

## 中信证券研究部

**袁翔**  
联席首席策略师  
S1010518080002**秦培景**  
首席策略师  
S1010512050004**杨灵修**  
首席海外策略师  
S1010515110003**杨帆**  
首席政策研究  
分析师  
S1010515100001**李世豪**  
策略分析师  
S1010520070004

## 核心观点

7 月是市场从平静期向共振上行期的转换阶段。我们预计跨月期间博弈性资金退潮会导致市场结构性波动有所加大，建议紧抓高景气主线，继续增配成长制造板块。首先，二季度机构增量入场资金有限，一致性上涨预期驱动大量博弈资金入场，博弈性资金退潮可能导致市场结构性波动有所加大。其次，整体经济依旧维持稳步复苏趋势，预计 7 月经济数据延续缓慢复苏，但节奏迟缓、局部信用风险事件等扰动因素也开始增多，政策依然会保持平稳，支持经济持续修复。最后，国内宏观流动性受海外影响有限，货币政策有望继续保持平稳，权益资产的相对吸引力在多重政策引导下凸显，资本市场流动性依旧充裕。整体而言 7 月市场将从估值驱动转向盈利驱动，从一致上涨预期回归常态，从结构性过热的主题行情切换至中报高景气主线，配置上建议继续紧抓新能源、科技自主可控、国防安全和智能制造四条高景气成长制造主线，市场结构性波动将带来新的入场机会。

**■ 跨月期间博弈性资金退潮可能会导致市场结构性波动有所加大。**

1) 二季度机构增量入场资金有限。存量公募在二季度面临一定的净赎回压力，呈净流出状态，我们估算主动型权益产品整体净赎回率达到 5.2%，高于历史平均的 2%，且 4-6 月呈逐月增加趋势，6 月单月的月度净赎回率即达到 3.2%，即便考虑新发基金，主动权益产品在二季度也呈现净流出状态（-1215 亿元）。配置型外资 5 月开始净流入速度放缓，5 月和 6 月分别仅有 372 亿和 247 亿的净流入，较 4 月的 507 亿逐月减少。此外，从调研情况来看，5 月至 6 月头部公募和私募基本没有仓位的调整，继续高仓位运作，而中小型私募没有明显的加仓行为，仍以调仓为主。

2) 一致性上涨预期驱动大量博弈资金入场。投资者普遍对二季度末市场行情抱有比较一致的上涨预期，导致了短期资金博弈行为。尽管过去两个月机构资金没有明显入场，但 6 月两市日均成交 9488 亿元，达到近 3 年阶段性高点。两市融资余额达到 16129 亿元，为 2016 年以来的峰值，并且小市值公司融资余额上升幅度远超大市值。科创板、创业板和主板在 6 月末的融资余额分别较 4 月初提高 41%、12% 和 6%，其中 4 月以后上市的科创/创业板新股的融资余额上升了 75 亿元，占同期两市总融资余额增加量的 6.7%，但总流通市值仅占两市两融标的总流通市值的 0.2%。此外，次新股近期的炒作热度达到近 3 年以来的高点。

3) 博弈性资金退潮可能导致跨月阶段市场结构性波动有所加大。从机构资金流和市场交投热度来看，近期增量资金以散户游资为主而非机构。本季度沪深 300 指数仅上涨 3.8%，而中证 1000 指数涨幅达到 11.2%。投资者对于 6 月市场行情预期高度一致，叠加了部分公司半年度业绩预告的催化，游资和散户积极入场参与主题行情，例如二季度 Wind 编制的华为鸿蒙指数涨幅已经达到了 41.4%。进入 7 月，随着上涨的一致预期回归常态，博弈性资金可能会退潮并导致跨月阶段市场波动加大。

**■ 整体经济依旧维持稳步复苏的趋势，扰动增多，政策平稳。**

1) 预计 7 月经济数据延续缓慢复苏。中信证券研究部宏观组认为，当前经济运行尚在恢复进程中，展望 7 月乃至三季度，后续有望更多依靠内生动力的修复实现经济增长的稳中加固。尽管短期数据受时点上的扰动因素影响预计有小幅波动，但是从结构上看，中国内生增长动力持续修复的迹象仍十分明显。预计随着国内散点疫情得到有效控制，以及工业品价格逐步回归至正常水平，国内经济的内生动力将有望进一步显现，尤其是制造业投资、服务性消费、商品出口三个积极因素将推动经济稳中加固。



杨家骥  
策略分析师  
S1010521040002



李煦锟  
策略分析师  
S1010521050006



联系人：徐广鸿

**2) 节奏迟缓、局部信用风险事件等扰动因素也开始增多。**短期经济当中也存在一些可能制约复苏节奏的因素。前期商品价格过快上涨影响到了部分企业补库和接单行为，以及部分建筑商的施工进度；消费的复苏节奏也依旧偏缓。5月的社零两年复合增速为4.5%，仍然没有回到疫情前的平均水平（8.5%），广东省等散点疫情抑制了餐饮等服务业的复苏进度，5月全国餐饮业收入两年平均增长1.4%，复苏依旧比较缓慢，家电、健康险等可选消费品种数据也相对低迷。此外，今年以来信用债的监管节奏与力度明显加强，企业信用风险扰动可能在三季度有所增强。

**3) 政策保持平稳，继续支持经济持续修复。**考虑到我国当前经济的复苏仍不均衡，我们预计7月底的政治局会议仍将保持平稳基调，支持经济持续修复。与此同时，我们预计七一建党百年或将宣布全面小康这个第一个百年目标胜利实现，之后共同富裕有望接棒成为工作重点。共同富裕并不是简单的“均贫富”，而是强调通过产业升级、收入分配机制改革等方式持续提升居民收入，同时通过降低居民的住房、教育、医疗、养老等生活成本以提升居民的幸福感和获得感。

### ■ 宏观流动性受海外影响有限，市场流动性依旧充裕。

**1) 国内宏观流动性受海外影响有限，货币政策继续保持平稳。**我们预计下半年海外QE缩减预期对国内影响也非常有限：首先，疫情有效控制下财政刺激逐步退坡、通胀预期回落的背景下，美联储可能有足够的耐心去观察经济恢复情况而不急于做QE缩减指引；其次，中国这一轮的货币政策周期远远领先于海外，其他不少新兴市场国家在今年上半年都已经开始提前加息做应对。央行本周四、周五连续两日投放7天逆回购300亿元，向市场传递了流动性政策继续稳定的信号。短端利率依旧维持较低水平，5个交易日DR007平均仅有2.27%。

**2) 权益资产的相对吸引力在多重政策引导下凸显，市场流动性依旧充裕。**近期监管层调整了银行现金理财产品的规则，监管标准整体上与货币市场基金等同类资管产品保持一致，在监管看齐后，预计居民固收类理财产品预期回报率将持续下降。近期尽管主动权益类产品的平均发行规模依然偏低，但混合类产品发行明显加速，6月截至25日新成立的主动权益类、被动权益类和“固收+”类产品已经达到131只，环比5月上升33.6%，整体发行规模环比5月增长81.5%。整体而言，市场层面流动性依旧充裕，依旧是缺资产而非缺资金。

### ■ 市场由估值驱动转向盈利驱动，紧抓高景气主线。

**1) 结构性过热主题降温，中报高景气板块升温。**进入7月后，随着博弈性资金的退潮，市场将从估值驱动转向盈利驱动，投资者对行情高度一致的上涨预期将转为分化，市场节奏将回归常态。这意味着市场结构性主线也将出现切换，前期游资和散户主导主题和次新的炒作行情将有所降温，而中报高景气板块会接力继续升温，跨月期间潜在的市场波动反而带来中报高景气板块新的入场机会。目前已披露预告的公司2021Q2整体单季盈利平均增速达到了75%，从提前披露预告的家数来看，机械、基础化工、电子、电新、医药、汽车等成长制造行业最多。

**2) 继续增配高景气成长制造板块。**建议继续围绕新能源、科技自主可控、国防安全和智能制造四条高景气成长制造主线布局。首先是碳中和目标下新能源车、光伏、储能等极具市场空间潜力的行业，重点关注锂电及材料环节，智能驾驶相关零部件企业，光伏产业链上储能领域的设备商和集成商；其次是科技自主可控背景下晶圆代工、MCU、电源管理等细分板块设计公司，以及受益国产替代的半导体设备和材料公司以及工业软件；再次是国防装备现代化驱动下军工行业进入长景气周期，关注航空发动机、军队信息化、军工新材料及航空配套企业；最后一条主线是科技赋能制造，重点关注服务机器人、智能驾驶以及AIoT设备等。

**■ 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

跨月期间博弈性资金退潮可能会导致市场结构性波动有所加大 .....	1
二季度机构增量入场资金有限 .....	1
一致性上涨预期驱动大量博弈资金入场 .....	2
博弈性资金退潮可能导致跨月阶段市场结构性波动有所加大 .....	5
<b>整体经济依旧维持稳步复苏的趋势，扰动增多，政策平稳 .....</b>	<b>6</b>
预计 7 月经济数据延续缓慢复苏 .....	6
但节奏迟缓、局部信用风险事件等扰动因素也开始增多 .....	7
政策保持平稳，继续支持经济持续修复 .....	9
<b>宏观流动性受海外影响有限，市场流动性依旧充裕 .....</b>	<b>10</b>
国内宏观流动性受海外影响有限，货币政策继续保持平稳 .....	10
权益资产的相对吸引力在多重政策引导下凸显，市场流动性依旧充裕 .....	12
<b>市场由估值驱动转向盈利驱动，紧抓高景气主线 .....</b>	<b>16</b>
结构性过热主题降温，中报高景气板块升温 .....	16
继续增配高景气成长制造板块 .....	18
<b>风险因素 .....</b>	<b>20</b>

## 插图目录

图 1：二季度主动权益类公募基金资金流测算（亿元） .....	1
图 2：5-6 月末交易型资金阶段性大幅流入（亿元） .....	2
图 3：主动权益类公募基金仓位保持近 2 年来的低位 .....	2
图 4：两市成交金额再次上行达到过去 3 年的阶段性高点（过去 30 天滑动平均，亿元） .....	3
图 5：沪深两市融资余额绝对规模（亿元） .....	3
图 6：双创板块个股融资余额增速 6 月以来明显加快 .....	4
图 7：4 月至今小市值股票融资余额增长明显快于其他市值规模的股票 .....	4
图 8：Wind 次新股指数自 3 月以来表现优异 .....	5
图 9：二季度新股首日涨跌幅明显提升 .....	5
图 10：二季度新股首周涨跌幅明显提升 .....	5
图 11：以两年复合增速来看，5 月工业增加值 6.5%，过去三个月基本保持平稳增长 .....	6
图 12：分大类行业看，两年复合观察，制造业相关行业增加值增速仍然较高 .....	6
图 13：短期贷款及票据融资 12 个月滚动同比 .....	7
图 14：短贷、票据占“信贷+非标+企业债”比重（12 个月滚动） .....	7
图 15：5 月建安投资增速仍在下行 .....	7
图 16：5 月新开工面积增速延续低位 .....	7
图 17：调研中大宗商品涨价对于接单有以下影响的企业占比 .....	8
图 18：两年复合增长方面，限额以上消费出现回落 .....	8
图 19：2021 年下半年信用债到期规模情况（亿元，只） .....	9
图 20：5 月地产&基建端投资增速放缓，制造业投资增速仍未修复至疫情前水平（两年平均增速） .....	10

图 21: 临近月末叠加季末, DR007 依然保持在 7 天逆回购利率附近 (%) .....	11
图 22: 央行中长端流动性净投放自 2 月以来保持稳定 (亿元) .....	11
图 23: 短端流动性净投放自 3 月保持稳定且近期略有宽松迹象 (亿元) .....	11
图 24: 5 年期国债收益率隐含通胀水平见顶回落 .....	12
图 25: 10 年期国债收益率隐含通胀水平见顶回落 .....	12
图 26: 不同类型银行某现金管理类产品当日七日年化收益率 (%) .....	13
图 27: 中国高净值人群可投资资产配置比例变化 .....	14
图 28: 过去 3 周主动权益类公募基金周度新发平均规模依然保持相对低位 (十亿元) .....	14
图 29: 6 月公募基金发行数量环比 4-5 月明显提升 .....	15
图 30: 公募基金新成立总规模环比转暖 (亿元) .....	15
图 31: 三类外资净流入情况 (亿元) .....	16
图 32: 6 月配置型资金行业净流入规模 (亿元) .....	16
图 33: 2021Q2 业绩预告中顺周期板块净利润增速最快 .....	17
图 34: 2021Q2 业绩预告中成长制造板块公布家数相对较多 .....	17
图 35: 成长制造板块不光披露业绩预告公司较多, 预喜率也较高 .....	18

## 表格目录

表 1: 美国主要疫情相关财政&货币刺激政策退坡时点 .....	12
表 2: 7 月金股组合推荐 .....	18

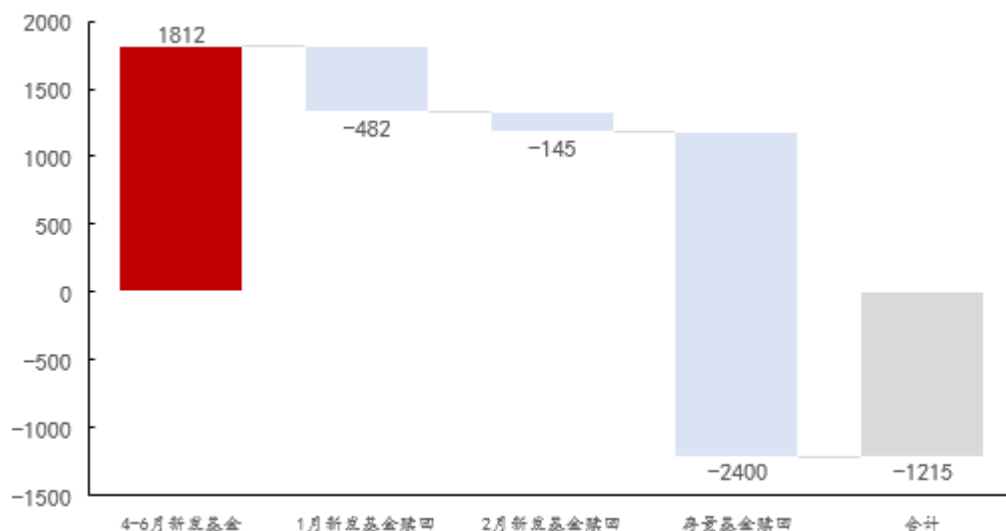


## ■ 跨月期间博弈性资金退潮可能会导致市场结构性波动有所加大

### 二季度机构增量入场资金有限

存量公募基金整体近期面临较高的净赎回压力而呈净流出状态。中信证券渠道调研数据显示，二季度样本基金整体净赎回率达到 5.2%，高于历史上一季度 2% 左右的季度净赎回率，且 4-6 月呈逐月增加趋势，6 月单月的月度净赎回率即达到 3.2%。我们预计一季度新发基金在二季度的净赎回规模为 627 亿元，存量基金（今年一季度之前成立）在二季度的净赎回规模约 2399 亿元，因此即便加上二季度新成立基金的 1812 亿元规模，主动权益类公募基金整体在二季度的资金流为-1215 亿元，呈净流出状态。

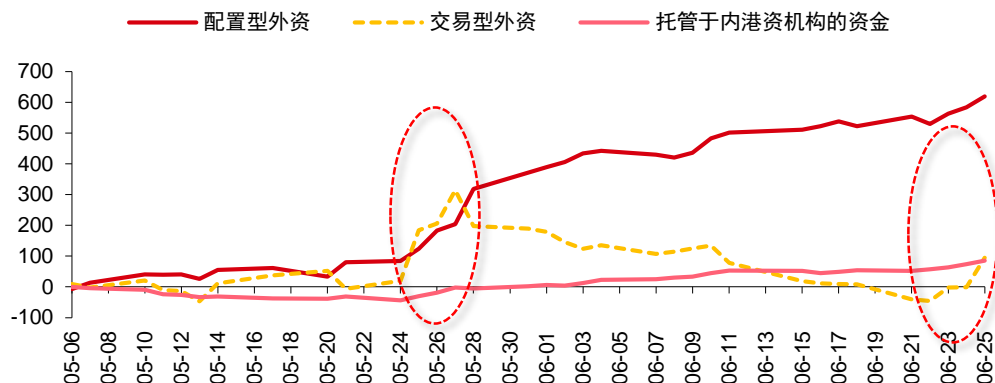
图 1：二季度主动权益类公募基金资金流测算（亿元）



资料来源：Wind，中信证券研究部

**配置型资金 5 月开始净流入速度放缓，交易型资金月末的阶段性的大幅净流入或存在流出风险。**配置型资金过去 3 个月净流入规模分别为 507/372/247 亿元，呈逐月减少的趋势。交易型资金净流入 5、6 月月末均出现短期大幅净流入的情况，影响了北向资金流动的節奏，其中 5 月 25 日-27 日合计净流入 294 亿元，6 月 23 日-25 日合计净流入 140 亿元，但实际自 4 月初截至 6 月 25 日仅累计净流入 136 亿元，远小于同期配置型资金的 1126 亿元。按照过往经验，交易型外资集中入场后通常也会有集中流出的情况，例如 5 月 28 日交易型资金单日净流出便达到 117 亿元，5 月 31 日-6 月 15 日继续净流出 180 亿元。

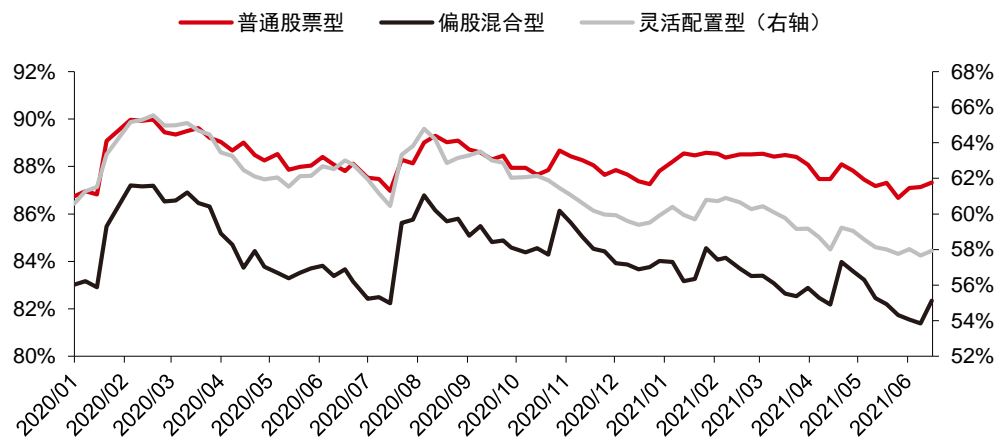
图 2：5-6 月末交易型资金阶段性大幅流入（亿元）



资料来源：Wind，中信证券研究部

**头部公募&私募基本没有调仓，中小型私募近期保持谨慎。**从私募排排网调研数据来看，大型私募仓位几乎没有调整，截至 6 月 11 日的股票私募仓位指数为 81.42%，整体仓位维持高位运行；中小型私募产品依旧相对谨慎，在一季度末仓位降下去之后，仍然没有整体地加仓。主动型公募基金方面，根据中信证券研究部量化配置组的测算，普通股票型、偏股混合型和灵活配置型自 3 月以来基本保持降低仓位的趋势，近期偏股混合型产品仓位有小幅反弹，但该产品在季度末业绩考核时均存在一定的加仓调仓的迹象，另外我们从渠道了解到，5 月中下旬出现阶段性加仓的主体也包括部分寻求半年度 KPI 业绩考核的绝对收益产品，但预计在 6 月后一旦市场出现波动，这部分加仓资金可能会及时兑现收益。

图 3：主动权益类公募基金仓位保持近 2 年来的低位



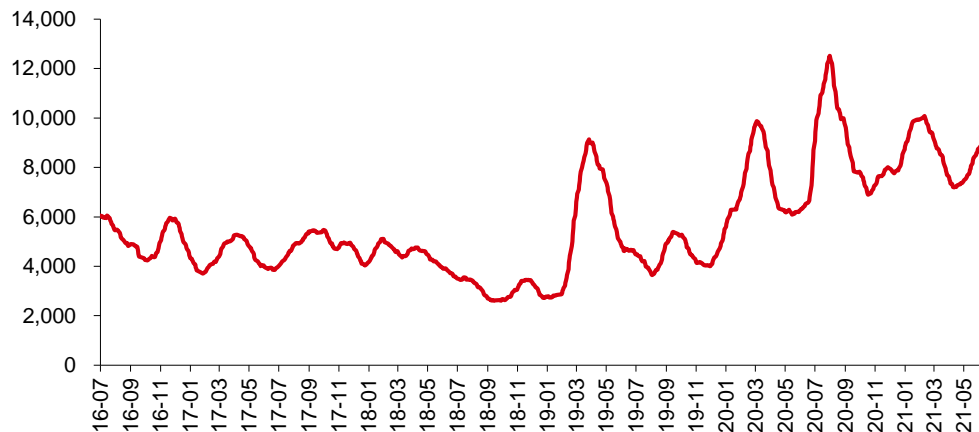
资料来源：Wind，中信证券研究部量化与配置组

## 一致性上涨预期驱动大量博弈资金入场

**季度末存在市场继续上行的一致预期，但机构资金并没有明显地跟随入场。**从调研情况来看，投资者依然普遍对二季度末的市场行情抱有比较一致的上涨预期，这也导致了短期资金博弈行为，但从上述仓位数据来看，机构资金并没有持续的入场。6 月两市成交额平均达到 9488 亿元，本周 5 个交易日中即有 2 日成交突破万亿。市场活跃的成交对应

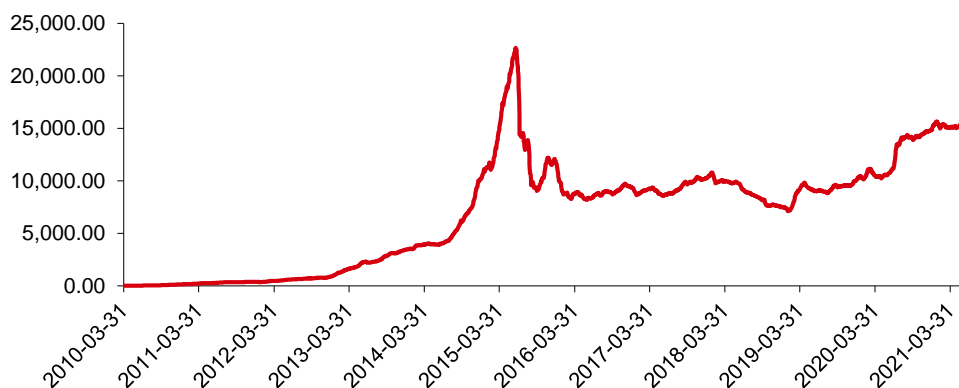
的是融资余额明显抬升，统计数据显示 5-6 月两市融资余额环比已转正，增速分别达到 5%/3%，截至 6 月 24 日两市融资余额达到 16128.9 亿元，为 2016 年以来的峰值。

图 4：两市成交金额再次上行达到过去 3 年的阶段性高点（过去 30 天滑动平均，亿元）



资料来源：Wind，中信证券研究部

图 5：沪深两市融资余额绝对规模（亿元）

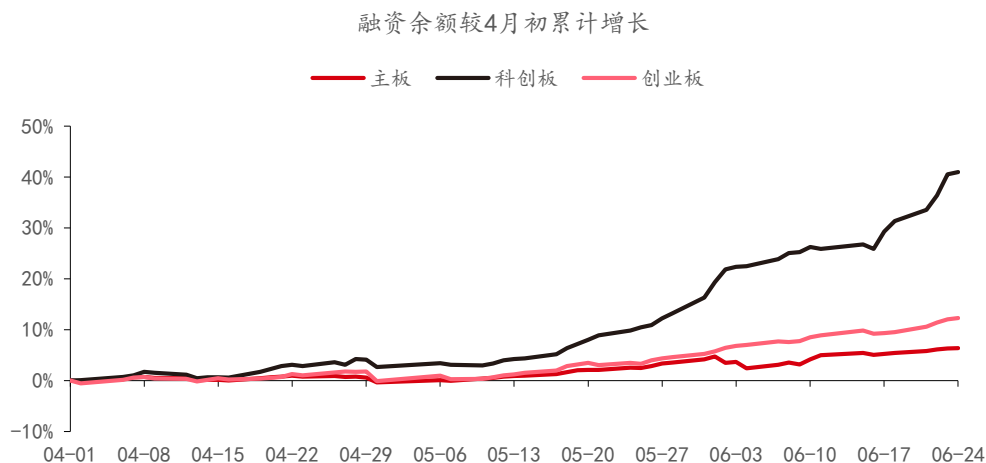


资料来源：Wind，中信证券研究部

此轮行情小市值公司的融资余额上升幅度远远超过大市值公司，这是不同于 2019 和 2020 年阶段性市场过热的最主要特征上的差异。按照流通市值分类，将 A 股划分为 0-20 亿、20-50 亿、50-100 亿、100-500 亿、500-1000 亿和 1000 亿元以上等 6 组，则我们统计的数据显示，自 4 月以来流通市值在 0-20 亿范围内的个股融资余额环比增速就持续高于其他分组，上述 6 组个股按市值由低至高排序，对应的融资余额较 4 月初的水平累计增长分别为 28.7%/0.7%/4.1%/8.4%/10.6%/8.0%。以上数据说明，结构上小市值公司近期明显受到杠杆资金的增持，这与近期的小票风格行情是匹配的。其中除了小市值活跃度上升的原因外，也因为科创板、创业板上市的新股在上市初期就是两融标的，因此科创板和创业板融资余额的上升幅度也远超过主板，科创板/创业板/主板在 6 月末的融资余额分别较 4

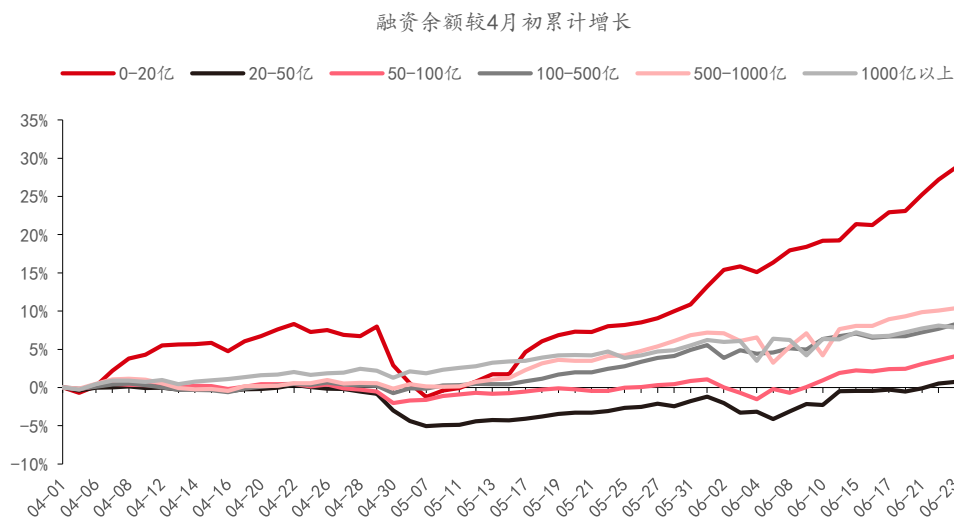
月初提高 41%/12%/6%，其中 4 月以后上市的科创板和创业板新股的融资余额上升了 75 亿元，占同期两市总融资余额增加量的 6.7%，而这部分公司的总流通市值仅占两市两融标的的总流通市值的 0.2%。

图 6：双创板块个股融资余额增速 6 月以来明显加快



资料来源：Wind，中信证券研究部

图 7：4 月至今小市值股票融资余额增长明显快于其他市值规模的股票

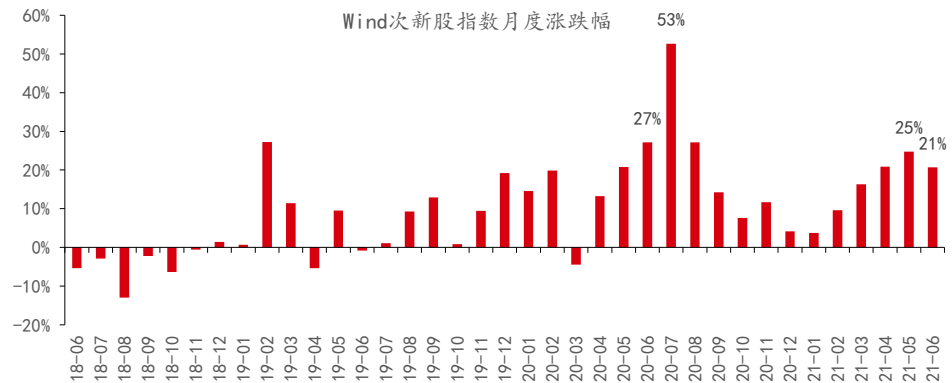


资料来源：Wind，中信证券研究部

作为市场情绪的重要观察角度，次新股近期的炒作达到近 3 年以来的高点。截至本周 Wind 次新股指数过去 3 个月涨幅为 21%/25%/21%，连续 3 个月突破 20%。二季度末新股首日/首周涨跌幅均达到 2020 年下半年以来的最高水平，以首日涨幅为例，4-6 月平均涨幅分别为 205%/242%/300%，呈逐月递增趋势。



图 8: Wind 次新股指数自 3 月以来表现优异



资料来源: Wind, 中信证券研究部

图 9: 二季度新股首日涨跌幅明显提升



资料来源: Wind, 中信证券研究部

图 10: 二季度新股首周涨跌幅明显提升



资料来源: Wind, 中信证券研究部

## 博弈性资金退潮可能导致跨月阶段市场结构性波动有所加大

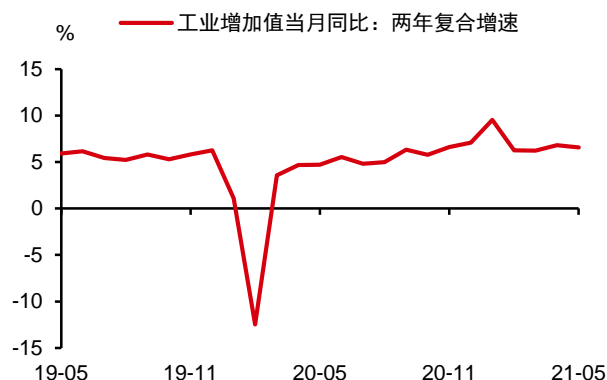
近期市场增量资金以散户游资而非机构为主。鉴于头部机构调仓幅度有限，中小型私募和游资持续保持相对谨慎，仓位维持在较低水平，因此 4-6 月来自机构的资金增量非常有限。相反，以游资散户为代表的博弈性资金集中入场交易是二季度末以来市场比较重要的特征。此类资金带动中小票持续跑赢大盘指数，并且在小票赚钱效应凸显后得到进一步加强，本季度沪深 300 指数仅上涨 3.80%，而中证 1000 指数涨幅达到 11.23%。投资者对于市场单边上涨的高度一致的预期建立在对七一前后市场行情的期待，叠加了部分上半年业绩较好公司集中于 6 月下旬公布业绩预告的催化，因此博弈性资金扩散至相关主题性的板块，例如二季度 Wind 编制的华为鸿蒙指数涨幅已经达到了 41.40%，该指数成分股共 28 只，仅 3 只总市值超 200 亿，7 只介于 100-200 亿元，18 只市值不足 100 亿元。进入 7 月，这种资金剧烈博弈的行情存在预期分化的风险，因为一旦上涨的一致预期被打破，博弈性资金可能会退潮并导致市场阶段性波动加大。

## ■ 整体经济依旧维持稳步复苏的趋势，扰动增多，政策平稳

### 预计 7 月经济数据延续缓慢复苏

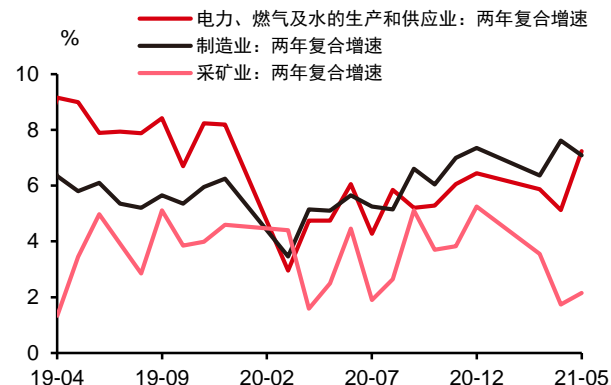
从最新的数据来看，目前我国经济增长动能仍处于平稳恢复阶段。供给方面，我国工业生产持续处于高景气区间，5 月份工业增加值两年复合增速保持了过去三个月以来的较好水平，同时，服务业生产指数也保持环比加快的态势，有望延续复苏。需求方面，制造业投资活动加快，有效对冲了基建单月的回落压力，地产投资虽高位回落，但也仍保持高增速区间。另外，尽管消费方面，可能受到了国内散点疫情的影响，导致 5 月份的社会消费品零售总额的增速环比回升幅度略低于预期，但整体仍在恢复通道之中。

图 11：以两年复合增速来看，5 月工业增加值 6.5%，过去三个月基本保持平稳增长



资料来源：Wind，中信证券研究部

图 12：分大类行业看，两年复合观察，制造业相关行业增加值增速仍然较高



资料来源：Wind，中信证券研究部

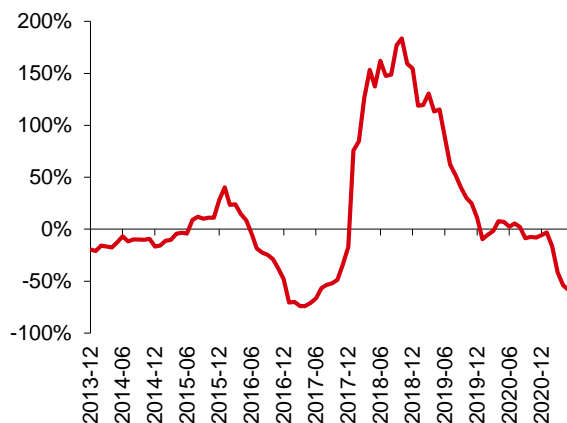
工业品价格方面压力最大的时点或也已经过去。5 月份 PPI 创下 2008 年 10 月份以来新高，为 9.0%，但是从六月份的高频数据来看，除了原油价格仍在攀升外，铜、螺纹钢等大宗商品的现货价格已经较此前有了明显的回落，综合来看，工业品价格方面压力最大的时点或已经过去，预计大概率将反映在即将公布的 6 月份的物价数据中。另外，当前内需仍在稳定的复苏进程中，因此核心 CPI 也将反映居民的消费需求，持续温和上行。

当前经济运行尚在恢复进程中，展望 7 月乃至三季度，后续有望更多地依靠内生动力的修复实现经济增长的稳中加固。尽管短期数据受时点上的扰动因素影响预计有小幅波动，但是从结构上看，我国内生增长动力持续修复的迹象仍十分明显，例如 5 月单月的固定资产投资增速快速修复，尤其是其中的高技术制造业投资增长达 15.5%。我们预计随着国内散点疫情的有效控制，以及工业品价格逐步回归至正常水平，国内经济的内生动力将有望进一步显现，尤其是制造业投资、服务性消费、商品出口三个积极因素将推动经济稳中加固。

## 但节奏迟缓、局部信用风险事件等扰动因素也开始增多

短期经济当中也存在一些可能制约复苏节奏的因素，首先前期商品价格过快上涨影响到了企业补库和接单行为。其中 5 月社融数据分项体现出企业更加谨慎的采购和补库行为，12 个月累计新增企业短期贷款的同比增速降至-58%（2021 年 1 月也仅有-2.1%），企业短贷（12 个月累计）占新增社融（“信贷+非标+企业债” 12 个月累计）比重则降至 13.0%，为 2018 年以来最低水平。而中国人民银行上海总部调查研究部主任吕进中在《中国金融》中撰文分析称大宗商品涨价使得企业接单趋于谨慎，并通过短单和定金等方式规避风险。调研显示有 37.2%的企业谨慎接单，26.3%的企业偏好接短单，19.9%的企业收取部分定金。而这一现象影响到了建筑行业的用工进度，5 月地产建安投资两年累计平均增速为 8.8%，5 月单月新开工面积增速仍为负增长-6.1%，而广义基建投资 1-5 月累计增速 10.4%，这些施工相关指标均出现下行并低于预期，而 6 月是否能消除此负面影响仍有待观察。

图 13：短期贷款及票据融资 12 个月滚动同比



资料来源：Wind，中信证券研究部

图 14：短贷、票据占“信贷+非标+企业债”比重（12 个月滚动）



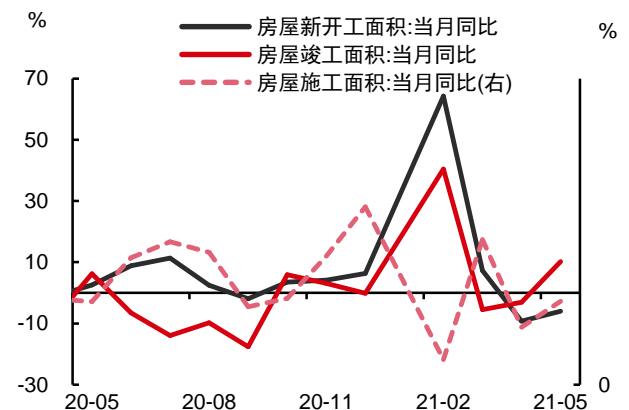
资料来源：Wind，中信证券研究部

图 15：5 月建安投资增速仍在下行



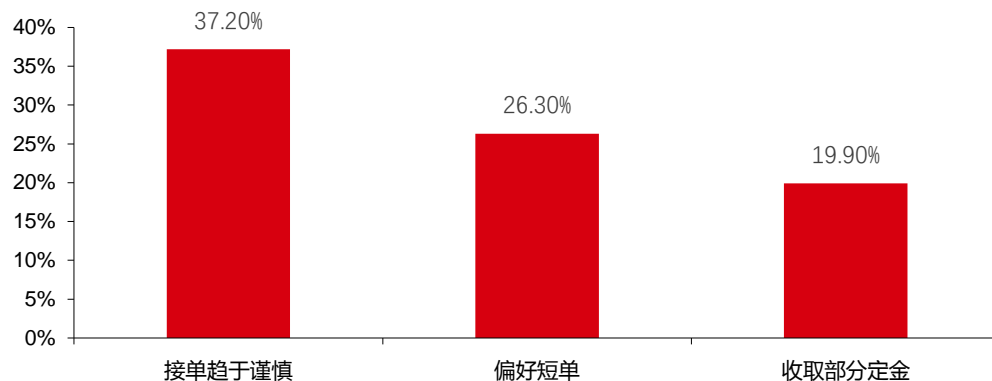
资料来源：Wind，中信证券研究部 注：今年数据为与 2019 年相比的 2 年平均

图 16：5 月新开工面积增速延续低位



资料来源：Wind，中信证券研究部

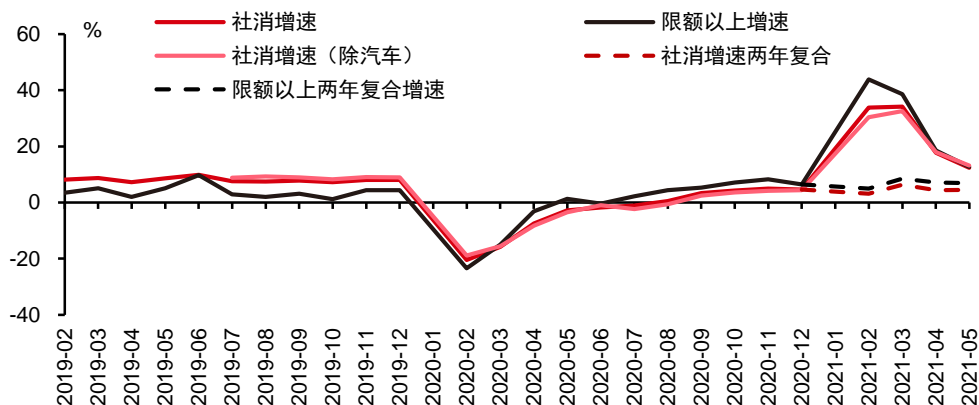
图 17：调研中大宗商品涨价对于接单有以下影响的企业占比



资料来源：《大宗商品价格上涨的成因》（吕进中，中国金融，2021-10），中信证券研究部

**消费的复苏节奏也依旧偏缓。**5月的社会消费品零售总额为 35945 亿元，两年复合增速为 4.5%，仍然没有回到疫情前的社零平均增速（2018-2019 年平均每月同比增速为 8.5%），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，市场对 5 月的消费复苏期望较高，因此尽管两年复合增速有所抬升，但低于市场预期。从结构来看，广东省等散点疫情抑制了餐饮等服务业的复苏进度，5 月份全国餐饮收入为 3816 亿元，两年平均增长 1.4%，复苏依旧比较缓慢。而家电、健康险等可选消费等数据也没有明显回升，根据奥维云网公布的 618 线下家电市场销量数据，在 6 月 14 日至 6 月 20 日期间，线下多个品类的家电出现销量同比大跌情况，例如冰箱销量同比下滑 11%，洗衣机销量同比下滑 10%，彩电销量同比下滑 24%，主要家电品类中只有空调销量同比增长 13%，且厨房家电下跌幅度也相当明显，如厨电套餐同比下滑 17%，油烟机同比下滑 14%，消毒柜、电储水热水器甚至下滑超过 25%。而保单方面也并未恢复景气，A 股 5 家保险公司公布的 5 月月度数据显示保费仍然承压，如平安寿险及健康险 5 月单月个险新单为 72.8 亿元，同比减少了 30.7%；5 月单月太保寿险保费同比增长不到 1%，产险保费则下降超过 3%。

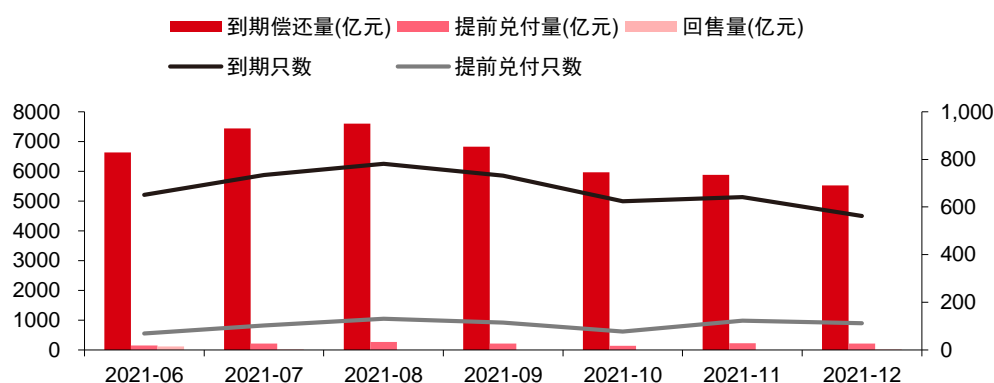
图 18：两年复合增长方面，限额以上消费出现回落



资料来源：Wind，中信证券研究部

**防风险仍然是第一要务，部分企业信用风险的爆发可能在三季度有所增多。**今年以来，信用债的监管节奏与力度明显加强。尤其涉及到城投监管的政策数量、频率以及部门均明显提升。监管由点及面，从杜绝逃废债、到加强第三方评级监督、以及对债市审批制度的改革，覆盖范围逐渐扩大，从一级发行到二级投资乃至中介机构均受到不同程度的约束和规范，这一系列监管导致债券市场情绪敏感且较为脆弱，但近期一系列地方政府对于信用端的支持均表明防风险仍然是第一要务，如 4 月 21 日，山西国资运营公司、山西省金融办联合举办金融机构进晋入企调研活动，会上部分企业表示将确保自身债券不出现一笔违约；6 月 22 日，天津市政府组织债券投资人“恳谈会”，相关领导表示将竭尽所能维护好信用生态，又如“20 永煤 SCP007”本息在 6 月 21 日兑付，永煤事件也渐渐平息。但尽管地方政府防风险动力较强，下半年信用债到期量仍然很大，待还规模达到 39248 亿元，其中 7 月和 8 月到期规模均超过 7000 亿元，在当前信用债融资仍然较为困难的背景下（5 月信用债市场净融资额为-1808 亿元），三季度信用风险爆发事件仍可能有所发生，届时可能对于经济复苏及市场情绪形成扰动。

图 19：2021 年下半年信用债到期规模情况（亿元，只）



资料来源：Wind，中信证券研究部

## 政策保持平稳，继续支持经济持续修复

**当前经济修复进程仍需稳固，政策大概率保持平稳，而且通胀预期已经明显缓解，政策宽松的约束不强。**综上所述，虽然经济仍有一定自发向好的动力，但商品价格的冲击，消费复苏持续不及预期及信用方面的潜在风险仍是经济复苏可能遭遇的扰动，宏观政策没有收紧的必要性，大概率仍保持平稳。而且前期市场对于通胀的担忧也明显缓解，从 5 月以来，国家发改委会同有关部门，采取了多种措施对于大宗商品价格市场调节，且截至目前仍然保持较强政策定力，国内螺纹钢期货价格从高点回撤 16%，沪铜期货从高点回撤 11%，市场对于通胀预期明显降低，也缓解了此前部分投资者担心通胀制约政策宽松的担忧。

**预计 7 月政治局会议仍将保持平稳基调，共同富裕或为之后工作重点。**虽然我国从疫情中恢复较快，但一季度政治局会议仍强调“当前经济恢复不均衡、基础不稳固”，考虑到我国当前经济的复苏仍不均衡，我们预计 7 月底的政治局会议仍将保持平稳基调。与此同时，我们预计 7.1 建党百年或将宣布全面小康这个第一个百年目标胜利实现，之后共同



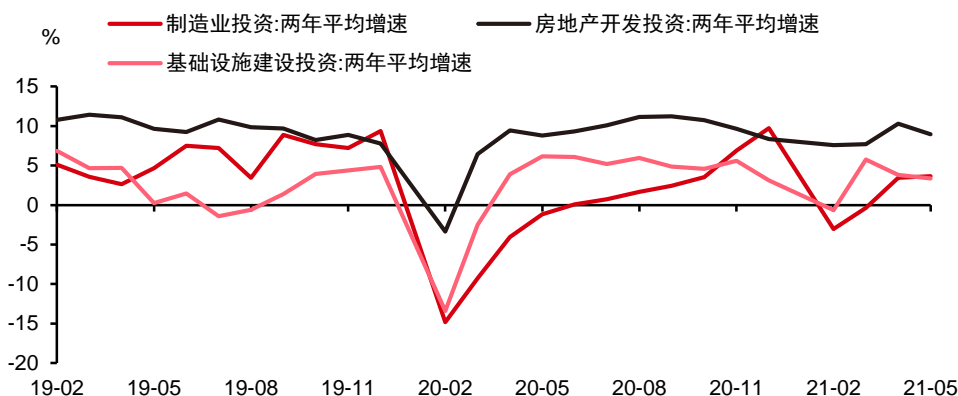
富裕有望接棒成为工作重点。共同富裕并不是简单的“均贫富”，而是强调通过产业升级、收入分配机制改革等方式持续提升居民收入，同时通过降低居民的住房、教育、医疗、养老等生活成本以提升居民的幸福感和获得感。

## ■ 宏观流动性受海外影响有限，市场流动性依旧充裕

### 国内宏观流动性受海外影响有限，货币政策继续保持平稳

需求端仍处于缓慢复苏阶段，三季度货币政策料将继续保持平稳。从 Q2 高频宏观数据来看，国内总需求全面复苏仍需时日。最新的 5 月主要宏观数据显示，投资端在 Q2 一定程度受到原材料价格上涨的负面冲击。制造业方面，中信证券研究部宏观组估算 5 月单月投资两年平均同比增长约 3.66%，虽维持相对稳定，但仍低于 2019 年 11 月之前的水平；5 月单月基建投资转负（同比下降 3.6%），两年平均增速仅维持 3.38%；地产销售端虽然保持景气，但房地产开发投资 5 月单月两年平均增速 8.96%，较前值有所下滑。消费端 5 月整体消费复苏放缓，5 月单月社会消费品零售总额 35945 亿元，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，但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。总体而言，总需求的完全复苏较难在未来 2-3 个月内一蹴而就，在此宏观背景下货币政策料继续保持耐心，虽无宽松的必然，但主动收紧流动性的概率也偏低。

图 20：5 月地产&基建端投资增速放缓，制造业投资增速仍未修复至疫情前水平（两年平均增速）

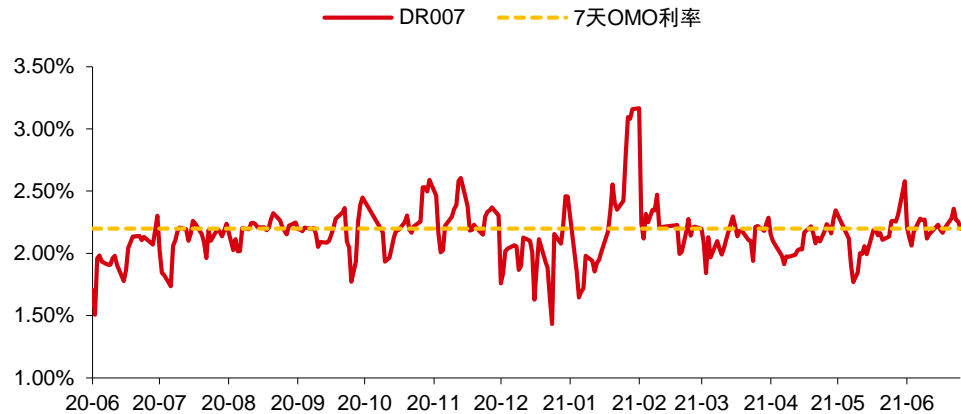


资料来源：Wind，中信证券研究部宏观组

央行再次引导市场避免无根据的流动性预测，稳定的公开市场操作保证了宏观流动性维持相对宽松。6 月 21 日央行主管媒体《金融时报》针对 5 月时市场对流动性偏紧的担忧再次刊文，称“没有根据的所谓流动性预测可以休矣”，认为市场对 6 月份资金面收紧的担忧确实是毫无必要的，政策利率水平的重要性高于操作量，市场主体无需对流动性产生不必要的担忧，更不宜以没有根据的猜测去预测流动性“收紧”和“波动”以及央行政策取向，误导市场预期，人为制造波动。实际上，3 月以来无论是中长端还是短端流动性的投放，央行都保持非常稳健的节奏，MLF /14 天逆回购/7 天逆回购均分别保持 2.95%/2.35%/2.20% 的利率水平，其中 4-6 月 MLF&TMLF 净投放规模分别为-61/0/0 亿元，基本保持等量续作，而 4-6 月短端逆回购净投放规模分别为+100/-100/+400 亿元，可见 6 月甚

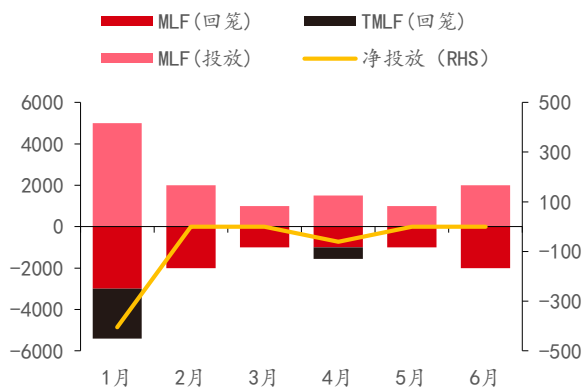
至略有宽松，例如本周四、周五连续两日投放 7 天逆回购 300 亿元，为春节后首次多增投放。实际的利率水平也基本保持在政策利率附近小幅波动，本周已接近月末季末叠加的流动性关键窗口，但 5 个交易日 DR007 平均 2.27%，与 2.20% 的 7 天逆回购利率相差不大，周五 DR007 下行至 2.1972%，已低于政策利率水平。

图 21：临近月末叠加季末，DR007 依然保持在 7 天逆回购利率附近（%）



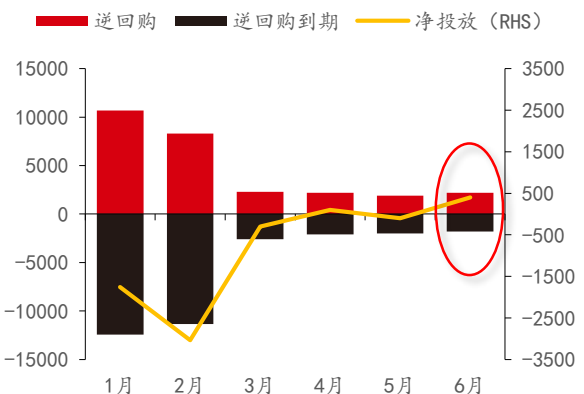
资料来源：Wind，中信证券研究部

图 22：央行中长端流动性净投放自 2 月以来保持稳定（亿元）



资料来源：Wind，中信证券研究部

图 23：短端流动性净投放自 3 月保持稳定且近期略有宽松迹象（亿元）

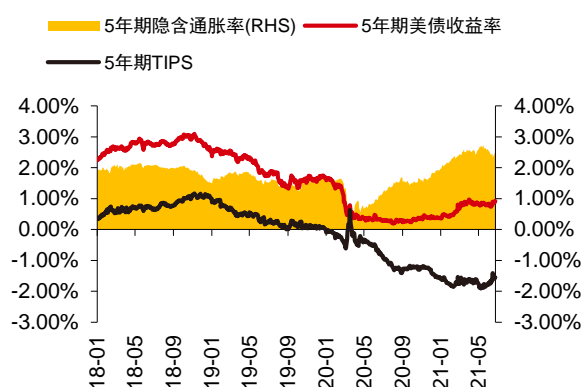


资料来源：Wind，中信证券研究部。注：逆回购含 7 天和 14 天品种

下半年海外 QE 缩减预期对国内市场影响较小。第一，财政刺激政策退坡的背景下，市场通胀预期已经减弱，因此货币政策收紧的必要性降低。一方面，美国与疫情相关的财政&货币政策将在下半年陆续到期，货币政策中保证企业薪酬支付便利的 PPP 将于本月底到期，财政政策中失业保证金、紧急带薪休假支持、学生贷款本息延付项目也将陆续在今年 9 月和 10 月结束；另一方面，本周拜登政府虽成功通过 1 万亿美元的基建法案，但远低于今年 3 月拜登提议的 2.3 万亿美元规模，总规模上低于先前预期。传统基建方案尚为两党分歧最小的方向，未来关于税收制度、社会保障制度的调整必将迎来更大的阻力，可

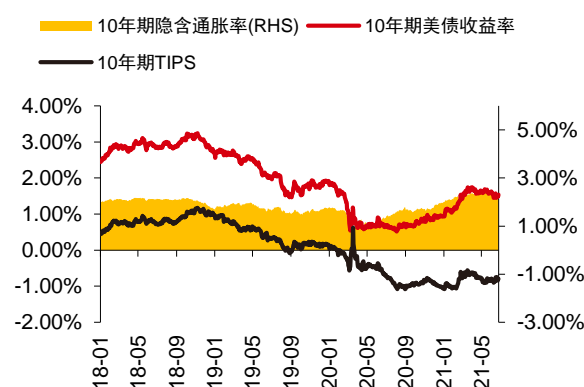
见美国财政刺激对经济支撑的力度在二季度基本已过峰值。目前市场对于美国长期通胀水平的预期已经较 5 月中旬的峰值有所下滑，最新 5 年期/10 年期 TIPS 隐含通胀率分别为 2.46% 和 2.34%，较年内峰值分别下降 0.26 和 0.20ppt。在财政刺激退坡叠加通胀压力降低的背景下，三季度美联储边际收紧货币政策的迫切性已经降低。**第二，中国央行货币政策仍有充足的应对空间，其他新兴市场国家央行也已经积极调整了货币政策，以应对潜在 Taper 的风险。**我国央行自去年三季度开始就已经有退出非常规刺激货币政策的趋势，领先于美联储而赢得了宝贵的政策空间，今年以来则一直保持稳定的公开市场操作和合理的政策利率水平，宏观流动性基本保持着合理充裕，因此可充分应对海外流动性的突变风险。其他新兴市场央行为应对本币贬值、美元流动性逆转的担忧，今年也陆续调整货币政策，巴西央行今年已连续 3 次加息，而据路透社报道，土耳其央行行长 6 月 23 日表示将维持紧缩的货币政策立场，韩国央行行长则在 6 月 24 日召开的新闻发布会上表示正计划“有序退出”当前的宽松货币政策。因此我们不认为本次 QE 缩减会导致新兴市场货币简单重复 2013 年 Taper Tantrum 的情形。

图 24：美国 5 年期国债收益率隐含通胀水平见顶回落



资料来源：Wind，中信证券研究部

图 25：10 年期美国国债收益率隐含通胀水平见顶回落



资料来源：Wind，中信证券研究部

表 1：美国主要疫情相关财政&货币刺激政策退坡时点

政策类别	政策名称	相关法案	启动时间	到期时间
货币政策	薪酬保障项目 (Paycheck Protection Program Liquidity Facility, PPPLF)	CARES Act	2020 年 4 月 9 日	2021 年 6 月 30 日
财政政策	延交学生贷款本息	Biden 行政命令	2021 年 1 月 20 日	2021 年 9 月 30 日
	每周 300 美元额外失业保险金	American Rescue Plan	2021 年 3 月 11 日	2021 年 9 月 6 日
	紧急带薪休假	American Rescue Plan	2021 年 3 月 11 日	2021 年 10 月 1 日

资料来源：Wikipedia，中信证券研究部

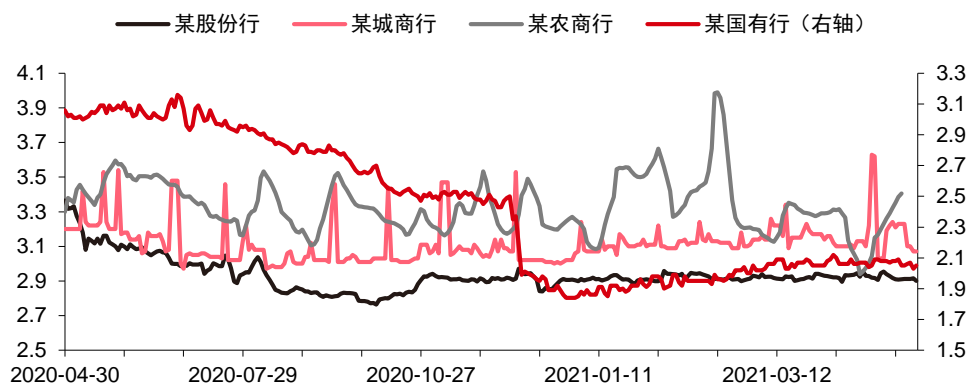
## 权益资产的相对吸引力在多重政策引导下凸显，市场流动性依旧充裕

**房住不炒政策继续强化，房地产投资属性进一步被削弱。**6 月 10 日银保监会主席郭树清在第十三届陆家嘴论坛上公开表示“押注房价永远不会下跌的人最终会付出沉重代价”，是其继今年 3 月国新办发布会上表示“很多人买房子不是为了居住，而是为了投资或者投机，这是很危险的”之后，再次公开强调官方对于地产调控的严苛态度。近期尽管官

方及权威机构尚未证实，但据中证网等媒体报道，武汉、郑州、杭州、合肥、广州、重庆等楼市热点城市二手房市场停贷的消息，房地产的投机预期有望迎来自身调整。

**银行现金理财新规驱动理财端无风险利率持续下行，居民固收类理财资产预期回报率持续下降。**6月11日，银保监会、中国人民银行联合制定并发布《关于规范现金管理类理财产品管理有关事项的通知》，监管标准整体上与货币市场基金等同类资管产品保持一致，有助于促进公平竞争。在监管看齐后，现金管理类理财的收益料将进入下行通道。此前对于现金理财监管较为宽松时，其往往会采取加杠杆拉久期的策略，收益率也较货基更高。通过选取了不同类型商业银行的个别理财产品为代表进行观察，可以看出不考虑部分时间点的异常值，现金管理类理财总体上收益率在走低，这说明在《通知》出台前产品已经开始根据《征求意见稿》整改，由于投资范围受限，相应所取得的回报也就有所贬损，此次《通知》正式出台后，收益率下行的趋势料将延续。**存款利率自律确定方式近期也迎来调整**，6月21日，据市场利率定价自律机制秘书处官方消息，自6月21日起存款利率自律上限的确定方式，将原由存款基准利率一定倍数形成的存款利率自律上限，改为在存款基准利率基础上加上一定基点确定，中信证券研究部固收组认为，受政策影响，存款加权成本大概率下行，下降幅度可能在5-15BP，由此长期存款作为居民资产配置的重要地位将被削弱。

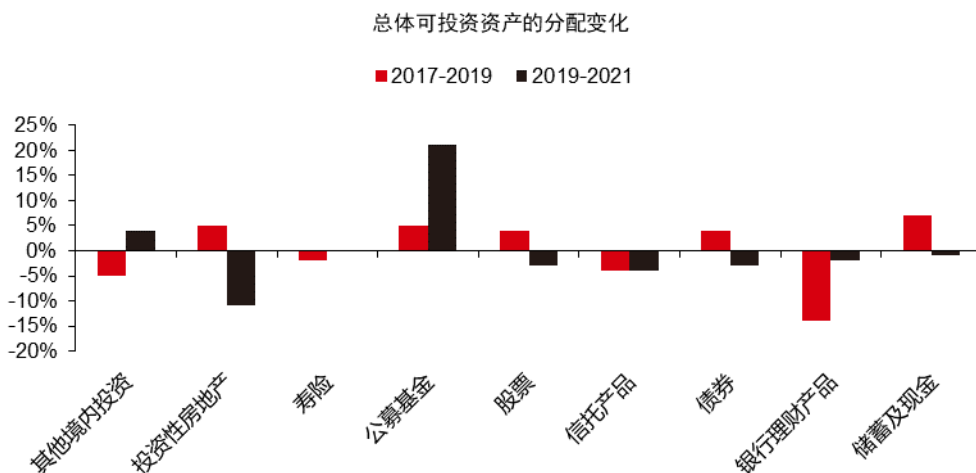
图 26：不同类型银行某现金管理类理财产品当日七日年化收益率（%）



资料来源：普益标准，中信证券研究部

**房地产的投资属性降低和定期理财收益率下行将提升权益类资产对居民段资产配置的吸引力。**根据招商银行联合贝恩公司发布的《2021 年中国私人财富报告》，2019 年以来受访高净值客户资产中投资性房地产占比降低 11pcts，权益类资产提高 18pcts，其中公募基金提高 21pcts，股票降低 3pcts。相较于传统经济创富一代，新经济创富一代配置权益类资产的比例要高 2pcts，固收类资产则低 4pcts，而在 2021 年受访的创富一代中，来自新经济的客户占比已经达到了 49%，高于 2019 年的 22%。中国财富管理尚处于爆发式阶段，而在“房住不炒”大方针的执行下，预计权益类资产将逐渐取代投资性房地产而成为家庭财富配置的新方向，公募基金行业也将受益于权益市场的稳步发展成为居民参与股市的主要渠道。

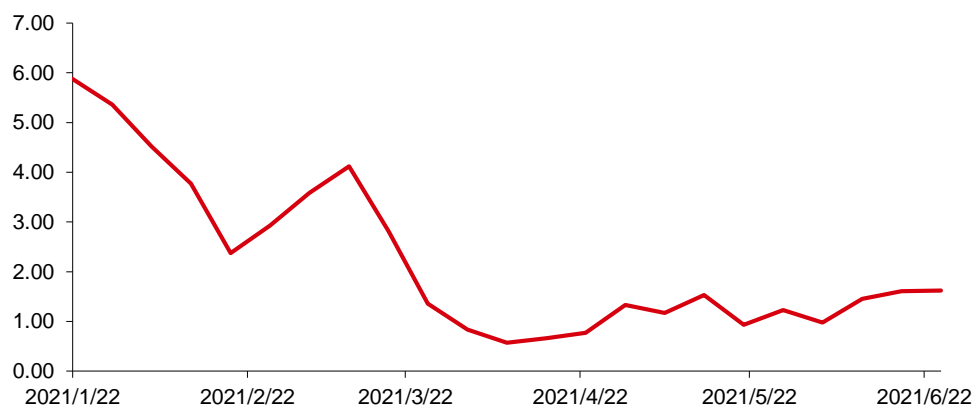
图 27：中国高净值人群可投资资产配置比例变化



资料来源：招商银行，贝恩公司，中信证券研究部

**近期公募产品发行速度有所加快，带动整体发行规模上行。**尽管主动权益类产品的平均发行规模依然偏低，本周已发行主动权益类公募基金平均规模 14 亿元，较上周平均的 17 亿元略有下滑，反映市场对主动产品的需求依然不高。但随着市场热度提升，6 月基金公司推行各类产品的速度较 4-5 月明显加快，6 月截至 25 日新成立的主动权益类+被动权益类+“固收+”类产品已经达到 131 只，是自去年 10 月以来仅次于今年 3 月的次高水平，环比 5 月上升 33.6%。发行绝对数量的增多也带动总体发行规模的提高，6 月截至 25 日新成立的主动权益/被动权益/“固收+”产品分别达到 808/269/636 亿元，环比 5 月增长 65.7%/170.0%/78.5%，整体规模环比 5 月增长 81.5%。我们预计二季度公募基金发行的绝对规模并不低。

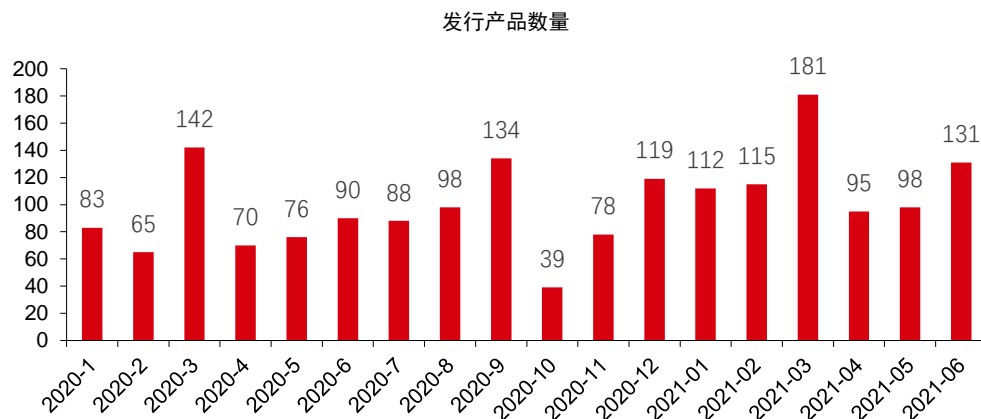
图 28：过去 3 周主动权益类公募基金周度新发平均规模依然保持相对低位（十亿元）



资料来源：Wind，中信证券研究部

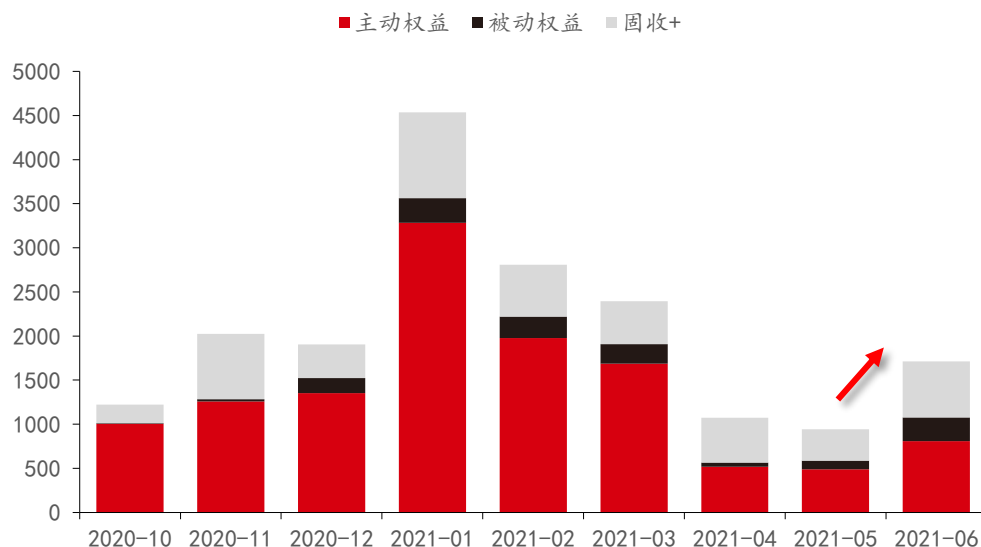


图 29：6 月公募基金发行数量环比 4-5 月明显提升



资料来源：Wind，中信证券研究部。注：发行产品包括主动权益类、被动权益类和“固收+”产品，2021 年 6 月数据截至 6 月 25 日

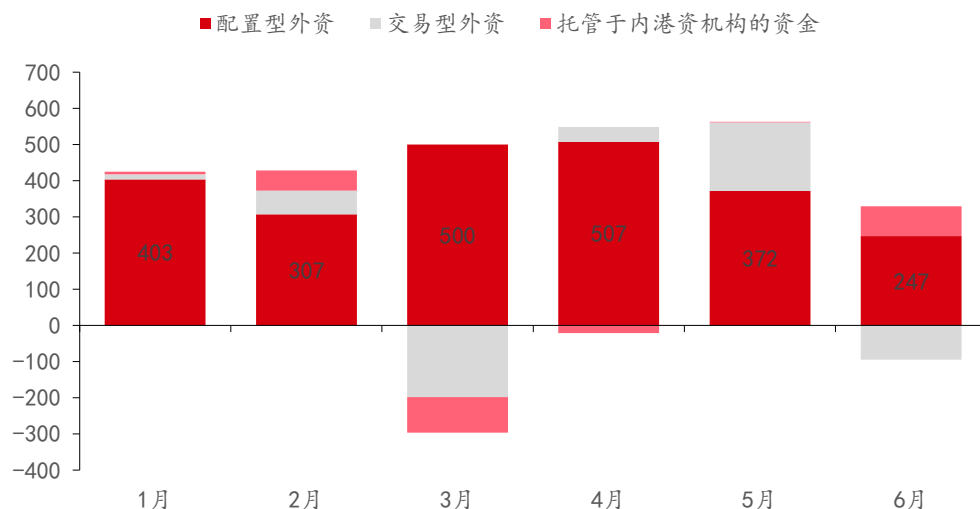
图 30：公募基金新成立总规模环比转暖（亿元）



资料来源：Wind，中信证券研究部 注：2021 年 6 月数据截至 6 月 25 日

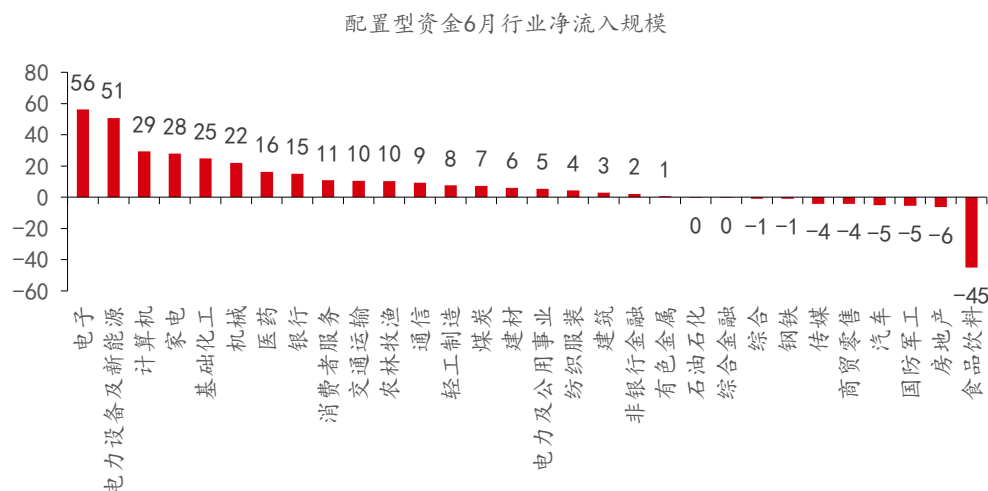
**外资中配置型资金延续净流入趋势。**尽管 6 月配置型资金净流入相较于 4-5 月有所放缓，但整体依然保持着净流入的趋势，截至 25 日，配置型资金仍净流入累计达到 247 亿元。从行业分布来看，成长制造板块是 6 月配置型外资主要净流入的方向，电子、电力设备及新能源、计算机、家电、基础化工的净流入规模 56 亿、51 亿、29 亿、28 亿、25 亿元，主要净流出集中于食品饮料行业，累计净流出规模达到 45 亿元。

图 31：三类外资净流入情况（亿元）



资料来源：Wind，中信证券研究部 注：2021年6月数据截至6月25日

图 32：6月配置型资金行业净流入规模（亿元）



资料来源：Wind，中信证券研究部 注：2021年6月数据截至6月25日

## ■ 市场由估值驱动转向盈利驱动，紧抓高景气主线

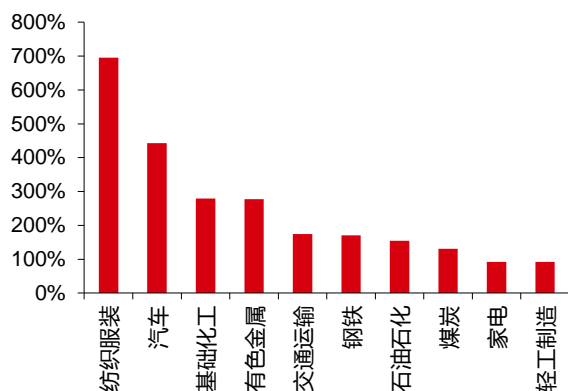
### 结构性过热主题降温，中报高景气板块升温

市场节奏将从一致性的上涨预期，回归到常态化。如上文所述，7月前高度一致的预期使得投资者对于市场时间维度的行情确定性很高，部分投机资金博弈行为明显增加，但7月后，市场预期将不再一致，进入常态化的阶段，一些获利较多的投机资金可能将逐步

获利了结。这意味着前期游资和散户主导的强势炒作的次新股以及纯主题性股票会明显降温。

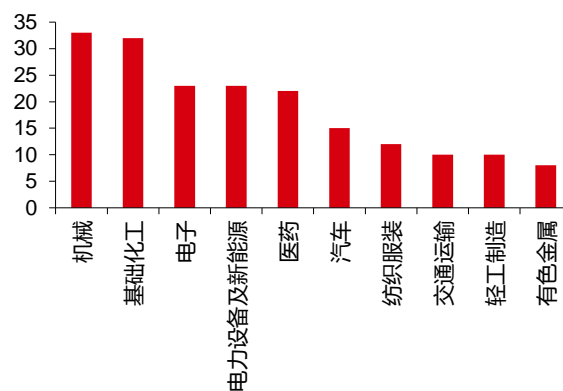
但是中报高景气板块会接力继续升温，跨月期间潜在的波动反而带来新的入场机会。投资者对于市场行情一致预期减弱后，中报成为最重要的参照锚，高景气的行业有望接力持续升温。截至 6 月 25 日，按照可比口径，按照预告净利润上下限均值计算，共有 266 家公司公布了 2021 年中报预告，2021Q2 整体单季盈利增速达到了 75%，按照绝对利润增速来看，纺织服装、汽车、基础化工、有色、交运、钢铁等顺周期行业增速靠前（统计了单季度合计利润超过 2 亿元的行业），但当前经济复苏最快的阶段已过，大宗商品价格也从高点明显回落，这部分行业业绩增速后续可能将有所减弱。而按照披露公司的家数来看，机械、基础化工、电子、电新、医药、汽车等成长制造行业最多，由于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，故大多是景气度向上的企业才会公布业绩预告，单一行业公司披露家数较多一定程度证明整体行业景气度较高，而这也印证了我们对于三四季度成长制造板块即使在高基数背景下，相对盈利趋势会明显占优的判断。我们预计伴随着产业政策的扶持及自下而上的高资本开支提速，成长板块长期增长的确定性将明显增加，景气度也将持续保持，若在跨月过程中市场预期切换导致这些持续高景气的成长制造板块出现波动，将是一个新的入场时机。

图 33：2021Q2 业绩预告中顺周期板块净利润增速最快



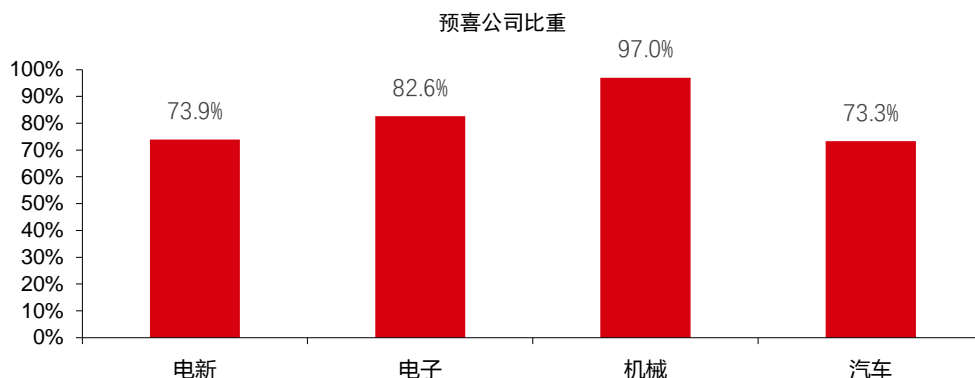
资料来源：Wind，中信证券研究部 注：剔除净利润不足 2 亿行业

图 34：2021Q2 业绩预告中成长制造板块公布家数相对较多



资料来源：Wind，中信证券研究部

图 35：成长制造板块不光披露业绩预告公司较多，预喜率也较高



资料来源：Wind，中信证券研究部 注：预喜包括略增、扭亏、预增三类

## 继续增配高景气成长制造板块

**继续择机增配高景气成长制造板块。**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。预计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。建议继续围绕**新能源、科技自主可控、国防安全和智能制造**四条高景气成长制造主线布局。首先是碳中和目标下新能源车、光伏、储能等极具市场空间潜力的行业，重点关注**锂电及材料环节，智能驾驶相关零部件企业**，光伏产业链上储能领域的设备商和集成商；其次是科技自主可控背景下**晶圆代工、MCU、电源管理**等细分板块设计公司，以及受益国产替代的**半导体设备和材料公司以及工业软件**；再次是国防装备现代化驱动下军工行业进入长景气周期，关注**航空发动机、军队信息化、军工新材料及航空配套企业**；最后一条主线是科技赋能制造，重点关注**服务机器人、智能驾驶以及 AIoT 设备**等。

表 2：7 月金股组合推荐

公司代码	公司简称	行业	EPS（元）				最新观点
			2020A	2021E	2022E	2023E	
603486.SH	科沃斯	机械	1.12	3.67	5.02	6.52	公司发布 618 战报，公司整体成交额超过 18 亿元，稳居地面清洁电器行业第一名。其中，科沃斯品牌成交额超过 9 亿元，同比增长 115%；添可品牌成交额超过 9 亿元，同比增长 1132%。此次 618 数据再次印证了公司扫地机器人和洗地机产品的竞争力。展望下半年，公司三大业务板块家用机器人、智能小家电、商用机器人都有新产品布局，三块业务有望迎来业绩共振。
002353.SZ	杰瑞股份	机械	1.76	2.3	2.97	3.44	公司是经历周期淬炼成长起来的油气装备龙头，核心技术具有全球竞争力，充分受益于国内非常规油气增储上产进程，并有望凭借新型压裂解决方案开拓北美

							高端市场。公司推出员工持股计划，进一步增强团队向心力，有望在行业复苏过程中继续亮眼表现。
688608.SH	恒玄科技	电子	1.65	4.2	6.13	9.06	公司深度受益智能音频爆发趋势，下游客户优质，芯片产品性能和市场份额处于行业领先地位。展望未来，公司积极布局 AIoT，基于耳机芯片进一步拓展智能音箱、手表、眼镜等领域，有望成为智能物联时代边缘端最优秀的平台型芯片供应商。
603501.SH	韦尔股份	电子	3.12	5.17	6.59	7.96	公司作为国内 CIS 龙头企业，中期料将受益手机领域份额提升+结构优化，长期看汽车、AR/VR 领域的多品类扩张能力。公司业绩高确定性增长，且当前估值处于低位，具备较高配置价值。
300014.SZ	亿纬锂能	新 能 源 汽车	0.87	1.64	2.34	3.15	公司动力电池业务通过积累确立了技术、产能、客户等优势，加速全球配套，同时公司积极布局上游产业链，通过与德方纳米、贝特瑞的合资，布局正极材料环节，与林洋能源等企业在客户端持续发力。同时，公司锂原电池、消费类锂离子电池在细分市场处于龙头或领先地位，受益下游景气，业绩增长明确。
600104.SH	上汽集团	汽车	1.75	2.26	2.51	2.66	公司当前正处在战略变革的关键期与加速期，下半年自主品牌将开启新一轮车型的投放，新一代三电技术、自动驾驶产品和 SOA 平台的逐渐亮相将有助于市场重新认知上汽集团的转型的魄力和能力。当前公司估值处于底部，市场对于上汽集团投资价值的认知仍局限于通用和大众两个合资品牌，而缺乏对自主品牌的重估，期待大象转身带来的估值嬗变。
603348.SH	文灿股份	汽车	0.32	1.15	1.53	1.97	特斯拉“一体铸造”技术推动行业革命，我们预计全球整车厂有望陆续跟进，高压铸铝结构件行业全球空间有望扩容 10 倍以上。公司是国内高压铸铝车身结构件龙头，与上游设备商的战略合作将进一步巩固行业地位，受益行业扩容趋势确定性高，估值弹性大。
600765.SH	中航重机	军工	0.37	0.61	0.79	1.02	公司是我国军用航空锻件的核心供应商，受益于国内军用航空装备的快速放量，报告期内航空锻造业务增速较快。考虑到公司持续的主业聚焦以及预计剥离力源后盈利能力的提升，我们认为公司将迎来发展拐点。
000063.SZ	中兴通讯	通信	0.93	1.32	1.55	1.83	国内主设备市场格局持续优化，同时 5G 跑马圈地逐步结束设备商步入收获期，看好中兴通讯“份额+毛利率”双提升逻辑。在海外市场，公司运营业务或成为驱动收入增长的重要动力。同时看好公司政企业务在工业、交通、金融、能源等垂直行业持续拓展，与消费者业务的家庭信息终端和融合创新终端持续保持领先地位。
002230.SZ	科大讯飞	计算机	0.61	0.76	1.01	1.36	区域模式为区域提供标准化产品与服务解决方案，实现公司教育赛道高举高打、自上而下布局的战略，自 2019 年在青岛、蚌埠落地以来，持续在异地实现规模化复制。在政策引导“校内减负”的背景下，公司区域因材施教业务有望加速落地，推动业绩快速增长。

资料来源：Wind，中信证券研究部预测



## ■ 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
A 股策略聚焦：博弈交易退潮，强化盈利驱动	2021.06.20

## 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。**