

负重前行

2021年夏季A股投资策略报告

证券分析师：傅静涛 A0230516110001 王 胜 A0230511060001

林丽梅 A0230513090001 金倩婧 A0230513070004

程 翔 A0230518080007 黄子函 A0230520110001

毛成学 A0230520080004 陆灏川 A0230520080001

研究支持：杨曼迪 A0230521040002 刘雅婧 A0230119070005

冯晓宇 A0230119070006

2021.06.22



放眼十四五 共话新征程
Eyeing the 14th Five-Year Plan Embarking on a New Journey

申万宏源 · 2021资本市场夏季高峰会
SWS · 2021 Summer Capital Market Conference

主要结论

- **一、下半年宏观不确定性消除，衰退期投资启动逐渐成为一致预期。而在我们看来，展望下半年，首先要承认宏观环境高度不确定。即将到来的也可能是“类滞胀投资”，宏观变量的潜在波动率非常高。**4月前宏观环境恶化是一致预期。而4月至今，美国经济复苏验证扰动增加，美国银行间流动性日趋宽松，美债收益率震荡下行；国内货币政策实际执行中性偏宽，都使得A股投资者的安全感回归，长期赛道投资重新有效。于是，越来越多的投资者开始调整中期宏观格局的判断。宏观环境平稳、不确定性逐步消除，货币环境难有大变化，利率向上有顶甚至下行，衰退期投资即将到来(利好长期赛道投资)等乐观预期在资产价格中的反映越来越多，逐渐成为一致预期。我们已经感受到，乐观预期和资产价格已经走在前面，这当中可能正蕴含着巨大的预期差！在我们看来，展望下半年，首先要承认宏观环境高度不确定。即将到来的不一定是“衰退期投资”，也可能是“类滞胀投资”，宏观变量的潜在波动率可能非常高，具体而言：
 - **1. 美联储引导Taper预期并不可怕，事件性冲击后，A股仍处于有利窗口。市场开始相信紧缩趋势才是真正的风险，关键在于美国就业市场恢复验证。宏观预期大是大非，下半年存在突变的可能。**美联储正式引导Taper预期已近在眼前(非正式的预期引导已经开始)，但我们认为这并不可怕，可能只体现为短期事件冲击，主要原因有两点：(1) 引导Taper预期，不改变“美联储QE + TGA账户余额回落”组合，美国银行间流动性仍将保持宽松。(2) 目前市场对美国经济恢复的稳定性存在分歧，部分投资者甚至怀疑Taper落地的基础。所以，事件性冲击落地后，A股仍将暂时处于有利窗口，二季报行情有可为。但Taper落地是灰犀牛，将持续压制股市。真正的风险要看到市场开始相信紧缩趋势，关键在于美国就业市场恢复验证。策略分析师需要看清各种宏观情形的概率分布，市场普遍基于美国劳动参与率恢复慢，认为美国经济恢复慢，而我们看到了另一种可能性：美国财政补贴的直接影响是居民储蓄率脉冲式上行，这使得当期消费需求增加，却抑制了劳动参与意愿。进而引发两方面变化，一是商品市场供需矛盾加剧推高通胀；二是就业市场供需矛盾加剧推高薪酬。这会反作用于居民部门，存量储蓄的购买力正在被侵蚀，同时不工作的机会成本增加，最终会推高劳动参与率。另外，千万不要低估了宏观变量的紧密关联！一旦美国就业市场验证恢复，美国居民可能出现收入预期改善 + 存量储蓄高位的组合，消费倾向可能出现明显上行，支撑经济复苏和货币紧缩预期；而美国银行间流动性也会趋紧(实体资金需求增加 + TGA账户回落到低位 + 美债发行放量)。这种情况下，美债收益率中枢可能突然抬升。所以，宏观预期大是大非，下半年存在突变可能，先承认不确定性。
 - **2. 国内政策平稳是一致预期，国内调结构的决心，以及调结构带来的阵痛正在被低估。下半年资本市场调结构可能引发信用利差阶段性上行，伤害股市风险偏好。**
 - 国内政策平稳已是一致预期，不少投资者对下半年政策宽松也抱有期待。我们提示，2010年之后的中国经济治理，调结构才是主线，稳增长只是权宜之计。430政治局会议定调“稳增长压力较小”，意味着当前是调结构为重点的阶段，也是政策偏紧的阶段。历史上，债熊结束之前通常会有一个利率债熊平(经济动能走弱，但政策不及时宽松，甚至还在收紧)和信用利差上行(信用风险才是政策转向宽松的最佳理由)的阶段。目前这两个现象都未发生，我们继续强调下半年“难有及时宽松”的判断。这一次信用利差维持低位，固然反映了稳增长的效果，但这当中隐含的一些结构性问题，可能成为资本市场调结构的重点。提示关注，加强城投债信用风险的预期管理，以及扶植小微民企政策调整的影响。在政策转向宽松前，可能难免会出现一个结构性紧信用，信用利差上行，抑制股市风险偏好的阶段。
 - **3. 国内经济还不是单边回落，只不过亮点“兑现一个就少一个”。还不到讨论宽松的时候，但结构改善无法线性外推，也不支持周期股戴维斯双击。**

主要结论

- 年初以来，国内经济验证总体偏弱，线性外推的悲观预期正在形成。分拆中国经济的结构：出口是下半年回落预期最明确的方向，外需即便超预期，也将来自于供给恢复加速，压制中国出口占比。但国内经济还不是单边回落，投资领域仍有亮点。上游和中游行业制造业投资改善基础明确；房地产投资前端看集中拿地后的新开工，后端看施工高增后的竣工，大概率仍有韧性；二三季度专项债发行放量，下半年基建投资可能成为自然稳定资金的力量。问题在于，投资领域的改善普遍无法线性外推，或者存在明显的政策阻力：过去三年，制造业投资主要反映中国经济转型，所以管理层呵护；未来一段时间，制造业投资改善主要体现经济周期性回升，这对于管理层而言可能只是为调结构创造了有利背景。房地产投资有韧性政策毫无疑问。基建投资只是稳定器，难以推动经济上行超预期。所以，A股面临的内需环境存在“两难”：一方面国内经济还不是单边回落，不到讨论宽松的时候；另一方面国内经济亮点“兑现一个少一个”，无法线性外推，不支持周期股戴维斯双击。
- 市场开始相信紧缩预期的时点暂时无法择时，但宏观环境预期发生剧烈变化的威胁客观存在，需要做好应对准备，始终“留一只脚在门外”，基于这样的中期判断“看长做短”，即便是市场有较好结构性机会的阶段，总体指数突破震荡区间上限的概率也不大。
- **二、思考更长期格局，看长做短2：中美命运互换，2022年慢牛是人心所向。我们提示，长期格局改善的可见度其实并不高。中国政策空间更大，管理层更有战略思维；但也势必面临更严酷的海外环境。**
- 看长做短2：中期宏观环境复杂多变，那么就有必要思考更长期的格局。我们对长期格局的推演叫“中美命运互换”。2008年次贷危机，中国“四万亿”刺激力挽狂澜，支撑全球总需求；2008年之后中国经济结构性问题逐步显现，调结构需要不懈的努力。2020年新冠疫情，美国货币财政刺激，海外需求恢复快于供给恢复，谁刺激谁买单，这一次应该是美国！在美国不遗余力推进刺激时，中国已经在积累货币和财政政策空间；在美国用加税来为基建计划融资之时，中国已经在优化双循环，推进碳中和，发展数字经济；在美国管理层聚焦于选举的得失时，中国的管理层已在思考未来30年的战略布局。这样的差异，会随着时间的推移，慢慢反映在中美力量的再平衡当中，也会在A股市场中有所体现。但颠覆现有格局一定会有阻力，仅就2022年而言宏观格局的可见度其实并不高。中国势必面临更严酷的海外环境，贸易战和科技战可能保持高压。疫苗可能成为2022年各国竞争国门开放速度的重要工具。
- **三、负重也要前行，仍有理由只争朝夕做结构，三季度至少先把握好“市场怀疑紧缩”的有利窗口。**股市存量流动性充裕且资金属性趋同 + 宏观环境高度不确定，市场预期的变化快速而剧烈。“不好做”三个字2021年经常被提及。但负重也要前行，这是专业机构投资者的宿命。三季度至少先把握好“市场怀疑紧缩”的有利窗口，仍有理由只争朝夕做结构。具体讨论结构选择：
- **1. 把握好A股业绩验证的三个结构特征：中游制造成本转嫁能力二季度强，下半年弱；下半年创业板相对业绩趋势继续占优；小盘股困境反转，后续收入增长仍有弹性。**
- 把握好A股业绩验证和展望的三个结构特征：(1) 中游制造二季报供需格局有望继续改善，仍有较强的成本转嫁能力。但下半年中游制造供给可能逐步释放，而上游周期供给恢复较慢，上游周期可能持续侵蚀中游制造的盈利能力。中游制造二季报可能好于预期，而三四季报可能差于预期；上游周期则持续改善。(2) 创业板相对沪深300业绩趋势下半年将继续占优，基本面仍支持成长股相对收益。(3) 小盘股困境反转一季报已提前验证，后续商誉减值风险快速出清，小盘股从不可为到可为；经营性现金流流入率和投资性现金流流出率均维持高位，指示后续收入增长高弹性，继续战略看好小盘股，下半年小盘成长机会有望增加。我们将2021年A股非金融石油石化的营收增速预测上修至22%，归母利润增速预测上修至42%，也主要来自于周期和成长的贡献。

主要结论

- **2. 下半年核心资产估值切换，基本面预期锚定至2022年。业绩消化估值能力的差异主导核心资产内部分化。**

核心资产上涨期间，基本面预期不断向更远的时点锚定。但安全边际的讨论还是要围绕着当期业绩展开。下半年核心资产将迎来估值切换，讨论安全边际也可以看2022年业绩。以此为契机，业绩消化估值能力的差异，将主导核心资产内部分化。对于容易受到利率冲击的公募重仓股，考虑2022年业绩，隐含ERP仍低于历史均值的主要是食品饮料以及部分医药生物和电气设备个股；而隐含ERP将高于历史均值，股价有望体现较强韧性主要是电子、化工、机械设备，以及部分医药生物和电气设备(内部分化)个股。
- **3. 周期供需格局好、业绩好，但周期行情过不去“政策顶”和“需求顶”是稳定的历史经验。下半年周期股“在夹缝中”还有一波机会。**

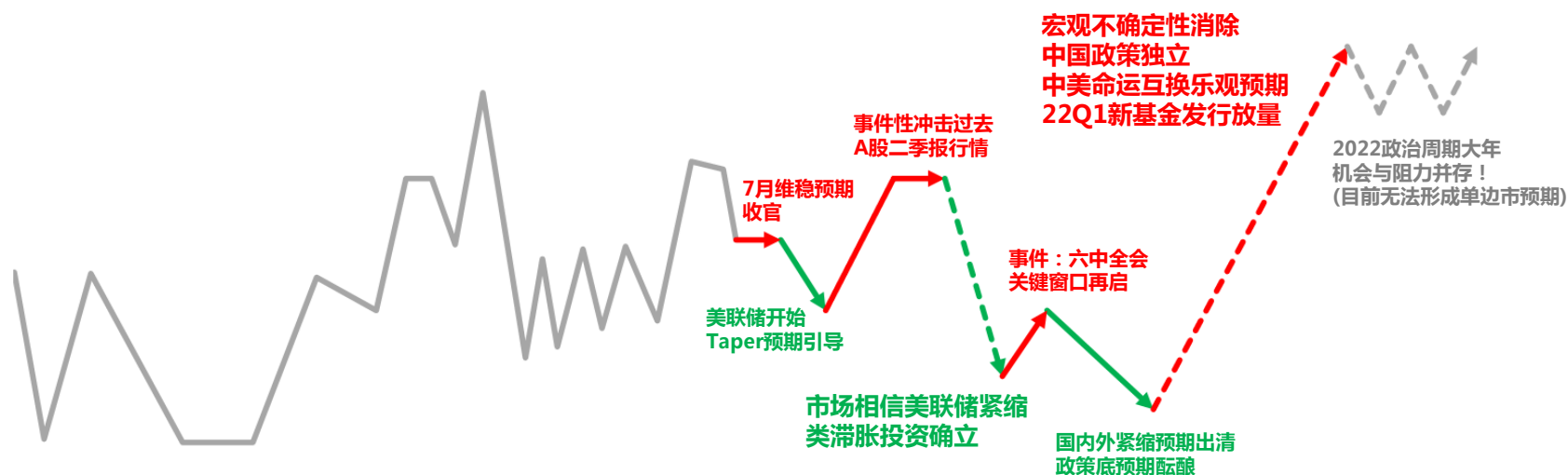
周期股中长期供需格局改善，短期业绩确定高增，但周期股投资不是基本面的简单线性外推。历史上周期行情过不去“政策顶”和“需求顶”。下半年Taper预期引导可能不是真正的政策顶，真正的政策顶是市场相信紧缩趋势。另外，下半年国内的需求顶可能逐步验证。近期借Taper预期引导，金融属性支撑的大宗商品涨价正在出清，后续周期股的主要矛盾有望回归供需格局，对应阶段性机会。我们认为，下半年周期股“在夹缝中”(假、真政策顶之间的窗口)可能还有一波机会。外需周期(化工和有色)供需格局改善确定性更高；而内需周期(钢铁和煤炭)的机会则有赖于管理层容忍涨价，只能跟踪。
- **4. “数字经济”可能成为新经济投资的关键主题线索：物联网、智能汽车、云计算、AI等数据产业链方向，以及发展数字经济必要的自主可控(操作系统、半导体)，下半年有望迎来政策密集催化。**

2021年结构选择另辟蹊径的效果始终较好，小盘股和主题投资热度已经回归，下半年主题投资依然重要。我们继续战略看好“数字经济”，这有望成为下半年新经济投资的关键主题线索。产业数字化受益的物联网和智能汽车，数字产业化受益的云计算和AI等方向，以及发展数字经济必要的自主可控(操作系统和半导体主题)，下半年都有望迎来政策密集催化。同时，我们期待在中国数据资源优势下，有更多新公司和商业模式在中国诞生，并领先于全球(如数据标注)。
- **四、大势研判结论总结：展望下半年，首先要承认宏观格局高度不确定，即将到来的不一定是“衰退期投资”，也可能是“类滞胀投资”。**

国内经济还不是单边回落，下半年难有及时宽松。美国就业市场恢复，市场相信紧缩趋势，美债收益率中枢突变式上行是需要认真考虑的宏观情形。国内资本市场调结构，可能引发信用利差上行。下半年A股可能有一波幅度不低的调整。在此之前，美联储Taper预期引导不是真正的政策顶。事件性冲击落地后，A股可能又将向震荡区间上限发起挑战，这个阶段仍值得只争朝夕做结构。
- **结构选择思路总结：**(1) 下半年成长相对业绩趋势占优，相对收益在曲折中前进，重点关注新能源汽车、医药生物、半导体、国防军工。(2) 核心资产估值切换，业绩消化估值能力差异主导分化，电子、化工、机械设备，以及部分医药生物和电气设备的核心资产，在总量风险发酵阶段可能仍有韧性。(3) 外需周期(工业金属和化工)在“夹缝中”(假、真政策顶之间的窗口)还有一波机会。(4) 看好“另辟蹊径”超额收益真正贯穿全年，战略看好小盘股，下半年更看好成长小盘。看好“数字经济”成为新经济投资的关键主题线索。

- 美联储Taper预期不是真正的政策顶：事件性冲击落地后，A股可能又将向震荡区间上限发起挑战，下一阶段仍值得只争朝夕做结构
- 下半年仍要承认宏观格局高度不确定，即将到来的不一定是“衰退期投资”，也可能是“类滞胀投资”，市场相信紧缩趋势构成真正的政策顶，美债收益率中枢可能突变式上行，如果兑现，A股将有一波幅度不低的调整
- 当一切尘埃落定才构成宏观不确定性消除，A股有机会的时间段，目前还需要耐心等待

上证综指示意图：负重前行，美联引导Taper预期不是真正的政策顶，市场相信紧缩趋势才是真正的风险



Part I

即将到来的不一定是“衰退期投资”

也可能是“类滞胀投资”

Part I-1

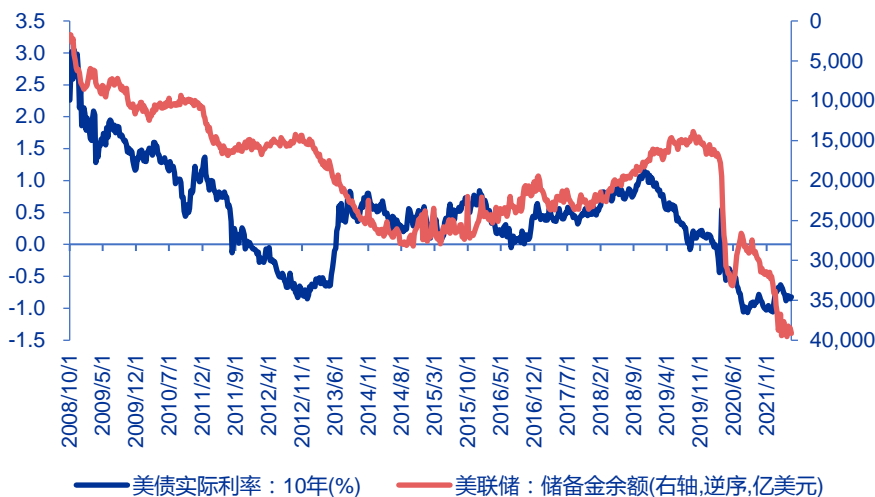
美联储引导Taper预期不可怕

市场开始相信紧缩趋势才是风险

紧缩预期主要来自海外：21Q3美联储Taper预期引导

- 21H2的类滞胀投资：经济未必是滞胀，但“国内经济增长亮点减少 + 国内政策结构性收紧，美国政策总量收紧”的组合，构成类滞胀的宏观环境
- 美联储可能“按部就班”引导紧缩预期：2008年之后，实际利率上行稳定领先于美联储货币政策边际收紧约1年时间；美联储对于高通胀的容忍度却因时因势而异。恢复经济是比稳定通胀更重要的目标
- 21Q1美债实际利率见底 → 22Q1美联储开始Taper，那么21Q3美联储应开始引导Taper预期

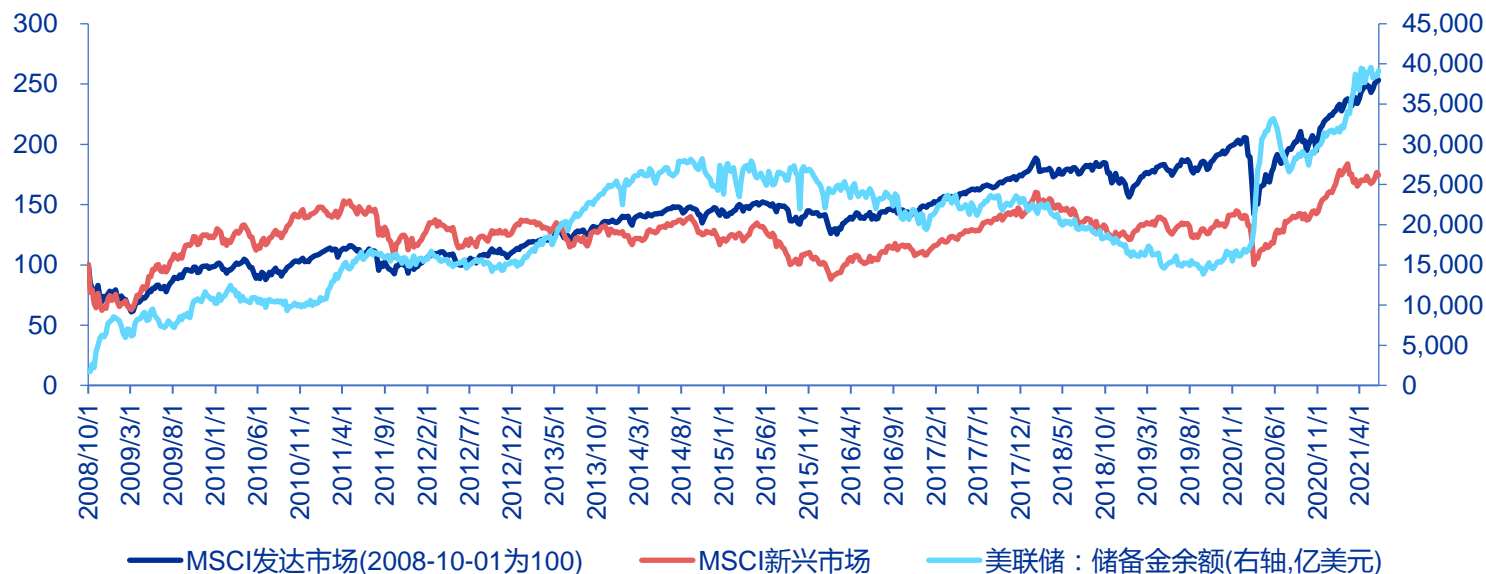
2008年后，美联储稳定在美债实际利率上行约1年后开始紧缩，而对高通胀预期的忍耐度却因时因势而异



Taper实施还是Taper预期？区别很大！

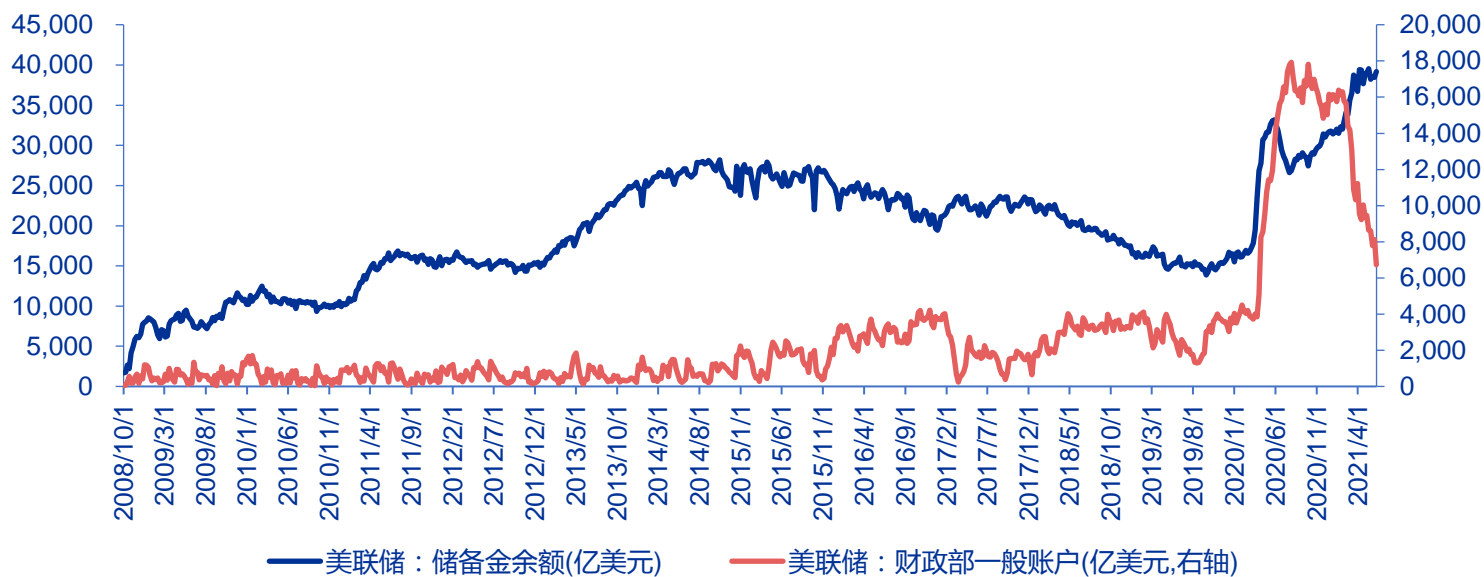
- Taper “实施” 和Taper “预期” 对于股票市场的影响区别很大
- Taper “实施” 是灰犀牛，落地后对股市仍有负面影响：美联储储备金余额走平 / 拐头向下通常对应MSCI发达市场开始震荡加剧 & 新兴市场开始调整
- Taper “预期” 则偏向于事件性冲击，美联储开始引导Taper预期后关注两点：1. Taper后的短中长期宏观格局如何，看长做短；2. 市场是否相信美联储能实施Taper，如果相信，对应着紧缩预期的全面发酵

美联储储备金余额拐点对应MSCI发达市场震荡加剧的起点 & 新兴市场阶段性调整的起点



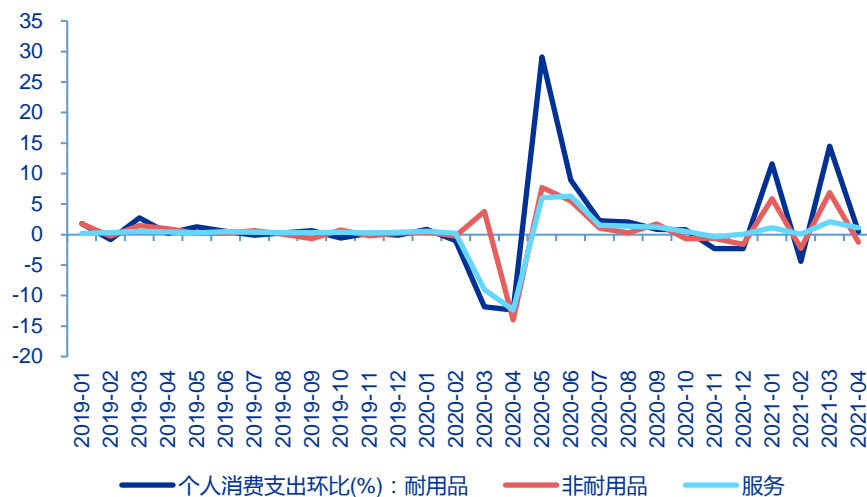
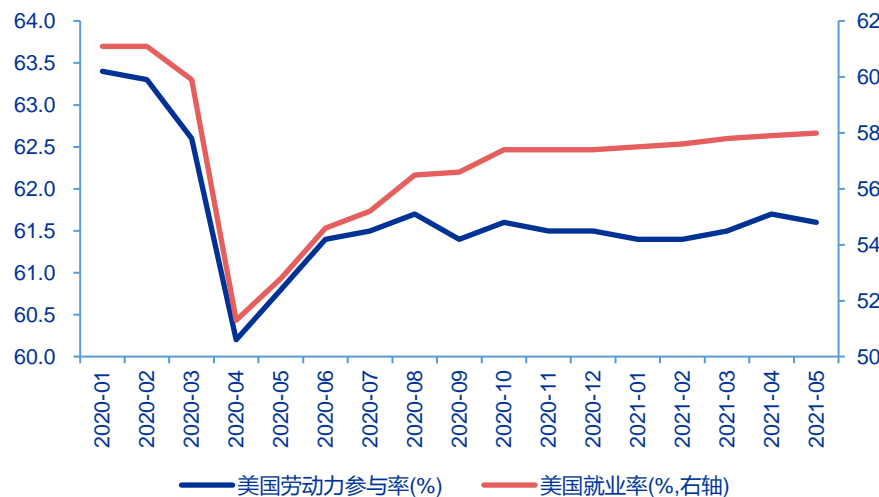
- 21Q2美国也是股债双牛，美国银行间流动性宽松是重要的背景
- Taper“预期”落地后的短期格局：美国银行间市场流动性宽松仍将保持一段时间，21H2观察两个拐点：1. 美财政部一般账户(TGA账户)余额回落至低位，准备金余额上行斜率放缓 + 国债发行压力加大；2. Taper“实施”
 - 21H1财政部一般账户余额回落8000余亿，但疫情前的中枢水平(2016-19年均值为2710亿美元)仍有较大差距(6月16日余额为7651亿元)

美国财政部一般账户余额仍有进一步回落的空间，这将对美联储准备金余额形成支撑



- 美联储开始Taper预期引导可能只会带来事件性冲击。另外，目前市场对美国经济恢复的稳定性存在分歧，部分投资者甚至怀疑Taper落地的基础
- 所以，Taper预期引导不可怕，但美国经济持续恢复验证，市场开始相信紧缩趋势，才是真正的风险
 - 在预期演绎层面，一旦市场开始相信紧缩趋势，再讨论美联储能Taper，不能加息的远期格局，就没有太大意义了

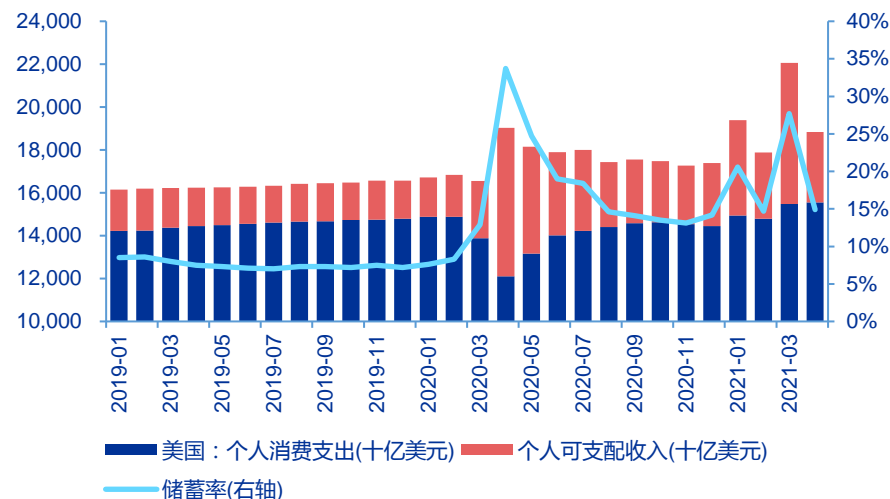
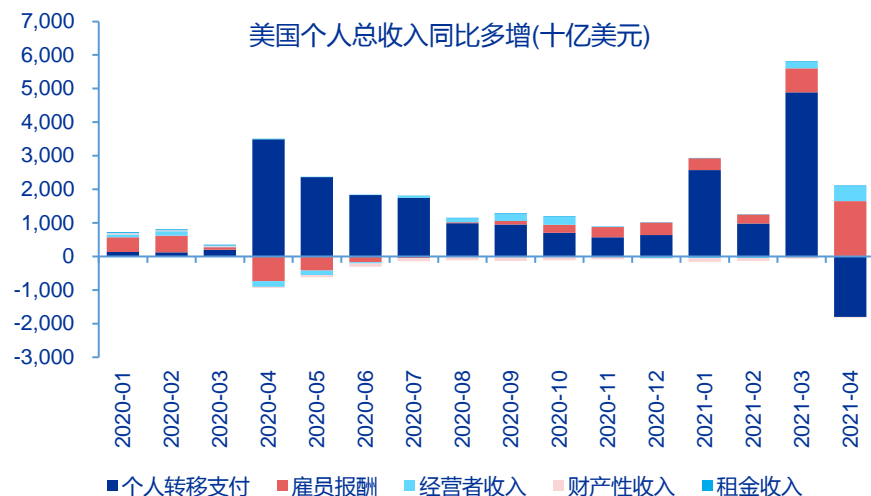
市场对美国经济恢复的担忧：劳动参与率恢复缓慢，消费恢复的稳定性存疑



美国就业市场恢复只会迟到，不会缺席

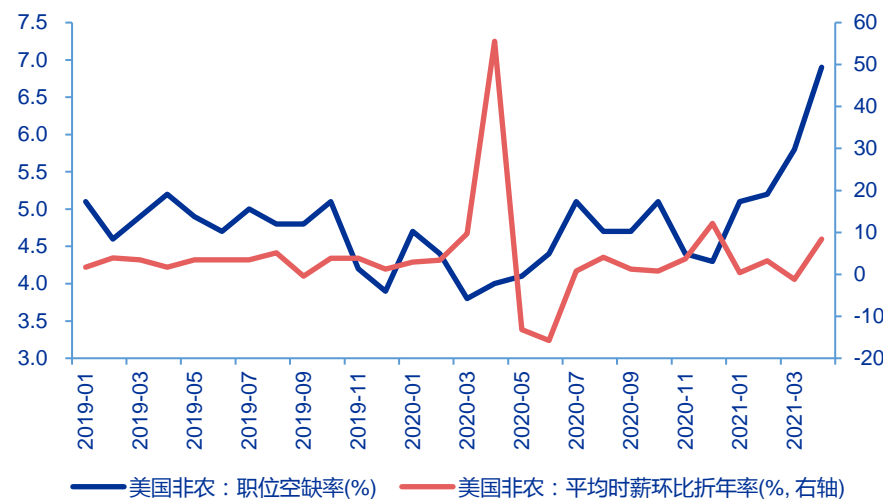
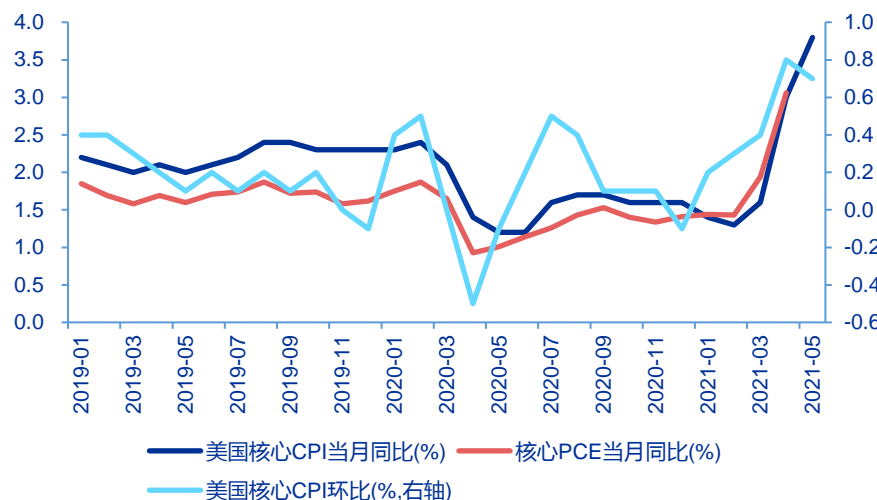
- 美国财政刺激的直接效果：美国个人总收入同比多增 & 储蓄率脉冲式上行
- 储蓄率上行到需求恢复的三阶段传导：
 1. 储蓄率脉冲式上行，拉动当期消费，抑制当期就业意愿
 2. 转移支付带来的收入改善不持续，储蓄率中枢提升，消费环比回落
 3. 就业意愿回升，收入预期趋于稳定 + 存量储蓄累积，消费倾向回升，储蓄率可能回落至比疫情前更低的水平

拜登和特朗普财政刺激的直接效果：美国个人总收入同比多增 & 储蓄率脉冲式上行



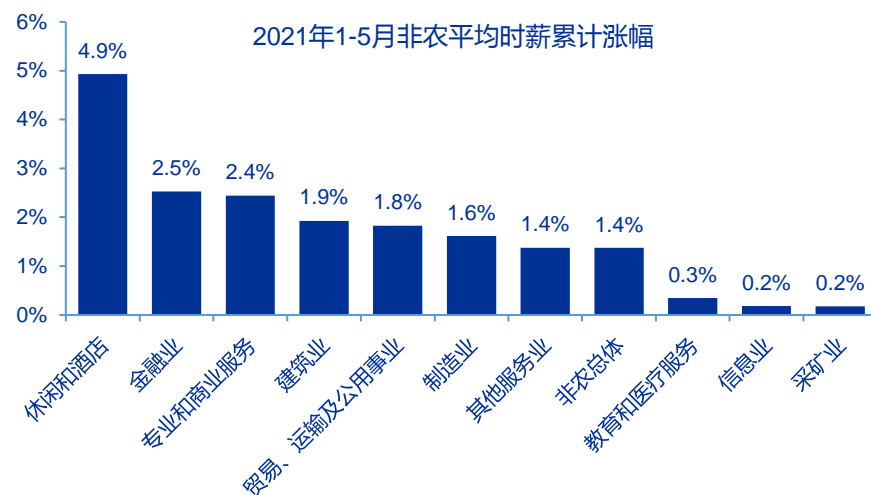
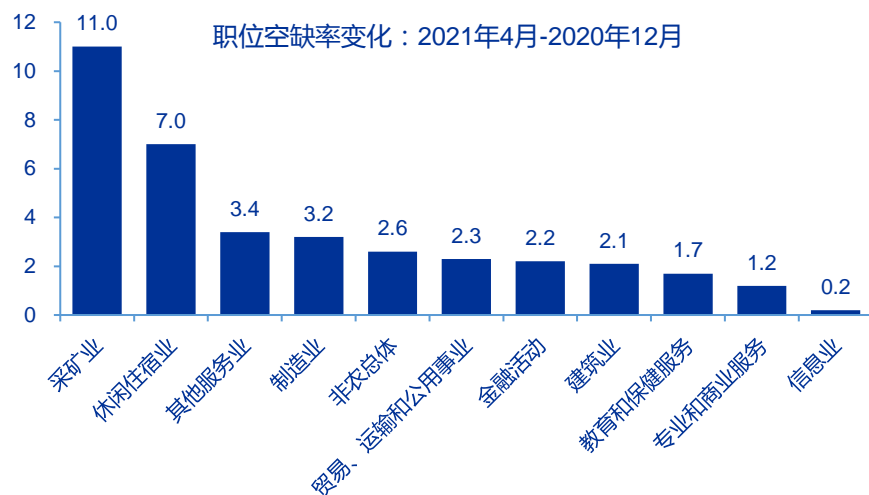
- 后续观察美国经济复苏进程的关键是就业市场恢复
- 一旦就业市场确认恢复，可能出现：1. 美国经济复苏到过热预期趋于平稳；2. 市场相信美联储可以实际推进紧缩；3. 美债收益率将加速上行
- 储蓄率脉冲式上行后的两个变化：1. 核心通胀上行超预期，存量储蓄的购买力被侵蚀；2. 职位空缺率上行，平均时薪同比上行，美国居民不工作的机会成本正在增加

储蓄率脉冲式上行后的两个变化：核心通胀上行超预期；职位空缺率上行，平均时薪同比上行



- 美国就业市场恢复的行业特征：
- 服务业就业供需矛盾最大(职位空缺率和平均时薪涨幅均处于高位，且领先于各行业)，后续可能出现就业人数的向上脉冲
- 制造业就业供需矛盾温和发酵(职位空缺率和平均时薪涨幅处于各行业中位，略高于非农总体水平)，后续也有望出现就业人数的温和回升

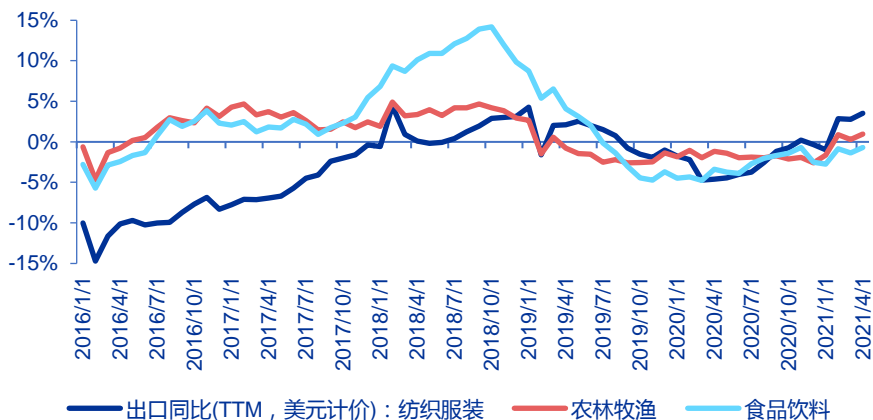
美国就业市场恢复的行业特征：服务业就业供需矛盾最大，后续就业人数可能向上脉冲；制造业就业可能温和复苏



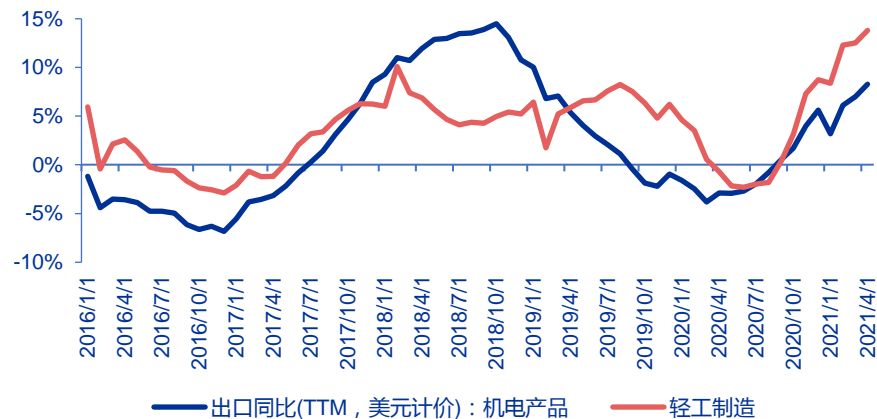
美联储紧缩预期发酵：A股面临“双重”负面影响

- 美国就业市场恢复不会缺席，对应美联储紧缩预期发酵和美债收益率上行不会缺席，A股可能面临“双重”负面影响
- 1. 核心资产的高估值问题仍突出，美债收益率上行带来分母冲击
- 2. 美国供给恢复，将对中国出口占全球的比例形成挤出，A股基本面预期可能明显弱于美股

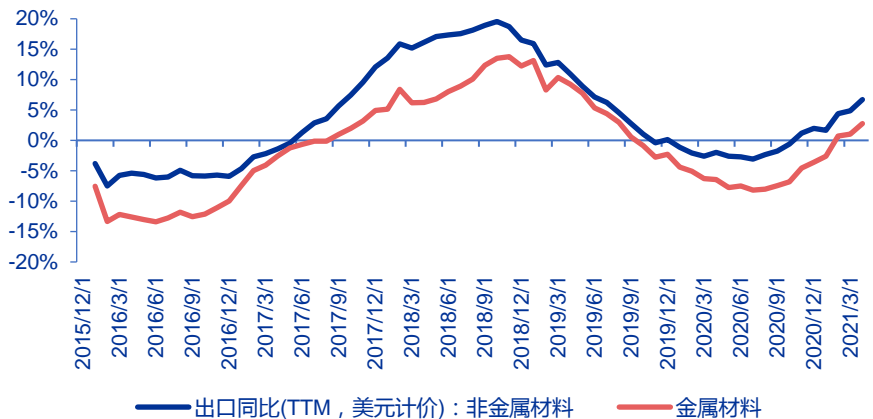
21Q1中国出口超预期的三个逻辑无法外推到21H2：
(1) 海外疫情扰动：必需消费品出口增速小幅反弹



(2) 拜登刺激的效果：耐用消费品出口增速进一步上行



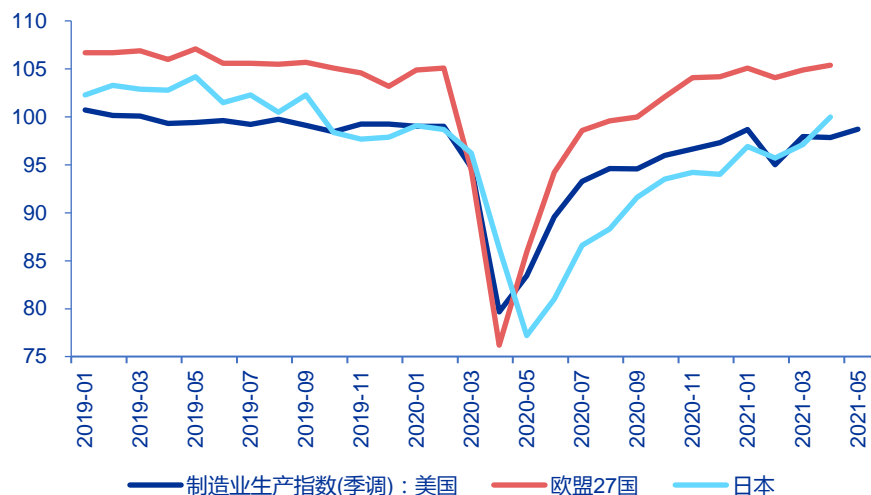
(3) 海外复工复产：金属和非金属材料出口增速改善



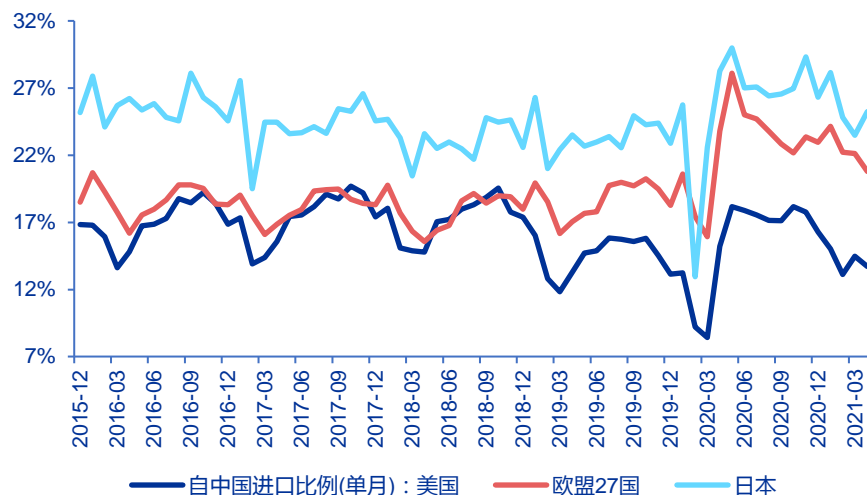
中国出口占比回落：外需改善对中国的提振需“打折”

- 20Q2以来，海外需求恢复 + 中国供给恢复的组合，使得中国出口产业链充分受益
- 中国出口占比顶部区域可能已经出现：美欧从中国进口的比例已基本确认高位区域。未来一段时间宽泛的讨论中国出口竞争力已没有意义，自下而上找出能留住订单的出口企业才是重点

美欧日工业生产恢复稳步推进



美欧从中国进口的比例已基本确认高位区域



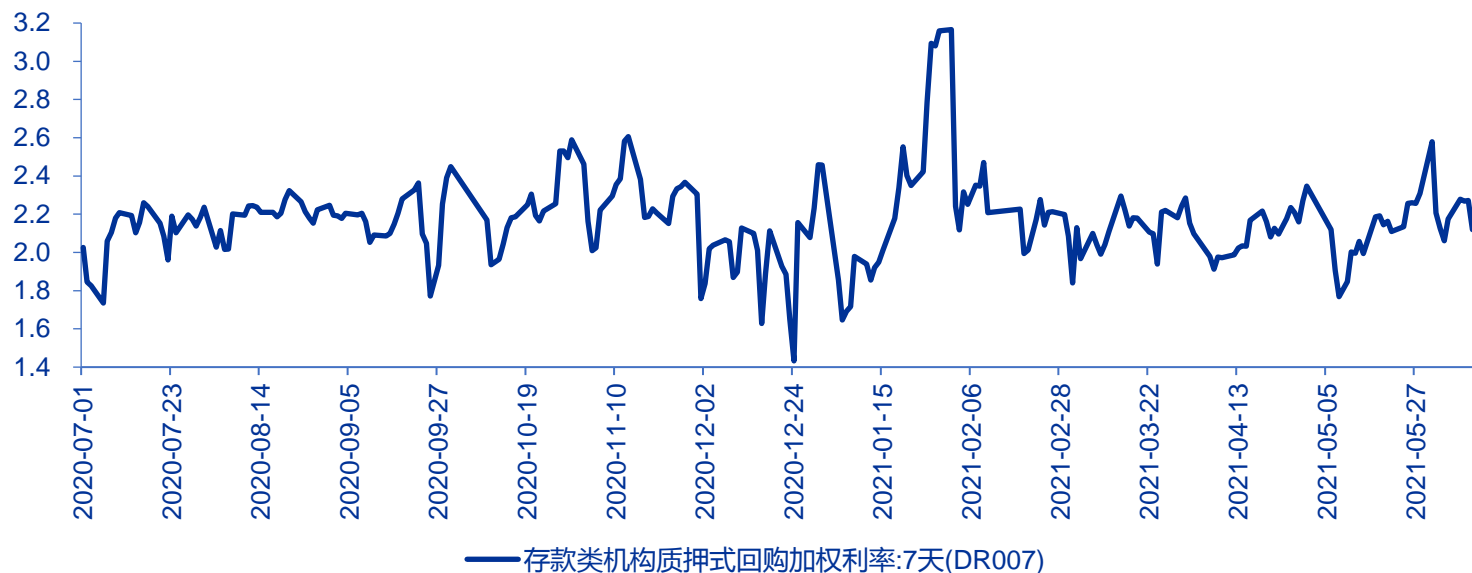
Part I-2

别低估了调结构带来的阵痛：

资本市场调结构 → 信用利差上行

- 430政治局会议有“不急转弯”“固本培元，稳定预期”的表述，也有“稳增长压力较小”的定调
- 2010年以来经济治理方式持续优化：调结构才是主线，稳增长只是权宜之计。所以，以调结构为重点的阶段，就应该是政策偏紧的阶段
- 4-5月银行间流动性中性偏宽，支撑A股走强；但这与目前的政策周期定位是存在一定背离的

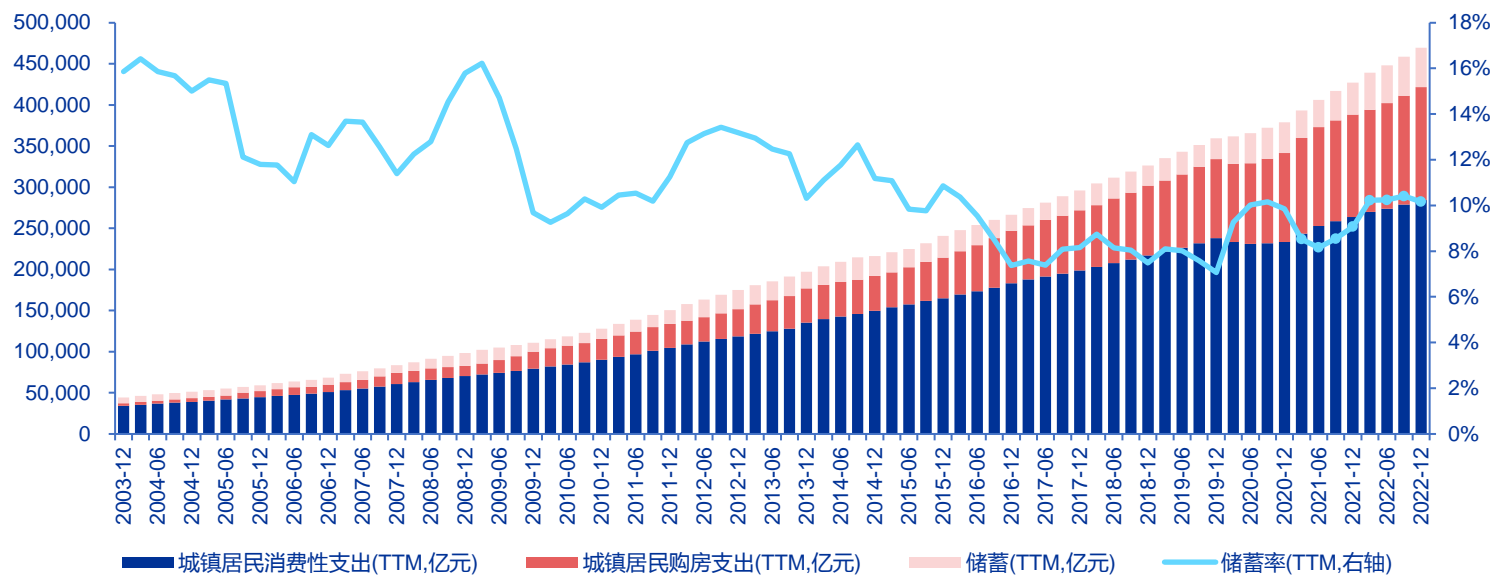
4-5月银行间流动性中性偏宽，支撑A股走强；但调结构为重点的阶段，总体政策环境应偏紧



结构性政策主导的经济治理思路给了市场安全感

- 当前的经济治理思路：结构性问题交给结构性政策，总量政策权重降低，主要起到兜底作用
- 一个典型的例子，房地产结构性调控政策越做越细：一线城市买房资格收紧 → 贷款新规 → 拿地新规 → 防止学区房炒作
- 结构性政策主导的经济治理思路给了市场安全感，市场可能正在低估总量政策的兜底作用和调结构可能带来的阵痛

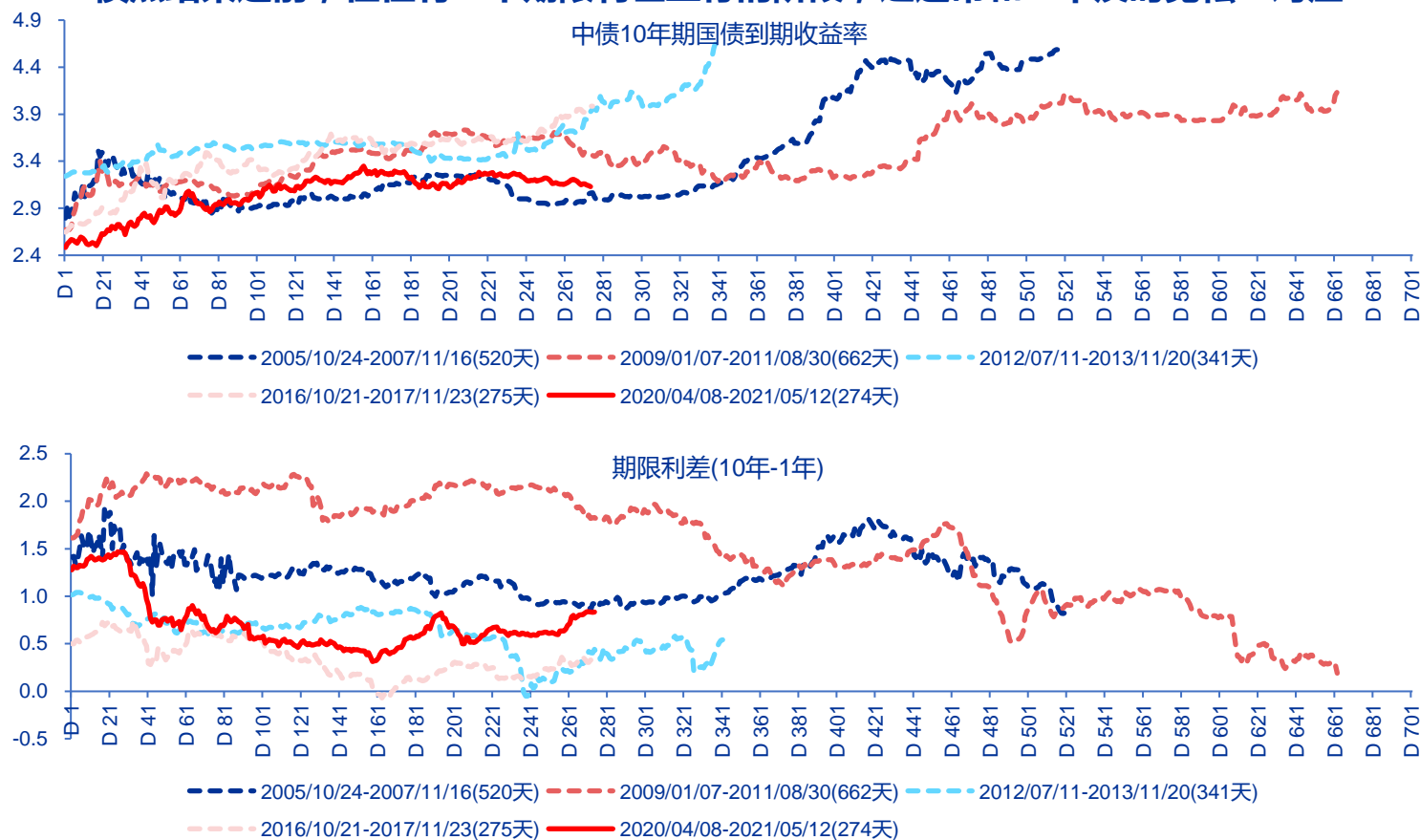
2020年居民储蓄率上行是总量宽松的结果，而避免更大比例的居民财富流向地产却主要依靠结构性政策



债熊结束前的特征：往往有一个熊平的阶段

- 债熊结束前，往往有一个熊平(期限利差下行)的阶段，这通常对应经济动力走弱，政策不及时宽松，甚至还在收紧。21H2难有及时宽松：对于管理层来说，用尽可能长的时间、尽可能大的力度来调结构才是政策重点

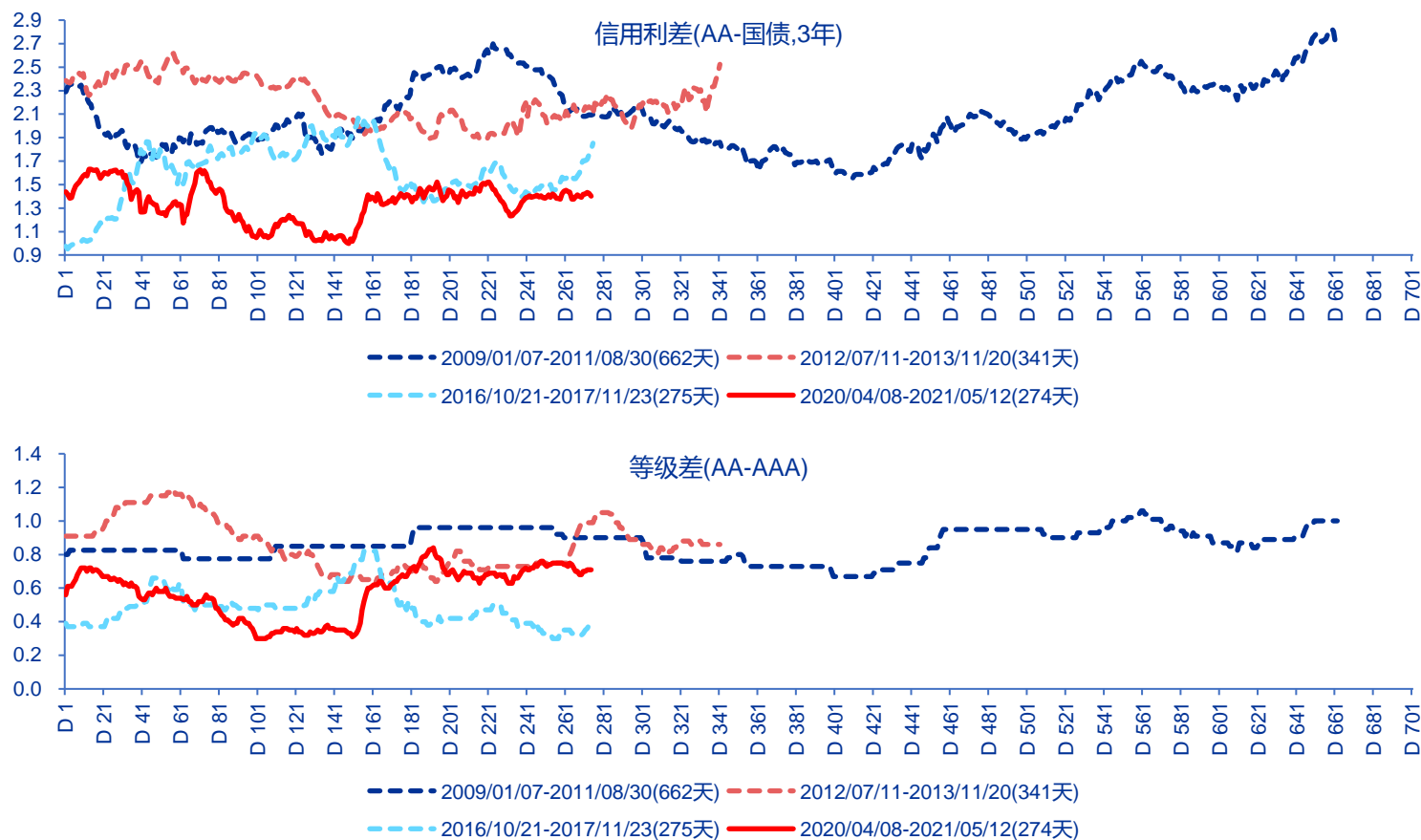
债熊结束之前，往往有一个期限利差上行的阶段，这通常和“不及时宽松”对应



债熊结束前的特征：信用利差先上行，货币后宽松

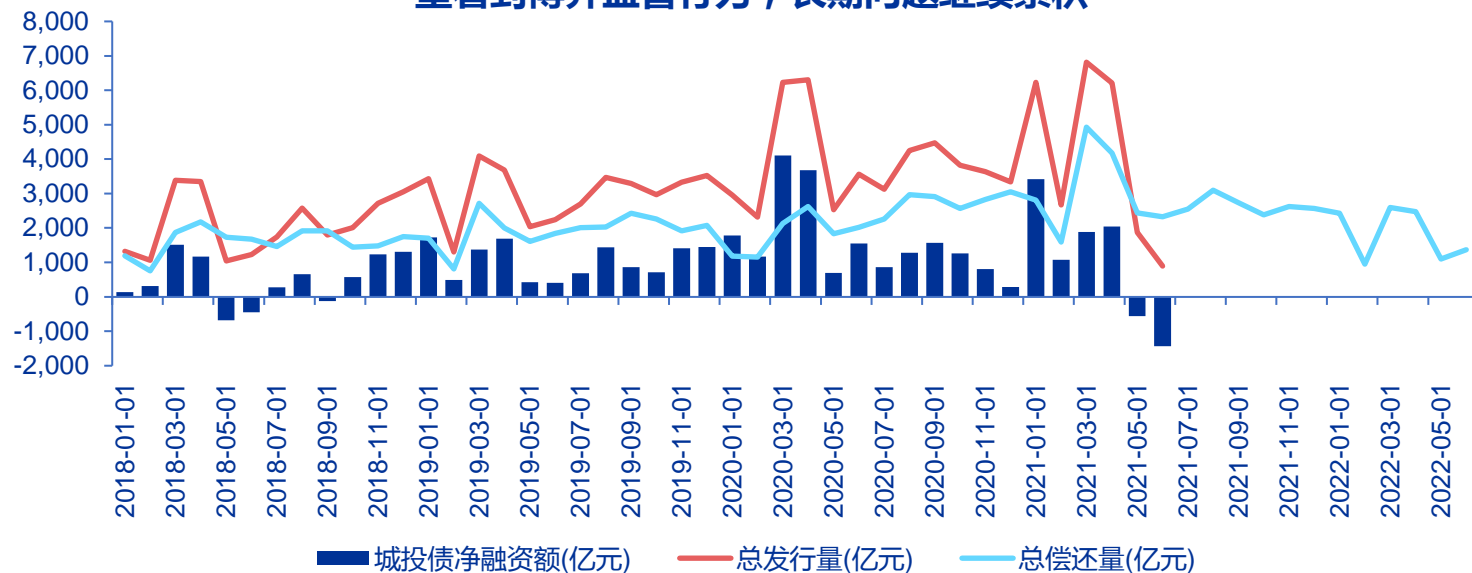
- 债熊结束前，往往有一个信用利差上行的阶段，其背后的规律是实体信用环境先恶化，货币政策后宽松，信用风险发酵是最好的宽松理由

债熊结束之前，往往有一个信用利差上行的阶段，信用风险发酵是最好的宽松理由



- 这一次信用利差维持低位，固然有稳增长政策见效的影响，但低信用利差中隐含的结构性问题，可能成为管理层后续调控的对象
- 1. 城投债信用风险的预期管理：2021年是城投债滚动发行压力较大的年份。一方面，城投债信用风险全面爆发不符合管理层的诉求；另一方面，刚兑预期强化，机构持仓再集中，长期问题继续累积，也不是管理层想看到的。这种情况下，城投债信用风险的预期管理，可能始终处于高压状态

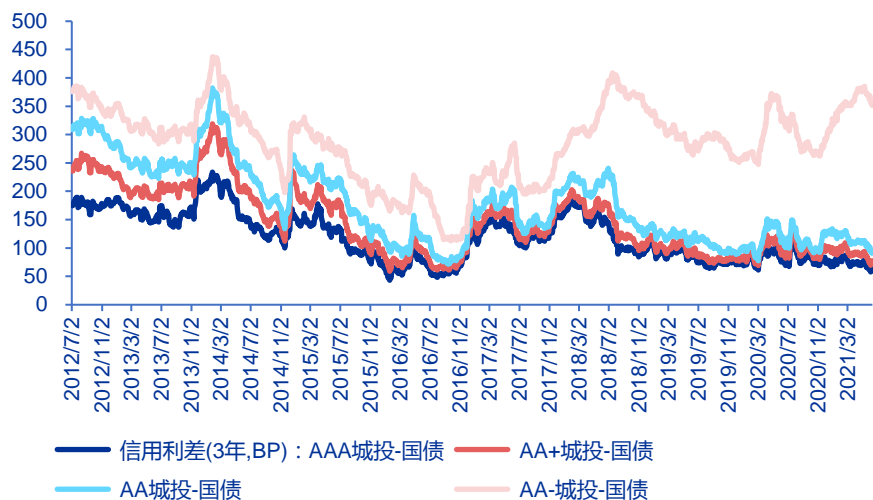
2021年是城投债滚动发行压力较大的年份，管理层可能既不希望看到风险全面爆发，也不希望看到博弈监管行为，长期问题继续累积



2021年城投信仰犹在，只是范围收缩了

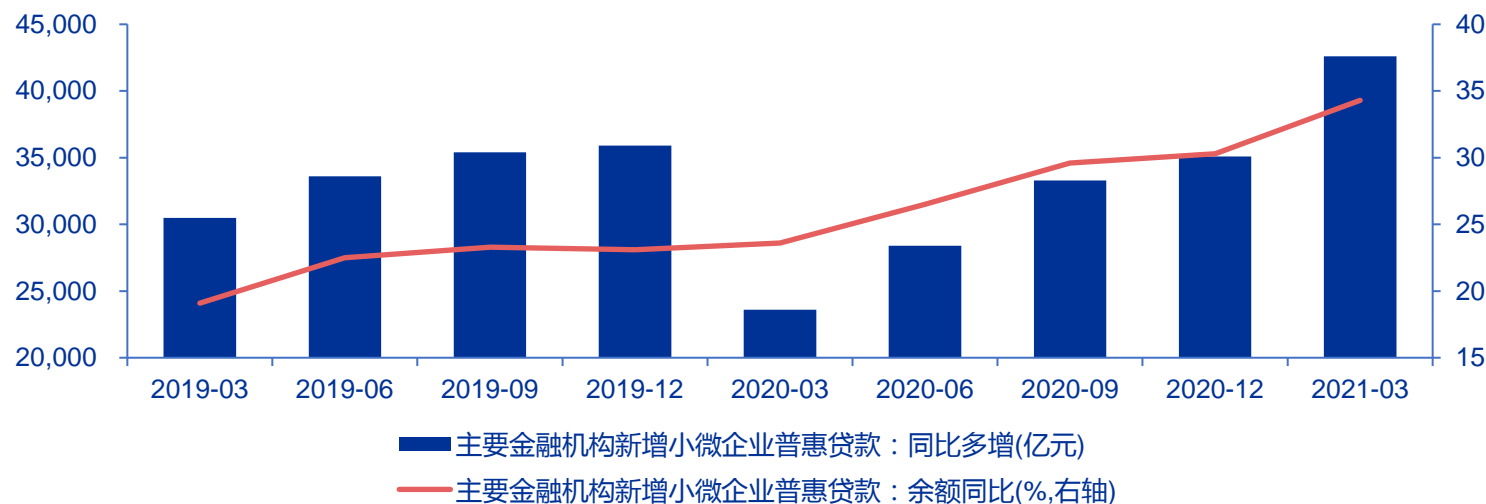
- 2021年分化是城投债市场的主旋律，但城投信仰犹在，只是范围收缩了
- 信用评级AA以上的城投债信用利差震荡下行，AA-以下的城投债则上行至2012年以来的相对高位
- 如果管理层加强对城投债信用风险的预期管理，信用利差较低的AA以上城投债可能进一步分化，推动总体信用利差上行

2021年分化是城投债市场的主旋律，但城投信仰犹在，只是范围收缩了



- 2021年呈现出总量紧信用 + 结构性宽信用，实体经济流动性并不差。扶植小微民企见效，再贴现再贷款工具功不可没，但也客观存在一些问题：
- 1. 扭曲利率定价是一把双刃剑，当前的信用利差可能未真实反映信用风险
- 2. 定向宽信用，实际上是对小微企业进行了“人为筛选”，这种政策长期保持会造成“机会不公平”
- 3. 扶植小微民企贷款在实际执行中，还是资金流向不可控的问题

2021年总量紧信用 + 结构性宽信用，小微民企受益于，但如果后续再贴现再贷款等临时性工具调整，可能出现结构性紧信用



Part I-3

对A股而言，国内经济面临“两难”：
非单边回落，非趋势改善

- 2021年以来，市场对宏观经济展望始终充满分歧。而在我们看来，众多分歧当中，除了观点的分歧之外，还有视角的分歧：
- 如果和年初的预期相比：出口和房地产的预期应该上修，制造业投资的预期应该下修，于是有出口和房地产好，制造业投资差的声音。但我们能因此认为，出口和地产产业链有机会，而设备类公司有风险吗？似乎不能，根本原因还是这样的视角并不能直接服务于投资
- 策略角度看经济，我们更关心三个问题：
 - 1. 当前强势的经济数据，可以线性外推吗？如果不能，市场可能只有脉冲式反映；如果能，则可能出现戴维斯双击
 - 2. 后续能持续改善的经济数据，是否有政策阻力？21H2房地产和基建投资都可能成为中国经济阶段性的亮点，但这两个方向毫无疑问，都是有政策阻力的
 - 3. 当前弱势的经济数据，后面会反弹吗？如果能反弹，那么就很难认为经济是单边回落，对应到政策预期上就不应该对“及时宽松”抱太大希望

1. 制造业投资：哪些行业还有空间？有没有大周期？

- 制造业投资增速的四种状态：(1) 处于绝对低位行业：21/05<19/12 & 19/12<18/12(尚未恢复到疫情前的状态，且2019年下台阶本就是低位)
- (2) 处于绝对高位行业：21/05>19/12 & 19/12>18/12(2018年以来延续高景气)

划分制造业投资增速的四种状态

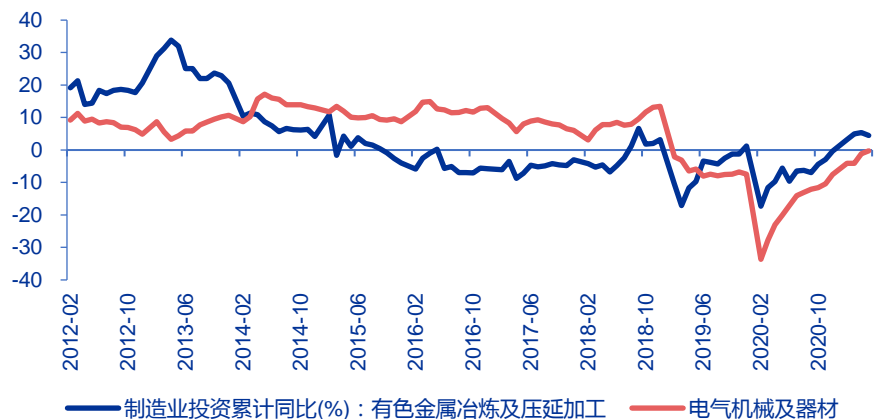
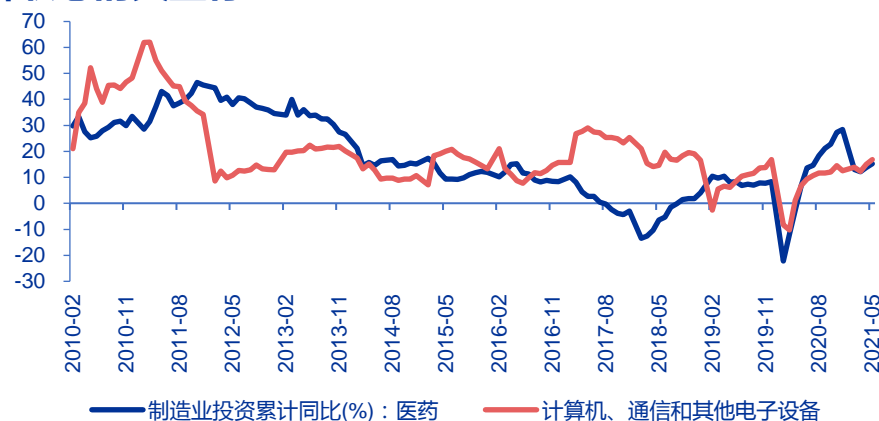
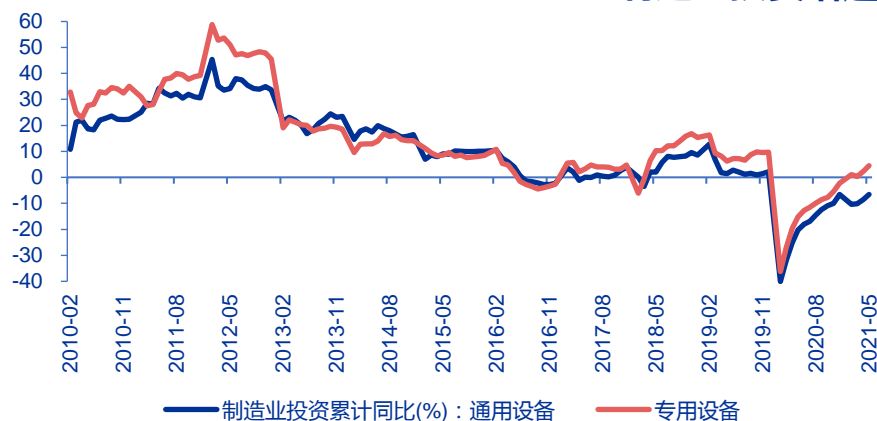
制造业投资累计同比 (21年以19年为基数复合)	绝对增速(以最新增速降序排列)			增速差	
	2018/12/31	2019/12/31	2021/5/31	2021/5-2019/12	2019/12-2018/12
总体	9.50	3.10	1.28	-1.8	-6.4
计算机、通信和其他电子设备	16.60	16.80	16.79	0.0	0.2
医药	4.00	8.40	15.23	6.8	4.4
专用设备	15.40	9.70	4.55	-5.1	-5.7
有色金属冶炼及压延加工	3.20	1.20	4.42	3.2	-2.0
化学原料及化学制品	6.00	4.20	4.09	-0.1	-1.8
黑色金属冶炼及压延加工	13.80	26.00	3.34	-22.7	12.2
电气机械及器材	13.40	-7.50	-0.30	7.2	-20.9
食品	3.80	-3.70	-2.28	1.4	-7.5
通用设备	8.60	2.20	-6.56	-8.8	-6.4
非金属矿物制品	19.70	6.80	-6.83	-13.6	-12.9
纺织业	5.10	-8.90	-7.04	1.9	-14.0
化学纤维	29.00	-14.10	-12.36	1.7	-43.1
汽车	3.50	-1.50	-14.00	-12.5	-5.0

注：大类行业制造业投资累积同比的四种状态：21/05<19/12 & 19/12<18/12，21/05>19/12 & 19/12>18/12，21/05>19/12 & 19/12<18/12，21/05<19/12 & 19/12>18/12

制造业投资：哪些行业还有空间？有没有大周期？

- (3) 低位反转行业：21/05 > 19/12 & 19/12 < 18/12 (已从疫情恢复，但仍处于大周期低位)；(4) 高位回落行业：21/05 < 19/12 & 19/12 > 18/12 (2019年后景气缺乏新亮点)

制造业投资增速四种状态的典型行业



从产能利用率看资本开支的必要性

- **从产能利用率看资本开支的必要性：产能利用率恢复到疫情前 + 疫情后产能利用率创2016年以来新高**
- **重点行业：化学纤维、黑色金属、有色金属、电气机械和器材、专用设备和通用设备，总体而言上游和中游的产能利用率高企，都有进一步资本开支的必要**

从产能利用率看资本开支的必要性：上游和中游制造均有进一步资本开支的必要

制造业产能利用率	过去四个季度均值 19Q4	过去四个季度均值 21Q1	过去四个季度均值 是否高于疫情前	产能利用率当季值 20Q2以来是否创出过16Q2以来新高
总体	77.03	77.00		
化学纤维	83.23	83.55	是	是
黑色金属冶炼及压延加工	79.93	80.93	是	是
电气机械和器材	79.48	80.53	是	是
有色金属冶炼及压延加工	79.75	80.33	是	是
专用设备	78.78	79.43	是	是
计算机、通信和其他电子设备	80.38	79.35		
通用设备	78.65	79.28	是	是
汽车	77.28	77.80	是	
医药	76.60	76.20		
化学原料及化学制品	75.13	76.13	是	
纺织业	78.38	75.48		
食品	72.90	73.35	是	
非金属矿物制品	70.20	69.40		

从业绩增长和盈利能力看投资意愿

- 我们三个分位数之和表征业绩增长和盈利能力的情况：2021年4月营收累积同比、利润总额累积同比、销售净利率(TTM)
- 潜在投资意愿较高的行业包括：有色金属、TMT、专用设备、通用设备、化学原料及化学制品、电气机械及器材；另外，化学纤维和黑色金属边际改善速度较快，属于制造业投资意愿快速积累的行业















从业绩增长和盈利能力看投资意愿：上游和新经济(TMT和电气机械及器材)的潜在意愿最高

	营收累积同比 (%,2021年4月)	分位数 (2018年2月以来)	利润总额 累积同比	分位数	销售净利率 (TTM)	分位数	分位数之和 (2021年4月)	Δ分位数之和 (vs.2020年12月)
总体	10.2	94%	25.1	94%	6.6%	100%	289%	128%
有色金属冶炼及压延加工	16.0	100%	86.7	94%	3.6%	100%	294%	91%
计算机、通信和其他电子设备	13.6	94%	46.3	97%	5.2%	97%	289%	49%
专用设备	12.7	83%	31.2	94%	9.2%	100%	278%	35%
通用设备	9.9	83%	17.6	94%	7.4%	97%	275%	45%
化学原料及化学制品	8.9	69%	39.1	97%	8.7%	100%	267%	97%
电气机械及器材	12.8	97%	19.7	94%	6.1%	72%	264%	121%
医药	10.1	64%	29.2	94%	15.8%	100%	258%	40%
汽车	9.7	86%	11.1	94%	6.8%	61%	242%	60%
化学纤维	4.2	53%	72.4	100%	5.0%	75%	228%	97%
黑色金属冶炼及压延加工	18.5	100%	43.0	67%	4.5%	53%	219%	98%
食品	6.9	61%	5.4	22%	9.1%	78%	161%	16%
纺织业	-0.9	44%	-3.3	36%	4.8%	72%	153%	-65%
非金属矿物制品	8.4	39%	6.3	39%	8.5%	56%	133%	6%

从库存周期看景气持续性

- 处于补库周期，且库存周期处于中低位的行业：非金属矿物制品、化学纤维、化学原料及化学制品、黑色金属，这些行业后续需求弹性将增加
- 处于去库周期，且库存周期处于高位的行业：通用设备和汽车，这两个行业后续需求弹性可能回落

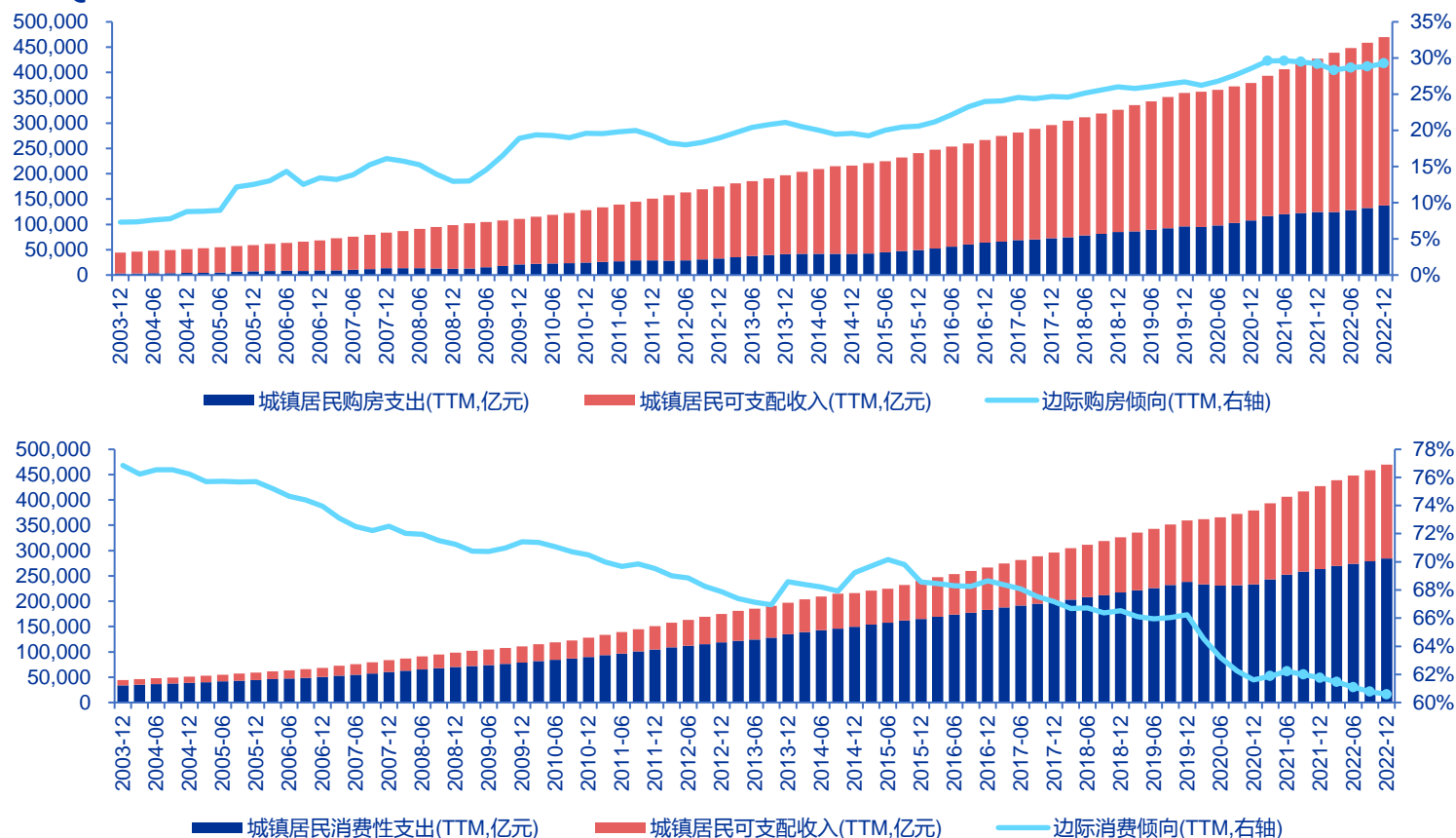
从库存周期看景气持续性：上游周期普遍在开启主动补库周期，景气继续改善确定性高

	产成品库存同比(%) 2021年4月	分位数 2018年2月以来	缩略图 2018年2月以来	库存周期方向	库存周期位置
总体	8.5	61%		补库	中位
电气机械及器材	23.8	100%		补库	高位
专用设备	18.6	94%		补库	高位
有色金属冶炼及压延加工	10.6	94%		补库	高位
食品	9.7	81%		补库	高位
通用设备	10.0	72%		去库	高位
汽车	9.2	69%		去库	高位
黑色金属冶炼及压延加工	4.0	47%		补库	中位
化学原料及化学制品	4.2	47%		补库	中位
化学纤维	1.5	33%		补库	低位
计算机、通信和其他电子设备	6.1	25%		去库	低位
非金属矿物制品	3.8	8%		补库	低位
医药	5.6	3%		去库	低位
纺织业	-2.3	3%		去库	低位

2. 居民购买力视角：后续买房和消费很难同时超预期

- 21Q1边际消费倾向反弹，边际买房倾向继续上行 → 居民储蓄率明显消耗 → 后续房地产销售和社零很难同时超预期(历史上，房地产才是消耗储蓄率的主要方向，后续仍需警惕买房挤出消费)

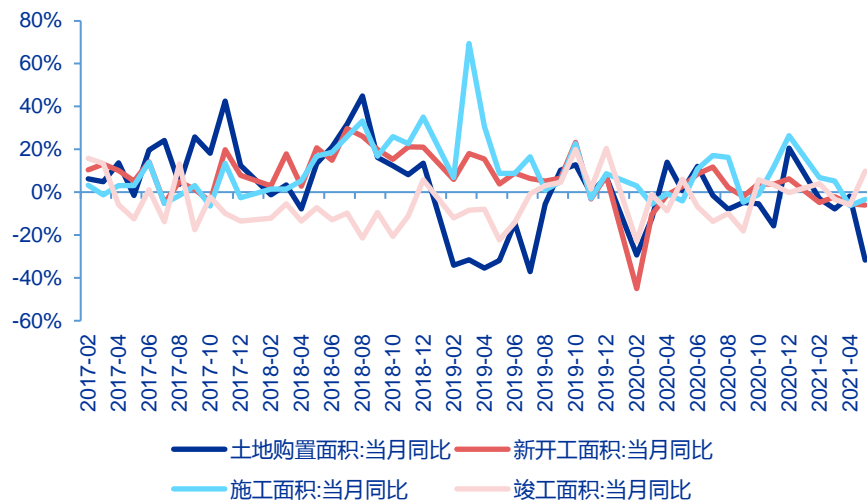
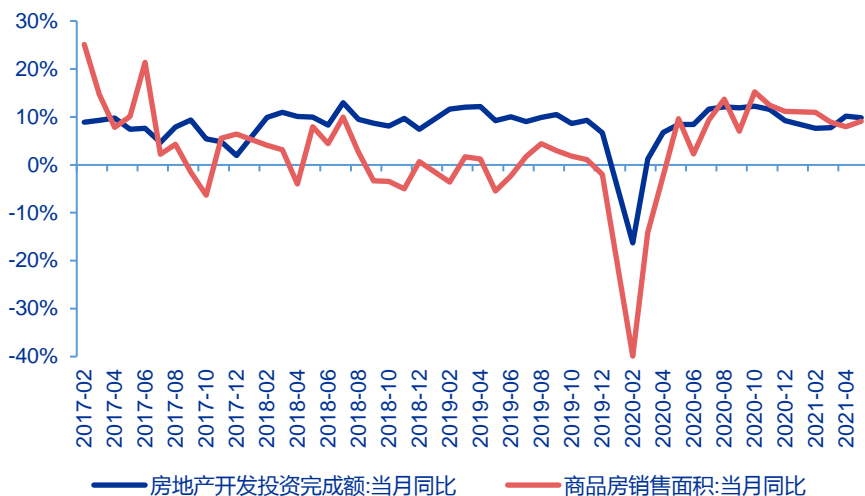
21Q1边际消费倾向反弹，边际买房倾向继续上行，后续房地产销售和社零很难同时超预期



3. 房地产投资有韧性正在验证，但政策阻力仍在增加

- 20年4月以来，房地产销售保持了较强韧性，其滞后影响是房地产投资有韧性，目前正在验证
- 房地产投资的结构性变化：4月一线城市集中拿地后，5月土地购置面积季节性回落；但拿地放量的滞后影响是新开工企稳；20Q4-21Q1施工强于竣工，而5月竣工已开始强于施工，房地产投资韧性继续向后端传导
- 房地产投资是2021年中国经济重要的支撑力，但房地产调控加码，政策阻力仍在增加决定了，房地产投资有韧性很难映射到A股的投资机会上

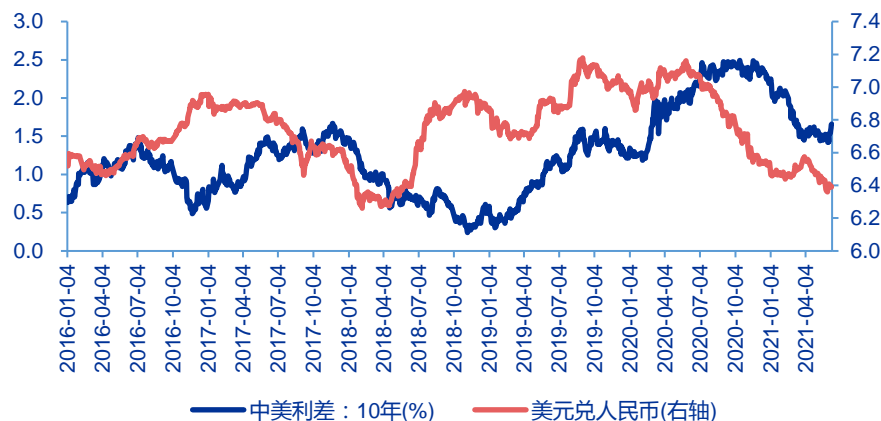
房地产销售有韧性的滞后影响是投资有韧性，但这可能成为房地产调控进一步加码的理由



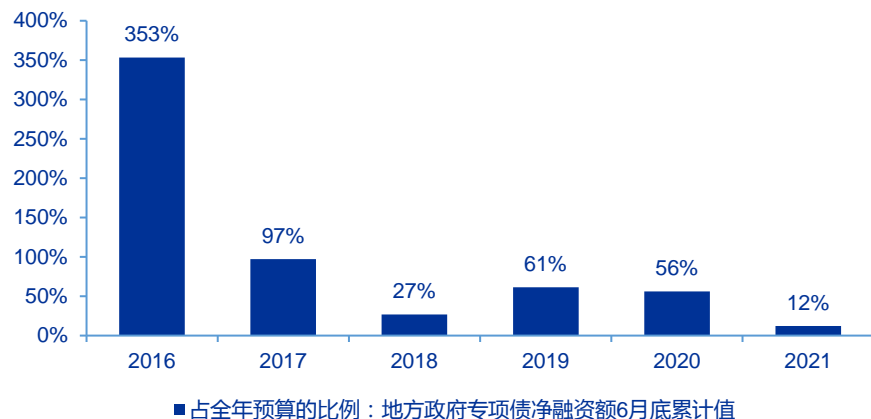
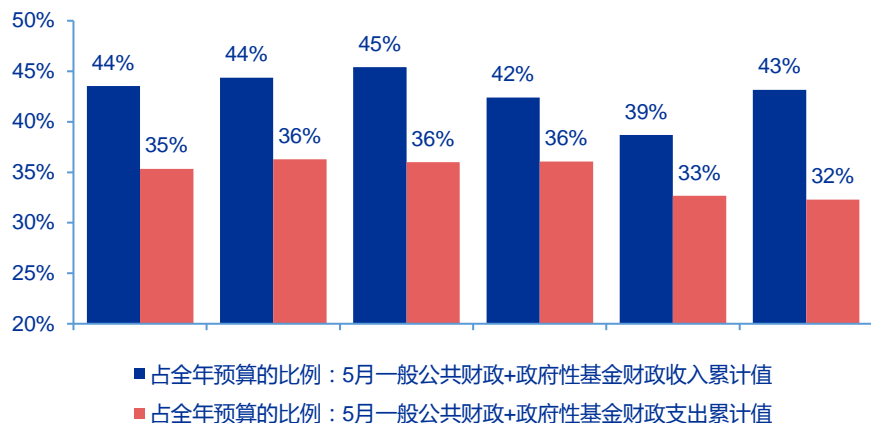
4. 21H2基建投资将自然成为经济的稳定器

- **中国经济复苏弱周期，衰退也弱周期，这是有利于核心资产表现的环境**
- **弱周期衰退的政策保护：(1) 人民币汇率升值，中美利差尚难形成约束，中国货币政策可以根据自身需要调节**
- **(2) 财政政策是稳定器：21年内财政支出后置，自然稳定经济；21年财政健康程度提升(不再提前开始财政会计年度结转结余明显增加)，稳增长空间累积**

人民币汇率升值，中美利差高位，中国货币政策有能力保持独立



2021年1-5月财政支出进度和专项债发行进度慢于季节性，财政支出后置21H2会自然稳定经济



Part I-4

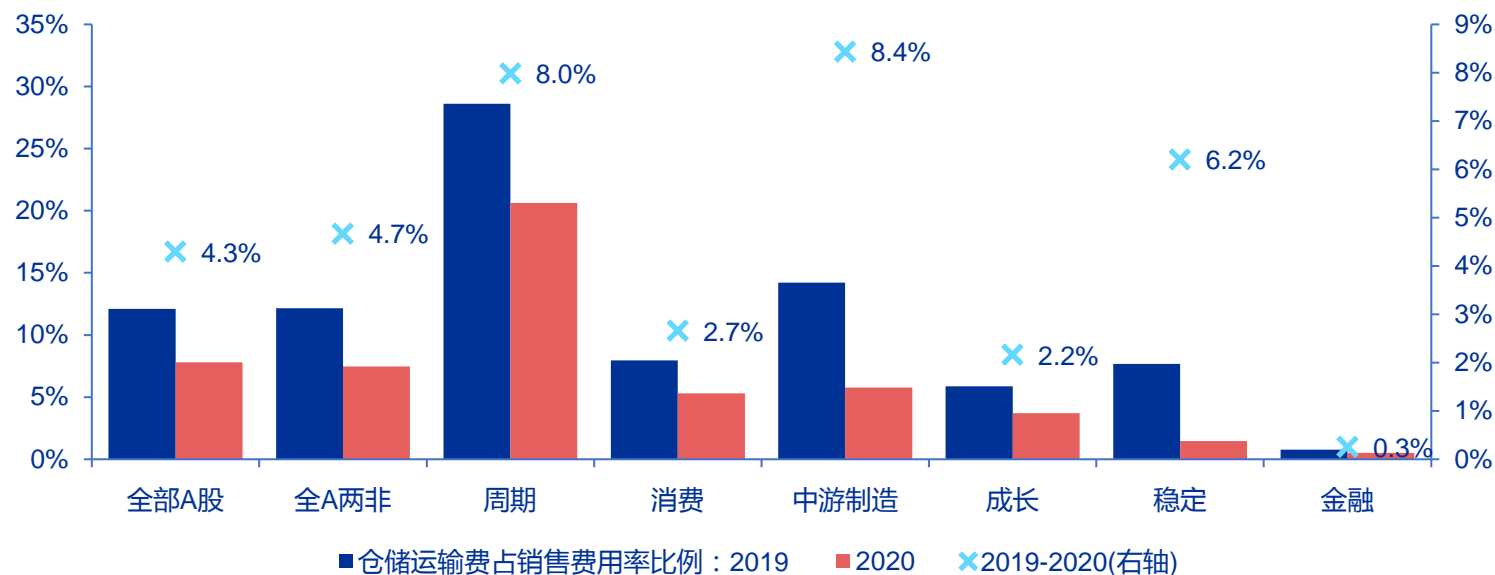
周期 + 成长驱动

2021年A股盈利高增长

■ 2017年7月，财政部发布《关于修订<企业会计准则第14号——收入>的通知》，2020-21是A股上市公司集中实施新准则的窗口

- 大家讨论较多的变化：预收账款 → 合同负债；大家似乎忽视了的变化：原来记在销售费用中的一些项目，现在要记在营业成本中
- 2020年报影响较大科目举例：仓储运输费 → 销售费用率回落，营业成本上升

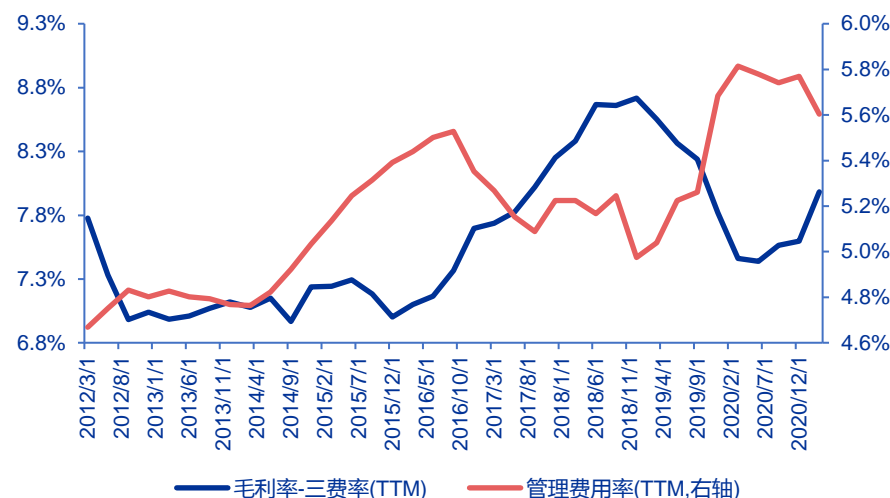
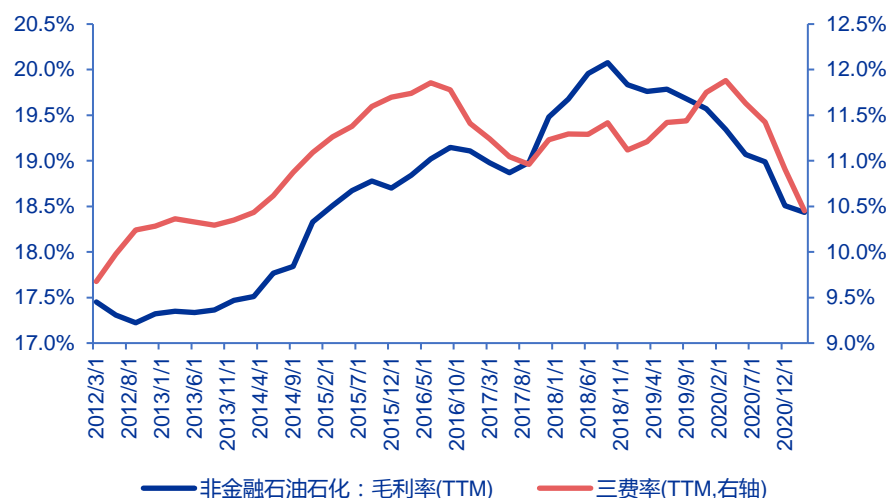
2020年报仓储运输费占销售费用率的比例明显下降，主要反映新会计准则逐步实施的影响



哪些财务指标暂时不可信？哪些判断暂时下不了？

- 新会计准则实施过程中，不可信的财务指标：毛利率(低估)、三费率(低估)；可信的财务指标：毛利率-三费率、管理费用率
- 无法得出的结论：(1) 21Q1上市公司控费支撑盈利能力改善(控费的确存在，但影响有限，上市公司盈利能力改善主要还是供需格局优化的结果)；(2) 周期品价格上涨带来的成本提升，已经对毛利率形成压制(实际上，中游制造的成本转嫁能力依然较强，21Q1盈利能力的改善幅度仅次于周期)

新会计准则实施过程中，毛利率和三费率都被低估，毛利率-三费率和管理费用率能更准确地反映企业的盈利能力和费用支出意愿



盈利预测调整：锚定基本面预期

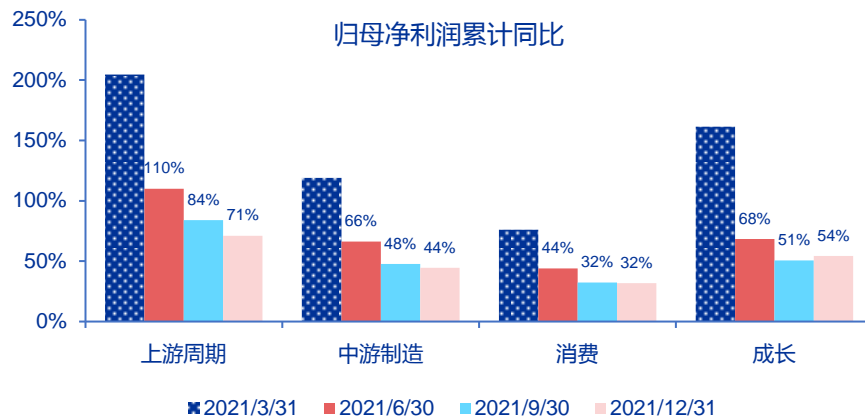
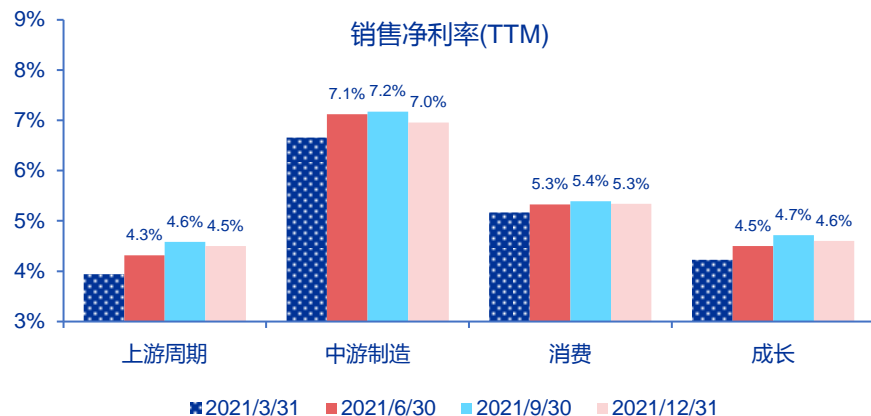
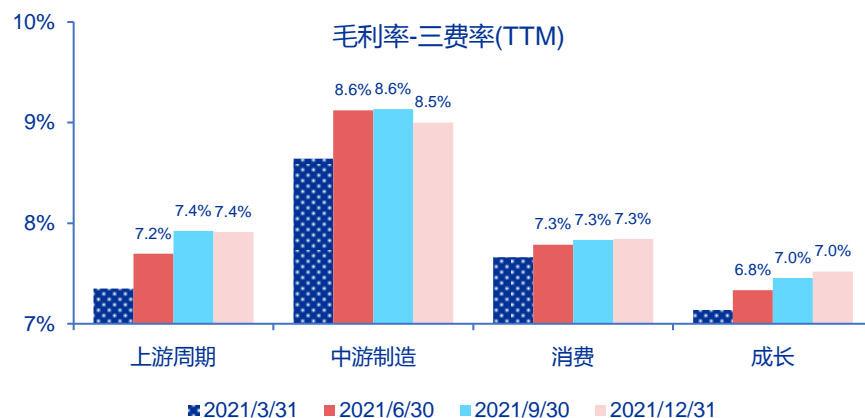
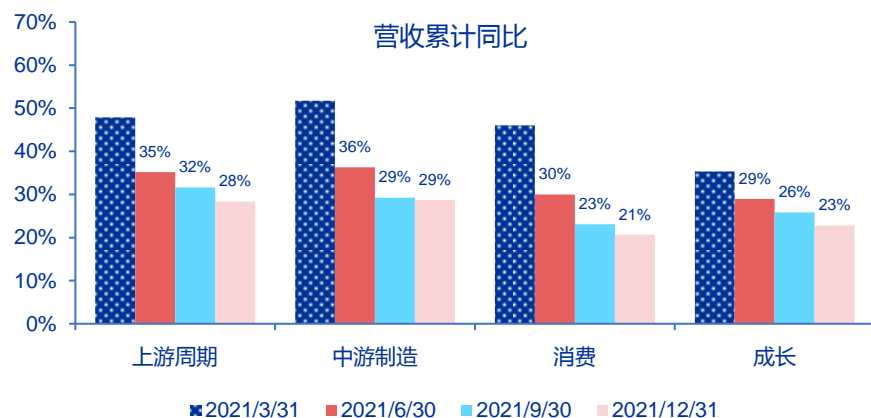
- 盈利预测基准假设：真实需求Q2改善、Q3走平、Q4走弱；价格同比Q2高点，价格绝对水平Q3前上行，Q4走平；供需格局(对应盈利能力)Q3前改善，Q4存在下行压力
- 2021年非金融石油石化营业收入同比22%，归母净利润同比42%

2021年非金融石油石化营业收入同比22%，归母净利润同比42%

	营业收入		毛利率-三费率	其他费用率	销售净利率	归母净利润	
	单季同比	累计同比	TTM	TTM	TTM	单季同比	累计同比
缩略图							
20Q1	-9.9%	-9.9%	7.49%	3.69%	3.8%	-40.7%	-40.7%
20Q2	8.8%	0.1%	7.25%	3.26%	4.0%	10.7%	-13.1%
20Q3	12.2%	4.3%	7.15%	2.98%	4.2%	22.0%	-1.7%
20Q4	14.6%	7.4%	6.93%	2.51%	4.4%	121.3%	10.5%
21Q1	44.4%	44.3%	7.19%	2.38%	4.8%	117.3%	117.3%
21Q2E	25.9%	33.5%	7.41%	2.36%	5.0%	35.2%	59.5%
21Q3E	16.4%	27.1%	7.48%	2.33%	5.1%	23.5%	44.7%
21Q4E	11.4%	22.1%	7.48%	2.34%	5.1%	27.1%	41.9%

- 盈利能力预测：上游周期改善有持续性，中游制造供需格局21H2开始恶化，成长和消费盈利能力持续恢复

大类板块盈利预测：上游周期和成长利润增长领先其他板块



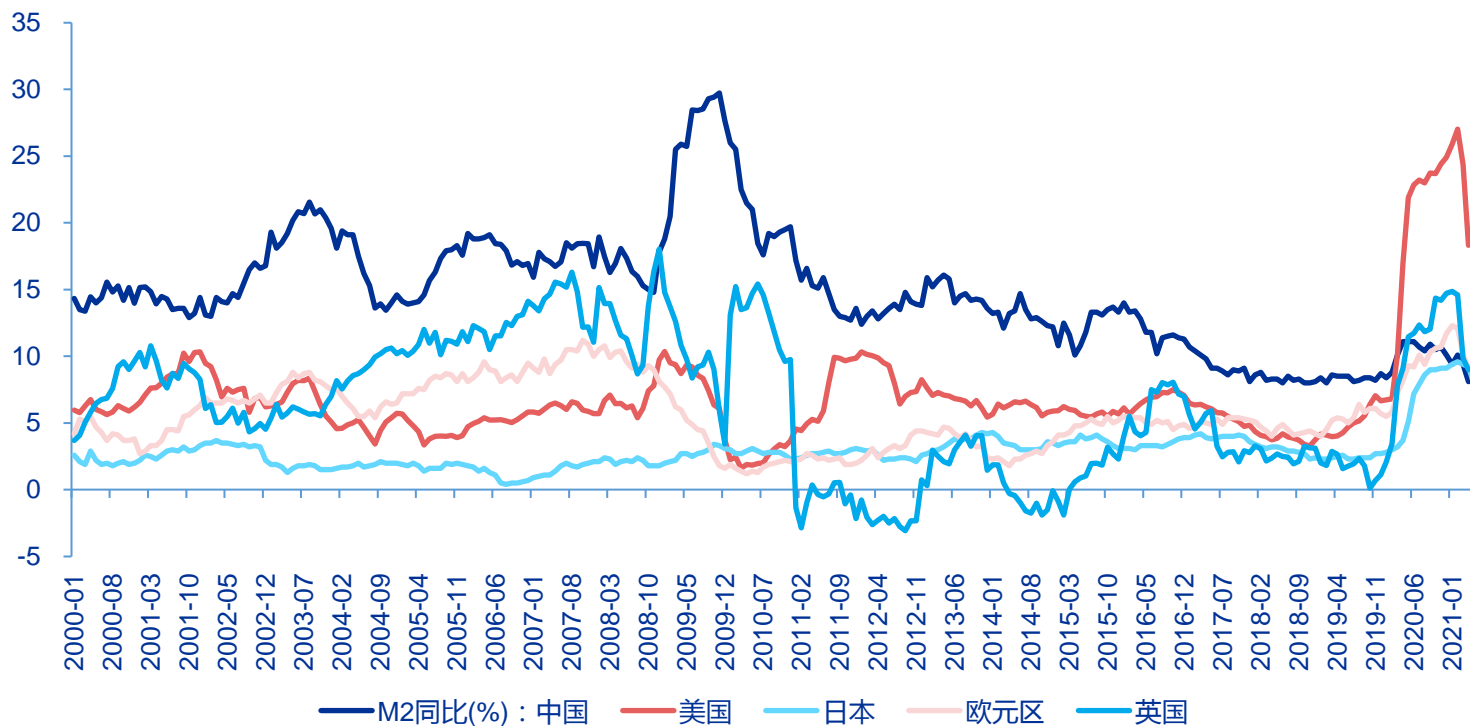
Part II

中美股市命运互换：机遇与阻力

中美股市命运互换：谁刺激谁买单，这一次是美国

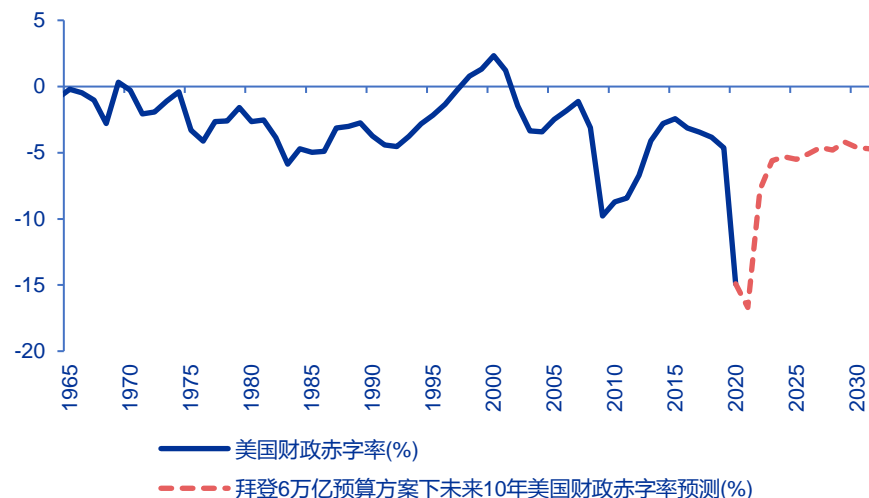
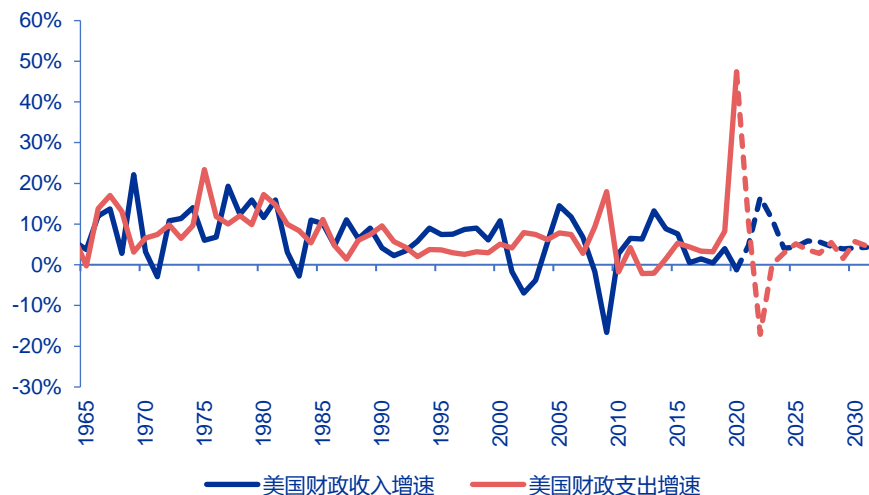
- 2008年次贷危机，中国“四万亿”刺激力挽狂澜，支撑全球总需求；2008年之后中国经济结构性问题逐步显现，调结构需要不懈的努力
- 2020年新冠疫情，美国货币+ 财政刺激，需求恢复快于供给恢复，谁刺激谁买单，这一次是美国！

美国M2同比增速高点27%(2021年2月)，已接近2009年中国M2同比高点的水平



- 拜登6万亿预算方案：2022年美国财政赤字率预计为-7.8%，较2020年(-14.9%)和2021年(-16.7%)显著下降，但仍明显高于疫情前水平(2019年为-4.6%)
- 美国财政发力仍在透支后续空间，中国财政却已在休养生息：(1) 财政会计年度回归正常：2019-20财政会计年度从前一年四季度开始，2021年重新正常日历年度。(2) 2021年中央稳定调节基金重新开始积累。(3) 专项债依赖减弱，2021年多预算的专项债额度，可能部分用于优化地方政府负债结构，开正门堵偏门

拜登6万亿元方案：2022年财政赤字率预计为-7.8%，仍明显高于2019年的水平



- 美国加税为基建融资，中国已充分认识到了基建支撑经济的不持续，已在思考长期战略布局
- 由于民主党内部分歧，拜登政府对加税幅度进行一定程度让步。综合考虑企业所得稅率的上调以及海外收入GILTI稅率的上调，假设海外收入与国内收入利润率相同，稅率调整对标普500成分股2022年盈利的负面冲击约为5.2%(原始方案下冲击为10.3%)

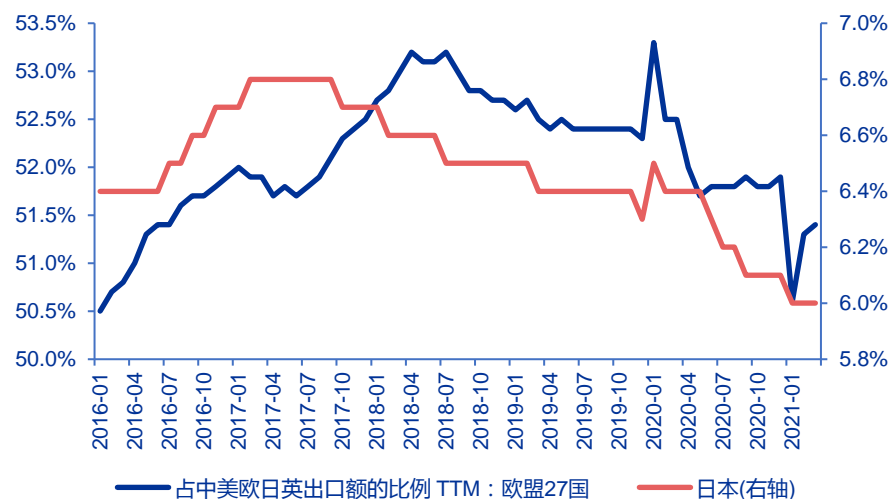
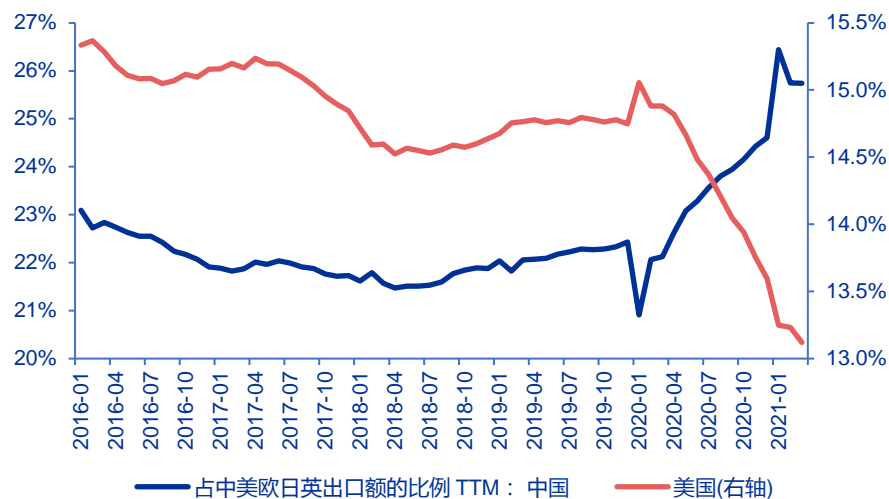
拜登稅改计划对能源、原材料以及信息技术2022年EPS受到的冲击相对较大

	拜登加稅计划初始方案		拜登加稅计划妥协后最新方案	
	国内-企业所得稅 21%上调至28%	海外-GLITI利潤稅率 从10.5%上调至21%	国内-企业所得稅 21%上调至25%	海外-GLITI利潤稅率 从10.5%上调至15%
标普500整体	-5.6%	-4.7%	-3.2%	-2.0%
原材料	-4.6%	-7.4%	-2.6%	-3.2%
信息技术	-3.6%	-7.1%	-2.0%	-3.0%
能源	-6.0%	-6.1%	-3.5%	-2.6%
通信	-5.6%	-4.8%	-3.2%	-2.1%
必需消費	-5.8%	-4.7%	-3.3%	-2.0%
工业	-6.0%	-4.4%	-3.4%	-1.9%
医疗健康	-5.8%	-4.1%	-3.3%	-1.8%
可选消費	-6.5%	-3.4%	-3.7%	-1.5%
金融	-7.0%	-3.2%	-4.0%	-1.4%
房地產	-6.5%	-2.2%	-3.7%	-0.9%
公用事业	-8.1%	-0.5%	-4.7%	-0.2%

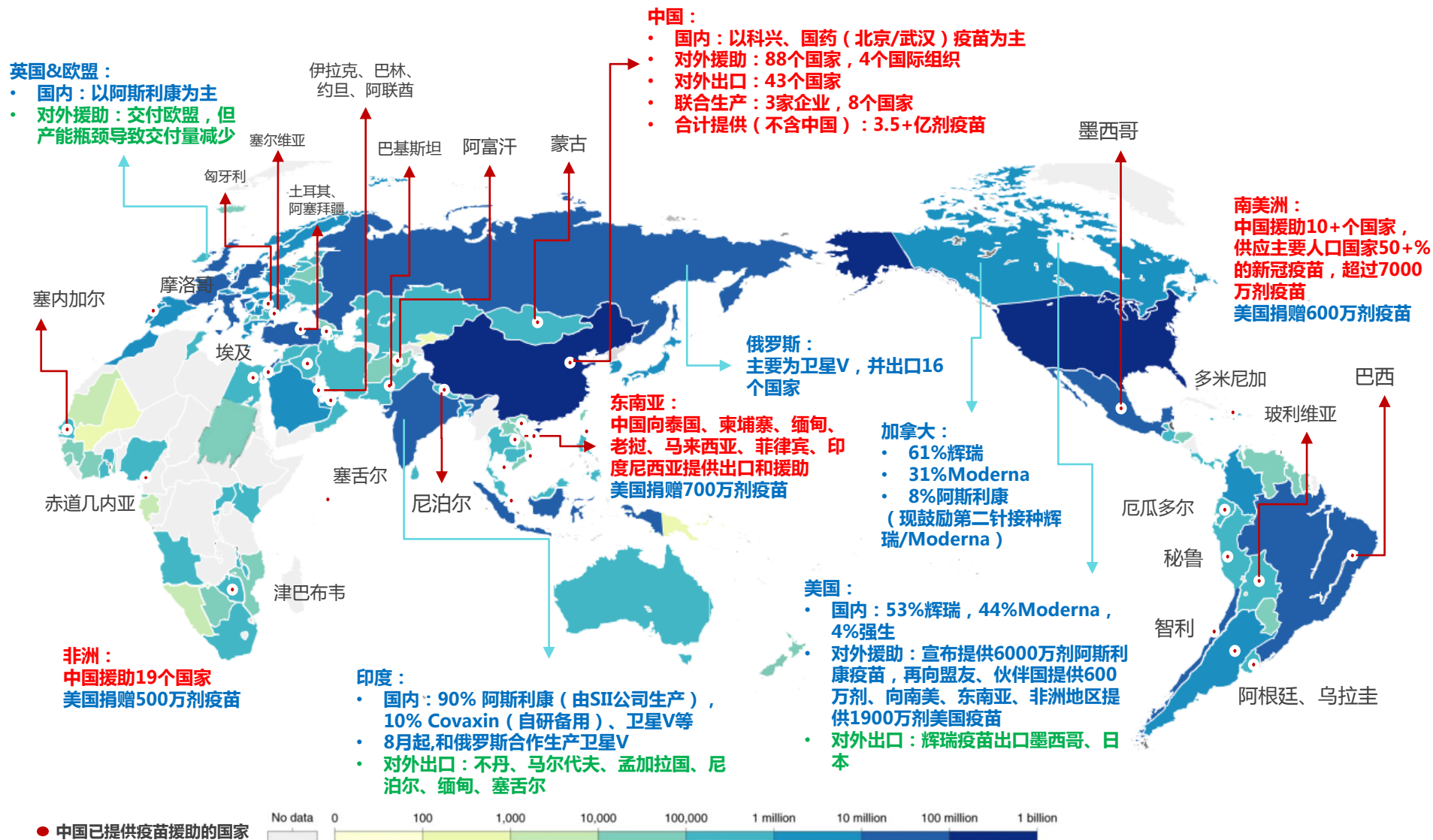
中国制造在疫情中表现拔群，海外政策阻力难免增加

- 中国占中美欧日应出口额的比例：2018-19年中美贸易摩擦，并未实质伤害中国制造的竞争力；2020年新冠疫情，中国出口占比上行超过5%，美欧日出口份额均有明显回落，中国制造表现拔群
- 在为中国制造的卓越表现感到自豪的同时，我们也要保持一份清醒：随着海外疫情缓和供给恢复，海外主要国家应普遍存在利用贸易摩擦争取贸易份额的冲动，科技领域的摩擦也可能加剧

中国制造在疫情中表现拔群，中国在主要国家中的出口份额明显提升，美欧日份额均有回落



2022年疫苗可能成为各国竞争国门开放速度的工具



Part III

负重也要前行

仍有理由只争朝夕做结构

Part III-1

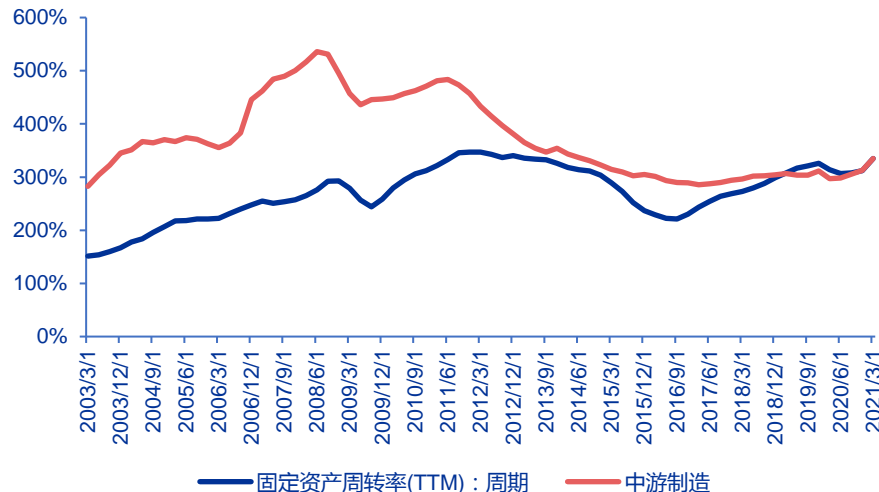
把握好A股业绩验证的三个结构特征

1. 21Q2中游制造转嫁成本的能力仍较强

- 现阶段，上游周期和中游制造的供需格局相当，中游制造转嫁成本的能力仍较强
- 需求侧：中游制造营收绝对增速高，上游周期增速改善幅度大
- 供给侧：中游制造和上游周期的固定资产周转率几乎同步改善

21Q1中游制造绝对增速高，上游周期增速改善幅度大

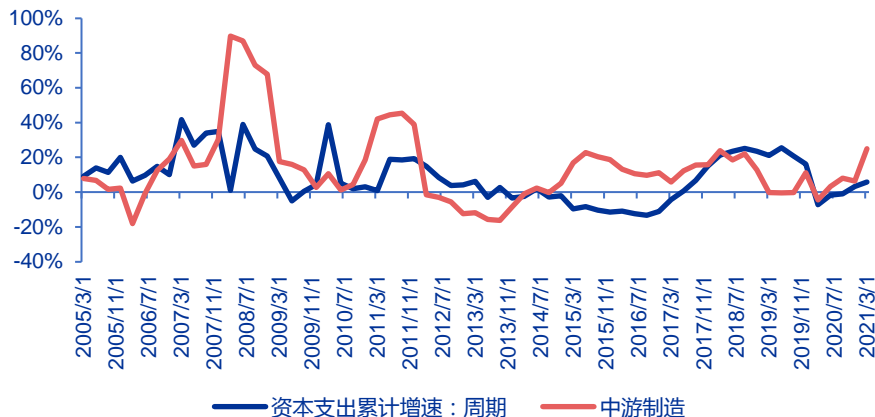
21Q1中游和上游固定资产周转率的改善几乎是同步的



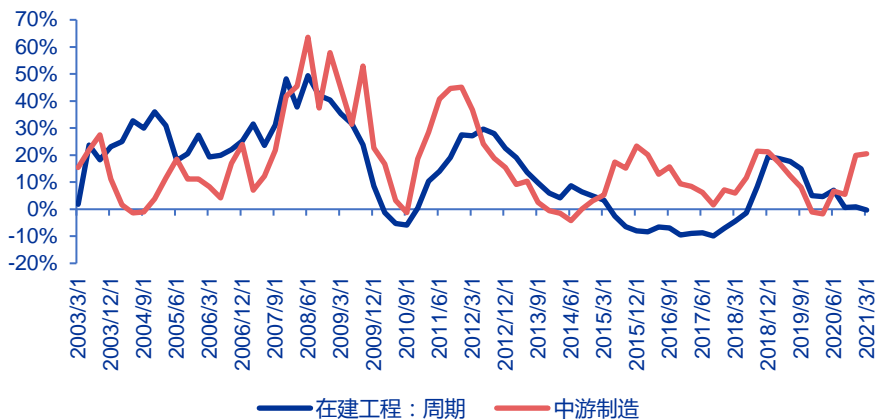
■ 上游周期供给恢复进度慢于中游制造：

- 资本开支 → (2-3Q)在建工程 → (3-4Q) 固定资产
- 中游制造资本开支和在建工程都已接近2018年的高位；上游周期仅资本开支小幅反弹，在建工程仍处于低位
- 上游周期和中游制造固定资产都处于低位，但未来中游制造供给恢复速度将快于上游周期，限制其转嫁成本的能力

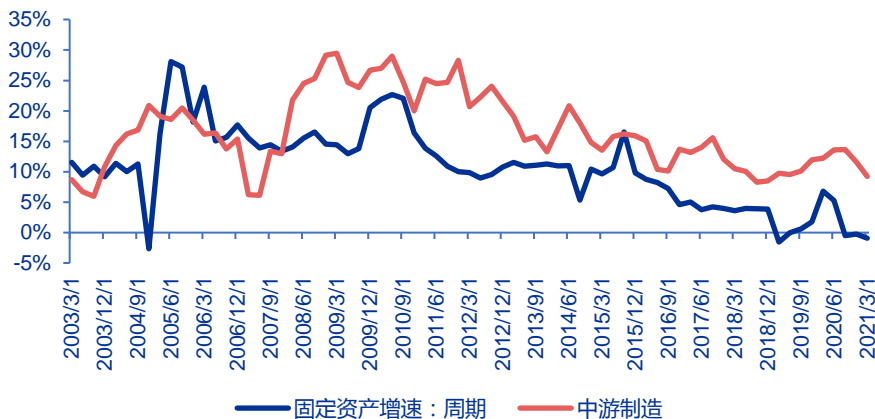
中游制造资本开支增速已高于上一波周期的高点



中游制造在建工程增速也已接近上一波周期的高点



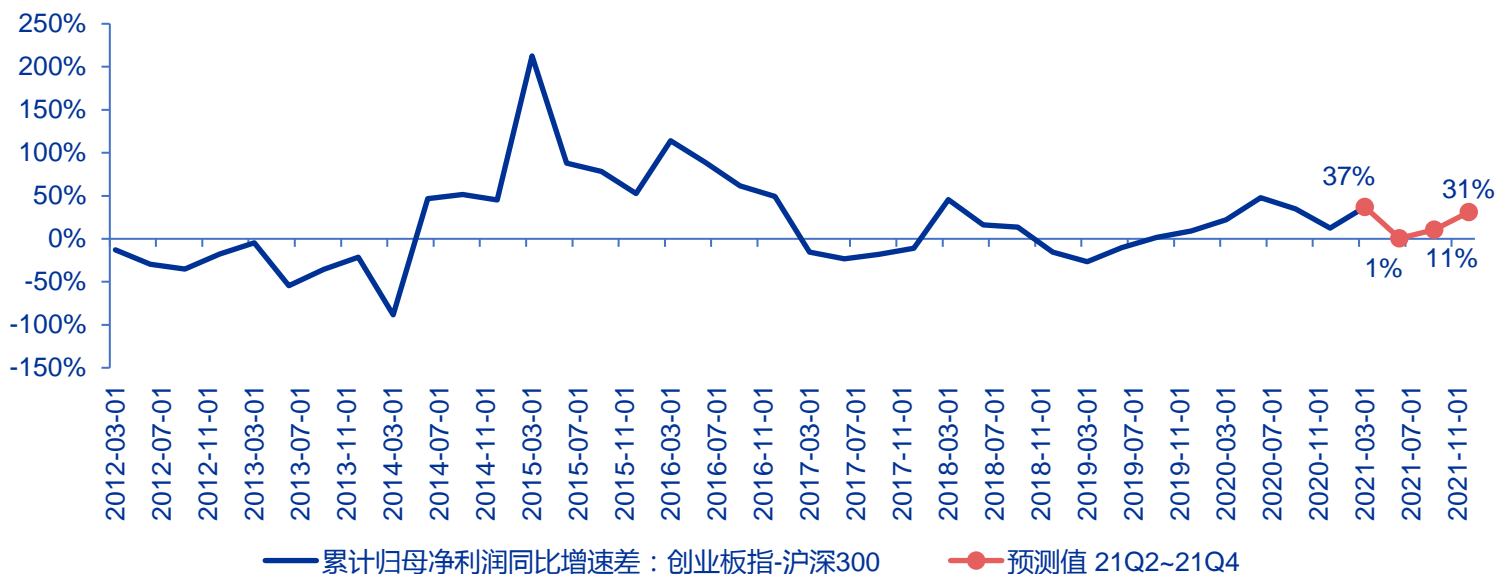
中游制造固定资产增速后续有明确的上行预期



2. 创业板相对业绩趋势提前占优

- 21Q1创业板高基数高增长，创业板相对沪深300的业绩趋势占优提前验证；21H2创业板相对业绩趋势本就占优
- 时间是科技成长的朋友：短期业绩验证超预期 + 中期景气展望仍向上 + 长期赛道逻辑不变
- 分子端逻辑仍支持创业板龙头(新能源汽车和医药)超额收益，扰动可能来自于分母端(后文详细讨论)，行情可能在曲折中前进

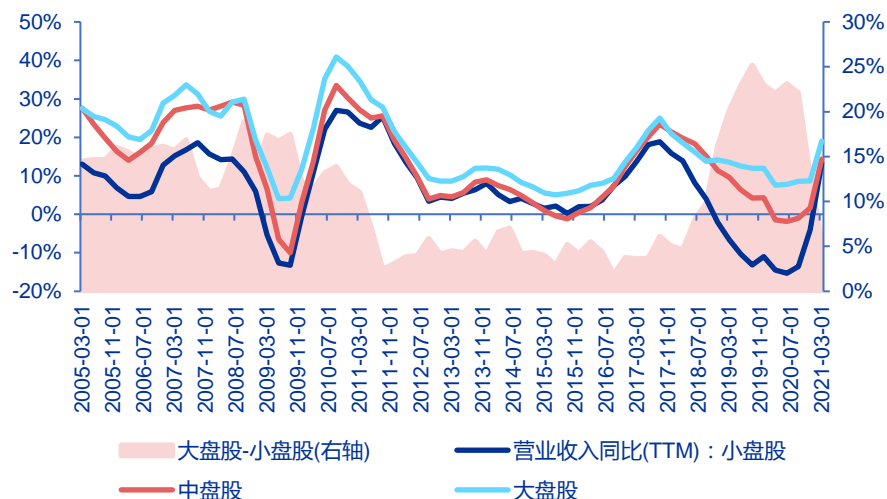
创业板相对沪深300的业绩趋势占优21Q1提前验证，21H2将继续占优



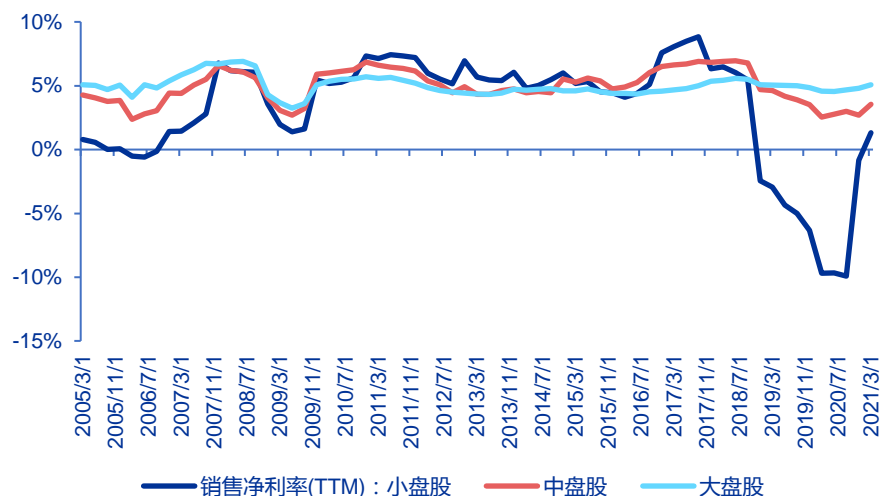
3. 小盘股困境反转提前验证

- 21Q1小盘股收入增速由负转正，相对大盘股的增速差距大幅回落，基本回到了2011-2017年的低位震荡区间中
- 21Q1小盘股销售净利率也已由负转正，原本我们预期这会在21Q4甚至更晚才会发生

21Q1小盘股收入增速由负转正，相对大盘股的增速差距大幅回落

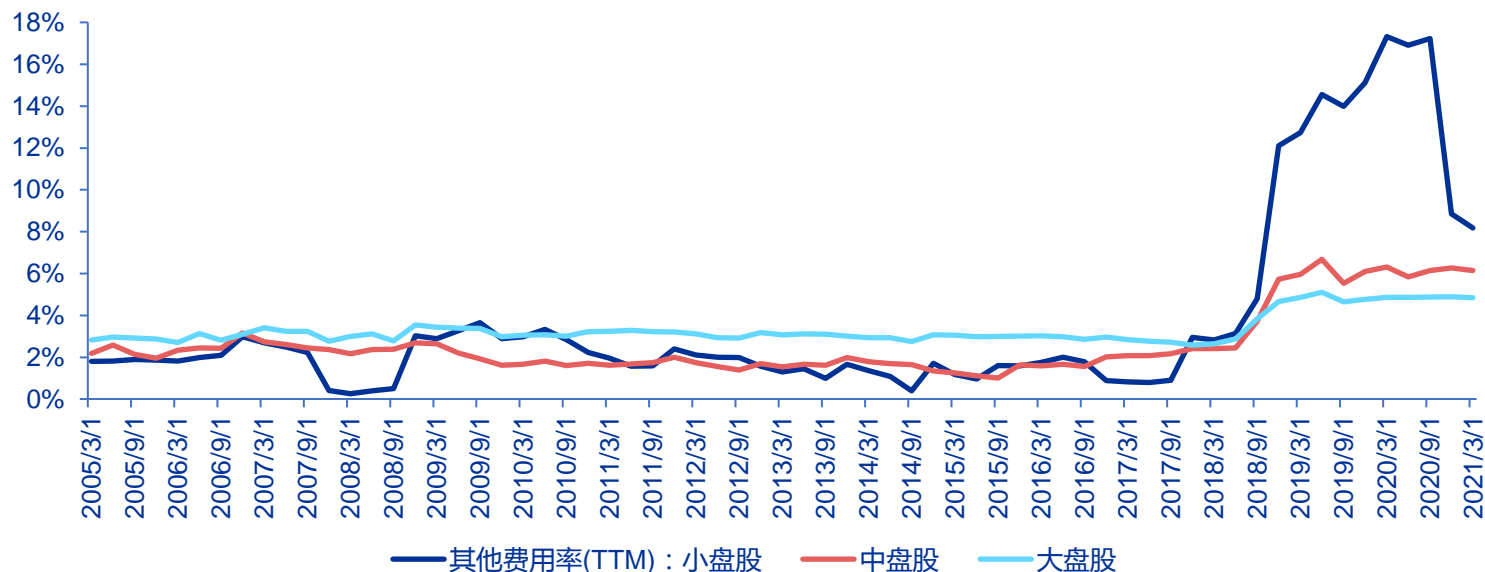


21Q1非金融石油石化小盘股销售净利率也已由负转正



- 小盘股其他费用率20Q4已大幅回落，2021年减值压力有望继续趋缓
- 别低估了商誉减值风险出清对于小盘股的意义：2017-19年小盘股商誉减值规模逐年提升，这使得小盘股即便有结构性景气，兑现利润增长的概率也不大，小盘股投资处于“不可为”状态。商誉减值风险出清，小盘股从“不可为到可为”

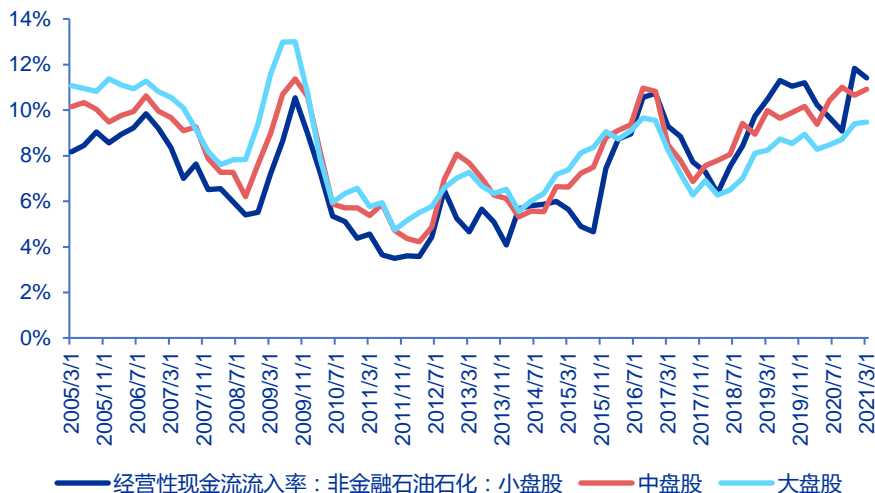
小盘股其他费用率20Q4已大幅回落



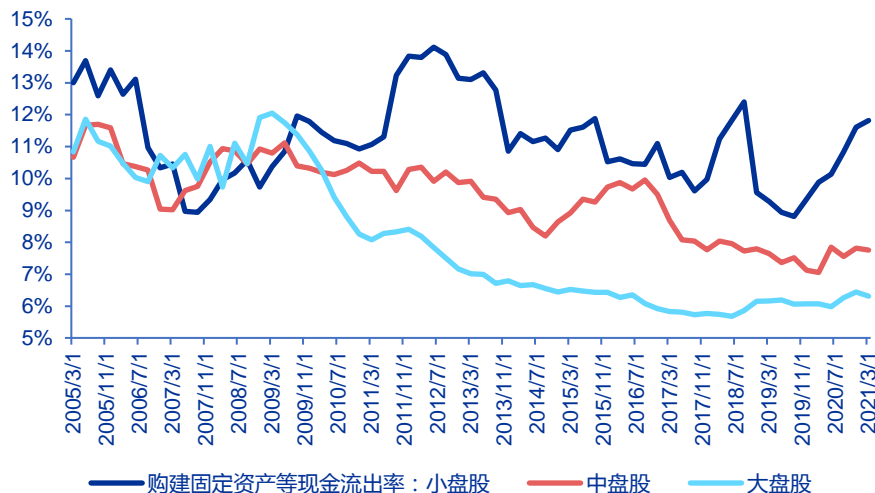
小盘股后续营收增长可能仍有弹性

- 小盘股经营性现金流流入率维持高位，总体经营依然稳健，后续采用更激进的营销策略，加强赊销用现金流换收入，可以带来更高的营收增速高弹性
- 小盘股构建固定资产、无形资产和其他长期资产的现金流流出率上行至相对高位，且显著高于大盘股和中盘股，指示未来营收增长高弹性

小盘股经营性现金流流入率维持高位



小盘股投资性现金流流出率继续扩张



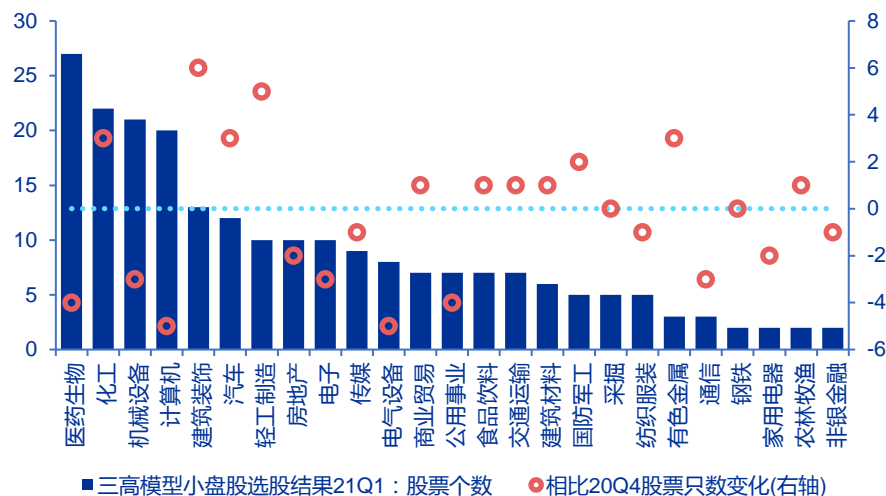
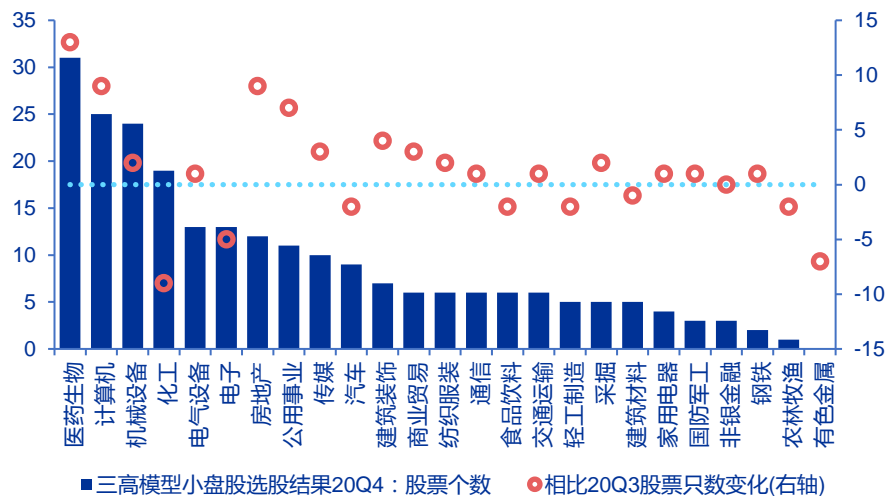
小盘股如何选股？三高模型跟踪更新

■ 三高模型：显著改善小盘股组合胜率 & 盈亏比显著改善

- 筹资现金流入率高于全市场中位数；投资现金流出率处于全市场前70%；销售费用同比水平处于全市场前70%
- 小盘股组合胜率盈亏比显著改善：胜率64% → 82%，盈亏比2.0 → 5.1

■ 三高模型季度更新：20Q4相对20Q3成长(医药、计算机)+低估值(银行、公用事业)股票增加；21Q1相对20Q4周期(化工、有色)、中游制造(汽车、轻工制造)以及建筑装饰股票增加

三高模型季度更新：21Q1相对20Q3成长+低估值股票增加；21Q1相对20Q4的样本周期股票增加



宽基指数盈利预测：中小创21H2相对业绩趋势占优

- 宽基指数盈利预测：绝对增速最高的指数是中证500(偏周期)，中证1000(中小盘)，创业板指(成长龙头)；中小创和深证100(核心资产)21H2相对业绩趋势占优，中证500则21Q2相对业绩趋势占优，21H2回落

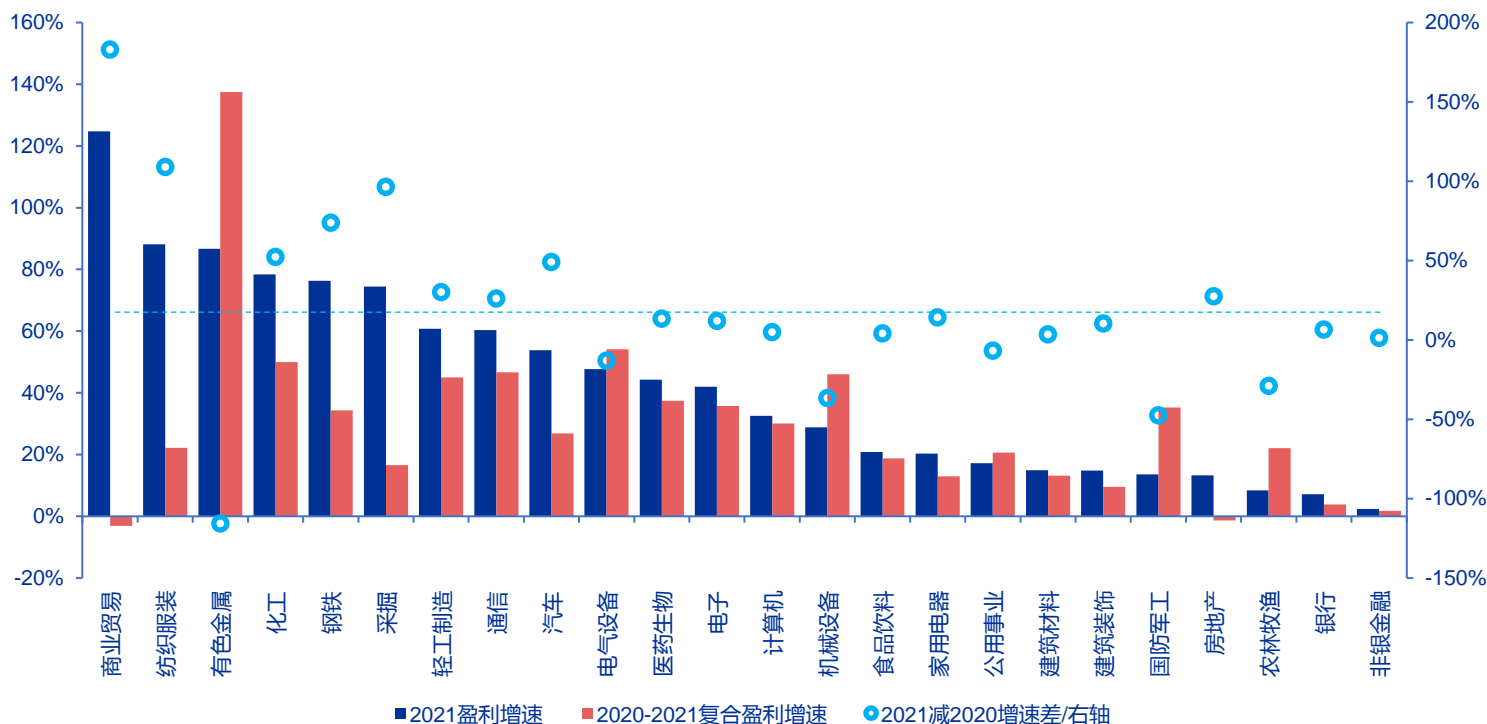
21Q2偏周期的中证500相对业绩趋势占优，21H2偏核心资产和成长龙头的深证100和中小创相对业绩趋势占优

指数	上证50	沪深300	深证100	中证500	中证1000	中证800	中小板指	创业板指	创业板 50	全部A股	非金融
可预测性	★★★	★★★★★	★★★	★★★★★	★★★★★	★★★★★	★★★	★★★★	★★★★	★★★★★	★★★★★
归母净利润同比(单季绝对值)											
2021Q1	34.7%	36.7%	45.9%	96.9%	156.5%	41.9%	38.2%	73.9%	90.7%	53.4%	170.0%
2021Q2E	40.2%	39.8%	14.8%	75.6%	32.7%	43.6%	37.9%	21.1%	8.4%	41.8%	51.9%
2021Q3E	-4.9%	6.8%	1.3%	3.1%	26.4%	6.1%	25.4%	33.1%	13.0%	8.8%	18.2%
2021Q4E	-4.7%	8.3%	24.2%	95.5%	3079.4%	12.9%	53.3%	453.9%	43.1%	2.7%	22.3%
2021E	14.4%	21.6%	18.8%	53.2%	59.1%	24.5%	36.8%	52.8%	29.9%	25.7%	48.8%
归母净利润同比(单季相对沪深300)											
2021Q1	-2.0%	0.0%	9.1%	60.2%	119.7%	5.2%	1.5%	37.1%	54.0%	16.7%	133.2%
2021Q2E	0.4%	0.0%	-25.0%	35.8%	-7.0%	3.8%	-1.8%	-18.7%	31.4%	2.0%	12.1%
2021Q3E	-11.7%	0.0%	-5.5%	-3.7%	19.6%	-0.7%	18.6%	26.3%	6.2%	2.0%	11.4%
2021Q4E	-13.1%	0.0%	15.9%	87.2%	3071.1%	4.5%	44.9%	445.5%	34.8%	-5.6%	14.0%
2021E	-7.2%	0.0%	-2.8%	31.7%	37.5%	2.9%	15.3%	31.2%	8.3%	4.1%	27.2%
归母净利润同比(单季相对全A非金融石油石化)											
2021Q1	-82.1%	-80.1%	-71.0%	-19.9%	39.6%	-74.9%	-78.6%	-43.0%	-26.1%	-63.4%	53.1%
2021Q2E	1.0%	0.6%	-24.4%	36.4%	-6.4%	4.4%	-12.2%	-18.1%	-30.8%	2.6%	12.7%
2021Q3E	-31.2%	-19.5%	-24.9%	-23.2%	0.2%	-20.2%	-0.8%	6.8%	-3.3%	-17.5%	-8.1%
2021Q4E	-16.6%	-3.5%	12.4%	83.7%	3067.6%	1.1%	41.5%	442.0%	31.3%	-9.1%	10.5%
2021E	-27.5%	-20.3%	-23.1%	11.4%	17.2%	-17.4%	-5.0%	10.9%	-12.0%	-16.2%	6.9%

行业盈利预测：服务业&周期行业业绩增速改善最强劲

- 2021绝对盈利增速最高、边际改善幅度最大的行业主要分布在服务业、周期行业；2020-2021复合盈利增速最高的行业为有色、电气设备、化工

2021年业绩预计边际改善幅度最大的行业主要分布在服务业、周期行业

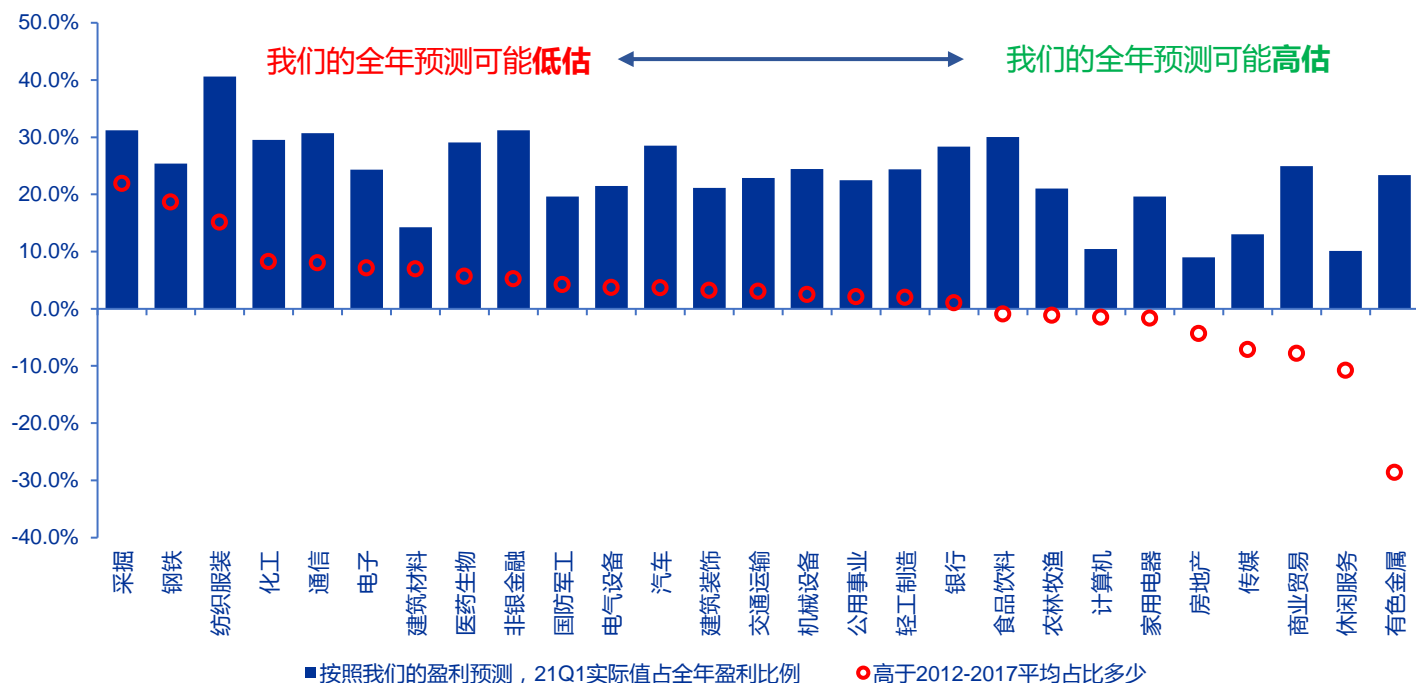


资料来源：Wind，申万宏源研究。注：由于基数原因，传媒、休闲服务、交通运输行业2021年盈利增速预测均在500%以上，受坐标轴所限，图上未列出

2021年盈利可能被低估的行业分布在周期、先进制造

- 按照我们的预测，2021Q1盈利实际值占全年比例明显超过历史季节性的行业包括采掘、钢铁、仿佛、化工、通信、电子等，尽管全年预计增速已经较高，仍有预期不足的可能

可能低估2021年业绩的行业同样主要分布在周期、先进制造行业



Part III-2

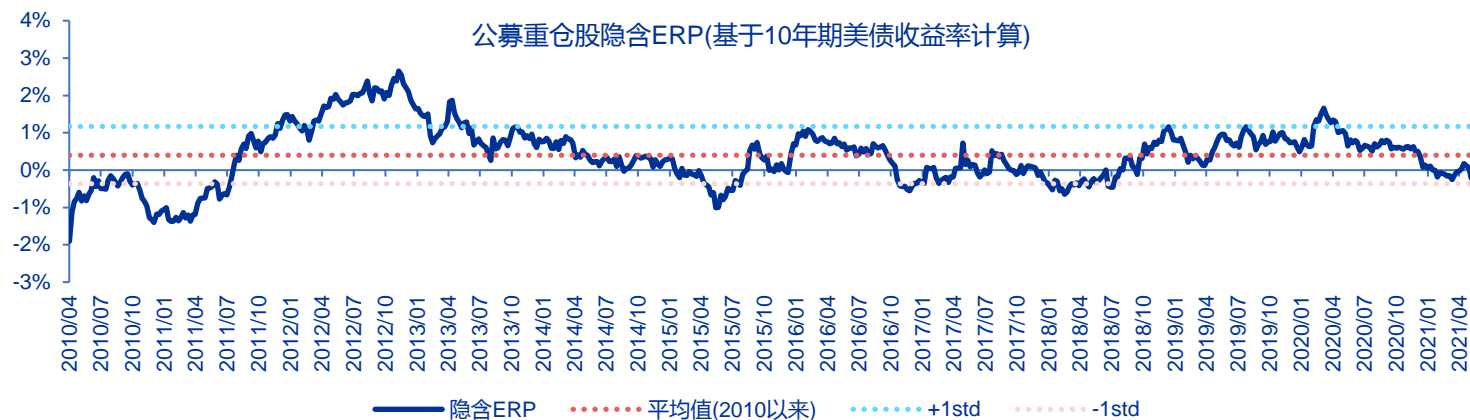
核心资产业绩消化估值差异主导分化

1. 核心资产静态性价比改善，但似乎还不够

以中国国债计算的公募A股重仓股隐含ERP明显回升，但仍处于历史均值-1倍标准差的低位



以美国国债计算的公募A股重仓股隐含ERP已回升至接近历史中位，但如果美债收益率上行至2%，该指标仍将回落至接近历史均值-1倍标准差的低位

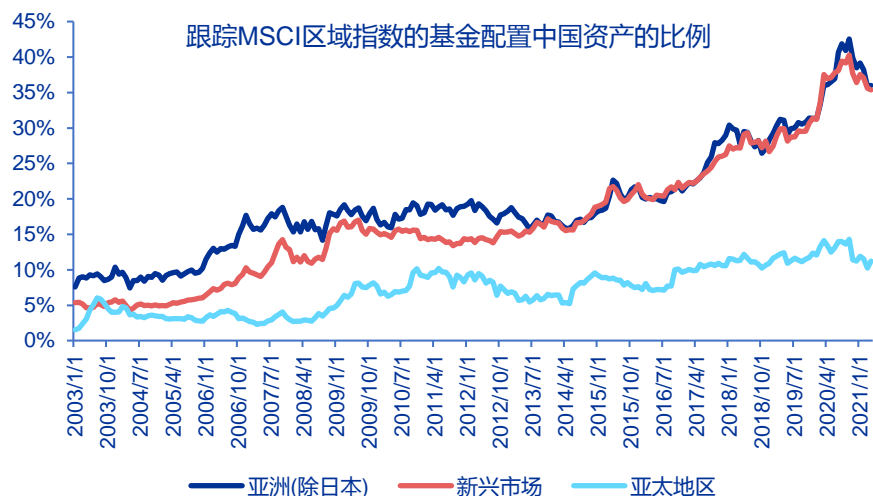


核心资产的长期问题：外资增配A股不再理所应当

- 2014年MSCI开始启动纳入A股的进程以来，跟踪MSCI区域指数的基金配置中国资产的比例趋势性提升，20Q4以来出现了高位回落
- 目前跟踪亚洲、新兴市场和亚太区域指数的基金，基本已实现对中国资产的平配，后续增配可能需要中国有Alpha逻辑；而全球指数提升中国资产权重还有空间，但对于在全球范围内找机会的投资者来说，选择中国也需要明确的边际变化

目前跟踪亚洲、新兴市场和亚太区域指数的基金，基本已实现对中国资产的平配

全球指数提升中国资产权重还有空间，但也需要等待后续催化



微观结构问题犹在：赛道思维已成公募的一致选择

- 公募基金的选股审美趋同，长期赛道思维已几乎成为公募的一致选择
- 20Q4公募重仓股加权平均PB超过10倍的基金规模占比超过45%，21Q1规模占比超过35%，公募基金一致关注，Alpha属性势必减少，Beta属性增加

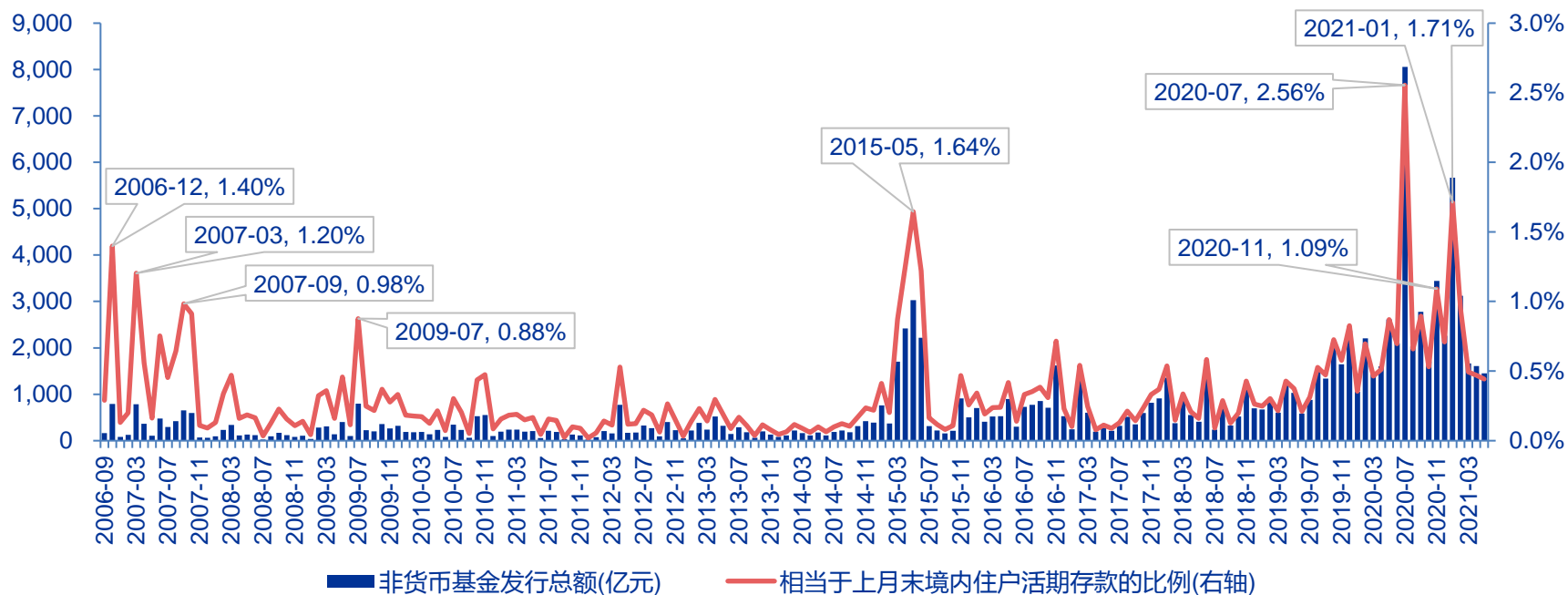
21Q1公募重仓股加权平均PB超过10倍的基金规模占比超过了35%

全部权益类基金		基金PB分布(基金规模占比)	分基金规模(上下图分别为20Q4、21Q1)						
季报	PB估值范围		0~5	5~10	10~20	20~50	50~100	100亿元以上	
20Q4 (对应PB为20年末)	0~1	1.0%	2.1%	1.0%	2.4%	1.8%	0.6%	0.0%	
	1~2	1.2%	2.6%	1.2%	0.9%	1.7%	0.9%	0.9%	
	2~4	6.2%	7.2%	6.9%	4.9%	4.5%	2.4%	10.0%	
	4~6	10.4%	9.9%	11.4%	11.1%	9.2%	9.7%	11.2%	
	6~8	15.3%	13.0%	17.9%	11.8%	15.9%	19.8%	13.0%	
	8~10	17.8%	17.2%	18.6%	18.4%	13.8%	18.7%	19.4%	
	10倍以上	48.1%	48.1%	43.2%	50.5%	53.1%	47.8%	45.6%	
	分布示意图								
21Q1 (对应PB为2021.6.11)	0~1	2.0%	2.5%	1.7%	1.6%	3.0%	2.1%	1.3%	
	1~2	2.6%	2.7%	3.5%	2.2%	2.2%	3.3%	2.2%	
	2~4	9.4%	11.0%	11.9%	10.4%	8.6%	6.2%	10.9%	
	4~6	16.4%	14.1%	18.5%	16.4%	17.4%	20.3%	12.9%	
	6~8	17.3%	15.5%	17.2%	12.9%	13.4%	19.4%	20.3%	
	8~10	16.3%	15.9%	16.2%	11.7%	17.0%	18.7%	15.9%	
	10倍以上	36.0%	38.4%	31.1%	44.9%	38.5%	30.0%	36.5%	
	分布示意图								

胜似2006-07年的存款搬家已经发生过了

- 2021年1月新发非货币基金规模达到4849亿元，相当于居民活期储蓄存款存量总额的1.46%，为2005年以来单月第三高
- 胜似2006-07年的存款搬家还在不远处？不，其实已经发生过了！我们不能期待爆款基金持续发行

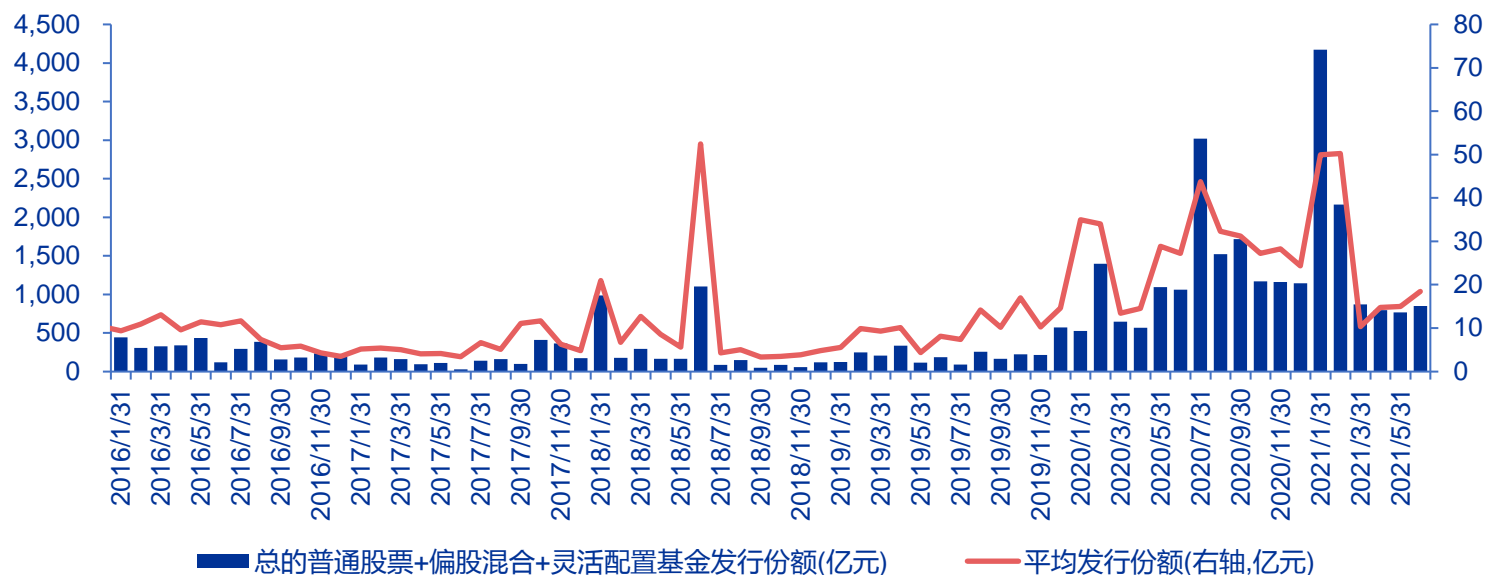
胜似2006-07年的居民储蓄搬家已经在20Q2-21Q1期间发生过了



公募资金力量：21Q1上行，21Q2下行后保持平稳

- 居民大类资产配置向股市迁移依然在验证，但这只能驱动新基金发行中枢抬升，但不能保证边际走强。在21Q1新基金发行放量后，21Q2发行量回落后保持平稳，公募基金的影响力是边际回落的
- 公募(特别是规模较大的基金)是主要边际交易者的时候，核心资产就是主战场，但当其他资金的相对力量提升，核心资产还是唯一的选择吗？2021年A股市场的赚钱效应已经扩散开来了

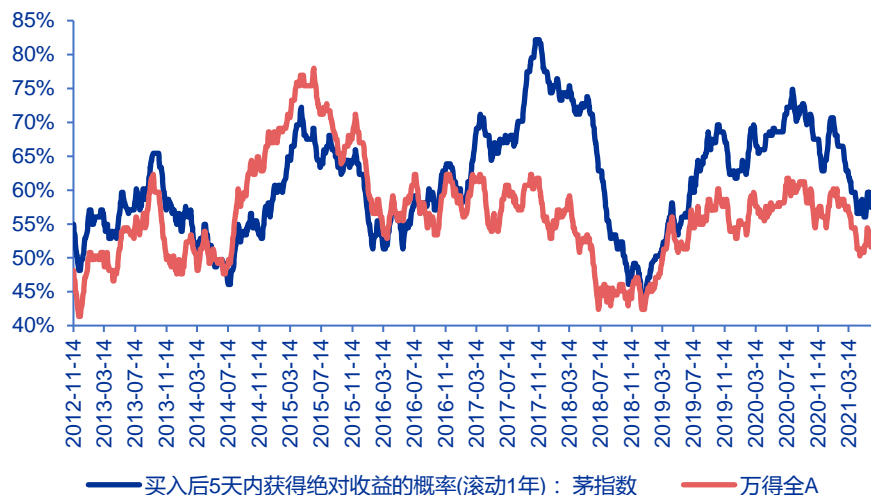
居民资产配置向股市迁移，只能驱动新基金发行中枢抬升，但不能保证边际走强



核心资产的赚钱效应已处于下行波段

- 从交易层面看2019-20年的核心资产，有两个重要的特征：1. 买了就挣钱；2. 回调就敢买
- 一旦一个资产有这样的特征，其参与者可能不可避免抱有趋势交易的心态，所有参与核心资产的投资者，一开始都是擅长这种风格的投资经理吗？核心资产赚钱效应下行，也会使得暂时变换风格的投资者回归自己真正擅长的领域。股票市场百家争鸣，才精彩！才健康！

买了就挣钱：茅指数买入5天内挣钱的概率趋势回落



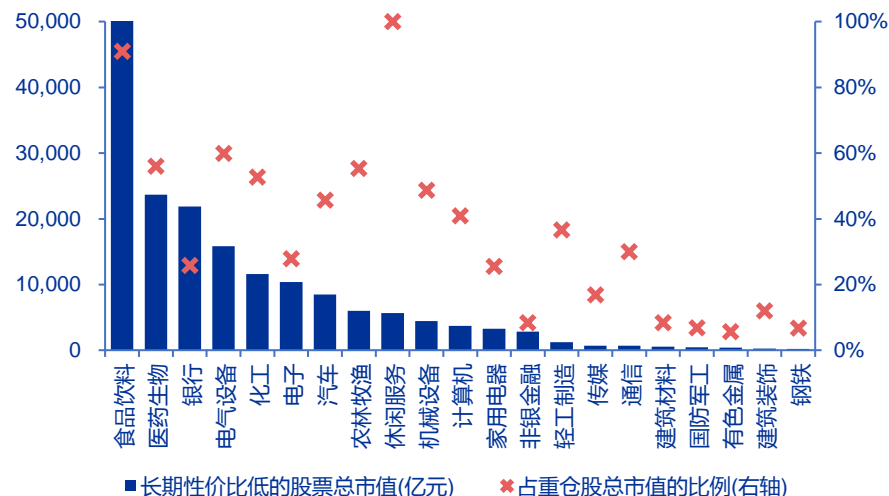
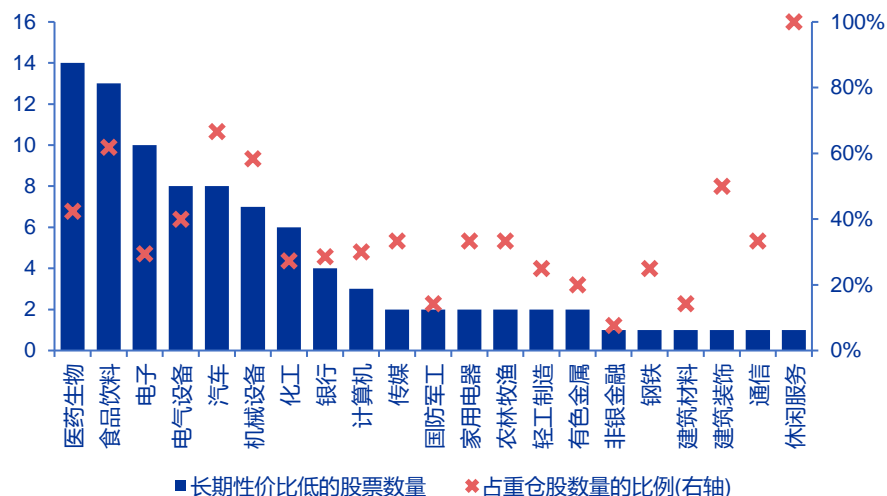
回调就敢买：茅指数买入后解套时间正在脱离低位



容易受到利率上行冲击的核心资产规模略有收缩

- 容易受到利率上行冲击的核心资产：公募基金前300大重仓股 + 隐含ERP低于历史20%分位数
- 截至6月16日，我们仍能够筛选出91只性价比较低的标的，共18.3万亿总市值，高估值核心资产依然可能对市场总体造成影响

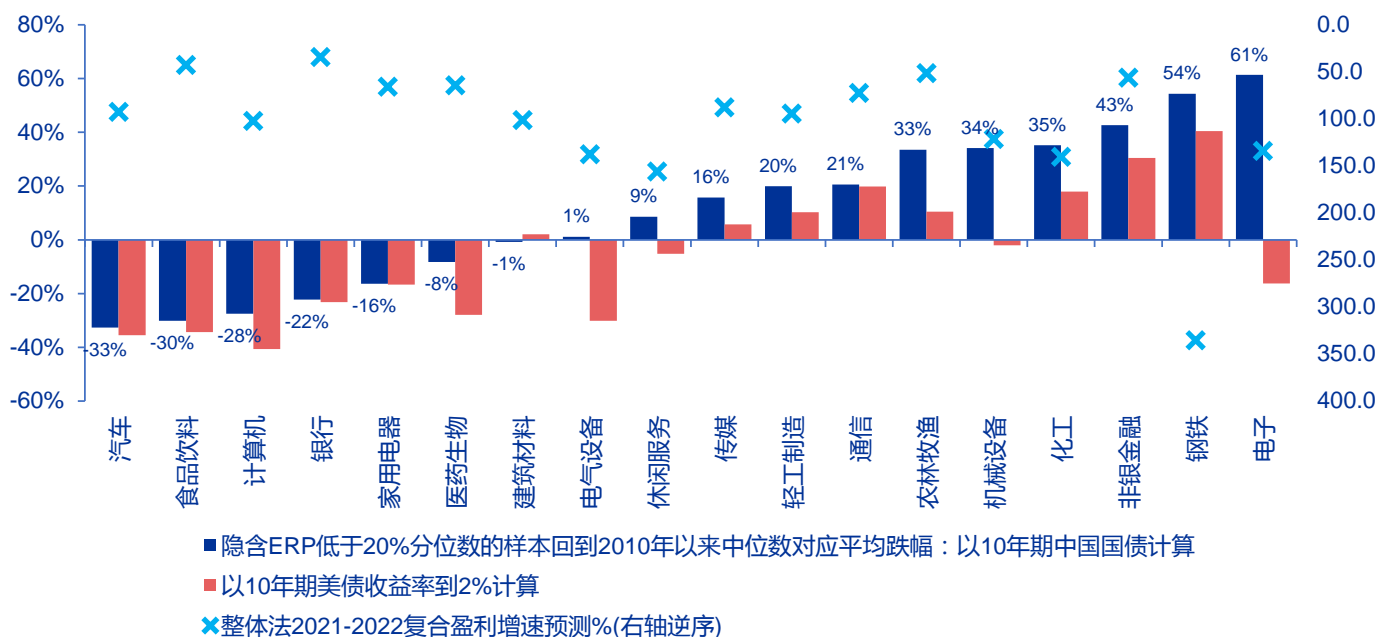
估值容易受到利率上行冲击的核心资产规模略有收缩：截至6月16日我们筛选出91只标的，共18.3万亿总市值



估值切换，核心资产业绩消化估值差异主导分化

- 2021年下半年，核心资产可以考虑2022年业绩增长来消化估值，那么这部分核心资产只需要调整10.2%，隐含ERP就能回到历史中位数(这批股票的归母净利润增速预测2021年为36%，2022年为20%)
- 如果核心资产业绩增长能够符合预期(在2021年盈利预测已明显上修后，后续业绩验证还是存在不确定性的)，那么核心资产的走势可能有韧性

核心资产可以考虑2022年业绩增长来消化估值，那么这部分核心资产只需要调整10.2%

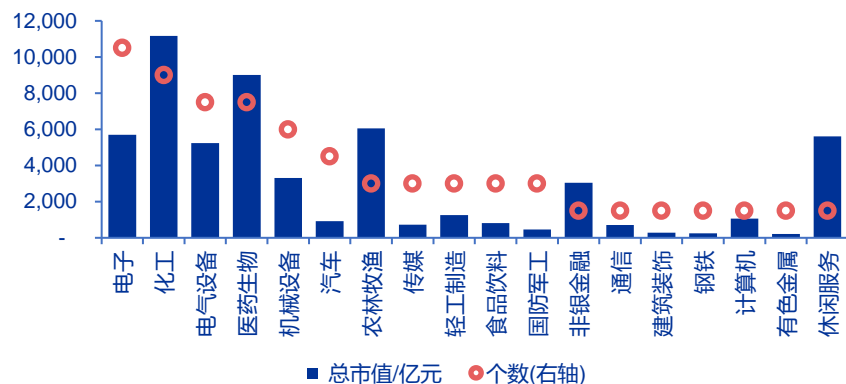


■ 我们将公募基金前300大重仓股当中，隐含ERP低于20%的样本按照业绩消化估值能力分成两类：

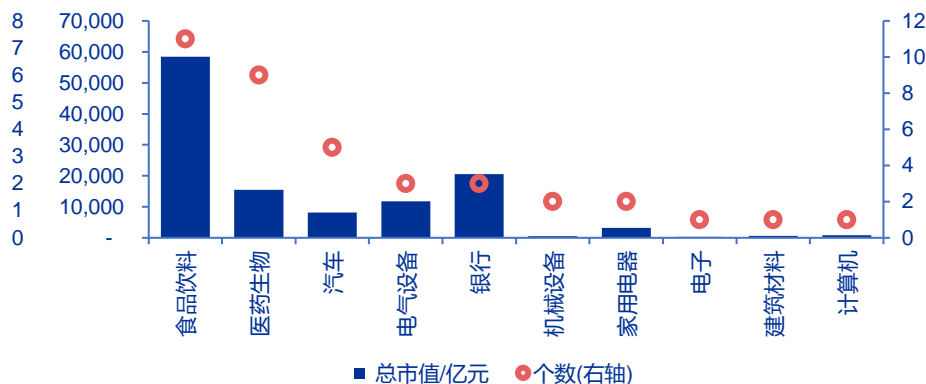
- 考虑2022年业绩增长，隐含ERP回到历史中位数以上，性价比能够明显改善的公司主要集中在电子、化工、电气设备(内部分化)、医药生物(内部分化)和机械设备
- 而隐含ERP仍在历史中位数以下，性价比依然不足的公司主要集中在食品饮料、医药生物(内部分化)、汽车和电气设备(内部分化)

寻找业绩消化估值能力强的核心资产：考虑2022年业绩增长隐含ERP能回到历史中位数以上的股票池

公募重仓股分布：ERP在20%分位数以下，回到中位数且考虑
2021-22年业绩增长能上涨(47只个股，5.6万亿市值)



公募重仓股分布：ERP在20%分位数以下，回到中位数且考虑
2021-22年业绩增长仍下跌 (38只个股，12万亿市值)



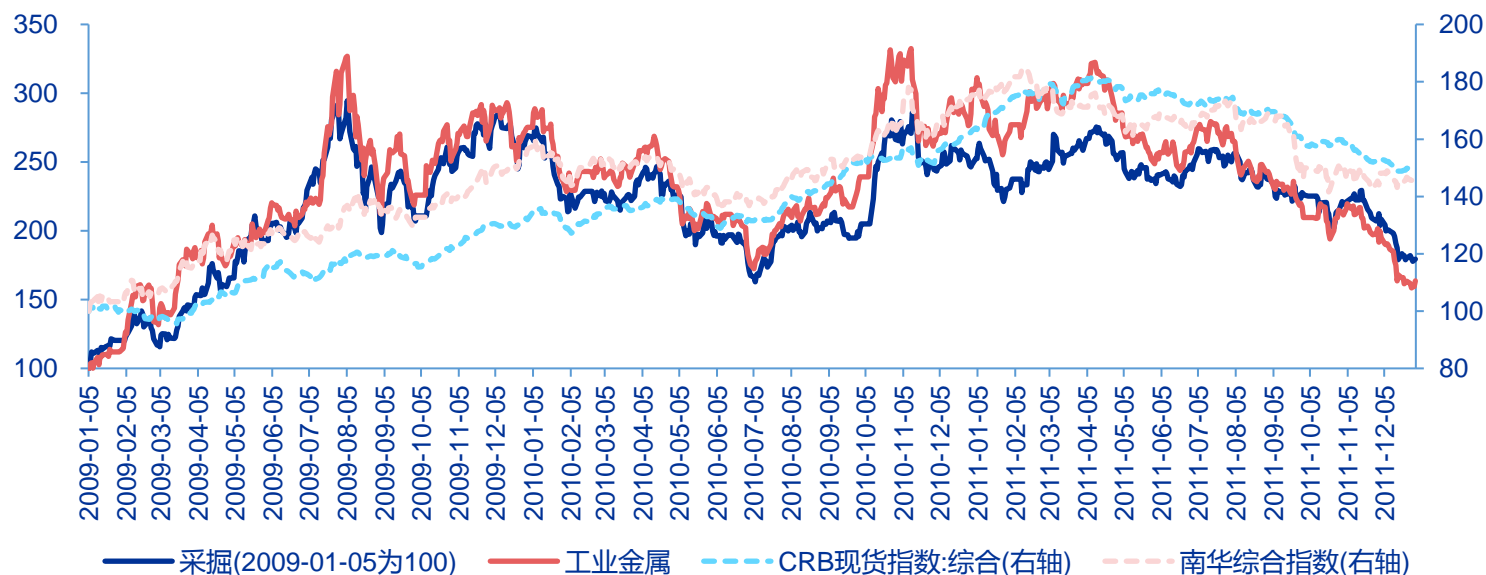
Part III-3

周期行情过不去政策顶和需求顶

21H2夹缝中可能还有一波机会

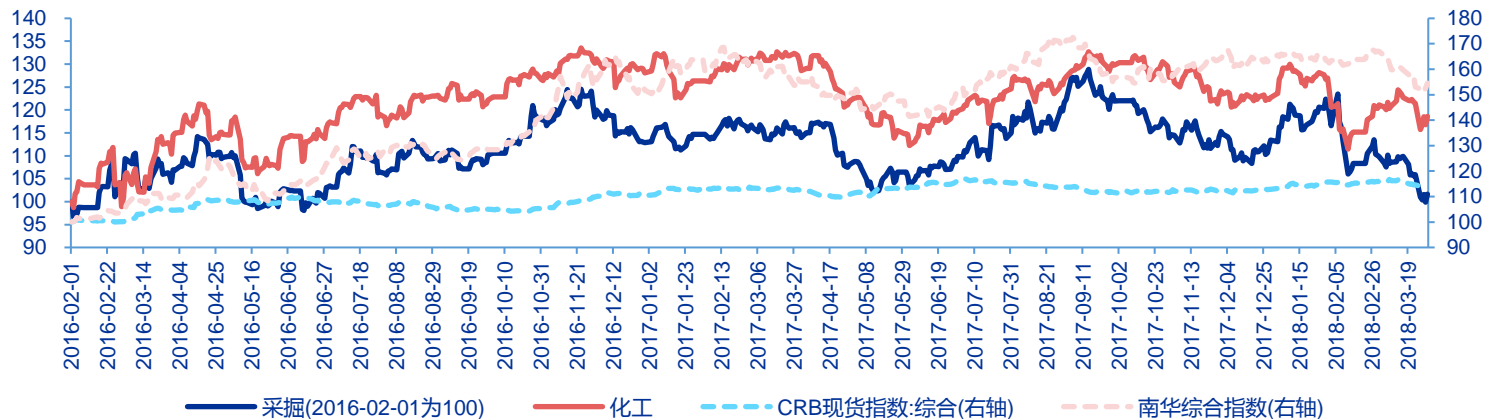
- 周期股价格见顶似乎总是早于周期品价格见顶，这是因为周期股不仅反映供需的现实状态，还会更敏感的反映供需优化的持续性预期和政策预期的变化
- 周期股过不去的两个顶——政策顶 & 需求顶：
 - 2009年8月：“四万亿”刺激的政策顶，周期股见顶回落；2010年1月：国内加准 & QE1退出预期升温，周期股跌落高位震荡区间；2010年11月，美联储QE2落地，但国内加息，周期抢跑QE2预期，国内加息即见顶回落

2009-11年周期股行情：09年8月、10年1月和10年11月，都是政策顶出现，周期股回调

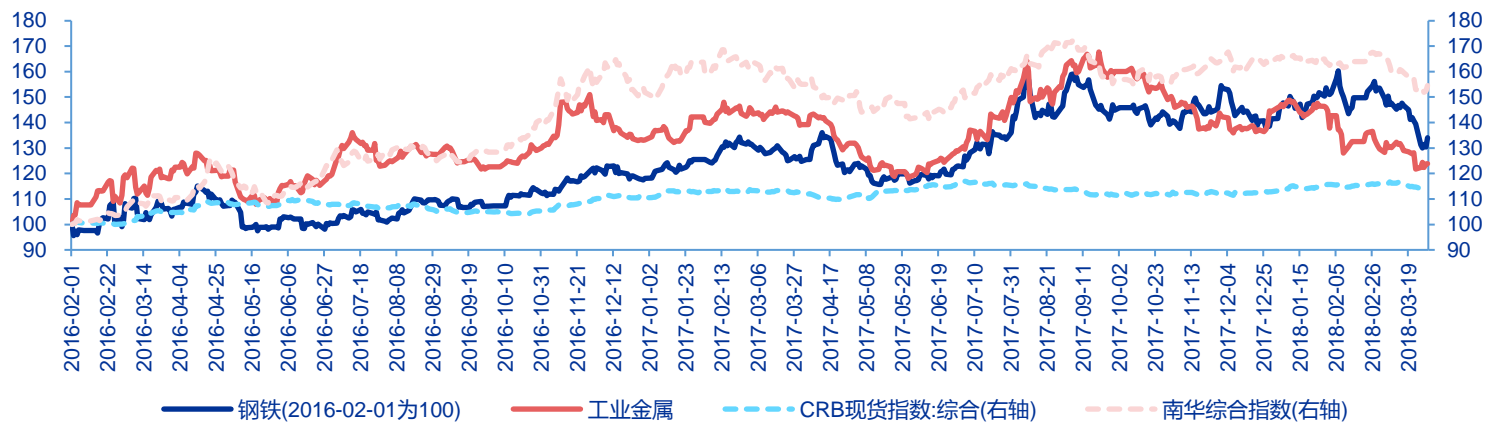


一旦政策收紧预期确认，周期股的顶部区域就将确立

2016-17年周期股行情：供给侧改革预期较弱的采掘和化工，16年11月政策定调转向“防范金融风险”，周期调整

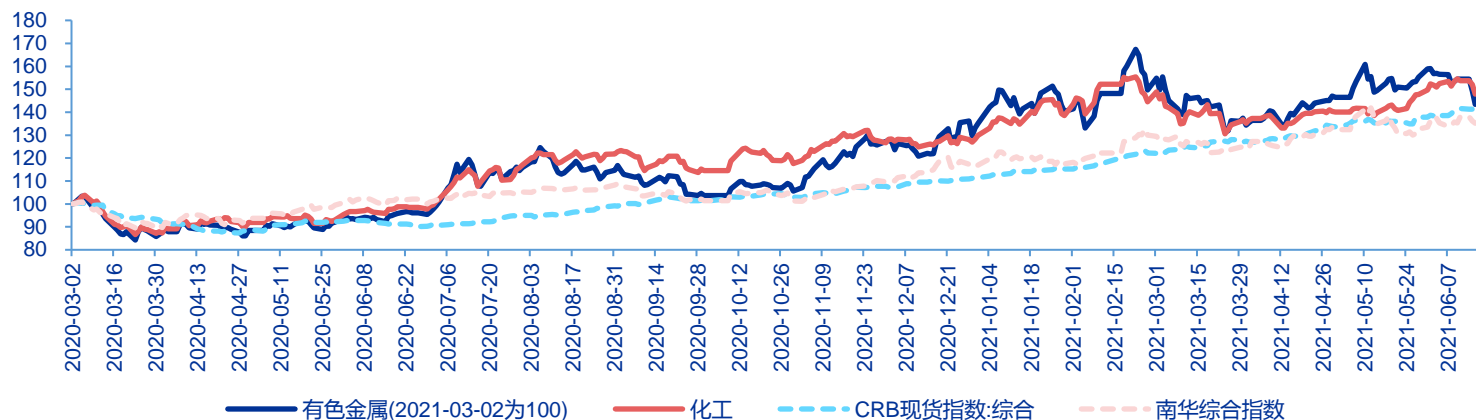


供给侧改革预期较强的钢铁和工业金属：17年6-9月供给和需求乐观预期(朱格拉周期)同时发酵，但10月PMI回落验证“需求顶”，供给侧改革相关周期也开始调整

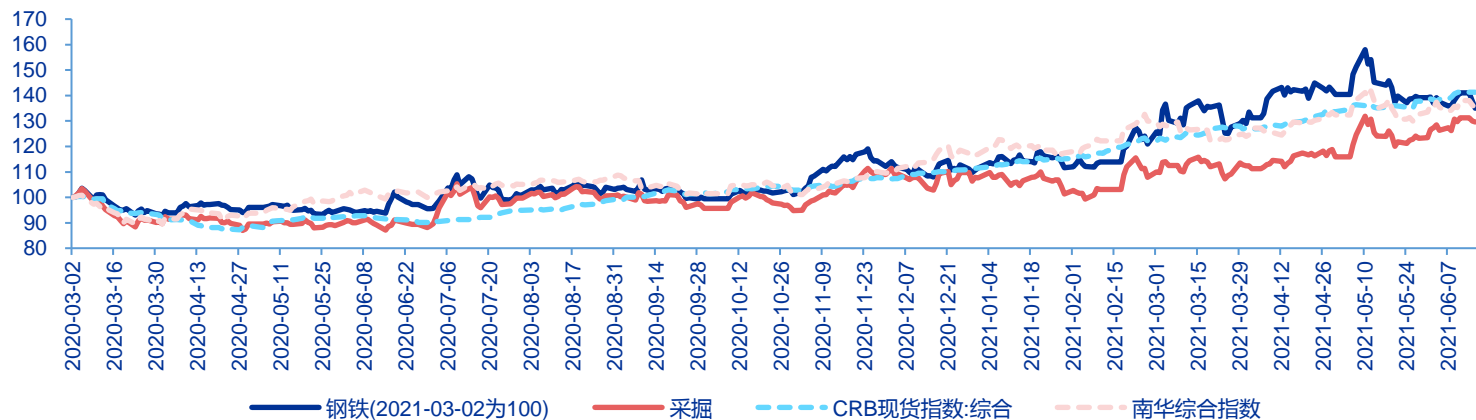


这一次如何看周期：21H2夹缝中可能还有一波机会

6月外需周期(有色金属和化工)调整的原因：美国就业市场恢复缓慢扰动复苏预期 + 美联储开始Taper预期引导(政策顶疑似出现，但还不是真正的政策顶)



5月中旬以来内需周期分化：管理层对于大宗商品涨价的容忍度降低，钢铁库存去化放缓，供需矛盾担忧升温；煤炭则受益于需求改善验证，价格坚挺，股价挑战新高



这一次如何看周期：21H2夹缝中可能还有一波机会

- **外需周期展望：**4月底5月初铜价上涨主要体现金融属性，美联储开始Taper预期引导，大宗商品和周期股可能都需要回吐金融属性带来的涨幅；事件性冲击后，外需预期可能仍有韧性，主要矛盾回归供需格局，有色和化工还有一波机会
- **内需周期展望：**21H2内需亮点可能“兑现一个少一个”，内需周期供需格局总体不如外需周期，内需周期的投资机会仍主要来自于政策限产，管理层对于涨价的容忍度是跟踪的关键

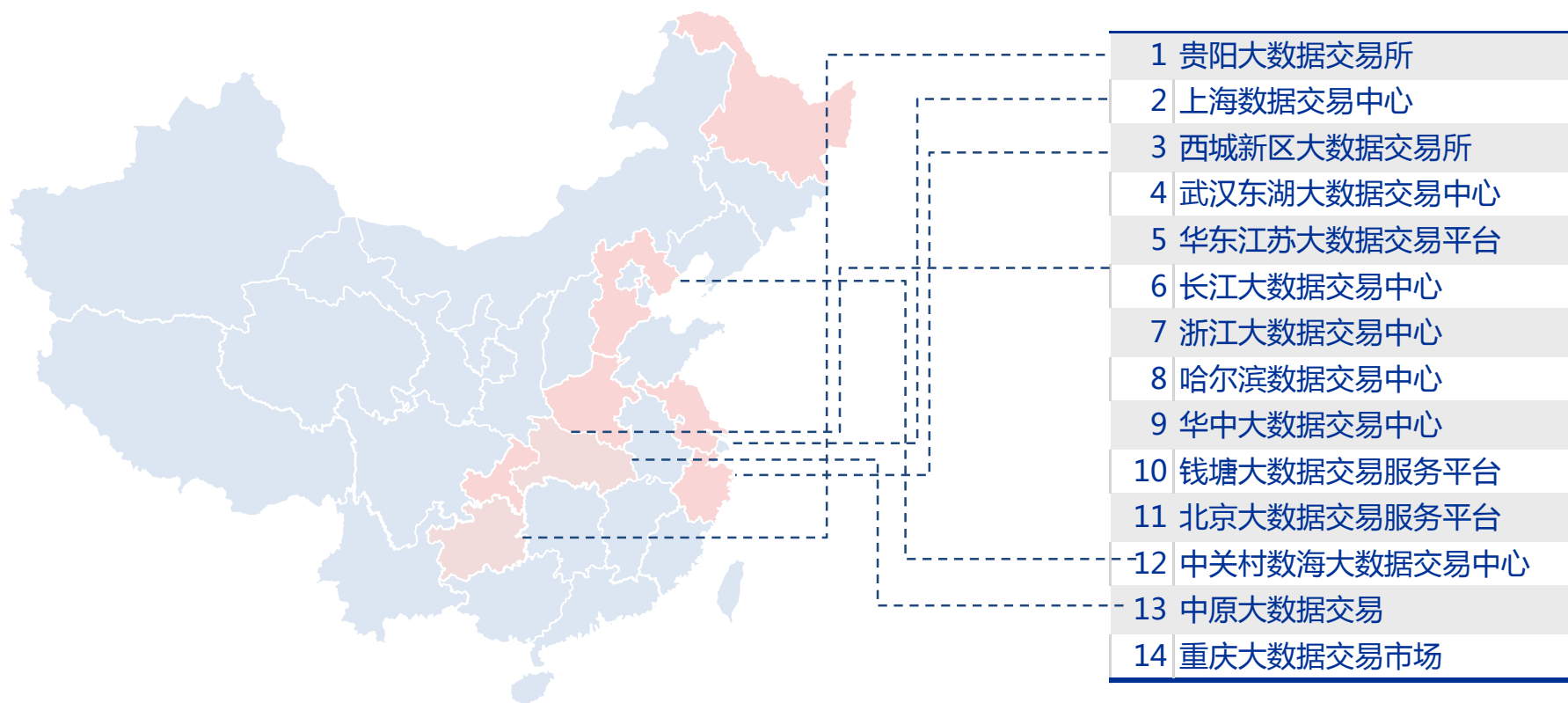
4月底5月初铜价上涨，伴随着美元指数回落，美债实际利率下行，主要体现金融属性



Part III-4

战略看好数字经济主题

- 虽然目前我国尚未形成数据要素市场，但是已有一些数据交易平台，大致可以分为：1、以数据生产或者数据服务类企业为主导，商业智能为主的数据交易平台；2、另一类是地方政府联合其他主题投资、第三方撮合性的数据交易平台



数字中国：21H2需要特别重视的主题方向



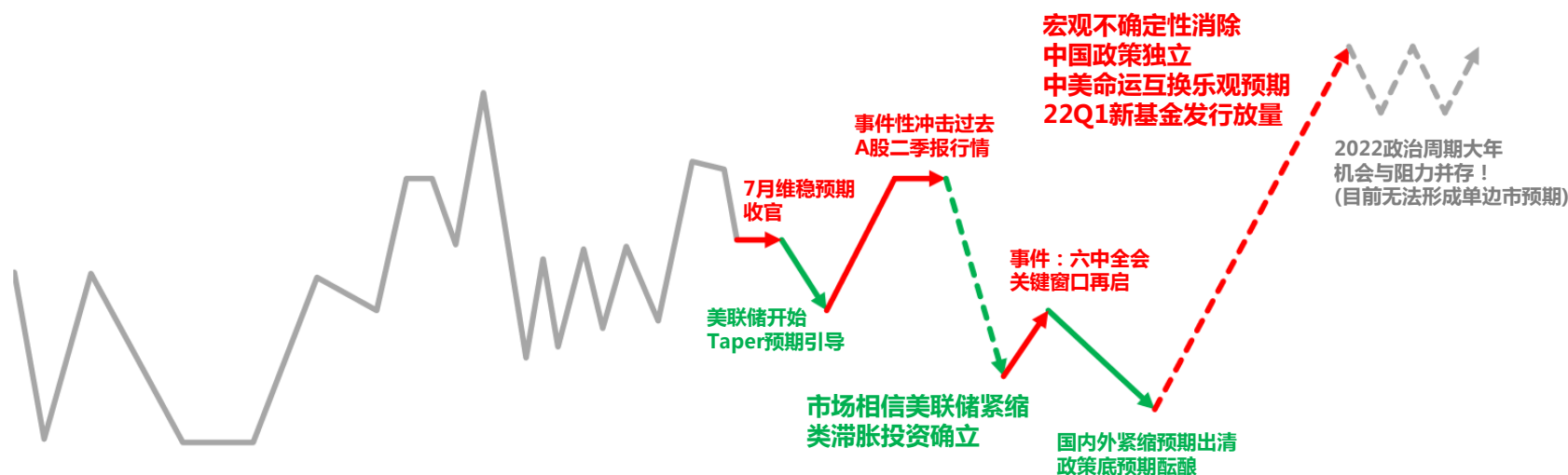
核心结论：负重前行

仍有理由只争朝夕做结构

但要与类滞胀的威胁相伴相随

- 美联储Taper预期不是真正的政策顶：事件性冲击落地后，A股可能又将向震荡区间上限发起挑战，下一阶段仍值得只争朝夕做结构
- 下半年仍要承认宏观格局高度不确定。市场相信紧缩趋势构成真正的政策顶，美债收益率中枢可能突变式上行；国内资本市场调结构，可能引发信用利差上行。如果兑现，A股将有一波幅度不低的调整
- 当一切尘埃落定才构成宏观不确定性消除，A股有机会的时间段，目前还需要耐心等待

上证综指示意图：负重前行，美联引导Taper预期不是真正的政策顶，市场相信紧缩趋势才是真正的风险



不利宏观格局一旦出现，各板块调整压力测算

- 一旦美债收益率突变式上行或者国内信用利差上行兑现，我们预计周期和核心资产面临一定的阶段性回调压力

抗跌能力排序：高分红>高景气>小盘>高估值>周期

指数	下半年潜在回调幅度	参考前段时间涨跌		当前点位	对应点位可能回调至
		2021.2.18-3.9	3.9-6.16		
上证红利	-4.9%	3%	-2%	2,843	2,703
科创50	-6.1%	-11%	12%	1,406	1,321
国证2000	-6.2%	4%	12%	7,363	6,908
中证1000	-6.5%	-2%	12%	6,673	6,239
创业板指	-7.6%	-24%	20%	3,126	2,888
中证500	-7.8%	-4%	12%	6,566	6,054
中小板指	-7.9%	-17%	3%	9,184	8,460
万得全A	-8.0%	-7%	9%	5,459	5,025
上证指数	-8.0%	-6%	7%	3,518	3,237
中证800	-8.7%	-9%	5%	5,314	4,854
沪深300	-8.9%	-11%	4%	5,080	4,630
深证100	-9.4%	-21%	9%	6,872	6,226
隐含各个结构的涨跌假设(市值加权)					
周期	-13.0%	-1%	13%	潜在跌幅测算按照个股汇总，具体假设如下： 1) 周期板块整体下跌13%； 2) 低性价比重仓股ERP回到2010年以来的历史中位数&考虑2021-22年估值切换，计算得到的潜在涨跌幅(设置阈值至少跌3%)； 3) 其余重仓股下跌6%； 4) 非基金重仓股下跌3%； 5) 基金重仓的金融、地产板块跌幅3%。	
中游制造	-6.2%	-12%	11%		
消费	-11.1%	-17%	16%		
成长	-5.4%	-5%	6%		
金融	-3.0%	-1%	-3%		
稳定	-5.3%	6%	7%		
21Q1基金重仓(1564只)	-8.6%	-10%	9%		
低性价比重仓股(77只)	-17.1%	-27%	24%		
非基金重仓(2672只)	-4.8%	5%	9%		

- **大势研判：Taper预期引导不是真正的政策顶，市场相信紧缩趋势才是风险**
- 1. 美联储Taper预期引导近在眼前，但不是真正的政策顶。事件性冲击落地，A股可能又将向震荡区间上限发起挑战，下一阶段仍值得只争朝夕做结构
- 2. 下半年仍要承认宏观格局高度不确定。美国就业市场恢复，市场相信紧缩趋势构成真正的政策顶，美债收益率中枢可能突变式上行。国内资本市场调结构或引发信用利差上行。如果兑现，A股可能有一波幅度不低的调整
- **结构选择：负重也要前行，把握好有利窗口，只争朝夕做结构**
- 1. 下半年成长相对业绩趋势占优，相对收益在曲折中前进，重点关注新能源汽车、医药生物、半导体、国防军工
- 2. 核心资产估值切换，业绩消化估值能力差异主导分化，电子、化工、机械设备，以及部分医药生物和电气设备的核心资产，股价可能持续有韧性
- 3. 工业金属和化工在“夹缝中”（假、真政策顶之间的窗口）还有一波机会
- 4. 看好“另辟蹊径”超额收益真正贯穿全年，战略看好小盘股，下半年更看好成长小盘。看好“数字经济”成为新经济投资的关键主题线索

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过compliance@swsresearch.com索取有关披露资料或登录www.swsresearch.com信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东	陈陶	021-23297221	chentao1@swwhysc.com
华北	李丹	010-66500631	lidan4@swwhysc.com
华南	陈左茜	0755-23832751	chenzuoxi@swwhysc.com
海外	朱凡	021-23297573	zhufan@swwhysc.com

A股投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的6个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	: 相对强于市场表现20%以上；
增持 (Outperform)	: 相对强于市场表现5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	: 相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
减持 (Underperform)	: 相对弱于市场表现5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	: 行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	: 行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	: 行业弱于整体市场表现。

本报告采用的基准指数：沪深300指数

港股投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的6个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (BUY)	: 相对强于市场表现 20%以上；
增持 (Outperform)	: 相对强于市场表现 10% ~ 20%；
持有 (Hold)	: 相对市场表现在 - 10% ~ + 10%之间波动；
减持 (Underperform)	: 相对弱于市场表现 10% ~ 20%以下；
卖出 (SELL)	: 相对弱于市场表现 20%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	: 行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	: 行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	: 行业弱于整体市场表现。

本报告采用的基准指数：恒生中国企业指数 (HSCEI)

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国内地（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司<http://www.swsresearch.com>网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。

简单金融 · 成就梦想

A Virtue of Simple Finance

上海申银万国证券研究所有限公司
(隶属于申万宏源证券有限公司)

傅静涛
fujt@swsresearch.com

王胜
wangsheng@swsresearch.com



申万宏源研究微信订阅号



申万宏源研究微信服务号