

中信证券研究部



杨灵修
首席海外策略师
S1010515110003



联系人：徐广鸿

核心观点

在疫苗接种率持续提升的背景下，今年下半年全球经济预计维持重启态势。短期“需求正常化”vs“供给瓶颈”所导致的价格压力也将逐步消退。对于美国，虽然下半年美联储大概率维持超宽松的货币政策，但鉴于当前标普 500 的高位估值已透支了基本面超预期的利好，Taper 信号的释放叠加拜登的加税如若分别在 8 月和 9 月落地，或意味着今年 2 月以来“散户加杠杆”助推的美股在 3 季度会面临风险集中爆发。同时，欧洲市场虽然估值更为合理，但投资者也需警惕未来的政治风险。相比之下，整体新兴市场稳定性较高。MSCI 新兴市场指数中，中国内地、中国台湾和韩国股市的权重合计占比达 66%，除了人民币资产预计将受益于中国内地的稳健增长外，半导体行业的高景气也将利好中国台湾和韩国股市。

■ **美国经济快速复苏带来“过渡性”通胀压力。** PMI 及期限利差等领先指标都显示美国经济仍处于快速重启阶段。在工业产能利用率反弹至 74.9% 的同时，美国企业部门也大幅加快设备和 IP 类投资，而美国个人消费支出在今年 1 季度更是增长 3.4%，3 月单月增速高达 11%。在美国新冠疫苗接种比例接近 50% 的情况下，需求的正常化导致“过渡性”通胀显现无疑。但我们判断上游材料端的价格压力会随着智利及俄罗斯等主要出产国的产量恢复而缓解。此外，5 月中旬起共和党执政州开始逐步提早退出联邦失业金的发放。鉴于美国 1 季度职位空缺率增幅最大的行业大都是疫情爆发后就业率恢复最慢的行业，未来短期美国企业面临的“用工荒”以及薪资上涨的压力也有望缓解。

■ **美股流动性最大的变量：散户的取向。** 在“过渡性”通胀压力以及支持就业复苏的取舍下，我们判断美联储下半年仍将维持超宽松的货政操作，维持每月 1200 亿美元的扩表规模；但随着美国经济的重启，预计美联储将于明年开启并完成缩减购债计划，具体观测点或包括今年 6 月 FOMC 会议上美联储是否会上调通胀预期以及 8 月底的 Jackson Hole 会议时的表述。除宏观流动性外，得益于现金流的快速增长，我们预测今年标普 500 企业的回购额也将同比反弹 38% 至近 7000 亿美元。但截至今年 4 月底，美国保证金贷款余额高达 8472 亿美元（同比增长 61.5%），而今年 2 月以来零售型货基的余额则下降 830 亿美元。因此，一旦风险事件爆发，“散户加杠杆”资金流出将对美股造成冲击。

■ **加税：下半年美股最大的风险。** 在提出合计逾 4 万亿美元的财政刺激计划的同时，拜登也意图大幅上调各项税率来弥补财政支出的缺口。基建及其他支出计划有虽利于创造就业、中长期缩小贫富差距、增强研发动力，但短期来看，企业所得税的提升毫无疑问将对美股盈利造成冲击，特别是对信息技术和医疗保健等行业。而资本利得税的上调预计会导致投资者在有效期日前进行抛售以规避更高的税负。个税上调对美国消费影响虽然有限，但 Tax Foundation 测算拜登的各项加税措施将合计导致美国的长期 GDP 萎缩 1.62%。最后，由于二战后美国历史上从未出现过个人所得税、企业所得税以及资本利得税同时上调的情况，若美国丧失税收的相对优势，或导致中长期资金持续流出美国的现象。

■ **美股下半年展望：风险加剧，3 季度或为集中爆发点。** 虽然对今年标普 500 盈利增速的一致预期已从 4 月中旬的 27% 上调至当前的 34%，但其动态估值仍处于 21.3 倍的高位。在无新的催化因素下，美股大市进一步上行的空间有限，相反，各类风险却在逐步加剧。若美联储于 8 月底确定性地释放削减购债的信号，且民主党于 9 月底前如期通过加税法案，则 3 季度下旬或是美股风险集中爆发的时间点。而如果资本利得税改的起始有效日最终确定为 2022 年 1 月 1 日，则“散户加杠杆”资金的大概率流出可能会在 4

季度对美股的表现造成负面影响。行业层面，短期上我们仍偏好受益于经济重启、PPI-CPI 剪刀差扩大的能源、原材料和工业，以及收益率曲线“陡峭化”+回购重启+拨备减少利好的银行；临近年底，建议关注估值切换后，维持高成长性、获 ETF 持续配置的科技巨头。

- **警惕欧洲的政治风险，但预计新兴市场不会出现资金外流。**目前对 2021 年 STOXX 600 盈利增速的一致预期为 45.2%，但其估值也处于 17.5 倍的高位，下半年需警惕德国总理默克尔卸任后以及苏格兰可能进行公投的政治风险。从新兴市场整体来看，外部风险预计不会导致资金流出。MSCI EM 指数中，中国内地、中国台湾和韩国股市的权重合计占比达 66%。在中国内地经济维持增长的背景下，中美息差仍保持在 150bps 左右的水平，人民币的升值压力也利好资金流入。而在全球芯片短缺的环境下，半导体主导的韩国和中国台湾市场预计也将受益于盈利的稳健增长。此外，随着全球旅游业的恢复，对旅游高度依赖的东亚国家如泰国和菲律宾等预计将充分受益。
- **风险因素：**1) 美债收益率持续大幅上行，信用利差走阔抬升融资成本；2) 美元升值导致海外收入受汇兑影响；3) 中美关系再度恶化；4) 疫情再度爆发、经济重启受阻；5) 全球资金大幅流出新兴市场。

目录

美国经济快速复苏带来的通胀压力	1
领先指标显示美国经济处于快速复苏阶段	1
美国消费需求旺盛，企业设备投资反弹显著	1
美国通胀的根源：左侧的供给 vs 右侧的需求	2
未来通胀压力有望缓解	3
美股流动性最大的变量：散户的取向	5
美联储的选择：控通胀还是保就业？	5
2021 年标普 500 企业回购预计反弹至近 7000 亿美元	8
不确定的市场流动性	10
加税：下半年美股最大的风险	11
拜登加税计划预计对美国长期 GDP 造成 1.6% 的冲击	11
企业所得税：海外收入占比较大的公司受冲击最大	12
资本利得税：或导致股市抛售，但起始有效日是关键	13
若三大税率同时上调，或导致资本中长期持续流出	14
美股下半年展望：风险加剧	16
盈利超预期已被“透支”，三大风险或在 Q3 集中爆发	16
无需过度担忧通胀对市场整体表现的风险	17
2021H2 美股三条配置主线：周期/工业、银行、科技巨头	18
欧洲和新兴市场	21
欧洲市场展望：关注默克尔卸任和苏格兰公投或导致的政治风险	21
新兴市场：基本面有支撑，料难出现资金流出风险	22
风险因素	24

插图目录

图 1: PMI 和期限利差显示美国经济持续快速恢复	1
图 2: 年初以来新增订单拉动下美国制造业快速恢复	2
图 3: 美国企业部门设备类投资反弹加快 (同比增速)	2
图 4: 2021 年 Q1 和 3 月 PCE 同比增速分别达到 3.4% 和 11.0%	2
图 5: 疫情带动美国网络零售占比持续攀升	2
图 6: 随着“全民免疫”的目标逐步接近, 美国新增病例持续下降	3
图 7: 美国中小企业面临“用工荒+库存不足”的困境	3
图 8: 美国制造业“出货量/存货量”和“新增订单/未完成订单”比值	3
图 9: 2021 年以来金属价格与主要出口国疫情增速出现背离	4
图 10: 智利和俄罗斯新冠疫苗完全接种比例	4
图 11: 2021 年 1 季度美国各行业职位空缺率变化	4
图 12: 新冠疫情爆发以来美国四大行业就业率走势	4
图 13: 目前已有 16 个共和党执政的州宣布将提早退出联邦失业金的发放	5
图 14: 近期涨价项主要是基于基数效应 (环比涨幅)	6
图 15: 核心项的涨价现象仍不明显 (环比涨幅)	6
图 16: 美国低收入群体就业恢复程度非常缓慢	6
图 17: 疫情爆发以来低收入人群的累计消费增速是最高的	6
图 18: 美国就业人口恢复到疫情前水平预计需等到 2022 年中	7
图 19: 美联储并未在 2011 年因通胀上行而收紧货币政策	7
图 20: 美日欧三大央行今年 5 月至 12 月合计扩表规模预计将达到 2.47 万亿美元	7
图 21: 美国失业率和通胀数据预测	8
图 22: 2020 年标普 500 企业累计回购为 5280 亿美元	9
图 23: 标普 500 指数自由现金流及同比增速	9
图 24: 标普 500 指数企业盈利及同比增速	9
图 25: 2021 年标普 500 企业回购预计同比增长 37.5% 至 6936 亿美元	10
图 26: 美国保证金贷款余额增速创历史新高	10
图 27: 今年 2 月以来美国零售和机构货基金余额明显背离	10
图 28: 美国保证金贷款的余额与标普 500 走势高度相关	11
图 29: 可使用融资余额比例的拐点往往意味着股市的拐点	11
图 30: 美国股票型共同基金仍持续净流出	11
图 31: 标普 500 各行业 2018 以及 2019 年有效税率测算	13
图 32: 标普 500 各行业 2020 年海外业务营收占比	13
图 33: 美国 1968 年至 1972 年以及 1987 年的资本利得税率都出现上调	14
图 34: 美国三大主要税率历史变化	15
图 35: 若上调至 28%, 美国企业所得税率将高于 OECD 和 G20 均值	15
图 36: 2018 年特朗普的减税法案执行后爱尔兰持有的美国国债明显下降	15
图 37: SPX 动态估值已处于历史高位	16
图 38: 标普 500 指数 2021 和 2022 年 EPS 增速预测	16
图 39: TGA 账户的快速削减压制了美债收益率上行趋势	17
图 40: 4 月以来美联储通过逆回购收紧流动性	17
图 41: 预计美国市场下半年风险事件爆发时间点	17
图 42: 2011 年后 SPX 毛利率与美国通胀走势基本呈正相关关系	18

图 43: 毛利率与通胀相关性较低的板块占比显著提升	18
图 44: 年初至 5 月 26 日 SPX 各板块表现	18
图 45: SPX 分行业动态 PE 及预测 EPS 增速	18
图 46: 年初至今美国 PPI 与 CPI 之间的剪刀差持续扩大	19
图 47: 美国能源、原材料、工业等板块盈利及毛利率变动与 PPI-CPI 剪刀差显著正相关	19
图 48: 3 月下旬以来美国收益率曲线略显“扁平化”	19
图 49: 美国四大银行净利润随着期限利差走阔而反弹	19
图 50: FAAMNG 的营收、利润及现金流在 SPX 占比中不断上升	20
图 51: 2013 至 2020 年 FAAMNG 和 SPX 营收 CAGR	20
图 52: 2013 至 2020 年 FAAMNG 和 SPX 净利润 CAGR	20
图 53: 2013 至 2020 年 FAAMNG 和 SPX 自由现金流 CAGR	20
图 54: 科技行业回购金额和占比维持高位	21
图 55: STOXX 600 动态估值远高于均值以上一倍标准差	21
图 56: STOXX 600 指数 2021 和 2022 年 EPS 增速预测	21
图 57: MSCI EM 指数中各国/地区市值占比	22
图 58: IMF 预测的各国/地区 GDP 及复合增速	22
图 59: 中国股票市场的资金流与汇率更为相关	23
图 60: 中国债券市场的资金流与中美息差更为相关	23
图 61: 三星及台积电营收同比增速	23
图 62: 三星及台积电毛利率保持高位	23
图 63: 泰国、菲律宾等国对旅游业依赖度较高	24
图 64: 资金不会持续流出新兴市场	24

表格目录

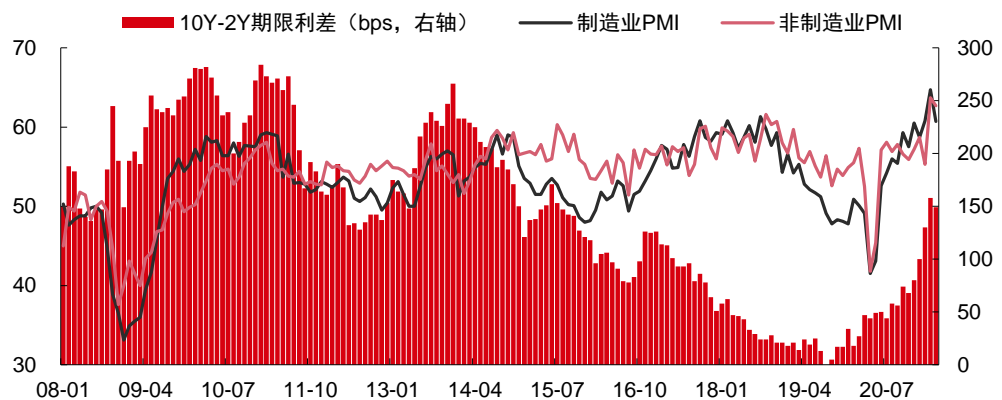
表 1: 美联储未来缩减购债计划的预期路径	8
表 2: 拜登提出的主要加税措施以及对美国经济影响预测	12

■ 美国经济快速复苏带来的通胀压力

领先指标显示美国经济处于快速复苏阶段

年初以来新冠疫苗的接种带动美国经济快速重启。美国 3 月的制造业和服务业 PMI 指数分别创下 1973 年以及 2003 年以来的历史新高。虽然受供给影响，特别是库存的下滑导致 4 月出现一定回落，但充沛的需求意味着今年下半年美国经济仍将维持快速反弹趋势。5 月的初值更是显示经济扩张速度在进一步加快。此外，美国 10 年期和 2 年期国债的期限利差也从年初 90bps 的水平升至当前 160bps 左右的水平；除通胀预期推动以外，10 年期国债的实际收益率也曾一度攀升 50bps。因此，不论是实体经济还是金融市场的领先指标都显示美国经济扩张的趋势将延续。

图 1：PMI 和期限利差显示美国经济持续快速恢复



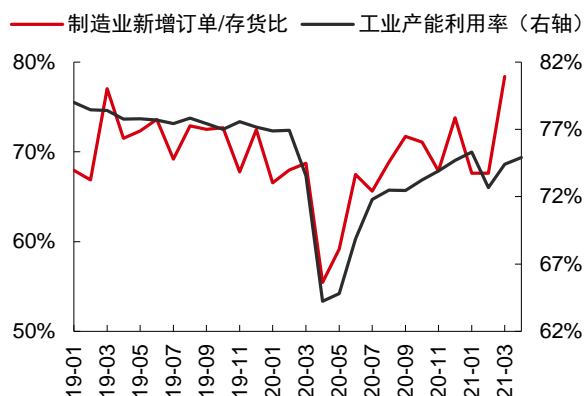
资料来源：Wind，中信证券研究部

美国消费需求旺盛，企业设备投资反弹显著

工业角度，截至今年 4 月，美国工业产能利用率已反弹至 74.9%，接近疫情爆发前水平。其中，中上游的采矿业和未成品加工业的产能利用率最高，都已超过 80%。同时，制造业的新增订单/库存比例也已从去年 4 月 55.5% 的低点反弹至今年 3 月的 78.4%，为 2018 年 6 月以来的高点。另外，美国企业部门也大幅加快设备类的投资，今年 1 季度同比增速达 26.9%，IP 类投资增速为 8.1%，建筑类投资增速相对较低，同比仅增 0.5%。

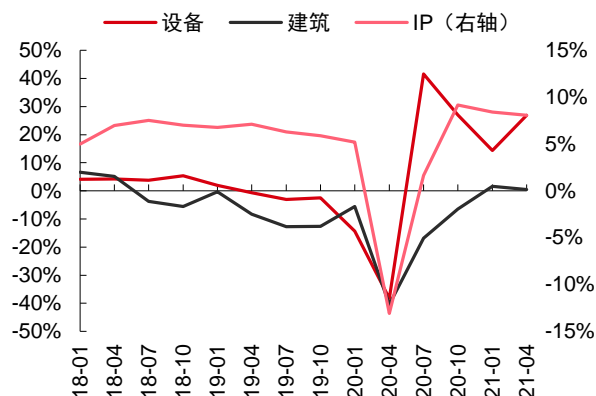
消费层面，得益于年初以来的两轮财政援助计划，美国个人消费支出在今年 1 季度和 3 月单月分别同比增长 3.4% 和 11.0%。随着美国经济的逐步重启，个人消费有望维持增长，但环比增速预计将放缓。同时，疫情也带动消费支出从线下转到线上。自去年 2 季度起，美国网络零售的同比增速都维持在 30% 以上。截至 2020 年 4 季度，网络零售占整体零售的比例也达到 15.7%，同比提升 3 个百分点。

图 2：年初以来新增订单拉动下美国制造业快速恢复



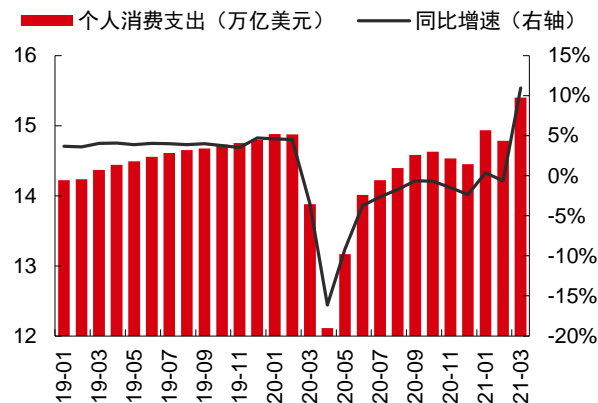
资料来源：Wind，中信证券研究部

图 3：美国企业部门设备类投资反弹加快（同比增速）



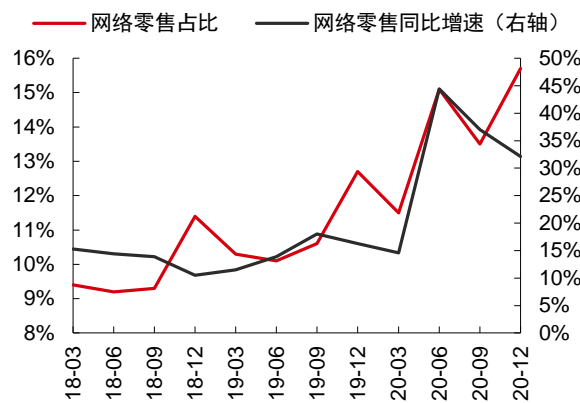
资料来源：FRED，中信证券研究部

图 4：2021 年 Q1 和 3 月 PCE 同比增速分别达到 3.4%和 11.0%



资料来源：Wind，中信证券研究部

图 5：疫情带动美国网络零售占比持续攀升

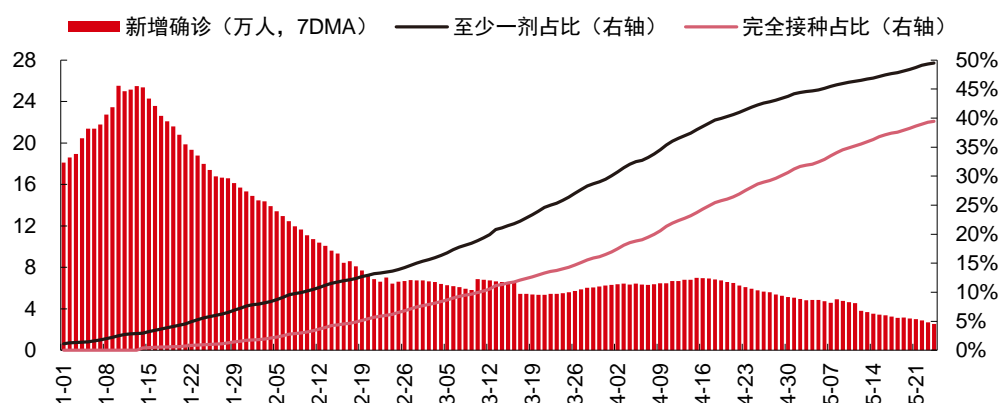


资料来源：Wind，中信证券研究部

美国通胀的根源：左侧的供给 vs 右侧的需求

在经济快速修复的同时，由于需求的反弹大幅快于供给的恢复，年初以来美国的 CPI 也随即飙升，背后推动的原因是大规模疫苗的接种推动的出行正常化。截至 5 月 24 日，美国新冠疫苗接种至少一剂以及完全接种人群占比分别达到 49.5%和 39.5%，带动 4 月中旬以来日新增确诊病例持续下降。截至 5 月 26 日，美国日新增确诊的七日移动平均值已降至 2.47 万例，且自 5 月 18 日以来单日新增病例数始终维持在三万例以下。随着接种率的进一步提升以及出行的正常化，下半年美国的消费需求预计将延续上行趋势。

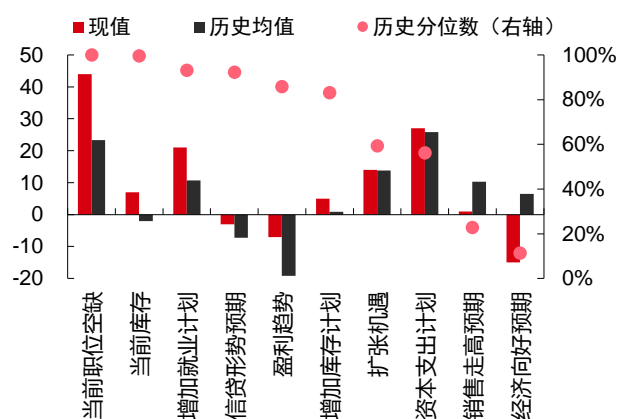
图 6：随着“全民免疫”的目标逐步接近，美国新增病例持续下降



资料来源：Wind，中信证券研究部；注：截至 2021 年 5 月 26 日

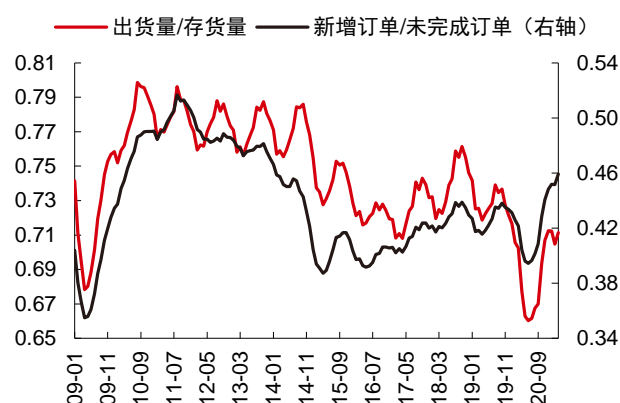
基于 4 月 NFIB 中小企业乐观指数的调查结果，当前美国中小企业面临的最大的两个问题是“用工荒”和“补库存”，进一步验证了美国经济快速开放下需求和供给的暂时性错配。但从历史层面来看，当前美国制造业“出货量/存货量”以及“新增订单/未完成订单”的比值虽然都处于 2015 年以来的较高水平，但仍远低于 2010-2011 年金融危机和欧债危机后的高点。这也从另一方面证明了当前以及未来短期的通胀压力是“过渡性”的，随着全球产业链的复苏，供给端预计会呈现出相对需求端更快的恢复，缓解价格上涨压力。

图 7：美国中小企业面临“用工荒+库存不足”的困境



资料来源：Wind，中信证券研究部

图 8：美国制造业“出货量/存货量”和“新增订单/未完成订单”比值

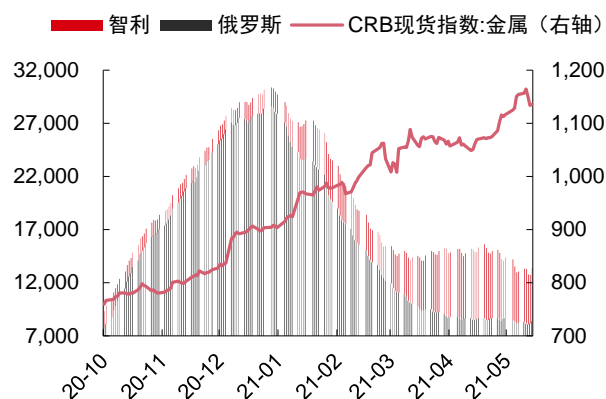


资料来源：Wind，中信证券研究部

未来通胀压力有望缓解

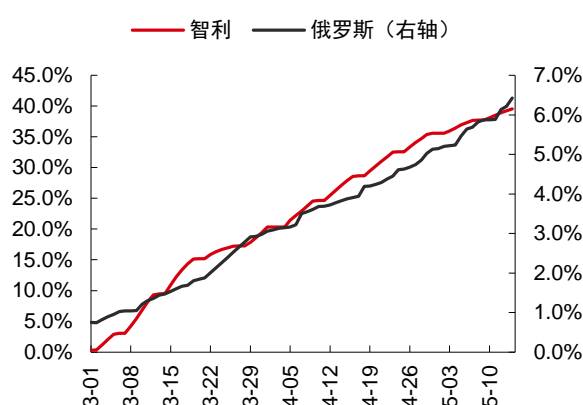
首先，从商品价格方面，近期铜和铝等工业金属价格上涨极为明显。作为全球第一大的产铜国智利以及第二大的产铝国俄罗斯，虽然两国的新增病例从年初以来持续下降，特别是智利的疫苗接种率已接近 40%，但 4 月中旬以来 CRB 的金属价格仍维持上涨，更多反映了对于未来需求的预期。因此，我们判断随着主要出口国产量的正常化，工业品价格继续上行的动力也将减弱甚至下行。

图 9：2021 年以来金属价格与主要出口国疫情增速出现背离



资料来源：Wind，中信证券研究部；注：左轴为两国日新增病例

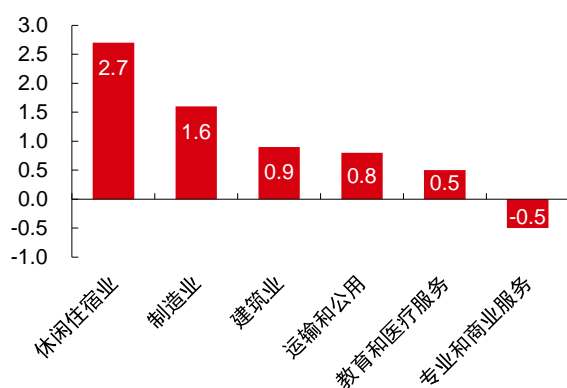
图 10：智利和俄罗斯新冠疫苗完全接种比例



资料来源：Wind，中信证券研究部

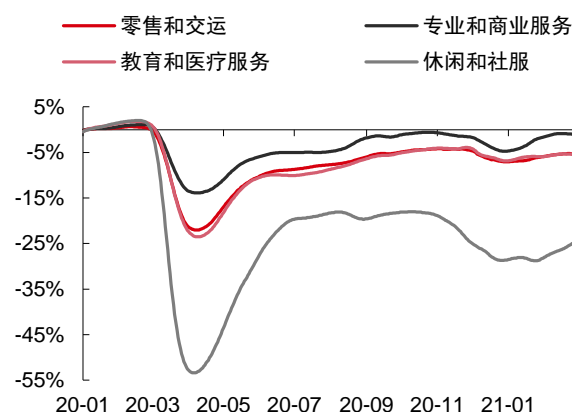
劳动力层面，美国 1 季度职位空缺率增幅最大的行业为休闲住宿（+2.7ppts）、制造（+1.6ppts）、建筑（+0.9ppt）以及运输和公用（+0.8ppt）。对应来看，这些行业大都也是疫情爆发后就业率恢复最慢的行业。此外，截至 5 月 16 日，美国已有 16 个共和党执政的州宣布将提早结束联邦失业金的发放，对应的失业人口近 160 万人。其余共和党执政的州未来预计也会跟随。如若此，美国合计超过 450 万的失业人群在未来的两个月便将面临收入大幅下降的问题。在此背景下，美国失业人口重新就业的动力将大幅增加，这将有效缓解未来短期美国企业面临的“用工荒”以及薪资上升的压力。

图 11：2021 年 1 季度美国各行业职位空缺率变化（百分点）



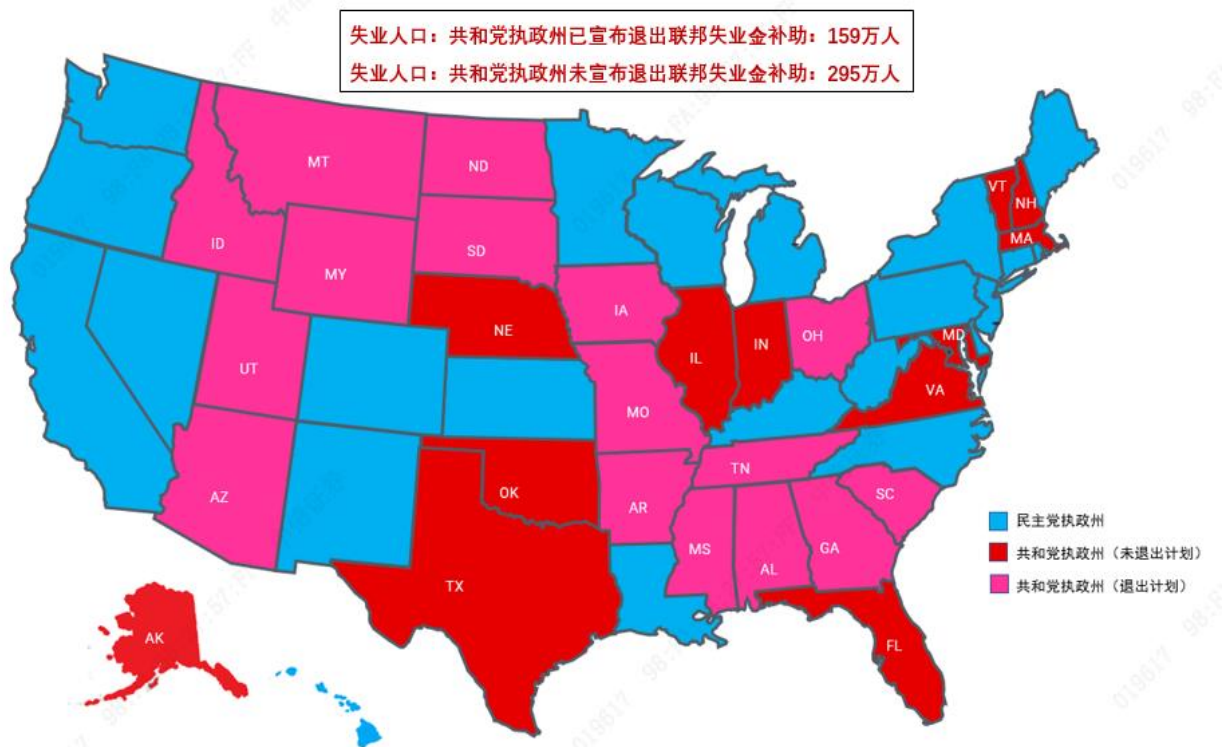
资料来源：Wind，中信证券研究部

图 12：新冠疫情爆发以来美国四大行业就业率走势



资料来源：www.tracktherecovery.org，中信证券研究部

图 13: 目前已有 16 个共和党执政的州宣布将提早退出联邦失业金的发放



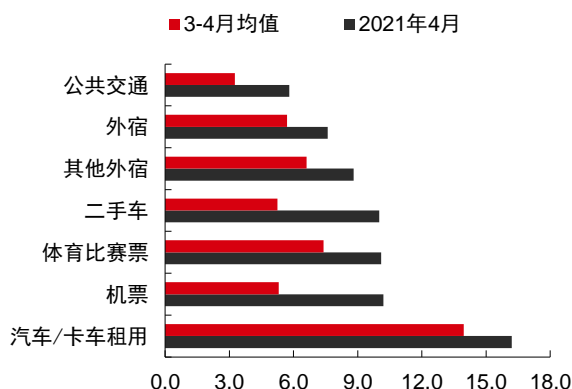
资料来源：CNBC，Wind，中信证券研究部；注：已宣布退出联邦失业金补助的各州信息截至 2021 年 5 月 16 日，失业人数数据截至 3 月底

■ 美股流动性最大的变量：散户的取向

美联储的选择：控通胀还是保就业？

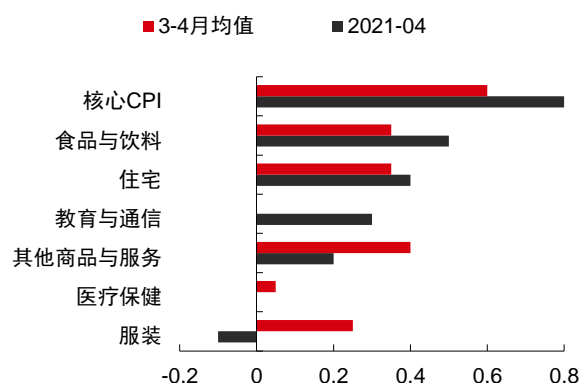
虽然 4 月的 CPI 飙升至 4.2%，但近期美联储官员的表态仍显示目前的通胀压力是“过渡性”的，与我们前文的判断一致。具体看，4 月细项中增速最高的前 15 项中有 13 项都是和能源以及出行相关的，反映去年 4 月美国经济几乎完全处于停摆时价格下跌对比当前需求正常化背景下的基数效应。5 月后，预计与出行相关项的基数效应将逐步减弱。另外，其他传统主导 CPI 增速项如住宅、教育和医疗服务等价格的环比增速并不明显。

图 14：近期涨价项主要是基于基数效应（环比涨幅，%）



资料来源：Wind，中信证券研究部

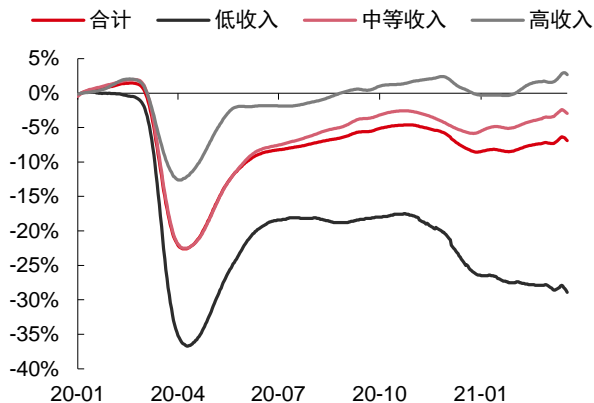
图 15：核心项的涨价现象仍不明显（环比涨幅，%）



资料来源：Wind，中信证券研究部

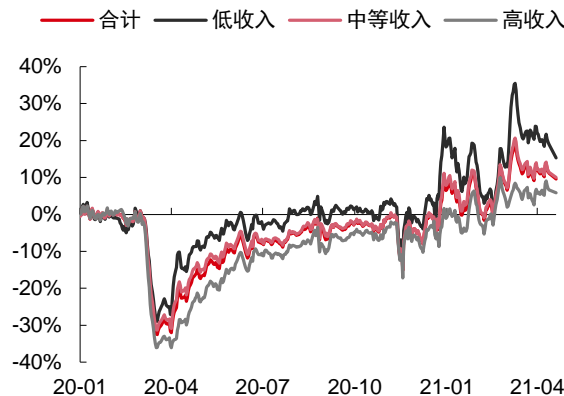
就业方面，除 4 月的新增非农数据大幅低于预期以外，疫情爆发后，美国低收入人群的就业恢复程度非常缓慢，截至今年 4 月初就业人数仍较疫情前下降了近 29%。但同时，受益于政府的财政援助，低收入群体的累计消费增速却是最高。在此背景下，一旦共和党执政的州提早退出联邦失业金的发放，低收入人群的消费支出将受到冲击。另外，截至今年 4 月底，美国的就业人口较疫情前仍有近 760 万人的“缺口”，而按照最近 3 个月新增非农就业推算，实际就业人数恢复至疫情前的水平需要到 2022 年 7 月左右。参考 2011 年美联储也并未因大宗商品价格反弹带动的通胀上行而过早地退出 QE2，甚至于当年 9 月宣布了“扭曲操作”，我们判断下半年美联储的货币政策操作上仍将维持超宽松的取向。

图 16：美国低收入群体就业恢复程度非常缓慢



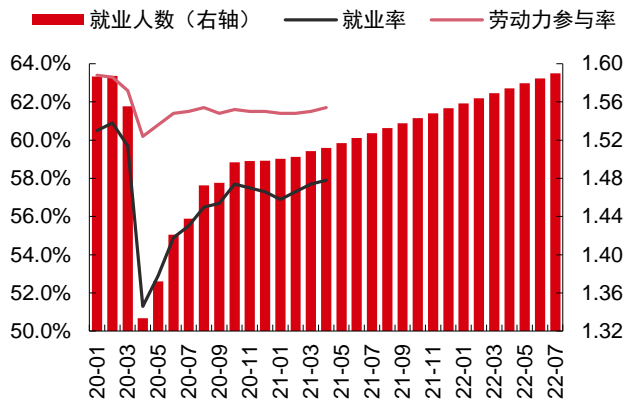
资料来源：www.tracktherecovery.org，中信证券研究部

图 17：疫情爆发以来低收入人群的累计消费增速是最高的



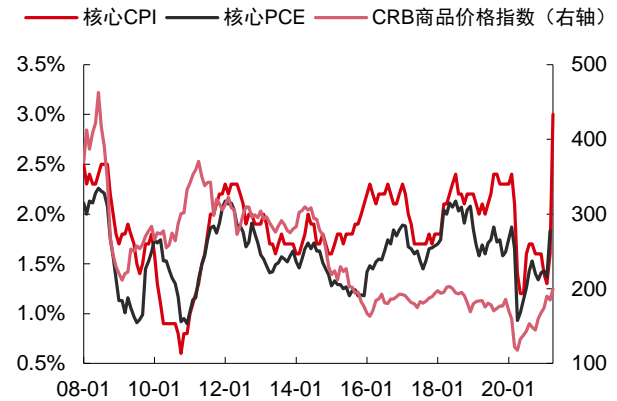
资料来源：www.tracktherecovery.org，中信证券研究部

图 18：美国就业人口恢复到疫情前水平预计需等到 2022 年中



资料来源：Wind，中信证券研究部 注：2021 年 5 月及以后数据为中信证券研究部预测

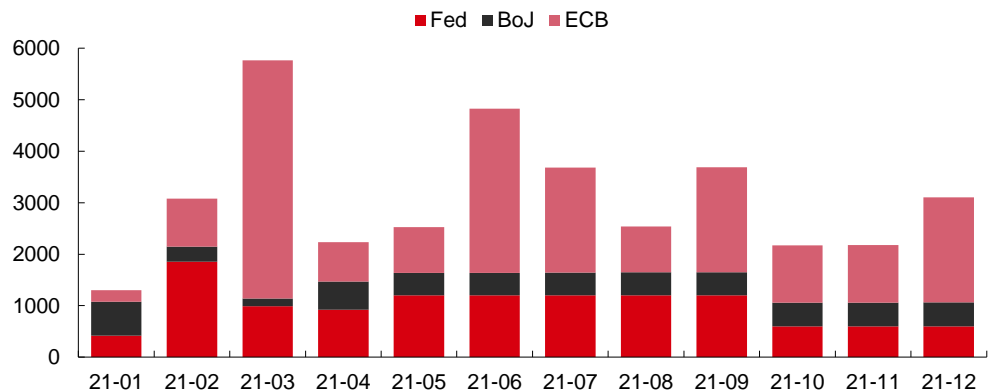
图 19：美联储并未在 2011 年因通胀上行而收紧货币政策



资料来源：Wind，中信证券研究部

结合对于通胀以及就业两方面的考量，我们判断美联储下半年仍将维持当前的每月 1200 亿美元的购债体量。考虑到美联储自 2019 年 10 月“有机扩表”开启后买入的短期国债会逐步到期，我们判断今年 5 月至年底，美联储累计扩表规模为 7800 亿美元左右。同期，欧央行和日央行扩表规模预计分别为 13300 亿美元和 3600 亿美元左右。因此，今年下半年发达国家的宏观流动性依旧非常充裕。

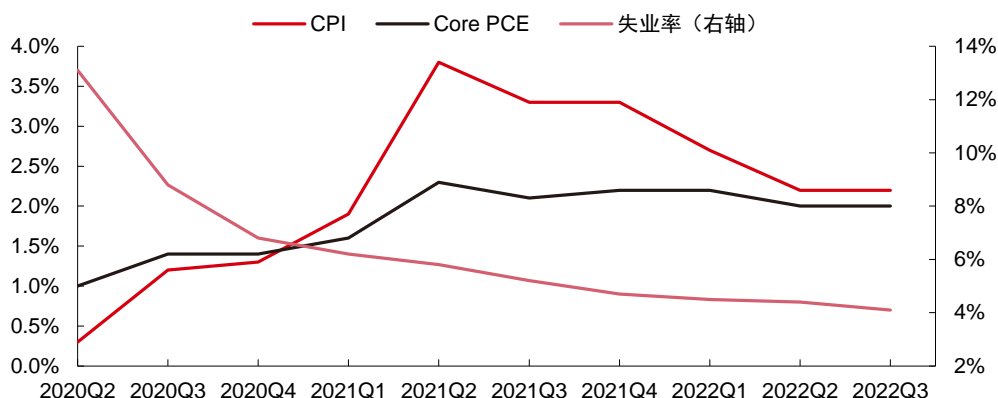
图 20：美日欧三大央行今年 5 月至 12 月合计扩表规模预计将达到 2.47 万亿美元



资料来源：Wind，中信证券研究部；注：2021 年 5 月及以后数据为中信证券研究部预测

但展望明年，随着美国经济的全面重启以及今年 4 月 FOMC 会议纪要释放的信号，我们判断美联储将于 2022 年开启并完成其缩减购债计划。具体看，我们判断美联储将在今年 6 月的 FOMC 会议上再次上调通胀预期，随后鲍威尔预计将在 8 月的 Jackson Hole 会议释放对于美国通胀以及就业修复已取得显著性进展的表述，并给出考虑缩减购债计划的信号。随后，2022 年 1 季度起，预计每季度的月国债和 MBS 购买量都分别下调 160 亿美元和 80 亿美元，直至 4 季度削减完毕。当然，我们不排除一旦美债长端收益率出现飙升，美联储或边际放缓缩减的幅度，以维持市场流动性的充足。

图 21：美国失业率和通胀数据预测



资料来源：Bloomberg 一致预期，中信证券研究部；注：2021Q2 起为预测数据

表 1：美联储未来缩减购债计划的预期路径

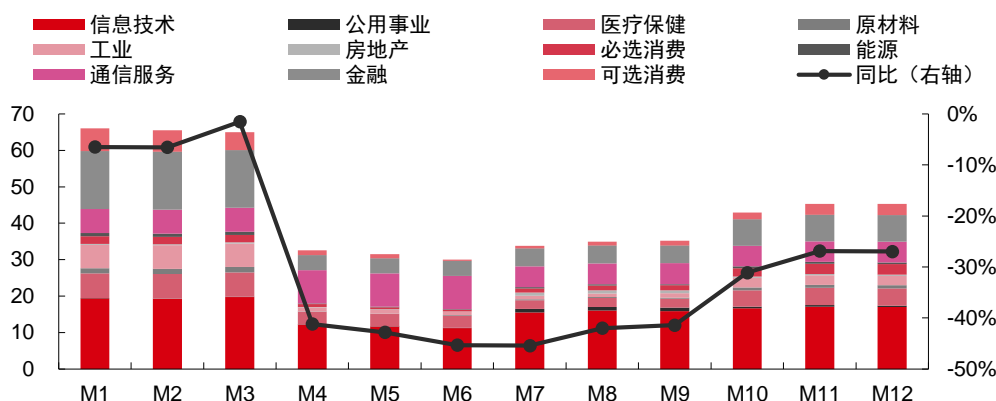
日期	事件	决定
2021 年 6 月 15-16 日	FOMC 会议	上调通胀预期
2021 年 8 月	Jackson Hole 会议	释放对于美国通胀以及就业修复已取得显著性进展的表述，并给出考虑缩减购债计划的信号
2021 年 9 月 21-22 日	FOMC 会议	宣布对于购债计划缩减的前瞻指引
2021 年 12 月 14-15 日	FOMC 会议	宣布对于 2022 年购债规模缩减细则
2022 年 1 季度		每月国债和 MBS 购买量分别下调至 640 亿美元和 320 亿美元
2022 年 2 季度		每月国债和 MBS 购买量分别下调至 480 亿美元和 240 亿美元
2022 年 3 季度		每月国债和 MBS 购买量分别下调至 320 亿美元和 160 亿美元
2022 年 4 季度		每月国债和 MBS 购买量分别下调至 160 亿美元和 80 亿美元

资料来源：中信证券研究部

2021 年标普 500 企业回购预计反弹至近 7000 亿美元

2020 年疫情的爆发对美股回购造成显著影响，2/3 季度回购额较 1 季度大幅下滑（940/1039 亿美元 vs. 1965 亿美元，-52%/-47%）；但 4 季度明显回升（1335 亿美元，+28.5% QoQ）。分板块来看，过去十年信息技术、金融、医疗保健板块回购占比最高，2019 年分别达到 29.8%、25.7%和 11.3%。而 2020 年在疫情的影响下，以科网股为代表的信息技术+通信服务板块合计回购额反而上升 5.4%达到 2728 亿美元。其他板块如金融、医药、可选消费回购额则均显著下滑，分别下降 49.1%/38.2%/55.5%至 969/516/305 亿美元。

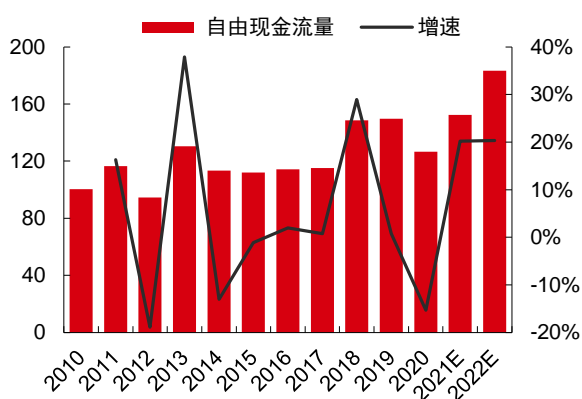
图 22：2020 年标普 500 企业累计回购为 5280 亿美元



资料来源：Bloomberg，中信证券研究部

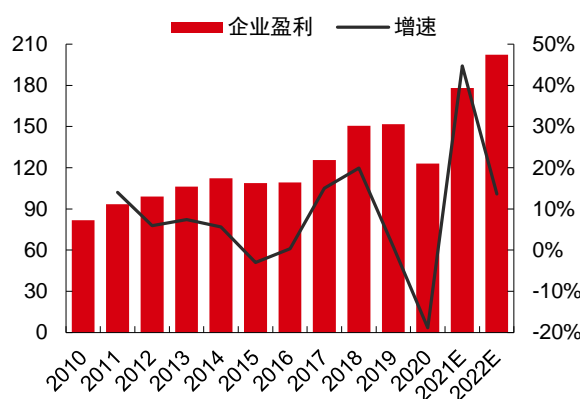
往后看，2021 年美股回购或将显著回升。一方面，疫苗接种稳步推进，美国经济逐步复苏，政策逐渐放开的背景下，企业进行股票回购的意愿将有所恢复；另一方面，去年 3 月以来美联储采取极度宽松的货币政策，也使得许多企业具备较为充裕的现金储备，这也为其进行股票回购夯实了基础。当前彭博一致预期显示标普 500 企业 2021 年的每股自由现金流预计将同比增长 20.2%至 152.3 美元。

图 23：标普 500 指数自由现金流及同比增速（美元）



资料来源：Bloomberg（含一致预期），中信证券研究部

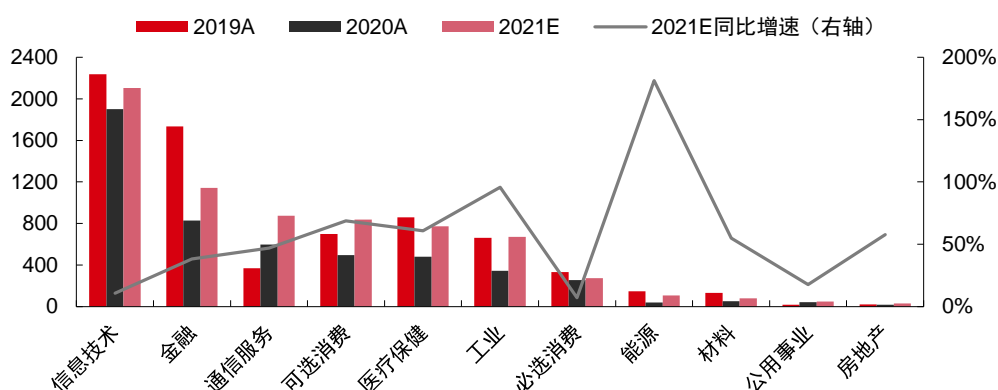
图 24：标普 500 指数企业盈利及同比增速（美元）



资料来源：Bloomberg（含一致预期），中信证券研究部

综合已披露的回购计划、上市公司盈利/现金流增长，以及持有现金和市值等因素，可比口径下，我们测算标普 500 公司 2021 年回购金额将同比增长 37.5%至 6936 亿美元。以科网股为代表的信息技术和通信服务行业回购金额预计分别将达到 2104 亿美元和 875 亿美元，同比增长分别达到 10.7%和 46.9%；金融业预计同比增 38.1%至 1142 亿美元。同比增幅最大的行业预计为能源（105 亿美元，181%）、工业（672 亿美元，95.6%）、可选消费（837 亿美元，68.7%）以及医疗保健（771 亿美元，60.8%）。

图 25：2021 年标普 500 企业回购预计同比增长 37.5%至 6936 亿美元（可比口径下）

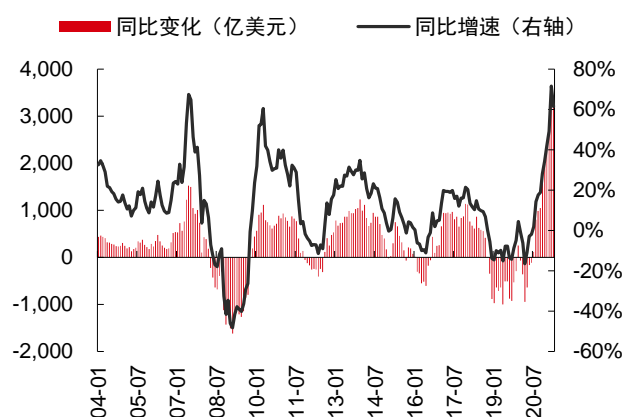


资料来源：Wind，中信证券研究部预测

不确定的市场流动性

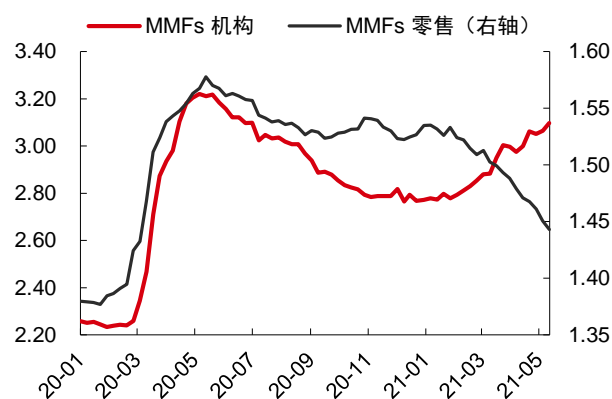
除回购外，新冠疫情爆发以来美国保证金贷款也出现持续飙升。截至今年 4 月底，美国保证金贷款余额高达 8472 亿美元，同比增速达 61.5%（今年 3 月同比增速更是达到 71.6% 的历史高点），而环比也出现连续 13 个月正增长。另一方面，今年 1 月底至 5 月 19 日，美国机构型货基的余额增加 3000 亿美元至 3.10 万亿美元，而同期零售型货基的余额则下降 830 亿美元至 1.44 万亿美元。结合两类货基资金流的背离以及保证金贷款的持续上升，我们判断“散户加杠杆”是今年 2 月至 5 月标普 500 指数一度上涨 14% 的主要动力。

图 26：美国保证金贷款余额增速创历史新高



资料来源：FINRA，Wind，中信证券研究部

图 27：今年 2 月以来美国零售和机构货基余额明显背离（亿美元）



资料来源：Wind，中信证券研究部

过去 20 年维度，美国保证金贷款余额与标普 500 指数的走势高度一致，而融资账户中可使用余额比例的拐点又与股指的拐点较为吻合，一旦可使用余额的比例下降至阶段性的低点，美股便会出现回调。因此，在股票型共同基金仍维持流出的情况下，未来美联储开始与市场沟通缩减购债计划所导致的增量流动性预期下降，叠加拜登加税计划若正式落地，或导致“散户加杠杆”资金流入的趋势出现逆转。

图 28：美国保证金贷款的余额与标普 500 走势高度相关



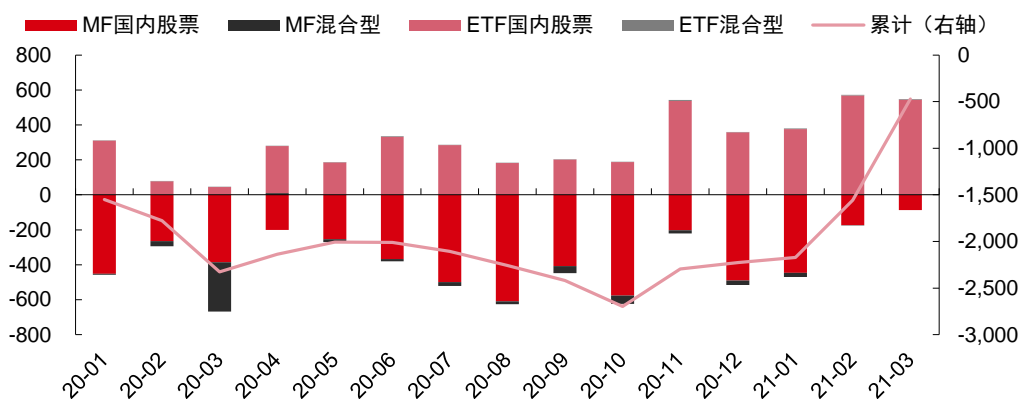
资料来源：FINRA, Wind, 中信证券研究部

图 29：可使用融资余额比例的拐点往往意味着股市的拐点



资料来源：FINRA, Wind, 中信证券研究部

图 30：美国股票型共同基金仍持续净流出（亿美元）



资料来源：Wind, 中信证券研究部测算

■ 加税：下半年美股最大的风险

拜登加税计划预计对美国长期 GDP 造成 1.6% 的冲击

2021 年 3 月 31 日，美国总统拜登提出总投资规模高达 2.3 万亿美元的“美国就业计划”（The American Jobs Plan），并于 4 月 28 日再次提出“美国家庭计划”（The American Families Plan）。但出于对财政收支的考虑，拜登也同时提出了通过加税来弥补额外财政支出的缺口。我们认为，拜登的基建及其他支出计划虽有利于创造就业机会、缩小美国贫富差距、增强科技领域研发动力等，但短期来看，企业所得税的提升毫无疑问将对美股盈利造成冲击，而资本利得税的上调预计会导致投资者在有效期日前进行抛售。最后，由于二战后美国历史上从未出现过个人所得税、企业所得税以及资本利得税同时上调的情况，若美国丧失税收的相对优势，或导致中长期资金持续流出美国的现象。

表 2：拜登提出的主要加税措施以及对美国经济影响预测

税种	变化	2021-2030 年税收收入增加预测(亿美元)		对长期 GDP 影响
		Tax Policy Center	Tax Foundation	
个人	对年收入 40 万美元以上的家庭加征 12.4% 的社保税	7398	8199	-0.18%
	对年收入 40 万美元以上的家庭加将退税项比例限制在 28%	2235	2835	-0.09%
	最高个人所得税率从 37% 提升至 39.6%	1118	1481	
资本利得	对个人或家庭年收入超过 100 万美元的家庭, 长期资本利得税从 20% 提升至 39.6%	3727	4694	-0.02%
遗产及赠与税	将遗产和赠与税提升至 2009 年的水平	2182	2807	-0.15%
企业	企业所得税提升至 28%	7273	10508	-0.97%
	征收最低 15% 的账面利润税	1085	2027	-0.21%
	GILTI 税率从 10.5% 提升至 21%	4421	2897	
合计		20923	27820	-1.62%

资料来源：Tax Policy Center、Tax Foundation 等（含预测），中信证券研究部

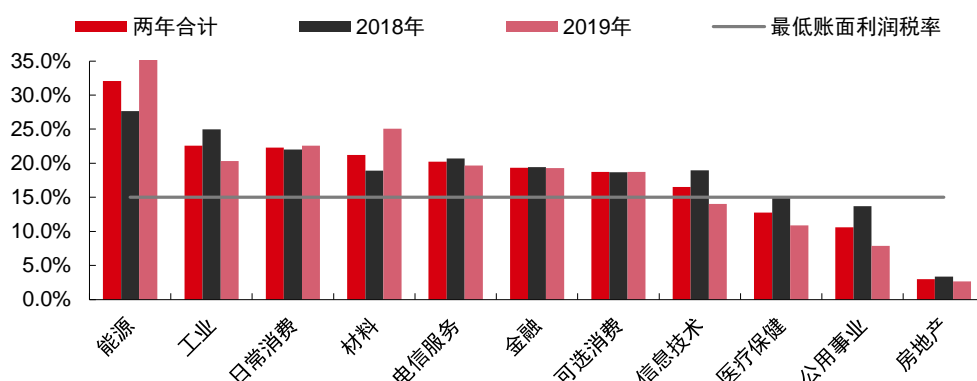
从具体计划看，针对个税，对年收入 40 万美元以上的家庭将增收 12.4% 的社保税、限制退税项比例以及提高最高个人所得税率；企业方面，国内所得税率从当前的 21% 调升至 28%，有效税率低于 15% 的将按照 15% 的最低账面利润增收，而 GILTI 税率也将翻倍至 21%。最后，对高收入家庭资本利得税率也将大幅提升，遗产的“增值豁免”也将被取消。

取 Tax Policy Center 和 Tax Foundation 的测算均值，主要企业所得税、个税以及资本利得税的调整将分别在 2021 年至 2030 年期间，累计为联邦政府增加 1.41 万亿美元、1.16 万亿美元、6700 亿美元的额外税收收入。这虽然有利于缓解财政赤字压力，且资金的用途也可中长期拉动美国的经济增长，但即便不考虑可能的资本流出，Tax Foundation 仍预计各项加税措施将合计导致美国的长期 GDP 萎缩 1.62%。

企业所得税：海外收入占比较大的公司受冲击最大

首先，从国内税率上调方面来看，参考 2018 年以及 2019 年标普 500 各行业的有效税率，若 15% 的最低账面利润税落地，直接受影响的行业包括医疗保健，公用事业以及房地产，这三大行业 2018-19 年合计有效税率分别为 12.8%、10.6% 和 3.0%。而信息技术行业 2019 年的有效税率仅 14.0%，因此也会受到 15% 的最低税率影响。若不考虑抵扣项或其他税收优惠政策，当前只有能源行业的有效税率高于拜登提出的 28% 的水平，所以其余行业都会不同程度受到税改的影响。以 2019 年的有效税率来看，材料（25.1%）、日常消费（22.6%）以及工业（20.3%）行业受冲击预计相对较低。

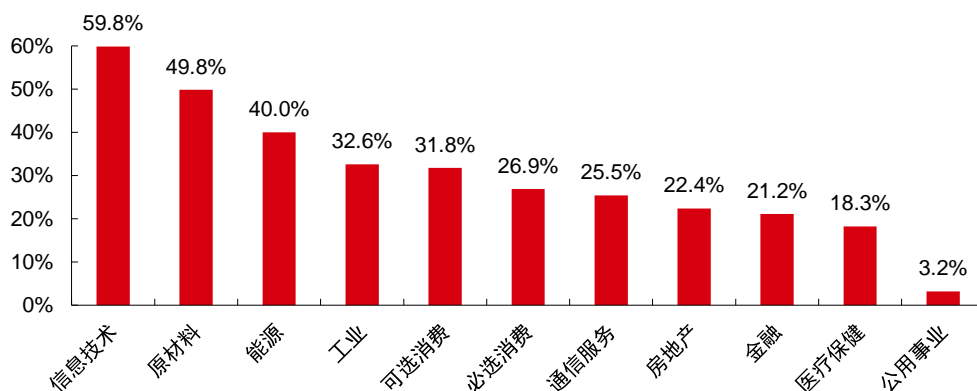
图 31：标普 500 各行业 2018 以及 2019 年有效税率测算



资料来源：Wind，中信证券研究部测算

从 GILTI 税率上调角度，参考各行业 2020 年海外业务营收占比，其中信息技术、原材料、能源等板块海外业务比重最高，分别达到 59.8%、49.8%和 40.0%，因此其受到税率上调的冲击也最大。而公用事业板块海外业务营收比重仅为 3.2%，预计 GILTI 税率上调对其影响较小。

图 32：标普 500 各行业 2020 年海外业务营收占比



资料来源：Bloomberg，中信证券研究部测算

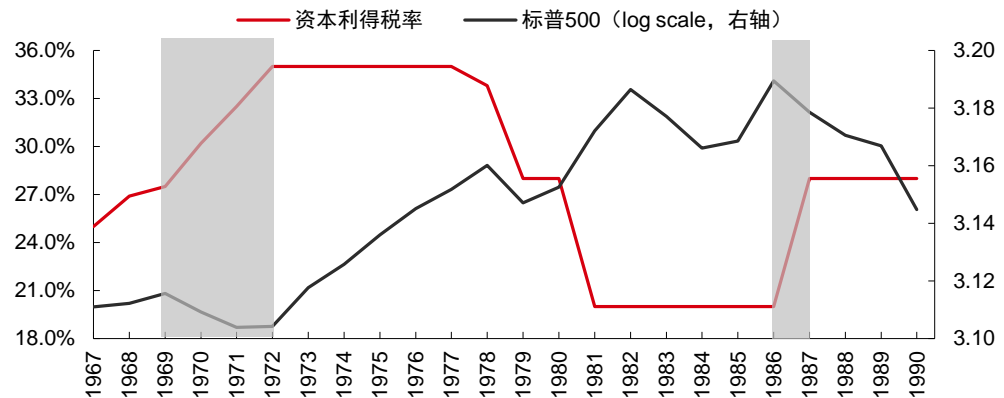
资本利得税：或导致股市抛售，但起始有效日是关键

当前美国法律将长期资本利得的税率定为 20%，但目前薪资收入的最高所得税率为 37%。此外，当前在遗产继承的操作中，资本利得的成本也是从最初的买入价调整为继承转让时的价格，意味这继承人无需承担期间资产价格上涨部分的税负。拜登的税改提法主要意图取消对高收入群体资本利得的优待。根据拜登的提议，首先，对个人或家庭年收入超过 100 万美元的纳税人，长期的资本利得和相关的分红收益税率将从 20%提升至 39.6%。其次，遗产继承中资本利得的基数调整也将取消。

结合当前美股的高估值以及提升资本利得税的预期逐步升温的背景下，投资者或有动力获利了结其持有的涨幅较大的资产。另外，从合法避税的角度考虑，在卖出涨幅较大的资产同时，投资者或也会选择同时卖出有明显浮亏、且未来也不看好的资产，以减少资本

利得的基数。因此，若资本利得税上调一旦落地，美股，特别是 2020 年以来涨幅较大的个股，或面临抛售，我们认为这也是耶伦今年 1 月 19 日在参议院听证会上发表的言论后，美国成长股在 1 月下旬出现回调的主要原因之一。

图 33：美国 1968 年至 1972 年以及 1987 年的资本利得税率都出现上调



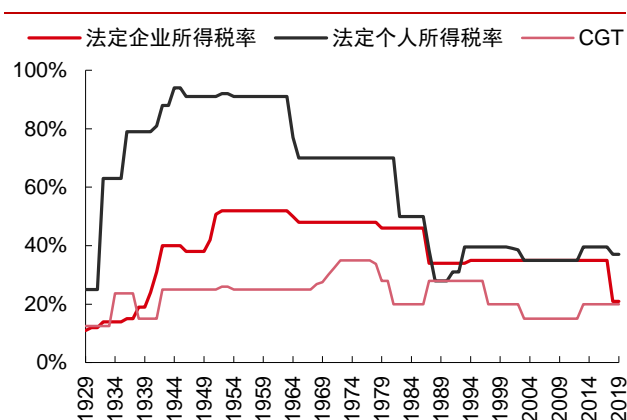
资料来源：Wind，IRS，中信证券研究部

从时间点上判断，资本利得税率的提升对于美股市场的冲击取决于最终法案认定的成本计算有效日。假设法案通过日是在新的成本计算有效日之前，则投资者有充分动力在此期间进行抛售而规避未来更高的税负。若有效日回溯至法案通过前的日期，则短期冲击或相对较小，但仍需警惕投资者因担忧未来的资本利得而卖出行为所导致的美股下跌。

若三大税率同时上调，或导致资本中长期持续流出

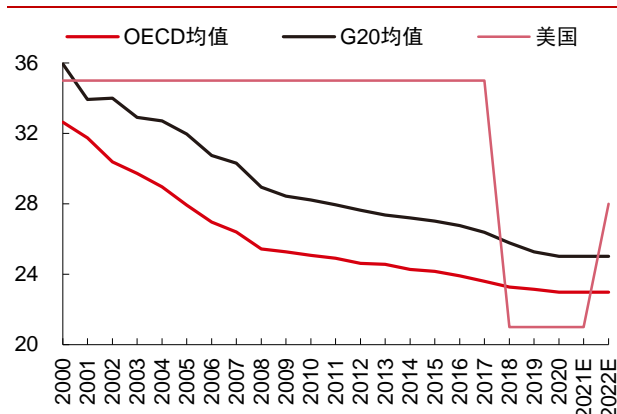
虽然计划的个税上调只涉及个人或家庭年收入超过 40 万美元的纳税人单位（粗略估算占比 2% 左右），因此对美国国内消费或不会有明显冲击，但二战以来，美国历史上从未出现过个人所得税、企业所得税以及资本利得税共同上调的现象。即便不考虑资本利得税上调后可能导致美国投资者更倾向去配置估值更低+成长性更高的海外市场，假设美国企业所得税率上调至 28%，这将显著高于当前 OECD（23.0%）甚至 G20（25.0%）国家的均值。如果海外国家无动力上调各自的法定企业所得税率，美国单边上调税率的行为或导致中长期国内资金流出、甚至企业部门也延续将实体经济转移去海外税率更低的地区。因此，我们认为美国三大税率的上调或将成为美国资本市场中长期最大的风险。

图 34：美国三大主要税率历史变化



资料来源：Wind, IRS, 中信证券研究部

图 35：若上调至 28%，美国企业所得税率将高于 OECD 和 G20 均值

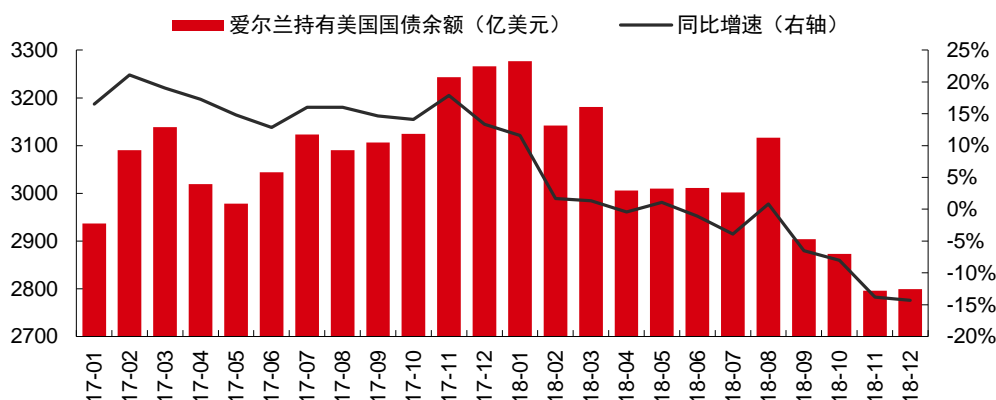


资料来源：Wind, OECD, 中信证券研究部

举例看，爱尔兰自 2003 年将企业所得税率下调至 12.5% 后，目前已是 OECD 国家中企业所得税率仅次于匈牙利（9%）最低的国家，也由此吸引了大量跨国公司来本土建立子公司以达到（合法）避税的目的。就美国的跨国企业来看，当前科技公司中的 Facebook、微软、苹果、谷歌、亚马逊，医药巨头辉瑞和强生，以及工业企业中的通用汽车、福特和美国航空等在爱尔兰都有注册子公司。

虽然爱尔兰的人口和 GDP 在全球占比甚小，但其持有美国国债的体量在过去十年始终维持在较高的水平。截至今年 2 月底，爱尔兰持有的美国国债高达 3160 亿美元，仅次于日本（1.26 万亿美元）、中国（1.10 万亿美元）和英国（4595 亿美元）。我们推断此现象或是因为美国跨国公司将大量盈利“囤积”在税率较低的爱尔兰，同时又因为需要规避汇率风险而将资金转换为美国国债的投资。而在特朗普于 2018 年初推行税改、意欲引导海外资金回流后，在全球宏观基本面并无明显变化下，爱尔兰持有的美国国债自 2018 年 1 月的 3277 亿美元骤降至 4 月的 3006 亿美元。

图 36：2018 年特朗普的减税法案执行后爱尔兰持有的美国国债明显下降



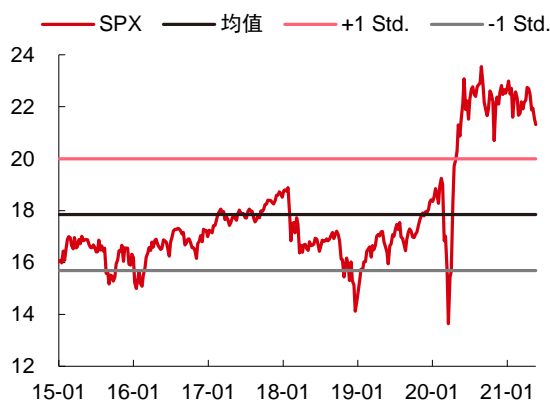
资料来源：Wind, 中信证券研究部

■ 美股下半年展望：风险加剧

盈利超预期已被“透支”，三大风险或在 Q3 集中爆发

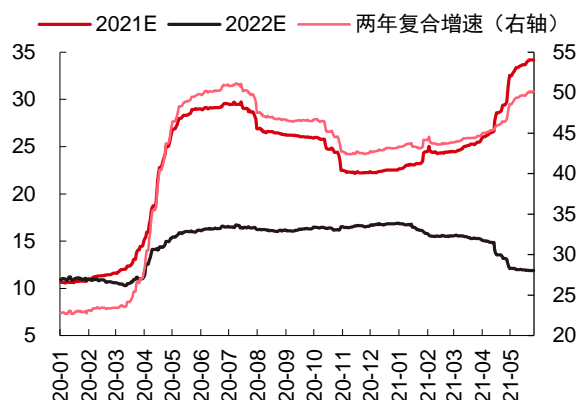
展望下半年，尽管当前美国经济持续复苏，但市场对标普 500（SPX）今年全年盈利增速的一致预期已从 4 月中旬 1 季报披露前的 26.6% 上调至截至 5 月 26 日的 34.2%，且对 2011-2022 年两年的复合盈利增速预测也从年初的 43.3% 上调至当前的 50.1%。同时，SPX 动态估值仍处于 21.3 倍的高位，为 2015 年以来均值以上 1.6 倍标准差的水平。因此，从基本面角度，我们认为当前的估值水平已部分透支了今年盈利超预期的幅度，在无新的催化下，美股大市进一步上行的空间有限，相反，各类风险却在逐步加剧。

图 37：SPX 动态估值已处于历史高位



资料来源：Factset（含一致预期），中信证券研究部

图 38：标普 500 指数 2021 和 2022 年 EPS 增速预测（%）

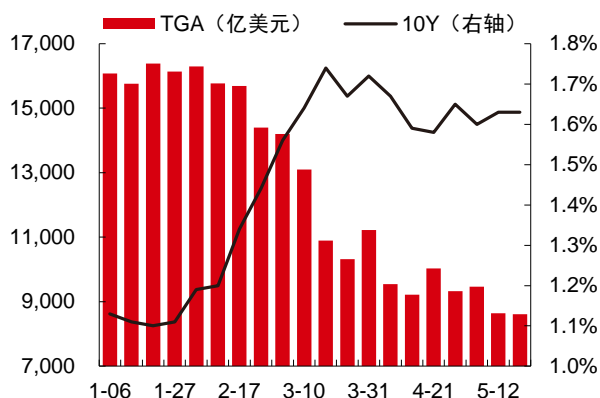


资料来源：Factset（含一致预期），中信证券研究部

首先，美国财政部自今年 2 月初开始快速削减一般账户（TGA）余额，截至 5 月 19 日已降至 8600 亿美元，且目标至 7 月底降至 4500 亿美元。鉴于余额的大幅下降压低了美债收益率，甚至迫使美联储于今年 4 月以来通过逆回购收紧流动性，预计 8 月起 TGA 停止削减后美债收益率或重启上行，减弱美股的相对吸引力且抑制投资者情绪。

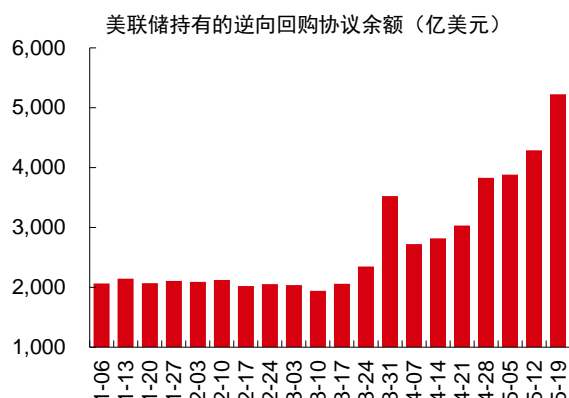
在美股估值已“透支”基本面的超预期且收益率重回上行趋势的背景下，若如我们前文所判断的若美联储于 8 月底的 Jackson Hole 会议上确定性地释放未来削减购债计划的信号，且民主党于 9 月底前如期通过加税法案，则 3 季度下旬或是美股风险集中爆发的时间点。另外，若最终资本利得税改的有效日确定为 2022 年 1 月 1 日，那“散户加杠杆”资金的大概率流出或将在 4 季度对美股的表现进一步造成负面影响。

图 39: TGA 账户的快速削减压制了美债收益率上行趋势



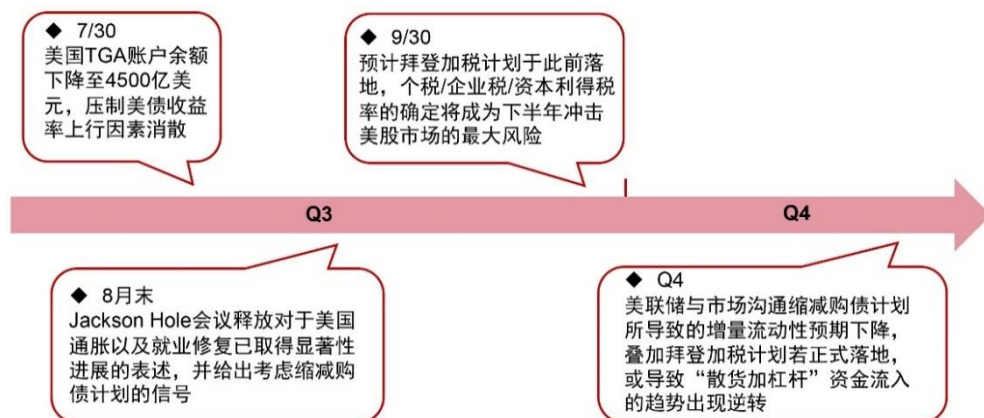
资料来源: Wind, 中信证券研究部

图 40: 4 月以来美联储通过逆回购收紧流动性



资料来源: Wind, 中信证券研究部

图 41: 预计美国市场下半年风险事件爆发时间点

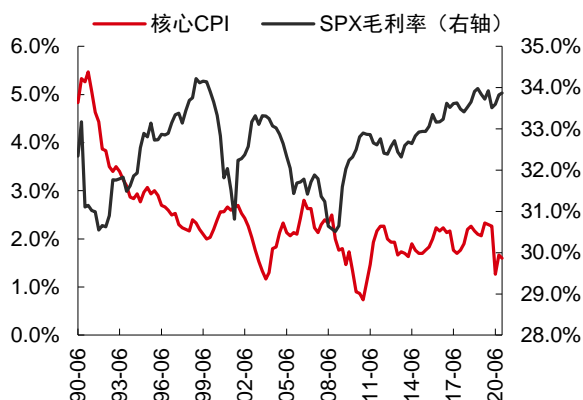


资料来源: 中信证券研究部绘制

无需过度担忧通胀对市场整体表现的风险

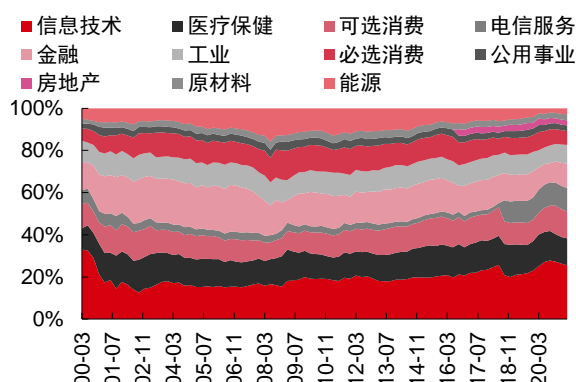
而对于投资者普遍较为关注的通胀对各板块毛利率（主要是中游制造）形成压制的问题，我们认为并不需要过度担忧。从历史来看，2011 年以前美国核心 CPI 走势与标普 500 毛利率显著负相关，而 2011 年以后，二者走势则趋于一致。我们认为这是过去十年毛利率与通胀相关性较低的科技、医药以及电信服务板块市值占比显著提升导致的。以上三个板块市值比重从 2011 年的 32.3% 快速上升至 2020 年底 52.7% 的水平。因此，从企业成本端压力角度看，我们认为无需过度担忧通胀的上行对市场整体表现的影响。

图 42：2011 年后 SPX 毛利率与美国通胀走势基本呈正相关关系



资料来源：Wind, Bloomberg, 中信证券研究部

图 43：毛利率与通胀相关性较低的板块占比显著提升

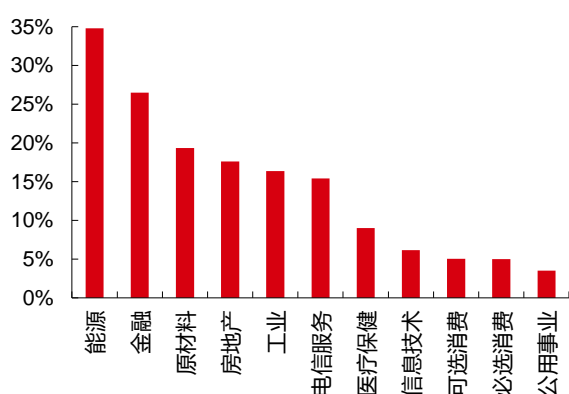


资料来源：Bloomberg, 中信证券研究部

2021H2 美股三条配置主线：周期/工业、银行、科技巨头

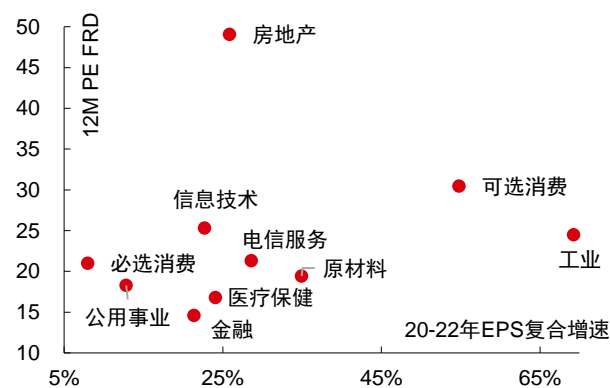
在经济稳步复苏的背景下，我们建议投资者关注三条主线：1) 短期，疫苗接种稳步推进带动经济持续修复利好能源、原材料、工业板块的景气复苏，CPI 与 PPI 剪刀差的扩大亦有助能源、原材料等上游周期板块盈利能力的提升；2) 下半年起美债收益率曲线重启“陡峭化”料将进一步抬升银行的净息差。此外，经济重启也有助于减少拨备，增厚银行的利润；3) 临界年末，建议关注中长期具备持续成长性、现金流高增的科技巨头。

图 44：年初至 5 月 26 日 SPX 各板块表现



资料来源：Bloomberg, 中信证券研究部

图 45：SPX 分行业动态 PE 及预测 EPS 增速

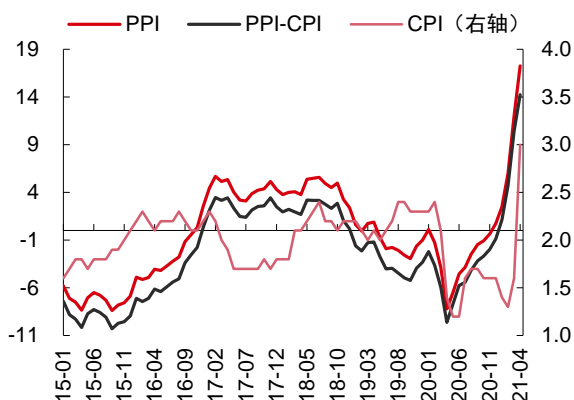


资料来源：Bloomberg（含一致预期），中信证券研究部

受益于经济修复及通胀上行的行业

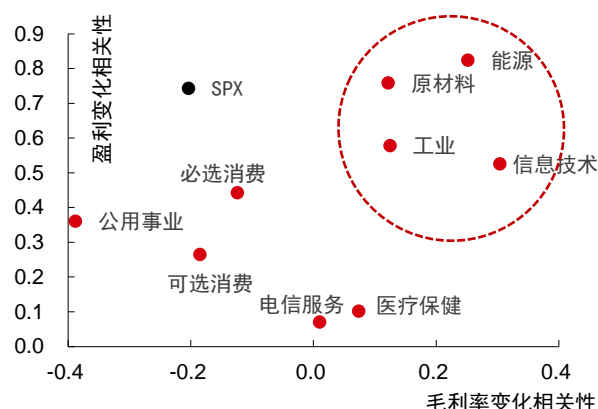
进入 2021 年，疫苗接种稳步推进叠加美国经济持续修复均助推了周期板块的景气度。年初至 5 月 26 日，SPX 中能源、原材料、工业等板块涨幅靠前，分别达到 34.8%、19.3% 和 16.4%。往后看，在美国经济持续向好的推动下，短期由成长股转向低估值、周期股的轮动料将继续。结合当前美国通胀持续上行、PPI 与 CPI 剪刀差不断扩大，我们认为企业盈利能力及盈利质量（毛利率）均显著受益的板块如能源、原材料、工业等更将受益于通胀阶段性的走高。另外，下半年拜登的基建计划有望通过，工业企业如建筑、工程机械等板块也有望受益。

图 46：年初至今美国 PPI 与 CPI 之间的剪刀差持续扩大（%）



资料来源：Wind, FRED, 中信证券研究部

图 47：美国能源、原材料、工业等板块盈利及毛利率变动与 PPI-CPI 剪刀差显著正相关

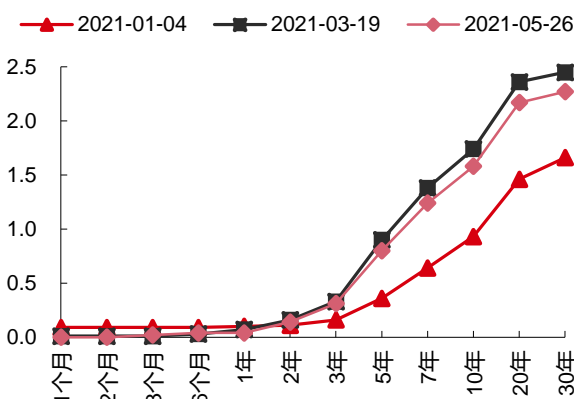


资料来源：Bloomberg, Wind, 中信证券研究部

收益率曲线“陡峭化”+回购重启+拨备减少利好银行

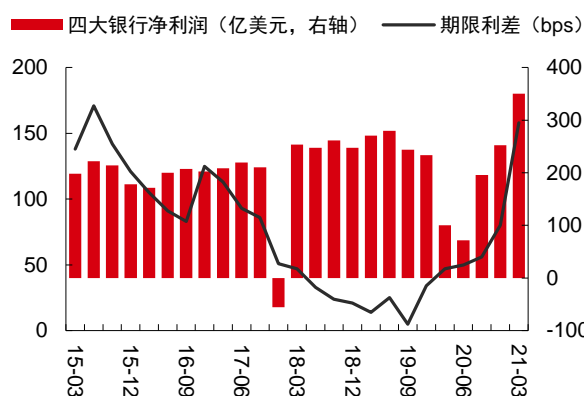
如前文所述，我们判断 TGA 余额削减停止后美债收益率曲线将重新“陡峭化”，有助拉大银行的净息差。因此，美国商业银行的净利润伴随着期限利差扩大而持续复苏的趋势预计将延续。此外，美联储也在 3 月 25 日宣布计划在 6 月 30 日之后取消对符合条件的美国银行派息和股票回购限制，这将进一步支撑美国银行股的估值和 EPS 增速。最后，美国银行去年计提的巨量拨备将有助于减少未来的信用成本。

图 48：3 月下旬以来美国收益率曲线略显“扁平化”（%）



资料来源：Wind, 中信证券研究部

图 49：美国四大银行净利润随着期限利差走阔而反弹



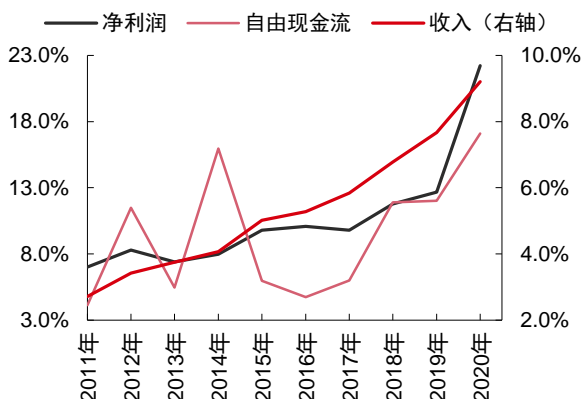
资料来源：Wind, 中信证券研究部；四大银行为：摩根大通、美国银行、富国银行以及花旗银行

中长期：现金流充沛+ETF 被动配置的科技巨头

ETF 资金的被动配置是过去五年推动 FAAMNG 市值占比快速上升的重要原因之一，而支撑 ETF 资金的流入是美股科技巨头盈利持续的快速增长。2011-20 年间，FAAMNG 无论从营收、净利润亦或自由现金流占 SPX 全部企业比重均持续大幅提升，其中净利润的提升幅度尤为明显，现已上升 15.3 个百分点至 22.2%。具体看，2013-20 年，SPX 整体的收入、净利润及自由现金流 CAGR 分别为 1.8%、-1.8% 和 6.6%，但脸书同期的收入、净利润和自由现金流 CAGR 分别高达 40.7%、52.8% 和 52.7%。除微软和苹果以外，奈飞、

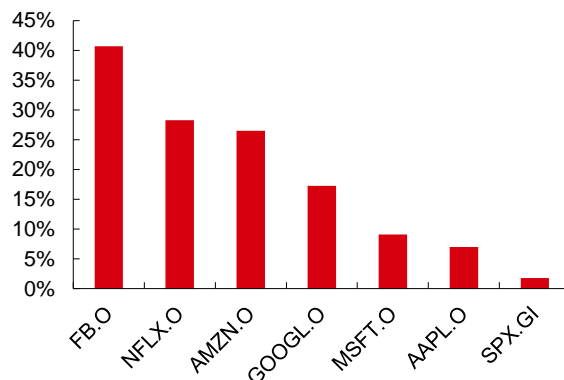
亚马逊、谷歌也都维持着双位数的收入、净利润和现金流增长。因此，“ETF 资金被动配置科技巨头，提升估值和市值，吸引更多增量被动资金配置”的正反馈效应，正是直接推动科技巨头市值占比上升，间接带动 SPX 持续上涨的主要动力之一。

图 50: FAAMNG 的营收、利润及现金流在 SPX 占比中不断上升



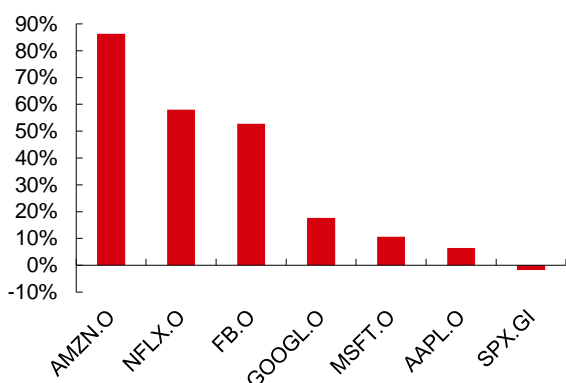
资料来源: Wind, Bloomberg, 中信证券研究部

图 51: 2013 至 2020 年 FAAMNG 和 SPX 营收 CAGR



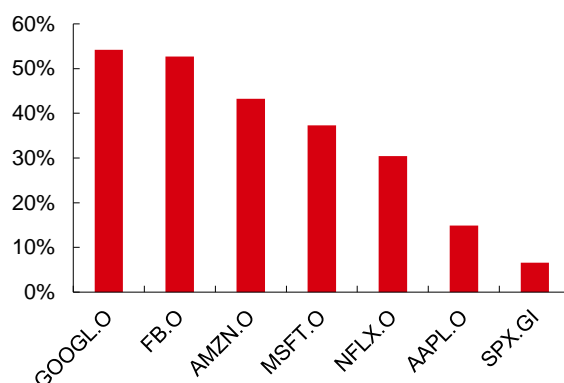
资料来源: Wind, Bloomberg, 中信证券研究部

图 52: 2013 至 2020 年 FAAMNG 和 SPX 净利润 CAGR



资料来源: Wind, Bloomberg, 中信证券研究部

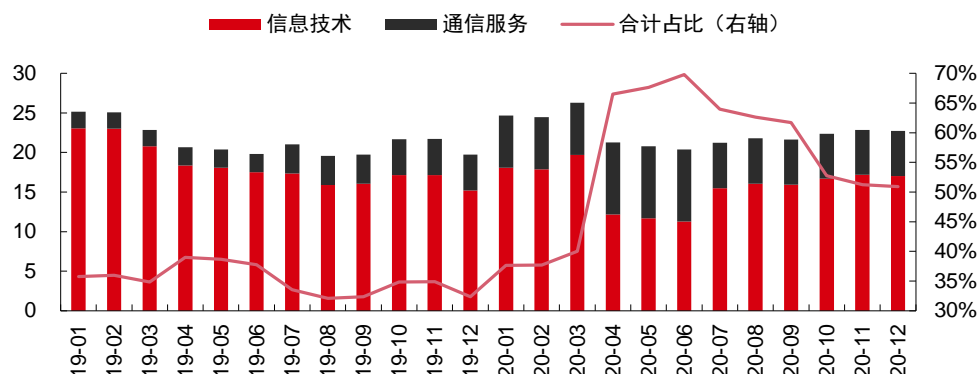
图 53: 2013 至 2020 年 FAAMNG 和 SPX 自由现金流 CAGR



资料来源: Wind, Bloomberg, 中信证券研究部

此外，上市公司回购是美股增量最大的来源。虽然 2020 年新冠疫情的爆发对美股回购造成显著冲击，但以信息技术和通信服务为代表的科网股回购金额仍相对稳定，且占总回购比重显著提升。往后看，2021 年受益美国经济的持续修复以及美联储宽松的货币政策，企业回购意愿将有所恢复，我们认为科技股回购金额仍将维持高位。因此，结合 ETF 的被动配置以及行业维持较大体量的回购，我们判断估值调整到位后，以 FAAMNG 为代表的美国科技巨头仍将吸引增量资金，我们仍看好科技巨头在四季度市场调整结束后的投资价值。

图 54: 科技行业回购金额和占比维持高位 (十亿美元)



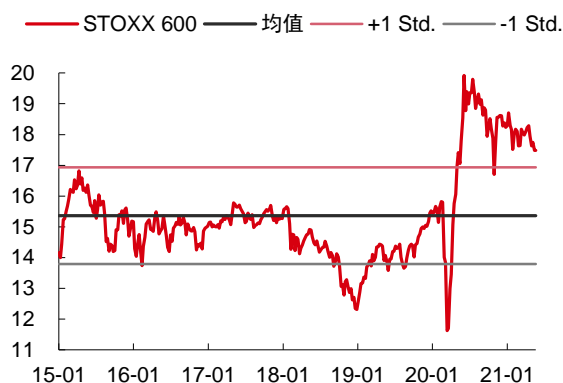
资料来源: Bloomberg, 中信证券研究部

欧洲和新兴市场

欧洲市场展望：关注默克尔卸任和苏格兰公投或导致的政治风险

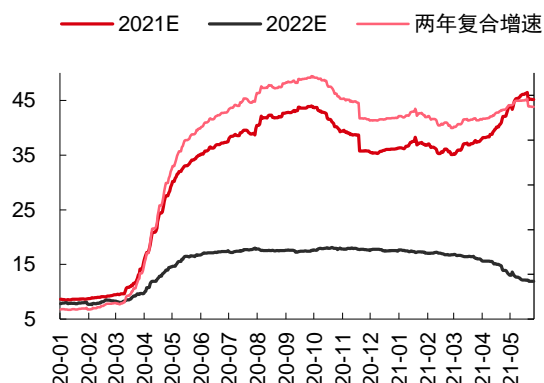
年初至 5 月 25 日，STOXX 600 上涨 10.8%，尽管涨幅略弱于标普 500，但如今欧洲疫情得到控制、经济亦呈稳步复苏态势。年初以来 STOXX 600 盈利预期亦不断上修，当前其 2021-2022 两年复合盈利增速预期已达到 62.5%；其估值水平同样处于较高位置，当前 STOXX 600 动态估值为 17.5，高于均值以上一倍标准差水平。

图 55: STOXX 600 动态估值远高于均值以上一倍标准差



资料来源: Factset (含一致预期), 中信证券研究部

图 56: STOXX 600 指数 2021 和 2022 年 EPS 增速预测 (%)



资料来源: Factset (含一致预期), 中信证券研究部

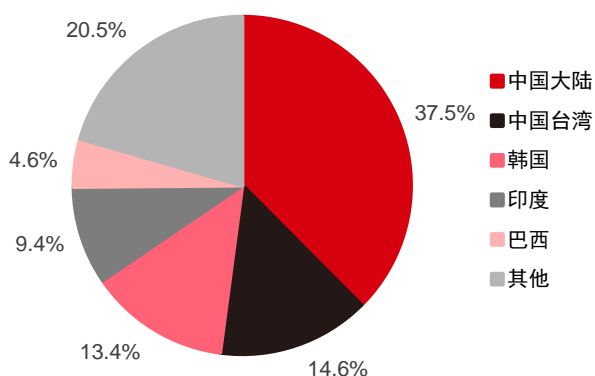
未来仍需警惕默克尔卸任和苏格兰公投为欧盟政治稳定性带来的中长期“隐患”。首先，德国总理默克尔已宣布将于 2021 年正式卸任。在其任期的 15 年间，默克尔和她领导的德国为欧盟的整体稳定性做出巨大贡献，也是维护欧盟统一的主要力量，特别是在 2010-11 年的欧债危机中，以及此次新冠疫情的冲击下。预计其离任德国总理将对维持欧盟长期稳定性带来冲击。另外，5 月 8 日，苏格兰议会选举结果出炉，支持苏格兰独立的民族党连续第 4 次赢得议会多数席位，党魁斯特金将留任苏格兰政府首席大臣。这一选举结果意味着苏格兰民族党谋求苏格兰独立的诉求得到民意授权，斯特金亦称她未来将就是

否脱离英国寻求第二次独立公投，而这可能会助长北爱尔兰地区脱离英国的呼声。苏格兰公投进一步显示了欧洲存在的政治风险。

新兴市场：基本面有支撑，料难出现资金流出风险

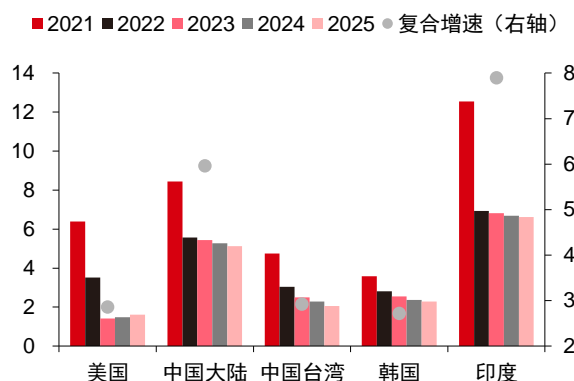
当前 MSCI EM 指数按国家/地区市值占比来看，中国内地、中国台湾、韩国、印度占比最大，分别达到 37.5%、14.6%、13.4%和 9.4%。考虑本轮新兴市场基本面具有明显支撑，因此，发达市场下半年面临的风险对整体新兴市场预计可控。根据 IMF 预测的各国/地区 GDP 增速，尽管美国 2021 年经济复苏状况良好，但仍低于中国内地（8.4%）及印度（12.6%）。若考虑未来五年 GDP 复合增速，中国内地、印度、中国台湾分别为 6.0%、7.9%和 2.9%，均高于美国的 2.8%。

图 57：MSCI EM 指数中各国/地区市值占比



资料来源：MSCI，中信证券研究部

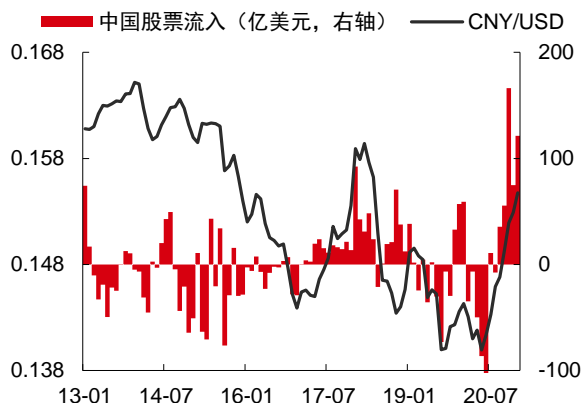
图 58：IMF 预测的各国/地区 GDP 及复合增速（%）



资料来源：Wind，IMF（含预测），中信证券研究部

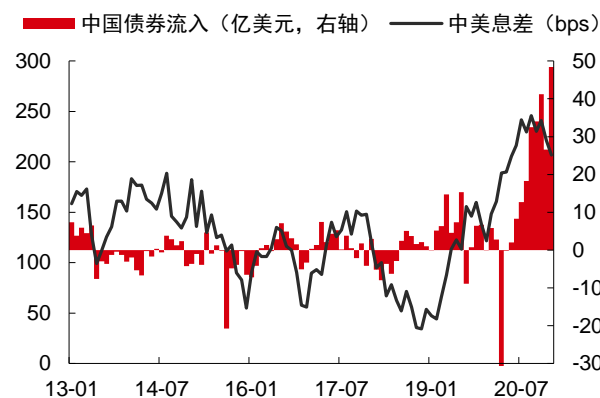
对中国来看，即便未来中美息差或进一步收窄，但预计至多仅会影响到海外资金流入中国债券市场的速度。鉴于目前中美息差仍维持在 150bps 左右的水平，即便美债收益率继续上行料也不会导致资金流出。对于股市来看，海外资金流入中国市场与汇率的相关性更强，而与中美息差变化的关系较弱。因此，在目前人民币仍有升值压力的背景下，我们判断自去年 2 季度开始海外资金持续增配人民币资产的趋势将继续。

图 59：中国股票市场的资金流与汇率更为相关



资料来源：EPFR, Wind, 中信证券研究部

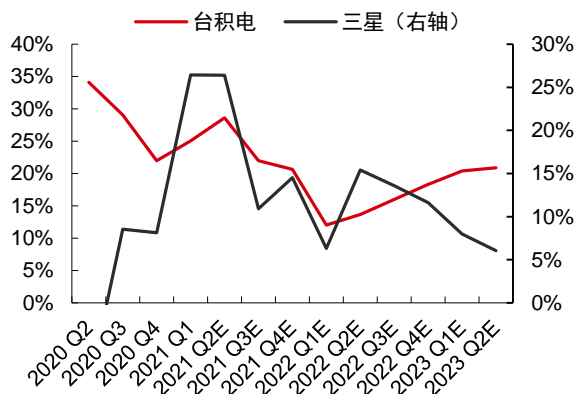
图 60：中国债券市场的资金流与中美息差更为相关



资料来源：EPFR, Wind, 中信证券研究部

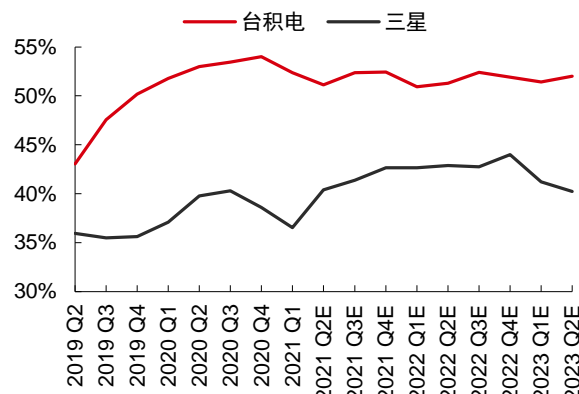
此外，韩国以及中国台湾的股市中，科技行业权重非常高。特别是当前全球半导体产能持续紧张，全球芯片缺货涨价或延续至 2022 年的背景下，半导体公司盈利能力提升，电子产业发达的韩国及中国台湾或将继续受益。以三星及台积电为例，2021 年起，二者季度营收同比增速（含一致预期）均超过两位数涨幅，且预计持续至 2022 年底；2020 年以来，二者毛利率也分别保持在 40%和 50%左右的高位。另外，新兴市场国家疫苗接种稳步推进、全球疫情管制逐步放开亦将利好对旅游业依赖程度较高的泰国、菲律宾等新兴市场国家。

图 61：三星及台积电营收同比增速



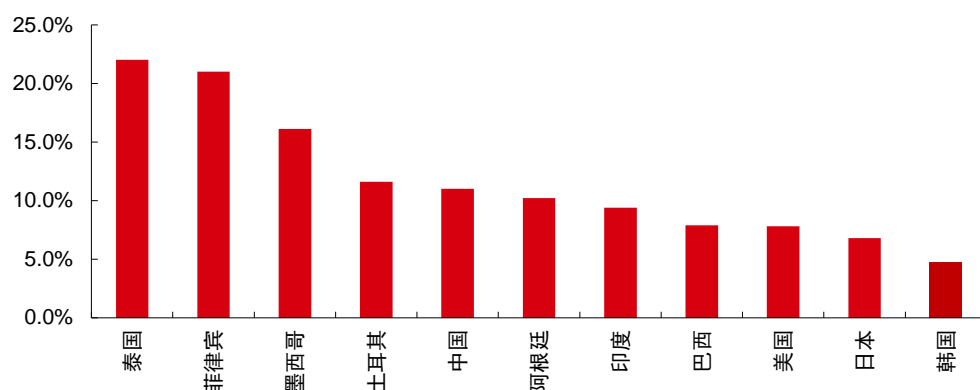
资料来源：Bloomberg（含一致预期），中信证券研究部

图 62：三星及台积电毛利率保持高位



资料来源：Bloomberg（含一致预期），中信证券研究部

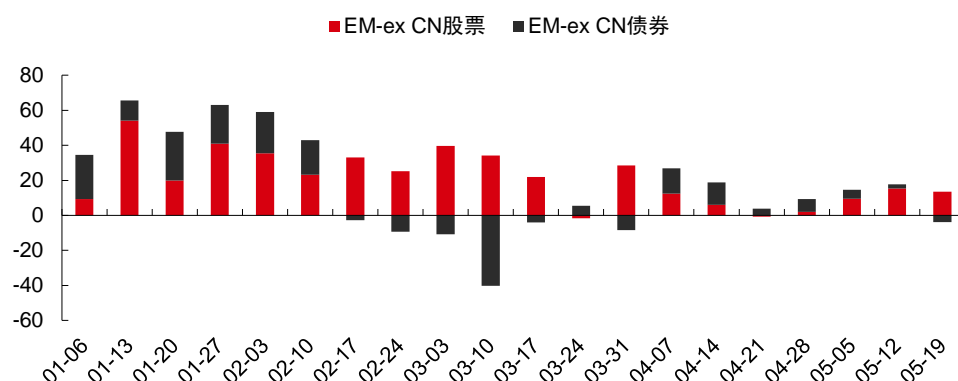
图 63: 泰国、菲律宾等国对旅游业依赖度较高



资料来源: World Travel & Tourism Council (2018), 中信证券研究部

总体看,我们认为本轮全球经济复苏共振背景下,新兴市场国家的基本面具有较强支撑,因此即便未来发达市场爆发风险,也不会出现资金持续流出新兴市场的状况。年初至今,尽管受美债收益率上行影响,2-3 月间资金曾连续 5 周流出新兴市场(除中国)债市,但后续资金再次流入;且股票市场资金始终保持流入趋势。年初至 5 月 19 日,资金分别流入新兴市场(除中国)股市及债市达 421.8 和 102.1 亿美元。

图 64: 资金不会持续流出新兴市场(亿美元)



资料来源: EPFR, 中信证券研究部

风险因素

1) 美债收益率持续大幅上行,信用利差走阔抬升融资成本; 2) 美元升值导致海外收入受汇兑影响; 3) 中美关系再度恶化; 4) 疫情再度爆发、经济重启受阻; 5) 全球资金大幅流出新兴市场。

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）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。