



2021 年中期策略展望：高处不胜寒，审慎中前行

- 2021 年上半年回顾：**2021 年上半年全球商品、房地产领跑股市，全球股市来看欧洲股市领跑，中国股市回报则大幅回落，中国股市板块中价值股强势回归，医疗+强周期板块表现最佳。
- 自上而下看 2021：**当前的周期已然处于高位，但由于疫情因素导致复苏进度错位，这令此轮周期与以往有所不同。欧美需求的释放形成外溢效应，将有助于中国推迟见顶时间或者平滑下行斜率。综合来看，我们目前已处于短周期顶部附近，整体需要保持谨慎。根据社融、独家经济基本面领先指标来看经济短周期或将于 2021 年二三季度见顶。
- 下行风险来源：**即高估值的状态下面临流动性的拐点冲击。市场估值从横向、纵向、跨国、跨资产多个维度来看估值都偏高，投资性价比有限。中国紧货币+紧信用流动性拐点已浮现，而海外流动性的宽松度明显在边际下降。
- 中国股市 2021 年回报拆解：**MSCI 中国指数盈利 2021 年预计同比增长 17.8%-18%，有望成为 2021 年股市的最大支撑，估值来看目前仍属高位，我们预计估值回落 10.8-15.3%，全年回报为个位数，历史来看 2021 年预计与 2010 年相类似，都是盈利扩张而估值收缩，全年个位数回报。
- 资产配置视角看股市：**应该逐步减持股票资产，增持固收类资产。
- 板块策略：**我们板块策略的主线尤其需要兼顾估值，我们此时不一定非要买“便宜”，但是对于买“贵”一定更加谨慎。再基于我们独创的板块四分法的基础上，对主要板块进行分类，再结合板块的估值、技术面等信息，我们最终决定了 11 个板块的评级，其中超配：金融、IT、公用事业，低配：通信服务、医疗、工业、原材料。
- 操作策略：**我们整体维持偏保守的适度仓位，利用近期的反弹进行仓位调整，操作上可以更偏右侧，2021 年上半年港股已经跑赢 A 股，预计会在下半年继续跑赢。

蔡瑞, CFA

策略分析师

carl_cai@spdbi.com

(852) 2808 6437

王彦臣, PhD

宏观分析师

yannson_wang@spdbi.com

(852) 2808 6440

林琰

研究部主管

sharon_lam@spdbi.com

(852) 2808 6438

2021 年 06 月 04 日

相关报告：

[《板块四分法——市场预期的共识与分歧？》](#) (2021-05-29)

[《A 股、港股多维估值手册：跨国别、跨资产、跨行业比较回调后的投资性价比》](#) (2021-05-27)

[《板块轮动策略启示录：轮动是否会延续？》](#) (2021-05-18)

[《各国央行 QE 缩减面面观——SPDBI 全球央行观察 \(2021 年 5 月刊\)》](#) (2021-05-17)

[《不一样的周期？——股市周期分析框架系列报告 \(二\)》](#) (2021-04-09)

[《黄金投资手册：抄底？》](#) (2020-08-13)

[《策略简评：南下资金爆发的背后》](#) (2021-01-19)

[《2021 年中国股市策略展望：先上后下，配置下沉》](#) (2020-12-08)

目录

2021 上半年回顾	5
资产类别回顾——商品、房地产领跑.....	5
全球股市回顾——欧洲股市领跑，中国股市回报大幅回落.....	6
中国股市板块回顾——“价值”、医疗+强周期表现最佳.....	7
自上而下看 2021 年	8
周期已然处于高位.....	8
不一样的周期：海外经济或超预期，外溢效应有助推迟见顶及平缓下行斜率.....	11
周期见顶的估测.....	14
下行风险来源：高估值下的流动性拐点	16
高估值：横向、纵向比较都显示估值仍偏高.....	16
流动性：国内紧货币+紧信用，海外宽松度下降.....	21
中国股市 2021 年回报拆解	25
盈利——预计将成为 2021 年股市最大支撑.....	25
估值——料将继续回落.....	27
回报——全年回报预计为低个位数.....	28
板块的配置主线：兼顾估值.....	32
板块的分类.....	33
板块的估值及技术指标.....	37
板块观点汇总.....	39
操作策略	41
维持偏保守的适度仓位.....	41
操作上适宜更偏右侧而非左侧.....	41
买什么——港股比 A 股好.....	41

图表目录

图表 1: 2021 年年初至今全球大类资产回报	5
图表 2: 2021 年年初至今全球股市表现	6
图表 3: MSCI 中国成长股相对价值股超额收益大幅回落	7
图表 4: MSCI 中国指数各板块表现	7
图表 5: 中国 PMI (12 个月均值)	8
图表 6: 新增企业中长期贷款占新增企业贷款比率已超过 9 成	9
图表 7: 中国股票卖方盈利预测修正动能 (6 个月均值)	10
图表 8: 中国股票卖方销售额预测修正动能 (6 个月均值)	10
图表 9: 中国企业经营状况指数 (3 个月均值)	10
图表 10: OECD 综合领先指标	11
图表 11: OECD 综合领先指标中外差额处于高位	11
图表 12: 全球制造业 PMI (12 月均值)	12
图表 13: 全球非制造业 PMI (12 月均值)	12
图表 14: 美国居民存款仍处于极高水平	13
图表 15: G8 国家 7 日新增确诊合计	13
图表 16: 每百人新冠疫苗接种量	13
图表 17: 美国每百人新冠疫苗接种量	13
图表 18: 社融增速领先名义 GDP 增速	14
图表 19: 中国经济短周期或于 2021 年三季度见顶	15
图表 20: MSCI 中国远期市盈率	16
图表 21: A 股及港股远期市盈率	17
图表 22: 中国股市市值占名义 GDP 的比值	17
图表 23: 中国股市市值占 M2 的比值	17
图表 24: MSCI 中国股息率超过 10 年期中债收益率的成分股占比	18
图表 25: MSCI 中国股息率超过 10 年期美债收益率的成分股占比	18
图表 26: MSCI 中国 vs 离岸中资美元高收益债	18
图表 27: MSCI 中国 vs 离岸中资美元投资级债	18
图表 28: MSCI 中国 vs CRB 大宗商品指数	19
图表 29: MSCI 中国远期市盈率 vs MSCI 新兴市场远期市盈率处于历史高位	19
图表 30: A 股在 43 个市场的远期市盈率排名 (数字越大越贵)	20
图表 31: 港股在 43 个市场的远期市盈率排名 (数字越大越贵)	20
图表 32: 全球股市远期市盈率	20
图表 33: 中国 M2 同比增速	21
图表 34: 银行间 1 月期同业拆借利率% (每周平均)	21
图表 35: 中国信贷脉冲	22
图表 36: 社融同比增速	22
图表 37: 2020 年四季度与 2021 年一季度央行货币政策执行报告对比	23
图表 38: 全球央行资产年度增量 (十亿美元)	24
图表 39: 美欧日央行总资产年度增量占年化 GDP 的比例 (%)	24
图表 40: 全球各国 M2 增速中位数 (%)	24
图表 41: 全球主权债收益率 (%)	24
图表 42: MSCI 中国指数 EPS 市场预期	25

图表 43: MSCI 中国指数市场 EPS 隐含同比增速	25
图表 44: MSCI 中国指数盈利情景分析	26
图表 45: MSCI 中国指数即期市盈率	27
图表 46: MSCI 中国指数估值情景分析	27
图表 47: 2021 年 MSCI 中国指数回报拆解	28
图表 48: MSCI 中国指数回报拆解	28
图表 49: 经济周期划分为 4 个大阶段、8 个小阶段	29
图表 50: 经济周期划分为 4 个大阶段、8 个小阶段	29
图表 51: 中国经济周期阶段划分 (1-8)	30
图表 52: 中国经济周期不同阶段下未来 12 个月的资产回报中位数	31
图表 53: 中国经济周期不同阶段下“价值”vs“成长”未来 12 个月的超额收益 (百分点)	32
图表 54: 股票板块的四分法	33
图表 55: 板块四分法下的投资影响	33
图表 56: 中国股票各板块的预期一致性及看多程度分布	34
图表 57: 中国股票各板块的 RSI 百分位	37
图表 58: MSCI 中国新经济板块远期市盈率	38
图表 59: MSCI 中国旧经济板块远期市盈率	38
图表 60: 中国股票各板块四大指标汇总	39
图表 61: 策略师对 GICS 板块评级	40

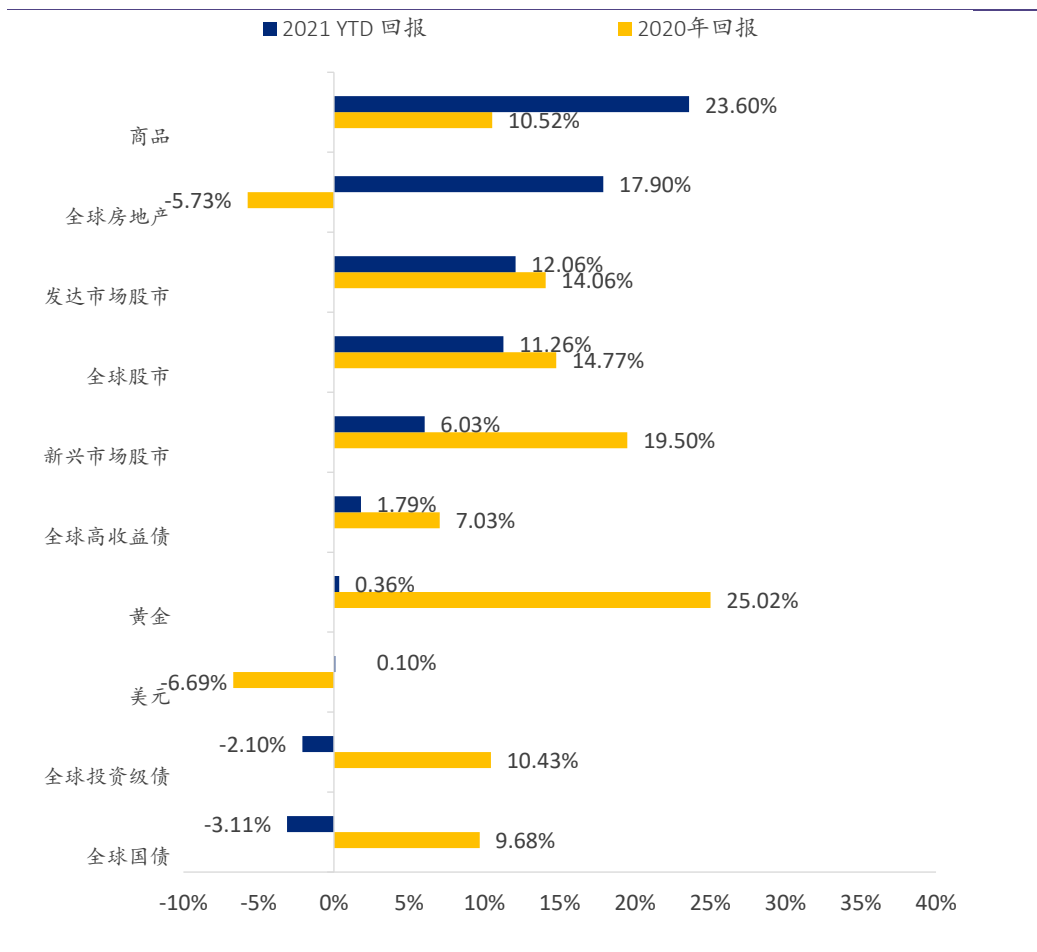
中国股市 2021 年中期策略展望： 高处不胜寒，审慎中前行

2021 上半年回顾

● 资产类别回顾——商品、房地产领跑

截至 2021 年 5 月 31 日，年初至今的大类资产表现中，股票资产表现一般，商品回报最高，收益超过 20%，而全球房地产 REITs 指数涨幅仅次于商品，其次为发达市场指数 12%，新兴市场股市则仅为 6%。

图表 1：2021 年年初至今全球大类资产回报



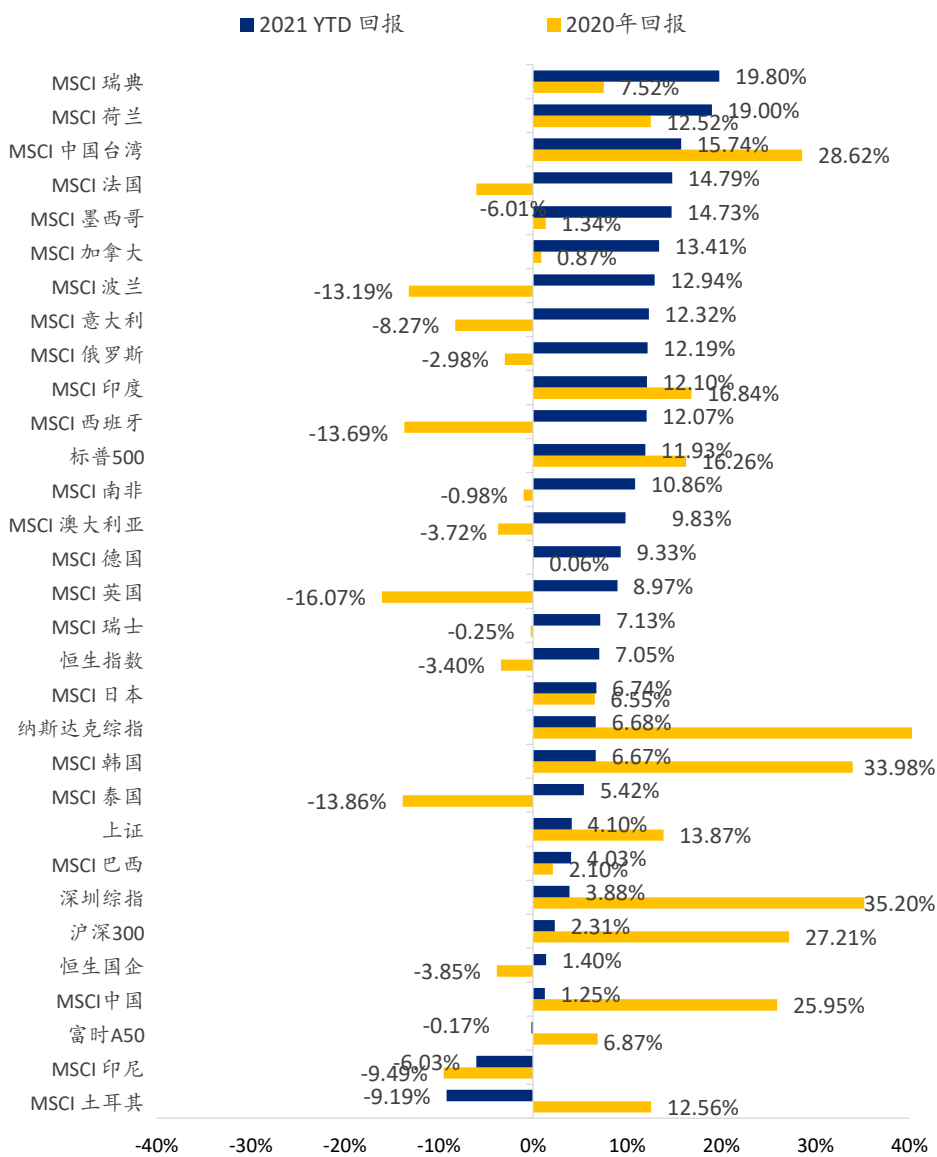
注：数据截至 2021 年 5 月 31 日

资料来源：Factset、Bloomberg、浦银国际

● 全球股市回顾——欧洲股市领跑，中国股市回报大幅回落

截至2021年5月31日，年初至今全球股市也呈现明显的轮动，即2020年表现不佳的欧洲股市在2021年上半年则位居前列；而中国股市在2020年位居全球股市回报前列，而2021年上半年则处于全球中下水平，仅高于部分新兴市场股市。2021年上半年，港股则跑赢上证、深圳综指、沪深300指数。港股领跑A股的表现，符合我们在《[2021年中国股市策略展望：先上后下，配置下沉](#)》的判断。

图表 2：2021 年年初至今全球股市表现



注：数据截至2021年5月31日

资料来源：Factset、Bloomberg、浦银国际

● 中国股市板块回顾—“价值”、医疗+强周期表现最佳

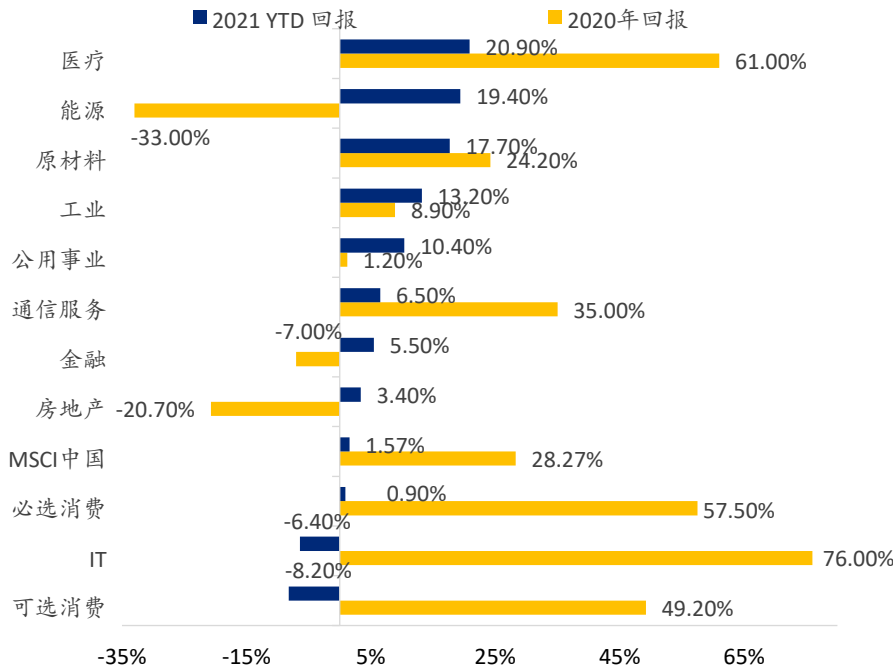
2021 年上半年，伴随着“价值股”的强势回归，“成长股”相对“价值股”的超额收益大幅回落至历史中位数水平。板块来看，医疗+强周期板块（能源、工业、原材料）表现最佳，而大消费（可选消费+必选消费）表现最差。

图表 3: MSCI 中国成长股相对价值股超额收益大幅回落



资料来源: Factset、Bloomberg、浦银国际

图表 4: MSCI 中国指数各板块表现



注: 数据截至2021年5月31日

资料来源: Factset、Bloomberg、浦银国际

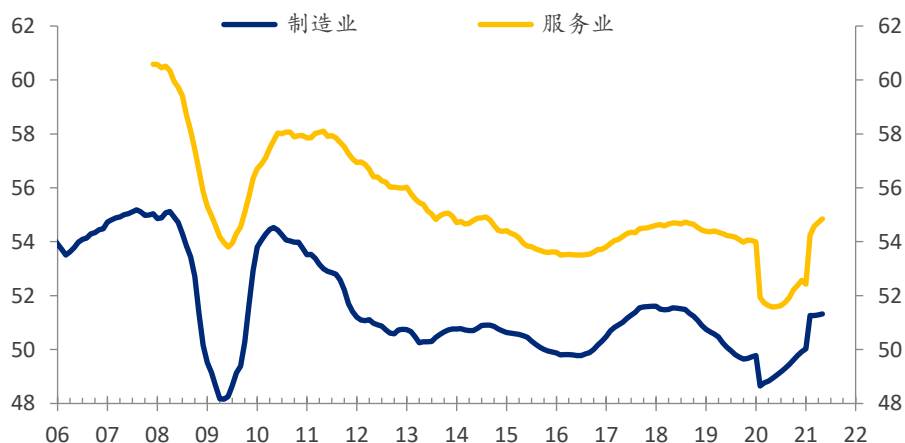
自上而下看 2021 年

自上而下来看 2021 年，当前的周期已然处于高位，但由于疫情因素导致复苏进度错位，这令此轮周期与以往有所不同。欧美需求的释放形成外溢效应，将有助于中国推迟见顶时间或者平滑下行斜率。综合来看，我们目前已经处于短周期的顶部附近，整体需要保持谨慎。根据社融、独家经济基本面领先指标来看，经济短周期或将于 2021 年二三季度见顶。

● 周期已然处于高位

2021 年最大的宏观主题，就是中国经济与全球经济的共振复苏，但我们在《[不一样的周期？——股市周期分析框架系列报告（二）](#)》已经提及，当前已经处于周期的相对高位。不论是制造业还是服务业 PMI（12 个月均值）目前都逼近 2018 年周期高位的水平。虽然目前来看，尚未出现明显的走弱趋势，但考虑到目前的绝对点位，中国经济动能走弱的概率在增大，周期见顶的概率也相应地在增加。

图表 5：中国 PMI（12 个月均值）



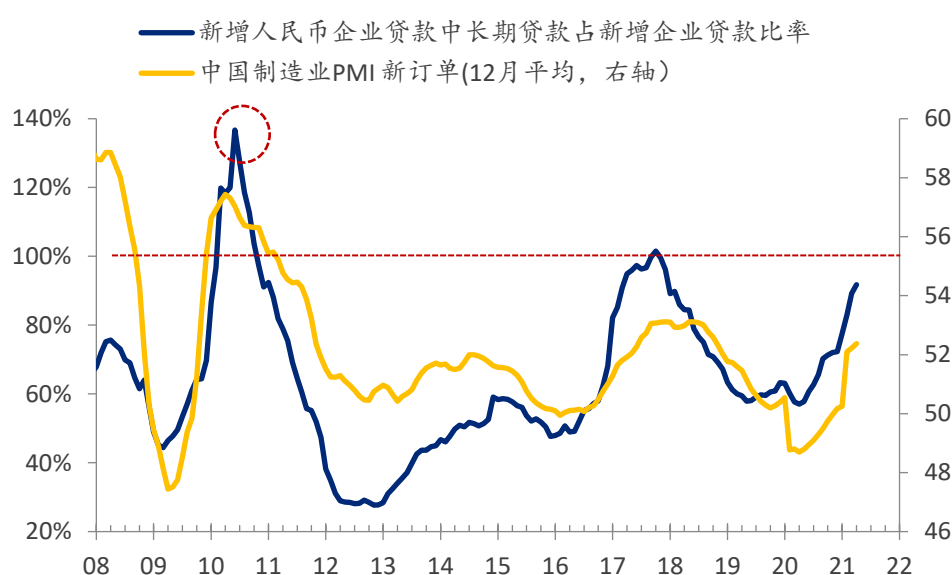
资料来源：Factset、Bloomberg、浦银国际

另一个交叉验证的角度是，我们测算了**新增企业中长期贷款占新增企业贷款的比率**。中长期贷款的占比可以很好地反映企业信贷需求，以及整体需求乐观度，因此，可以作为反映需求的间接变量。我们可以看到，该比值与制造业 PMI 新订单指数高度相关。

理论上，PMI 指数的读数可以极高（60+、70+、甚至 80+都不无可能），但是，新增企业中长期贷款占新增企业贷款的比值却是有限度的。除了 2008 年金融危机后，在政府“四万亿”刺激政策下，以及极度宽松的信贷政策推动下，该比值一度逼近 140%。这意味着，除了中长期贷款的增长超过了企业贷款总额的增长，其他分项例如短期贷款、票据融资等等都是负增长。

在常态信贷环境下，100%几乎就是该比值的上限，而目前该读数已经超过 90%。这也从侧面反映了，整体需求很可能已经处于较高水平，进一步增长的空间有限，目前已经较为接近周期顶部。

图表 6：新增企业中长期贷款占新增企业贷款比率已超过 9 成



资料来源：Factset、Bloomberg、浦银国际

此外，从企业盈利的角度来看，我们不难发现，中国股市的卖方盈利预期动能已经逼近 2018 年的高点，且已刚刚触顶回落。不只是盈利预期，我们还可以看到，销售额的预测修正动能也有见顶迹象，而当盈利/销售修正动能触顶/底之际，通常对应着经济以及市场周期的顶部/底部。因而，从卖方预期的角度来看，我们也有理由对当前的周期位置保持相对谨慎。

另外，我们还留意到，基于中小企业主做调查的中国企业经营状况指数中，企业主对于未来的销售、盈利前瞻已经出现拐点，这也佐证了周期可能见顶，盈利的增速可能会出现放缓。

图表 7: 中国股票卖方盈利预测修正动能 (6 个月均值)



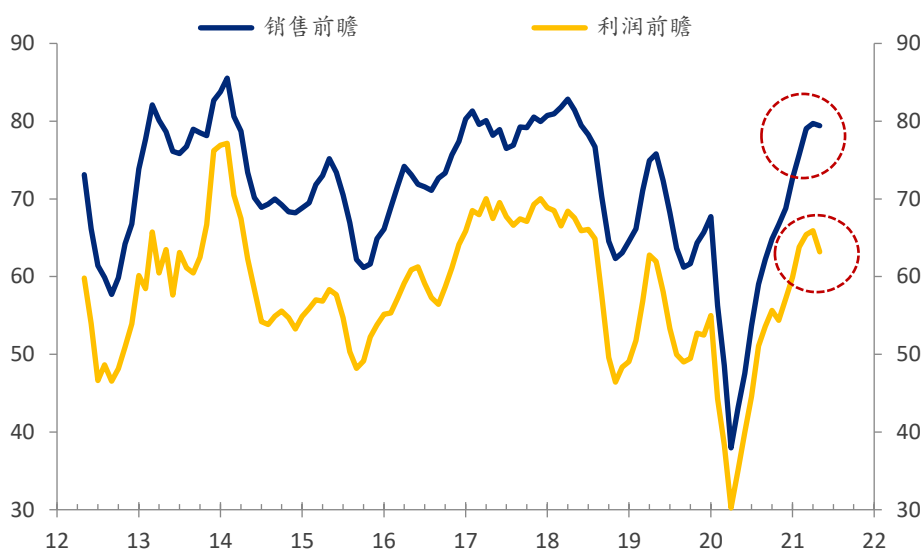
注: 包含 A 股及港股
资料来源: Factset、Bloomberg、浦银国际

图表 8: 中国股票卖方销售额预测修正动能 (6 个月均值)



注: 包含 A 股及港股
资料来源: Factset、Bloomberg、浦银国际

图表 9: 中国企业经营状况指数 (3 个月均值)



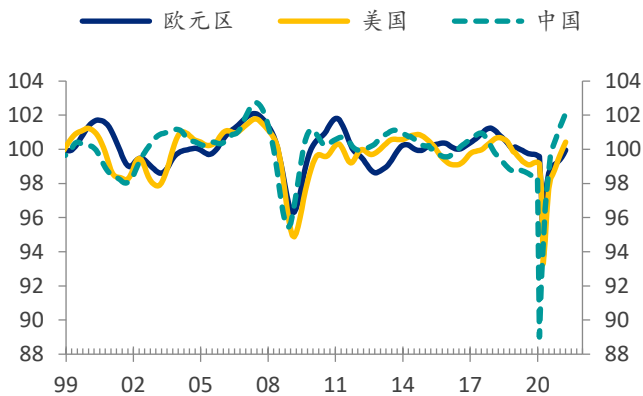
资料来源: Factset、Bloomberg、浦银国际

● 不一样的周期：海外经济或超预期，外溢效应有助推迟见顶及平缓下行斜率

从全球的视角来看，中国此轮短周期也与以往有所不同。以往来看，由于全球从贸易、金融等一体化，全球各国的经济短周期都高度同步，当中国的短周期反弹至相对高位时，美欧日同样也会处于相对高位。但这一次，由于中国的疫情控制相对更好（结构性因素），中国经济周期与美欧出现了周期错位。虽然中国经济已经恢复至相对高位，而历史上较少看到欧美经济尚处于明显的修复通道，而中国经济见顶的情况。

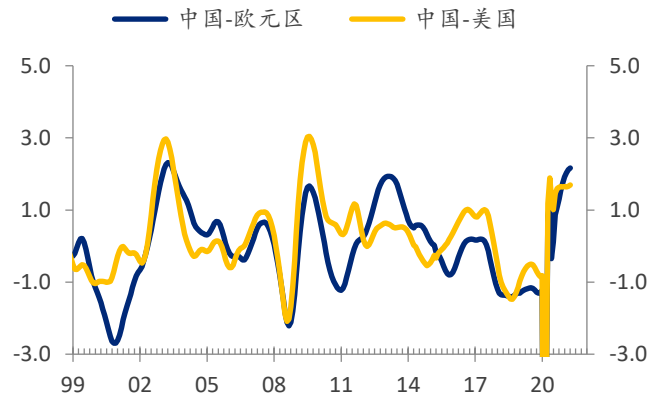
就 OECD 综合领先指标而言，2020 年 5 月，欧美中国与欧美的差额创下了历史新高。目前虽然自高位回落，但仍然处于历史性高位，未来随着欧美经济的需求进一步修复，预计将在全球产生外溢效应，有助于提振中国经济。

图表 10：OECD 综合领先指标



资料来源：Factset、Bloomberg、浦银国际

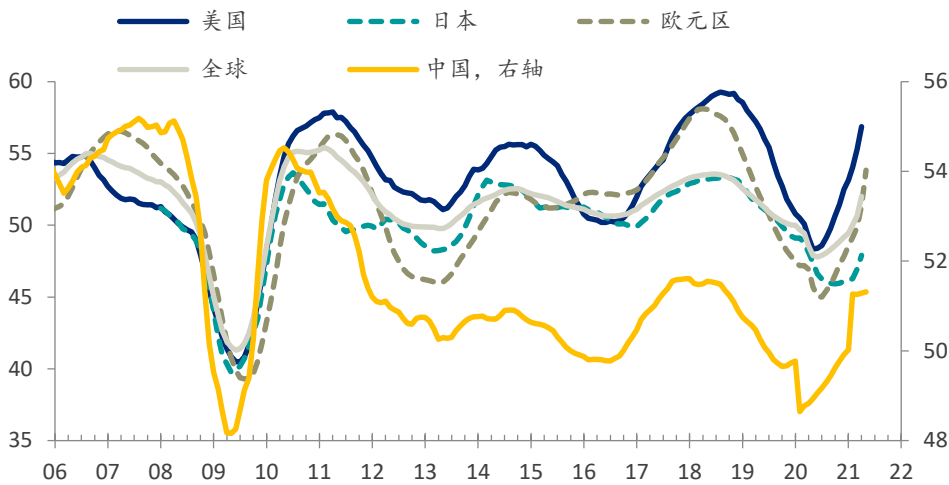
图表 11：OECD 综合领先指标中外差额处于高位



资料来源：Factset、Bloomberg、浦银国际

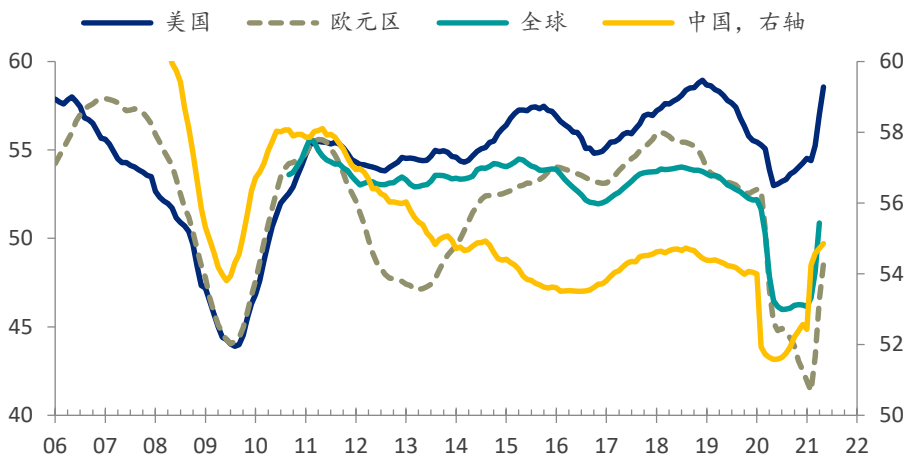
当中国已经回升至相对高位之际，海外 PMI 不论制造业还是非制造业 PMI 同样也都处于相对低位。全球的制造业仍然处于回升的阶段，尤其是欧日。非制造业（以服务业为代表）PMI 除了美国，欧洲及全球仍在明显的回升通道中。

图表 12: 全球制造业 PMI (12 月均值)



资料来源: Factset、Bloomberg、浦银国际

图表 13: 全球非制造业 PMI (12 月均值)



资料来源: Factset、Bloomberg、浦银国际

不论是制造业还是非制造业 PMI, 当全球、欧美处于底部微升上行通道之际, 中国都未出现周期见顶的情况, 背后的原因即海外需求会存在外溢效应, 对中国的需求构成支撑。

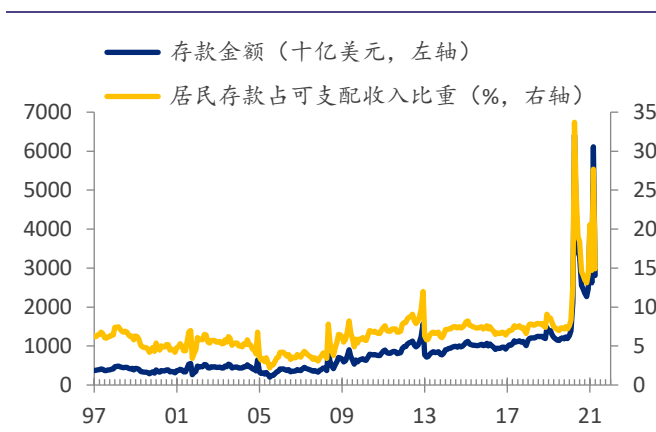
2013-2014 年, 中国由于: 1) 基础货币投放方式切换, 央行创设 SLF、MLF、SLO、PSL 等货币政策新工具; 2) 2013 年银监会出台了清理影子银行的 8 号文, 打击监管套利, 等一系列因素导致了市场流动性的过度收紧, 进而造成令市场瞩目的“钱荒”。在此流动性收紧的冲击下, 得益于海外需求外溢(欧美制造业+非制造业 PMI 低位回升), 中国的制造业 PMI、非制造业 PMI 都呈现了韧性, 在低位震荡。

不同于 2008 年金融危机，居民、企业资产负债表受到损害，开展了痛苦而漫长的去杠杆进程。此次得益于货币、财政的双重强力呵护，海外主要经济体的居民、企业资产负债表都相对良好，且居民资产负债表上留有天量的现金（见下图，美国居民存款虽然自历史性高点回落，但在 4 月末仍有近 3 万亿美元存款，约为疫情前 2 倍以上的水平）。

目前全球的疫苗已经进入大规模接种阶段，5 月末全球每百人新冠疫苗接种量已经高达 24.4。伴随着疫苗接种的接种，目前 G8 国家的新冠确诊新增量已经大幅回落至 2020 年 7 月的水平。其中美国的疫苗接种速度非常迅猛，在 2021 年 5 月底，美国每百人的接种剂量接近 90，预计美国将在夏季迎来非常强劲迅猛的经济加速。

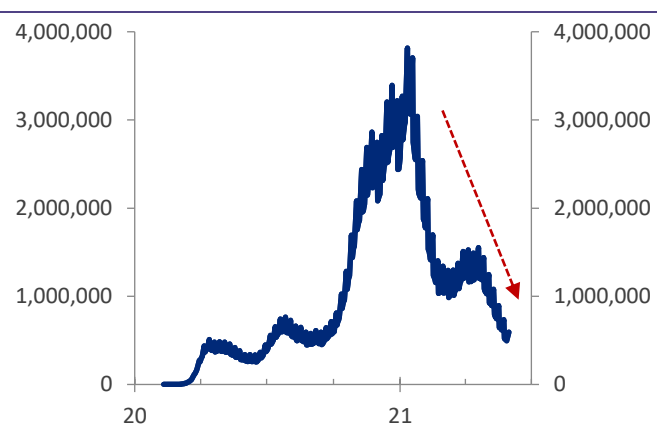
随着疫苗的大规模普及、居民出行进一步恢复，再考虑到海外依然极其宽松的货币政策，基于此，我们有理由相信，随着疫情消散，海外的经济动能会非常强劲，很有可能会超市场预期，这将有助于推迟中国经济短周期顶部的到来，或者在中国经济短周期见顶后平缓其下行的斜率。

图表 14：美国居民存款仍处于极高水平



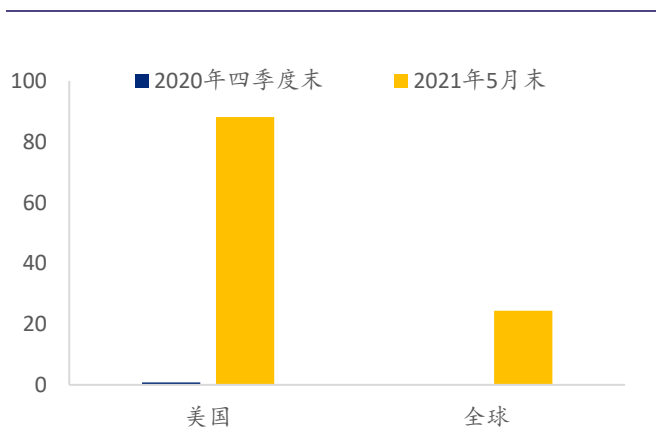
资料来源：Factset、Bloomberg、浦银国际

图表 15：G8 国家 7 日新增确诊合计



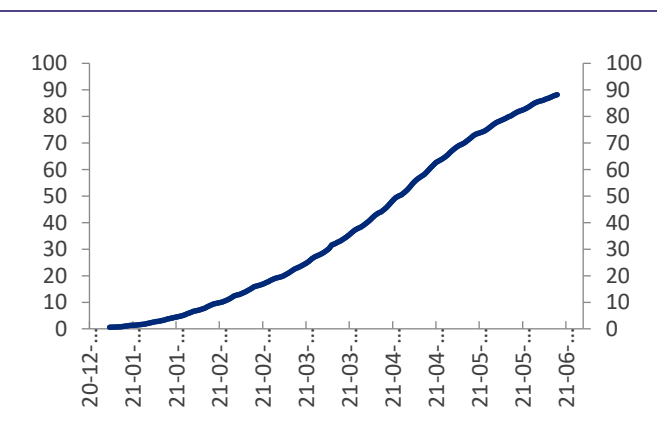
资料来源：Factset、Bloomberg、浦银国际

图表 16：每百人新冠疫苗接种量



资料来源：Factset、Bloomberg、浦银国际

图表 17：美国每百人新冠疫苗接种量



资料来源：Factset、Bloomberg、浦银国际

● 周期见顶的估测

我们目前所处于短周期的位置不容乐观，逼近短周期顶部的概率明显提升。中国经济短周期具体何时见顶，我们可以参考历史经验来推测经济短周期的顶部位置，社融增速、我们独家的经济基本面领先指标都有助于见顶、见底时点的具体判断。

参考社融指标，2020年由于疫情因素，“宽信用”支撑实体经济明显，随着疫情因素逐步消退，2020年四季度末社融增速见顶，平均而言，社融增速领先名义GDP增速约2个季度。2020年年末社融增速见顶，依据历史经验估算，名义GDP增速大约在2021年二三季度见顶。

图表 18：社融增速领先名义GDP增速



资料来源：Factset、Bloomberg、浦银国际

历史来看，我们基于数十个领先指标制作的独家中国经济领先指标对于名义GDP有较好的领先作用，目前来看，该领先指标指向中国经济此轮短周期或将于2021年三季度见顶。

图表 19：中国经济短周期或于 2021 年三季度见顶



资料来源：Factset、Bloomberg、浦银国际

结合社融增速和我们独家的经济基本面领先指标，两者都共同预示着，中国经济短周期或于 2021 年二三季度见顶。但考虑到前面所提及的因疫情导致的周期错位（即“**不一样的周期**：海外经济或超预期，外溢效应有助推迟见顶及平缓下行斜率”），海外需求届时形成外溢效应，预计将对中国的经济周期构成正面提振，可能会形成时间、幅度两方面影响，即可能推迟中国经济见顶的时间或者平滑经济的下行斜率。

基于此我们认为：

- **时间**：是否会推迟见顶时间、推迟多久，对此我们持相对审慎乐观态度，需要密切留意基本面的边际变化。
- **幅度**：海外需求的释放有助于平衡中国经济的下行斜率，对此，我们更为乐观。就确定性而言，下行斜率得到平缓，要比时间点推迟确定性更高。

下行风险来源：高估值下的流动性拐点

当前市场下行风险的最大来源即高估值的状态下面临流动性的拐点冲击。

● 高估值：横向、纵向比较都显示估值仍偏高

我们在《[2021年中国股市策略展望：先上后下，配置下沉](#)》就强调了，2021年股市的估值难以继续扩张，料将回落，而盈利扩张将成为股市最大的支撑。5月我们在《[A股、港股多维估值手册：跨国别、跨资产、跨行业比较回调后的投资性价比](#)》对回调后的估值进行细致梳理。不论哪个维度，都显示当前股市的估值仍偏高，投资性价比有限。

目前来看，估值水平仍然在相对高位，MSCI 中国指数的远期市盈率高于历史均值一个标准差，估值回落的压力仍然不小。

由于 MSCI 中国指数的成分股会动态调整，为了更全面的呈现整体市场的估值情况，我们还计算了 A 股、港股的全市场估值水平。这同样显示当前的估值水平仍处于高位，其中：

- A 股整体估值水平处于 2017 年以来相对高位；
- 港股整体估值水平则处于 2011 年以来相对高位；

图表 20：MSCI 中国远期市盈率



资料来源：Factset，浦银国际

图表 21: A股及港股远期市盈率



资料来源: Factset, 浦银国际

自上而下看估值

自上而下, 从中国股市的市值 vs 名义 GDP 以及 M2 的角度来看, 当前的股市估值明显偏高, 并没有出现明显的性价比, 对于后市仍有必要保持谨慎。

图表 22: 中国股市市值占名义 GDP 的比值



注: 此处以 A 股及港股市场整体市值计算
资料来源: Bloomberg, 浦银国际

图表 23: 中国股市市值占 M2 的比值

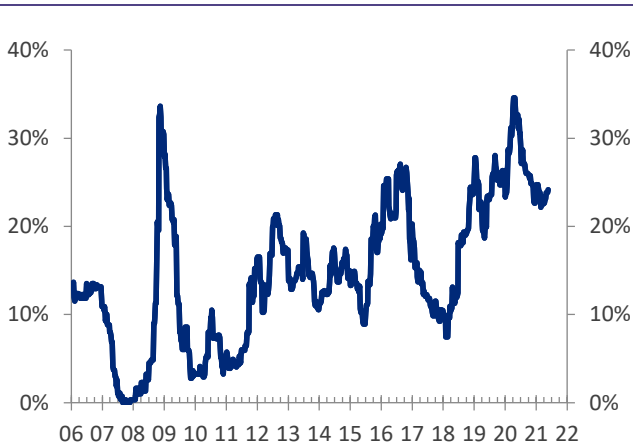


注: 此处以 A 股及港股市场整体市值计算
资料来源: Bloomberg, 浦银国际

跨资产比较

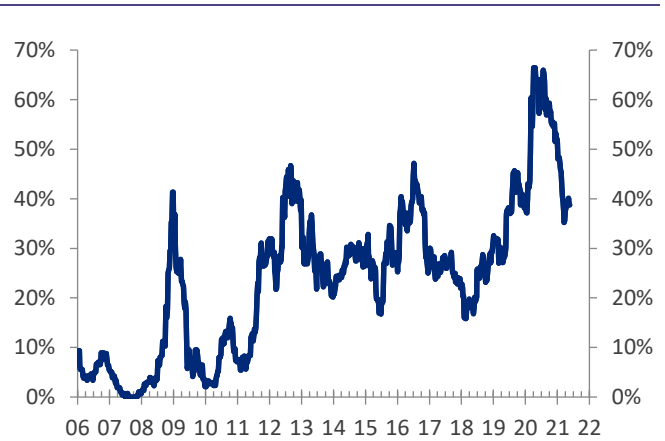
跨资产来看，股票相对国债吸引力高于平均水平，但相对信用债已属高估值区间，而相对商品来看，由于2010年后大宗商品长期低迷，导致股市 vs 大宗商品趋势性走高，相比商品难言股市估值高低。

图表 24: MSCI 中国股息率超过 10 年期中债收益率的成分股占比



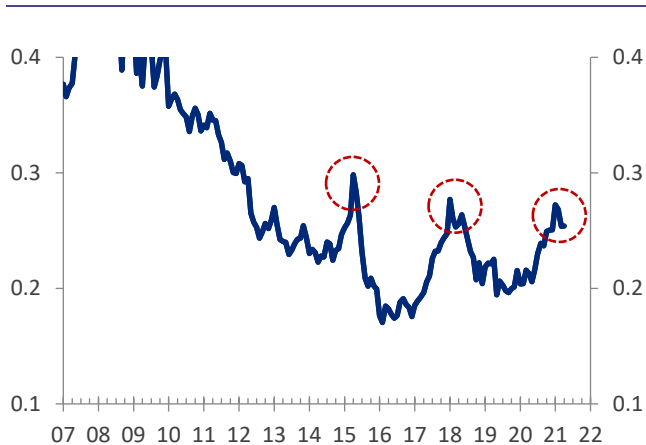
注：基于 MSCI 中国 2021 年 5 月份成分股回溯测算
资料来源：Bloomberg，浦银国际

图表 25: MSCI 中国股息率超过 10 年期美债收益率的成分股占比



注：此处以港股市场为整体计算
资料来源：Bloomberg，浦银国际

图表 26: MSCI 中国 vs 离岸中资美元高收益债



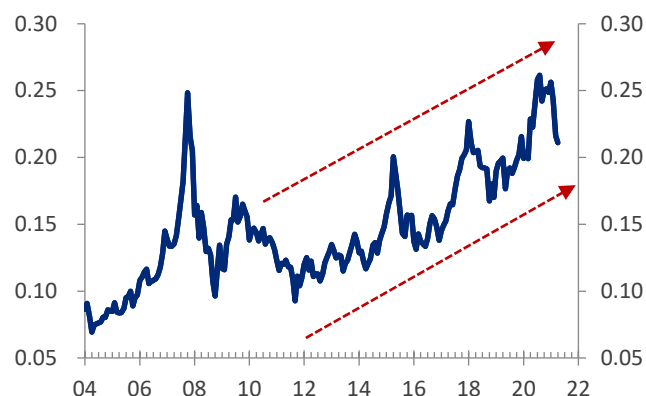
注：离岸中资美元高收益债使用的是 ICE BofA Asian Dollar High Yield Corporate China Issuers index 的总回报指数
资料来源：Bloomberg，浦银国际

图表 27: MSCI 中国 vs 离岸中资美元投资级债



注：离岸中资美元投资级债使用的是 ICE BofA Asian Dollar Investment Grade Corporate China Issuers index 的总回报指数
资料来源：Bloomberg，浦银国际

图表 28: MSCI 中国 vs CRB 大宗商品指数



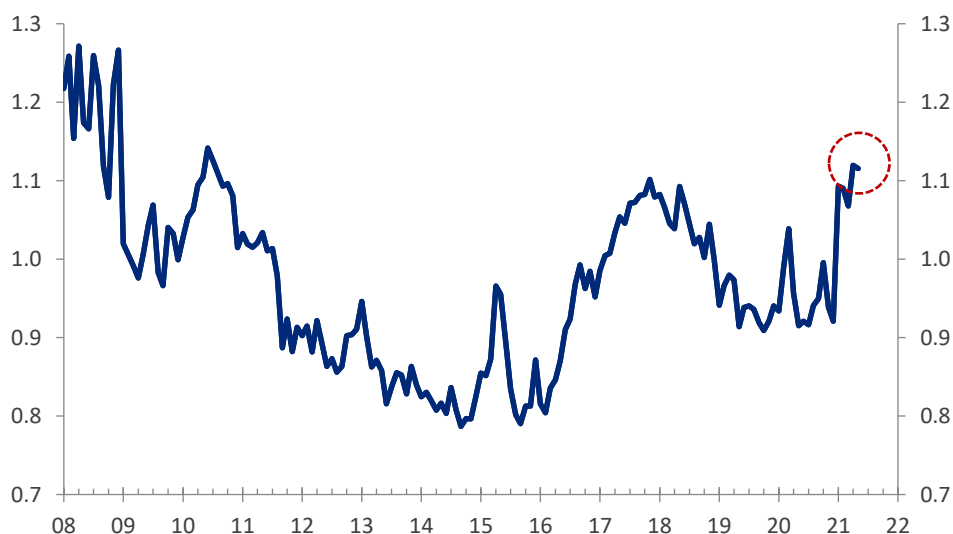
资料来源: Bloomberg, 浦银国际

跨国比较

跨国视角来看, 中国 vs 新兴市场该比值创下了 2010 年以来的新高, 对新兴市场的国际投资者而言, 当前中国股市的估值性价比不高。A 股及港股在全球市场的估值排名都下滑 (变贵), 而 A 股比多数市场都要贵, 港股则依然比多数市场便宜。

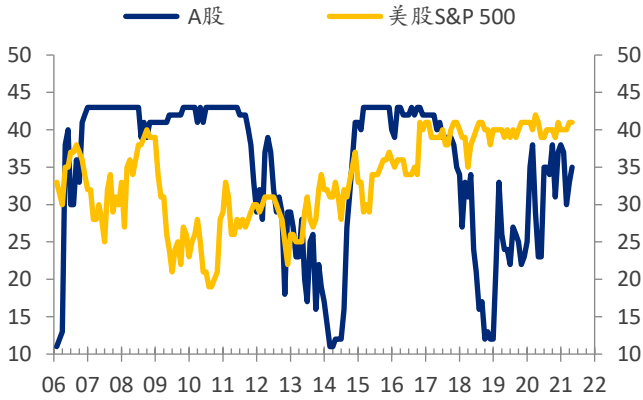
具体而言, 纵向看中国与绝大多数市场一样, 当前的估值水平在过去 10 年都处于相对高位, 仅有极少数的新兴市场估值在历史中位数以下。横向看, 新兴市场整体较发达市场更便宜, 而 A 股全球来看属于较贵的行列, 但 A 股与多数市场的估值差异并没有像美股 vs 其他市场存在巨大估值差异。

图表 29: MSCI 中国远期市盈率 vs MSCI 新兴市场远期市盈率处于历史高位



资料来源: Bloomberg, 浦银国际

图表 30: A 股在 43 个市场的远期市盈率排名 (数字越大越贵)



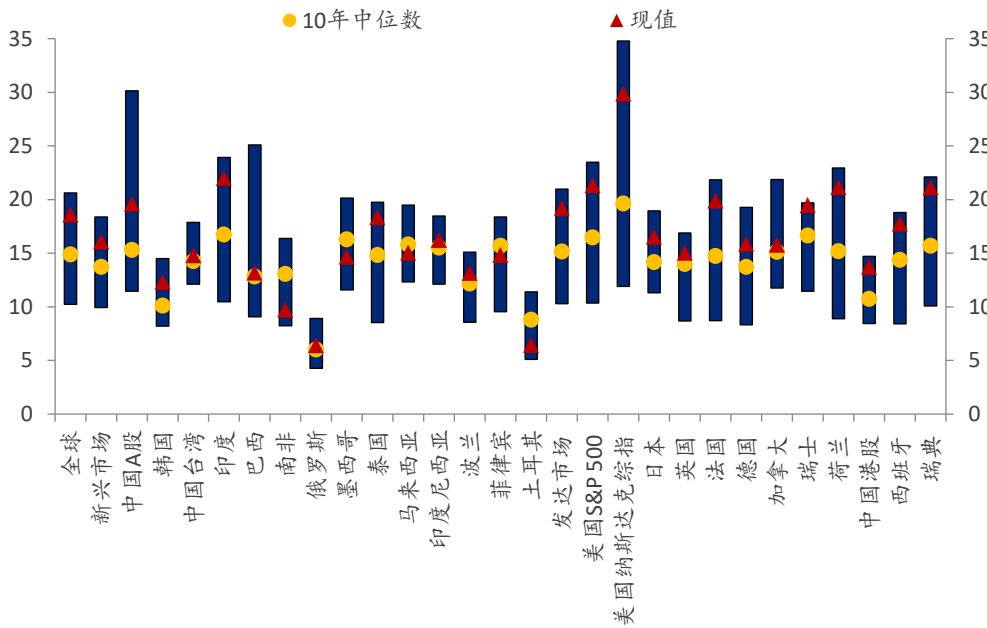
注: 此处计算的为 A 股整体估值
资料来源: Bloomberg, 浦银国际

图表 31: 港股在 43 个市场的远期市盈率排名 (数字越大越贵)



资料来源: Bloomberg, 浦银国际

图表 32: 全球股市远期市盈率



注: 除美股注明外, 其他市场都为全市场的整体估值。
资料来源: Factset, Bloomberg, 浦银国际

● 流动性：国内紧货币+紧信用，海外宽松度下降

我们在《SPDBI 全球央行观察》系列报告中，定期对于中国及海外流动性进行追踪，我们已经多次强调了中国流动性拐点浮现，而海外流动性的宽松度明显在边际下降。

中国流动性

流动性的拐点：紧货币+紧信用，也是对于股票市场最不友好的搭配已经出现。而历史上紧货币+紧信用组合出现后（2010年初、2013年二季度、2017年四季度），股票市场通常都表现不佳。

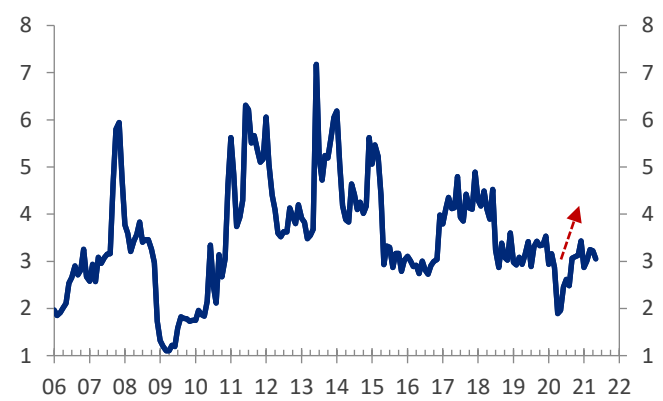
2020年5-6月货币拐点出现，具体表现为5月银行间同业拆借利率见底，6月M2同比增速见顶回落。

图表 33: 中国 M2 同比增速



资料来源：Factset、Bloomberg、浦银国际

图表 34: 银行间 1 月期同业拆借利率% (每周平均)



资料来源：Factset、Bloomberg、浦银国际

伴随着紧货币的拐点浮现，信用依然宽松，社融依然大幅增长，在2020年四季度末随着信贷脉冲见顶，社融同比增速见顶，信用拐点开始出现。值此，紧货币+紧信用的搭配已经完成。目前来看，信贷脉冲以及社融同比增速都呈现非常明显的下行通道。

图表 35：中国信贷脉冲



资料来源：Factset、Bloomberg、浦银国际

图表 36：社融同比增速



资料来源：Factset、Bloomberg、浦银国际

从政策面来看，也同样预示着相对紧缩的来临：

一季度的货币政策执行报告口径整体上明显边际收紧。“促经济”、“稳汇率”、“防风险”这三个央行货币政策函数的三个重要变量重要性在不同阶段都会有所不同，一季度的货币政策执行报告整体来看央行货币政策函数的侧重点已然发生转移。一季度央行的侧重点更偏重强调“防风险”，这其实也隐含意味着，央行通过宽松流动性来促经济增长的重要性实际上在下降，这也佐证了我们在《[不一样的周期？——股市周期分析框架系列报告（二）](#)》中对于“紧货币+紧信用”的流动性拐点浮现的判断。

- 央行提出“保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配”。据中国人民银行货币政策委员会委员马骏的估算，2021年名义GDP增速为10.2%左右，剔除2020年基数效应，约为7.5%左右，如果取中间水平，约为9%左右。考虑到目前2月M2同比增速为10.1%，社融同比增速为13.7%，M2以及社融尤其是社融之后又明显的下行空间。佐证了流动性拐点的到来。

图表 37: 2020 年四季度与 2021 年一季度央行货币政策执行报告对比

	2020 年四季度	2021 年一季度
总定性	稳健的货币政策要灵活精准、合理适度， 坚持稳字当头，不急转弯 ，把握好政策时度效，处理好恢复经济和防范风险的关系，保持好正常货币政策空间的可持续性。	稳健的货币政策要灵活精准、合理适度， 把服务实体放到更加突出的位置，珍惜正常的货币政策空间 ，处理好恢复经济和防范风险的关系
关于流动性、货币供应量	保持流动性合理充裕， 保持货币供应量和社融规模增速同名义经济增速基本匹配，保持宏观杠杆率基本稳定，同时根据形势变化灵活调整政策力度、节奏和重点	保持流动性合理充裕， 保持货币供应量和社融规模增速同名义经济增速基本匹配，保持宏观杠杆率基本稳定
流动性与经济	把好货币供应总闸门，将经济保持在潜在产出附近	完善货币供应调控机制，管好货币总闸门
社会融资成本	巩固贷款实际利率下降成果 ，促进企业综合融资成本稳中有降	继续释放改革促进降低贷款利率的潜力， 推动实际贷款利率进一步降低

资料来源：中国人民银行，浦银国际

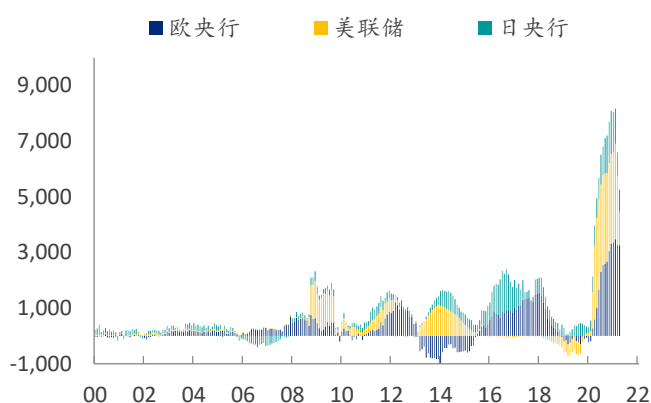
海外流动性

海外流动性整体来看依然宽松，但是边际上已经出现了明显的收紧，美日欧的央行资产增量的 GDP 占比已经见顶回落，全球各国 M2 同比增速的中位数也已经见顶回落，全球的利率债不论是投资级还是高收益都随着美债收益率上行而一路反弹。2021 年下半年各国将逐步开始讨论（例如欧央行）或者宣布缩减 QE（例如美联储），整体货币宽松度的下降无疑将在 2021 年下半年延续。

- **全球**。伴随着全球经济进一步回暖，名义利率的不断上行，市场的关注点都一致投向了 QE 缩减的时点，发达国家中加拿大率先在 4 月开展缩减 QE。
- **美联储**：9 月预计将宣布 QE 缩减时间表（我们预计于 2020 年年末至 2021 年年初正式开启 QE 缩减）。4 月 FOMC 会议维持货币政策不变，但在缩减 QE 方面，美联储鹰鸽双方的分歧明显。偏鸽一方认为不急于讨论缩减 QE，但偏鹰一方则认为缩减 QE “宜早不宜迟”。在 4 月的非农数据出炉后，美联储决策所面临的局势是：就业弱（促使货币延续宽松）+通胀强（促使货币收紧）的两难格局。我们认为，美联储很可能对通胀继续保持高包容度，并在 9 月 FOMC 会议上根据 5-8 月就业与通胀数据为政策决定的基础，宣布 QE 缩减时间表，并于 2020 年年末至 2021 年年初正式开启 QE 缩减。

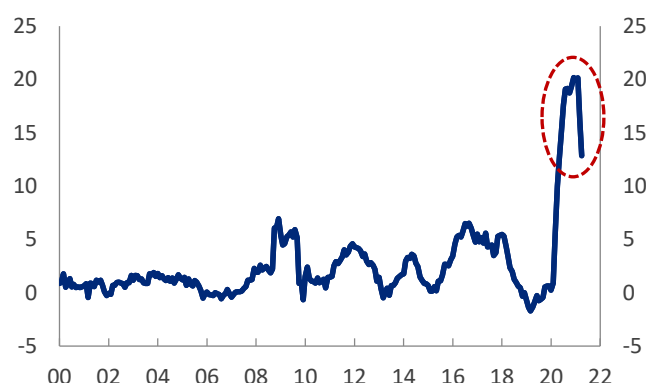
- **欧央行：下半年将开始讨论 QE 缩减问题。**3 月议息会议纪要和 4 月议息会议声明都显示，欧央行鹰鸽双方对于 2Q21 加快 PEPP 购债速度达成了广泛的共识。路透社援引消息人士的话说，欧央行鹰鸽双方的共识是，6 月前不讨论政策前景并将讨论保留至最新经济预测发布时点。但偏鹰代表仍表达了希望 3Q21 起缩减 QE 的意见。面对回升并不急剧的通胀和不算高的疫苗接种比例，欧元区仍需财政和货币的支持。我们认为，伴随着经济复苏，2021 年下半年欧央行也将开始讨论 QE 缩减的问题。

图表 38：全球央行资产年度增量（十亿美元）



资料来源：FactSet, 浦银国际

图表 39：美欧日央行总资产年度增量占年化 GDP 的比例 (%)



资料来源：FactSet, 浦银国际

图表 40：全球各国 M2 增速中位数 (%)



资料来源：Bloomberg, 浦银国际

图表 41：全球主权债收益率 (%)



资料来源：FactSet, 浦银国际

中国股市 2021 年回报拆解

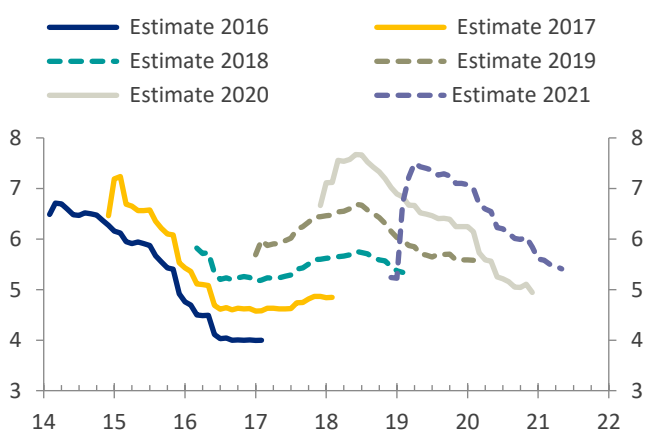
MSCI 中国指数盈利 2021 年预计同比增长 17.8%-18% (vs 2020 年 12 月预估的 20.0%-21.5%)，有望成为 2021 年股市的最大支撑，估值来看目前仍属高位，我们预计估值回落 10.8-15.3%(vs 2020 年 12 月预估的回落 14.4%-15.9%)，全年回报为个位数，历史来看 2021 年预计与 2010 年相类似，都是盈利扩张而估值收缩，全年个位数回报。

● 盈利——预计将成为 2021 年股市最大支撑

在经历了 2020 年疫情对于全球经济的重创后，盈利基数低，经济复苏，2021 年原本应该是盈利同比高增长的一年，但由于疫情的结构冲击仍然存在，供需两端仍然收到结构性抑制；而且 MSCI 中国指数由于纳入了更多未有盈利的新经济公司，上半年 MSCI 中国指数整体的盈利并未有出现如期强劲的反弹，市场对于 MSCI 中国指数 2021 年的盈利预期为 5.41，隐含 2021 年盈利同比增速为 13.9%。

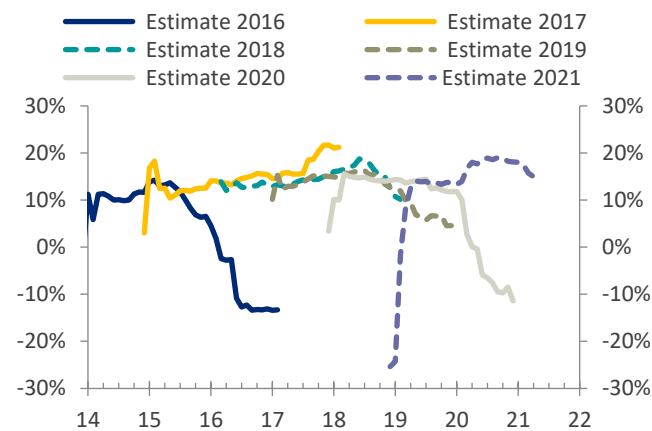
如我们先前分析，考虑到“[不一样的周期：海外经济或超预期，外溢效应有助推迟见顶及平缓下行斜率](#)”，复苏不同步，很可能导致即使整体经济出现见顶下行；出行的恢复，很可能也将令先前因疫情成本、收入受冲击的部门出现修复，进而释放盈利，虽然释放速度可能比预期慢，但随着全球疫苗的大规模普及，欧美经济重启带来经济的外溢效应释放，我们对盈利的估测仍然会比市场预期更偏乐观。

图表 42: MSCI 中国指数 EPS 市场预期



资料来源: Factset、Bloomberg、浦银国际

图表 43: MSCI 中国指数市场 EPS 隐含同比增速



资料来源: Factset、Bloomberg、浦银国际

图表 44：MSCI 中国指数盈利情景分析

情景假设	情景分析	2021 年盈利增速
悲观情景 (20%)	复苏进度大幅弱于、慢于预期，叠加信用紧缩的力度强于预期，盈利回升弱于预期。	10%
基准情景 (60%)	疫苗大规模普及、欧美经济动能的释放令全球经济受益，盈利回升 18%。	18%
乐观情景 (20%)	中国及海外共振复苏，与此同时疫情控制力度超预期，同时极度宽松的财政、货币政策不退出，通胀维持低位，盈利大幅反弹。	25%
概率加权	我们若进行情景概率的加权，则 2021 年 MSCI 中国指数的盈利增长为 $(20%*10%) + (60%*18%) + (20%*25%) = 17.8%$	17.8%

资料来源：浦银国际

我们预计 2021 年 MSCI 中国指数的盈利增长为 17.8%-18%。我们的预估较 2020 年 12 月时的估测调低，主要原因在于上半年整体的盈利情况较我们预估的要略微偏弱。

● 估值——料将继续回落

在经历了 2018 年的估值收缩后，2019、2020 年连续两年 MSCI 中国指数估值扩张。虽然 2021 年上半年市场整体出现了回调，MSCI 中国的估值也有所回落，但 MSCI 中国股市的即期市盈率仍然处于高于历史长期均值一个标准差以上的水平，进一步估值空间非常有限。

关于估值的分析，我们在《[A 股、港股多维估值手册：跨国别、跨资产、跨行业比较回调后的投资性价比](#)》进行了跨资产、跨国的多维分析，我们相信 2021 年下半年随着流动性的紧缩，估值料将继续回落。

图表 45：MSCI 中国指数即期市盈率



资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 46：MSCI 中国指数估值情景分析

情景假设	情景分析	2021 年估值变化
悲观情景 (30%)	流动性紧缩的力度强于预期，与此同时美股估值回落，带动全球整体风险资产情绪回落，估值大幅度回落至 2018 年市场大幅下行期间的平均水平，即回落 29.2%	-29.2%
基准情景 (60%)	全球疫苗快速普及，欧美经济动能外溢，带动全球需求进一步复苏，风险资产情绪良好，估值温和回落至历史均值一倍标准差的相对高位，即回落 10.8%	-10.8%
乐观情景 (10%)	盈利改善大幅超预期，投资者情绪持续高涨，估值维持在当前水平。	0%
概率加权	我们若进行情景概率的加权计算，则 2021 年 MSCI 中国指数的估值增长为 $(30\% \times -29.2\%) + (60\% \times -10.8\%) + (10\% \times 0\%) = -15.3\%$ 。	-15.3%

资料来源：浦银国际

我们预计 2021 年 MSCI 中国指数的估值收缩 10.8-15.3%。我们的预估较 2020 年 12 月时的估测基本相近，未有明显变化。

● 回报——全年回报预计为低个位数

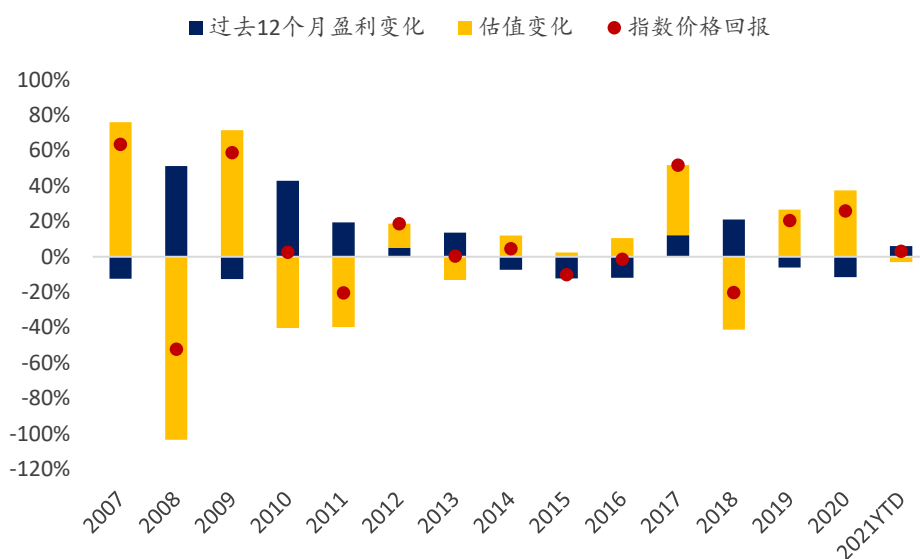
我们预计，2021年MSCI中国指数盈利预计增长17.8%-18%，而估值预计收缩10.8-15.3%，结合来看，MSCI中国指数整体回报预计为低个位数。2021年的情况预计与2010年非常类似，当时，经历了金融危机冲击后，2009年开启史诗级大反弹，紧接着，2010年也呈现出了盈利扩张而估值收缩的情况，当年的MSCI中国指数的全年回报同样也是低个位数。

图表 47：2021年MSCI中国指数回报拆解

分项	分析	2021年变化
盈利	疫苗大规模普及、欧美经济动能的释放令全球经济受益，盈利回升18%；不同情景的概率加权下，盈利增长为21.5%。	17.8%-18%
估值	全球疫苗快速普及，欧美经济动能外溢，带动全球需求进一步复苏，风险资产情绪良好，估值温和回落至历史均值一倍标准差的相对高位，即回落10.8%；不同情景的概率加权下，估值收缩15.3%。	(-10.8%)-(-15.3%)
全年回报	2021年全年回报主要由盈利所贡献，估值预计将收缩。	0%-5%

资料来源：浦银国际

图表 48：MSCI中国指数回报拆解



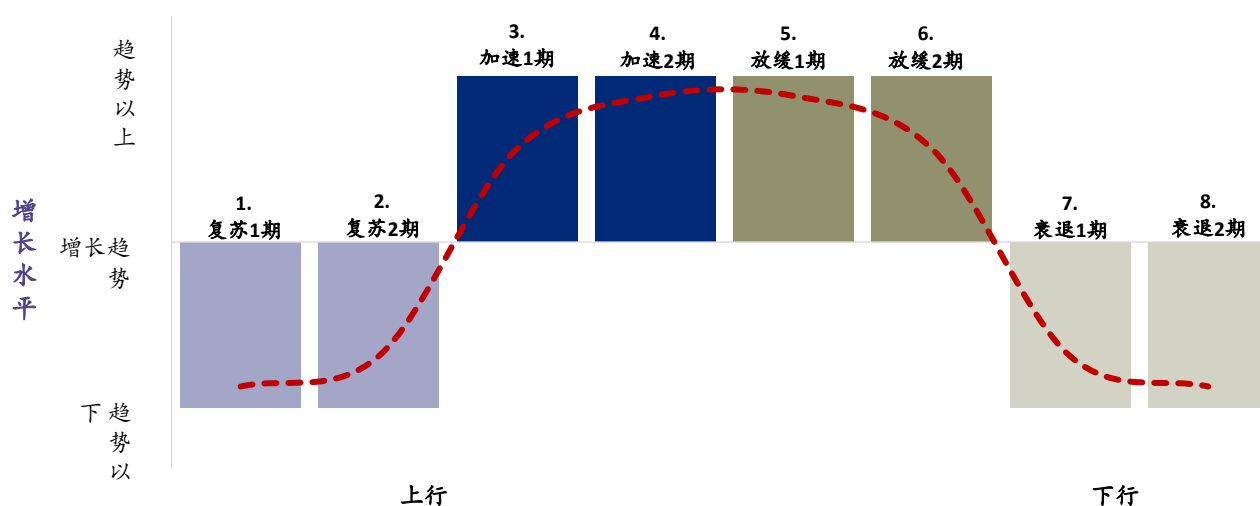
注：计算截至2021年6月2日，EPS为过去12个月的实际盈利

资料来源：Factset, Bloomberg, 浦银国际

资产配置视角看股市：应逐步减持股票资产

不同于基于经济绝对增速对经济周期的分类法，为了更好地研究每个周期下的具体特性，我们运用 SPDBI 中国经济基本面领先指数，根据“是否高于增长趋势”、“是否较过去 6 个月改善”、“改善/回落速率”的高低以经济相对增速的方法将经济周期细分为 4 个大阶段以及 8 个小阶段，我们之所以在 4 个大阶段的基础上进一步分为 8 个小阶段，是因为在大阶段的先后期，市场的表现也不尽相同（例如同属“衰退期”的“衰退 1 期”vs“衰退 2 期”），因而有必要进行细分。

图表 49：经济周期划分为 4 个大阶段、8 个小阶段



资料来源：浦银国际

图表 50：经济周期划分为 4 个大阶段、8 个小阶段

	序号	周期	是否高于增长趋势	是否较过去 6 个月改善	改善/回落速率
复苏期	1	复苏 1 期	低于	是	慢
	2	复苏 2 期	低于	是	快
加速期	3	加速 1 期	高于	是	快
	4	加速 2 期	高于	是	慢
放缓期	5	放缓 1 期	高于	否	慢
	6	放缓 2 期	高于	否	快
衰落期	7	衰退 1 期	低于	否	快
	8	衰退 2 期	低于	否	慢

资料来源：浦银国际

1. 复苏 1 期

特征：经济所处阶段依然在周期趋势以下，刚经历过经济见底后出现改善，但改善速率较慢，经济上行的第一个阶段。

2. 复苏 2 期

特征：依然处在周期趋势以下，经济继续改善，且改善速率加快。

3. 加速 1 期

特征：增长首次恢复至周期趋势以上，不断改善且改善速率较快。

4. 加速 2 期

特征：经济位于周期趋势以上，不断改善但改善速率放缓。

5. 放缓 1 期

特征：经济位于周期趋势以上，但已经没有进一步改善，首次出现放缓，但放缓的速度较慢。

6. 放缓 2 期

特征：经济依然位于周期趋势以上，但延续放缓，且放缓的速度加快。

7. 衰退 1 期

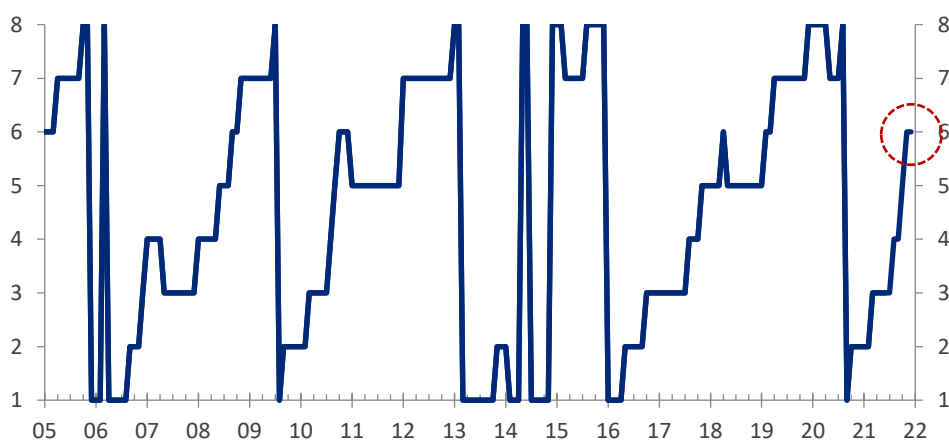
特征：经济增长再次位于周期趋势之下，继续放缓，且放缓的速度加快。

8. 衰退 2 期

特征：经济增长依然位于周期趋势之下，继续放缓，但放缓的速度放慢，该阶段属于见底阶段，随后即将迎来复苏 1 期。

根据上文的周期划分方法，我们 SPDBI 中国经济基本面领先指数显示：中国经济于 2021 年一季度已经进入“加速期”，很可能在 2021 年四季度进入“放缓期”。

图表 51: 中国经济周期阶段划分 (1-8)



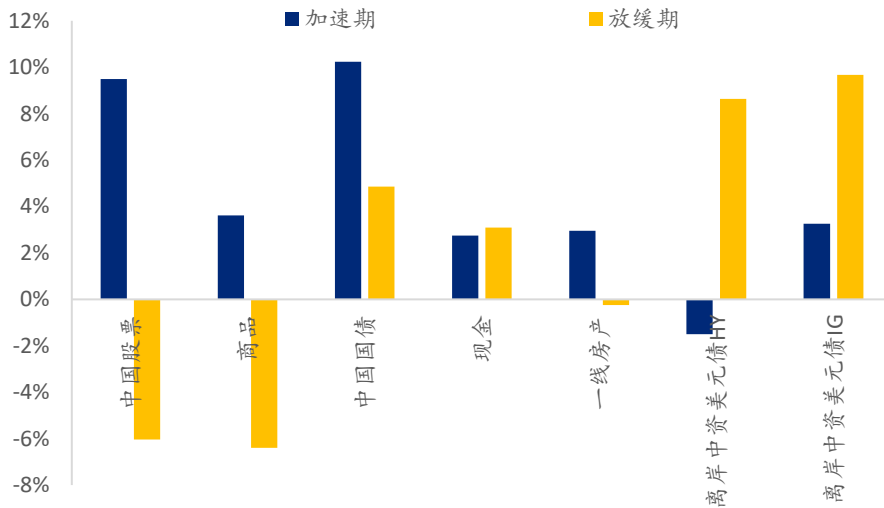
资料来源：Factset、Bloomberg、浦银国际

基于周期不同阶段来看，当经济在“加速期”加速上行触顶，随后回落进入“放缓期”，各类资产的回报也会呈现明显的变化。我们测算了在不同经济周期阶段下各类资产在未来 12 个月的回报中位数。我们可以发现：

- 股票在当前阶段持有 12 个月在大类资产中仍有不错的正回报，但自“加速期”转移至“放缓期”，未来 12 个月的回报或大幅下降。
- 一旦进入“放缓期”，债券（不论是利率债还是信用债），预计收益都将优于股票及商品。

这与我们对于股市全年回报的测算相互呼应，这都提示着我们，在下半年应该逐步减持股票资产，增持固收类资产。

图表 52：中国经济周期不同阶段下未来 12 个月的资产回报中位数



注：计算自 2005 年以来数据
资料来源：Factset、浦银国际

2021 年下半年板块策略

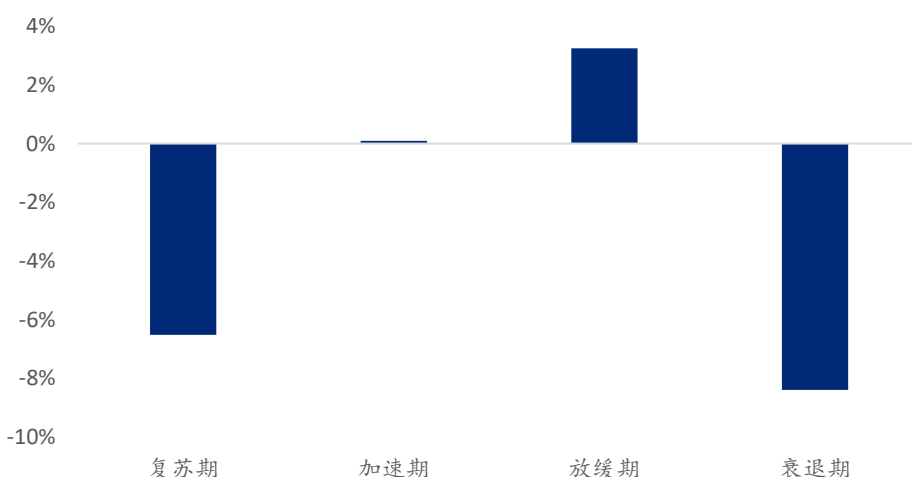
2021 年估值回落，伴随着流动性的边际收紧，这要求我们板块策略的主线尤其需要兼顾估值，此时不一定要买“便宜”，但是对于买“贵”，一定更加谨慎。此外，我们基于独创的板块四分法，对主要板块进行分类，再结合板块的估值、技术面等信息，我们最终决定了 11 个板块的评级。其中超配板块为金融、IT、公用事业。低配板块为通信服务、医疗、工业、原材料。

● 板块的配置主线：兼顾估值

在估值部分，我们已强调，当前市场估值整体处于高位，叠加流动性的转向，尤其是海外无风险利率的进一步上行，全球所有的高估值标的预计都将面临较大的估值压力。此时的板块配置主线无疑需要重点兼顾估值，选取估值合理、基本面稳健的标的。

从周期的角度来看，当周期由“加速期”切换至“放缓期”时，“价值”未来 12 个月跑赢“成长”，背后所蕴含的逻辑是，相对低估值的股票在下行周期中通常更具韧性。当前，我们不一定要买“便宜”，但是对于买“贵”一定更加谨慎。

图表 53：中国经济周期不同阶段下“价值”vs“成长”未来 12 个月的超额收益（百分点）



注：计算自 2005 年以来数据
资料来源：Factset、浦银国际

● 板块的分类

我们在报告《[板块四分法——市场预期的一致与分歧？](#)》中独创提出了板块的四分法，我们基于 11 个板块的预期一致性及看多程度两个标准将板块分为“一致预期+高度看多”、“一致预期+低度看多”、“分歧预期+高度看多”、“分歧预期+低度看多”四种类型。

我们将 11 个 GICS 板块划分至四个象限中。不同的分类，其对应的投资影响也将不同。

图表 54：股票板块的四分法



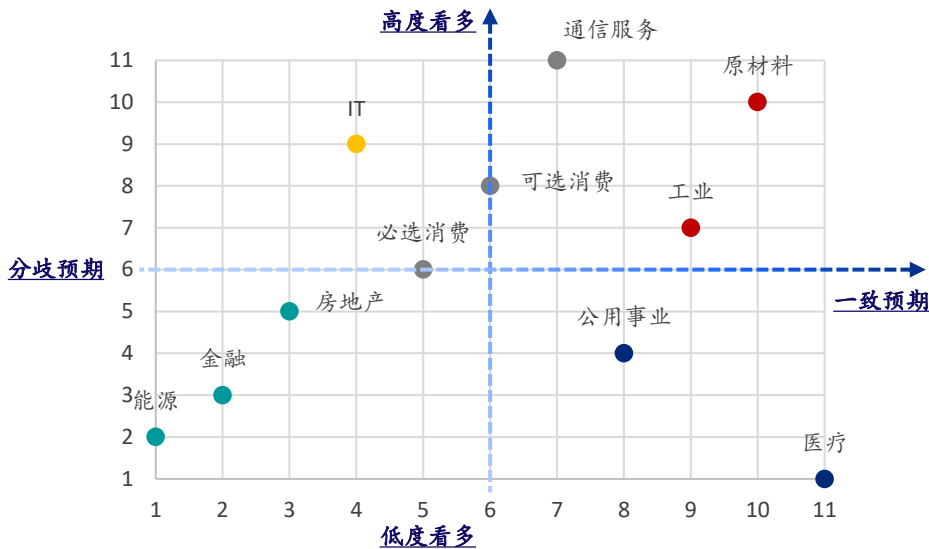
资料来源：Bloomberg，浦银国际

图表 55：板块四分法下的投资影响

	基本面实际数据或公司重大业务活动进展弱于预期	基本面实际数据或公司重大业务活动进展超预期	投资侧重点
一致预期+高度看多	回撤最大	反弹最少	Beta 交易为主
一致预期+低度看多	回撤低	反弹最多	Beta 交易为主
分歧预期+高度看多	回撤大	反弹较少	Alpha 交易为主
分歧预期+低度看多	回撤低	反弹多	Alpha 交易为主

资料来源：浦银国际

图表 56：中国股票各板块的预期一致性及看多程度分布



注：为剔除极值影响，取各板块的中位数，计算数据截至为 2021 年 5 月 27 日

资料来源：Bloomberg，浦银国际

根据以上分类标准，我们对不同的板块采取不同的策略：

一致预期+高度看多

即市场目标价的分歧小、一致性高。但目标价相比现价的上漲幅度明显。对于此类标的需要保持谨慎，因为预期已经打太满，如果实际数据符合预期，不会上漲太多，但其抗冲击的能力较弱，即使实际数据仅小幅弱于预期，可能导致的回撤幅度通常也会非常显著。

目前属于一致预期高度看多的板块典型主要为：**原材料、工业板块**。今年以来工业、原材料为代表的强周期板块都表现强劲，从技术面来看，这两个板块已经非常热门。再加上当前的周期位置已属高位，尤其是叠加“紧货币+紧信用”的流动性拐点，在此情况下，我们更有理由对这两个板块“一致预期+高度看多”的情况保持高度谨慎。

一致预期+低度看多

即市场目标价的分歧小、一致性高，但目标价相比现价的上漲幅度有限。此类标的通常情况下相比现价预期不高，如果实际数据小幅弱于预期，也不会下跌太多，一旦超预期，即使超预期幅度不大，很可能也会带来预期的再修正，进而带来非常明显的价格反弹。

目前公用事业、医疗板块可以归为“一致预期+低度看多”的板块，但医疗板块 vs 公用事业板块却完全不同。医疗板块是 MSCI 中国指数所有板块中目前远期市盈率最高的板块，且医疗板块在过去 1 年也同样是大幅跑赢 MSCI 中国指数，而公用事业板块的绝对估值水平、历史相对水平都处于相对低位，在过去 1 年跑输 MSCI 中国指数。

因此，同样是“一致预期+低度看多”，但医疗 vs 公用事业板块本质上却不一样，医疗板块是因为现价涨幅过大导致的“低度看多”，而公用事业在低估值、低涨幅的情况下则是由低预期目标价导致的“低度看多”。

虽然医疗板块整体因疫情、疫苗等因素，基本面仍然有明显支撑，但一旦市场出现明显大幅回落，公用事业板块在低估值、低预期的情况下很可能可以提供更好的防御性。

分歧预期+高度看多

即市场目标价的分歧大、一致性最低，但目标价相比现价的上漲幅度明显。这属于内部分期较大，但看多的势力占优。映射到二级市场上很可能反应为多空双方各持己见，资金胶着角力，一旦出现超预期，空头方或者观望资金将补仓，由于看多的实力先前已经占优，因此整体的上漲幅度不会非常剧烈，但一旦出现弱于预期，下跌的幅度可能会较为明显。

IT 板块目前属于“分歧预期+高度看多”的板块。IT 板块长期受到海内外资金的青睐，尤其是疫情后加速“线上化”、“数字化”的趋势，令 IT 板块受益，而加速国产替代也同样令软硬件都将受益。IT 板块目前整体来看，估值仍偏高，但已经自 2020 年的高位大幅回落至正常水平。技术指标来看 IT 板块目前也没有出现超买迹象。

综合来看，针对这类“分期预期+高度看多”的板块，我们有必要自下而上挖掘标的，在预期分歧的大背景下寻找预期错位的投资标的来获取 Alpha。

分歧预期+低度看多

即市场目标价的分歧大、一致性最低，但目标价相比现价的上漲幅度有限。这属于内部分期较大，但不看多的势力占优。映射到二级市场上很可能反应为多空双方各持己见，资金胶着角力，一旦出现超预期，空头方或者观望资金将强势流入，因此整体的上漲幅度不会非常剧烈，但一旦出现弱于预期，由于先前不看多的力量已经明显，下跌的幅度可能相对不会太剧烈。

地产、金融、能源这三个板块属于市场预期分歧较为明显，与此同时整体的板块看多程度偏低的板块。这三个板块都经历了较长时间的低迷，不受资本市场青睐，整体估值绝对、相对角度来看都处在低位水平。

地产板块主要受制于整个政策端的强力限制。能源板块则主要受到原油价格供应端的增产不确定影响叠加“碳中和”带来的能源结构影响，从短期、中长期都将对该板块构成情绪面、基本面的影响。在低估值的金融板块中仍存在着诸如寿险这类具有长期基本面支撑的标的，在整体板块低度看多的情况下，整体的收益风险比较好。

从另一个角度来说，由于地产、能源宏观变量驱动更为明显，获取 Alpha 的难度较大，但金融板块内部的细分券商、银行、保险等更细分的行业，它们长期竞争格局、基本面等因素分化更明显，获取 Alpha 的难度低于地产、能源板块。因此，在这三个存在预期分歧的板块中，相对更值得关注**金融板块**以获取潜在的 Alpha。具体而言，我们相对看好金融板块中的寿险行业。

● 板块的估值及技术指标

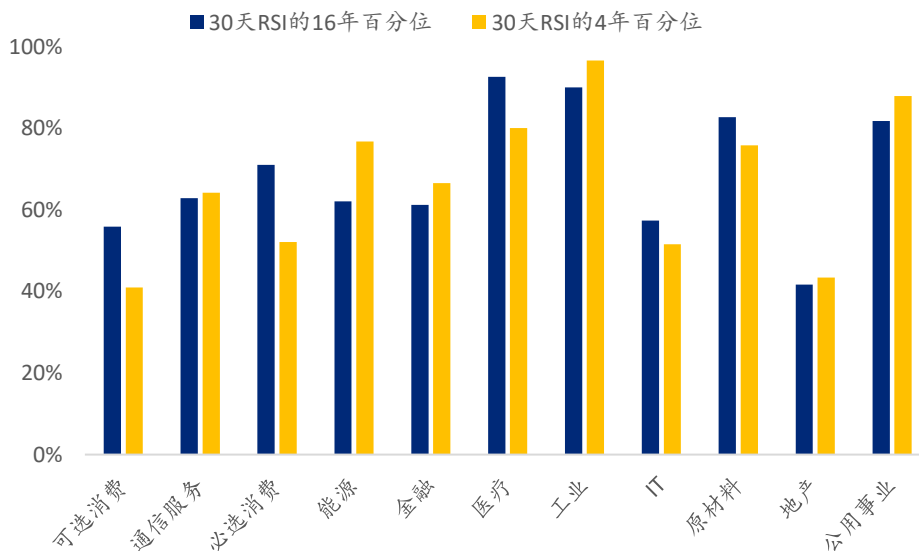
在以上分类的基础上，我们进一步参考各板块的历史估值及技术指标（RSI 反映超买超卖情况）。其中估值来看，目前新旧经济板块估值都不便宜：

- **新经济板块：**消费、医疗、通信服务等新经济板块的整体估值处于历史高位水平，仅有 IT 板块目前的水平低于历史均值。
- **旧经济板块：**其中工业、原材料的整体估值也在偏高水平，只有能源、公用事业在偏低位置。

我们分别计算了各板块的 30 天 RSI 长期百分位水平，读数越高（低）表示超买（卖）越明显，我们发现，旧经济板块的 30 天 RSI 属于历史高位水平，说明该板块非常热门，而新经济板块则已经有所回落：

- **新经济板块：**整体水平属于中间水平，尤其是必选消费、IT 处于低位水平。
- **旧经济板块：**其中，能源、工业、原材料、公用事业的 RSI 都处于历史高位水平，预示当前板块很热门，相比历史水平超买明显。

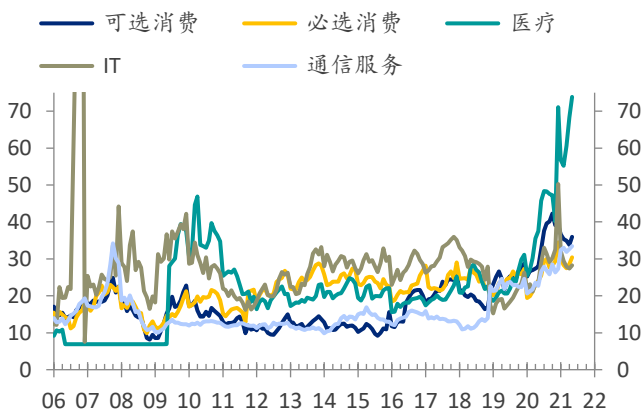
图表 57：中国股票各板块的 RSI 百分位



注：计算数据截至至为 2021 年 6 月 2 日

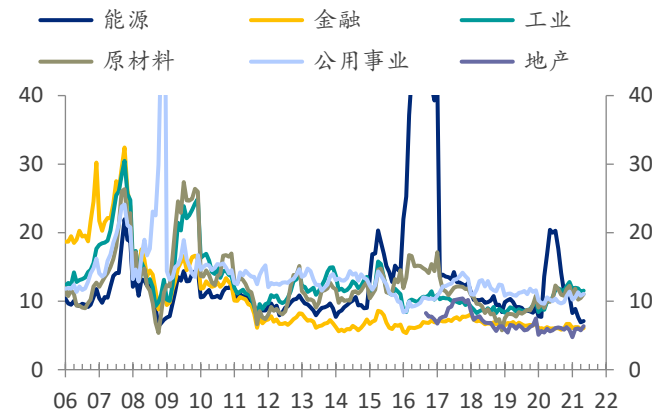
资料来源：Bloomberg，浦银国际

图表 58: MSCI 中国新经济板块远期市盈率



资料来源: Factset、Bloomberg、浦银国际

图表 59: MSCI 中国旧经济板块远期市盈率



资料来源: Factset、Bloomberg、浦银国际

● 板块观点汇总

先前分析的各个板块的情况汇总如下，估值高使用的是远期市盈率在 4 年的百分位排名，百分位越高排名数字越大；超买情况使用的是 30 天 RSI 的 4 年百分位排名，百分位越高，排名数字越大；卖方预期一致性采用的是板块个股（最高目标价-最低目标价）/（平均目标价）计算，该数值越低，表明卖方预期一致性越高，排名数值越大；卖方预期看多程度基于板块个股的平均目标价/ 现价计算所得，数值越大，表明卖方预期的看多程度越大，排名数值越高：

图表 60：中国股票各板块四大指标汇总

	可选消费	通信服务	必选消费	能源	金融	医疗	工业	IT	原材料	地产	公用事业
估值高低	8	10	9	1	2	10	7	4	6	5	3
超买情况	1	5	4	8	6	9	11	3	7	2	10
卖方预期一致性	6	7	5	1	2	11	9	4	10	3	8
卖方预期看多程度	8	11	6	2	3	1	7	9	10	5	4

资料来源：浦银国际

我们针对各个板块的具体情况，最终决定了 11 个板块的评级，其中**超配**：**金融、IT、公用事业**。**低配**：**通信服务、医疗、工业、原材料**。

图表 61：策略师对 GICS 板块评级

板块	低配/标配/超配	原因
可选消费	标配	大规模接种疫苗后，随着出行修复，酒店餐饮进一步修复，电商赛道虽然竞争加剧，但仍有长期趋势支撑，估值相对处于高位，但超买情况已经大幅度缓解，加上卖方预期的分歧较大，很适合自下而上选取估值合理的标的进行配置。
通信服务	低配	估值高位、卖方看多程度最大，维持谨慎。
必选消费	标配	化妆品、乳制品赛道仍然有相对的趋势支撑，整体估值偏贵，但板块的超买情况已经有所缓解，加上卖方预期分歧，适合自下而上选取估值合理的标的进行配置。
能源	标配	能源行业最主要的驱动因素在于油价变化，石油的需求端向好，但供应端存在较大的不确定性，这会抑制石油价格上行空间。 但考虑到板块估值低位、卖方整体分歧大，看多程度低，这种特性的板块很容易有上行风险，不宜低配。
金融	超配	估值低这为市场下行期提供了丰厚的防守型土壤，与此同时卖方分歧明显，市场预期看多程度也较低，这都为自下而上寻找超额收益创造了沃土。 可以重点关注金融板块的寿险，估值低位且有长期增长趋势支撑
医疗	低配	估值高位，超买水平也较为明显，卖方预期一致性也最高，一旦周期下行，板块的回调压力可能也较为明显。 但医疗板块内部生物科技、制药等也有较大分化，需要兼顾自下而上。
工业	低配	工业板块目前估值偏高、超买明显，而与此同时卖方预期的一致性也非常强、看多程度高。在这种一致预期的高估值情况下，经济周期的见顶下行很可能会对此板块冲击明显，因此需要保持谨慎。
IT	超配	超买情况已经明显缓解，估值也从高位回落，卖方预期分歧较大，这种情况下，很适宜自下而上进行布局。 具体细分来看，我们仍然看好其中的光学赛道。
原材料	低配	原材料板块与工业板块类似，目前估值偏高、超买明显，而与此同时卖方预期的一致性也非常强、看多程度高。 在这种一致预期的高估值情况下，经济周期的见顶下行很可能会对此板块冲击明显，因此需要保持谨慎。
地产	标配	地产供应需求两端仍然受到非常强的监管压制，但与此同时板块整体的估值处于低位，卖方看多度也较低，市场对此并不看好。 但板块整体的估值实质上已经反映了较为悲观的预期，目前的估值收益风险比不错，不宜低配，予以标配。
公用事业	超配	估值从绝对或者是相对的角度来看都处于低位，板块通常是“yield play”。随着经济下行，带动利率中枢下移，公用事业板块的相对吸引力也会对应抬升。

资料来源：浦银国际

操作策略

● 维持偏保守的适度仓位

在基本面动能进一步释放的带动下，市场可能出现二次筑顶，随后下行。虽然基本面同时兼具上行与下行风险，但目前不论是从何种角度来看，市场估值都偏高，即使在回调后相对性价比也有限，这是我们难以回避的。

在此情况下，我们操作上倾向维持偏保守的适度仓位，可利用反弹，进行仓位调整。

● 操作上适宜更偏右侧而非左侧

疫情后需求是否会超预期释放？海外需求究竟有多强烈？是否会大幅度超预期，这些问题需要等待具体的宏观数据出炉予以证伪/证实，在基本面存在潜在上行风险的时候，在操作上不适宜做左侧交易（因为潜在的机会成本可能很高），做右侧交易更为合适。

因此建议操作上可以更偏右侧，由于市场并未为经济的上行风险给予太高定价，因此承担弱于预期的下行风险要比错失因上行风险而带来的市场上涨，风险收益比的角度更为合算。

● 买什么——港股比 A 股好

2021 年全年来看，我们认为港股优于 A 股。从 DDM 模型来看，这个分化会较为明显，DDM 模型的分母是折现率，挂钩无风险利率，而分子则挂钩企业盈利。

- 分子盈利端，港股与 A 股企业都与中国经济基本面的走势息息相关，两者的区别不大。
- 分母无风险利率端，由于中外经济复苏的节奏不一致，海外流动性依然优于 A 股。

因此整体来看，2021 年港股优于 A 股。2021 年上半年港股已经跑赢 A 股，预计会在下半年继续跑赢。

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告(包括任何有关的附件),表示及保证其根据下述的条件下有权获得本报告,且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告是由从事证券及期货条例(香港法例第 571 章)中第一类(证券交易)及第四类(就证券提供意见)受规管活动之持牌法国-浦银国际证券有限公司(统称“浦银国际证券”)利用集团信息及其他公开信息编制而成。所有资料均搜集自被认为是可靠的来源,但并不保证数据之准确性、可信性及完整性,亦不会因资料引致的任何损失承担任何责任。报告中的资料来源除非另有说明,否则信息均来自本集团。本报告的内容涉及到保密数据,所以仅供阁下为其自身利益而使用。除了阁下以及受聘向阁下提供咨询意见的人士(其同意将本材料保密并受本免责声明中所述限制约束)之外,本报告分发给任何人均属未经授权的行为。

任何人不得将本报告内任何信息用于其他目的。本报告仅是为提供信息而准备的,不得被解释为是一项关于购买或者出售任何证券或相关金融工具的要约邀请或者要约。阁下不应将本报告内容解释为法律、税务、会计或投资事项的专业意见或为任何推荐,阁下应当就本报告所述的任何交易涉及的法律及相关事项咨询其自己的法律顾问和财务顾问的意见。本报告内的信息及意见乃于文件注明日期作出,日后可作修改而不另通知,亦不一定会更新以反映文件日期之后发生的进展。本报告并未包含公司可能要求的所有信息,阁下不应仅仅依据本报告中的信息而作出投资、撤资或其他财务方面的任何决策或行动。除关于历史数据的陈述外,本报告可能包含前瞻性的陈述,牵涉多种风险和不确定性,该等前瞻性陈述可基于一些假设,受限于重大风险和不确定性。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映浦银国际证券的立场。浦银国际控股有限公司及其附属公司、关联公司(统称“浦银国际”)及/或其董事及/或雇员,可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖。浦银国际或其任何董事及/或雇员对投资者因使用本报告或依赖其所载信息而引起的一切可能损失,概不承担任何法律责任。

浦银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料,考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要,在参与有关报告中所述公司之证券的交易前,委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。对部分的司法管辖区或国家而言,分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。

美国

浦银国际不是美国注册经纪商和美国金融业监管局(FINRA)的注册会员。浦银国际证券的分析师不具有美国金融监管局(FINRA)分析师的注册资格。因此,浦银国际证券不受美国就有研究报告准备和分析师独立性规则的约束。

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”,不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易,都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

英国

本报告并非由英国 2000 年金融服务与市场法(经修订)(「FSMA」)第 21 条所界定之认可人士发布,而本报告亦未经其批准。因此,本报告不会向英国公众人士派发,亦不得向公众人士传递。本报告仅提供给合格投资者(按照金融服务及市场法的涵义),即(i)按照 2000 年金融服务及市场法 2005 年(金融推广)命令(「命令」)第 19(5)条定义在投资方面拥有专业经验之投资专业人士或(ii)属于命令第 49(2)(a)至(d)条范围之高净值实体或(iii)其他可能合法与之沟通的人士(所有该等人士统称为「有关人士」)。不属于有关人士的任何机构和个人不得遵照或倚赖本报告或其任何内容行事。

本报告的版权仅为浦银国际证券所有,未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用,浦银国际证券对任何第三方的该等行为保留追述权利,并且对第三方未经授权行为不承担任何责任。

权益披露

- 1) 浦银国际并没有持有本报告所述公司的财务权益或持有股份。
- 2) 浦银国际跟本报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。
- 3) 浦银国际并没有跟本报告所述公司为其证券进行庄家活动。

评级定义

证券评级定义:

“买入”: 未来 12 个月, 预期个股表现超过同期其所属的行业指数

“持有”: 未来 12 个月, 预期个股表现与同期所属的行业指数持平

“卖出”: 未来 12 个月, 预期个股表现逊于同期其所属的行业指数

行业评级定义 (相对于 MSCI 中国指数):

“超配”: 未来 12 个月优于 MSCI 中国 10%或以上

“标配”: 未来 12 个月优于/劣于 MSCI 中国少于 10%

“低配”: 未来 12 个月劣于 MSCI 中国超过 10%

分析师证明

本报告作者谨此声明: (i) 本报告发表的所有观点均正确地反映作者有关任何及所有提及的证券或发行人的个人观点, 并以独立方式撰写 ii) 其报酬没有任何部分曾经, 是或将会直接或间接与本报告发表的特定建议或观点有关; (iii) 该等作者没有获得与所提及的证券或发行人相关且可能影响该等建议的内幕信息 / 非公开的价格敏感数据。

本报告作者进一步确定 (i) 他们或其各自的关联人士 (定义见证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则) 没有在本报告发行日期之前的 30 个历日内曾买卖或交易过本报告所提述的股票, 或在本报告发布后 3 个工作日 (定义见《证券及期货条例》(香港法例第 571 章)) 内将买卖或交易本文所提述的股票; (ii) 他们或其各自的关联人士并非本报告提述的任何公司的雇员; 及 (iii) 他们或其各自的关联人士没有拥有本报告提述的证券的任何金融利益。

浦银国际证券机构销售团队

王奕旻

stephy_wang@spdbi.com

852-2808 6467

许敏洁

amy_hsu@spdbi.com

852-2808 6469

浦银国际证券财富管理团队

华政

sarah_hua@spdbi.com

852-2808 6474

陈岑

angel_chen@spdbi.com

852-2808 6475

浦银国际证券有限公司

SPDB International Securities Limited

网站: www.spdbi.com

地址: 香港轩尼诗道 1 号浦发银行大厦 33 楼