动权益类公募基金的规模分别为 264/196/270/171 亿元，较 5 月初不到 50 亿/周的水平明显提高，似乎反映基金新发明明显回暖，但我们认为这和 4 月时的情况相似，依然是基金公司的发行计划相对集中于月末导致成立基金的数量较月初时更高，总体规模也明显增大，但并不能说明新发热度正在快速修复。若从基金的平均发行规模来看，过去三周每只基金平均 10-15 亿的成立规模和 5 月初的水平相差不大，且远远低于 1-3 月份平均在 30-50 亿左右的情形，因此可以看出新发基金目前虽然好于 3 月末时的冰点，但依然保持在不温不火的状态。

图 10：主动权益类公募基金每周新成立规模（亿元）



资料来源：Wind，中信证券研究部

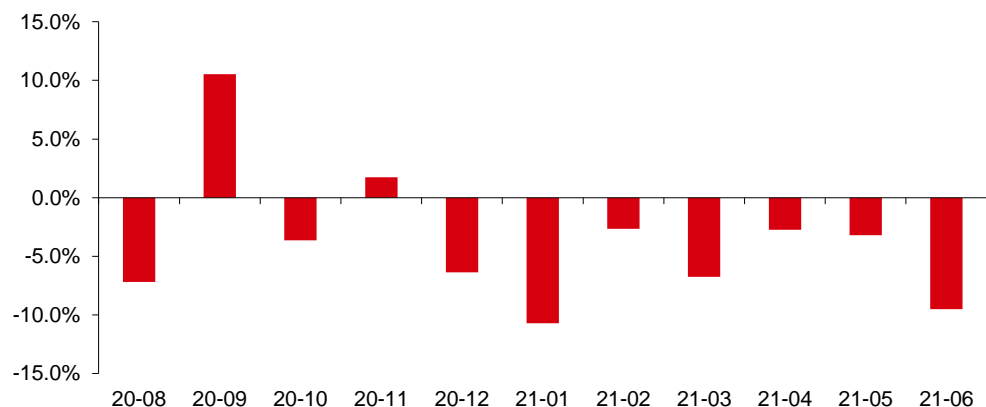
图 11：主动权益类公募基金每周成立基金平均规模（过去 4 周滑动平均，亿元）



资料来源：Wind，中信证券研究部

存量公募基金近期赎回压力较大。根据中信证券渠道的调研数据，4-6 月（截至 6 月 11 日）样本基金的日均净申赎率季度化后的水平分别为-2.7%/-3.2%/-9.5%，显示出 6 月的净赎回率快速攀升，已经超过了今年 3 月的下跌期间的-6.8%，作为对比参考，历史上 A 股主动权益类公募基金单季度净申赎率一般保持在-2%~-3%左右，说明整体层面近期存量基金面临较大赎回压力。高频数据显示较高的净赎回率始于 5 月中旬市场启动快速上涨的阶段，而 5 月的申赎结构也反映出净赎回率较高的基金依然是规模偏小的尾部基金。

图 12：6 月至今存量基金的净赎回率（日均值季度化）超过 3 月水平

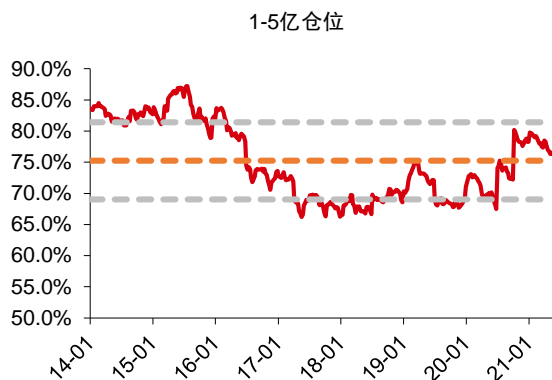


资料来源：中信证券渠道调研。注：2021 年 6 月数据截至 6 月 15 日

头部公募&私募基本没有调仓，小型私募游资近期无激进加仓，整体仓位维持历史均值以下位置。根据中信证券研究部量化与配置组测算的历史仓位数据，仓位变动方面，规模在 1-5 亿、5-10 亿、10-20 亿、20-50 亿以及 50 亿以上的主动权益类公募基金 6 月中旬较 4 月末的仓位变化分别为-1.62%/-2.00%/+1.60%/-2.01%/-0.40%，说明头部产品（规模 50 亿以上）在市场反弹阶段基本没有调仓，腰部及尾部产品仓位互有增减、变动灵活；仓位绝对水平方面，各组基金基本保持在 2014 年以来的历史平均仓位附近及以下的水平，

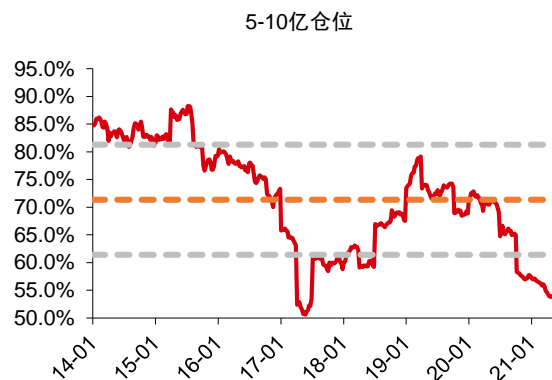
且平均低于 1 月末仓位峰值时约 2.0 个 ppts。内地私募机构与公募类似，根据中信证券渠道调研了解情况，近年来规模百亿以上头部私募基金的风格与公募基金逐渐接近，部分头部私募在 3 月的市场调整过程中保持较高仓位的运行，而小型私募自 3 月快速降低仓位之后，并没有随着市场 5 月以来的小票行情明显地加仓，而是维持在相对稳健偏低的水平。

图 13：2014 至今规模在 1-5 亿元的公募基金仓位



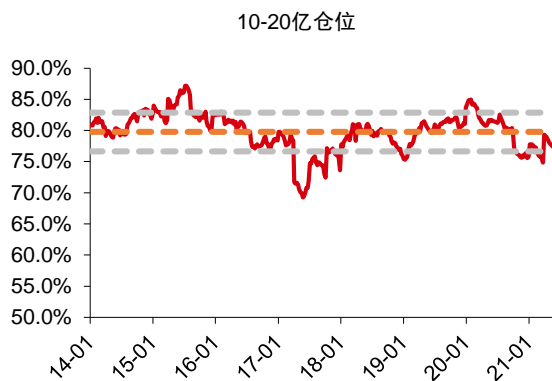
资料来源：中信证券研究部量化与配置组测算。注：2021 年 6 月数据截至 6 月 11 日

图 14：2014 至今规模在 5-10 亿元的公募基金仓位



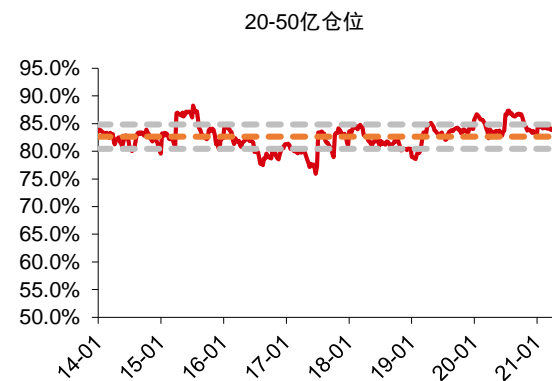
资料来源：中信证券研究部量化与配置组测算。注：2021 年 6 月数据截至 6 月 11 日

图 15：2014 至今规模在 10-20 亿元的公募基金仓位



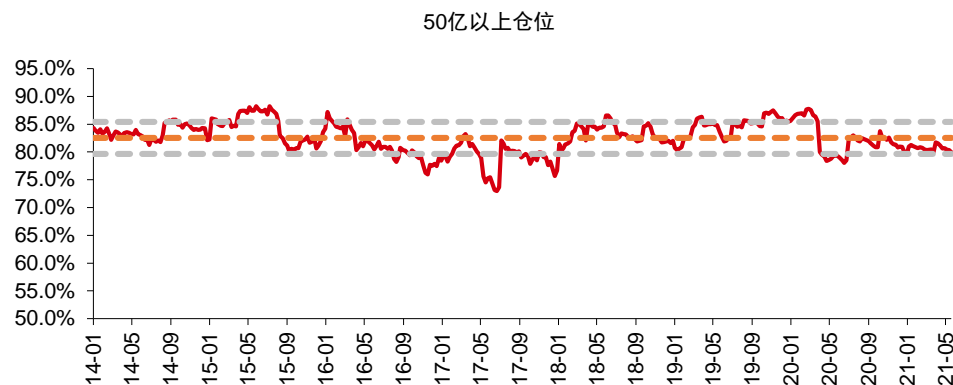
资料来源：中信证券研究部量化与配置组测算。注：2021 年 6 月数据截至 6 月 11 日

图 16：2014 至今规模在 20-50 亿元的公募基金仓位



资料来源：中信证券研究部量化与配置组测算。注：2021 年 6 月数据截至 6 月 11 日

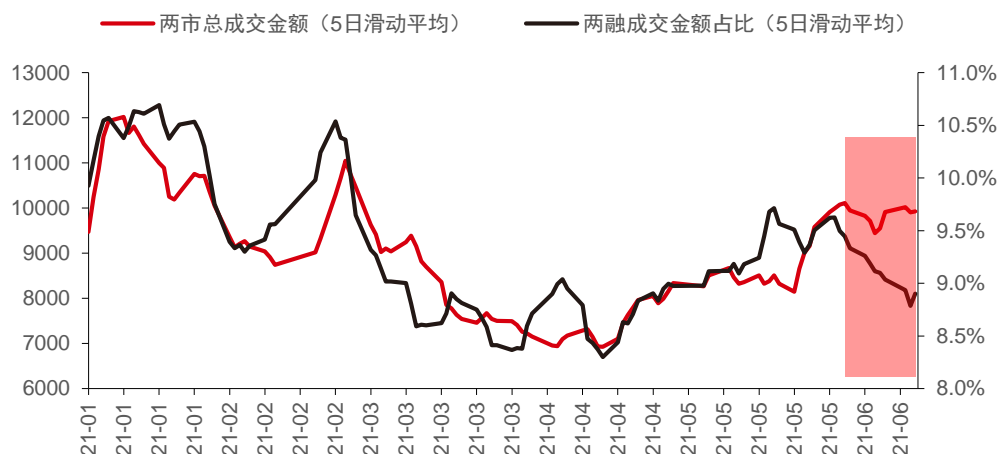
图 17：2014 至今规模在 50 亿元以上的公募基金仓位



资料来源：中信证券研究部量化与配置组测算。注：2021 年 6 月数据截至 6 月 11 日

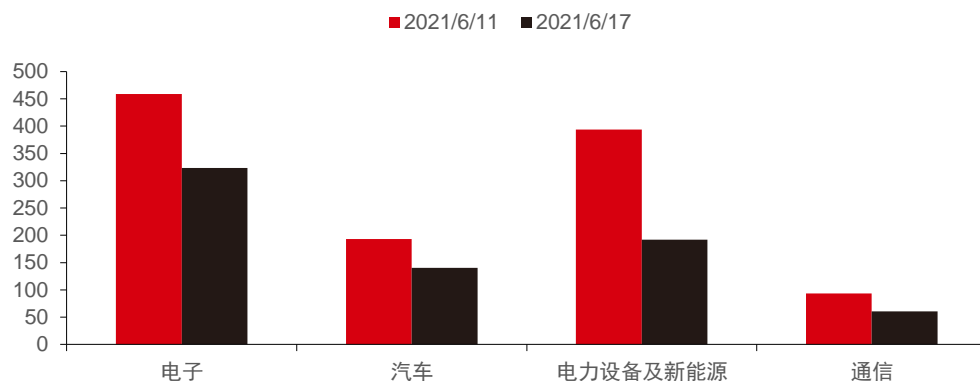
两市成交额保持高位，但两融成交贡献占比已经明显下滑。自 5 月 25 日两市成交金额突破万亿元以来，A 股市场日成交金额平均保持在 9800 亿元左右的高位，但两融成交金额占比不断下滑，从 5 月中下旬的 10.2% 左右降至最新的 9.0% 附近，呈现自年初至今以来首次和市场成交活跃度背离的状况。即便是热门板块的两融成交活跃度也出现了明显的下滑，本周电子、汽车、电力设备及新能源、通信行业累计涨幅居前，但本周的两融成交累计金额环比上周分别下滑 29.5%、27.3%、51.2% 和 35.3%。

图 18：6 月市场成交金额保持高位但两融成交占比持续下滑（亿元，%）



资料来源：Wind，中信证券研究部

图 19：本周热门板块两融成交金额较上周均出现了下滑

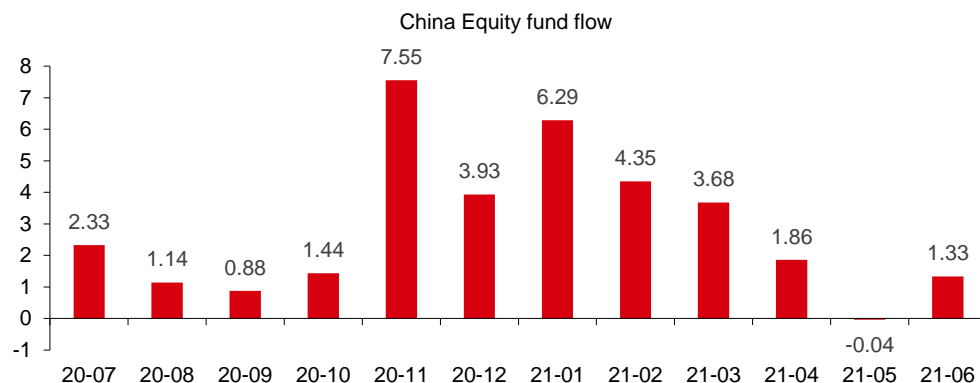


资料来源：Wind，中信证券研究部

看短做短的博弈性交易弱化，盈利逐渐成为主驱动

紧平衡下市场波动或进一步加大，但再次出现大幅下行的概率偏低。资金的紧平衡状态意味着存量博弈依然主导着未来市场节奏，短期市场波动或进一步放大。但头部机构面临的赎回压力较低，核心资产当前估值相对合理，故不存在主动减仓动机；尾部机构虽近期赎回压力较大，但整体仓位自 4 月以来已保持低位。海外中国基金近期申购量明显回暖，而北向资金中的交易型资金净流出趋势或迎来拐点，若市场出现调整则配置型资金可能重新加速流入，因此 A 股市场再次出现大幅下行的风险也比较有限。

图 20：6 月海外中国基金资金流恢复净流入（十亿美元）



资料来源：Eikon，中信证券研究部。注：2021 年 6 月数据截至 6 月 15 日

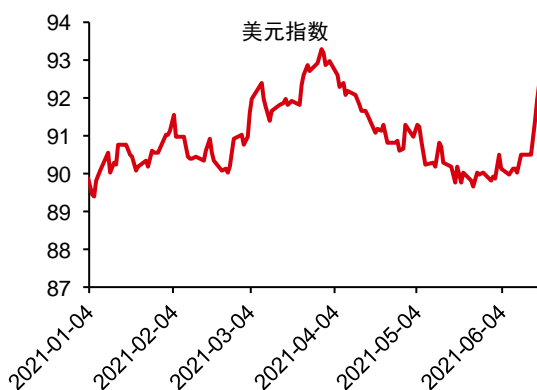
前期存量资金交投活跃的环境下，估值弹性是更重要的加分项，“盘轻无基”的中小市值公司更受青睐；而随着交易驱动退潮，中报舆情披露高峰渐进，基本面将成为重要的基准。最新的交易所规定下，中报净利润满足一定条件的上市公司可以披露业绩预告，但并不强制披露，上述条件包括净利润为负、扭亏为盈、净利润同比±50%以上。截至 6 月 19 日，250 余家公司披露了 2021 年中报预告，按照预告净利润上下限均值计算，已披露公司 2021Q2 单季度净利润同比增速高达 84%，其中汽车、有色、交运、钢铁、基础化工、石油石化等行业同比增速靠前。

■ 全球“再通胀”交易接近尾声，A 股在主要权益市场中吸引力依然很强

本轮全球“再通胀”交易接近尾声

美联储6月会议并未释放任何实质收紧的信号(包括Taper和加息都暂未提上日程)，但在表述上偏向鹰派，正常化预期渐起，大类资产价格走势有较为明显的反应。本周大类资产价格出现较大幅度波动，其中美元指数本周大涨 2.0%， “一枝独秀”。商品价格出现拐点迹象，布油本周整体上涨 0.8%，但在最近 3 个交易日连续下跌 1.4%；LME 期铜本周下跌 8.5%报 9149 美元/吨，LME 期铝本周下跌 3.1%报 2385.5 美元/吨。美国股票层面，道琼斯工业指数、标普 500 和纳指本周分别下跌 3.4%/1.9%/0.3%，道指明显跑输纳指。10 年期美债收益率本周处于震荡区间，从上周五的 1.47%上升至本周三的 1.57%，随后周五又下降至 1.45%。

图 21：美元指数本周大涨 2.0%



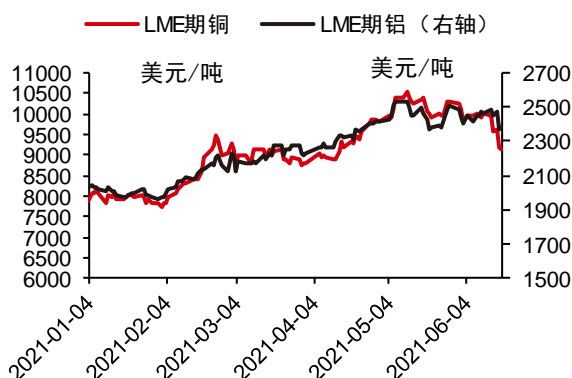
资料来源：Wind，中信证券研究部

图 22：布油最近 3 个交易日下跌 1.4%



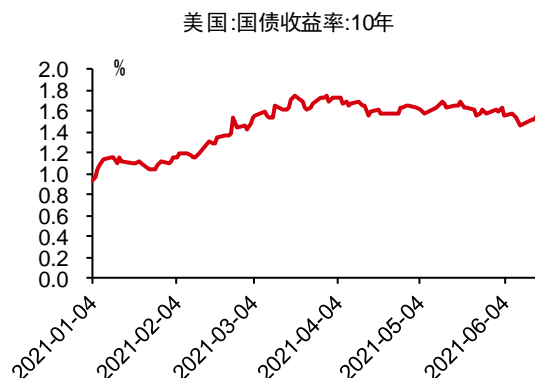
资料来源：Wind，中信证券研究部

图 23：LME 期铜/LME 期铝本周分别下跌 8.5%/3.1%



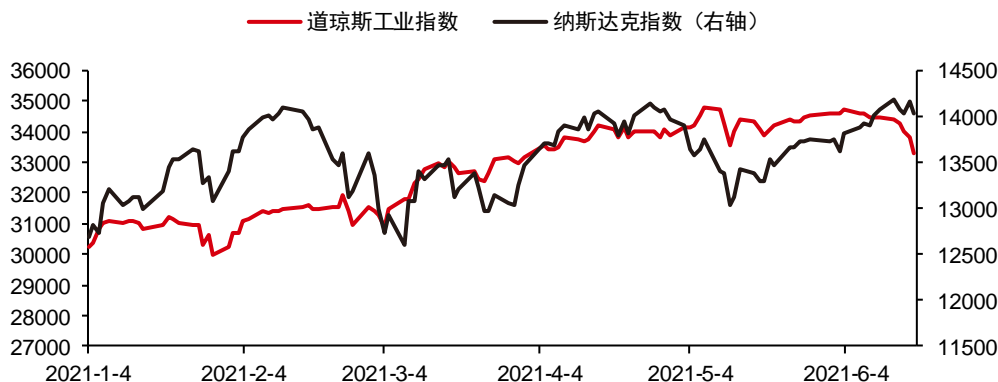
资料来源：Wind，中信证券研究部

图 24：美债收益率处于震荡区间



资料来源：Wind，中信证券研究部

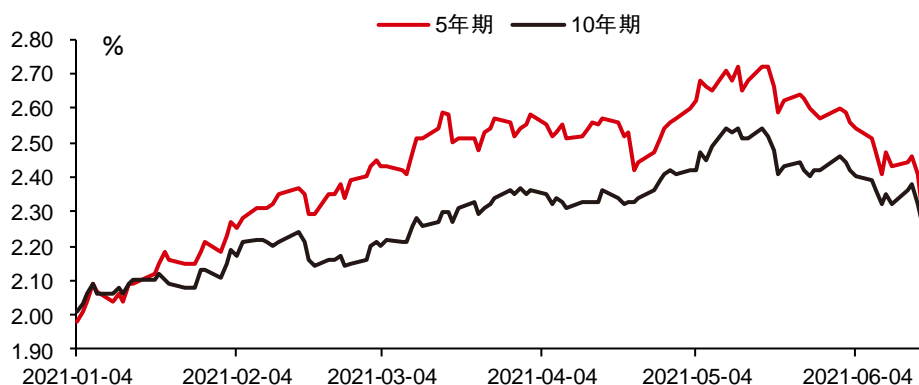
图 25：本周美股下挫，道指明显跑输纳指



资料来源：Wind，中信证券研究部

我们认为本轮全球“再通胀”交易接近尾声。一方面，全球经济复苏错位逐步改善，大宗商品供应端约束缓解；另一方面，中国主动管控和美国经济恢复放缓下，本轮阶段性通胀已接近尾声，对货币政策约束也明显弱化。实际上，以国债和 TIPS 收益率的差值作为衡量指标，从 5 月份下旬开始，美国通胀预期已经开始持续回落。

图 26：国债与 TIPS 收益率差值从 5 月下旬开始下滑



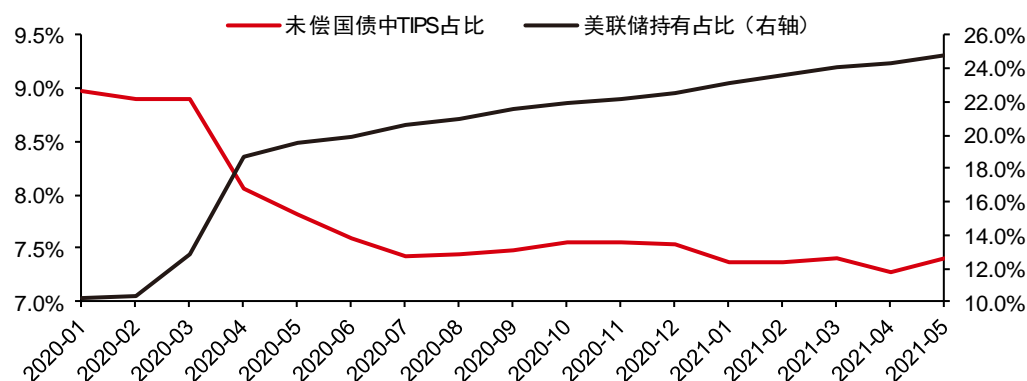
资料来源：Wind，中信证券研究部

充分预期下美联储政策按部就班，市场影响有限

美联储 6 月会议维持基准利率和 QE 购买量不变。此次会议联储并未释放任何实质收紧的信号（包括 Taper 和加息都暂未提上日程），但在表述上偏向鹰派，包括点阵图显示未来两年的加息预期升温，利率预测中枢抬升；6 月美联储在经济预测（SEP）中大幅上调了今年美国的经济和通胀预测，侧面反映了美联储开始关注到通胀持续上涨的风险；还包括技术性上调了利率走廊区间。总体来看，美联储一直在主动管理市场预期，TIPS 在全部美国国债未偿占比从 3 月开始就出现下滑趋势，而同期美联储持有 TIPS 占比大幅上升，显示美联储有意在管理通胀预期。本次议息会议相比于 3 月的会议已经有很大的转变，会后鲍威尔也提到对于通胀可能持续更久且水平更高的担忧，包括点阵图、经济预测等都反映了目前美联储已经开始为之后的货币正常化做准备，但投资者对美联储的政策有序退

出已有比较充分的预期。

图 27：美联储 3 月以来有意在管理通胀预期



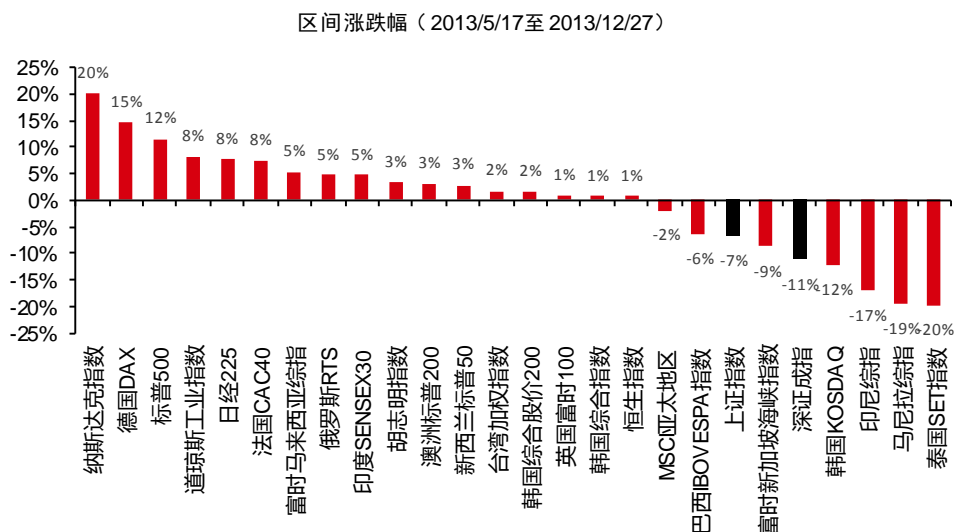
资料来源：美联储，中信证券研究部

偏鹰的表述表明美联储开始警惕通胀持续性的风险，需要警惕 8 月 Jackson Hole 会议上鲍威尔释放考虑缩减购债信号的可能性。我们认为美联储下半年 Taper 的时点主要取决于就业市场表现，而中期是否会提前加息则需要结合未来一年对通胀持续性的判断再做决定。因此未来美联储的紧缩路径将可能是“短期关注就业、中期关注通胀”来决定。根据中信证券研究部海外宏观组预测，美联储可能会基于就业市场的变化在 8-9 月释放 Taper 信号，Q4 公布细节计划，年底或明年初执行，预计 6-12 个月完成缩减后，通过到期债券再投资维持一段时间资产负债表规模不变，而后到明年中期再观察通胀持续性的问题，2023 年初再考虑加息事宜。

A 股在主要权益市场中吸引力依然很强

上一轮美联储 Taper 出现在 2013 年，期间发展中国家股市普遍受压制。2013 年 5 月份时任美联储主席伯南克释放 Taper 信号，并在 12 月议息会议中决定正式开始 Taper 操作。在此期间（2013/5/17 至 2013/12/27），美德日法等发达国家股指涨幅靠前；对于发展中国家 MSCI EM 指数区间涨跌幅-4.6%，但不同国家之间分化十分显著，马来西亚、俄罗斯、印度、越南重要股指录得正收益，而泰国、印尼、新加坡、中国股指平均跌幅在 10% 以上。这也引发了市场对于本轮美联储正式释放信号到开始缩减购债规模期间 A 股走势的担忧。

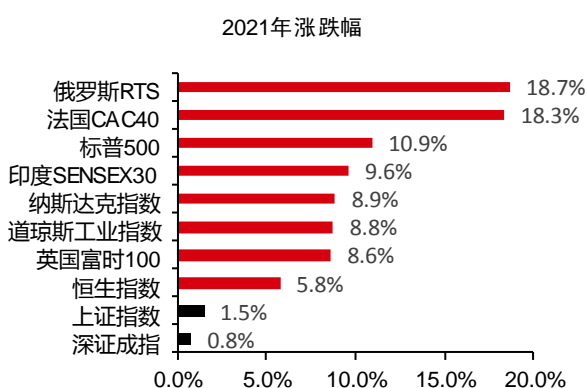
图 28：上一轮从美联储释放 Taper 信号到正式操作，全球股市走势分化显著



资料来源：Wind，中信证券研究部

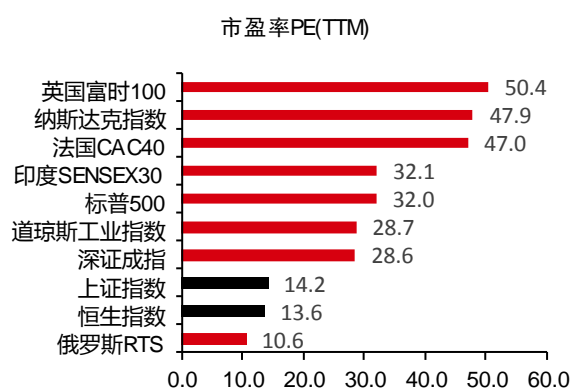
投资者担心三季度 A 股和其它新兴市场一样会受美元走强和美联储政策退出预期的压制，我们认为这一风险触发可能性小。首先，本轮新兴股市整体潜在风险明显弱于上一轮美联储的政策退出，疫苗接种和经济恢复提速有利于支撑新兴市场货币汇率和基本面预期，而且部分新兴市场国家央行也通过提前加息的方式来应对资本外流风险。其次，对于 A 股而言，上证综指年内涨幅+1.5%，最新的市盈率 14.2 倍，相比其他发达国家和发展中国家的重要指数有明显的安全垫，叠加中国市场仍处于稳健发展的同时不断主动出清风险的阶段，未来 A 股预计仍将行稳致远，成为新兴市场中的核心资产和压舱石。

图 29：全球重点指数中，A 股年内涨幅靠后



资料来源：Wind，中信证券研究部

图 30：全球重点指数中，A 股估值较低



资料来源：Wind，中信证券研究部

■ 强化成长配置，关注政策主题和中报行情

三季度的宏观经济和流动性环境整体平稳。通胀阴霾渐散，看短做短博弈收官，看长做长布局成长。预计下半年 A 股将由平静期逐步进入共振上行期，四季度空间比三季度更

大。盈利增速转弱，信用风险释放，美元指数走强。

信用周期下行的衍生影响依然需要关注。a) 上游价格上涨和信用周期下行叠加，对二、三季度的基本面影响依然需要观察。b) 违约风险有序释放，市场需要时间消化，于此同时，为了防范信用风险传染，预计央行也将以量定价，继续保持稳定银行间利率水平，预计 DR007 将依然在 2.2% 的中枢附近窄幅波动。c) 另外，信用周期下行和信用风险暴露的环境下，大金融板块相对受压制，权重板块表现约束指数上行空间。

预计市场对成长主线的中期共识将继续提升。市场风格上，经济运行和流动性预期平稳的宏观背景下，产业空间大且复合增速高的板块，受盈利周期性下行的约束小，成长溢价更明显。今年二季度工业板块仍将贡献最主要的盈利增量，Q2 单季度盈利增速预计为 63.5%，三四季度 TMT 和医药两大成长板块即使在高基数背景下，相对盈利趋势会明显占优。政策环境上，预计下半年政策重心更专注于绿色、创新、共享等主题下的长期高质量发展，政策密集落地，更有利于成长板块。估值逻辑上，近期自下而上的高资本开支提速，强化了成长板块长期增长的确定性，分子端明确改善；同时，流动性预期相对平稳，分母端波动性降低，成长板块的估值有支撑。配置上，继续推荐**新能源、科技自主可控、国防安全**和**智能制造**的中长期主线。

此外，关注政策催化交易相关主题。除了中期高质量发展下的创新、绿色、共享主题外，短期建议聚焦具体政策有望落地催化的主题。在海南、浦东等试点之后，推动**横琴**进一步扩大开放的政策值得关注。在军队补偿式发展的驱动下，**军工板块**也会有相应的主题性机会。

最后，关注中报业绩高确定性品种的短期交易机会。从目前披露情况来看，包括汽车在内部分成长制造中报业绩或将得到进一步印证，行业景气有望延续。而对于中报业绩确定性和弹性较高上游资源品，我们依旧建议淡化周期思维，板块反弹也提供了更好的调仓机会。

■ 风险因素

全球疫情反复、疫苗接种不及预期；中美科技贸易领域摩擦加剧；国内经济复苏进度不及预期；海内外宏观流动性超预期收紧。

■ 相关研究

A 股策略聚焦：轮动慢涨期进入下半场，转战高性价比品种	2021.01.03
A 股策略聚焦：脉冲式行情后市场将重回慢涨	2021.01.10
A 股策略聚焦：抢跑式建仓缓解，转战两市场高性价比主线	2021.01.17
A 股策略聚焦：盈利驱动转向资金驱动，紧扣两条主线	2021.01.24
A 股策略聚焦：万亿投放在即，2 月慢涨延续	2021.01.31
A 股策略聚焦：流动性紧平衡前移，极致分化将缓解	2021.02.07

A 股策略聚焦：充裕的市场流动性推动 A 股慢涨延续	2021.02.17
A 股策略聚焦：步入平静期，转战新主线	2021.02.28
A 股策略聚焦：平静期有底有压，新主线价值提升	2021.03.07
A 股策略聚焦：有底有压，积极调仓	2021.03.14
A 股策略聚焦：提前布局通胀预期拐点	2021.03.21
A 股策略聚焦：悲观预期顶点已现，四月基本面破局	2021.03.28
A 股策略聚焦：关注点由外转内，基本面蓄势破局	2021.04.05
A 股策略聚焦：平静期内主配角转换	2021.04.11
A 股策略聚焦：投资者共识重聚，主配角转换提速	2021.04.18
A 股策略聚焦：结构博弈加剧，整体波澜不惊	2021.04.25
A 股策略聚焦：走出通胀焦虑，布局估值弹性	2021.05.05
A 股策略聚焦：周期逻辑淡化，成长估值修复	2021.05.16
A 股策略聚焦：强化估值弹性，聚焦成长制造	2021.05.23
A 股策略聚焦：存量博弈主导市场，把握短期轮动机遇	2021.06.14

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准；韩国市场以科斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上

其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含 CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由 CLSA Limited 分发；在中国台湾由 CL Securities Taiwan Co., Ltd. 分发；在澳大利亚由 CLSA Australia Pty Ltd.（金融服务牌照编号：350159）分发；在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）分发；在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧盟与英国由 CLSA Europe BV 或 CLSA（UK）分发；在印度由 CLSA India Private Limited 分发（地址：孟买（400021）Nariman Point 的 Dalalal House 8 层；电话号码：+91-22-66505050；传真号码：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118；印度证券交易委员会注册编号：作为证券经纪商的 INZ000001735，作为商人银行的 INM000010619，作为研究分析商的 INH000001113）；在印度尼西亚由 PT CLSA Sekuritas Indonesia 分发；在日本由 CLSA Securities Japan Co., Ltd. 分发；在韩国由 CLSA Securities Korea Ltd. 分发；在马来西亚由 CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd 分发；在菲律宾由 CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会会员）分发；在泰国由 CLSA Securities (Thailand) Limited 分发。

针对不同司法管辖区的声明

中国：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

美国：本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas 除外）仅向符合美国《1934 年证券交易法》下 15a-6 规则定义且 CLSA Americas 提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA group of companies 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系 CLSA Americas。

新加坡：本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问），仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第 33、34 及 35 条的规定，《财务顾问法》第 25、27 及 36 条不适用于 CLSA Singapore Pte Ltd.。如对本报告存有疑问，还请联系 CLSA Singapore Pte Ltd.（电话：+65 6416 7888）。MCI (P) 024/12/2020。

加拿大：本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

欧盟与英国：本研究报告在欧盟与英国归属于营销文件，其不是按照旨在提升研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟与英国由 CLSA（UK）或 CLSA Europe BV 发布。CLSA（UK）由（英国）金融行为管理局授权并接受其管理，CLSA Europe BV 由荷兰金融市场管理局授权并接受其管理，本研究报告针对由相应本地监管规定所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告。对于由英国分析员编纂的研究资料，其由 CLSA（UK）与 CLSA Europe BV 制作并发布。就英国的金融行业准则与欧洲其他辖区的《金融工具市场指令 II》，本研究报告被制作并意图作为实质性研究资料。

澳大利亚：CLSA Australia Pty Ltd（“CAPL”）（商业编号 53 139 992 331/金融服务牌照编号：350159）受澳大利亚证券和投资委员会监管，且为澳大利亚证券交易所及 CHI-X 的市场参与主体。本研究报告在澳大利亚由 CAPL 仅向“批发客户”发布及分发。本研究报告未考虑收件人的具体投资目标、财务状况或特定需求。未经 CAPL 事先书面同意，本研究报告的收件人不得将其分发给任何第三方。本段所称的“批发客户”适用于《公司法（2001）》第 761G 条的规定。CAPL 研究覆盖范围包括研究部门管理层不时认为与投资者相关的 ASX All Ordinaries 指数成分股、离岸市场上市证券、未上市发行人及投资产品。CAPL 寻求覆盖各个行业中与其国内及国际投资者相关的公司。

一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2021 版权所有。保留一切权利。