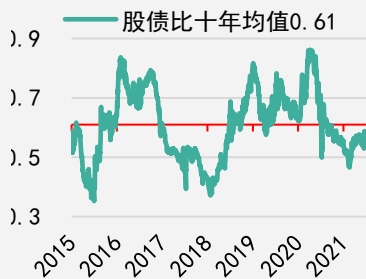




## 市场回归中性 聚焦新驱动

板块  股指

建议股债平衡：



前海期货有限公司

投资咨询业务资格

投资研究中心

期货分析师：张若溪

电话：021-68770091

邮箱：zhangruoxi@qhfc.com

从业资格号：F3056946

投资咨询号：Z0016166

期货分析师：许向东

电话：021-68770057-8071

邮箱：xuxiangdong@qhfc.com

从业资格号：F3063109

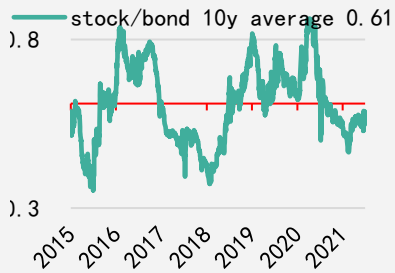
### 报告摘要

- 全球货币面临拐点，中国经济平稳运行。
  - 估值和流动性均已回归中性位置。
  - 预计消费和地产仍将承压，建议聚焦科技驱动的制造业。
- 
- 全球复苏节奏不一致导致货币政策分化
  - 中国经济平稳运行
  - 流动性和估值均已回归中性
  - 建议聚焦科技驱动制造业



Sector  Equity

Stock and bond 50 50:



**QIANHAI FUTURES CO., LTD**

Investment consulting qualification

Investment research center

Analyst: Ruoxi Zhang

Tel: 021-68770091

E-mail: zhangruoxi@qhfc.net

Qualification certificate: F3056946

Consulting certificate: Z0016166

Analyst: Xiangdong Xu

Tel: 021-68770057-8071

E-mail: xuxiangdong@qhfc.net

Qualification certificate: F3063109

## Market return to neutral, focus on new drive.

### ✦ Abstract

- Global liquidity faces tipping point, China economy runs smoothly.
  - Valuation and liquidity have returned to neutral positions.
  - Expect consumption and property to remain under pressure and suggest focusing on technology-driven manufacturing.
- 
- The uneven pace of the global recovery has led to divergence in monetary policy
  - China's economy is running smoothly
  - Liquidity and valuation have returned to neutral
  - Suggests focus on technology-driven manufacturing

## 一、宏观经济回顾及展望

### （一）全球疫情复杂化 复苏步调难一致

#### 1 全球疫情复杂化 各国解封速度不一

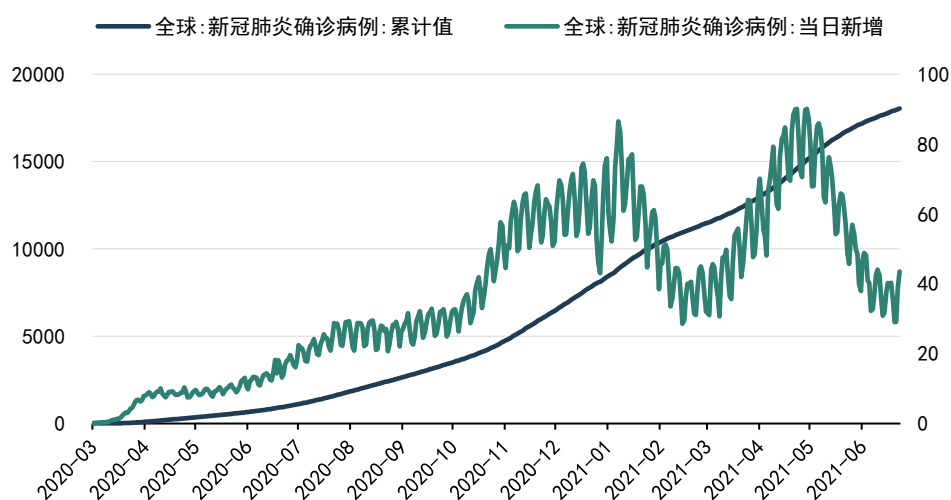
2021 年以来，全球（中国之外）新冠肺炎每日新增确诊人数从 4 月下旬的高点逐渐下降。随着气温的逐步升高和疫苗接种的稳步推进，全球疫情防控形势进一步好转。但受 Delta 变种冠状病毒影响，疫情受控正呈分化局面，非洲部分国家疫情严重反弹，部分地区疫苗接种推进缓慢，疫情形势不容乐观。

具体到国家层面，目前印度作为全世界疫情最严重的国家之一，各种变异病毒层出不穷，且随着印度人员向全世界范围的大量流动，如今有数十个国家已经发现变异病毒。印度在 4-5 月出现新一轮疫情反弹，6 月以来疫情高峰已过，单日新增病例已经有所缓和，印度方面随即宣布放松限制措施，解封新德里，并将一半以上的服务业向民众开放，此次解封将造成世界新冠病毒防控压力的骤增。

欧美疫情近期有所缓解，近期美国和欧洲地区单日新增均回落至 2 万例以下。英国新增确诊有所反弹，根据官方数据，目前英国新增病例 90% 以上为 Delta 变异病毒感染病例，由于 Delta 变种毒株的威胁加大，英国推迟解封时间。除英国外，Delta 变种在欧洲与美国均有较大规模蔓延，德国的 Delta 变种感染病例数量也在上升，德国卫生部长施潘表示，Delta 变种新冠病毒最终将占据主导地位。美国总统拜登表示，Delta 变体毒株更容易传播，可能致命，但不太可能触发新的封锁。

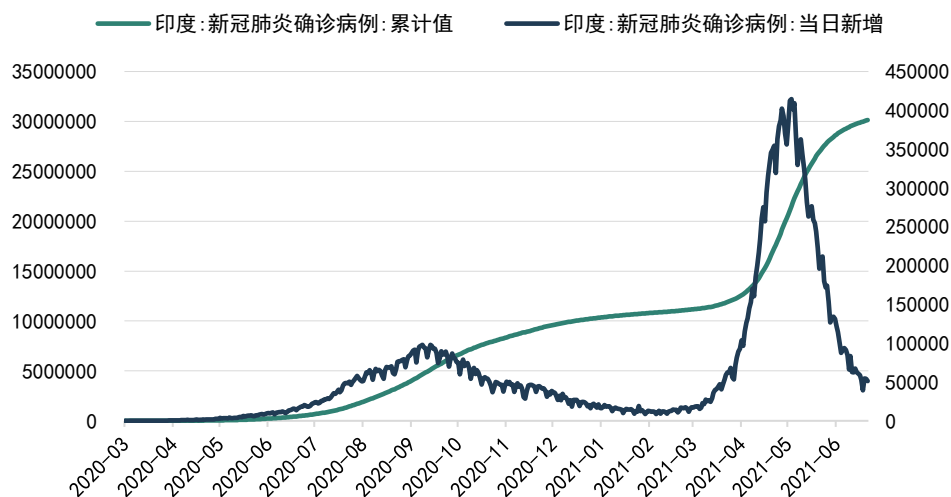
受 Delta 变种冠状病毒影响，全球疫情复杂化，由于疫苗储备和接种进度的不同步，各国解封速度不一，疫苗接种推进有望控制疫情蔓延。

图 1 全球疫情继续蔓延，每日新增病例下降（万例）



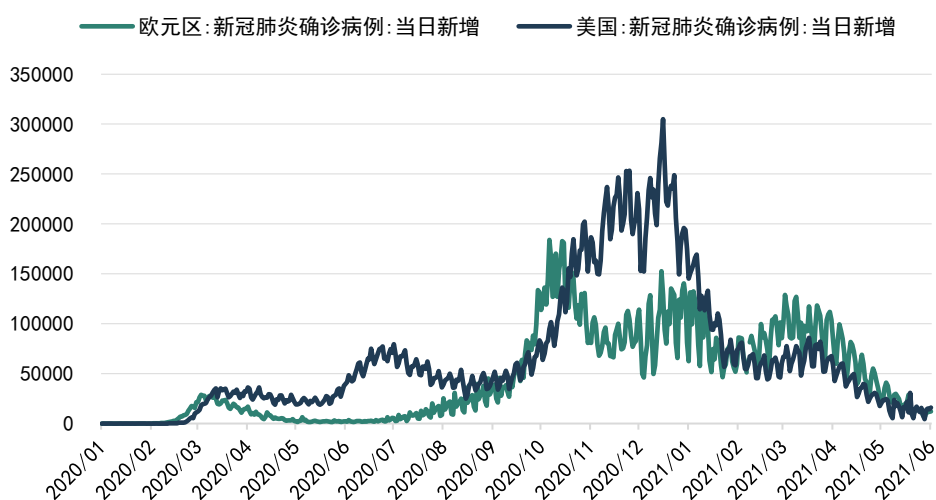
数据来源：Wind，前海期货

图 2 印度新冠肺炎新增病例逐渐下降（例）



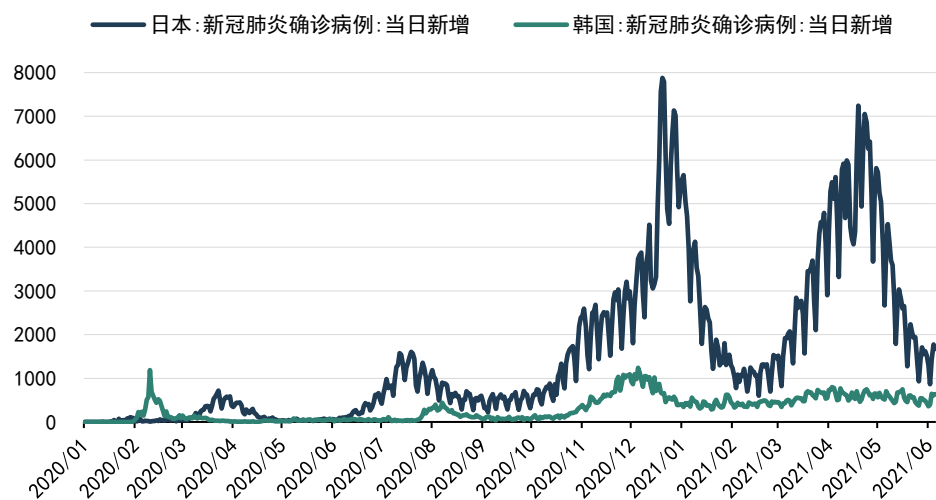
数据来源：Wind，前海期货

图3 欧元区和美国新增确诊人数下降（例）



数据来源: Wind, 前海期货

图4 日韩每日新增病例有所回落（例）



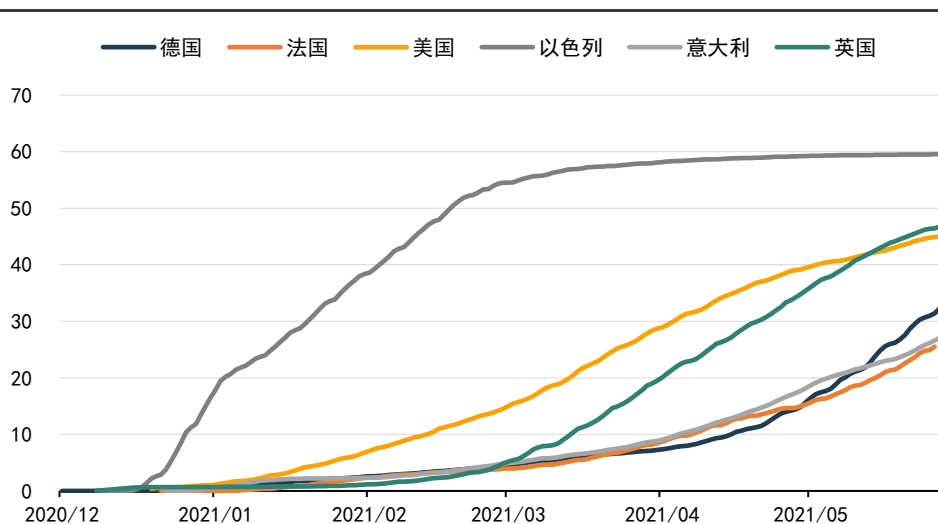
数据来源: Wind, 前海期货

## 2 疫苗接种速度不同 群体免疫时点分化

疫苗接种方面，目前以色列接种速度最快，其次为英国与美国。美国接种比例接近 50%，但因有意愿接种人口基本完成接种，接种速度明显放缓。海内外市场对于美国群体免疫预期几乎一致，即将在今年三季度实现群体免疫，但这一预期忽视了美国民众接种意愿以及变异病毒的威力。因此，对于美国三季度实现群体免疫的预期恐难实现。以英国为例，尽管英国疫苗接种率明显高于美国，但受印度变异病毒影响，疫情再次反弹。

欧盟国家中主要国家德国、法国、意大利等接种在提速，但目前疫苗接种率都偏低。欧美疫情明显改善一部分原因为气温回升，若秋冬季叠加变异病毒，欧美疫情可能会再次爆发。

图5 新冠疫苗接种人数占比 (%)



数据来源：Wind，前海期货

### 3 经济复苏步调不一致 全球通胀高企

在各国政府的大规模政策刺激下，全球经济自 2020 年下半年开始复苏。各国政府推出的大规模财政和货币刺激，使得各国需求修复相对较快，特别是商品消费的需求，已经接近疫情前的水平。而随着疫苗接种的推进，服务业的限制也逐渐解除。当前全球经济正处于疫情影响逐渐弱化，发达经济体经济加速修复的阶段。疫苗接种加快强化全球经济复苏预期，但疫苗接种进度不同步使得经济体之间复苏步调不一致。

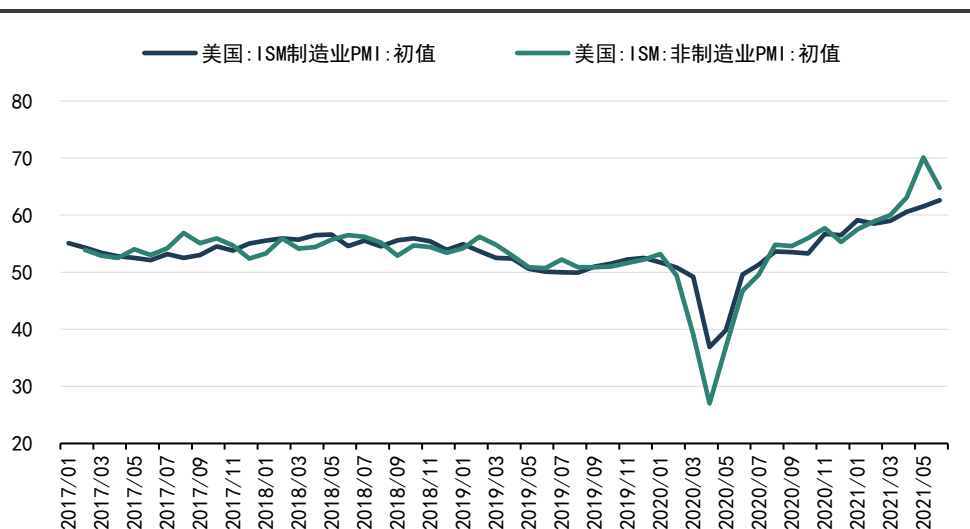
具体来看，受益于疫苗接种的推进，美国新增病例持续回落，经济复苏趋势不变。美国 6 月 ISM 制造业 PMI 指数回升至 62.6 (前值 61.5)，非制造业 PMI 回升至 64.8，均位于景气区间。

美国 5 月非农报告显示，整体新增就业数据环比改善，但就业修复有所放缓，结构性问题仍存，尤其是生产行业的就业修复偏缓。

5 月失业率从前值 6.1% 降至 5.8%，主要原因在于劳动参与率的下降，部分劳动力完全退出了就业市场，故失业率降低并不能很好的证明美就业市场修复取得实质性进展，疫情冲击下，长期失业人数增加，就业结构性问题进一步加

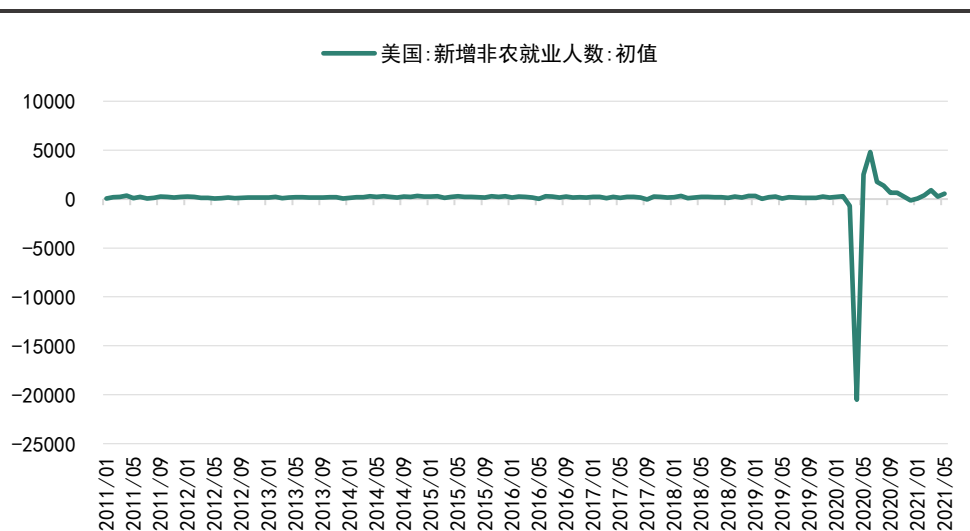
剧。短期来看，疫苗接种的持续推进、超过半数的州将暂停发放补充失业金，以及失业救济法案逐步退出，复工复产意愿或有边际好转的趋势，有望带动劳动参与率进一步提升，美就业市场整体复苏进程预期不改。

图 6 美国 ISM 制造业和非制造业 PMI 已恢复至疫前水平 (%)



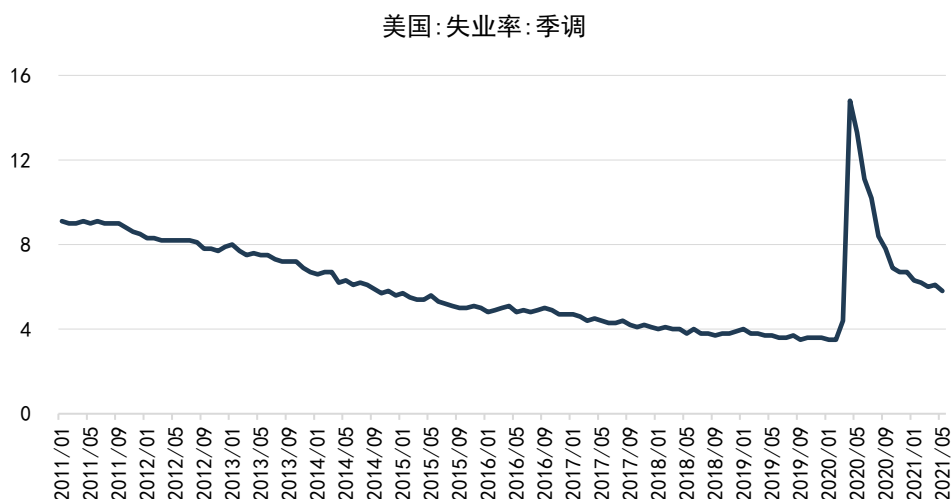
数据来源: Wind, 前海期货

图 7 美国新增非农就业人数 (千人)



数据来源: Wind, 前海期货

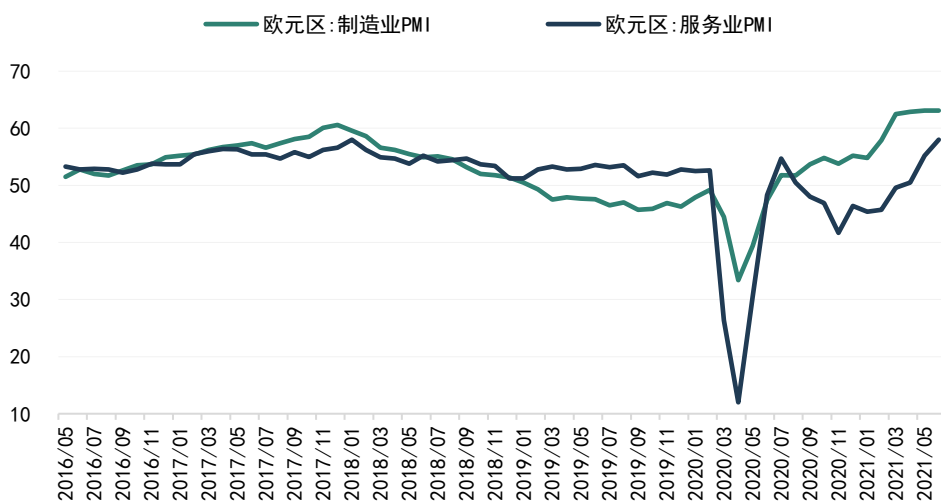
图8 美国失业率逐渐下降 (%)



数据来源: Wind, 前海期货

欧洲经济增速逐渐加快, 5 月份开始, 欧洲对经济的限制逐步放开, 制造业不断上行, 欧洲各国服务业陆续加快重启, 服务业增长回升速度加快。欧元区零售指数与工业生产指数同比高增, 供需全面改善, 供给改善程度好于需求。

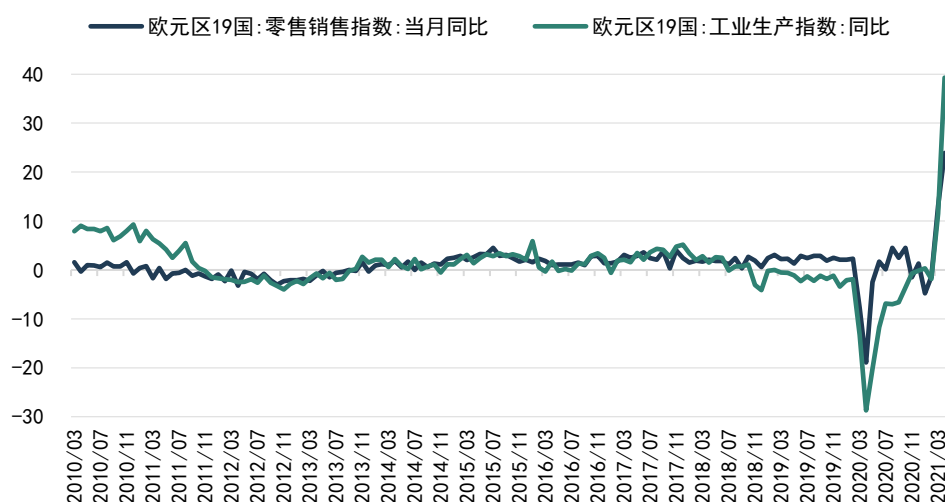
图9 欧元区制造业和非制造业 PMI (%)



数据来源: Wind, 前海期货



图 10 欧元区零售指数与工业生产指数同比高增 (%)

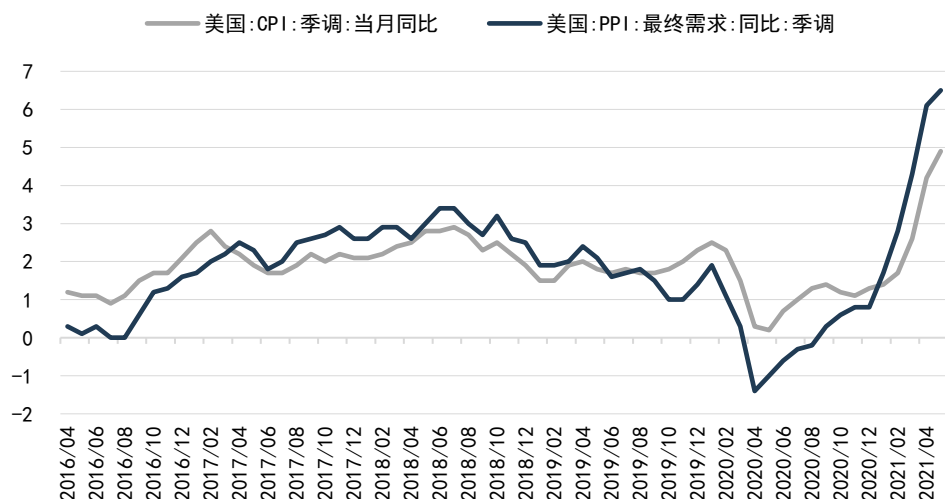


数据来源: Wind, 前海期货

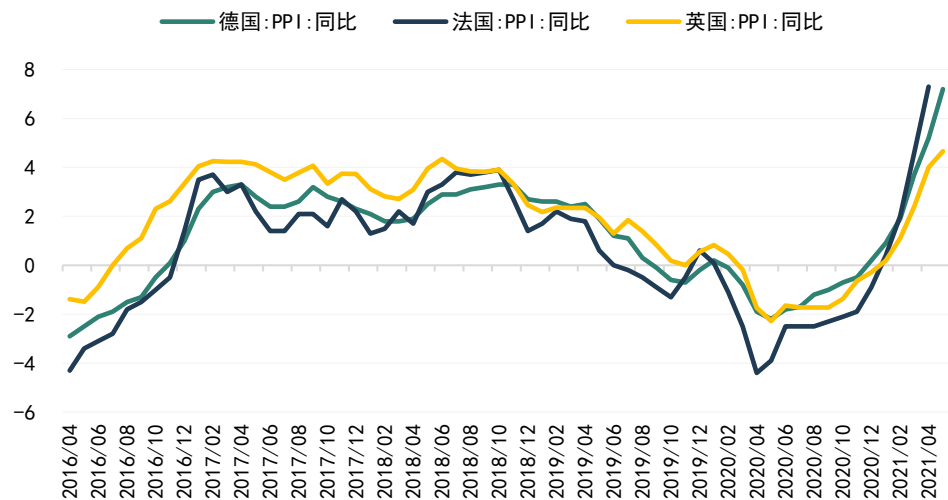
全球通胀压力近进一步加大。美国 5 月 PPI 同比上涨 19.0%，创 1975 年以来的最大同比涨幅，在大宗商品价格高升、美国政府万亿美元经济刺激措施出台和劳动力成本升高的情况下，短期高通胀压力较大。德国 5 月 PPI 达到 7.2%，为 2009 年以来最高，法国 4 月 PPI 录得 7.3%，创历史新高。英国 PPI 同比达到 2.1%，为 2012 年以来最高。

由于商品市场和劳动力市场的供求错配以及疫苗在世界各国分配的不均衡，短期通胀冲高已是基本事实，对于通胀的持续性则取决于各国的复苏节奏和货币环境的差异。

图 11 美国通胀压力高位上行 (%)



数据来源: Wind, 前海期货

**图 12 欧洲通胀压力上升 (%)**


数据来源：Wind，前海期货

## (二) 全球货币面临拐点

### 1 美联储逐渐转鹰

美联储 6 月 FOMC 会议大幅上调了年内经济增长及通胀预期，或因美联储认为下半年疫情对于服务部门的约束解除，美国将迎来报复性服务消费；加息预期大幅前移，这一变化大概率是对美国经济即将强劲复苏、通胀或将在较长时间内超过联储目标的反馈。

美联储货币政策决策最重要的参考指标是通胀和就业，6 月 FOMC 会议也再度强调“直到实现委员会的最大就业和价格稳定目标方面取得实质性进展”；“当我们感到经济取得实质性的进一步进展时，我们就会缩减购债规模，也会尽力避免市场出现过度反应”，并宣布“自下一次 FOMC 货币政策会议开始，美联储将针对实质性进展做出评估”。

随着就业缺口的逐渐弥合、物价的不断高企与市场流动性的过度充裕，联储年内启动 Taper 的概率明显增加。美联储未来几个月将陆续吹风，接下来的 7、8 月两次会议美联储将对“实质性进展”进行评估，可能会释放更为明确的 Taper 信号，减持公司债 ETF 的操作已经表明美联储对经济信心增强。市场预期美联储最早将在 7 月议息会议正式讨论 FOMC，考虑到经济和市场需要一定消化时间，Taper 的落地实施可能需要等到 12 月或明年一季度，即美国疫苗接种

完成程度较高、疫情约束解除、服务行业就业数据显著改善后。

## 2 欧央行暂未收紧

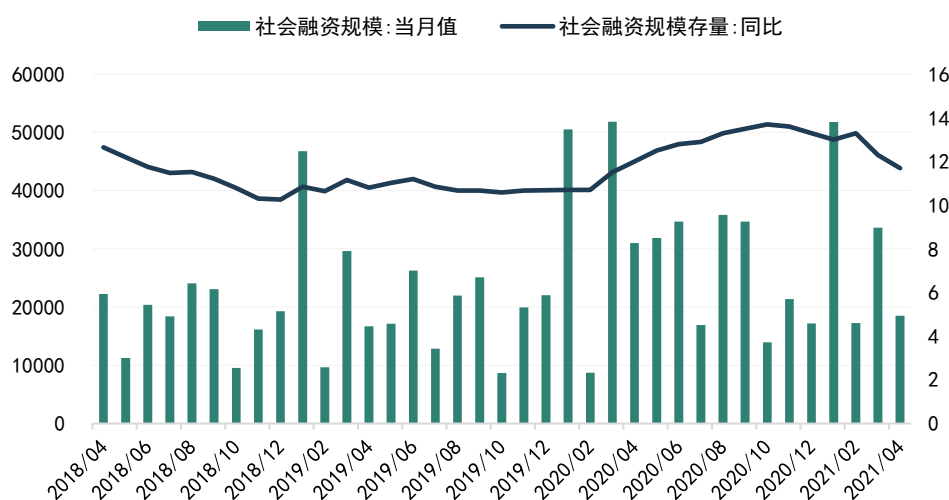
欧央行 6 月利率会议决定，维持三大基准利率不变，保持 1.85 万亿欧元的紧急抗疫购债计划（PEPP）规模不变，符合市场预期。二季度购债速度较一季度已经明显加快，已完成约 60% 的购债计划。

随着疫苗接种不断推进，欧洲疫情大幅缓解，欧洲经济在加速修复。由于欧洲没有像美国那样进行强力度的财政刺激，所以和美国面临的通胀压力并不相同，欧洲央行认为近期的通胀上升是暂时的。欧洲央行行长表示，虽然疫情出现好转、欧元区经济正在加快复苏进程，但依旧离不开货币政策的支持。由于新冠病毒变异的扩散带来的不稳定风险因素，使得欧洲央行需要通过持续的货币政策来帮助克服疫情影响。

## 3 国内央行货币政策稳定

在“调结构、化风险”政策主基调下，我国货币政策保持连续性和稳定性，央行在货币政策层面上并未收紧。目前信贷总量偏强、结构趋优，反映出实体需求尚佳、经济运行稳中向好。虽然国内金融数据总量尚好，但结合 PPI 和 PMI 数据来看，7 月政治局会议之前，货币政策需要应对海外大宗商品价格上涨对我国供给端造成的一系列负面影响，总的来看，短期内货币政策主动收紧的可能性较小，同时也需要谨慎应对输入型物价上行。

往后看，国内货币政策将继续稳字当头，宽货币+紧信用的政策延续，主要表现为社融增速下滑，随着货币政策正常化，社融增速自然下滑，且随着高基数效应趋弱、政府债券发行提速，预计社融增速将进入震荡期，大幅下行的阶段或已过去，但经济运行稳中向好、年内恢复至潜在增速水平概率较大。

**图 13 社融增速逐渐下行**


数据来源: Wind, 前海期货

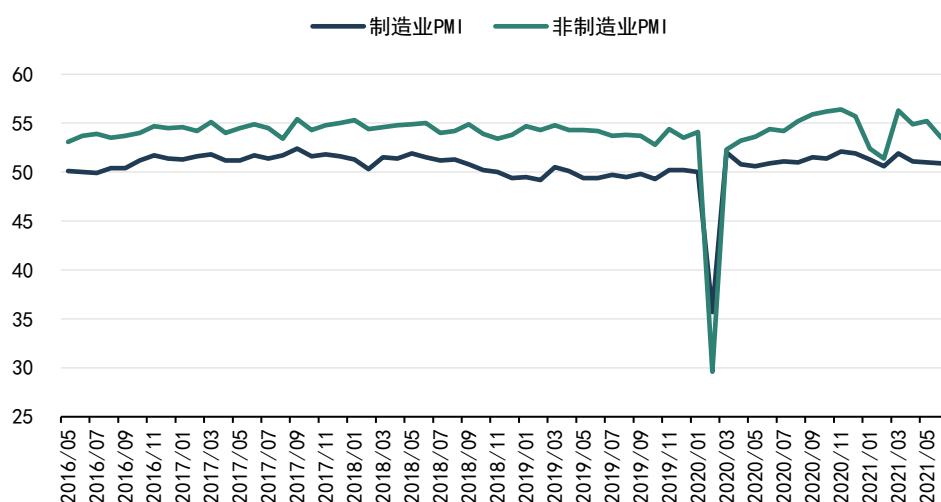
### (三) 中国经济平稳运行

#### 1 疫情防控常态化 经济平稳复苏

去年四季度以来,国内疫情防控常态化,部分地区有散发式疫情,但并未对经济形成明显冲击,我国经济进入平稳运行阶段,经济持续高速增长预期减弱。今年上半年中国的生产仍然较为旺盛,1季度的生产和出口超预期,4月以来,中国经济持续高景气的预期被打破,除基数效应以外,在经济趋势复苏的背景下,消费和投资增速放缓;其次,国外生产恢复使我国出口承压,海外需求的增长回落。

整体来看,我国生产增速已经由高速增长恢复至正常水平,后疫情时期,经济增长可能在一段时间内保持平稳直至增长动能反转。

图 14 中国制造业和非制造业 PMI (%)

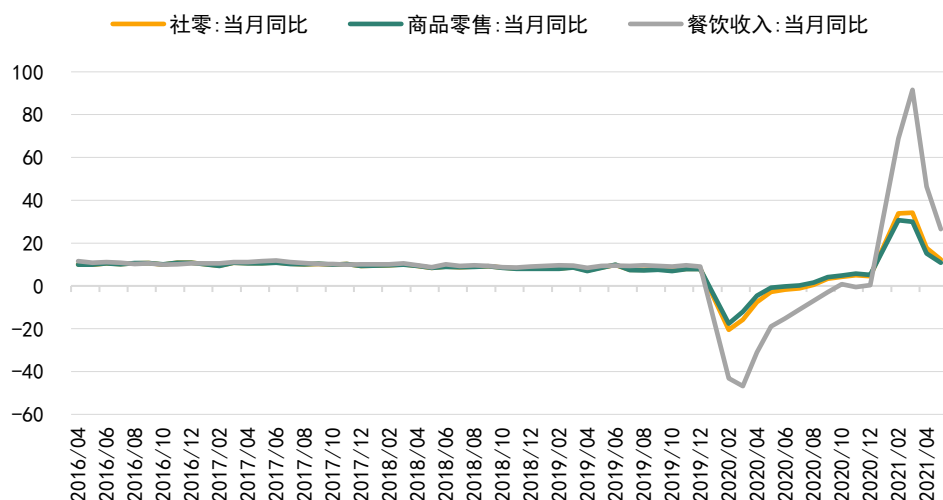


数据来源: Wind, 前海期货

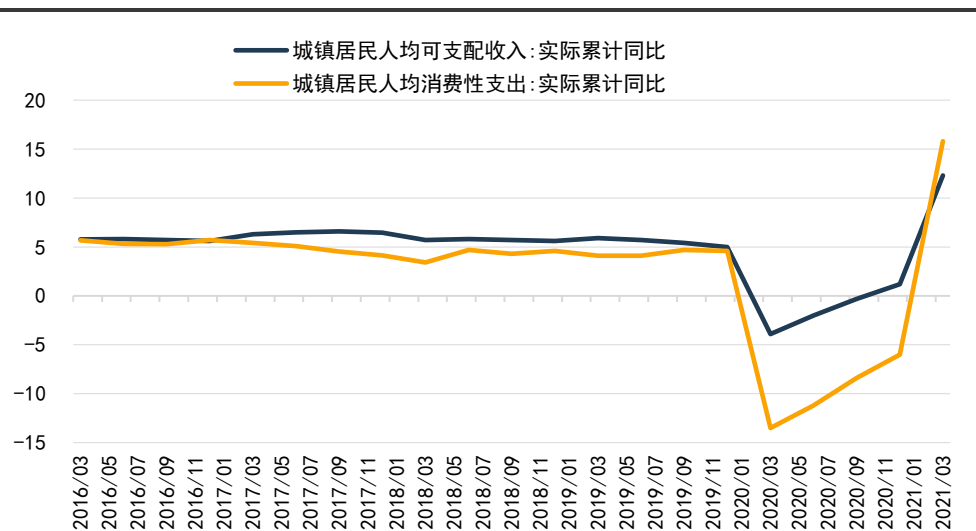
## 2 消费增速低于预期

2021 年,我国社会消费品零售总额增速仍然处于缓慢恢复的状态,但修复的速度持续低于预期。国内零售消费增速低于预期的主要原因是居民可支配收入恢复缓慢,疫情期间的收入减少并未得到补偿,居民的支出增速也处于缓慢修复阶段。服务行业尚未完全恢复,部分地区线下服务业受疫情散点爆发影响较大。随着疫苗接种的推进,线下服务消费修复可能加快,服务业消费会继续上行,但上升速度仍然有限。

图 15 社会消费品零售总额同比增速 (%)



数据来源: Wind, 前海期货

**图 16 城镇居民人均可支配收入和支出增速 (%)**


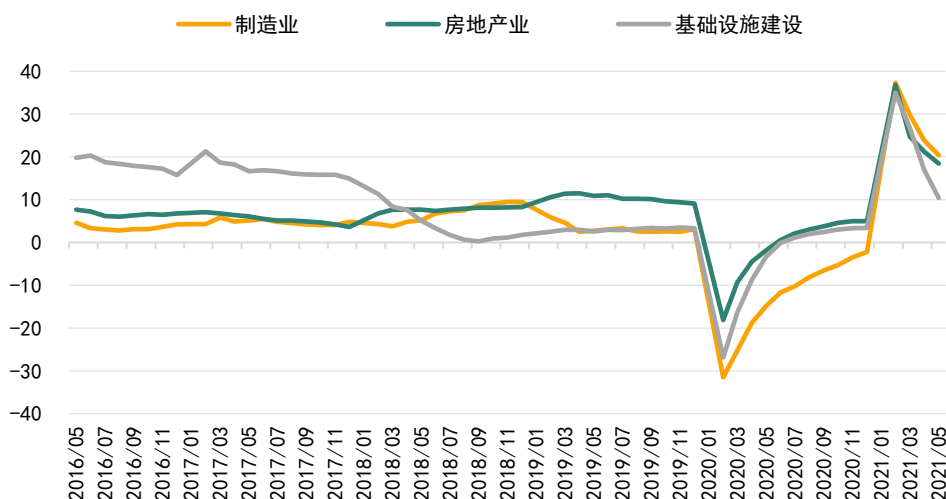
数据来源: Wind, 前海期货

### 3 投资增速逐渐恢复

2020 年下半年以来,我国制造业投资增速逐渐恢复,并且随着国内经济平稳运行、海外经济陆续复苏,市场的整体需求稳步回升,制造业投资继续上行。随着疫苗接种率的不断提高,国外疫情蔓延速度下降,海外经济体逐渐放松管控措施,全球需求逐步恢复,我国制造业投资增速有支撑,但因全球生产恢复空间大于需求,我国投资恢复速度或不及预期。

由于今年不发行特别国债,地方专项债发行规模减少,同时地方政府严格控制杠杆率,基建投资增速下降。但今年专项债发行的节奏明显后移,后续基建依然存在发力空间。

房地产投资韧性仍然较强,但受政策影响,房地厂开发商拿地速度减缓,现阶段房地产增速在逐月下滑,在房企“三道红线”和政策边际收紧的背景下,房地产投资增速或呈趋势下降。

**图 17 固定资产投资累计增速 (%)**


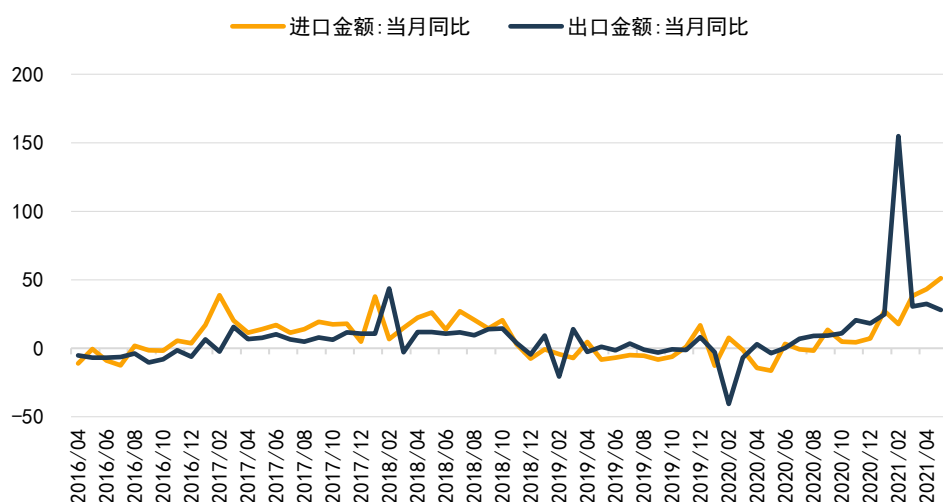
数据来源：Wind，前海期货

#### 4 进出口韧性较强

今年上半年，海外需求旺盛叠加供给增长有限，外需拉动下的出口持续高景气。国内需求回暖和大宗商品价格走高，导致进口商品量价齐升，但大宗商品价格上涨对原材料进口的抑制效应显现。

海外供给方面，美国的产能利用率较 2019 年底的水平已经恢复了 96%，欧元区的产能利用率也回到了 2019 年底约 98% 的水平，且今年以来恢复的速度显著放缓。整体来看一季度海外供应能力恢复较为有限，出口的高增长主要来源于需求端受益于疫情改善带来的积极变化。

目前来看海外供给短期内完全恢复至疫情前水平的可能性较低，一方面，新冠变种病毒带来新一轮的疫情爆发，预计本轮疫情对印度、东盟等新兴经济体产能冲击短期难以消除，同时发达经济体离群体免疫尚需时日，供给缺口仍在，我国短期仍具备产能优势；二是生产停滞时间过长导致海外供应端产能部分出清，美国企业破产申请增速在疫情中显著上升，出清的产能年内很难快速恢复。因此整体来看，海外供给恢复弹性较小，在海外需求持续扩张的情况下出口将维持高位。

**图 18 进出口韧性仍在 (%)**


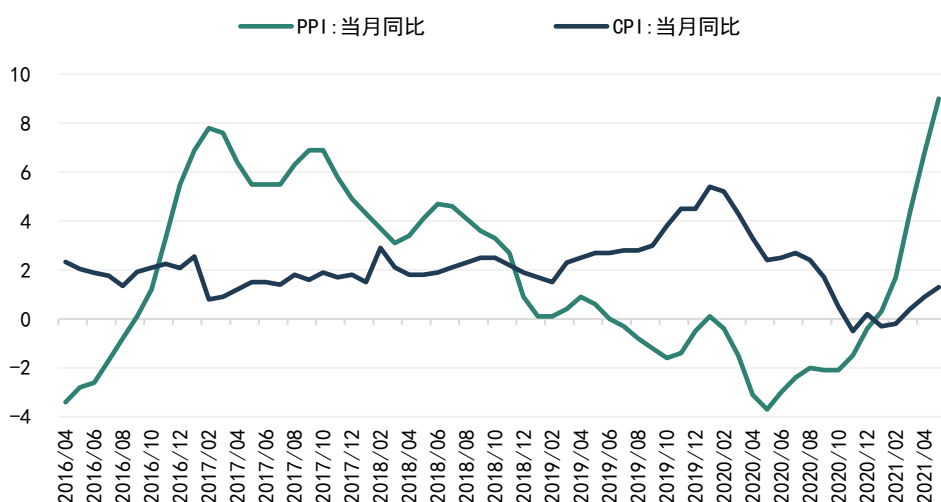
数据来源: Wind, 前海期货

## 5 通胀压力上行

2020 年下半年以来, PPI 同比持续上行, 今年上半年, 大宗商品价格持续上涨推动 PPI 同比不断创下新高。低基数、全球工业品供需错配、流动性充裕、政策限产等因素均推动了大宗商品价格的快速上涨。CPI 上涨幅度较小, 短期低通胀的原因包括去年初的高基数、猪周期下行和经济复苏不均衡导致的服务业价格低迷等, 整体来看 CPI 相对温和可控, PPI 向 CPI 的全面传导概率较低, 不会整体性成为宏观运行的风险因素。

国务院常务会议指出, 要高度重视大宗商品价格攀升带来的不利影响, 针对市场变化, 突出重点综合施策, 保障大宗商品供给, 遏制其价格不合理上涨, 努力防止向居民消费价格传导。发改委、统计局等部门也多次表态, 要着力引导大宗商品价格向供求基本面回归, 推动工业经济持续稳定恢复。5 月下旬大宗商品价格出现了普遍回调, 整体来看, 大宗商品价格快速上涨的负面影响应该是可控的。



**图 19 通胀压力上行 (%)**


数据来源: Wind, 前海期货

## 6 政策聚焦稳增长

下半年的通胀走势将直接影响宏观经济的运行,在“经济尚未恢复至常态、通胀风险相对可控”的情况下,总量政策的主要目标仍然会聚焦在稳增长上,努力促进疫情后的经济运行稳中加固,经济可能仍会在制造业投资和服务性消费的带动下继续恢复。如果上游涨价推动了 CPI 的上行,诱发全面通胀的可能性,那货币政策的核心目标可能也要从稳增长转向防通胀,利率环境和流动性环境都会随之变化。

预计货币政策下半年维持松紧适度,宏观流动性回落幅度趋缓。从目前的趋势来看,社融的回落幅度仍在市场的预期之内,银行信贷相对仍然保持稳健,且结构不断优化。

财政政策方面,今年专项债发行节奏后移,主要原因是已发行的专项债券规模较大,政策效应在今年仍将持续释放。在当前整体地方专项债发行节奏偏慢的背景下,预计下半年将加快发行,而且节奏上,可能在三、四季度平滑供给,助力地方政府重大投资项目有序推进。

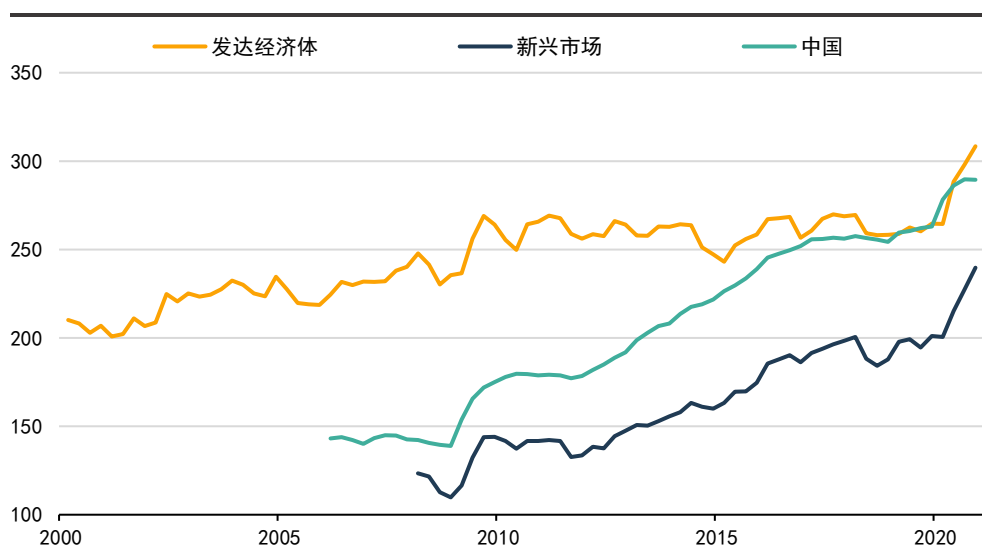
## 二、流动性分析

### (一) 宏观流动性

#### 1 宏观约束

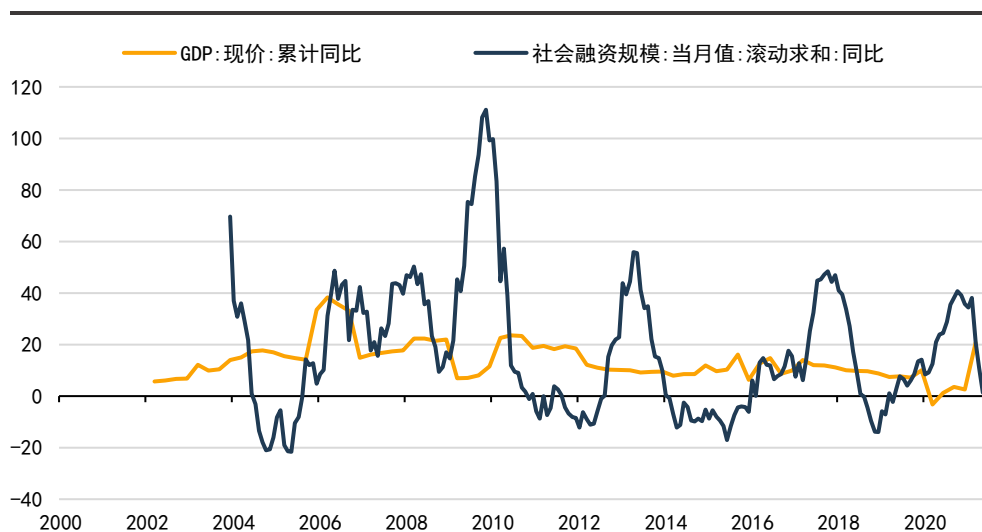
中国宏观杠杆率处在较高水平，大方向上将维持去杠杆。

图 20 中国宏观杠杆率处在较高水平



数据来源：Wind，前海期货

图 21 GDP 增速较高，社融自然回落

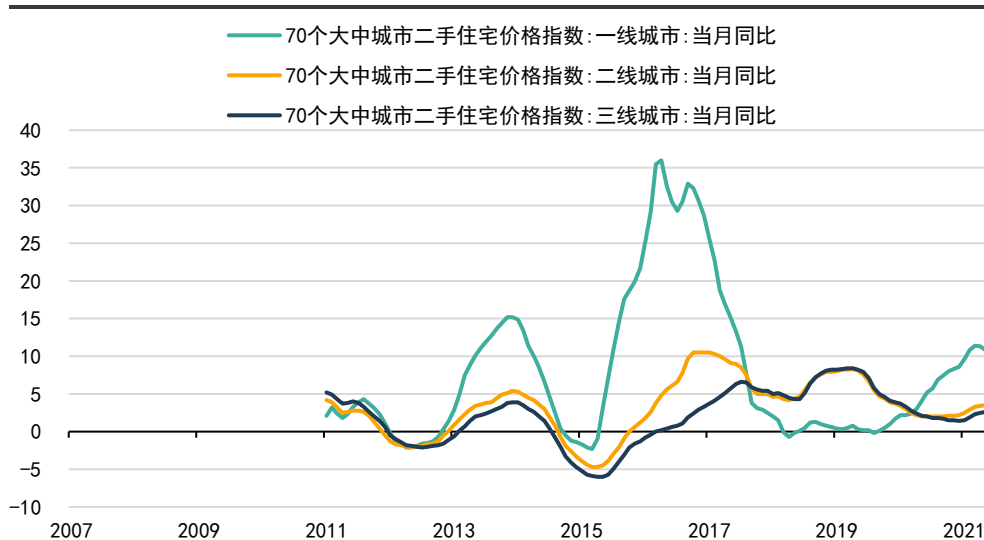


数据来源：Wind，前海期货

现阶段，GDP 增速较高，下阶段虽然可能自然回落，属于经济周期，预计政府会允许社融会伴随 GDP 回落。

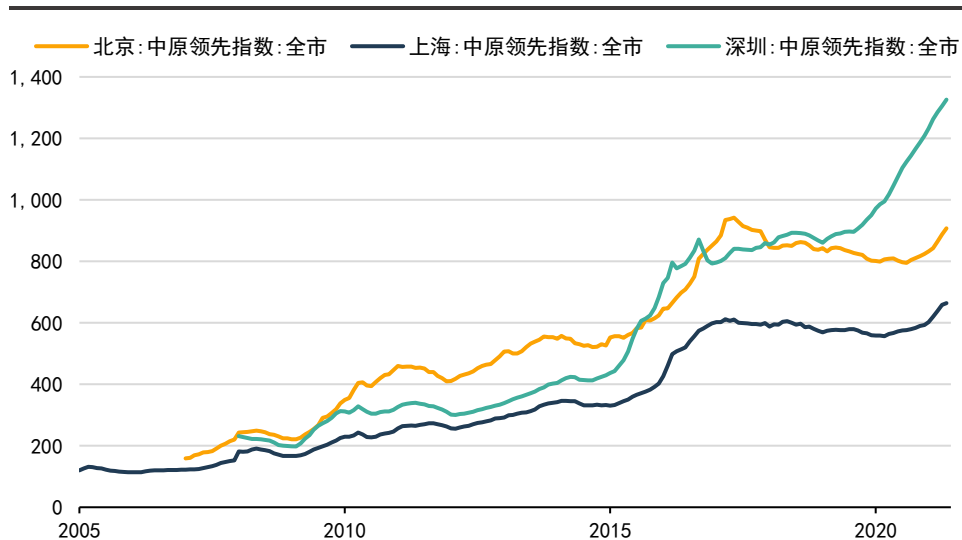
当前全球宽松的流动性推升了核心资产的价格。中国一线城市房价显著上涨，二三线房价也有触底回升的势头。从 70 个大中城市二手住宅价格指数可以看出，中国一线城市房价在疫情后迅速上涨，目前已经逐渐趋稳。

**图 22 一线城市房价上涨较快**



数据来源：Wind，前海期货

**图 23 深圳房价领涨一线**

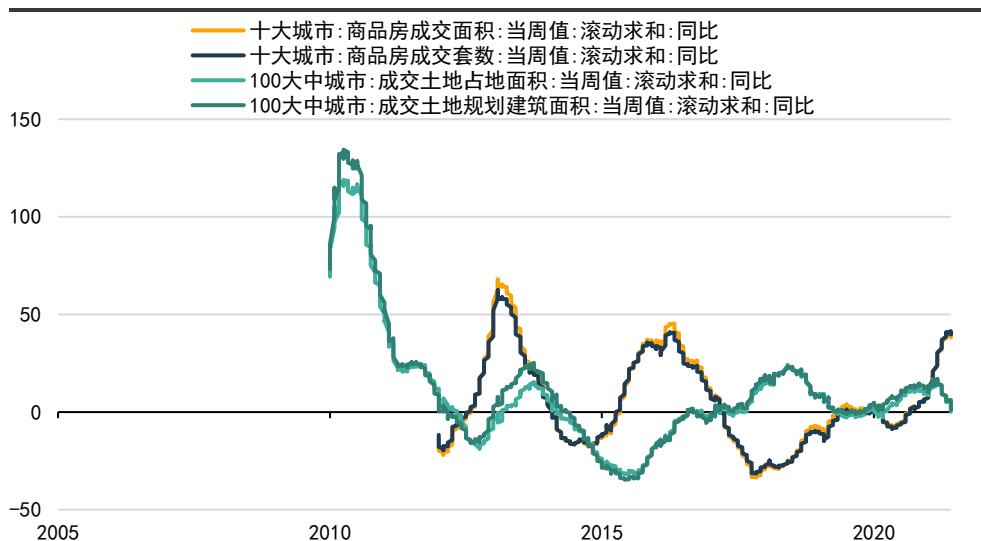


数据来源：Wind，前海期货

在一线城市中，深圳房价领涨全国。由于房价的迅速上涨，政府出台了多项措施，限制房地产企业的拿地。从房地产土地成交来看，已经有所回落。同

时，十大城市商品房成交面积已经处在历史经验高位。未来预计大概率自然回落。

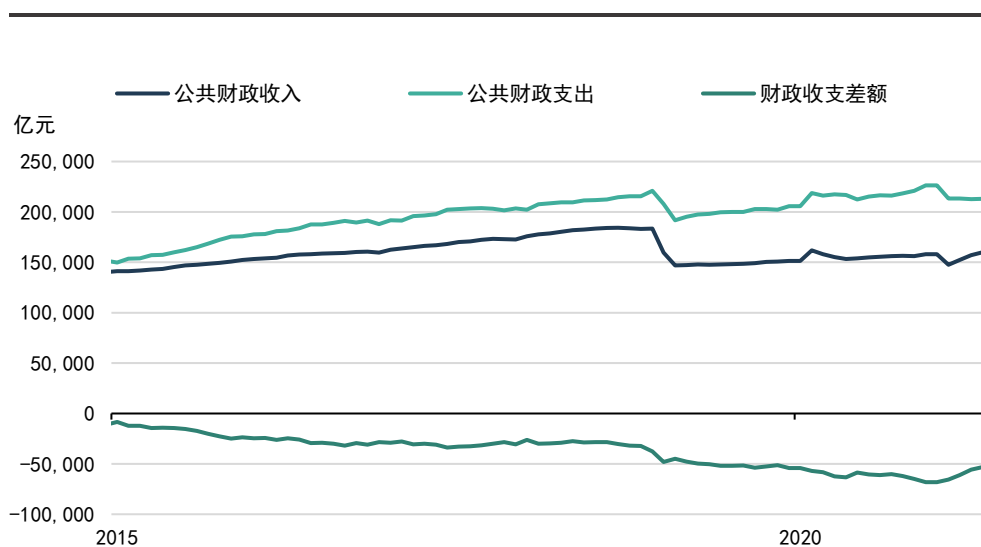
图 24 房地产拿地端已经回落



数据来源：Wind，前海期货

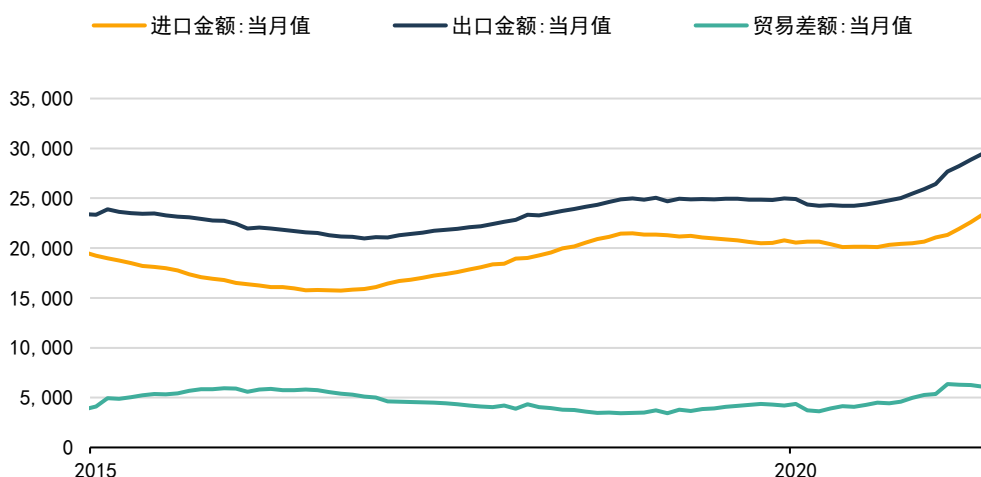
疫情后，政府赤字显著改善。同时，政府收入面临地方政府融资问题，预计大规模的财政支出较为困难。

图 25 政府收支恢复正常化



数据来源：Wind，前海期货

疫情后，贸易顺差水平显著上升，创下有史以来最高。由于美国产能缺口和美元趋弱，预计贸易顺差仍有上升空间。

**图 26 贸易顺差可能仍有上升空间**


数据来源: Wind, 前海期货

综合以上因素, 预计国内宏观环境将主要以稳为主, 由于房地产价格的压力, 预计社融将继续降温。货币环境可能不是主要因素, 预计将以中性为主。

## 2 宏观周期判断

美国双赤字指的是美国经常账户赤字和财政账户赤字, 具体来说, 就是这两个账户上支出大于收入。经常账户主要由进出口货物和贸易以及跨国公司及个人国际转移支付构成, 其中进出口货物和贸易占绝大多数。美国经常账户赤字, 反映了商品和服务贸易平衡和美国居民之间的国际收入流变动。财政赤字是政府支出和政府收入之间的差额。

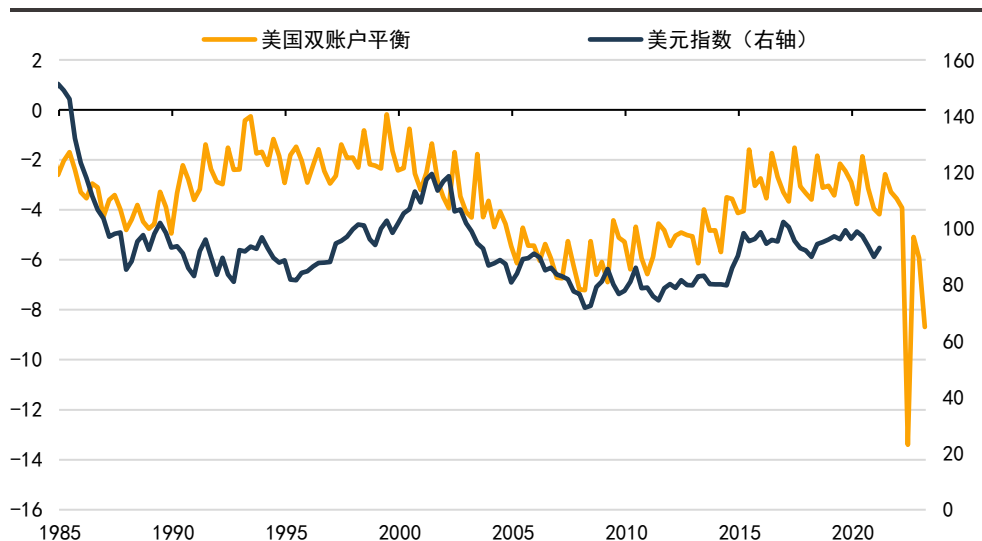
经过统计分析, 我们发现美元指数的强弱是由美国的经常账户平衡和财政账户平衡共同决定的。尤其是广场协议后, 双账户平衡占 GDP 的比例对美元指数解释力度较强, 显著超过单账户的解释力度。需要注意的是, 在第一个上升周期和下降周期中, 经常账户和财政账户和美元指数的关系表现为负相关。这种关系在 1992 年以后越来越变成正相关。

采用贸易加权的美元指数在 2005 年后, 滞后双账户平衡 2 年左右。这意味着, 我们可以从当期的双账户平衡推算下期的美元指数。

每一次美元下行周期都伴随着巨额美元流出, 这推高了商品价格, 使得新兴市场可以大幅增加固定投资, 进而促进工业产能在国际间转移。由于同时催

生了新型市场的设备周期和库存周期，在美元下行周期内，新兴市场权益一般相对于发达市场有显著的超额收益。

图 27 美元大概率继续走弱



数据来源：Wind，前海期货

从国内周期看，目前货币环境处在疫情大宽松后收紧趋势中，但由于美国通胀的扰动，在今年 1 月后反而逐渐宽松。预计未来货币阶段性收紧的趋势不会改变，但可能主要取决于美元流动性，不属于主要矛盾。

图 28 资金价格：长期下降，中期上升，短期走平

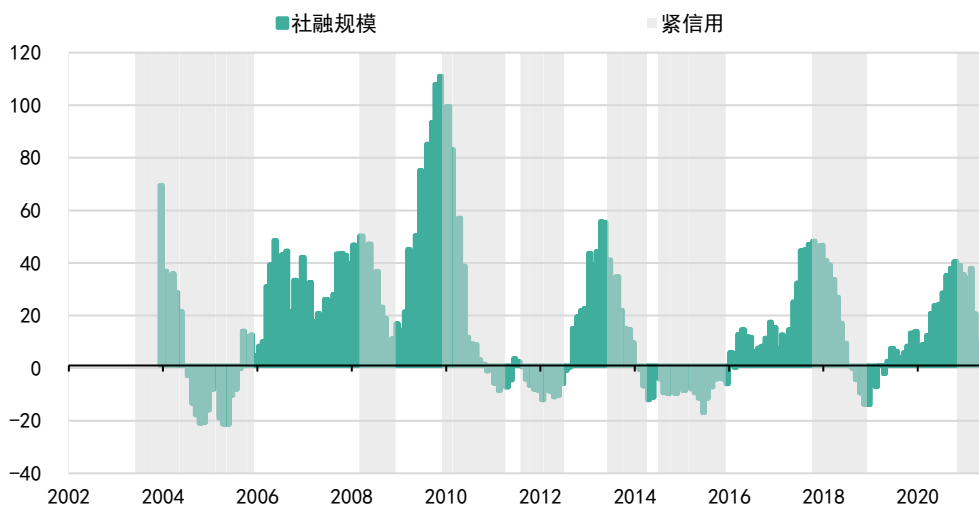


数据来源：Wind，前海期货

在接近半年的调整后，社融同比增速已经接近中性。预计社融将继续收紧，

2021 年底可能触底。

图 29 社会融资确定性继续收紧

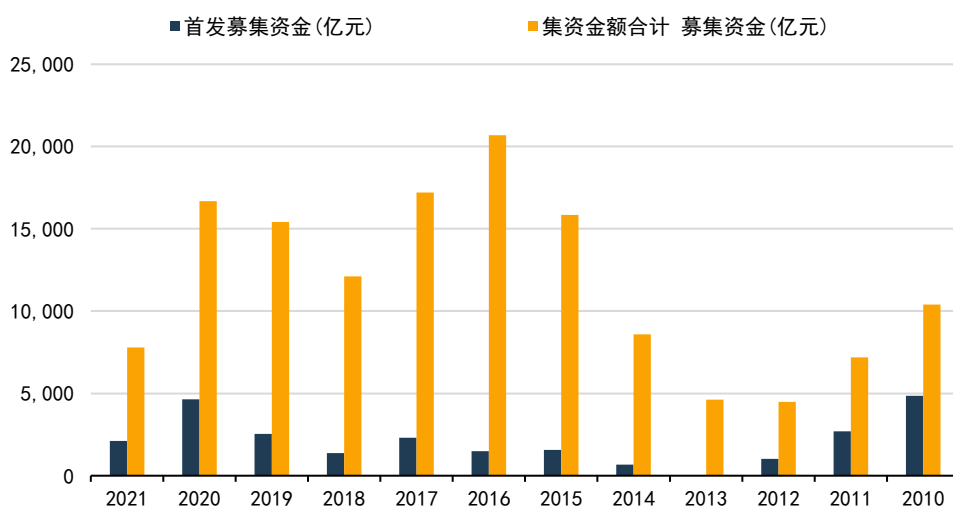


数据来源: Wind, 前海期货

预计在美元趋弱的驱动下，国际资本将继续快速增持人民币资产，包括权益和债券。下半年预计将保持紧信用的宏观环境，货币政策将保持中性。在该组合下，权益估值在经过快速下跌后有望修复，但整体难有较高收益率。

## (二) 内部流动性

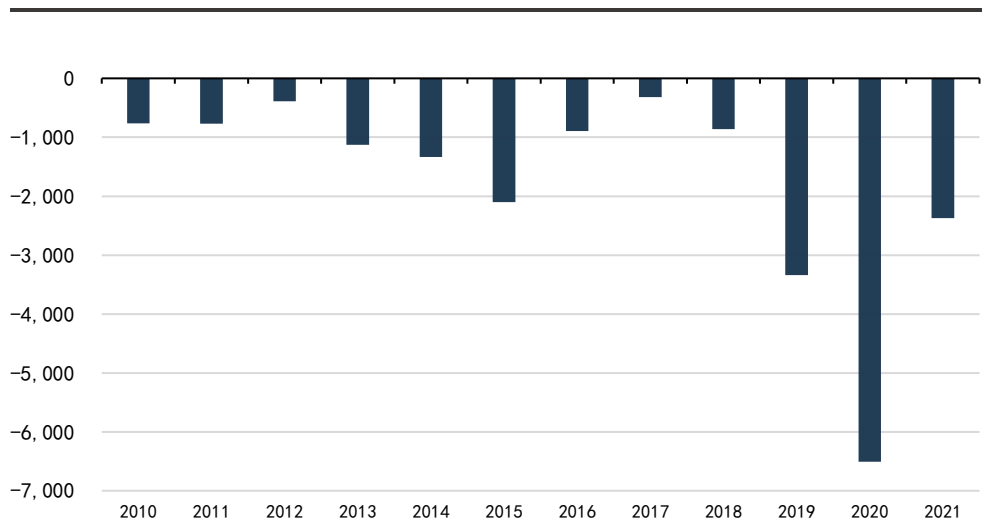
图 30 IPO 降速，再融资维持高位



数据来源: Wind, 前海期货

在经历了 2020 年天量 IPO 融资后，2021 年 IPO 规模显著缩减，但再融资仍然保持了较高水平。产业资本减持力度较 2020 年也显著缩减。

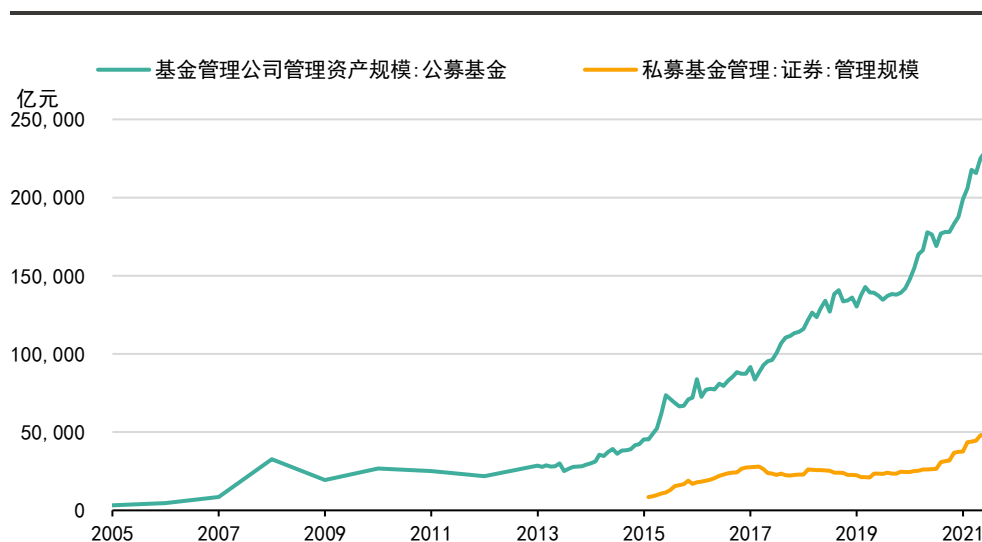
图 31 产业资本减持力度减弱



数据来源：Wind，前海期货

公募和私募管理规模继续上升。

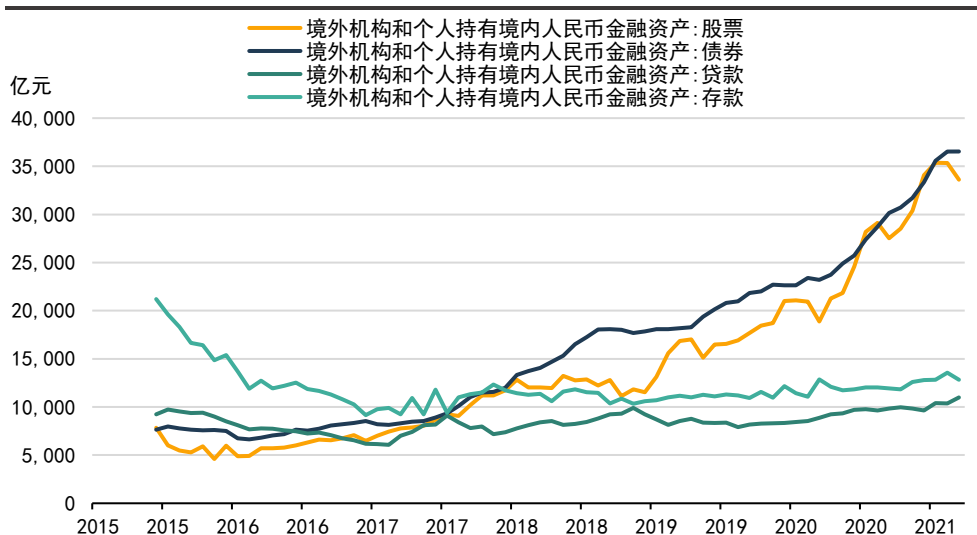
图 32 基金规模继续快速增加



数据来源：Wind，前海期货

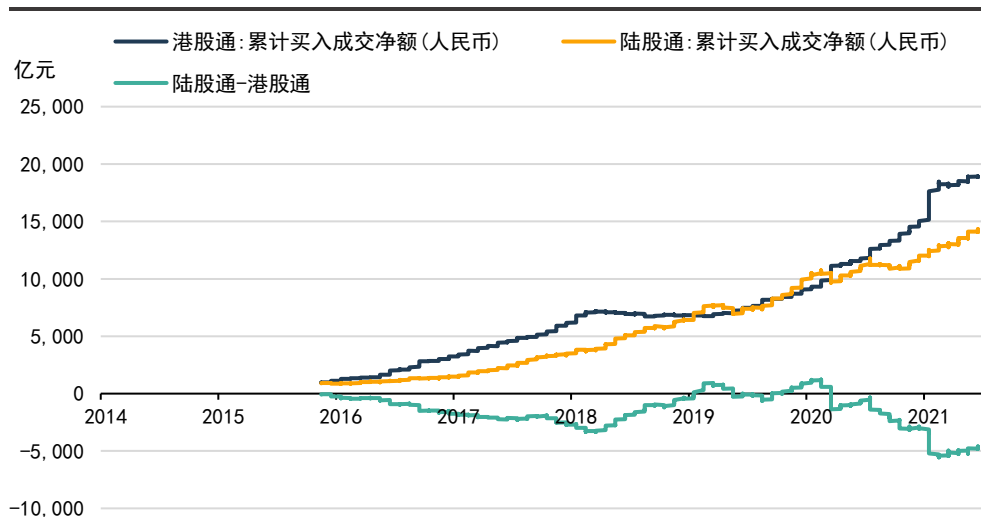
如上文所述，由于美元走弱，外资有较大配置人民币资产的需求。在此驱动下，人民币债券和股票仍将受到外资的追捧。



**图 33 外资增持速度加快**


数据来源: Wind, 前海期货

虽然外资仍在增持,但由于港股通的流出,互联互通给整个市场带来的是流动性的缩减,但规模不大。

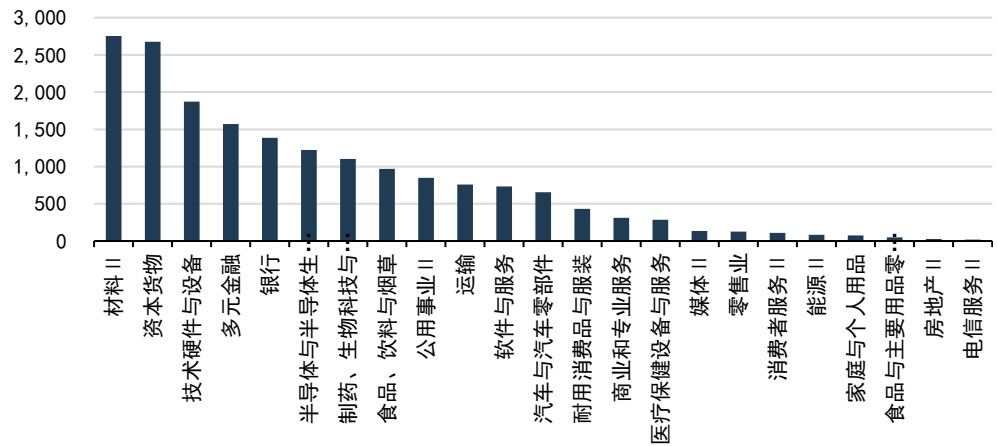
**图 34 陆股通港股通轧差缩减**


数据来源: Wind, 前海期货

### (三) 行业流动性

2021 年上半年,再融资显著超越了 IPO,体现在材料、资本货物等行业。代表新兴科技的技术硬件和制药生物科技等也都显著获得融资。

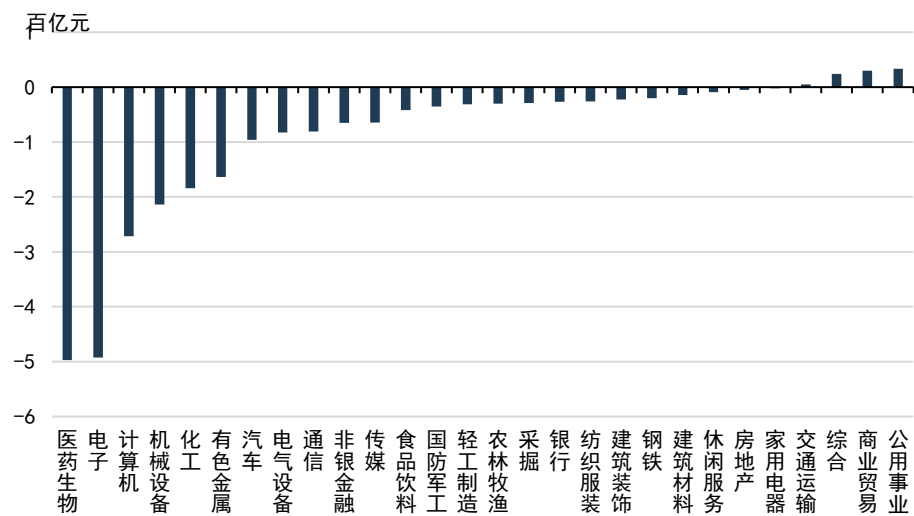
图 35 2021 年上半年各行业融资额（亿元）



数据来源：Wind，前海期货

产业资本减持集中在医药生物、电子和计算机等行业。

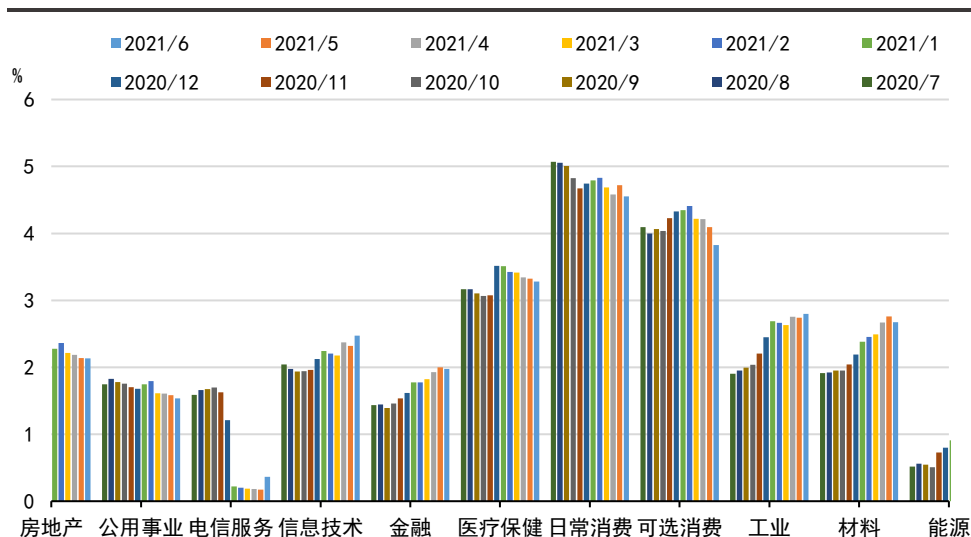
图 36 产业资本增减持



数据来源：Wind，前海期货

二级市场上，陆股通削减了原本第一大仓位日常消费的仓位，加仓了工业、材料、能源、信息技术、电信服务、金融等受益于再通胀的行业。

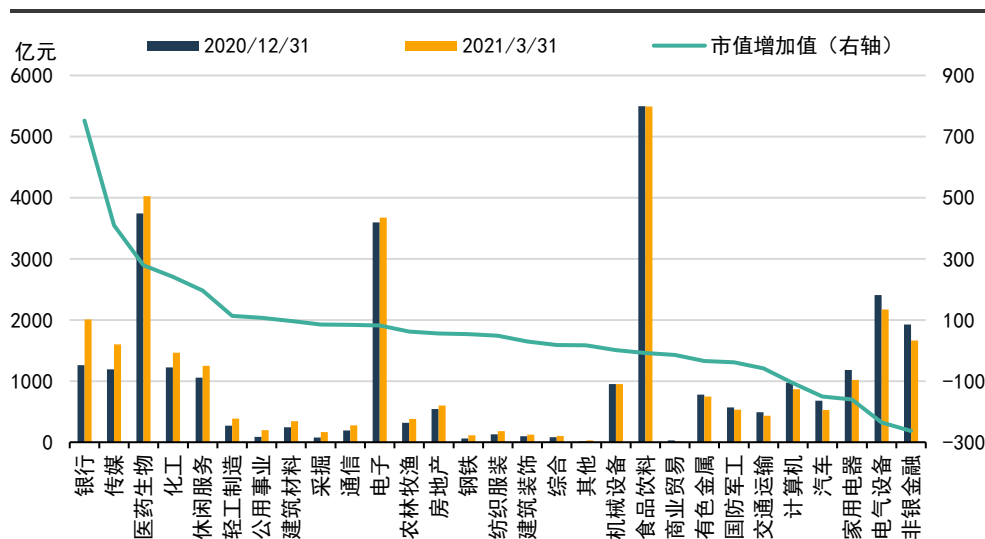
图 37 陆股通持股



数据来源：Wind，前海期货

截至 2021 年一季度，基金主要在银行、传媒和医药生物等行业进行了增仓。中报预计将会有较大的调整。

图 38 基金持股市值



数据来源：Wind，前海期货

### 三、估值分析和策略

#### (一) 估值

## 1 整体估值

2020 年沪深 300 指数年内上涨 23%，在全球综合类指数中名列前茅。在 A 股内部，科技股收益显著超越大盘。创业板指和创业板 50 指数年收益分别为 58%和 80%，明显跑赢沪深 300。这分别是沪深 300 和科技股连续第二年跑赢对手。

2021 年，A 股涨幅显著落后于其他新兴经济体，也落后于美股。在 A 股内部，科技股收益继续跑赢大盘。截至 2021 年 6 月 30 日，创业板指和创业板 50 指数年收益分别为 17.22%和 14.01%，明显跑赢沪深 300 的 0.24%。从沪深 300 整体估值来看，不论是和新兴经济体还是成熟经济体相比，都具有较强的优势。

表 1 国内外重要指数估值

简称	市盈率 PE	市净率 PB	股息率	上市以来年化收益	年内涨幅
上证 50	13.70	1.47	2.77	7.15%	-3.90%
沪深 300	15.94	1.73	2.05	7.48%	0.24%
中证 500	25.21	2.00	1.41	11.62%	6.93%
创业板指	71.60	9.42	0.35	11.24%	17.22%
科创板 50	88.73	8.14	0.30	4.16%	14.01%
恒生指数	14.15	1.29	2.00	9.94%	5.86%
恒生中国企业	12.75	1.37	1.66	7.78%	-0.70%
恒生科技指数	48.95	5.26	0.15	4.65%	-3.21%
台湾加权指数	18.44	2.40	2.40	9.33%	20.52%
日经 225	20.16	1.97	1.51	6.85%	4.91%
韩国综合指数	21.12	1.25	1.69	8.42%	14.73%
印度 SENSEX30	31.64	3.37	1.19	14.39%	9.91%
胡志明指数	19.19	2.83	1.30	12.63%	27.60%
澳洲标普 200	53.33	2.40	2.77	5.00%	11.02%
新西兰 NZ50	32.89	2.40	2.19	9.47%	-3.34%
标普 500	43.73	4.56	1.28	5.87%	14.41%
道琼斯工业指数	33.70	6.89	1.47	4.81%	12.73%
纳斯达克指数	56.68	6.25	0.62	9.87%	12.54%
多伦多 300	23.12	2.16	2.57	6.60%	15.67%
墨西哥 MXX	23.41	2.31	2.26	12.14%	14.12%
富时 100	46.89	1.87	3.37	5.20%	8.93%
法国 CAC40	47.50	1.91	2.20	4.35%	17.23%
德国 DAX	34.43	1.82	2.36	8.18%	13.21%
欧洲 STOXX50	41.62	2.14	2.15	4.26%	13.00%

数据来源：Wind, 前海期货

由于权益市场的回落，截至 2021 年 6 月 30 日，股债比已经从 2021 年 2 月下旬的历史极高值显著回升，目前处在中性略偏债位置。

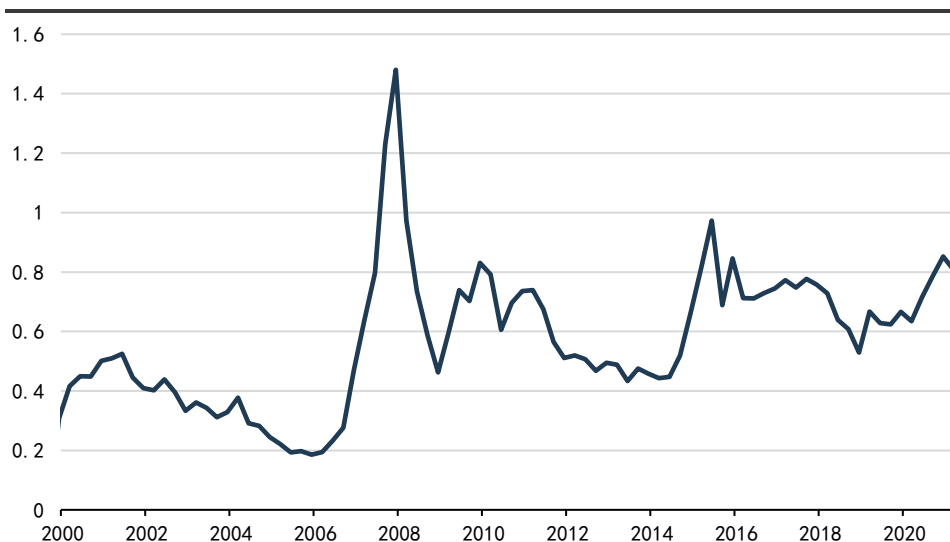
**图 39 股债比回归均值附近(红线为 0.61, 10 年平均值)**



数据来源: Wind, 前海期货

万得全 A 市值和 GDP 比值接近均值稍高位置。

**图 40 万得全 A 市值/GDP 现价处在均值稍高位置**



数据来源: Wind, 前海期货

目前风险溢价中性偏低。

**图 41 风险溢价仍在较低位置**


数据来源: Wind, 前海期货

PPI 阶段高于 CPI，下游消费承压。由于目前机构配置下游消费仓位仍然较重，预计消费股整体调整尚不充分。同时，这可能也提供了投资者优秀消费赛道整合上车的机会。

**图 42 PPI 阶段高于 CPI，下游承压**


数据来源: Wind, 前海期货

工业企业存货仍然处在相对低位，补库尚未完成。同时 PPI 环比已经进入经验顶部区间，预计 PPI 可能高位震荡，等待中国美国完成补库。

图 43 中国补库尚未完成，预计 PPI 高位震荡

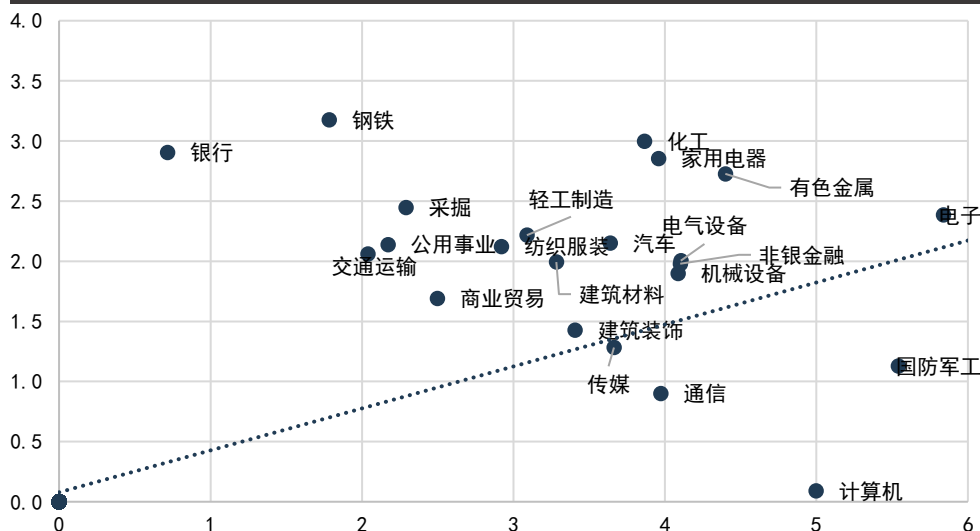


数据来源: Wind, 前海期货

## 2 行业估值

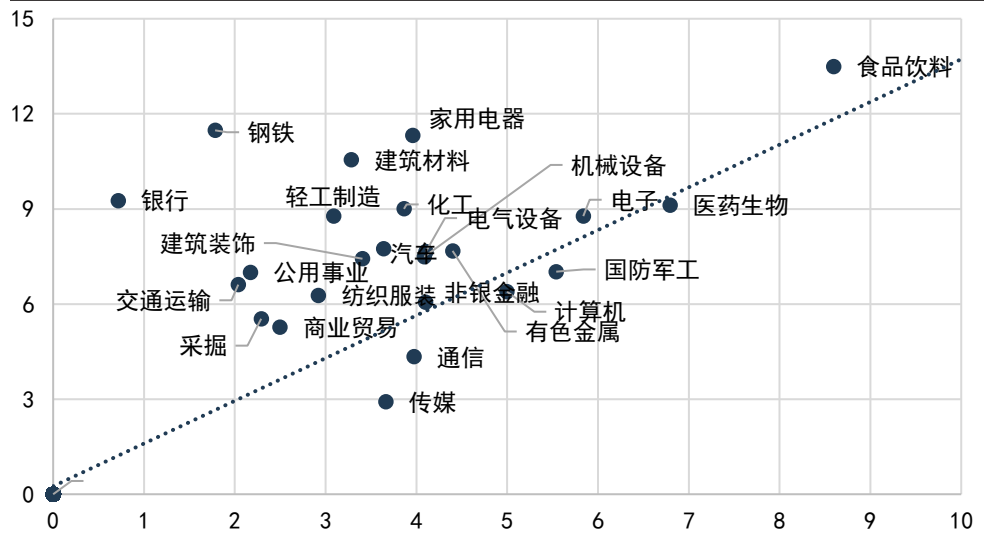
从单季度 PB-ROE 看，银行和钢铁的性价比突出。

图 44 单季度 ROE (%)，纵轴) 和 PB (横轴)



数据来源: Wind, 前海期货

结合估值和未来空间，电气设备、建筑装饰、建筑材料等可能有较好的汇报。护城河不够强大的食品饮料可能遭遇阶段的利润冲击，目前的估值较高。

**图 45 ROE TTM (%) (纵轴) 和 PB (横轴)**


数据来源: Wind, 前海期货

**表 2 国证二级行业估值**

行业名称	市值 (亿元)	PB(当前值)	PB(当前分位点)	净资产收益率 (ROE) (2021Q1)	股息率
房地产开发管理	18,248.27	1.08	0%	0.91%	3.62%
电信服务	1,626.25	1.06	4%	1.16%	1.46%
银行	109,576.30	0.73	5%	3.01%	4.46%
工业服务	24,812.20	1.19	7%	1.91%	1.96%
综合金融	67,145.27	1.66	10%	3.13%	2.06%
能源	31,231.49	0.97	15%	2.74%	3.89%
零售业	7,584.51	1.53	16%	1.56%	1.06%
食品与用品零售	1,219.47	2.43	18%	1.17%	0.87%
传媒	9,121.80	2.14	19%	1.64%	1.18%
房地产服务	1,302.89	1.62	19%	1.46%	1.47%
资本市场服务	2,299.51	3.72	31%	2.89%	0.74%
公用事业	25,236.34	1.63	39%	2.05%	2.45%
农牧渔产品	12,627.31	3.43	41%	3.73%	1.46%
软件与互联网	30,695.33	4.41	43%	0.77%	0.44%
通信设备及技术	13,073.17	3.54	46%	1.57%	0.44%
制药	38,513.35	3.87	50%	2.86%	0.90%
运输	29,506.51	1.77	60%	1.29%	1.28%
纺织与奢侈品	7,920.27	2.83	65%	2.08%	1.36%
基础材料	55,788.29	2.33	75%	2.83%	1.34%
技术硬件与设备	63,867.22	4.25	78%	2.39%	0.75%
基础化工	41,704.57	3.28	79%	4.30%	1.06%
工业品	87,397.70	3.40	83%	2.13%	0.77%
耐用消费品	24,194.85	3.89	83%	3.21%	2.15%
汽车与汽车配件	34,600.76	2.70	84%	2.26%	1.15%

数据来源: 理杏仁, 前海期货



## (二) 策略

在美元趋弱的驱动下，国际资本将继续增持中国权益。下半年，预计政策组合将保持紧信用宽货币。在该组合下，权益估值在经过快速下跌后有望修复，但整体难有较高收益率。

中国经济已经逐渐正常化，权益市场也基本回到估值中枢，那么我们也应该关注新的驱动。在现在这个时点，科技进步导致的扰动是最需要关注的。

2022年是手机5G替代渗透率显著提升之年。关注符合中国全球产业分工，顺应科技周期的制造业。电信服务、工业服务、软件与互联网等直接相关行业也会受益。

疫情推动了基因剪辑技术的迅速成熟，在国外已经有不断涌现的新公司和新应用，这也将影响到国内的产业布局。

对于消费行业，由于CPI弱于PPI，行业将利润让渡于上游，预计将整体承压。由于机构配置仓位较重，预计下半年将以调整为主。同时，这也给各个赛道提供了整合的机会。

社融缩减是政策组合里相对确定的。这意味着地产和地产后周期产业都将继续承受估值压力。但是估值也相应的非常低，未来还有增长的领域可能有较好的买点。

由于中美库存尚未确认见顶，PPI顶部可能仍然在构筑中，周期股可能也仍然有一定机会。

## 四、风险提示

中美两国针对科技巨头反垄断法出现重大进展，美联储缩表进度超出预期，由于美元流动性引发的外债危机等。

## 免责声明

本报告中的信息均源于公开资料，仅作参考之用。前海期货有限公司力求准确可靠，但对于信息的准确性、完整性不作任何保证。不管在何种情况下，此报告所载的全部内容仅作参考之用，不构成对任何人的投资建议，且前海期货有限公司不因接收人收到此报告而视其为客户，因根据本报告及所载材料操作而造成的损失不承担任何责任，敬请投资者注意可能存在的交易风险。

本报告版权归前海期货有限公司所有，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用之证明或依据，或投入商业使用。

如遵循原文本义的引用、刊发，需注明出处为前海期货有限公司，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改，并保留我公司一切权利。

## 关于我们

**总部地址：**深圳市前海深港合作区梦海大道 5033 号卓越前海壹号 A 栋 26 楼 08 单元

**邮政编码：**518052

**全国统一客服电话：**400-686-9368

**网址：**<http://www.qhfc.net>