

攻守并重，科技接力

2021年下半年A股市场策略

艾熊峰

SAC执业证书编号:S1130519090001

邮箱:aixiongfeng@gjzq.com.cn

2021年5月31日

- **一、下半年市场的主题词：通货膨胀和资本开支。**潜在的风险来自于通胀压力之下美联储引发紧缩恐慌2.0，新兴市场或波动加大。但是全球资本开支扩张的早中期，意味着全球需求不会太差。在资本开支扩张阶段，通胀仍有需求支撑，滞涨概率较低。
- **二、A股行情将提前通胀见顶，大概率或在三季度中段。**核心的逻辑是：在通胀阶段一般流动性领先股票市场见顶，股票市场领先通胀见顶。当前M1或已处在顶部区间，通胀或在三季度末见顶。
- **三、市场主线接力赛：核心资产瓦解-周期淡去-科技或将接力。**核心资产估值仍有待消化。此外，大宗商品价格或已处在顶部区间，后续供给端或面临一定的压力，此外通胀压力之下央行特别是美联储政策的边际收缩同样会对商品涨价趋势造成负面冲击。
- **四、行业配置攻守并重：金融、航空/机场/酒店、中游设备制造、半导体等科技板块。**1) 防守：低估值“银行”等、困境反转的“航空、机场、酒店”等；2) 进攻：受益于资本开支扩张的“半导体设备、锂电设备、自动化设备”等、估值性价比日益显现的半导体等科技板块。

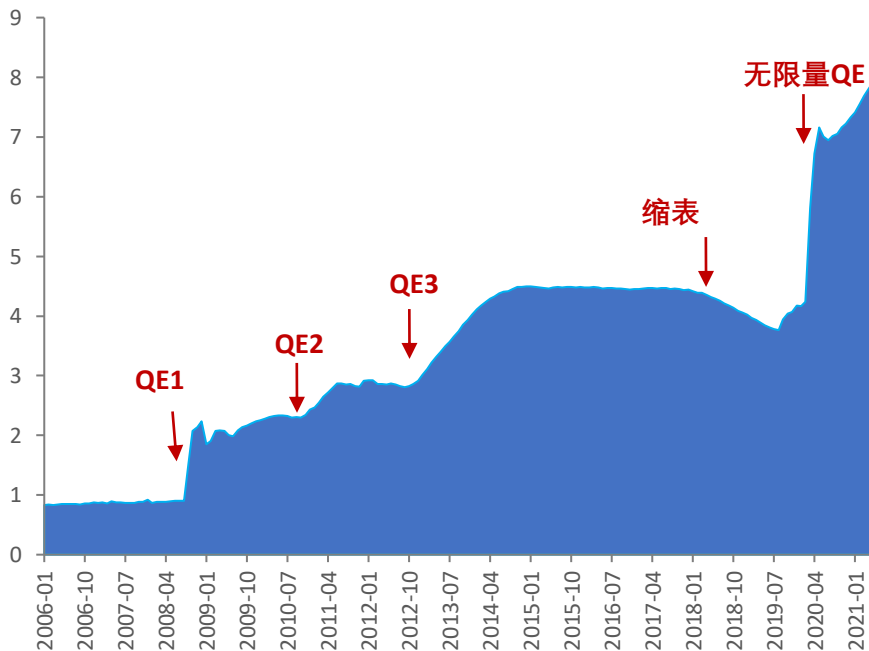
- **一、“通胀”是下一阶段全球股票市场的主题词**
- **二、资本开支扩张周期处在哪个阶段？持续时间如何？**
- **三、市场策略：通胀下的结构性机会**
- **四、行业配置：防守与进攻并重**

当前宏观背景具备历史上发生通胀的共性

- 美联储无限量化宽松，美元流动性异常充裕，尽管我国货币政策相对克制，但输入性通胀压力仍较为显著。
- 大宗商品涨价正向PPI传导，后续PPI向CPI传导是否顺畅取决于终端需求的复苏强度。

美元流动性保持充裕

■ 美联储总资产 万亿美元

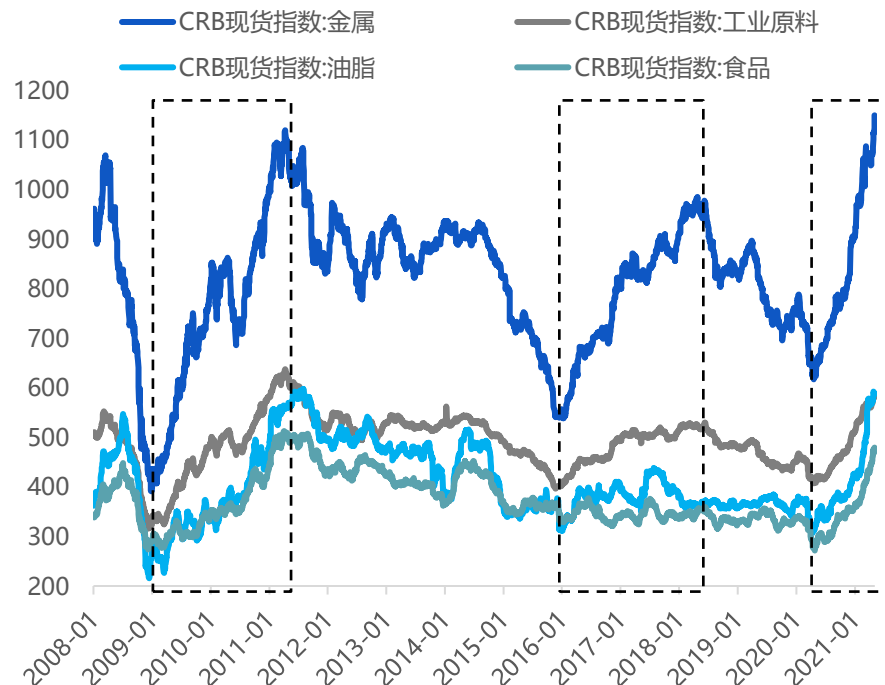


来源：Wind、国金证券研究所

“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台

点击进入 <http://www.hibor.com.cn>

大宗商品经历了普涨阶段



来源：Wind、国金证券研究所

- 伴随着工资的提升，OECD国家平均通胀水平自疫情后开始逐步上行。

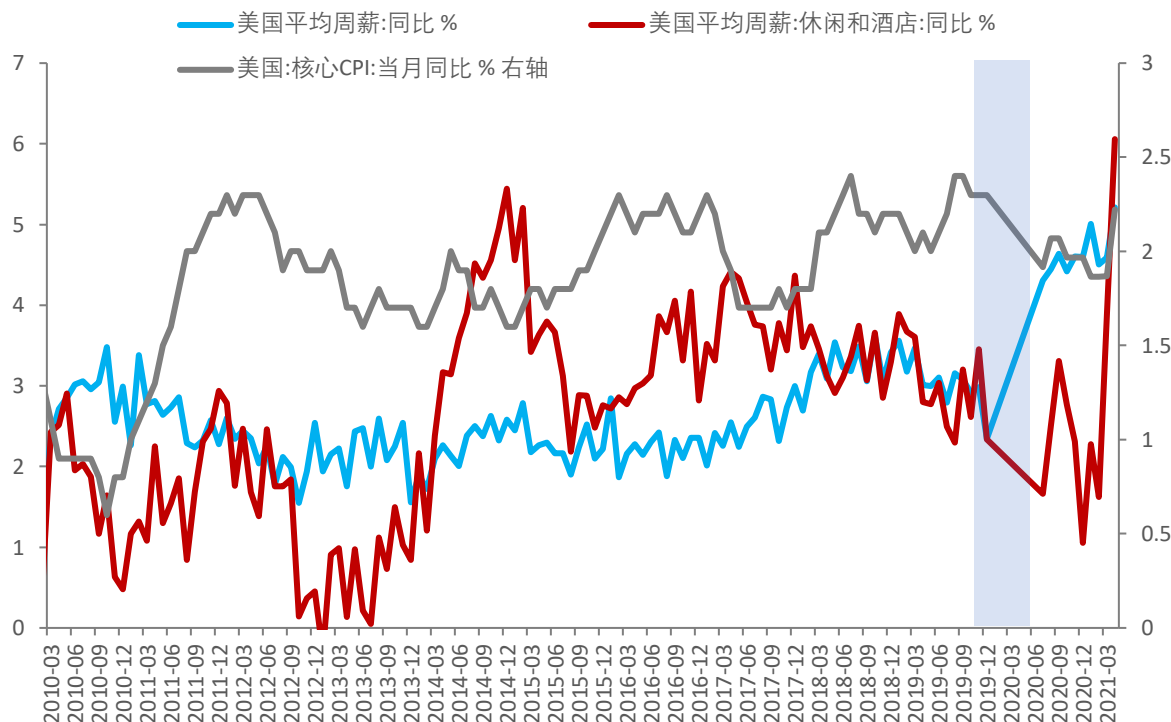
OECD国家核心通胀及时薪增速



来源：OECD、国金证券研究所

- 美联储不断强调通胀是短期的，但美国服务业工资持续的上涨驱动通胀上行的压力不容忽视，这也是当前市场和美联储的主要分歧所在。

美国服务业工资增速明显提升（剔除基础效应）



来源: OECD, 国金证券研究所

“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台

点击进入  <http://www.hibor.com.cn>

- 四次典型的通胀发生再2004年、2007年、2011年和2017年，其中2017年是PPI上行但CPI相对稳定的结构性通胀，其余三次均为PPI和CPI同步上行的全面通胀。

2000年以来四次典型通胀的特征

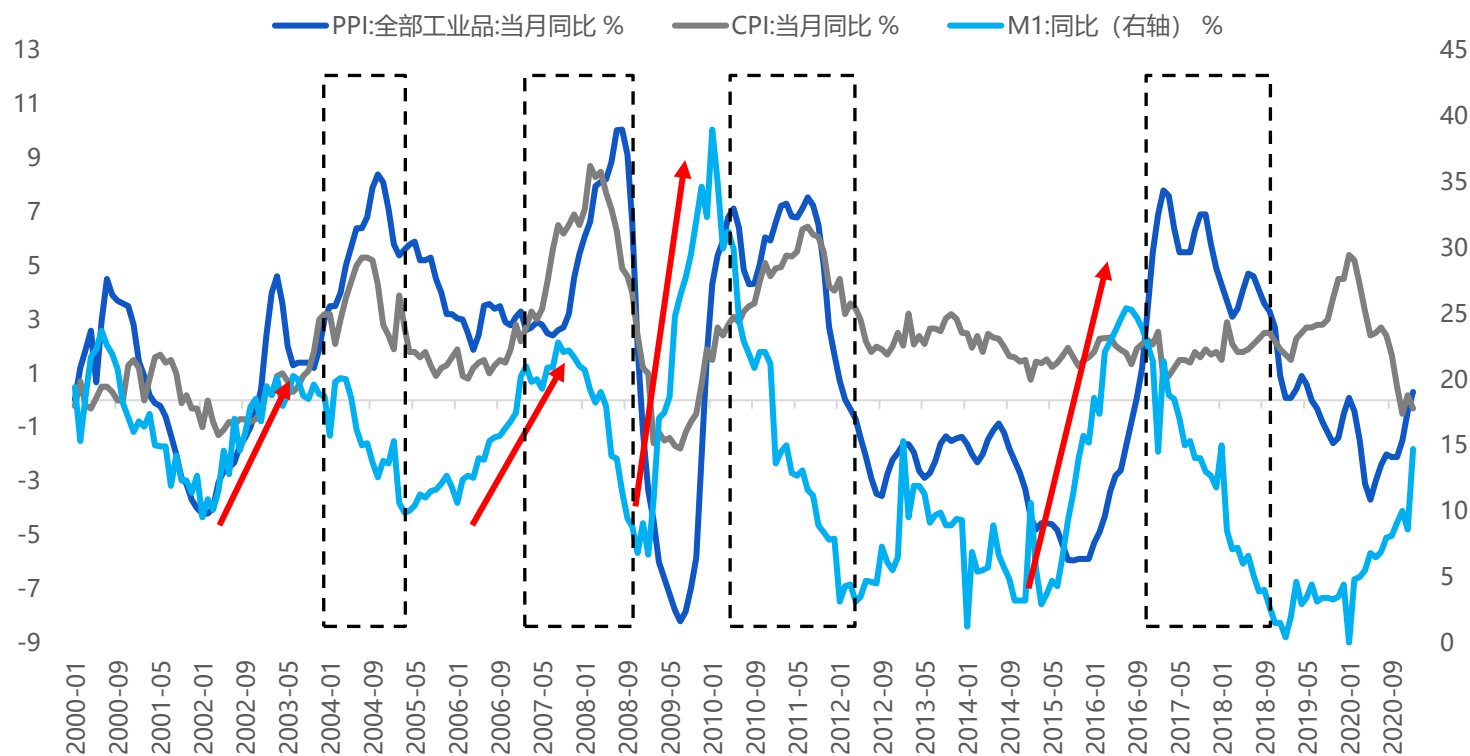
时间	类型	驱动因素
2003.11-2005.02	需求驱动的通胀	投资过热驱动
2007.03-2008.10	需求驱动的通胀	经济过热的内生动力较强
2010.05-2012.05	类似滞涨式的通胀	经济刺激和货币宽松的后遗症
2016.11-2018.10	结构性通胀	PPI上行由供给和需求因素两方面驱动

来源：Wind、国金证券研究所

每一轮通胀前夕常伴随着货币宽松和商品涨价

- 通胀仍是一种货币现象，持续的通胀需要一定的货币条件。每轮通胀前期均伴随着货币政策宽松。

每轮通胀前夕均伴随流动性宽松

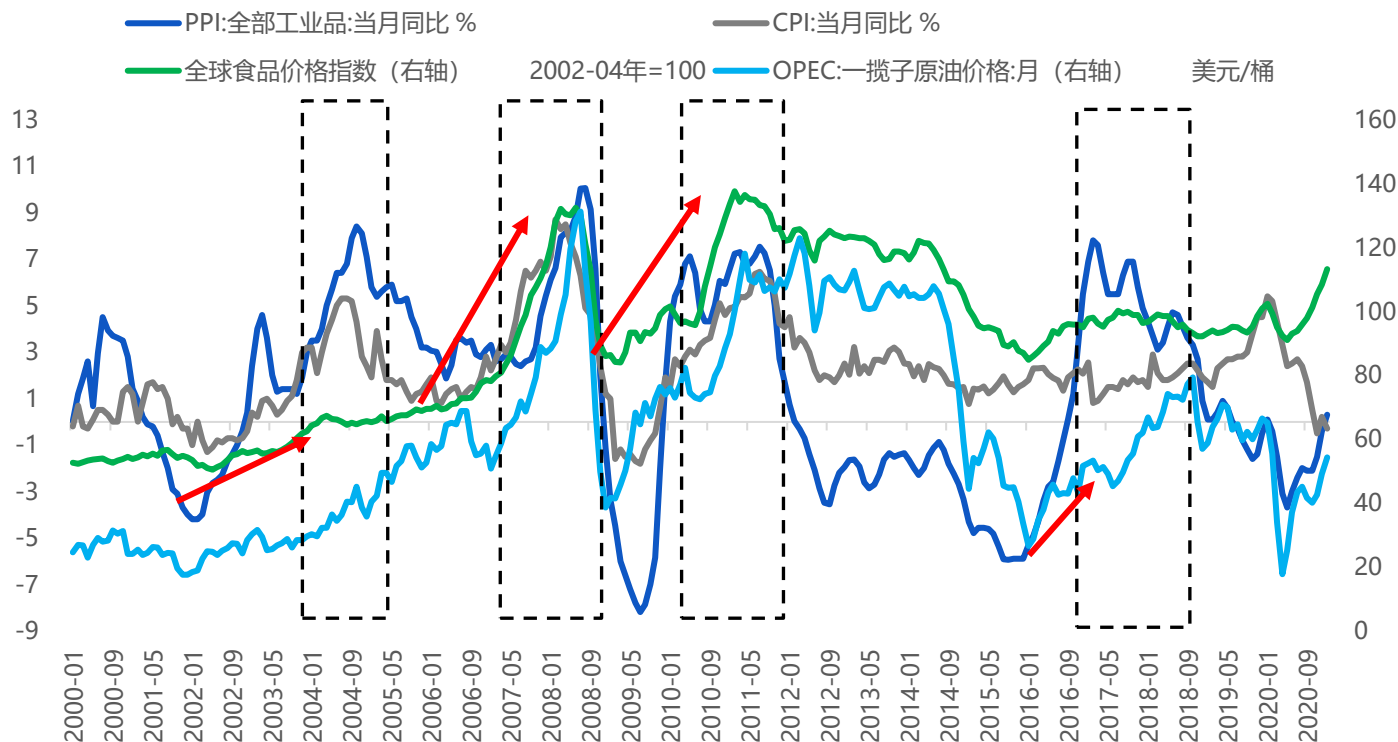


来源：Wind、国金证券研究所

每一轮通胀前夕常伴随着货币宽松和商品涨价

- 每轮通胀前期均伴随着大宗商品涨价，上游大宗商品涨价向下传导是通胀形成的重要因素。

每轮通胀前夕均伴随商品涨价



来源：Wind、国金证券研究所

“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台

点击进入  <http://www.hibor.com.cn>

大宗商品涨价领先PPI水平3-4个月

- 商品涨价传导到PPI再到CPI一方面存在一定的时滞，另一方面取决于下游是否有需求支撑。

大宗商品价格领先通胀水平3-4个月



来源: Wind、国金证券研究所

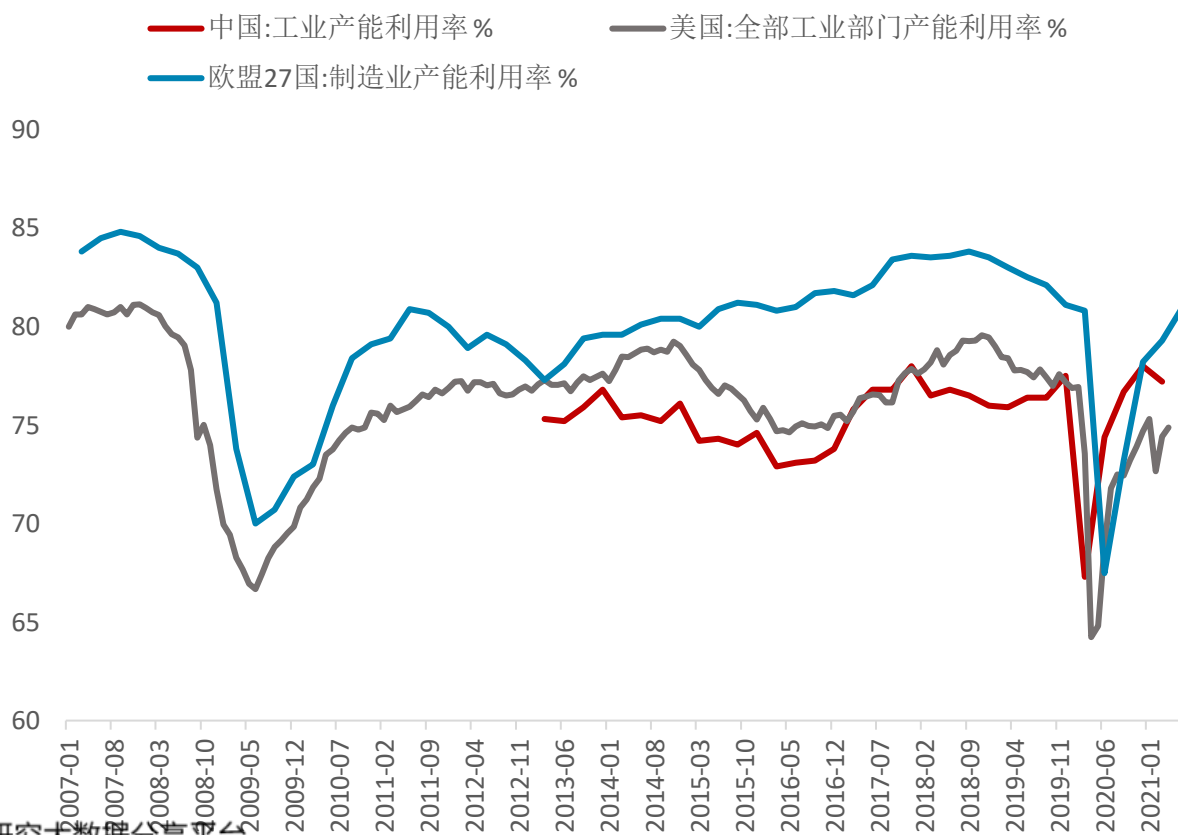
“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台

点击进入  <http://www.hibor.com.cn>

这次是哪种类型的通胀？持续时间如何？

- 这次是滞涨式的通胀还是过热式的通胀取决于对后续总需求的判断，我们倾向于这次通胀是有需求支撑的全面通胀，但是持续时间或并不长。没有需求支撑的话我们看不到产能利用率的提升。

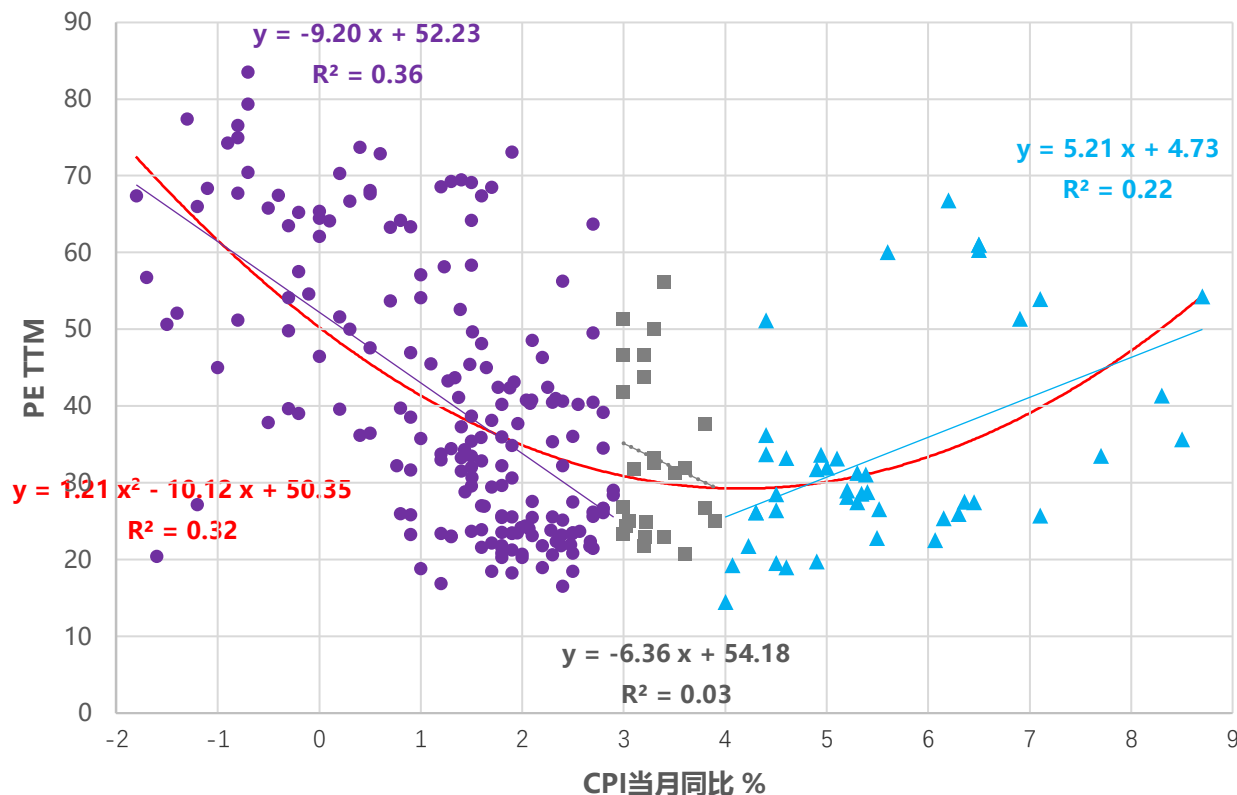
中国和欧洲工业产能利用率已回到疫情前水平



通胀在什么水平股票估值处在拐点阶段？

- 历史来看，CPI在3%-4%阶段，股票市场估值处在拐点阶段。

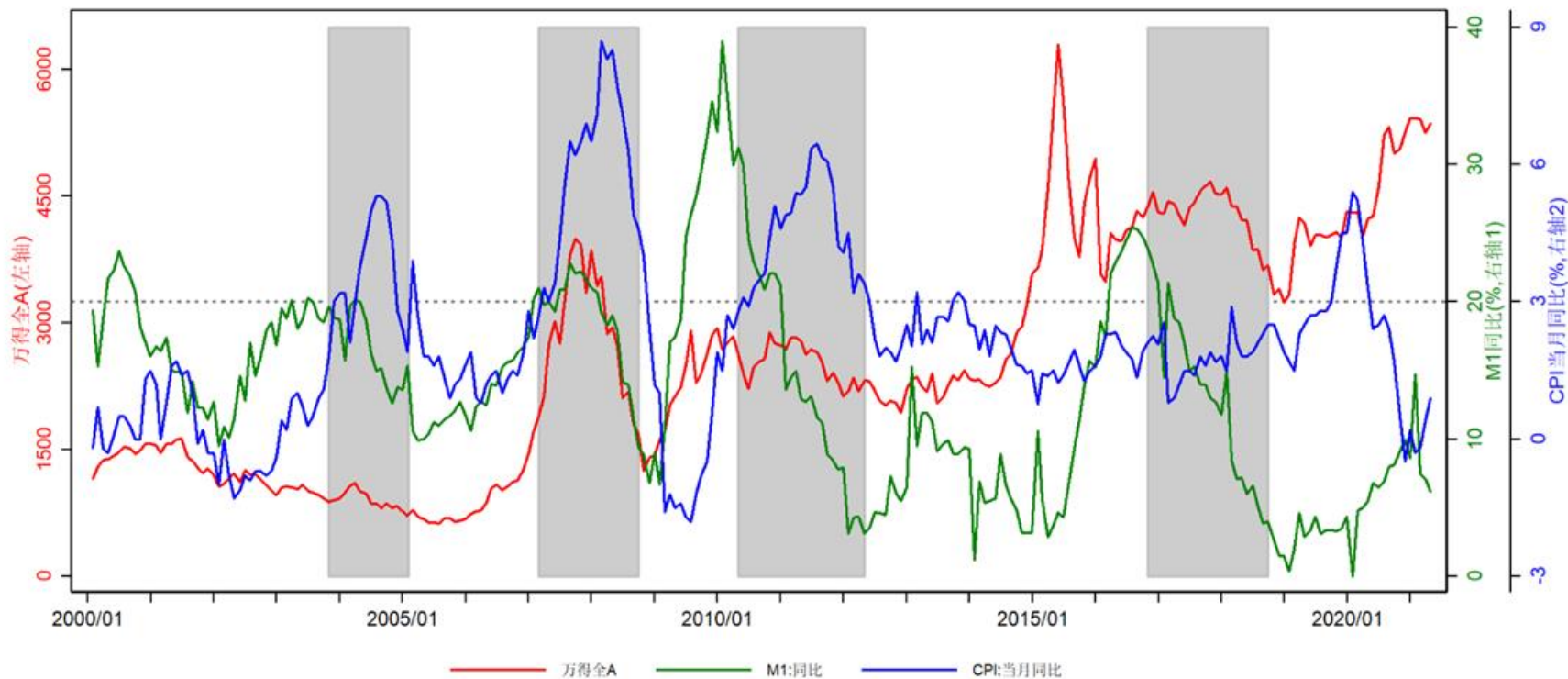
2000年以来CPI和非金融石油石化企业估值分布



在通胀阶段，流动性-股价-通胀依次见顶

- 在典型的通胀阶段，股票市场表现取决流动性变化以及通胀对企业盈利的影响。一般来说，流动性（M1增速）领先股票市场见顶，股票市场领先通胀见顶。

通胀阶段A股市场表现

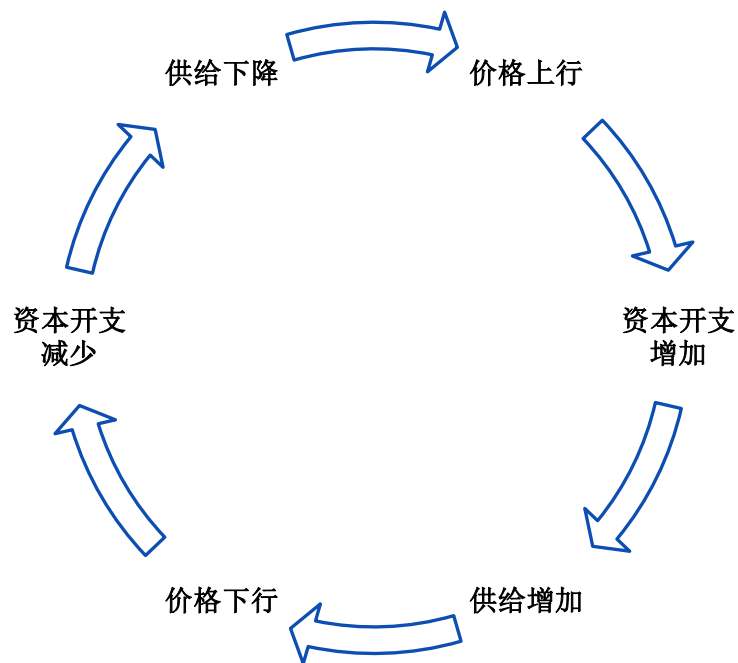


- 一、“通胀”是下一阶段全球股票市场的主题词
- 二、资本开支扩张周期处在哪个阶段？持续时间如何？
- 三、市场策略：通胀下的结构性机会
- 四、行业配置：防守与进攻并重

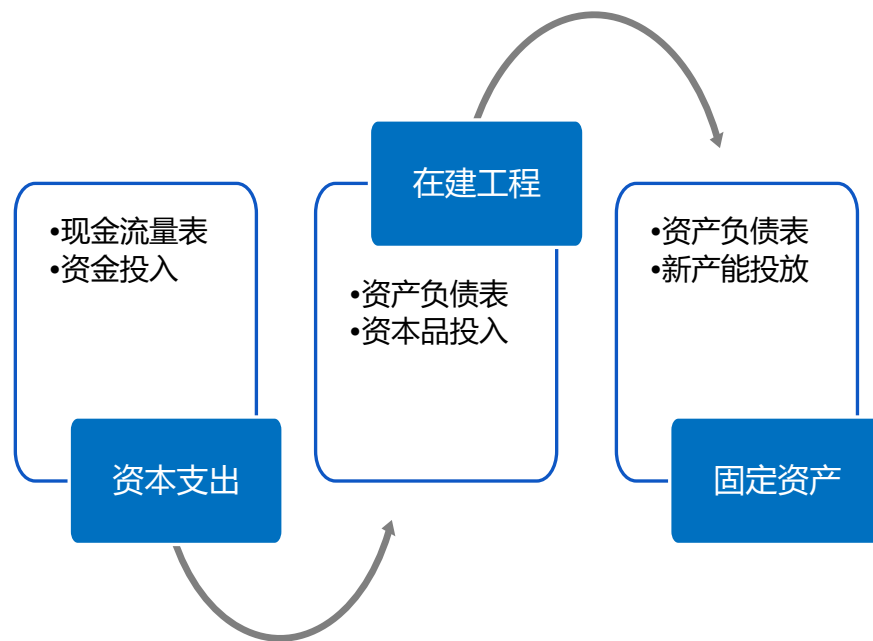
资本开支周期的三个阶段：宏观与微观视角

- 早期：过去资本开支不足导致供需错配，价格上行；中期，企业资本开支增加加大对资本品需求；后期：产能扩张带来供给增加，驱动价格下行。

资本开支周期：宏观



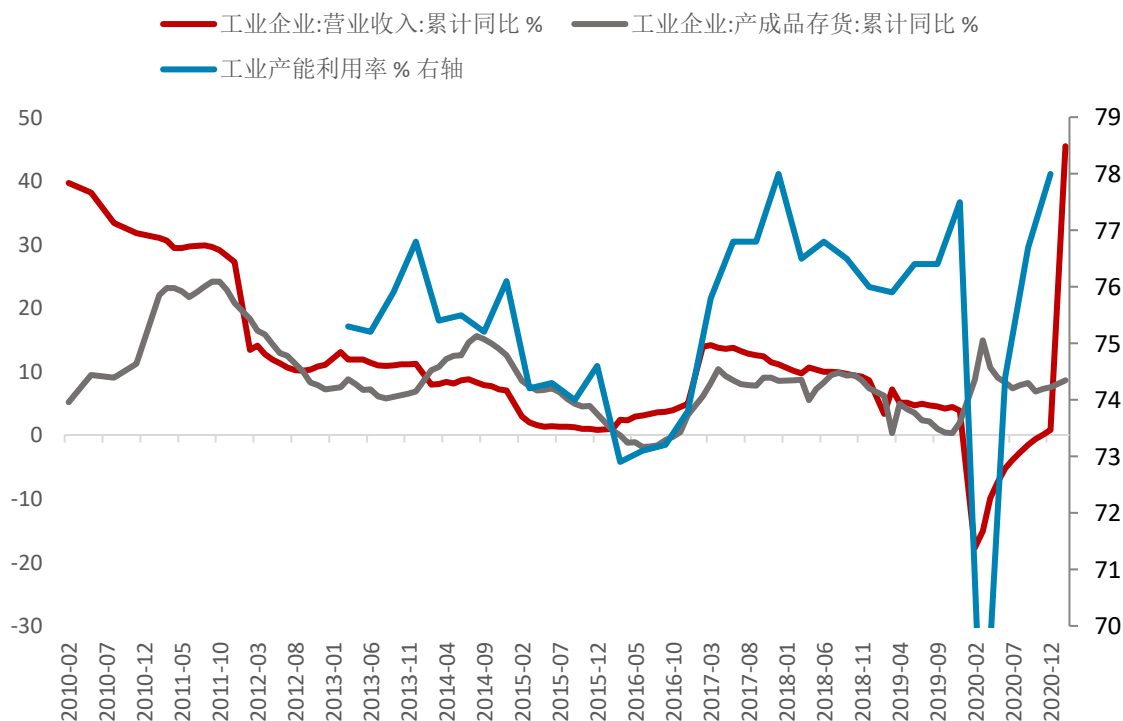
资本开支周期：微观



当前我们正处在新一轮资本开支扩张周期当中

- 主动补库存推动产能利用率持续提升，当前国内工业产能利用率处在历史新高，叠加需求持续走强，我们正处在新的产能扩张周期当中。

工业企业库存和收入增速以及工业产能利用率

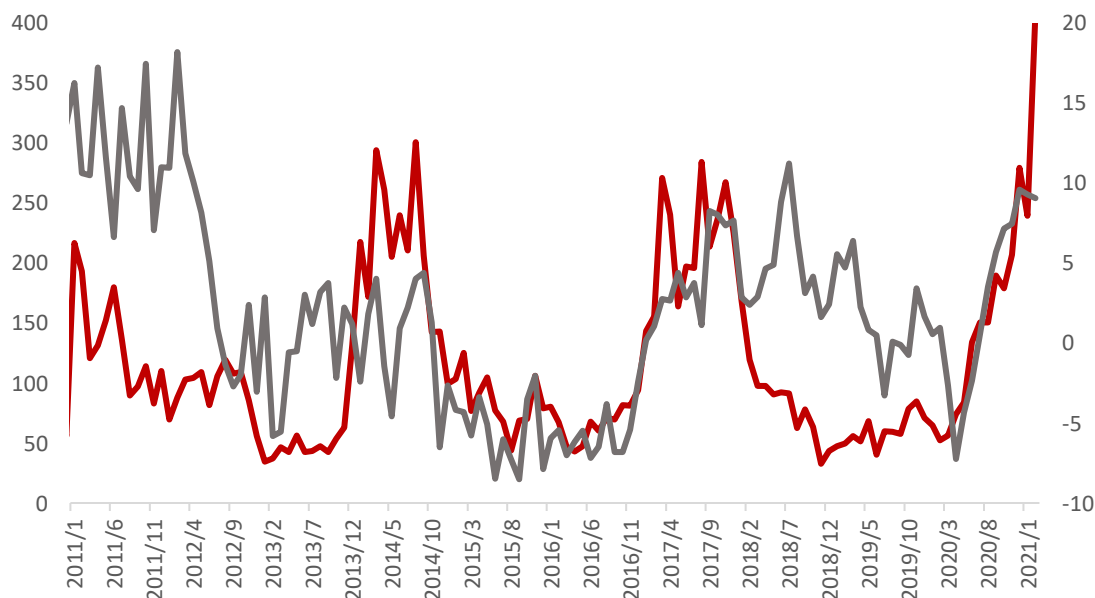


来源：Wind、国金证券研究所

- 对于制造业企业资本开支来说，中国和美国企业资本开支在同步扩张。

中国进口机床、美国资本品新订单同比增速

— 中国从日本进口机床金额当月同比增速 % — 美国非国防飞机资本品订单同比增速 % 右轴



来源：日本工作机械工业会、FRED、国金证券研究所

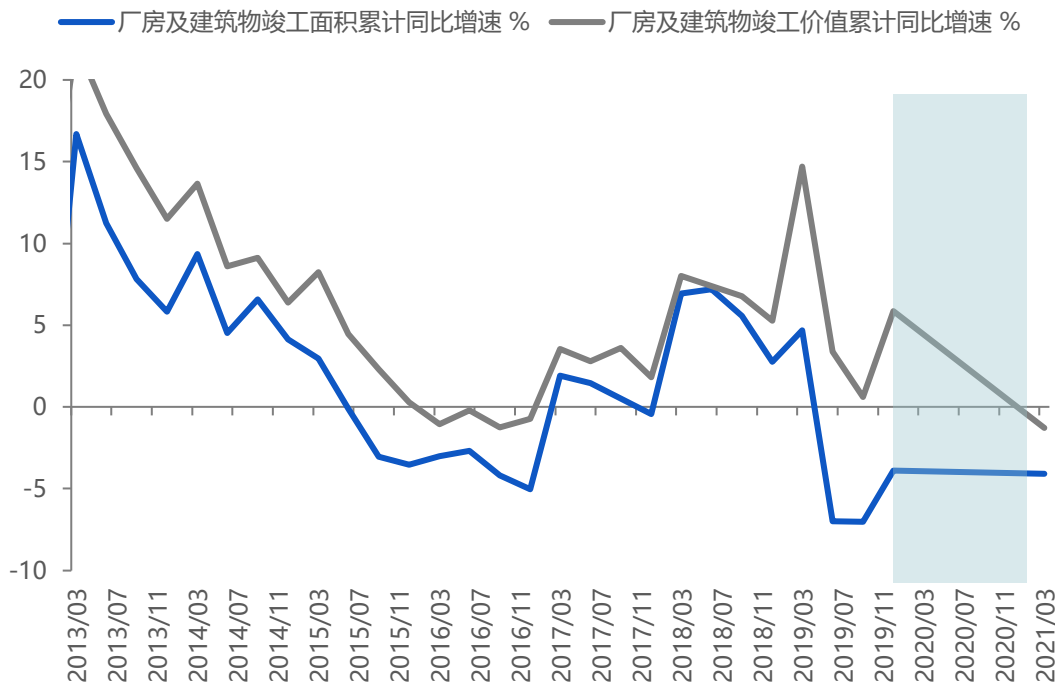
- 宏观和微观数据的背离的原因还是要从结构上去分析。

机床进口和产量增速持续回升，与制造业投资背离



- 制造业投资中的建筑工程占比较大，超过57%，一季度建筑工程并未明显改善是拖累制造业投资增速的核心因素。

占比超过57%的厂房投资拖累制造业固定资产投资



来源：Wind、国金证券研究所

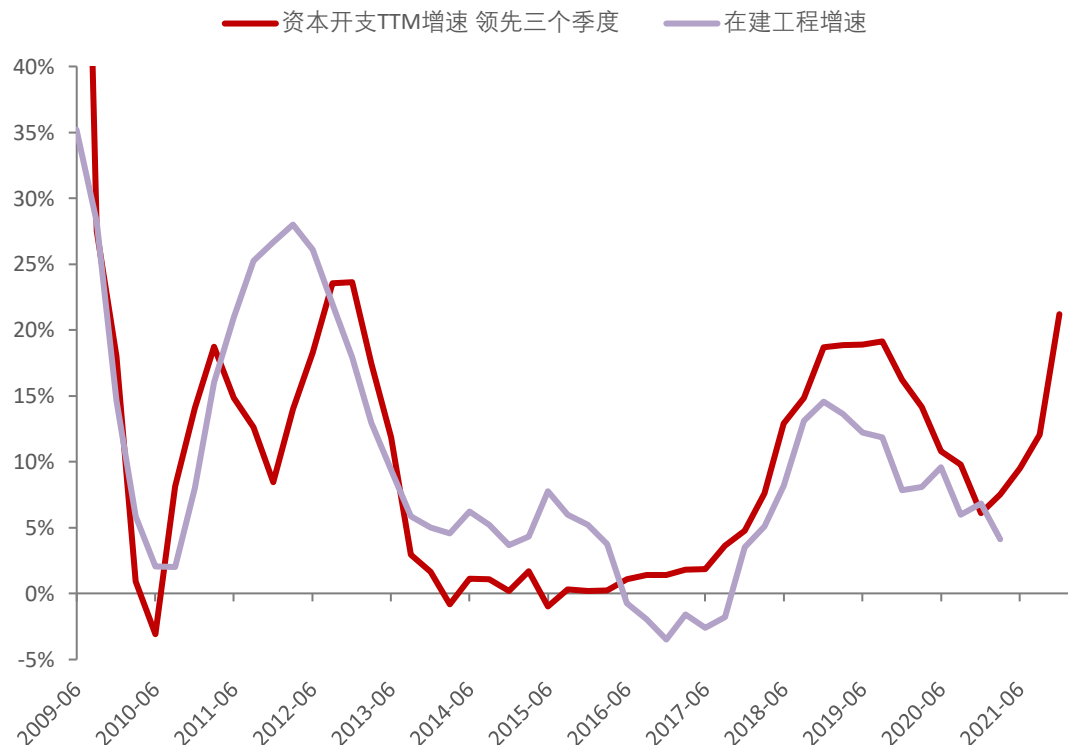
“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台

点击进入  <http://www.hibor.com.cn>

当前处在资本开支扩张周期的早中期

- 资金投入率先在现金流量表中体现（这个阶段可以认为是资本开支早期），然后反映到企业资产负债表中的在建工程（这个阶段可以认为是资本开支中期），最后转为企业新的固定资产（这个阶段可以认为是资本开支后期）。

资本开支领先在建工程增速3个季度左右



- 如果资本开支以设备投资为主，那么在建工程转为固定资产的时间将更短。

在建工程与固定资产投资并没有明显的领先滞后性



各行业资本开支增速

行业	资本开支规模占比	资本开支累计同比增速							增速变化趋势
		2019/9/30	2019/12/31	2020/3/31	2020/6/30	2020/9/30	2020/12/31	2021/3/31	
电气设备	3.3%	2.8%	13.7%	-4.5%	6.4%	24.9%	27.3%	105.4%	
农林牧渔	4.8%	1.7%	27.9%	97.2%	194.6%	212.9%	156.2%	78.4%	
钢铁	2.5%	20.7%	16.0%	-3.0%	-12.8%	3.5%	19.0%	77.3%	
食品饮料	1.1%	72.7%	60.9%	-14.6%	-17.2%	-16.2%	-8.3%	74.6%	
医药生物	3.1%	8.9%	9.1%	0.3%	1.0%	7.6%	16.9%	74.1%	
通信	2.3%	-3.9%	-4.2%	-27.1%	-6.1%	-15.9%	-5.9%	69.3%	
综合	0.2%	-65.9%	-69.6%	-59.6%	-48.5%	5.3%	30.4%	65.8%	
机械设备	2.1%	-4.0%	8.4%	-0.7%	13.4%	21.3%	6.4%	63.3%	
轻工制造	1.2%	-18.9%	-10.0%	-11.4%	6.9%	17.7%	19.3%	60.4%	
电子	7.7%	-2.2%	1.7%	14.6%	12.1%	39.1%	41.4%	51.1%	
建筑材料	1.2%	110.1%	85.6%	0.6%	26.1%	-4.1%	4.2%	49.1%	
交通运输	5.5%	-4.2%	-14.3%	-22.0%	-12.9%	-10.8%	3.6%	45.0%	
公用事业	10.5%	11.8%	18.5%	5.1%	26.5%	29.6%	25.4%	44.3%	
房地产	3.8%	28.1%	30.9%	-23.8%	15.3%	17.1%	10.7%	44.3%	
化工	11.3%	31.6%	23.2%	2.1%	8.2%	2.6%	6.4%	41.8%	
家用电器	1.0%	-53.9%	-50.4%	-44.7%	-3.3%	4.9%	9.8%	41.2%	
纺织服装	0.4%	-17.2%	-15.1%	-30.8%	-28.9%	-19.3%	-7.9%	38.3%	
传媒	0.9%	-0.3%	8.3%	1.2%	-8.0%	-9.3%	-13.8%	35.9%	
计算机	1.1%	-38.6%	-29.8%	-13.2%	-0.7%	17.8%	14.1%	30.9%	
银行	6.3%	-2.3%	-4.3%	-20.9%	17.9%	-6.8%	1.0%	30.6%	
国防军工	0.6%	48.1%	51.9%	17.5%	-1.8%	-9.4%	-2.0%	25.2%	
有色金属	2.7%	4.9%	6.9%	3.5%	-2.3%	9.8%	10.0%	20.8%	
建筑装饰	9.7%	27.0%	23.2%	5.4%	13.6%	15.8%	32.2%	18.0%	
汽车	3.0%	-2.4%	-3.1%	-35.0%	-32.1%	-24.7%	-24.4%	11.0%	
商业贸易	1.0%	-5.8%	-6.9%	-26.6%	-20.8%	-19.6%	-16.0%	9.2%	
休闲服务	0.2%	-3.9%	0.1%	-38.2%	-35.3%	-21.8%	-16.6%	7.1%	
非银金融	2.5%	7.7%	-9.7%	-43.9%	14.1%	14.2%	9.0%	-4.4%	
采掘	10.11%	19.4%	17.8%	-13.4%	-10.0%	-9.6%	-16.1%	-13.2%	

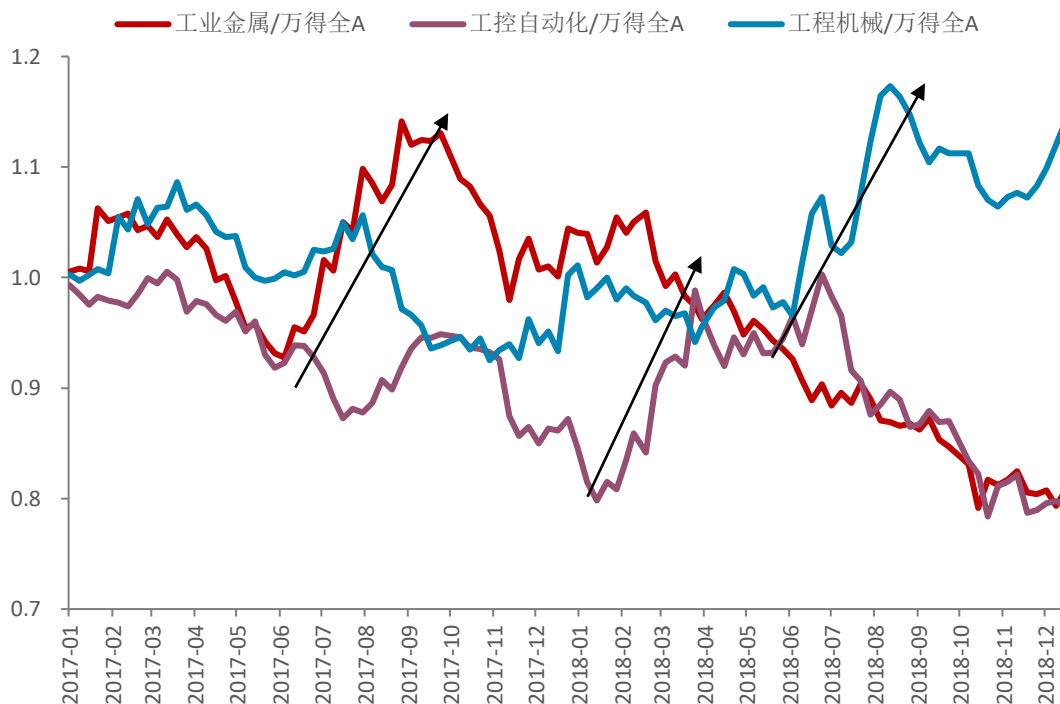
说明：资本开支规模占比为2020年数据；橙色底色行表示资本开支增速为正且增速持续上行

来源：Wind、国金证券研究所

在资本开支周期不同阶段，股票市场如何定价

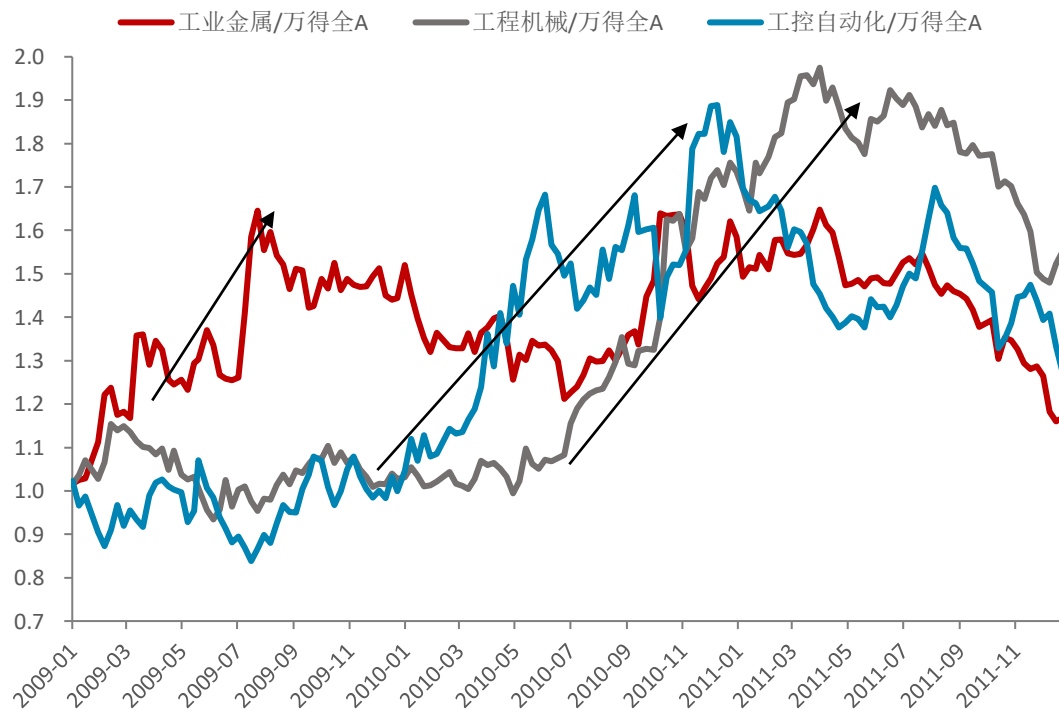
- 1) 资本开支扩张早期：涨价品种；2) 资本开支扩张中期：中游设备行业；3) 资本开支扩张后期：产能过剩风险。

2017-2018年行业指数相对万得全A走势（标准化）



- 2017-2018年和2010-2011年资本开支扩张阶段股票市场定价均呈现上述特征。

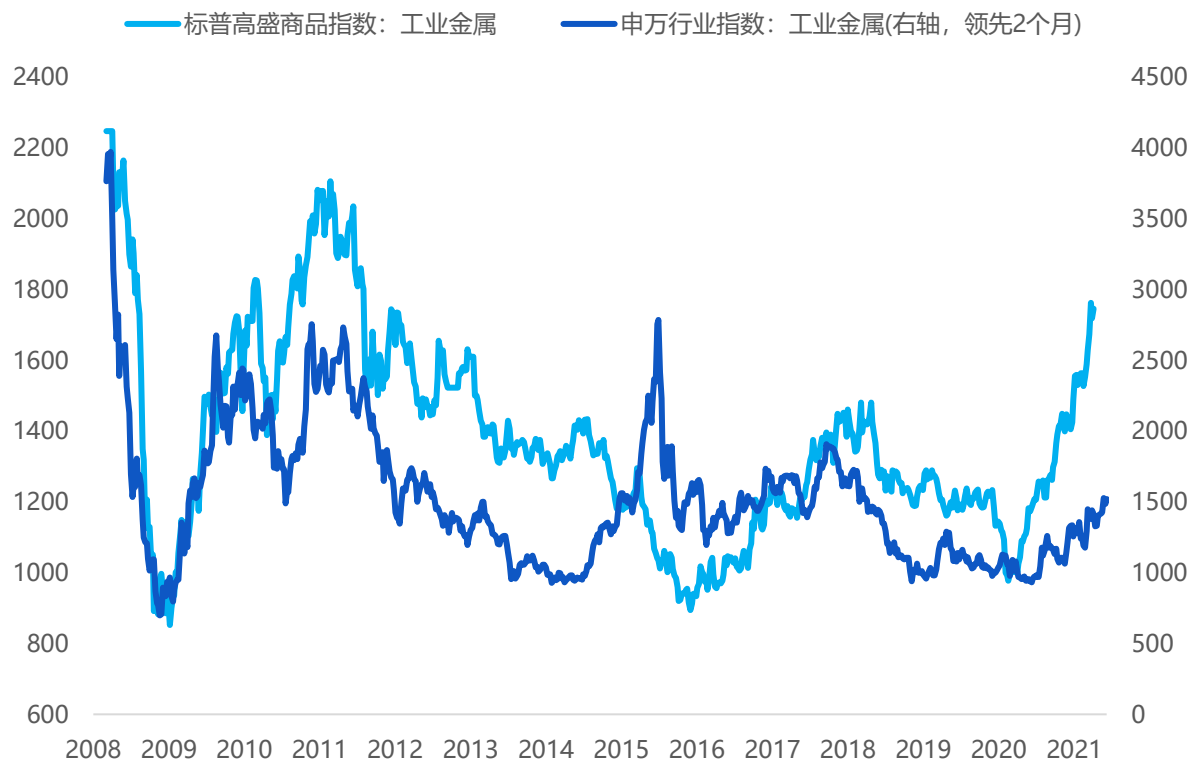
2009-2011年行业指数相对万得全A走势（标准化）



来源：Wind、国金证券研究所

- 大宗商品价格或已处在顶部区间，核心的原因在于后续供给端或面临一定的压力，此外通胀压力之下央行特别是美联储政策的边际收缩同样会对商品涨价趋势造成负面冲击。

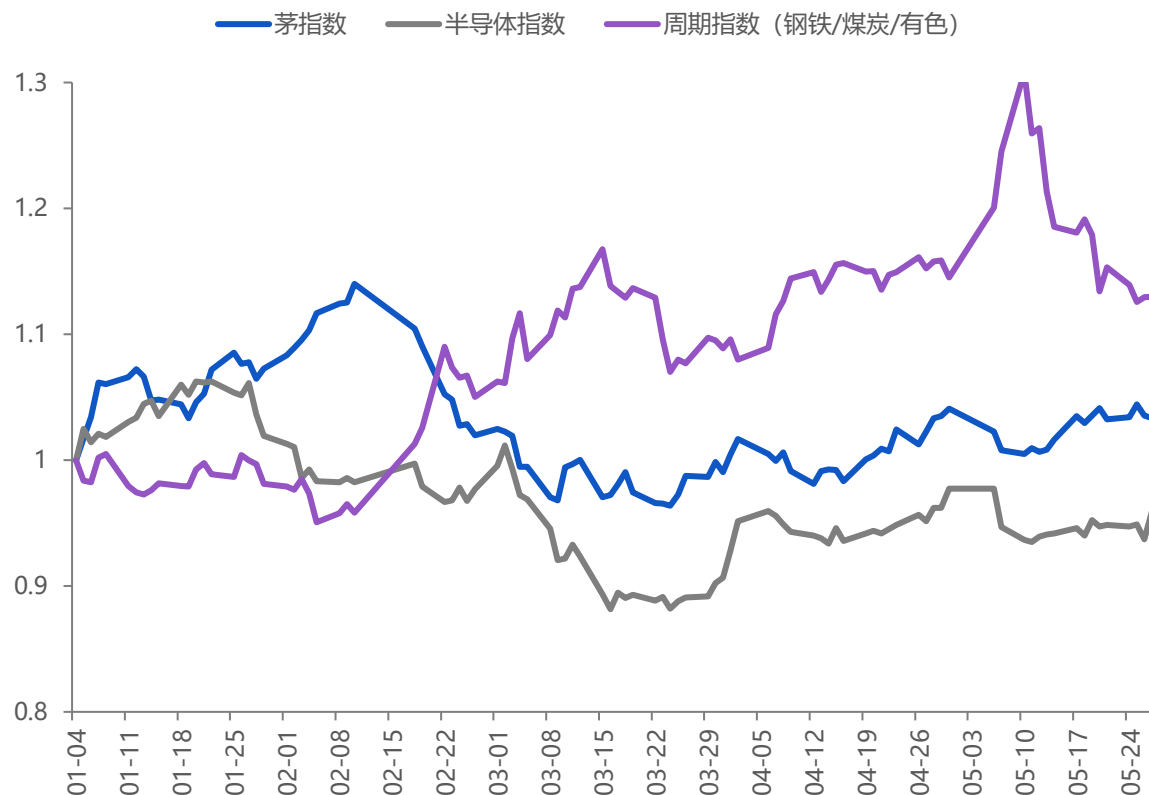
在商品上涨阶段：股票市场领先商品市场2个月左右见顶



- 一、“通胀”是下一阶段全球股票市场的主题词
- 二、资本开支扩张周期处在哪个阶段？持续时间如何？
- 三、市场策略：通胀下的结构性机会
- 四、行业配置：防守与进攻并重

- 1) 年初-春节：核心资产抱团行情；2) 春节至今：周期板块行情；3) 下半年：科技板块接力？

今年以来各板块市场表现



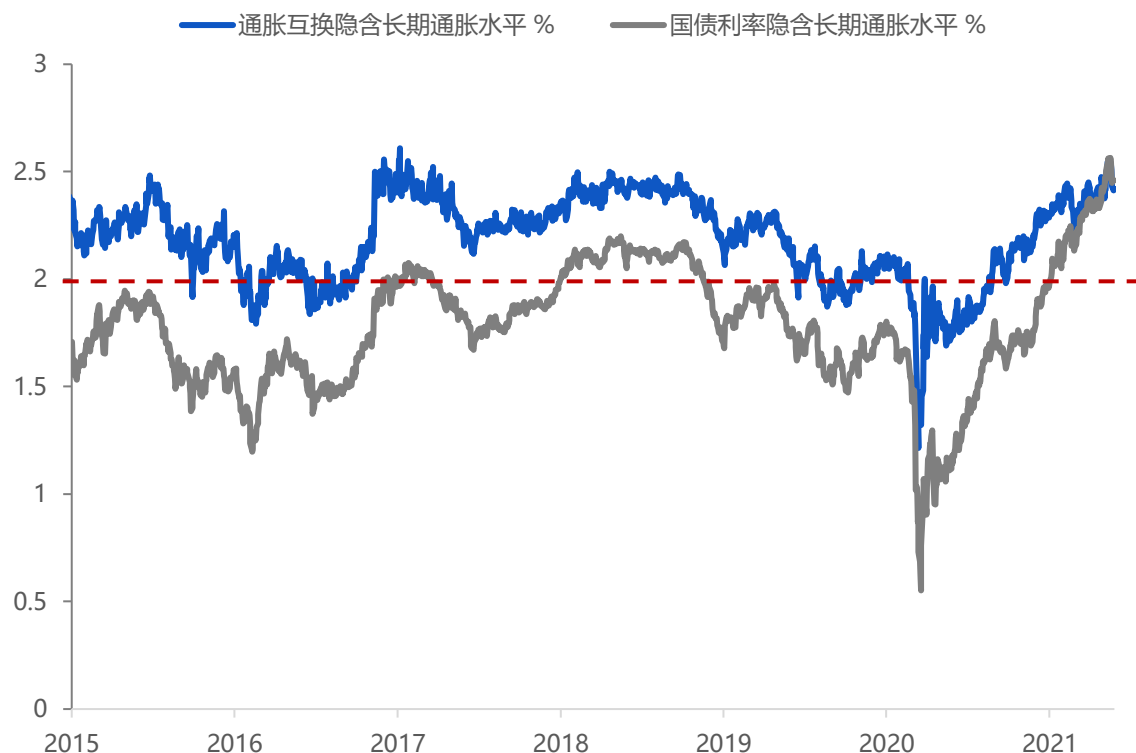
来源：Wind、国金证券研究所

“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台

点击进入  <http://www.hibor.com.cn>

- 紧缩恐慌引发的利率上行，对美股特别是高估值的科技股冲击较大。

市场通胀预期并不是暂时的



来源：Bloomberg、国金证券研究所

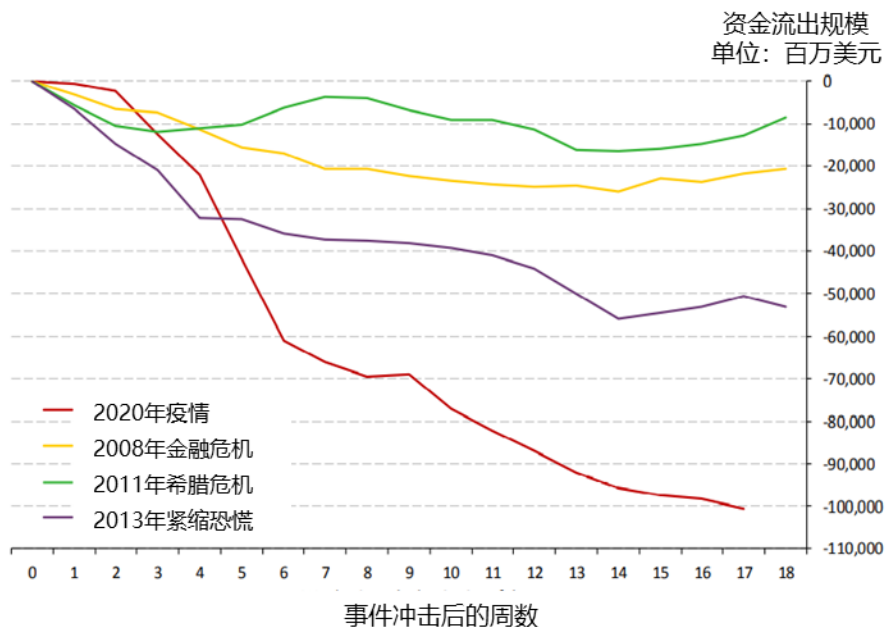
“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台

点击进入  <http://www.hibor.com.cn>

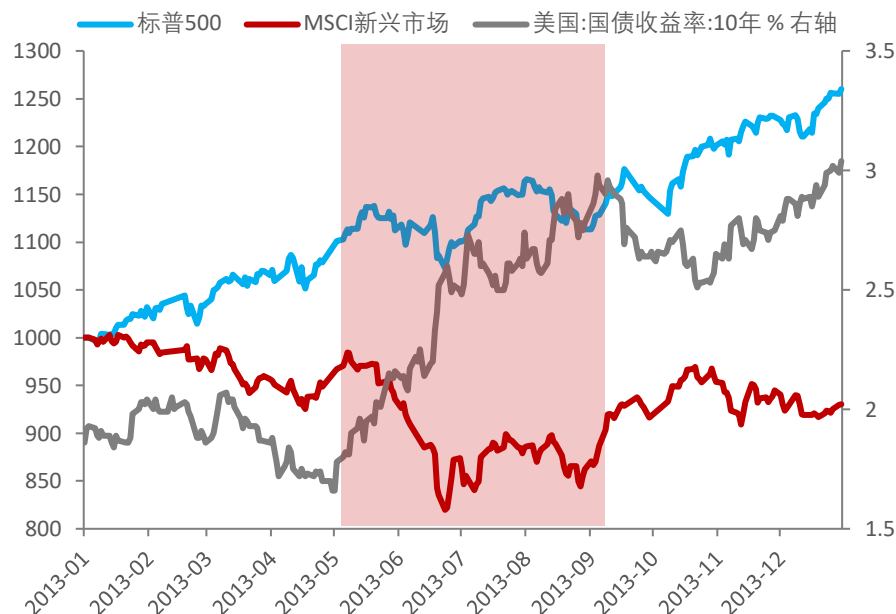
新兴市场在美联储缩表预期下面临资金流出压力

- 从2013年5-9月的缩表恐慌经验来看，新兴市场面临持续的资金流出压力，新兴市场股票相对美股下跌幅度更大。

事件冲击后新兴市场资金（股票+债券）流出规模

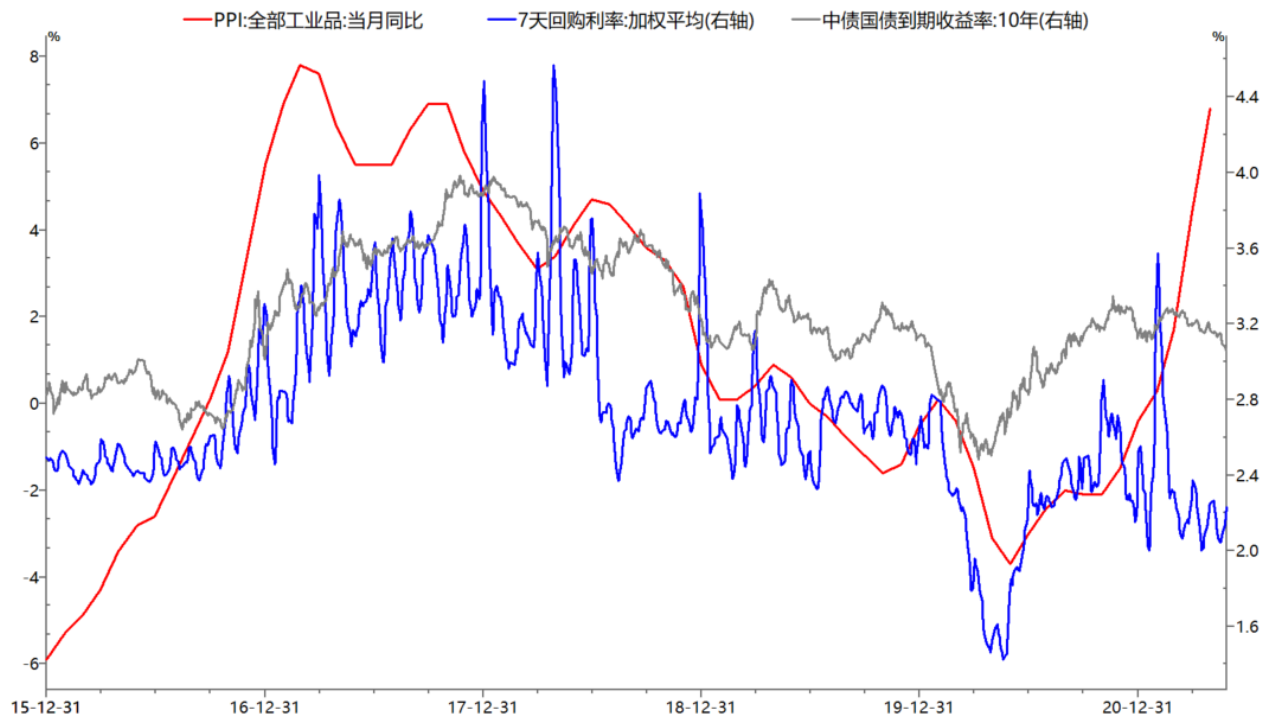


2013年缩表恐慌下美股和新兴市场表现



- 资金面超预期宽松后续或得到修正。

资金面推动的债市上涨缺乏基本面的支撑



来源：Wind、国金证券研究所

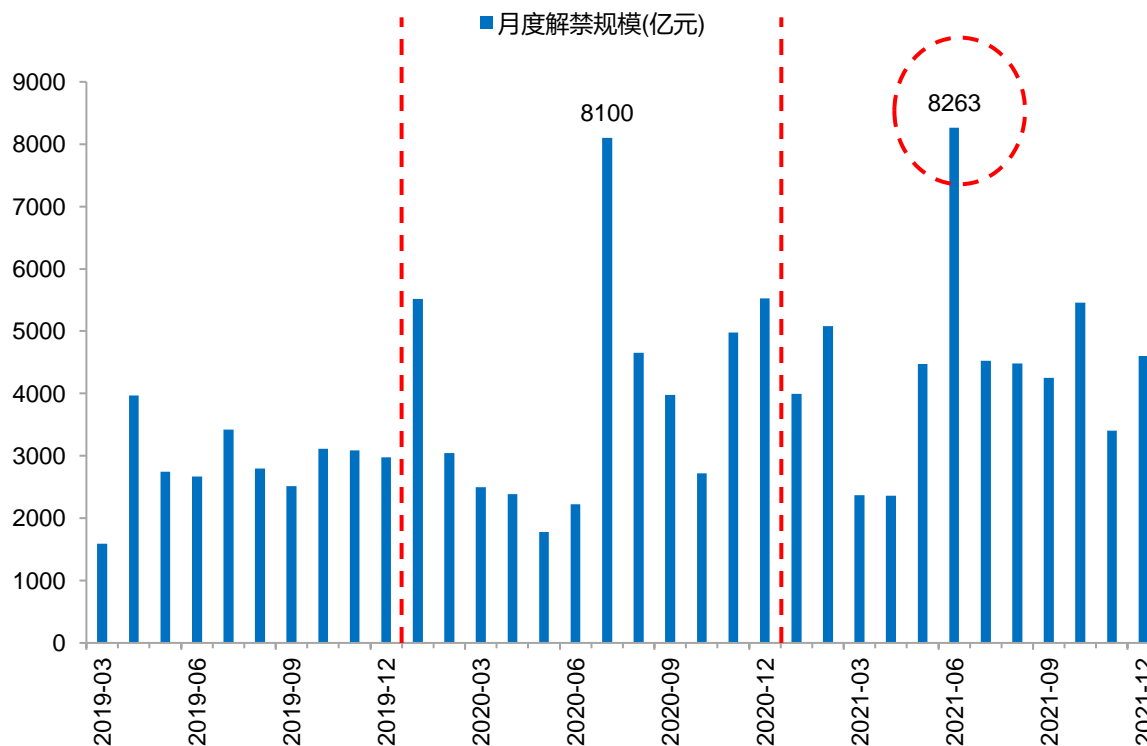
“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台

点击进入  <http://www.hibor.com.cn>

6月即将迎来全年解禁高峰

- 6月是全年的解禁高峰，规模超过8000亿，其中主板和创业板解禁规模占比均在50%左右。

6月解禁规模超过8000亿



说明：2021年5月后的解禁规模数据以5月底股价计算

来源：Wind、国金证券研究所

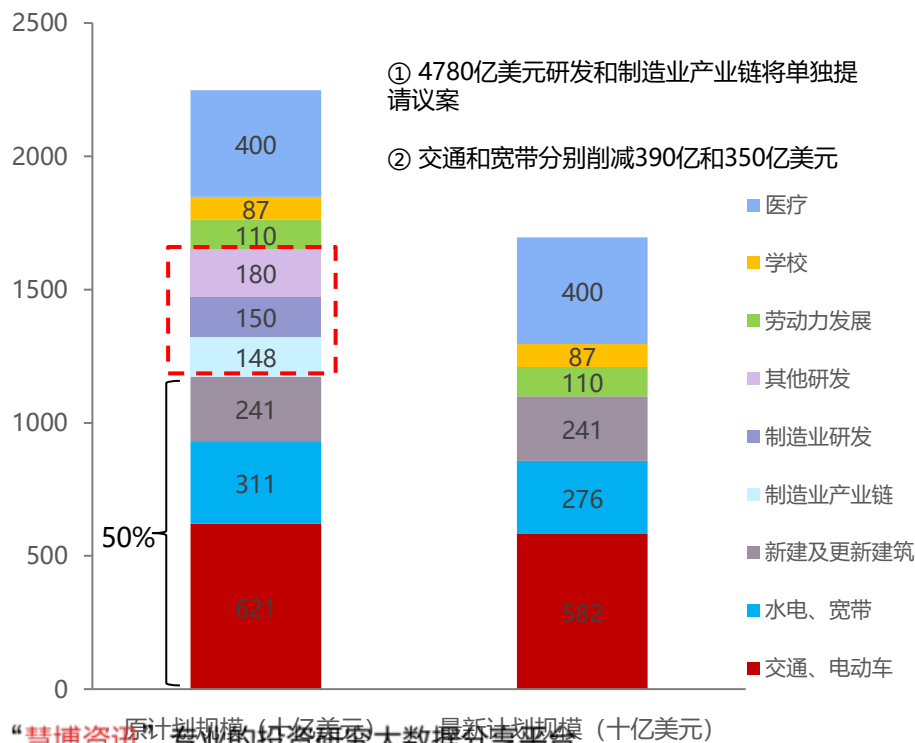
“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台

点击进入  <http://www.hibor.com.cn>

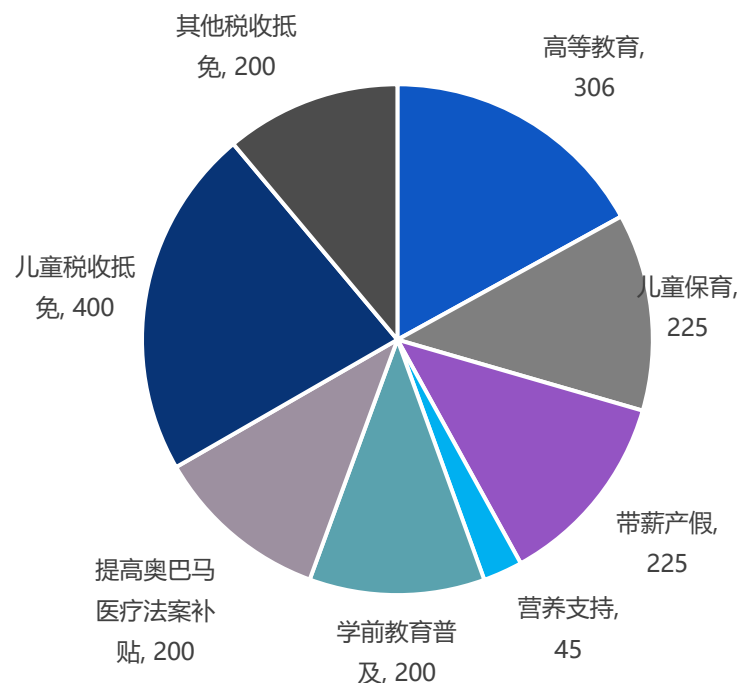
美国基建刺激计划对全球需求的外溢效应

- 拜登政策三大计划：一是3月已经实施的纾困计划，每人发放现金1400美元；二是正在与国会谈判的1.7万亿美元就业计划（此前规模目标是2.3万亿），聚焦基建和研发等方面，伴随着加税政策；三是正在研究的美国家庭计划，总规模1.8万亿美元，支持美国中产阶级。

美国就业计划1.7万亿美元



美国家庭计划1.8万亿美元



- 业绩高增长叠加前期市场回调，A股整体估值已回到历史中位数附近。

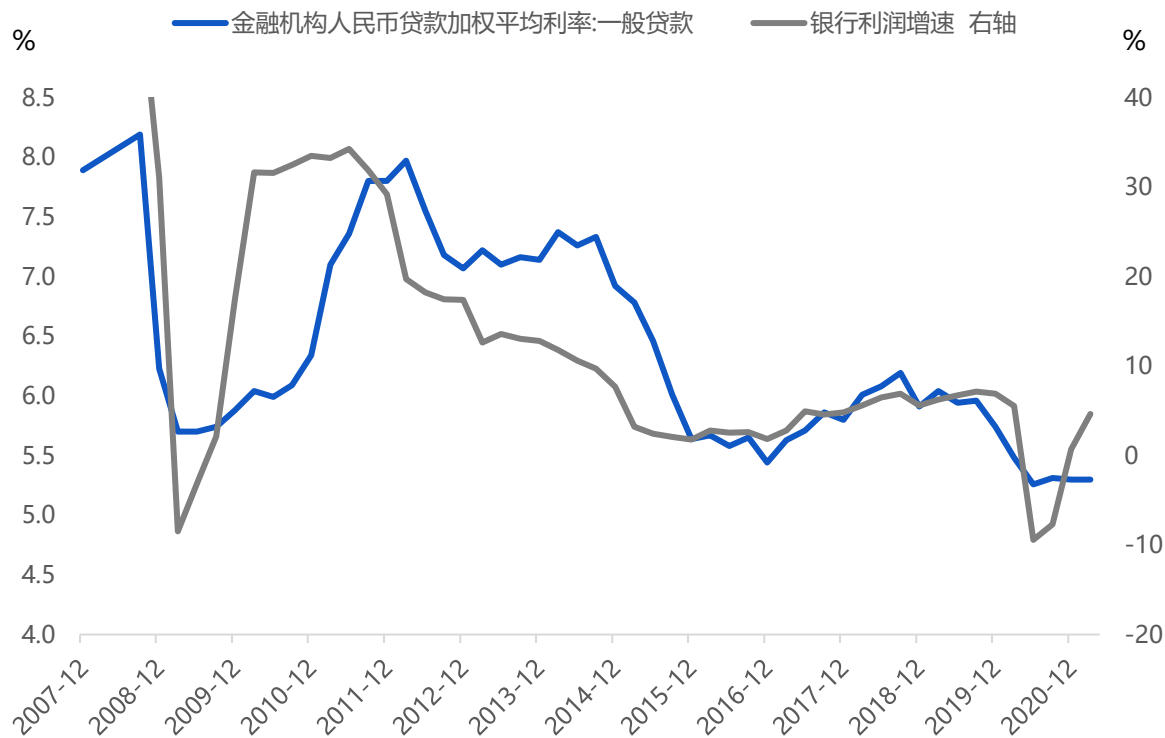
全部A股非金融PE（TTM，整体法，剔除负值；自2010年1月起）



- 一、“通胀”是下一阶段全球股票市场的主题词
- 二、资本开支扩张周期处在哪个阶段？持续时间如何？
- 三、市场策略：通胀下的结构性机会
- 四、行业配置：防守与进攻并重

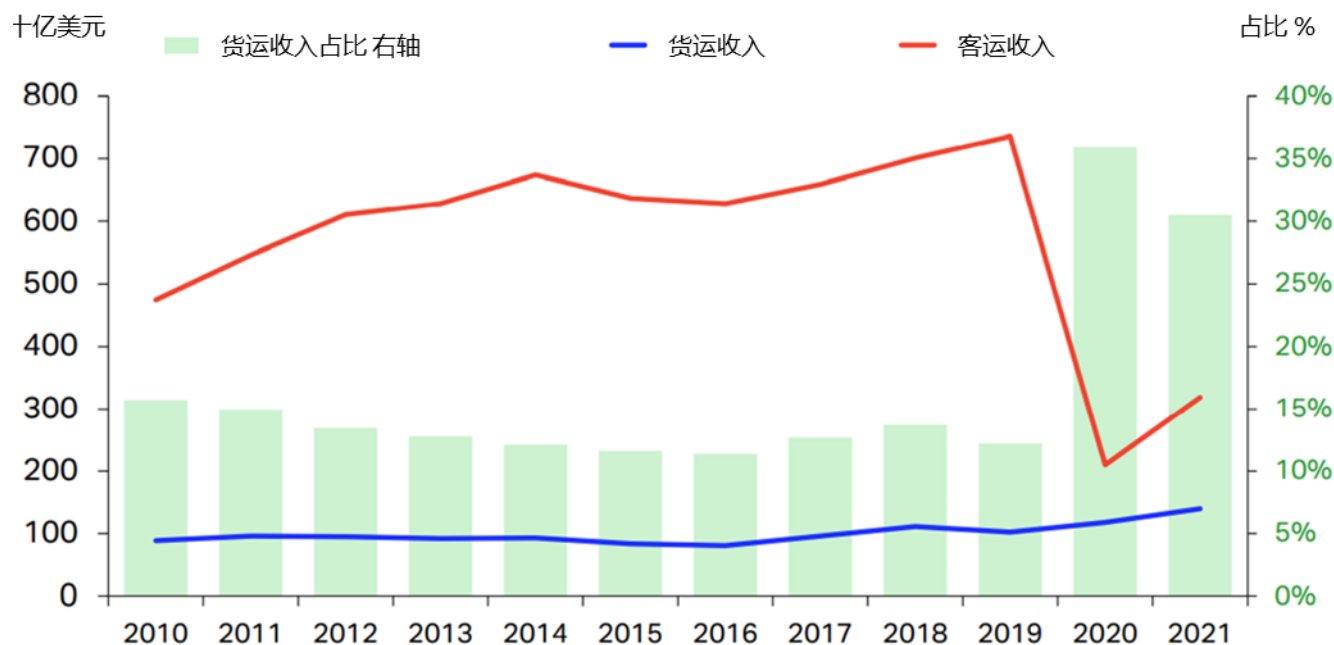
- 平均贷款利率整体在上升，银行业绩将相对收益。

贷款利率与银行业绩增速正相关



- 航空公司货运收入受疫情影响并不大，客运收入在逐步改善。

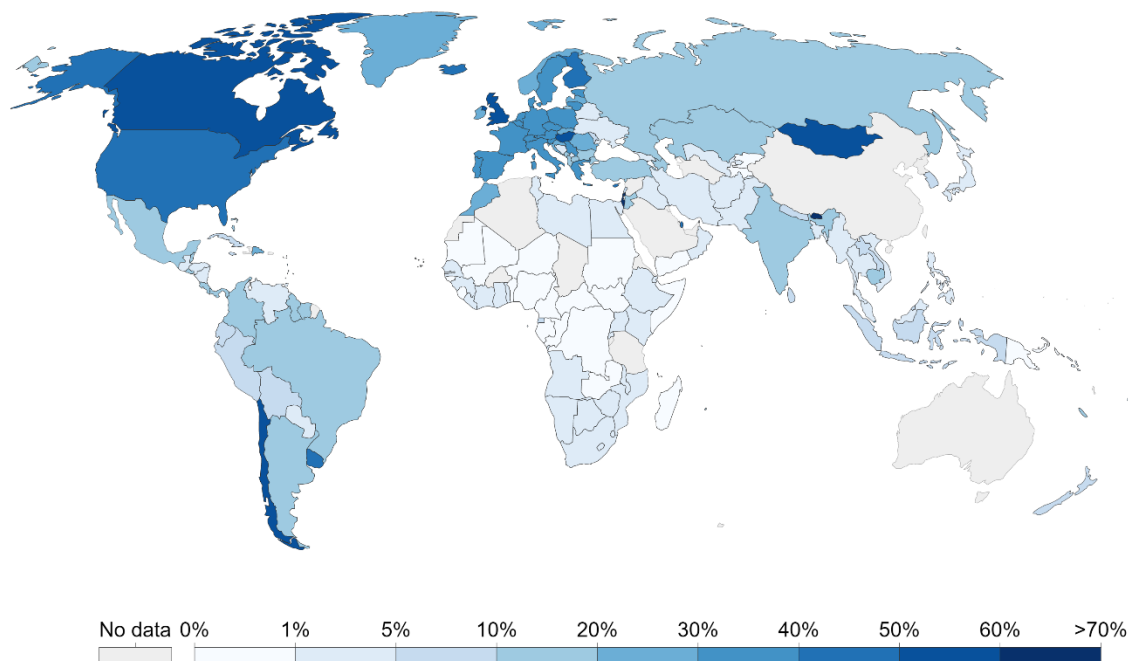
全球航空公司客运和货运收入



来源：IATA、国金证券研究所

- 美国疫苗接种率已经接近50%，欧洲地区也普遍在30-40%左右。

全球各地疫苗覆盖率（接种疫苗人数占比，截止5月25日）



来源：www.ourworldindata.org、国金证券研究所

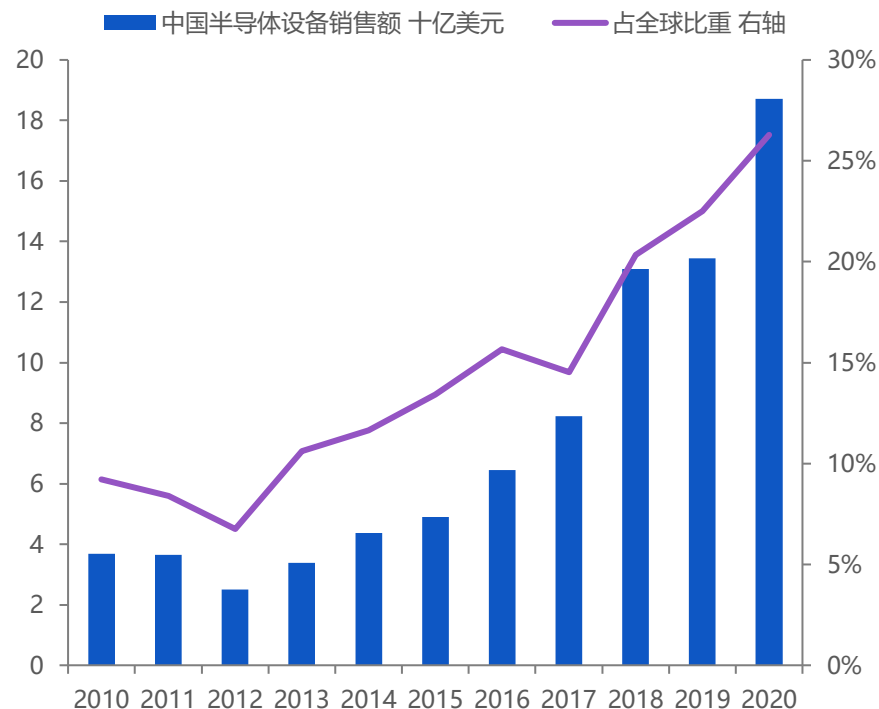
“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台

点击进入  <http://www.hibor.com.cn>

中游“半导体设备、锂电设备、自动化设备”等

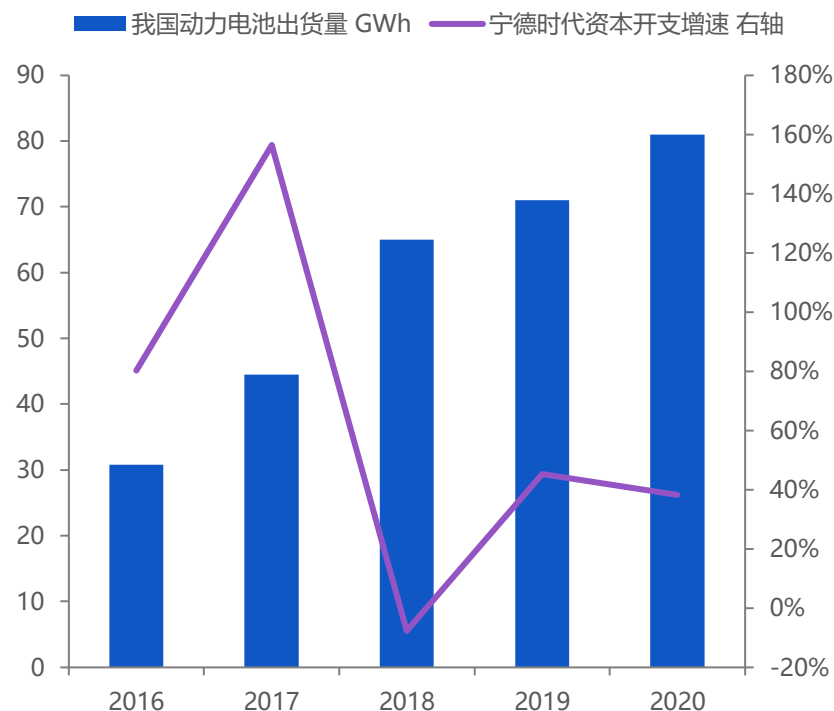
- 布局中游设备行业，受益于产业链资本开支扩张。关注半导体设备、锂电设备、自动化设备等。
- 上游价格上涨对两类行业影响有限：1) 下游需求有支撑的；2) 行业格局类似垄断型的。

我国半导体设备销售额占比持续提升



“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台

我国动力电池出货量及龙头企业资本开支

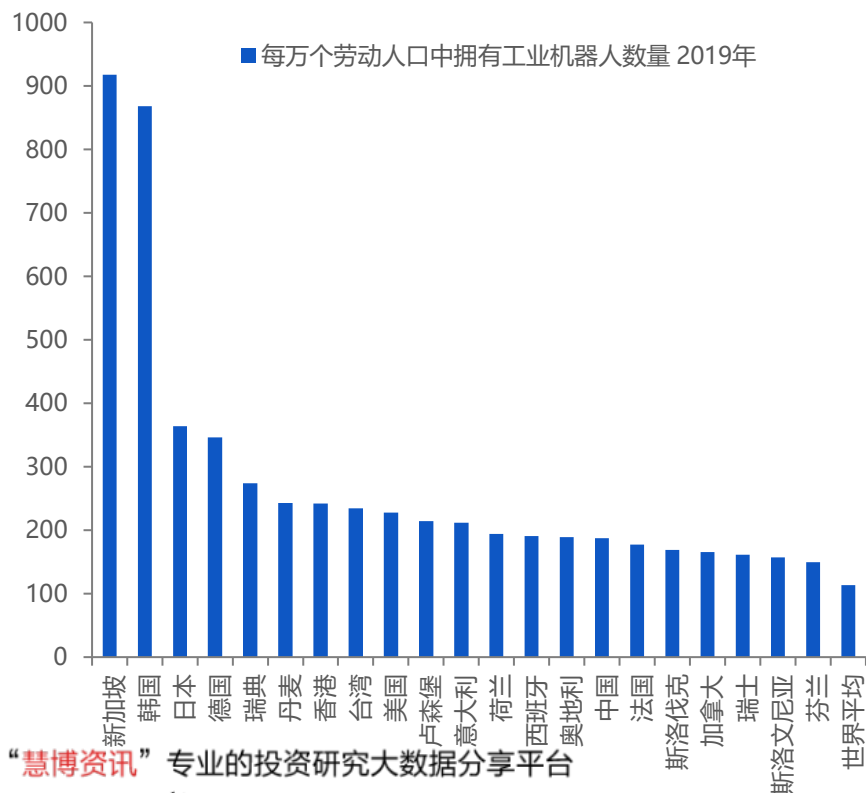


来源：Wind、国金证券研究所

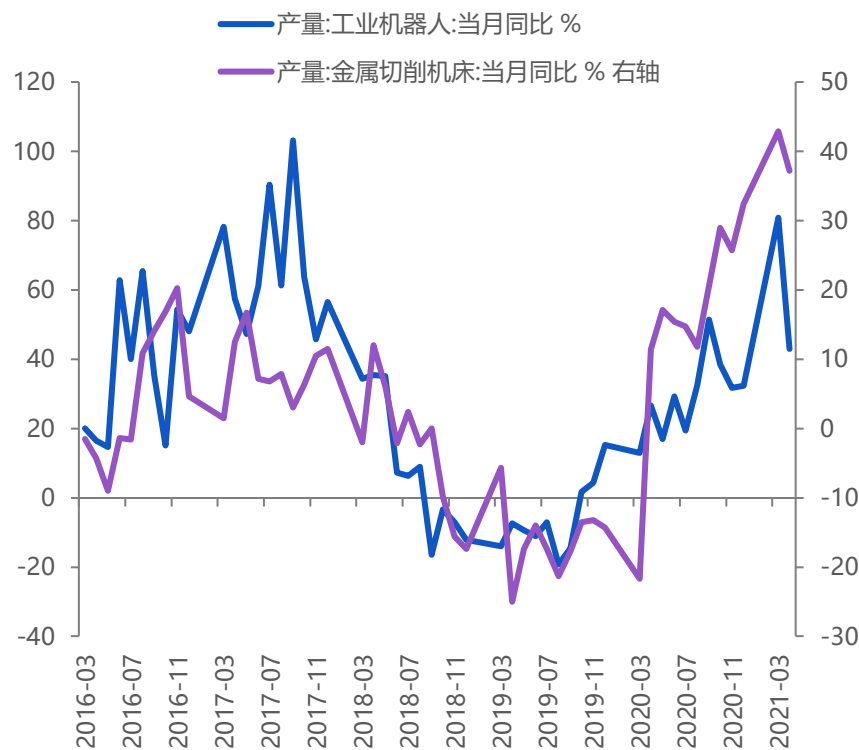
中游“半导体设备、锂电设备、自动化设备”等

- 相比其他发达国家，我国工业机器人密度仍相对较低，在企业资本开支过程中，自动化设备更新带动行业进入新一轮景气周期。

我国工业机器人密度仍相对较低



我国工业机器人产量持续上行

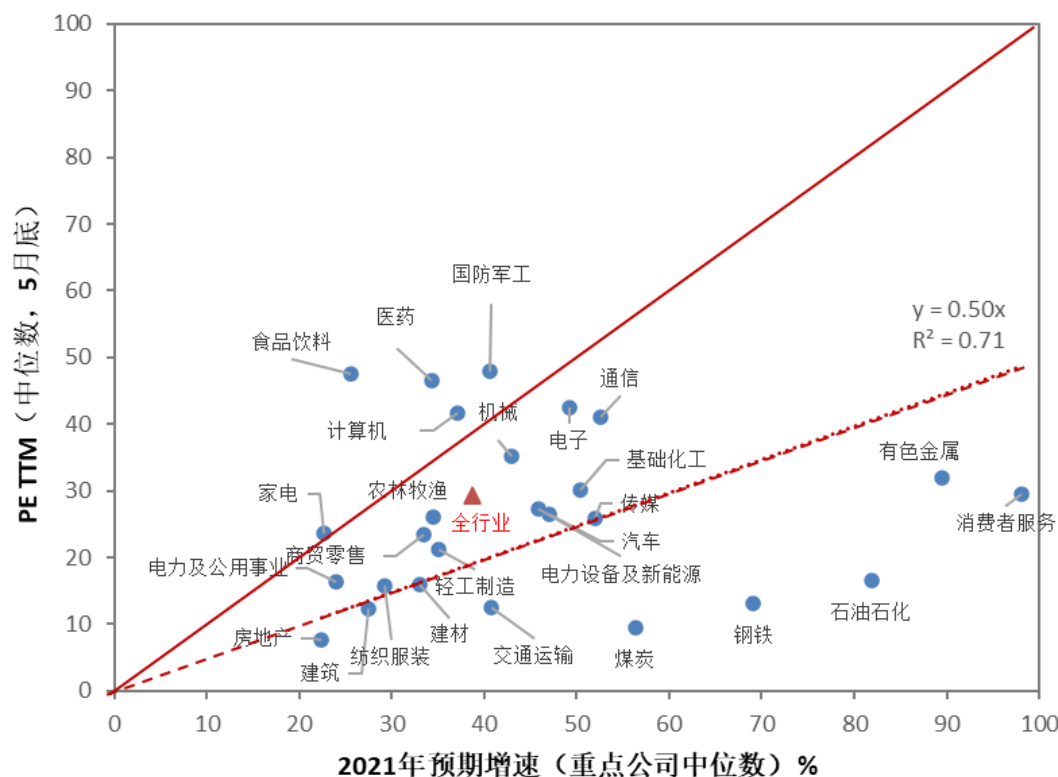


来源: Wind、国金证券研究所

来源: IFR、国金证券研究所
点击进入 <http://www.hibor.com.cn>

- 持续高景气和高增长的半导体等电子行业在持续回调后关注其估值性价比。

各行业PE和预期增速



- 经济复苏不及预期
- 宏观流动性超预期收缩
- 海外黑天鹅事件（地缘政治风险等）

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，

谢谢



国金证券
SINOLINK SECURITIES

“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台

点击进入  <http://www.hibor.com.cn>

www.gjzq.com.cn