

求之于势，不责于人

2021年中期经济和资本市场展望

陈李

东吴国际副董事长、全球首席策略官

证券分析师执业证书编号：S0600518120001

二零二一年五月二十四日

“求之于势，不责于人”。用大白话来讲，就是形势比人强。

对于资本市场而言，我们的意思是，下半年宏观因素对资本市场影响可能很大。市场波动beta对投资组合影响较大，优质股票alpha对组合的贡献不明显。

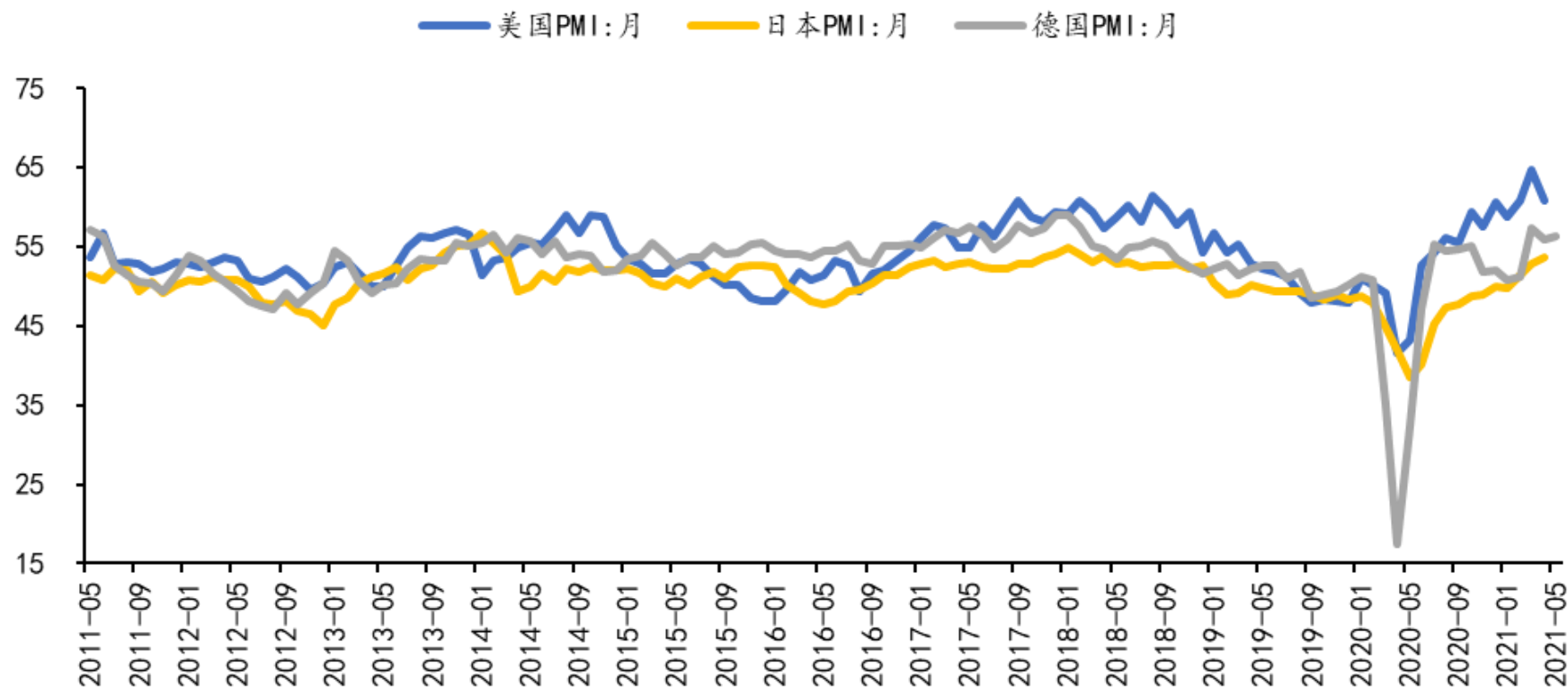
我们判断经济增速继续上升，通胀压力向CPI传导，对债市比较谨慎。上游大宗商品短期面临价格调整，我们持谨慎态度。因为国内外环境始终有一个负面因素，一个正面因素，没有办法同时引导A股市场盈利和估值的抬升，这导致了接下来整个 A 股市场持续震荡。



- 外部环境具有风险
- 内部政策趋于积极
- 物价传导正在发生
- 市场beta的机会
- 风险提示

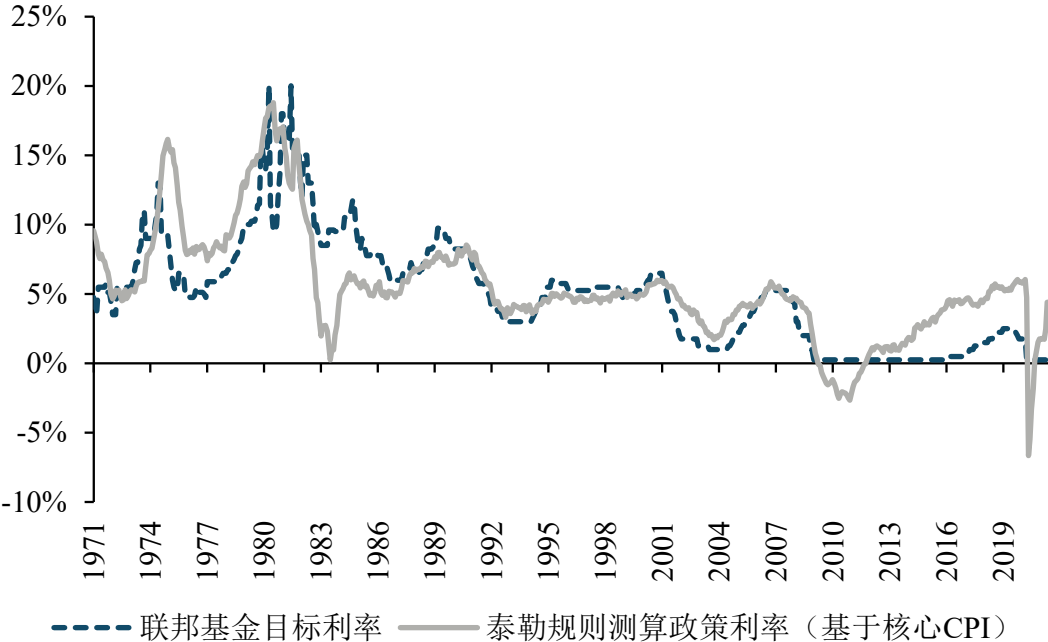
1.1. 海外疫情反复延缓复苏速度

2011-2021年美国、日本、德国PMI对比



1.2. 海外流动性预期收紧

联邦基金目标利率——泰勒规则测算政策利率



联邦基金目标利率——泰勒规则目标理论



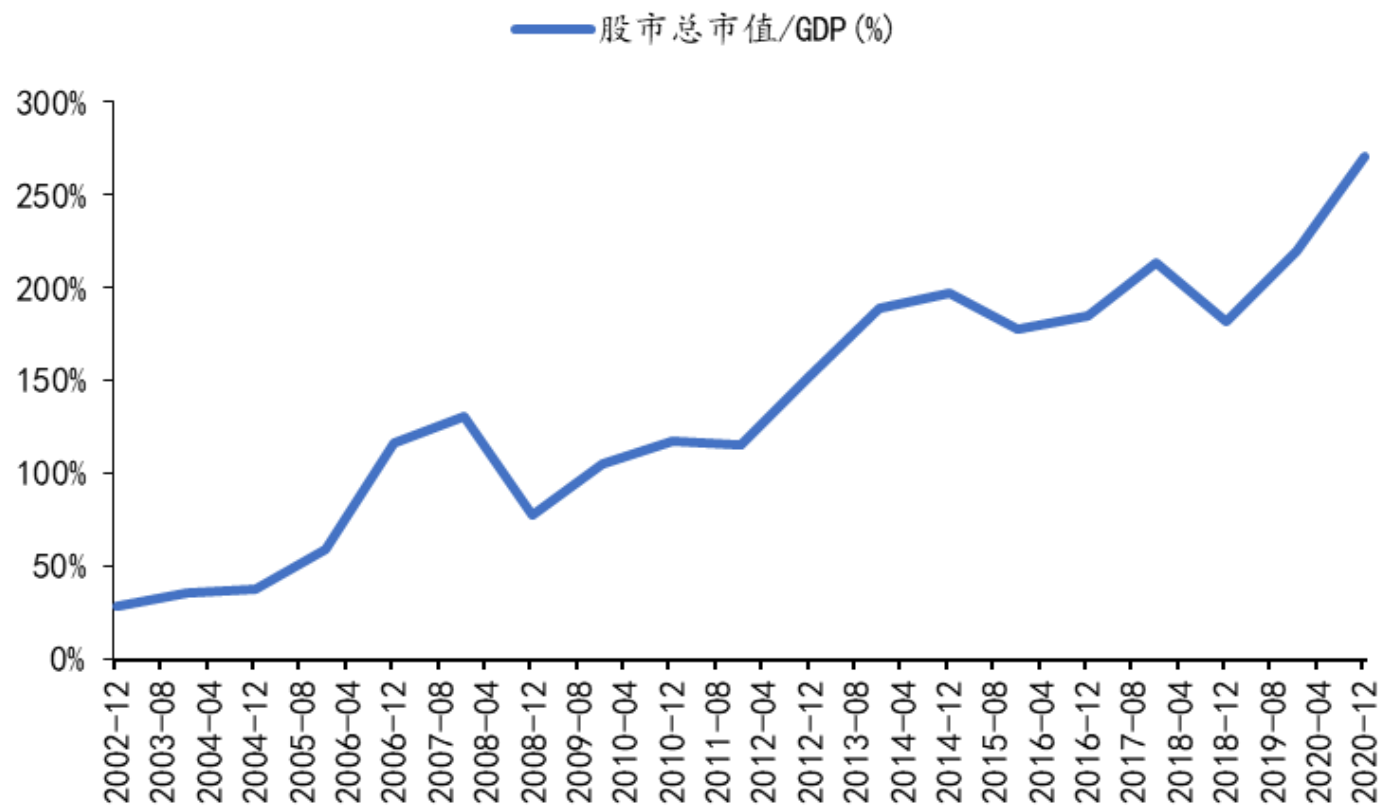
1.2. 海外流动性预期收紧

2001-2020年美国2年、10年期国债收益率



1.3. 海外资本市场预计动荡，带来冲击

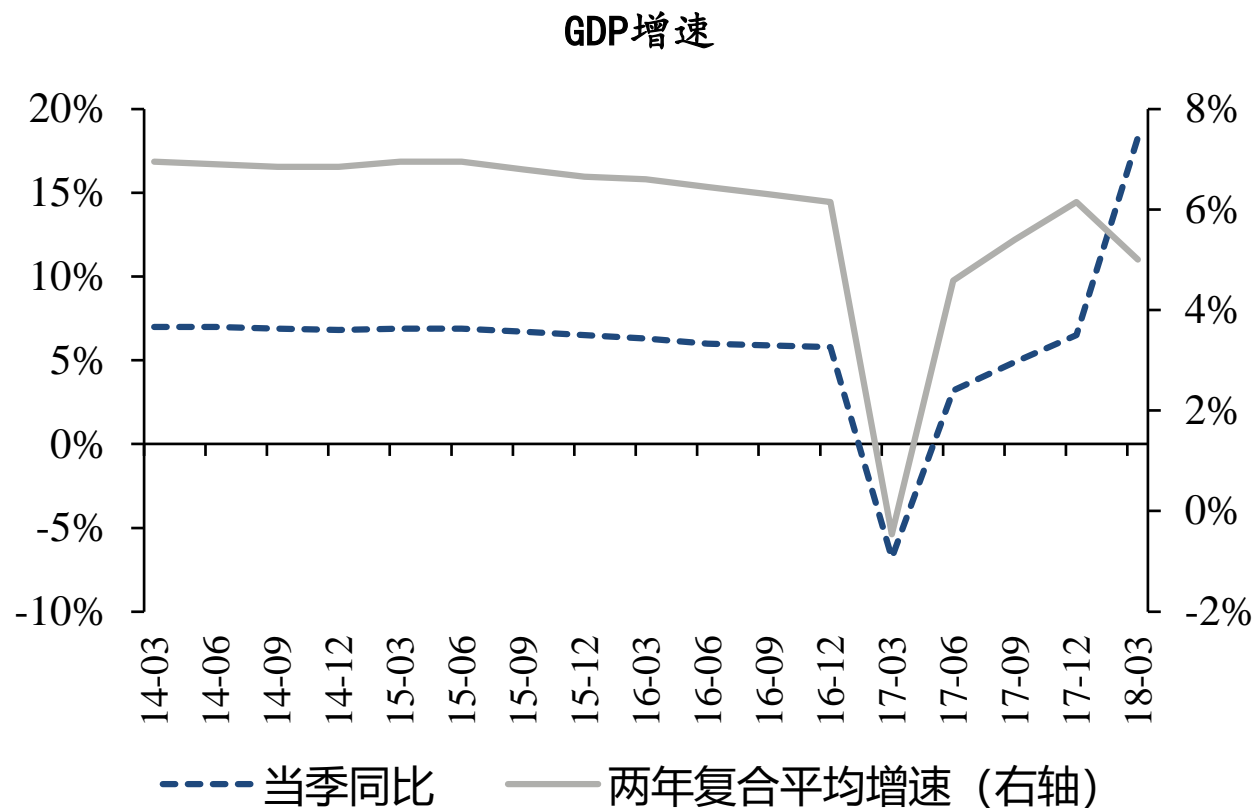
美国股市总市值占GDP比重



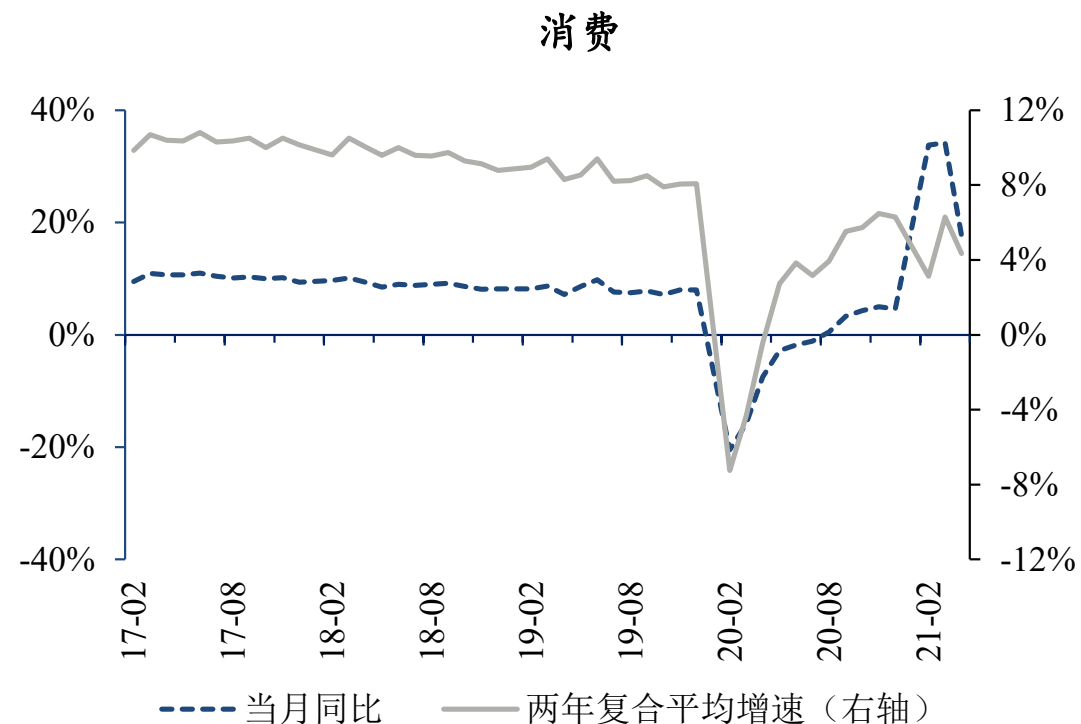
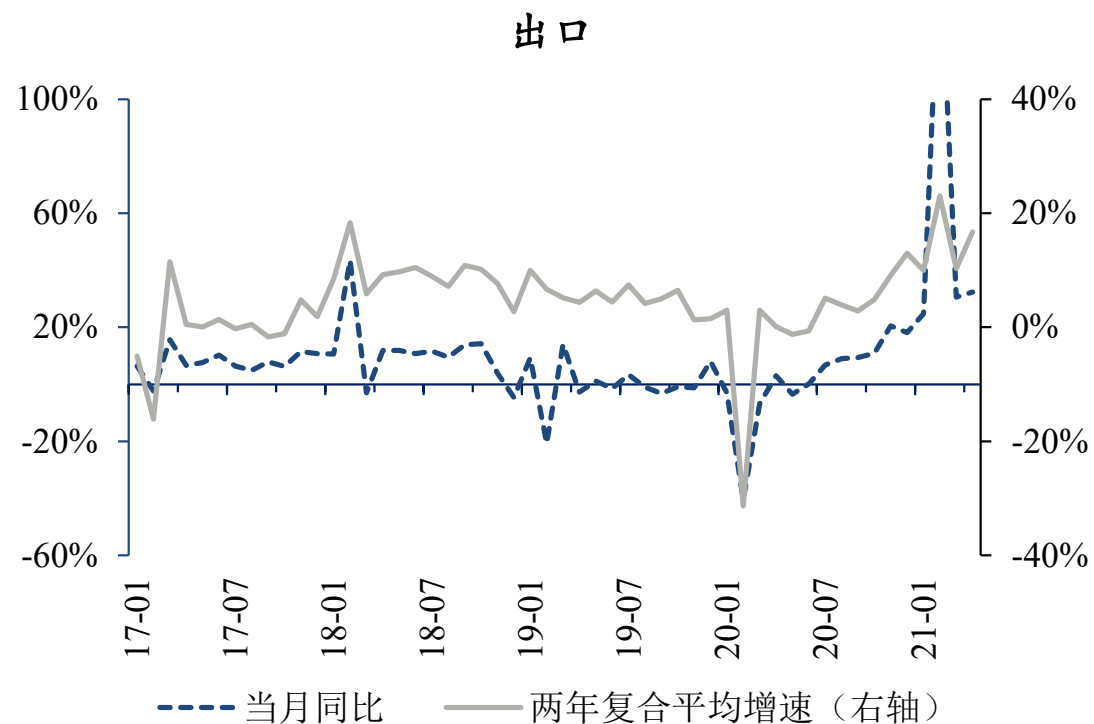


- 外部环境具有风险
- 内部政策趋于积极
- 物价传导正在发生
- 市场beta的机会
- 风险提示

2.1.1 国内经济尚没有恢复到潜在增长水平：GDP增速

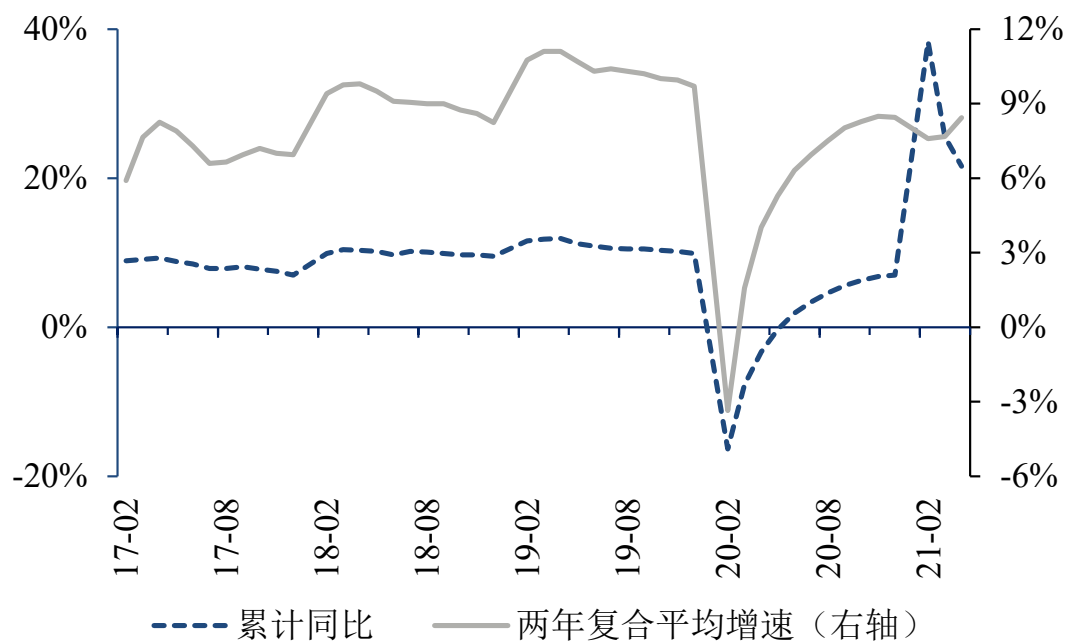


2.1.2 国内经济尚没有恢复到潜在增长水平：出口与消费

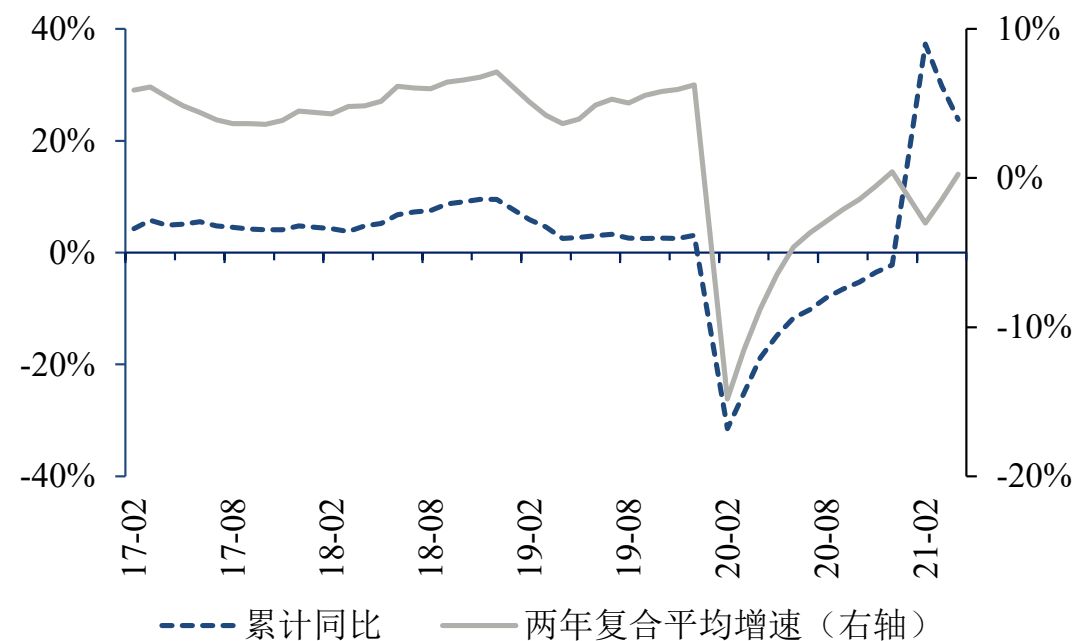


2.1.3 国内经济尚没有恢复到潜在增长水平：投资

地产投资

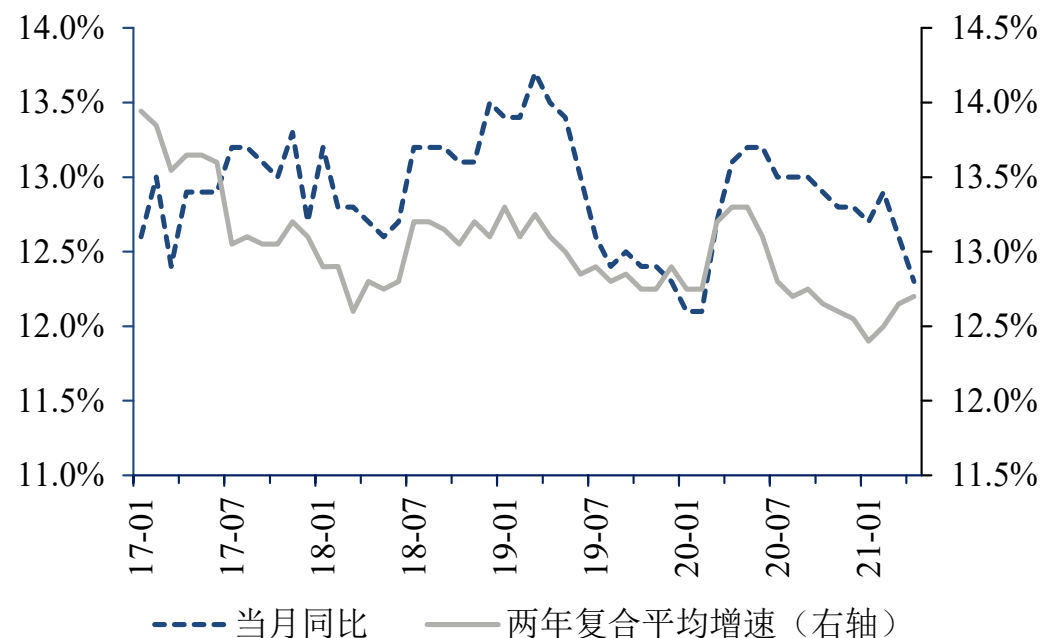


制造业投资

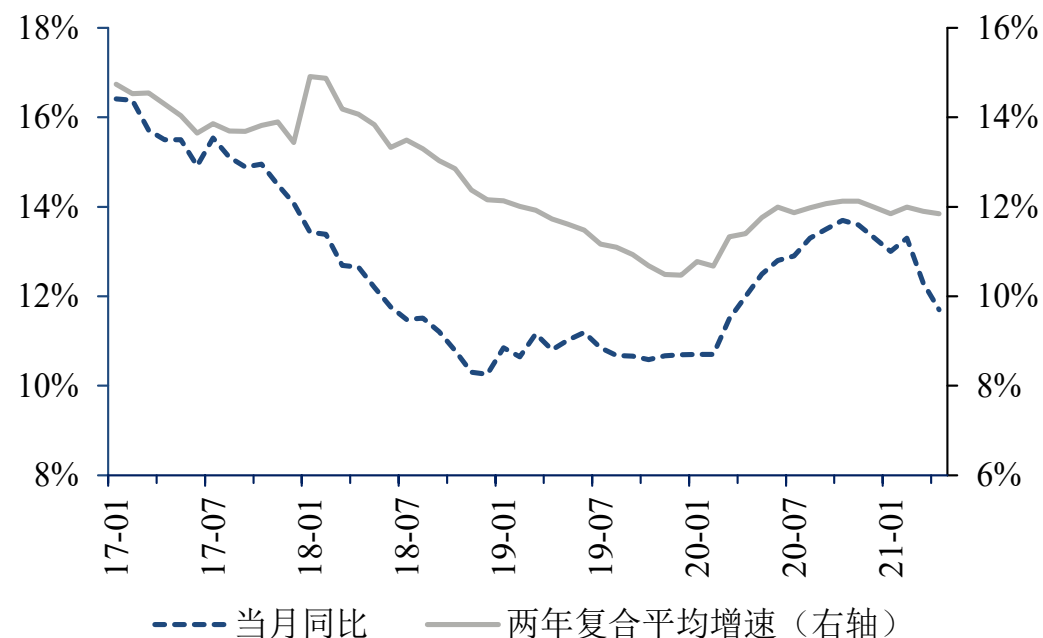


2.2. 国内财政、信贷政策趋向积极

信贷

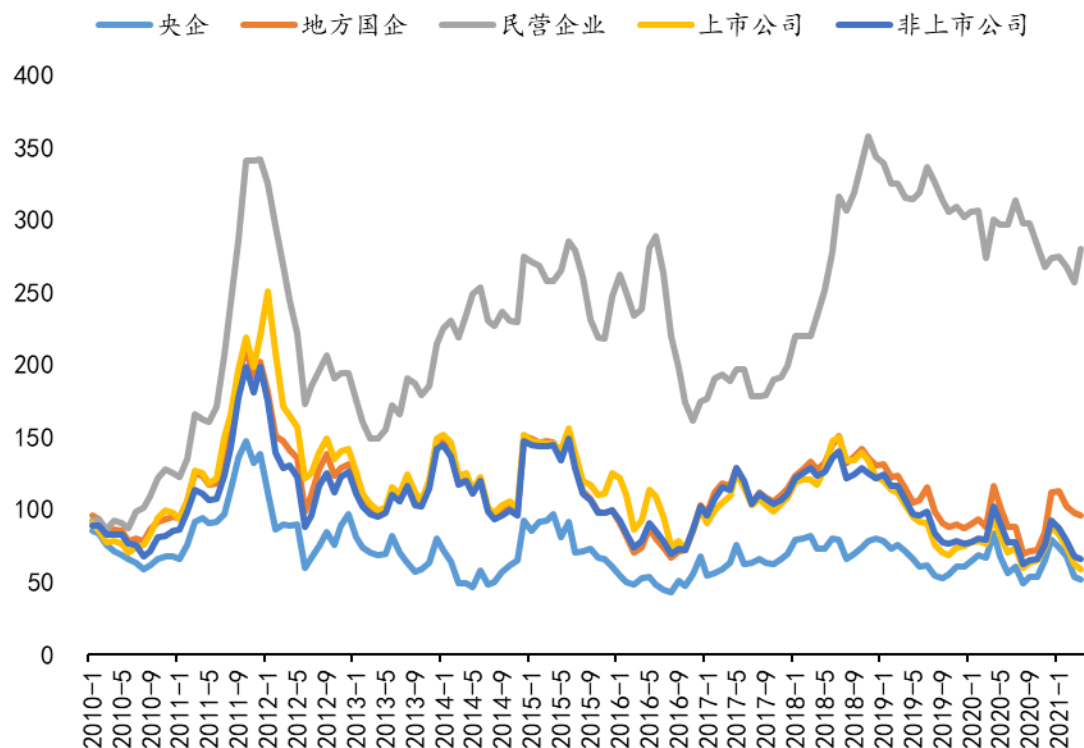


社融

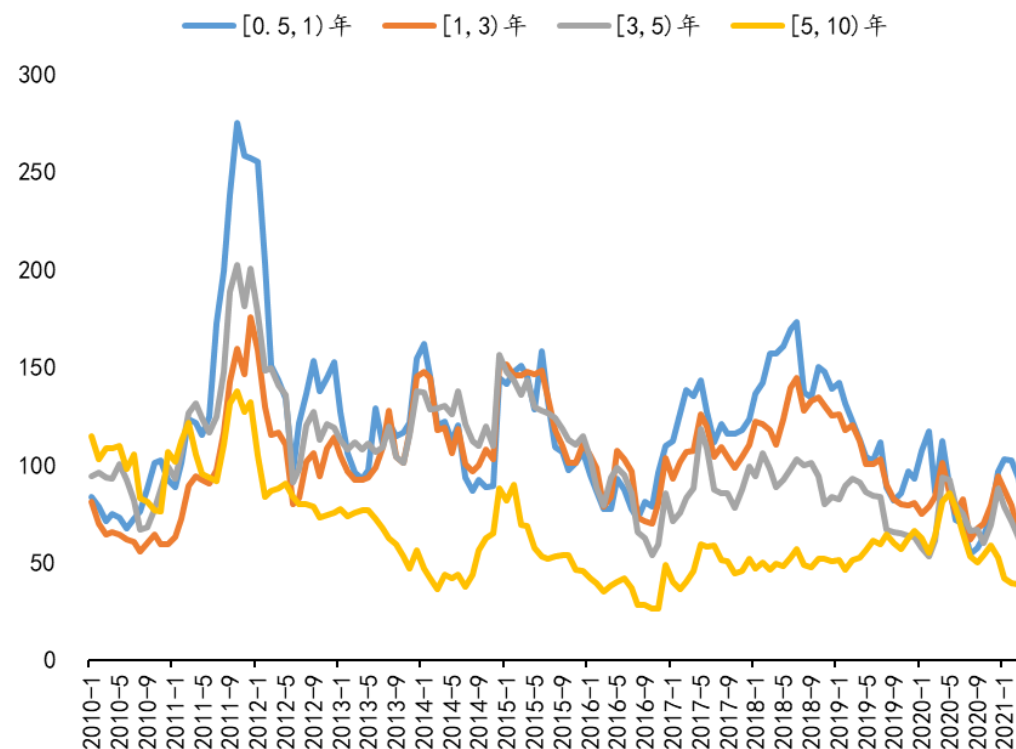


2.2. 国内财政、信贷政策趋向积极

不同企业性质产业债信用利差（中位数，单位：BP）

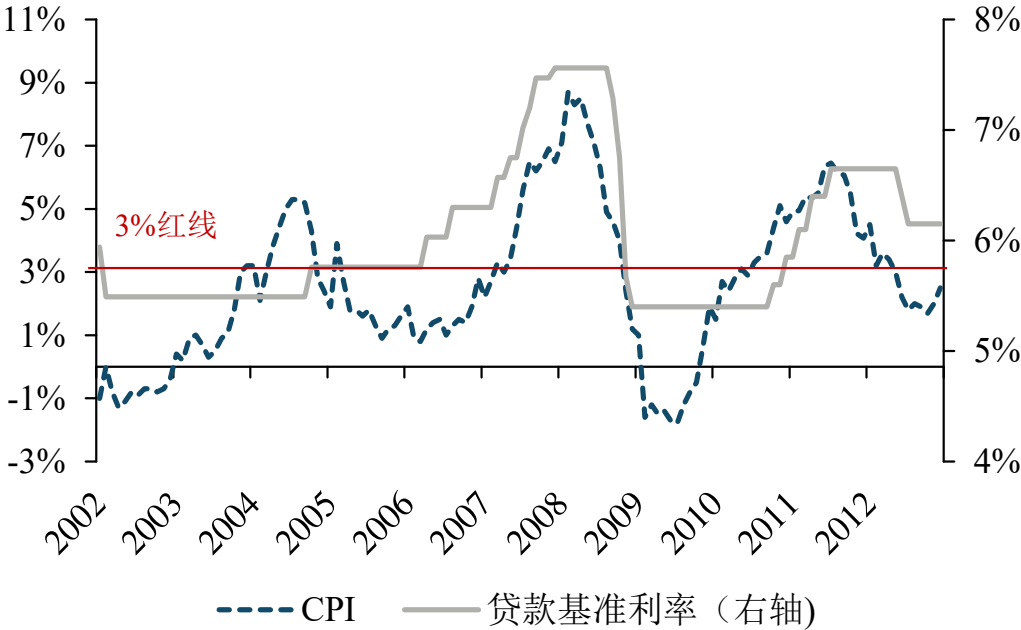


不同期限产业债信用利差（中位数，单位：BP）

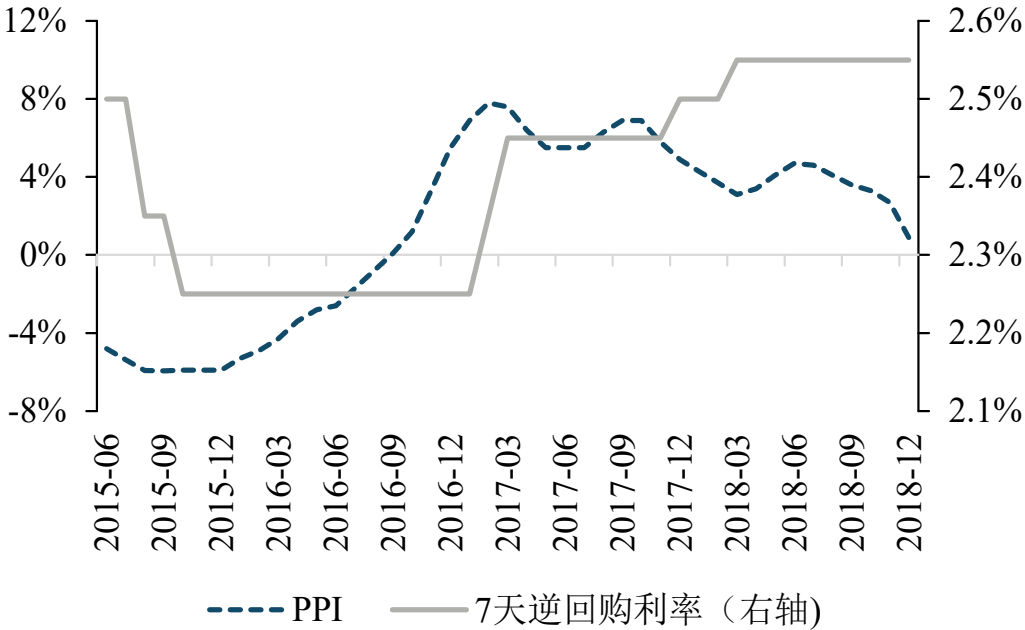


2.2. 国内财政、货币政策趋于积极

通胀和滞后性加息



通胀和滞后性加息

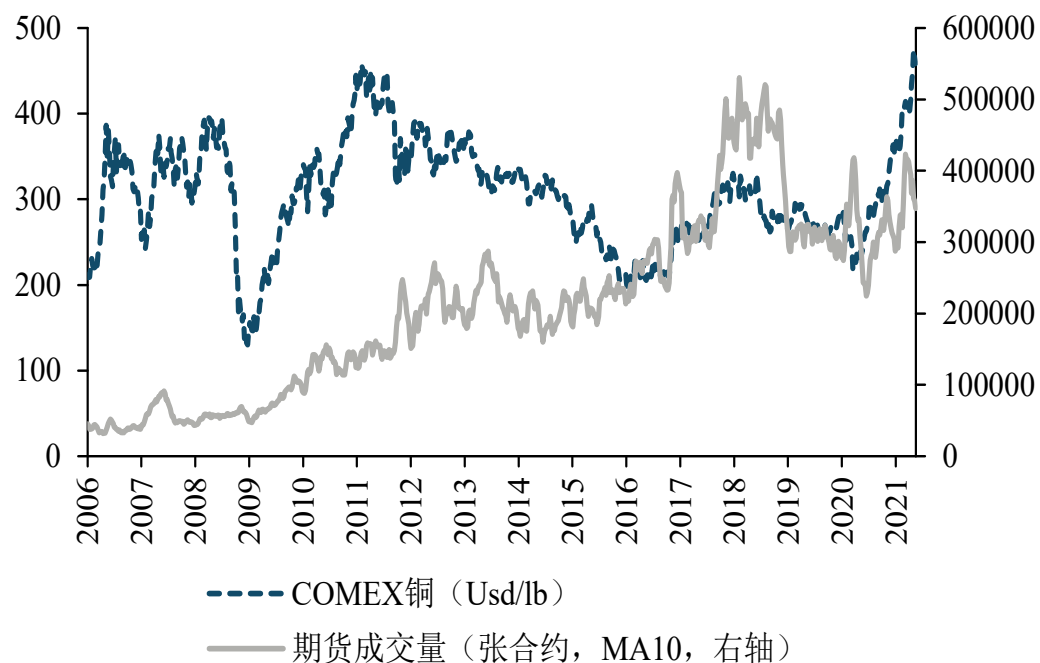




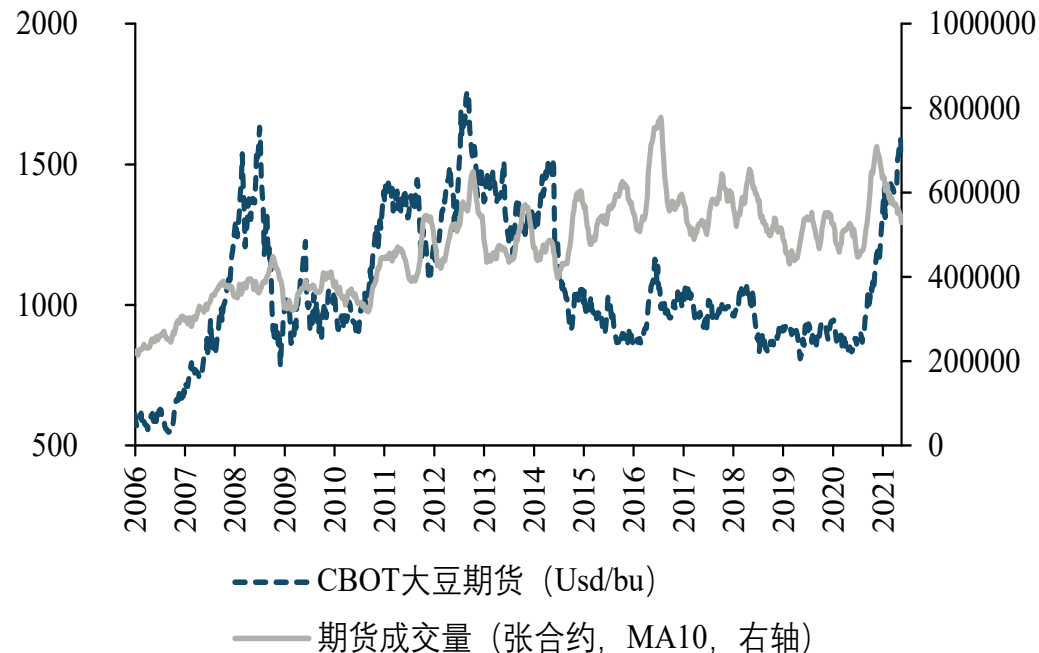
- 外部环境具有风险
- 内部政策趋于积极
- 物价传导正在发生
- 市场beta的机会
- 风险提示

3.1 PPI环比高点已经过去：期货投机

铜期货和成交量

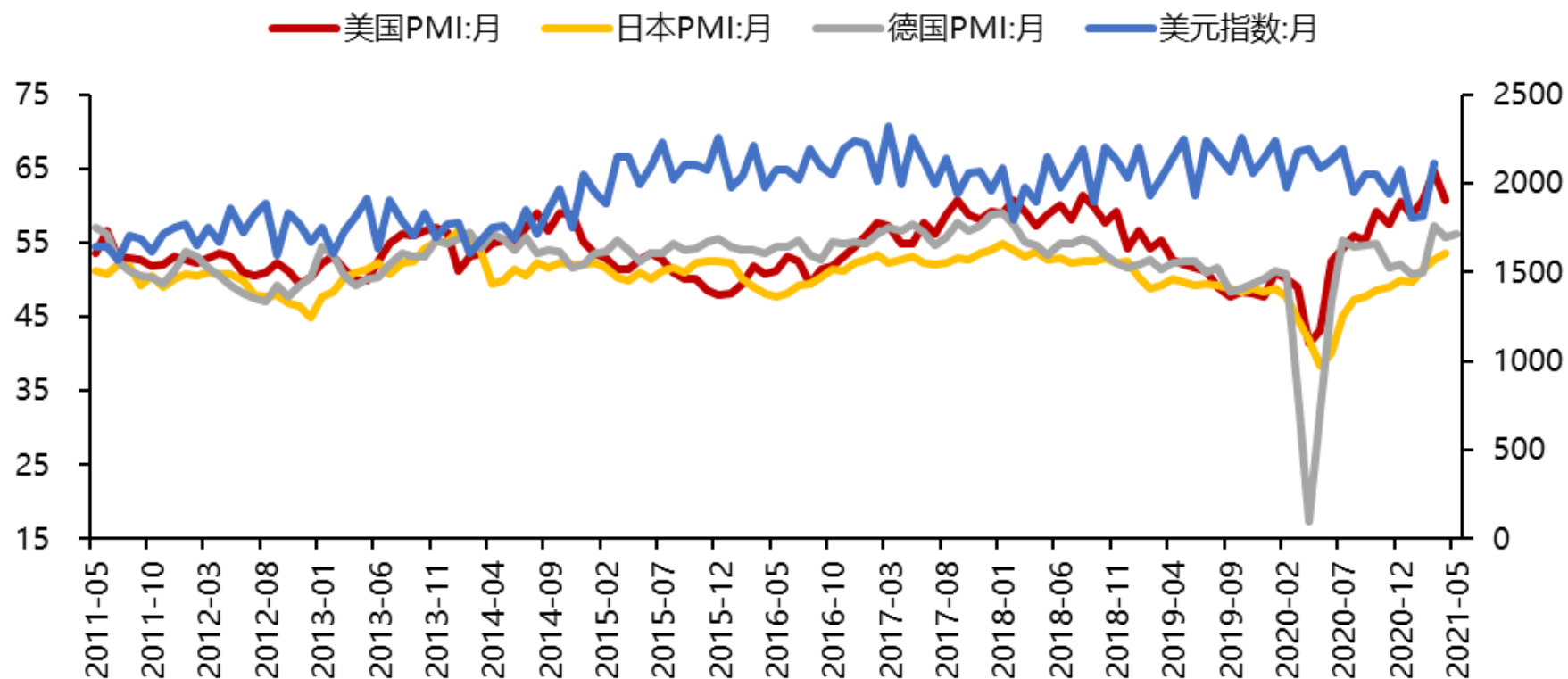


大豆期货和成交量



3.2 PPI环比高点已经过去：美元

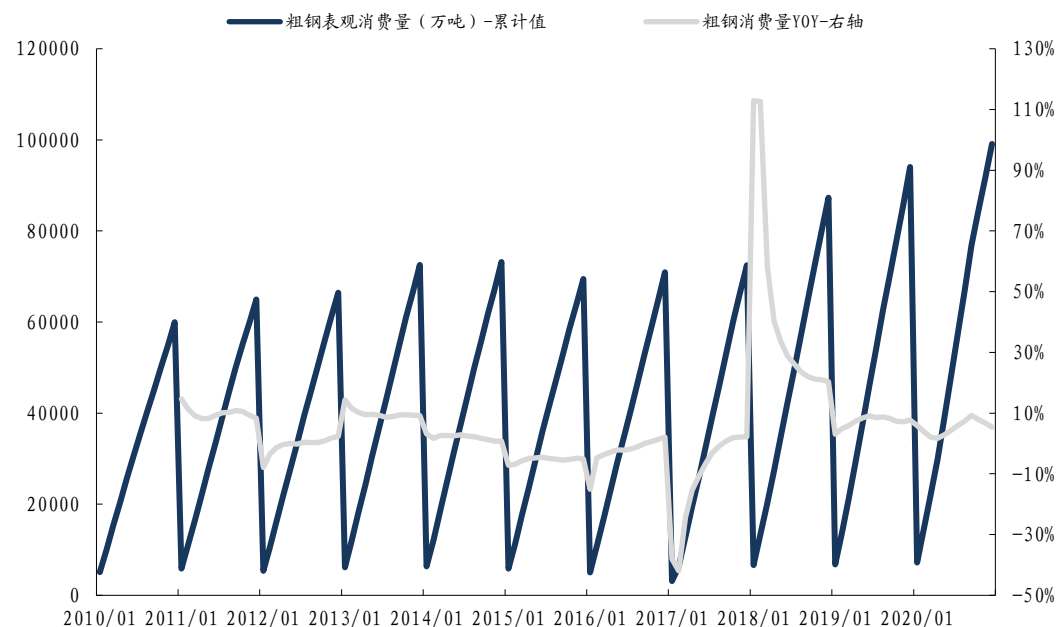
美元指数和美、欧、日的PMI对比图



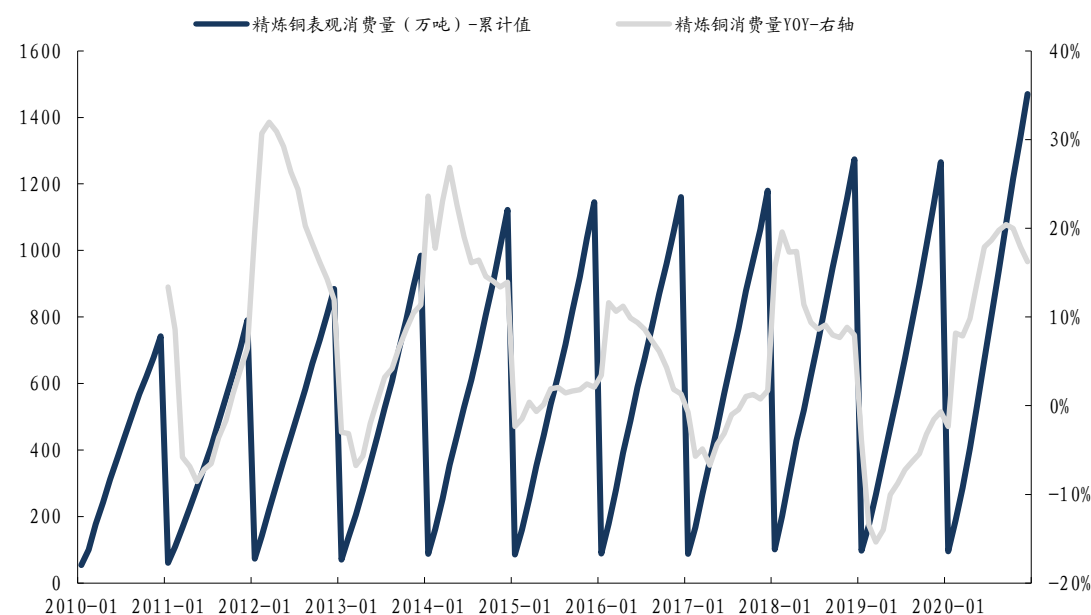
注：美、日、德PMI均在左轴，美元指数在右轴

3.2 PPI环比高点已经过去：供求

粗钢表观消费量

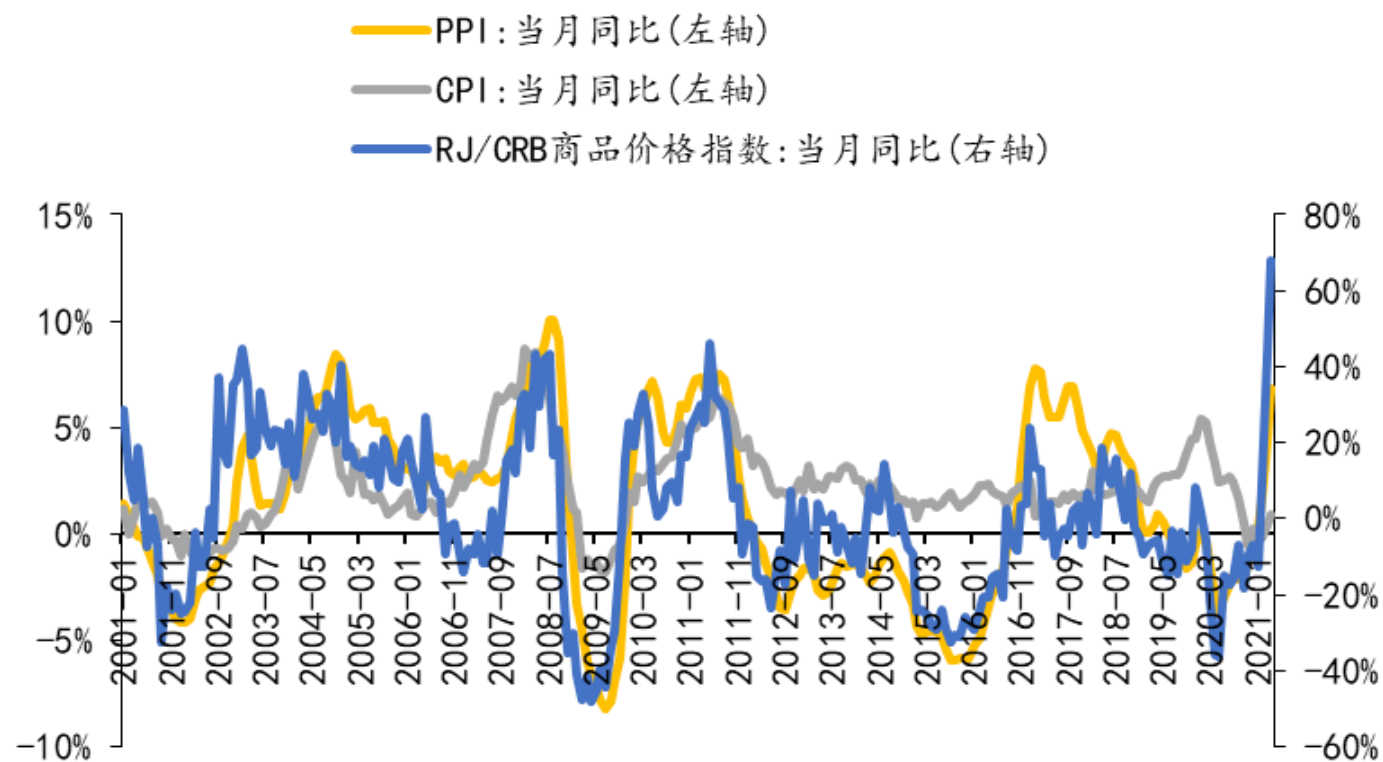


精炼铜表观消费量



3.3 CPI环比上升

2001年-2021年CRB指数、中国PPI和CPI的走势





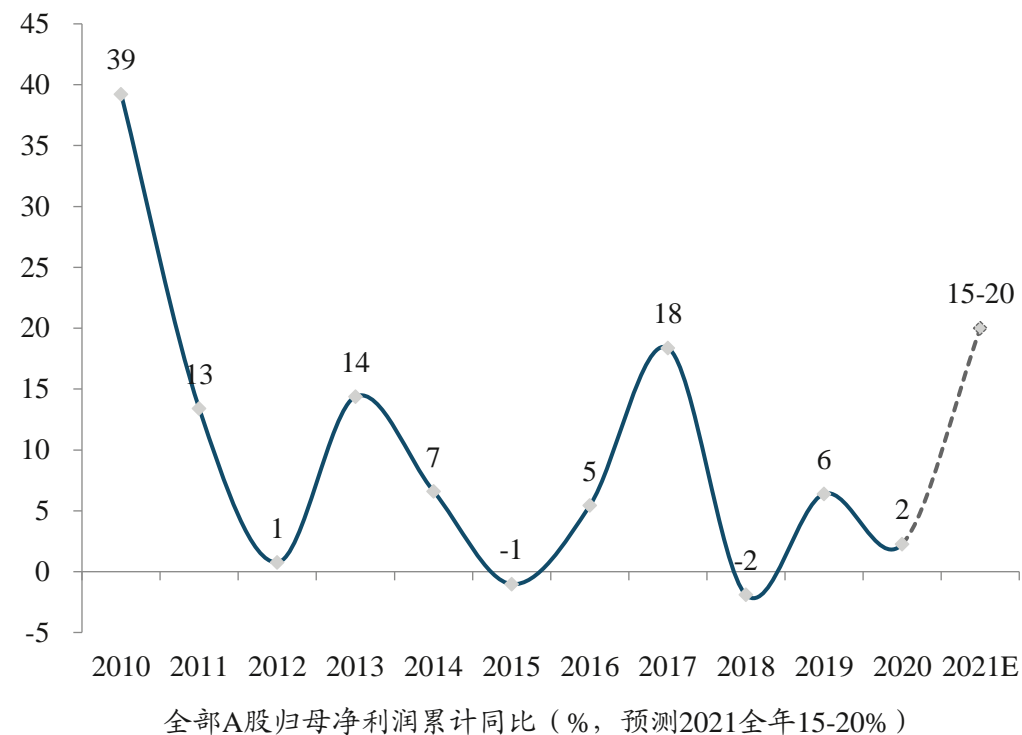
- 外部环境具有风险
- 内部政策趋于积极
- 物价传导正在发生
- 市场beta的机会
- 风险提示

4.1. 盈利增速继续上调

全部A股上市公司净利润同比增速



全部A股净利润同比增速预测

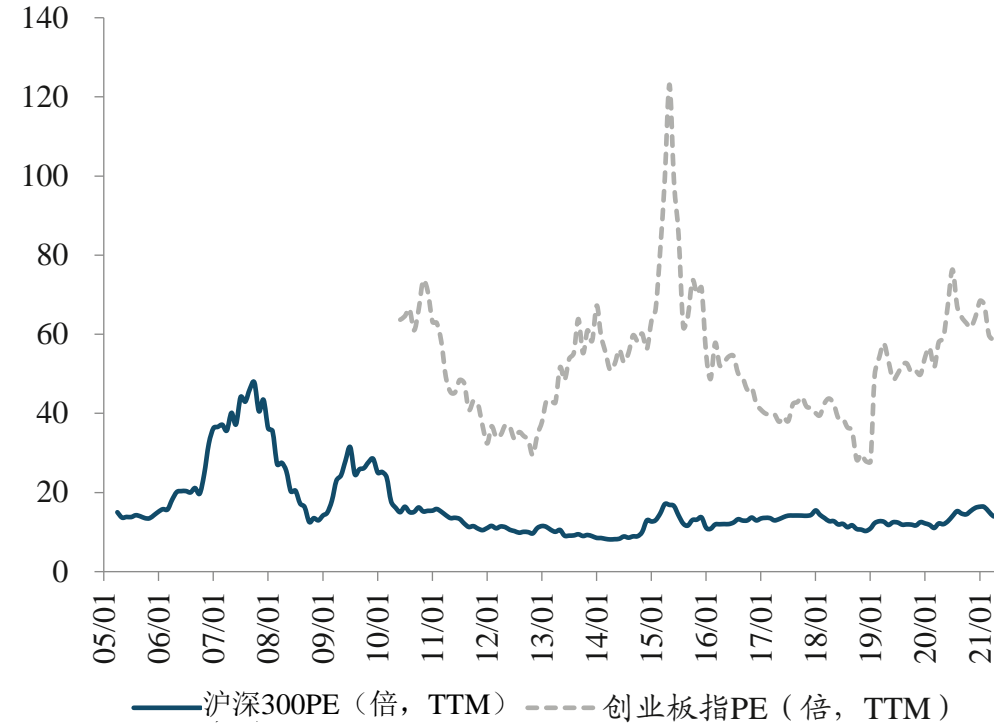


4.1. 盈利增速继续上调

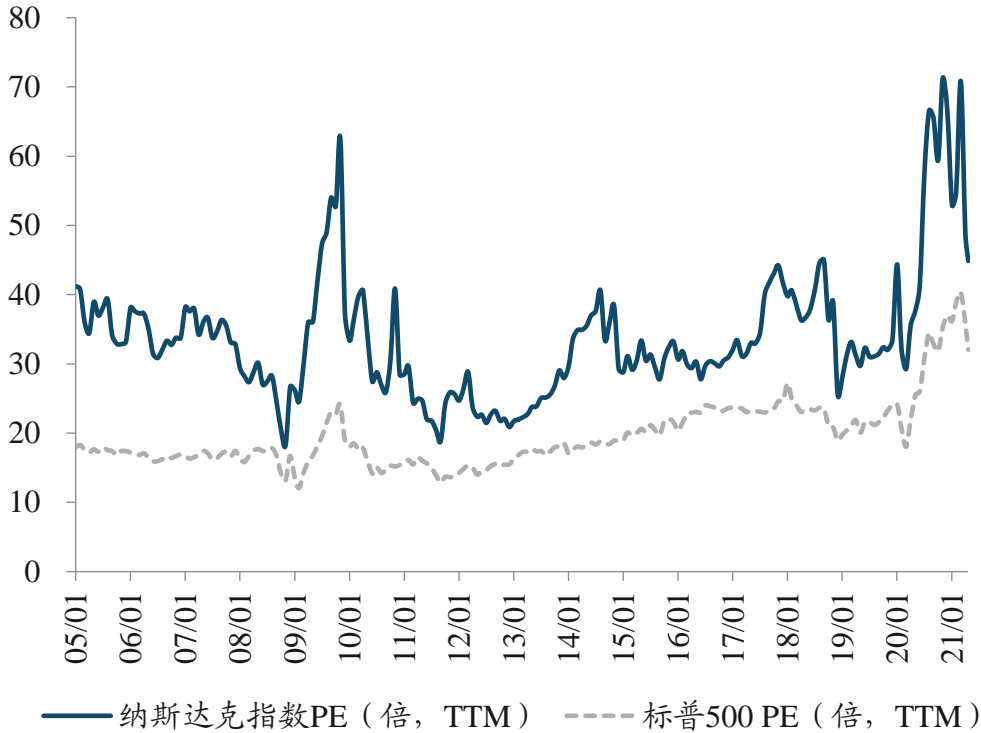
行业	21Q1两年复合 净利润增速 (%)	21Q1归母净利润 同比 (%)	20Q4归母净利润 累计同比 (%)	2021年万得一致预期 净利润同比 (%)	当前PE(倍, TTM, 截至21/5/21)	当前PE所处过去十年 历史分位数
农林牧渔	201.5	3.0	40.4	32.4	24.2	7.4%
电力设备新能源	105.7	153.1	53.3	29.7	41.1	38.2%
国防军工	70.4	-6.3	49.1	22.5	65.7	36.6%
电子	67.7	168.9	56.2	74.4	48.0	31.5%
有色金属	55.8	305.4	163.8	50.4	38.8	20.5%
钢铁	48.0	242.8	-0.9	20.6	13.4	30.5%
基础化工	45.7	209.6	146.9	60.2	34.0	30.5%
石油石化	43.3	297.3	-35.4	40.8	13.0	27.6%
轻工制造	40.5	129.0	7.6	29.2	26.2	14.3%
机械	36.5	174.9	41.7	26.4	31.6	22.9%
医药	29.0	84.8	32.4	38.3	57.9	88.1%
白酒	13.4	17.9	11.9	15.3	54.8	97.5%
建筑	12.6	70.9	3.5	-9.6	8.1	0.2%
煤炭	11.0	61.6	-4.2	8.2	10.2	26.9%
建材	9.0	100.2	15.5	15.2	14.8	20.9%
汽车	8.9	571.7	-3.4	45.7	32.8	89.4%
银行	8.6	4.6	0.7	5.3	6.5	51.7%
电力及公用事业	8.1	50.9	21.3	-22.5	18.0	19.4%
证券II	4.2	28.5	35.3	-2.8	18.8	17.0%
通信	2.4	90.9	129.8	48.5	34.0	0.6%
家电	-1.5	111.0	10.2	4.6	21.5	70.1%
纺织服装	-1.6	130.3	5.7	24.4	27.2	36.2%
食品	-2.2	21.7	52.0	5.4	41.7	22.7%
传媒	-3.3	88.3	139.6	1387.1	182.0	97.3%
保险II	-3.4	26.9	-10.3	19.6	11.6	3.7%
计算机	-5.9	956.8	-22.0	161.9	103.4	75.5%
商贸零售	-6.2	189.5	-60.9	103.6	52.5	89.0%
消费者服务	-17.6	251.5	-81.5	721.0	186.5	93.2%
综合	-20.5	846.9	-6.6	559.8	55.2	72.8%
交通运输	-23.3	345.6	-93.3	728.2	71.2	97.1%
房地产	-30.5	-14.1	-18.9	0.8	10.3	19.8%

4.2. 外部动荡冲击有限

沪深300和创业板指市盈率

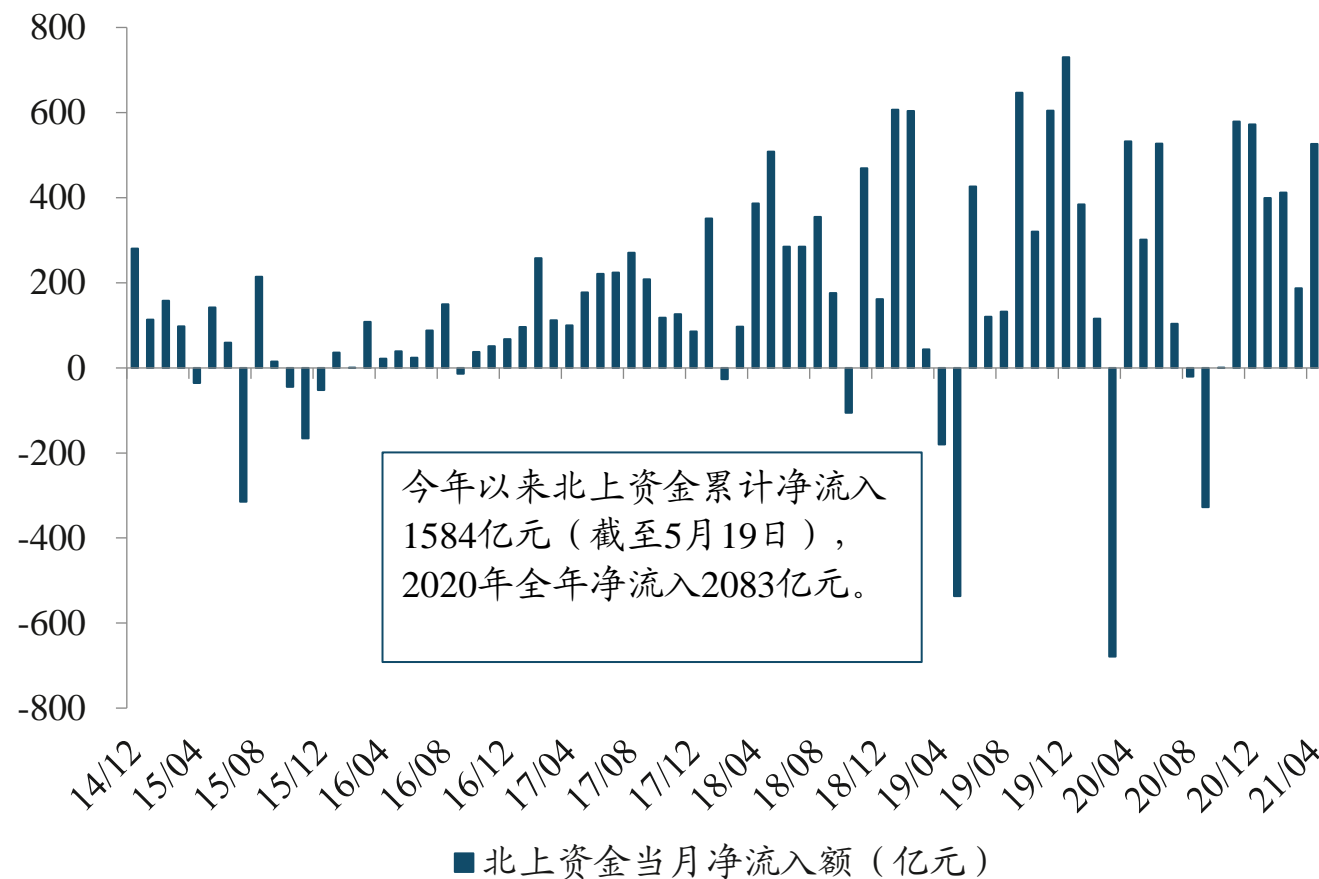


标普500和纳斯达克指数市盈率



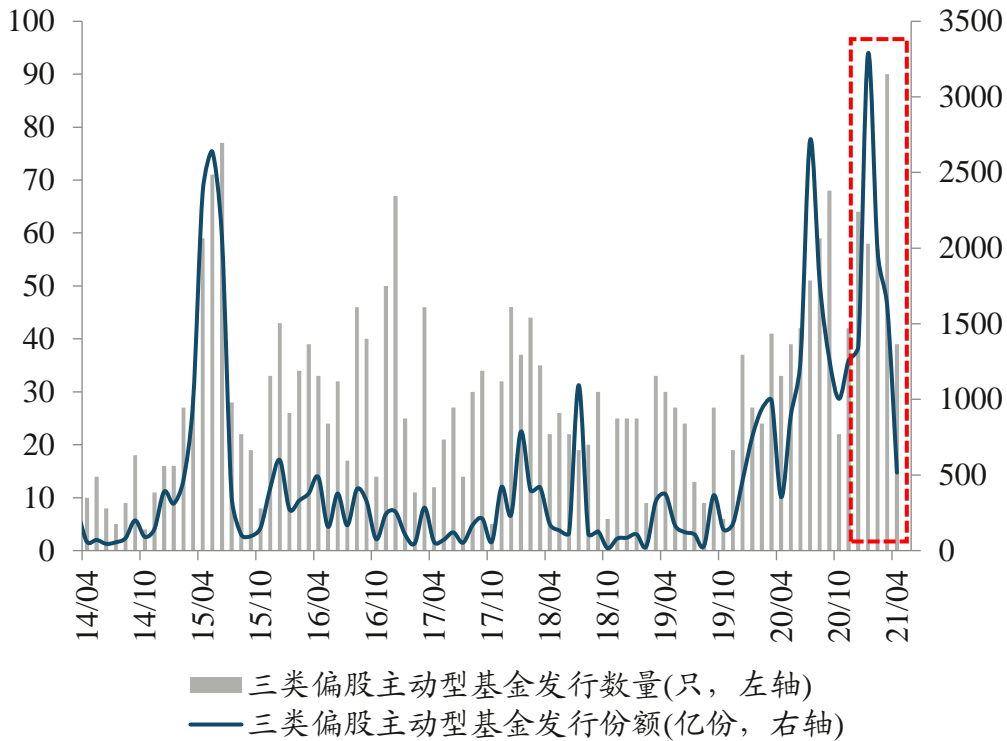
4.2. 外部动荡冲击有限

北上资金今年加速流入A股

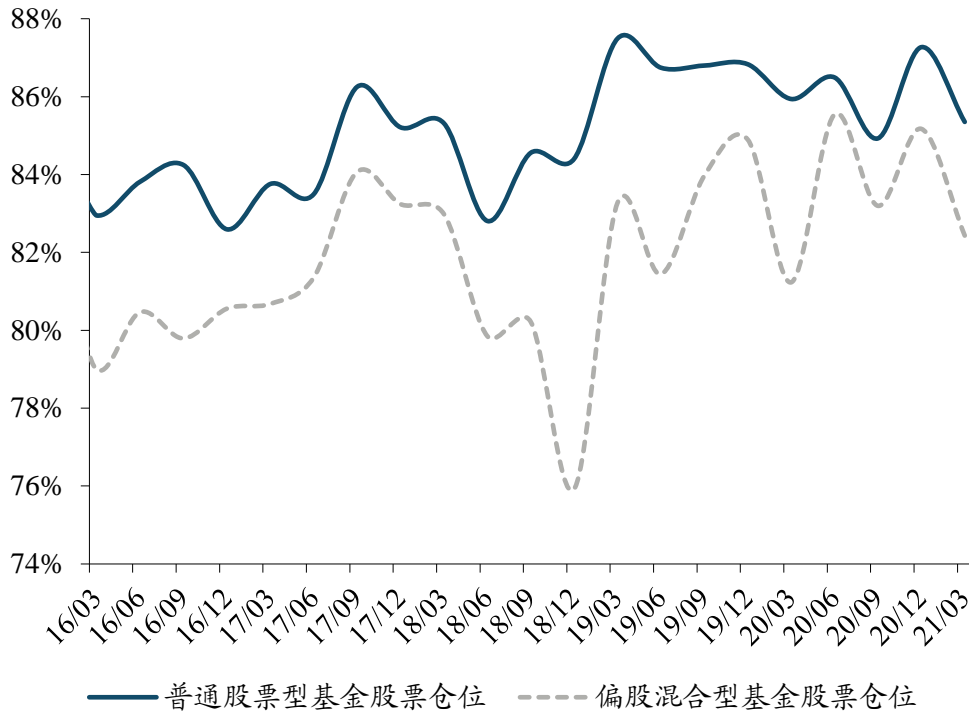


4.2. 外部动荡冲击有限

偏股主动型公募基金发行规模



今年一季度公募基金降仓明显



4.3. 市场的结构性机会

- 股市的结构性机会上，我们相对倾斜与内需相关领域。看好中游制造业，大宗商品价格停止进一步上涨，中游制造业的毛利率能够在下半年有所反弹，叠加制造业投资受到信贷量的支持，所以我们觉得包括机械设备在内的中游制造业会有不错的表现。此外，如果物价传导比较顺畅的话，下游的消费也可能获得不错的收益。
- 对于上游原材料，以及受海外影响比较多的科技互联网会比较谨慎。通过前面对于大宗商品的讨论，我们认为上游的原材料可能会在三个月内出现调整。此外，出于外部环境转为负面的因素，对于受海外影响比较大的科技、互联网都会比较谨慎一些。

4.3. 市场的结构性机会

申万行业	21Q1持仓市值 占比 (%)	持仓季度环比变动 (pct)	21Q1自由流通 市值占比 (%)	相对自由流通市 占比超配 (pct)	21Q1沪深300 市值占比 (%)	相对沪深300市值 占比超配 (pct)
银行	5.5	2.2	9.1	-3.6	13.8	-8.3
化工	6.0	0.8	5.9	0.1	3.0	3.0
医药生物	15.1	0.8	10.1	5.0	9.5	5.6
电子	12.2	0.6	8.3	3.9	8.7	3.6
建筑材料	1.3	0.5	1.5	-0.2	1.3	0.0
轻工制造	1.5	0.4	1.4	0.1	0.4	1.2
休闲服务	3.0	0.4	1.2	1.9	1.8	1.2
公用事业	0.7	0.4	2.8	-2.1	1.9	-1.2
农林牧渔	1.6	0.2	2.1	-0.6	2.1	-0.5
采掘	0.4	0.2	1.2	-0.8	0.9	-0.5
钢铁	0.3	0.1	1.0	-0.7	0.7	-0.4
综合	0.4	0.1	0.4	0.0	-	-
纺织服装	0.2	0.1	0.6	-0.3	0.0	0.2
建筑装饰	0.3	0.1	1.8	-1.5	1.7	-1.4
商业贸易	0.1	-0.1	0.9	-0.9	0.4	-0.3
机械设备	3.6	-0.1	4.4	-0.8	2.3	1.3
房地产	1.8	-0.1	2.7	-0.9	3.1	-1.2
通信	0.5	-0.1	1.6	-1.1	1.0	-0.5
食品饮料	19.0	-0.2	8.6	10.3	13.2	5.7
传媒	2.1	-0.3	2.4	-0.3	1.5	0.6
有色金属	2.6	-0.4	3.3	-0.7	2.3	0.3
交通运输	1.7	-0.4	2.9	-1.2	2.7	-1.0
国防军工	1.6	-0.5	1.9	-0.2	1.2	0.4
汽车	1.8	-0.5	3.0	-1.2	2.8	-1.0
计算机	3.1	-0.6	4.5	-1.5	2.5	0.5
家用电器	3.7	-0.7	2.9	0.8	4.7	-1.0
非银金融	2.1	-1.1	7.7	-5.5	12.9	-10.8
电气设备	7.7	-1.8	5.8	1.9	3.8	3.9



- 外部环境具有风险
- 内部政策趋于积极
- 物价传导正在发生
- 市场beta的机会
- 风险提示

5 风险提示

- 海外疫苗推进不及预期，影响经济复苏。
- 通胀预期在历史阶段内的影响程度不同。

免责声明

- 东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。
- 本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。
- 市场有风险，投资需谨慎。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。
- 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、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。
-
- 东吴证券投资评级标准：
- 公司投资评级：
- 买入：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘在15%以上；
- 增持：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于5%与15%之间；
- 中性：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与5%之间；
- 减持：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；
- 卖出：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。
- 行业投资评级：
- 增持：预期未来6个月内，行业指数相对强于大盘5%以上；
- 中性：预期未来6个月内，行业指数相对大盘-5%与5%；
- 减持：预期未来6个月内，行业指数相对弱于大盘5%以上。
-

- 东吴证券研究所
- 苏州工业园区星阳街5号
- 邮政编码：215021
- 传真：（0512）62938527
- 公司网址： <http://www.dwzq.com.cn>

东吴证券 财富家园