策略研究

策略研究周报

申港证券股份有限公司证券研究报告

对于中美房地产的深入思考

——2021 年 7 月第 1 周策略周报

申港证券 SHENGANG SECURITIES

2021 年 07 月 05 日

曲一平 分析师

SAC 执业证书编号：S1660521020001

quyiping@shgsec.com

宋婷 研究助理

SAC 执业证书编号：S1660120080012

songting@shgsec.com

投资摘要：

A 股在 7 月的第 1 周出现阶段震荡，从板块来看，科创 50、创业板指、创业板 50 等成分指数反弹居前，小盘股出现了持续回暖的迹象。在近一个月的持续反弹后，年初至今排名靠前的分别是创成长（年初至今 21.7%涨幅）、创业板 50（年初至今 18.2%涨幅）、科创 50（年初至今 10.4%涨幅），年初至今呈现中小创成长牛市。

年初至今表现最好的板块分别是钢铁、采掘、综合、化工，表现最差的分别是家电、非银金融、国防军工、农林牧渔、房地产、传媒。本周表现较好的是电气设备、纺织服装、商业贸易。近一个月农林牧渔、轻工制造、医药生物、采掘等行业涨幅靠前。

本周重点对中美房地产进行思考：

从 2021 年开始一线城市租金提升，进入 5 月份租金同比增速已经触及 25%。而同期二线和三线城市租金增速较为缓和。今年以来百城平均租金已经环比 4 个月正增长，并且有着加速态势。这一轮一线城市租金快速上涨主要有几个原因：**1、一二手房倒挂中签难，刚需购房延后；2、接近 6 月份毕业季，有超过 60%毕业生有一线城市工作打算；3、目前高房价收入比、低房租收益率下，租金上行空间被打开。**

从 2017 年至今，一线城市新房严格限价下和二手房倒挂增加。2021 年初至今，一线城市二手房价同比增速均超 10%，超过新房增速 5%以上，倒挂扩大。

从经济学角度，当房价收入比达到临界点后，将会发生挤出效应将大量刚需群体挤压到租房市场，将首套房购置年龄推后。目前全球前 20 高房价收入比城市中，我国占了七个，分别是深圳、香港、北京、上海、台北、广州、杭州。

中国一线城市的毛租金收益率在 1.4%-2%之间，处于全世界最低区间。目前土地政策下，房价收入难以出现下降，一线城市的刚需客户群体停留在租房市场的时间将会被迫拉长，**在此基础上，预计后续房租收益率的提升幅度将会匹配居民收入提升幅度。**

即使经过了 2020 年疫情后的一系列上涨，**美国主要城市房地产依然没有出现严重泡沫，除了纽约、旧金山、洛杉矶、波士顿、奥克兰等城市房价收入比高于 6 以外，其他主要城市都在 6 以下。即使房价最高的纽约房价收入比也只有 10.11，是深圳的四分之一。**

租金收益率角度，要考虑到美国房产税在 1%-2%之间需要扣减掉这部分成本，所以纽约实际租金收益率在 3.5%左右，是深圳的 2.5 倍。**虽然美国 10 大、20 大城市房价当月同比增速还在惯性上涨，但预计增速高点已经到达，后续同比增速会缩窄。二、三季度增加新房开工面积会有力缓解住房短缺，全美新房价格中位数过去五年只提升了 24%，尚未出现全面泡沫。**

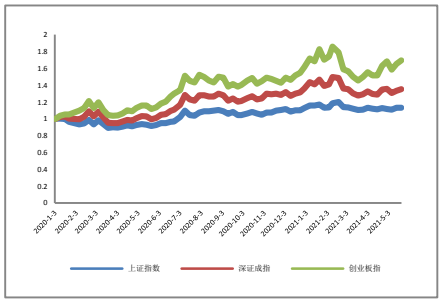
投资策略：我们维持今年上证指数在 3300-3800 点之间震荡的判断，目前在全 A 股盈利向上复苏阶段，经济复苏牛市至少还将持续最少 2 个季度。从大类资产配置角度，集中供地后地价并未降低，严格限价下的一线城市新房套利空间依然巨大，值得投资和关注。全球半导体行业持续高景气，有望助推国产芯片行业进一步高速成长。下半年我们认为科技成长股还将继续引领牛市后半段，以半导体为首的自主 TMT 技术龙头企业有着进一步复苏的机遇。

风险提示：海外流动性风险、国内货币政策收紧风险。

大盘基本资料

股票家数	4377
上证 50 平均市盈率	12.2
万得全 A 平均市盈率	20.19

大盘走势图



资料来源：Wind，申港证券研究所

相关报告

1、《双低可转债表现不佳，科技成长类可转债崛起：可转债观察》2021-07-02

2、《三星 GAA 新技术成功流片延续摩尔定律及全球半导体行业高景气：中观行业数据观察》2021-07-01

3、《申港证券全市场估值与行业比较观察：继续高配半导体》2021-07-01

4、《如何做有根据的流动性预测：流动性观察 2021 年六月第 4 周》2021-06-29

5、《对于房地产、半导体、汇率的三大展望：2021 年 6 月第 4 周策略周报》2021-06-27

内容目录

1. A 股市场概览：年初至今延续中小创成长牛市 4
2. 本周核心研究：中美房地产的思考 7
2.1 国内一线城市租金过快提升引起政府注意 7
2.2 一二手倒挂下新房性价比更高、刚需延迟购房 8
2.2.1 一线城市新房摇号难度加大挤压刚需继续租房（以上海为例） 10
2.3 目前高房价收入比、低房租收益率下，租金上行空间被打开 11
2.4 美国房地产市场实际泡沫并不大 13
3. 大宗商品行情概览 16
4. 全球宏观经济日历 17
5. 财经大事 22
5.1 穆迪发布《中国影子银行季度监测报告》 22
5.2 解读 2021 年 6 月中国采购经理指数 23
5.2.1 中国制造业采购经理指数运行情况 23
5.2.2 中国非制造业采购经理指数运行情况 25
5.2.3 中国综合 PMI 产出指数运行情况 28
6. 投资策略 28
7. 风险提示 29

图表目录

图 1： 申万一级行业涨跌幅 5
图 2： 申万一级行业主力资金净流入情况（亿元） 6
图 3： 概念指数资金流入情况(亿元) 6
图 4： 一、二、三线城市租金同比 7
图 5： 百城租金同比 7
图 6： 主要一线城市的平均租金 8
图 7： 一线新房批准预售主要集中在每年的下半年 9
图 8： 一线城市从 2020 年开始新房和二手房倒挂加剧 9
图 9： 一线城市土地供应高峰一般在每年下半年 10
图 10： 各类房地产相关贷款同比增速 11
图 11： 全球房价收入比前 20 城市（中国占了 7 位） 12
图 12： 美国住房出租和房屋空置率 14
图 13： 美国 MBS 抵押贷款利率 14
图 14： 全美住房价格指数和 10、20 大中城市房价同比增速 15
图 15： 美国新房价格和可供应月度 15
图 16： 制造业 PMI 指数 24
图 17： 非制造业商务活动指数 25
图 18： 建筑业商务活动指数 26
图 19： 服务业商务活动指数 26
图 20： 综合 PMI 产出指数 28

表 1： 主要指数近期情况 4
表 2： 申万一级行业近期表现 4
表 3： 近十年一线城市平均增速 8

表 4： 2021 年上半年上海部分热门新房摇号所需要社保年限 10
表 5： 过去五年一线城市租金涨幅基本匹配社会平均工资涨幅 12
表 6： 全球房价收入比前 20 12
表 7： 美国主要城市房价收入比 13
表 8： 大宗商品期货一览 16
表 9： 全球宏观经济事件 17
表 10： 中国制造业 PMI 及构成指数（经季节调整） 24
表 11： 中国制造业 PMI 其他相关指标情况（经季节调整） 25
表 12： 中国非制造业主要分类指数（经季节调整） 27
表 13： 中国非制造业其他分类指数（经季节调整） 27

1. A 股市场概览：年初至今延续中小创成长牛市

A 股在 7 月的第 1 周出现阶段震荡，从板块来看，科创 50、创业板指、创业板 50 等成分指数反弹居前，小盘股出现了持续回暖的迹象。**在近一个月的持续反弹后，年初至今排名靠前的分别是创成长（年初至今 21.7%涨幅）、创业板 50（年初至今 18.2%涨幅）、科创 50（年初至今 10.4%涨幅），年初至今呈现中小创成长牛市。**

表1：主要指数近期情况

名称	5 日涨跌幅	10 日涨跌幅	20 日涨跌幅	年初至今
创成长	0.8%	5.4%	8.9%	21.7%
创业板 50	0.5%	4.4%	6.2%	18.2%
科创 50	0.2%	2.9%	8.7%	10.4%
创业板综	0.0%	2.8%	6.5%	10.3%
创业板指	-0.4%	2.9%	4.1%	12.4%
国证 2000	-0.8%	1.0%	2.0%	5.8%
中证 1000	-1.3%	0.7%	2.3%	4.0%
深创 100	-1.7%	1.0%	1.4%	4.4%
创业蓝筹	-1.8%	-0.1%	1.2%	7.0%
上证 380	-1.8%	0.7%	0.1%	4.8%
深证综指	-1.9%	0.8%	0.2%	2.9%
深证 A 指	-1.9%	0.8%	0.2%	2.9%
万得全 A	-2.0%	0.7%	0.0%	2.9%
中小综指	-2.0%	1.2%	0.7%	2.6%
深证 100	-2.2%	0.9%	-1.3%	1.4%
深证成指	-2.2%	0.6%	-0.6%	1.4%
中证 500	-2.3%	0.0%	-0.2%	4.6%
上证指数	-2.5%	-0.2%	-1.8%	1.3%
A 股指数	-2.5%	-0.2%	-1.8%	1.3%
中小 100	-2.5%	1.7%	1.0%	0.3%
国证 1000	-2.6%	0.1%	-1.8%	0.1%
中证 800	-2.9%	-0.3%	-2.6%	-0.9%
沪深 300	-3.0%	-0.4%	-3.3%	-2.5%
上证 180	-3.1%	-0.7%	-3.9%	-3.6%

资料来源：Wind，申港证券研究所

年初至今表现最好的板块分别是钢铁、采掘、综合、化工，表现最差的分别是家电、非银金融、国防军工、农林牧渔、房地产、传媒。

本周表现较好的是电气设备、纺织服装、商业贸易。近一个月农林牧渔、轻工制造、医药生物、采掘等行业涨幅靠前。

表2：申万一级行业近期表现

名称	5 日涨跌幅	20 日涨跌幅	60 日涨跌幅	年初至今
电气设备(申万)	2.0%	14.3%	24.2%	19.7%
纺织服装(申万)	1.5%	-0.5%	4.7%	7.6%

名称	5 日涨跌幅	20 日涨跌幅	60 日涨跌幅	年初至今
商业贸易(申万)	0.7%	-5.2%	-0.4%	-3.9%
农林牧渔(申万)	0.0%	-6.4%	-11.5%	-9.3%
医药生物(申万)	-0.8%	-0.7%	9.0%	7.1%
有色金属(申万)	-1.0%	-3.5%	11.0%	12.1%
计算机(申万)	-1.1%	2.9%	5.1%	-3.5%
化工(申万)	-1.4%	1.5%	11.7%	18.0%
电子(申万)	-1.5%	9.8%	11.9%	7.8%
机械设备(申万)	-1.7%	0.7%	0.8%	1.0%
房地产(申万)	-1.8%	-7.7%	-8.3%	-8.8%
传媒(申万)	-2.0%	-4.0%	-1.8%	-9.1%
家用电器(申万)	-2.3%	-6.0%	-12.4%	-16.7%
建筑装饰(申万)	-2.3%	-0.1%	-4.6%	2.2%
建筑材料(申万)	-2.9%	-7.1%	-5.8%	0.6%
轻工制造(申万)	-2.9%	-4.8%	-3.7%	4.1%
食品饮料(申万)	-2.9%	-8.1%	0.6%	-1.8%
银行(申万)	-3.0%	-5.2%	-3.2%	5.5%
钢铁(申万)	-3.1%	-1.7%	4.3%	22.7%
交通运输(申万)	-3.1%	-1.8%	-0.3%	0.6%
通信(申万)	-3.1%	-1.4%	1.0%	-9.1%
汽车(申万)	-3.5%	6.1%	12.8%	5.6%
公用事业(申万)	-3.5%	-2.7%	-5.5%	3.2%
休闲服务(申万)	-4.3%	-12.0%	-14.9%	-0.2%
综合(申万)	-4.6%	5.2%	12.6%	13.1%
非银金融(申万)	-6.8%	-7.3%	-7.8%	-18.7%
采掘(申万)	-6.9%	-3.6%	11.3%	15.0%
国防军工(申万)	-7.4%	-2.1%	0.9%	-17.8%

资料来源：Wind，申港证券研究所

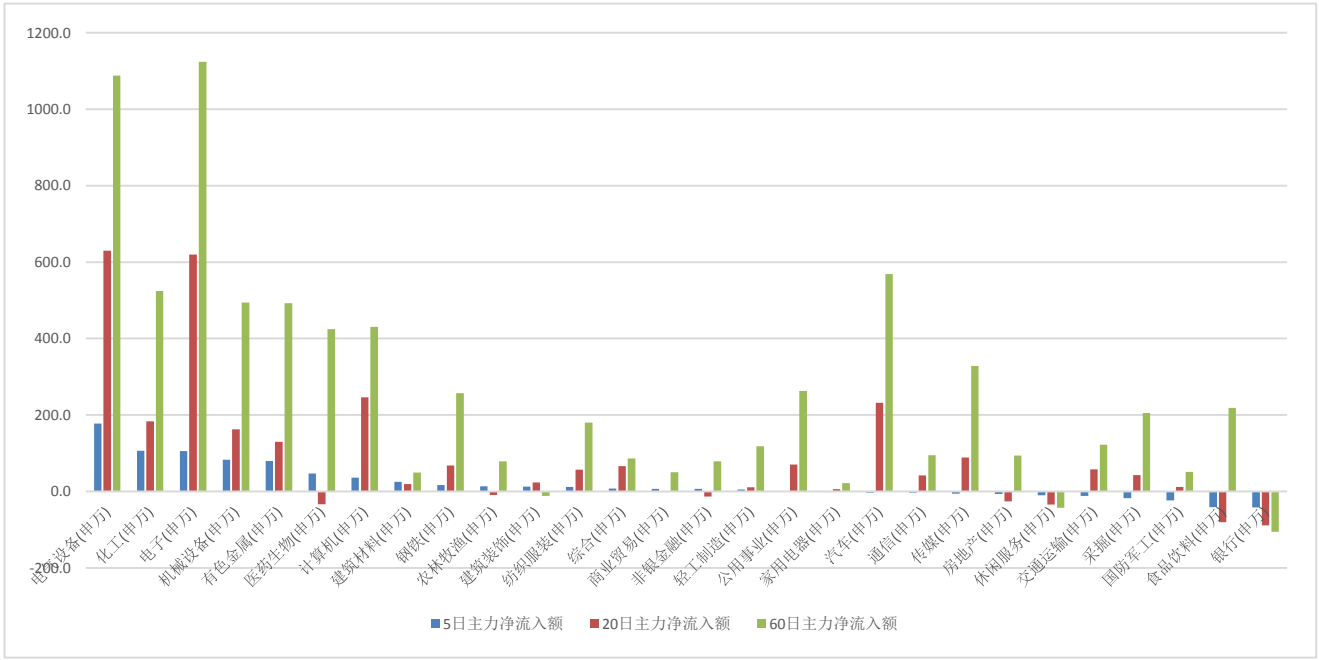
图1：申万一级行业涨跌幅



资料来源：Wind，申港证券研究所

从资金流入来看，本周呈现电气设备、化工、电子行业大幅流入。呈现流出的分别是食品饮料、银行、国防等行业。

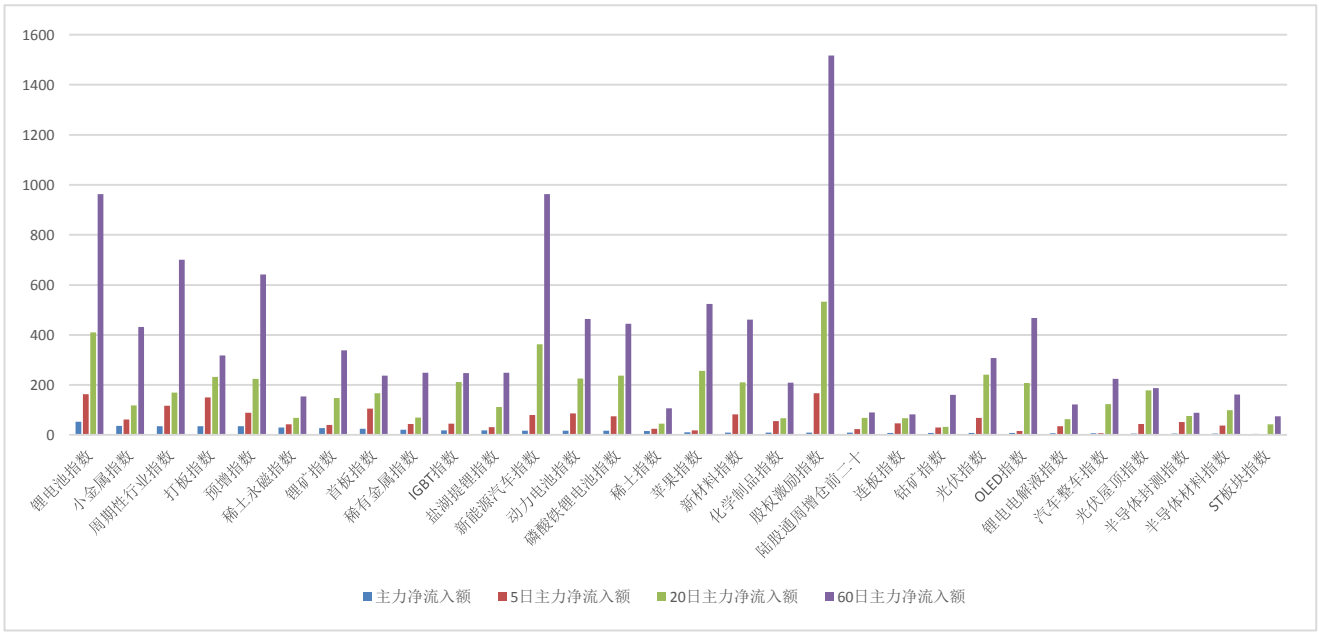
图2：申万一级行业主力资金净流入情况（亿元）



资料来源：Wind，申港证券研究所

从概念板块流入来看，市场主力资金流入靠前的是锂电池指数、小金属指数、周期行业指数。

图3：概念指数资金流入情况(亿元)



资料来源：Wind，申港证券研究所

2. 本周核心研究：中美房地产的思考

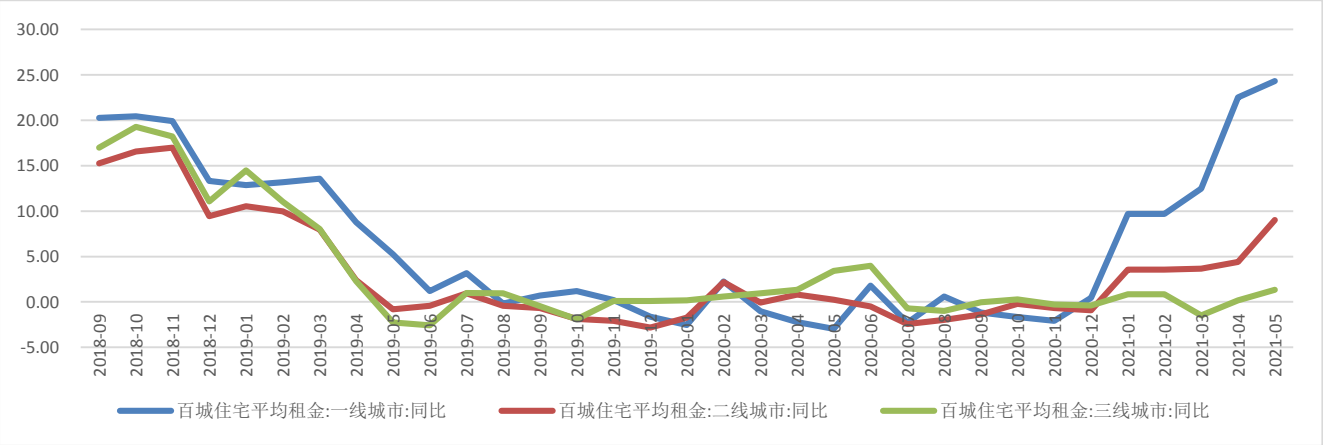
2.1 国内一线城市租金过快提升引起政府注意

国务院办公厅日前印发《关于加快发展保障性租赁住房的意见》，明确保障性租赁住房基础制度和支持政策。专家认为，意见的出台，解决了发展保障性租赁住房过程中所面临的土地、审批、财税、金融等政策瓶颈问题，将调动各方积极性解决符合条件的新市民、青年人等群体的住房困难问题，促进实现全体人民住有所居。

意见提出了明确对象标准、引导多方参与、坚持供需匹配、严格监督管理、落实地方责任五项基础制度。意见明确，保障性租赁住房主要解决符合条件的新市民、青年人等群体的住房困难问题，以建筑面积不超过 70 平方米的小户型为主，租金低于同地段同品质市场租赁住房租金。

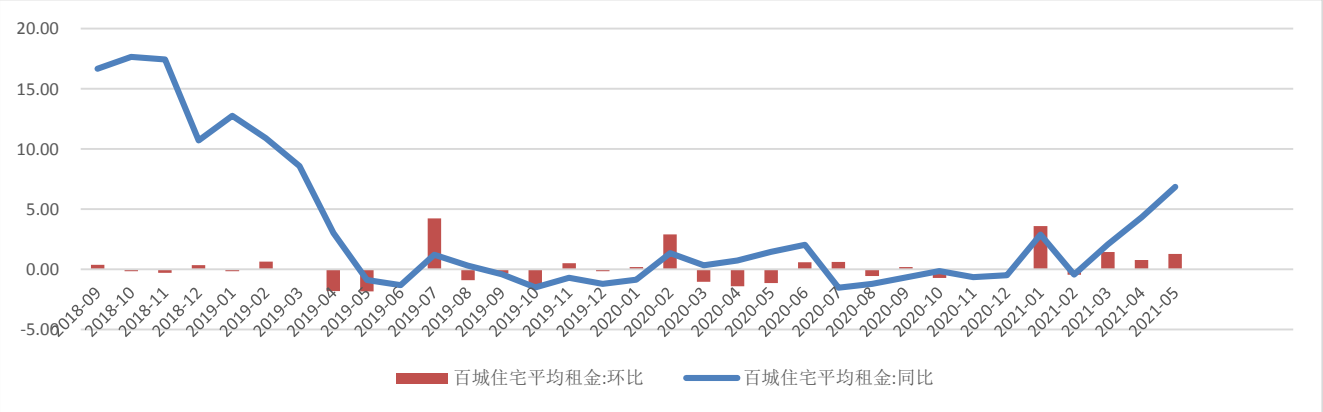
从 2021 年开始一线城市租金提升，进入 5 月份租金同比增速已经触及 25%。而同期二线和三线城市租金增速较为缓和。今年以来百城平均租金已经环比 4 个月正增长，并且有着加速态势。这一轮一线租金快速上涨主要有几个原因：**1、一二手房倒挂中签难，刚需购房延后；2、接近 6 月份毕业季，有超过 60%毕业生有一线城市工作打算；3、目前高房价收入比、低房租收益率下，租金上行空间被打开。**

图4：一、二、三线城市租金同比



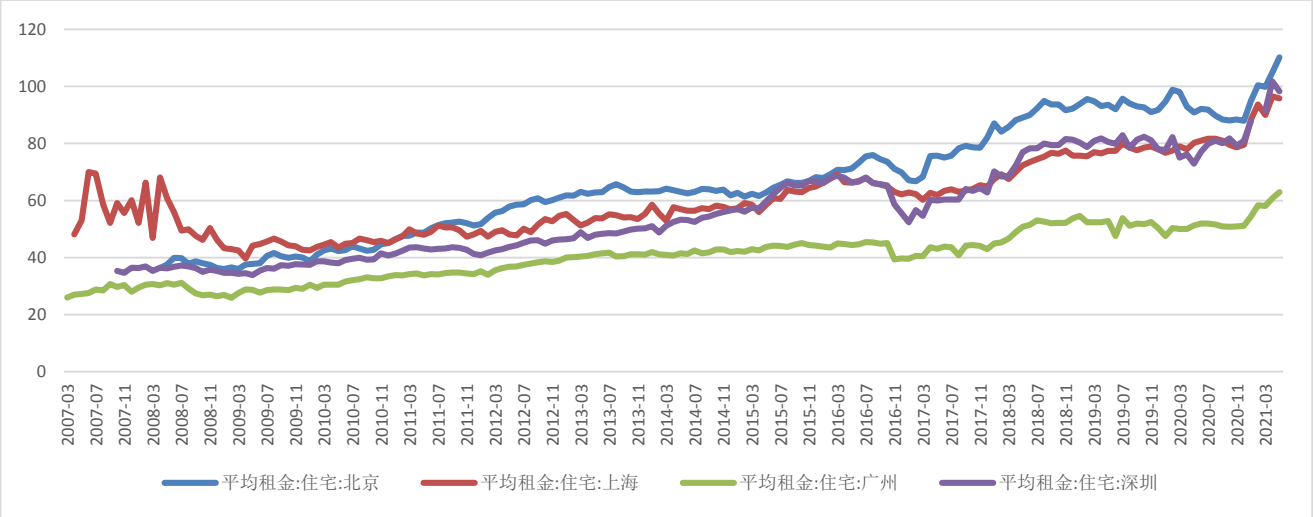
资料来源：Wind，申港证券研究所

图5：百城租金同比



资料来源：Wind，申港证券研究所

图6：主要一线城市的平均租金



资料来源：Wind，申港证券研究所

如果和过去对比，北京近 10 年房租增速为 126%，近 5 年增速 55%，近一年增速 21%。上海近 10 年房租增速为 100%，近 5 年增速 44%，近一年增速 19%。广州近 10 年房租增速为 86%，近 5 年增速 42%，近一年增速 23%。深圳近 10 年房租增速为 127%，近 5 年增速 48%，近一年增速 35%。最近一年上涨速率明显过快。

表3：近十年一线城市平均增速

数据年份	平均租金:住宅:北京	平均租金:住宅:上海	平均租金:住宅:广州	平均租金:住宅:深圳
2011-05	48.65	47.97	33.78	43.24
2016-05	71.24	66.34	44.47	66.25
2020-05	90.87	80.22	51.29	72.93
2021-05	110.17	95.78	62.99	98.27
2021 同比 10 年前增速	126%	100%	86%	127%
2021 同比 5 年前增速	55%	44%	42%	48%
2021 同比去年增速	21%	19%	23%	35%

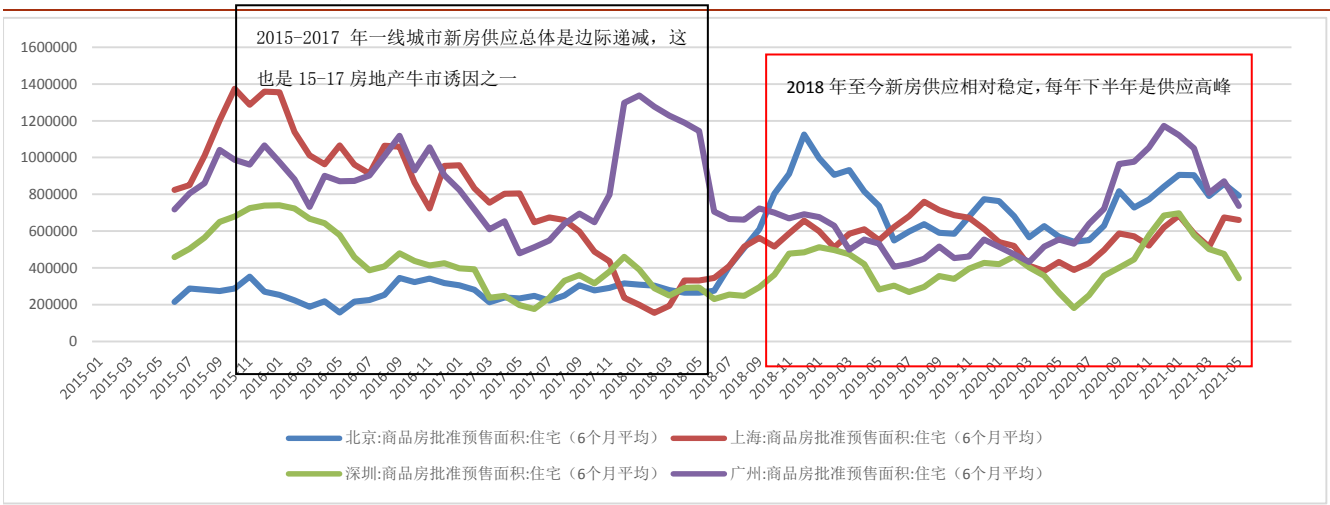
资料来源：Wind，申港证券研究所

2.2 一二手倒挂下新房性价比更高、刚需延迟购房

2018 年至今一线新房供应相对稳定，没有出现 15-17 新房预售面积大幅腰斩导致的供需失衡状况。

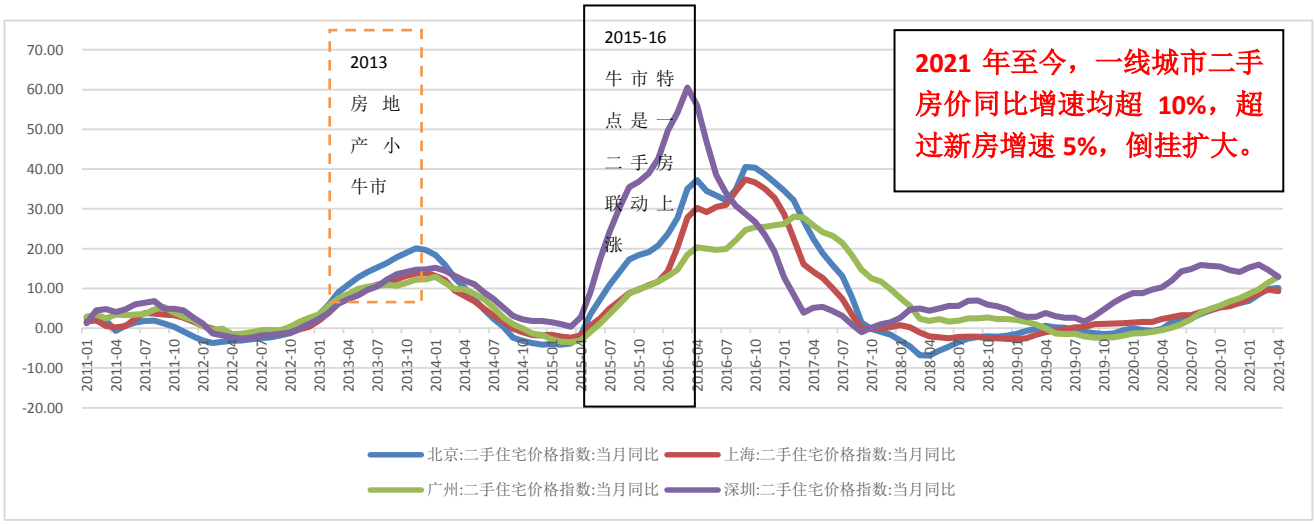
从 2017 年至今，一线城市新房严格限价下和二手房倒挂增加。2021 年初至今，一线城市二手房价同比增速均超 10%，超过新房增速 5%，倒挂扩大，性价比更高。

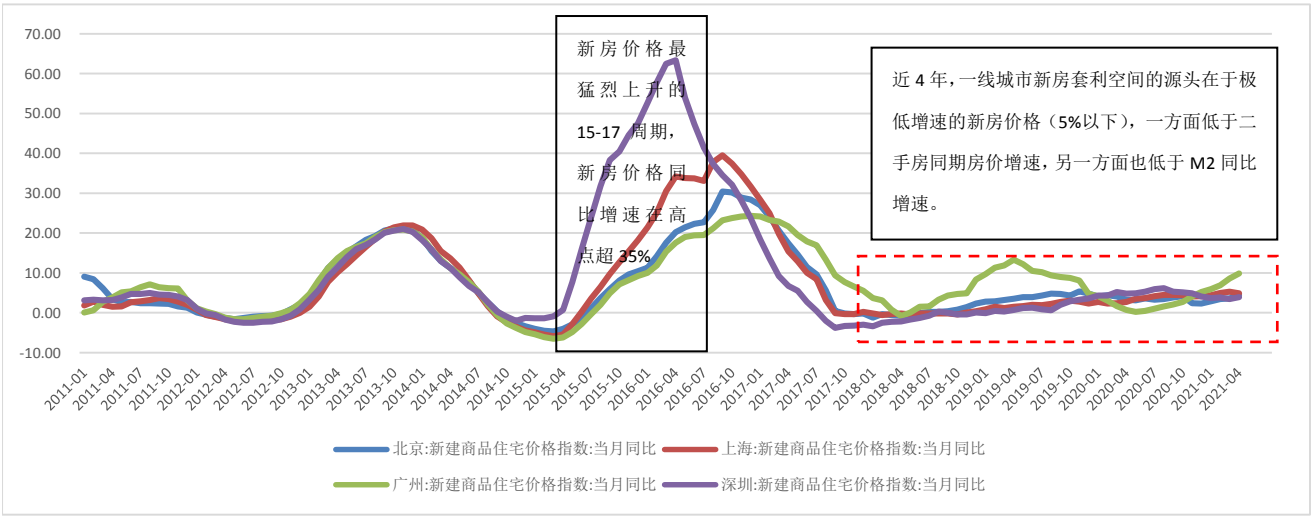
图7：一线新房批准预售主要集中在每年的下半年



资料来源：Wind，申港证券研究所

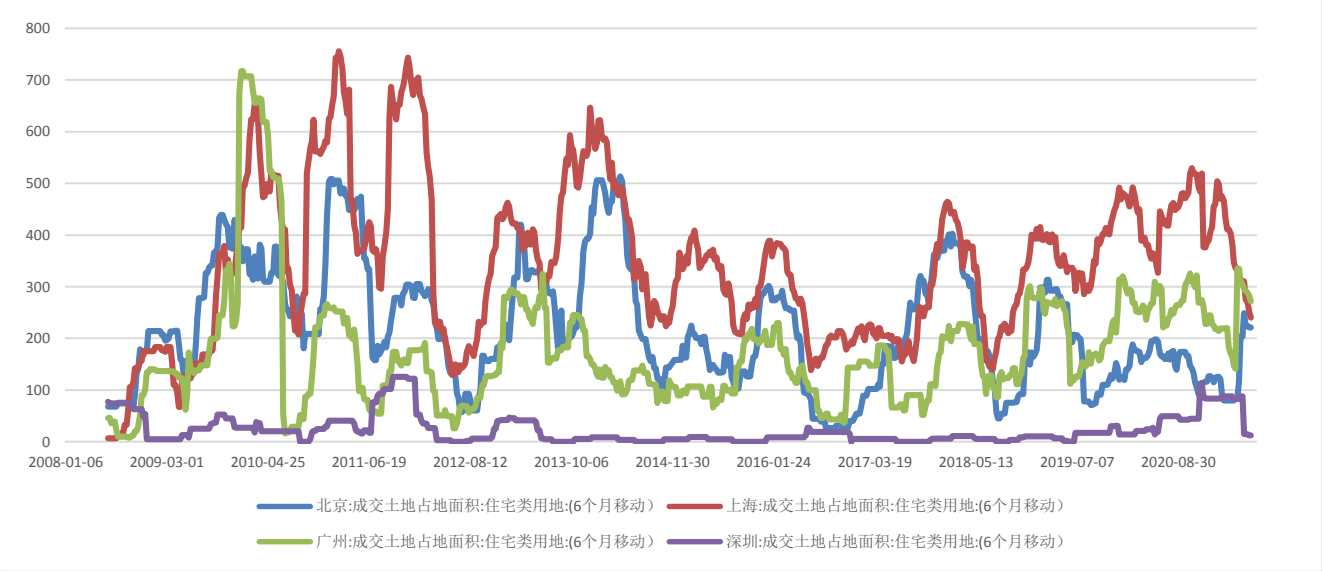
图8：一线城市从 2020 年开始新房和二手房倒挂加剧





资料来源：Wind，申港证券研究所

图9：一线城市土地供应高峰一般在每年下半年



资料来源：Wind，申港证券研究所

2.2.1 一线城市新房摇号难度加大挤压刚需继续租房（以上海为例）

一线城市目前存在一手房和二手房之间的巨大倒挂空间，使得大量刚需因积分问题被迫继续停留在租房市场。以上海为例，今年上海倒挂套利空间第一名复兴珑御项目，每平米一、二手房倒挂价差达到 7 万元，购房者需要在基础分 60 分满分前提下，满足 18.42 年社保年限才可以入围。再如森兰星河湾项目，每平米一、二手房倒挂价差达到 4 万元，购房者需要在基础分 60 分满分前提下，满足 10 年社保年限才可以入围。当然也存在远郊倒挂区间较小的楼盘，只需要购房者需要在基础分 60 分满分前提下再满足 1-3 年左右社保即可购房。

表4：2021 年上半年上海部分热门新房摇号所需要社保年限

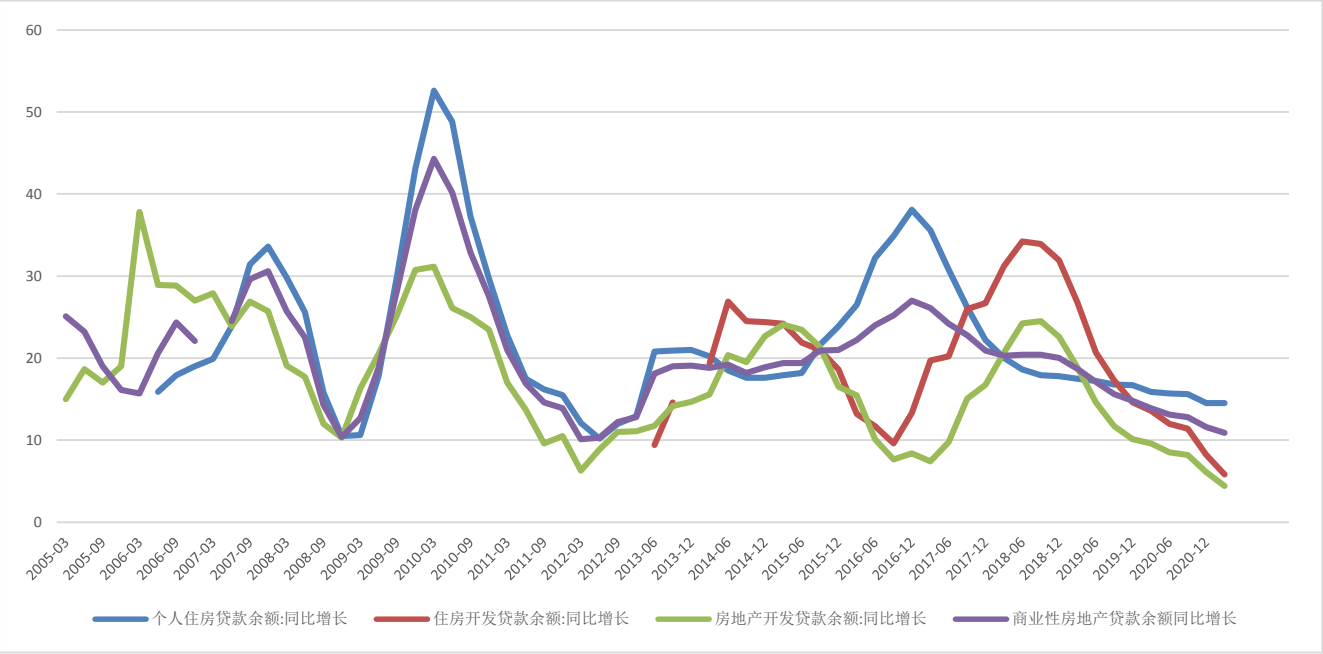
区域	推广名	套数	备案均价	基础分 60 后还需要社保年数	基础分 50 后还需要社保年数
老西门	复兴珑御	47	136000	18.42	-
徐泾	虹桥悦澜	161	61300	12.75	-
虹口	瑞虹九期	210	115000	12.67	16.25
徐泾	万科天空之城	256	58600	10.42	17.36
金桥	金桥世纪	175	70277	10	16.42
森兰	森兰星河湾	285	79500	9.83	14.25
苏河湾	龙盛福新里	119	132000	7.92	11.42
大场	大华朗香	544	57015	7.92	15.5
川沙	锦绣观澜	192	64000	6.83	14.5
泗泾	泗水和鸣	148	46254	6.67	15
九星	世纪古美	364	82500	6.58	13.08
虹口	弘久新弘	265	129800	5.42	9.42
金桥	嘉泷汇	2229	83000	5.33	10.92
虹口	融创青雲	269	105000	5.25	9.67

区域	推广名	套数	备案均价	基础分 60 后还需要社保年数	基础分 50 后还需要社保年数
周浦	珊瑚世纪	316	67840	5.08	11.5
江桥	保利云上	232	56050	4.83	12.33
鲁汇	新城千禧	328	40400	4.83	12.33
徐泾	远洋虹桥	320	60310	4.17	11.08
徐泾	招商虹桥	272	60100	4.08	11.67
青浦	佳兆业金茂	358	44113	3	11.33
大场	大华公园	672	59600	1.42	9
杨行	万科四季都会	382	46800	1.42	9.75
唐镇	融创未来金融	739	68000	0.83	7.25
安亭	中骏璟尚	184	37000	0.42	8.75

资料来源：Wind，申港证券研究所

总体来看，2020 年至今的房地产小牛市依然在政策合理调控区间之内。核心原因是全国个人住房贷款余额从 2018 年二季度开始处于边际下降区间。住房开发贷款余额增速和房地产开发贷款余额增速也在过去 2 年持续下降，信贷角度难以出现房地产持续过热现象。

图10：各类房地产相关贷款同比增速

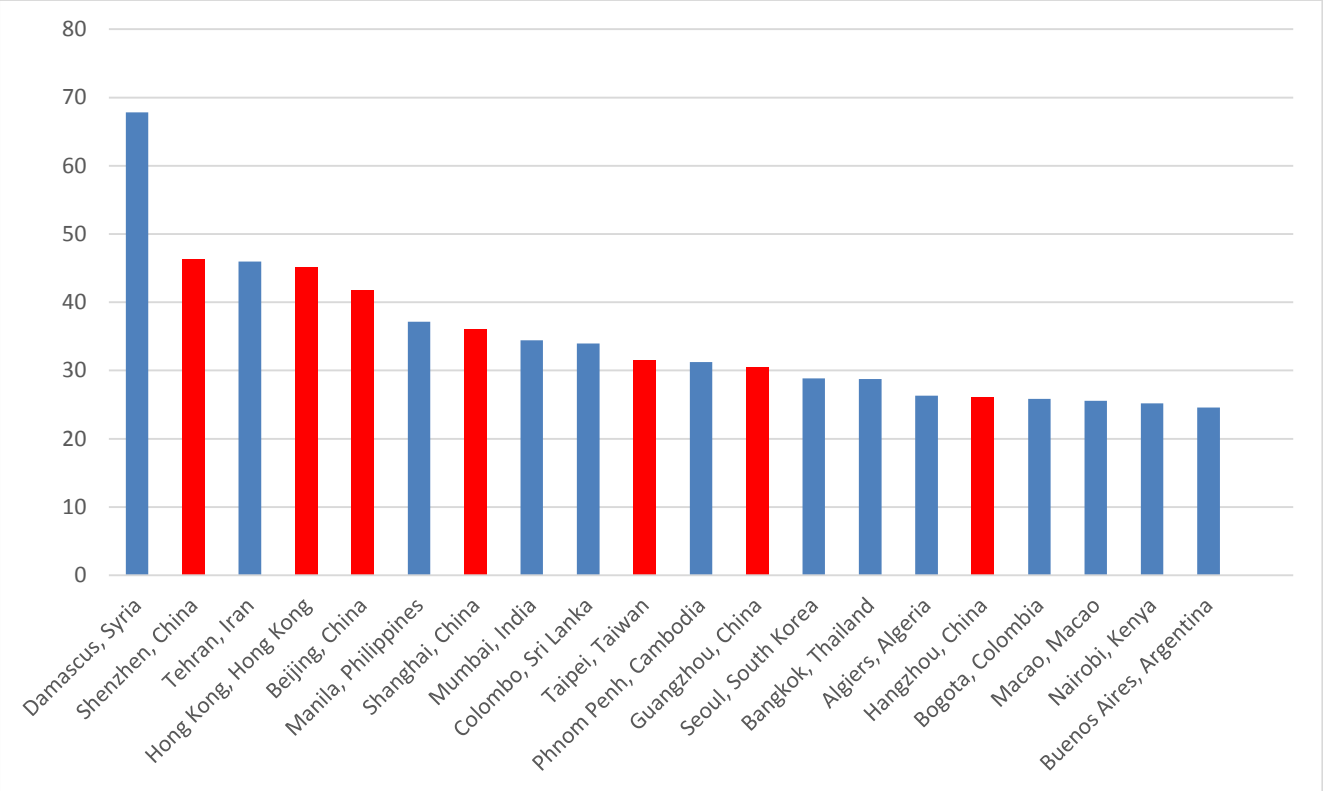


资料来源：Wind，申港证券研究所

2.3 目前高房价收入比、低房租收益率下，租金上行空间被打开

从经济学角度，当房价收入比达到临界点后，将会发生挤出效应将大量刚需群体挤压到租房市场，将首套房购置年龄推后。目前全球前 20 高房价收入比城市中，我国占了七个，分别是深圳、香港、北京、上海、台北、广州、杭州。

图11：全球房价收入比前 20 城市（中国占了 7 位）



资料来源：Wind，申港证券研究所

而目前一线城市的毛租金收益率在 1.4%-2%之间，处于全世界最低区间。目前土地政策下，房价收入难以出现下降，一线城市的刚需群体停留在租房市场的时间将会被迫拉长，在此基础上，预计房租收益率的提升幅度将会匹配居民收入提升幅度。

表5：过去五年一线城市租金涨幅基本匹配社会平均工资涨幅

数据年份	平均租金：住宅:北京	平均租金：住宅:上海	平均租金：住宅:广州	平均租金：住宅:深圳
过去五年租金涨幅	55%	44%	42%	48%
过去五年社会平均工资涨幅	58%	60%	52%	57%

资料来源：Wind，申港证券研究所

表6：全球房价收入比前 20

排名	城市	房价收入比	毛租金收益率市区	毛租金收益率郊区	房贷占收入比重	房价承担指数（越低越难）
1	Damascus, Syria	67.81	4.2%	3.8%	804.0%	0.12
2	Shenzhen, China	46.28	1.3%	1.4%	373.0%	0.27
3	Tehran, Iran	45.95	4.6%	5.6%	1002.5%	0.1
4	Hong Kong, Hong Kong	45.19	1.6%	1.7%	288.3%	0.35
5	Beijing, China	41.7	1.6%	2.0%	337.7%	0.3
6	Manila, Philippines	37.15	5.7%	3.9%	369.4%	0.27
7	Shanghai, China	36.03	2.0%	2.0%	285.2%	0.35
8	Mumbai, India	34.45	2.5%	3.1%	364.7%	0.27
9	Colombo, Sri Lanka	33.97	4.1%	3.1%	500.1%	0.2

排名	城市	房价收入比	毛租金收益率市区	毛租金收益率郊区	房贷占收入比重	房价承担指数（越低越难）
10	Taipei, Taiwan	31.45	1.3%	1.4%	186.8%	0.54
11	Phnom Penh, Cambodia	31.25	5.1%	5.2%	360.1%	0.28
12	Guangzhou, China	30.54	1.5%	1.6%	246.4%	0.41
13	Seoul, South Korea	28.86	1.1%	1.4%	199.2%	0.5
14	Bangkok, Thailand	28.74	3.3%	3.6%	226.0%	0.44
15	Hangzhou, China	26.09	1.6%	1.7%	204.8%	0.49
16	Macao, Macao	25.54	2.1%	2.4%	163.1%	0.61
17	Surabaya, Indonesia	24.32	3.8%	4.0%	278.4%	0.36
18	Jakarta, Indonesia	23.92	4.4%	5.2%	274.8%	0.36
19	Wuhan, China	22.41	1.7%	2.5%	175.7%	0.57
20	Ho Chi Minh City, Vietnam	22.15	4.7%	7.1%	242.8%	0.41

资料来源：Wind，申港证券研究所

2.4 美国房地产市场实际泡沫并不大

即使经过了 2020 年疫情后的一系列上涨，美国主要城市房地产依然没有出现严重泡沫，除了纽约、旧金山、洛杉矶、波士顿、奥克兰等城市房价收入比高于 6 以外，其他主要城市都在 6 以下。即使房价最高的纽约房价收入比也只有 10.11，是深圳的四分之一。

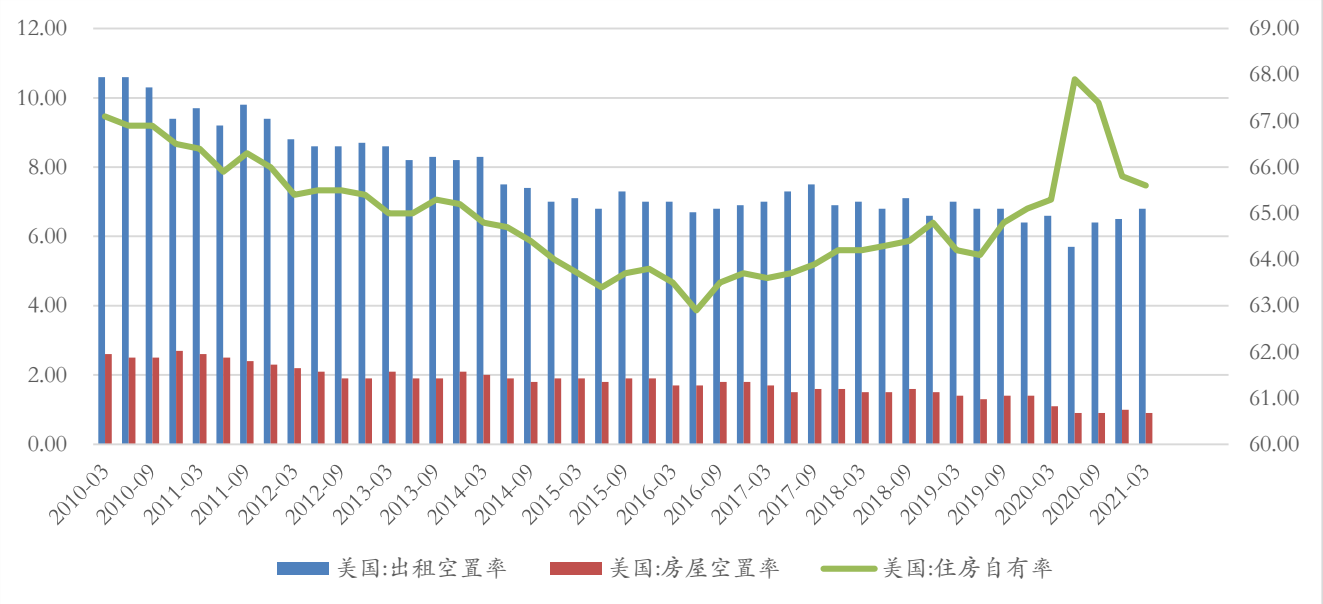
而租金收益率角度，要考虑到美国房产税在 1%-2%之间需要扣减掉这部分成本。所以纽约实际租金收益率在 3.5%左右，是深圳的 2.5 倍。

表7：美国主要城市房价收入比

City	房价收入比	毛租金收益率市区	毛租金收益率郊区	房贷占收入比重	房价承担指数（越低越难）
New York, NY, United States	10.11	4.7%	5.4%	72.1%	1.39
San Francisco, CA, United States	7.99	5.1%	5.7%	56.8%	1.76
Los Angeles, CA, United States	7.42	6.2%	6.9%	52.9%	1.89
Boston, MA, United States	8.3	5.1%	7.1%	60.4%	1.66
Berkeley, CA, United States	8.61	5.5%	7.9%	64.7%	1.55
Oakland, CA, United States	7.97	5.6%	8.9%	58.8%	1.7
Las Vegas, NV, United States	3.17	9.6%	10.5%	22.7%	4.4
Miami, FL, United States	5.37	8.8%	10.7%	39.2%	2.55
New Orleans, LA, United States	5.49	6.6%	10.7%	39.8%	2.51
Phoenix, AZ, United States	3.43	8.3%	11.1%	24.9%	4.02
Chicago, IL, United States	4.05	8.3%	12.6%	29.4%	3.4
Atlanta, GA, United States	3.79	6.7%	13.5%	27.5%	3.63
Dallas, TX, United States	2.35	11.6%	14.3%	17.1%	5.84
Houston, TX, United States	2.21	11.3%	16.2%	15.7%	6.39
Saint Louis, MO, United States	1.89	12.0%	18.7%	13.6%	7.36
Cleveland, OH, United States	1.88	18.6%	36.7%	13.6%	7.35

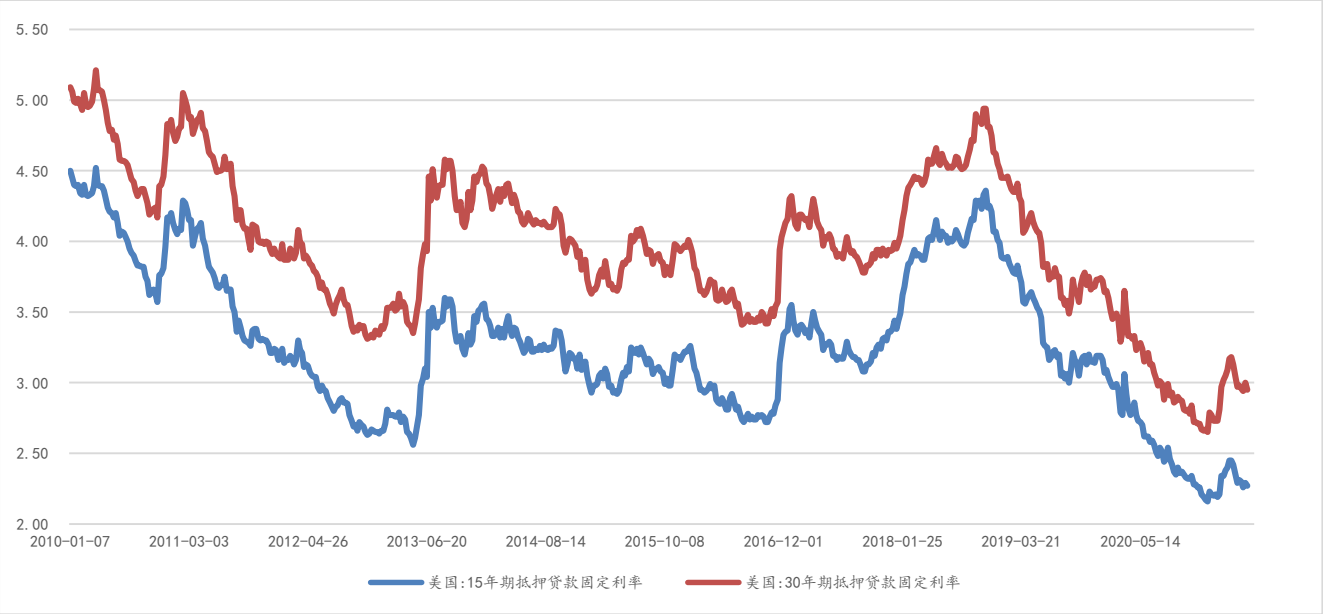
资料来源：Wind，申港证券研究所

图12：美国住房出租和房屋空置率



资料来源：Wind，申港证券研究所

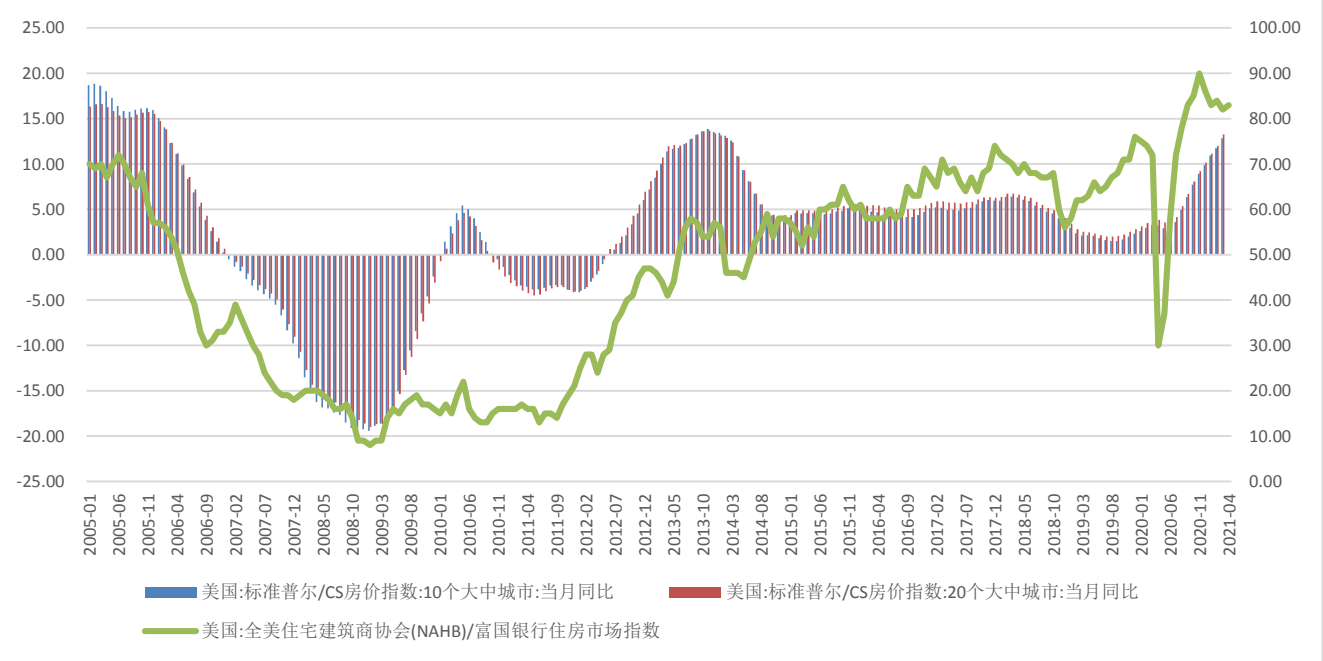
图13：美国 MBS 抵押贷款利率



资料来源：Wind，申港证券研究所

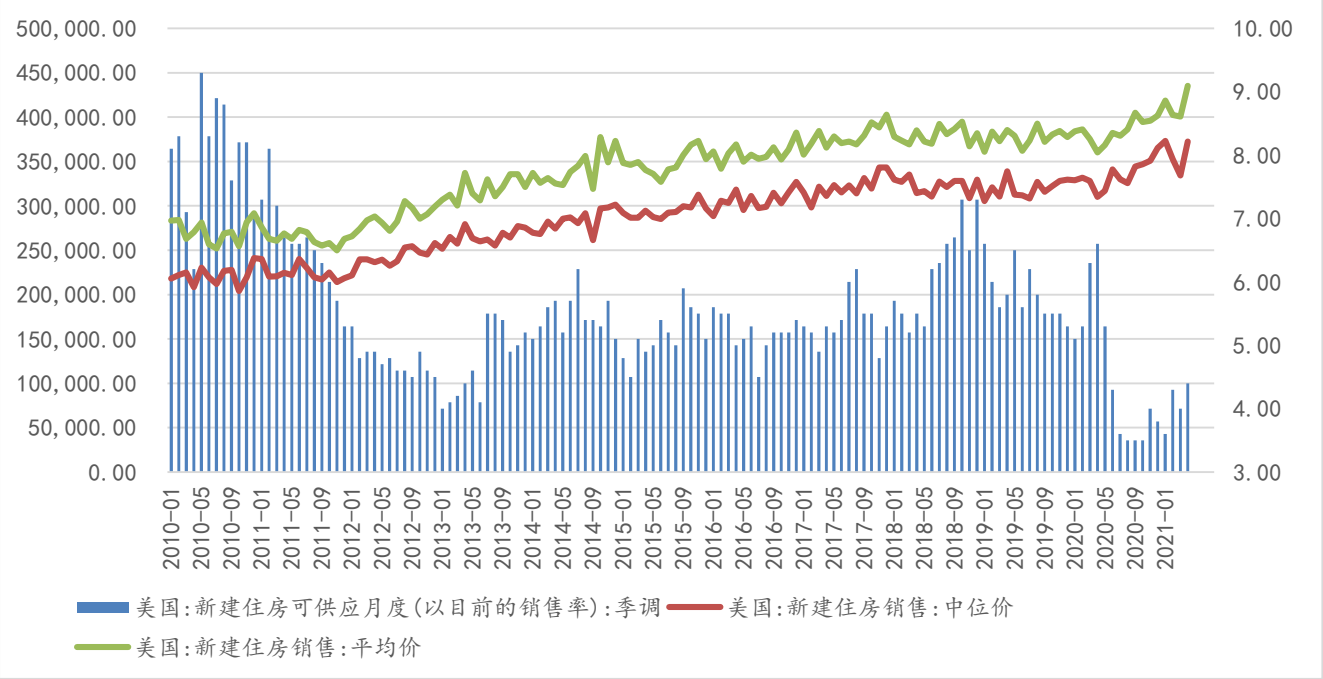
美国住房空置率不断降低，房屋自有率仅处于 2010 年水平为 66%，住房抵押贷款利率处于近三十年最低。目前全美住房市场价格指数已经冲高回落，这往往预示着价格全面普涨已经告一段落。虽然美国 10 大、20 大城市房价当月同比增速还在惯性上涨，但预计增速高点已经到达，后续同比增速会缩窄。从 2020 年四季度以来 3.5 月回升至 4.4 月，预计后续随着全美疫苗接种（目前 85%以上）比例进一步提高，**二、三季度增加新房开工面积会有力缓解住房短缺，而且全美新房中位数过去五年只提升了 24%，尚未出现全面泡沫。**

图14：全美住房价格指数和10、20大中城市房价同比增速



资料来源：Wind，申港证券研究所

图15：美国新房价格和可供应月度



资料来源：Wind，申港证券研究所

3. 大宗商品行情概览

大宗商品角度，国内菜粕、豆粕、菜油、豆油出现全面上涨，农产品端迎来近两周持续反弹。动力煤、焦炭、焦煤等黑色产业链品种则延续跌势，房地产开工增速回落和后续限产政策持续性都有待观察。

表8：大宗商品期货一览

名称	现价	5 日涨跌幅	10 日涨跌幅	20 日涨跌幅
菜粕 2109	3101	10%	11%	3%
棕榈油 2109	7678	9%	15%	-6%
豆粕 2109	3700	9%	10%	3%
豆二 2108	4387	7%	12%	-1%
苯乙烯 2108	9453	7%	14%	6%
菜油 2109	10454	6%	10%	-4%
豆油 2109	8642	5%	11%	-5%
PVC2109	8750	3%	3%	0%
塑料 2109	8290	3%	6%	6%
热轧卷板 2110	5413	2%	1%	-1%
乙二醇 2109	5113	2%	7%	2%
豆一 2109	5734	2%	2%	-3%
白糖 2109	5652	2%	5%	0%
LPG2108	4952	2%	10%	12%
沪锡 2108	213830	2%	6%	5%
纸浆 2109	6184	2%	8%	2%
螺纹钢 2110	5147	2%	2%	0%
沪锌 2108	22105	2%	1%	-3%
沪银 2112	5547	2%	2%	-4%
郑棉 2109	16240	1%	5%	2%
玉米淀粉 2109	3013	1%	0%	-6%
棉纱 2109	24020	1%	4%	1%
沪铝 2108	15850	1%	5%	3%
甲醇 2109	2623	1%	7%	3%
纤维板 2109	1379.5	1%	-1%	-4%
低硫燃料油 2109	3523	1%	5%	4%
PTA2109	5232	1%	11%	9%
玉米 2109	2611	1%	0%	-4%
原油 2108	470.4	1%	6%	6%
沪金 2112	374.4	1%	1%	-3%
聚丙烯 2109	8643	1%	5%	3%
花生 2110	9082	0%	1%	-10%
短纤 2109	7350	0%	7%	3%
沪铝 2108	19000	0%	3%	3%
粳米 2109	3529	0%	0%	-1%
T2109	98.37	0%	0%	0%

名称	现价	5 日涨跌幅	10 日涨跌幅	20 日涨跌幅
尿素 2109	2303	0%	8%	-3%
强麦 2109	2771	0%	0%	1%
燃油 2109	2719	0%	4%	4%
TF2109	100.075	0%	0%	0%
线材 2110	5569	0%	1%	-1%
TS2109	100.4	0%	0%	0%
苹果 2110	6169	0%	-3%	0%
沪铜 2108	68580	0%	2%	-6%
铁矿石 2109	1181	0%	-2%	-1%
国际铜 2109	61150	0%	2%	-6%
沥青 2109	3518	0%	8%	6%
粳稻 2109	2633	-1%	0%	-2%
鸡蛋 2109	4705	-1%	-1%	0%
纯碱 2109	2265	-1%	4%	0%
红枣 2109	8415	-1%	-2%	-5%
沪镍 2108	136000	-1%	6%	2%
玻璃 2109	2809	-1%	7%	5%
不锈钢 2108	16465	-2%	3%	4%
橡胶 2109	12995	-2%	2%	-3%
生猪 2109	18580	-2%	6%	-10%
IC2107	6639	-2%	0%	1%
IF2107	5045.2	-3%	0%	-3%
20 号胶 2109	10565	-4%	-1%	-4%
IH2107	3381.8	-4%	-1%	-5%
锰硅 2109	7266	-5%	1%	-6%
硅铁 2109	7998	-5%	1%	-6%
焦煤 2109	1935.5	-5%	-1%	3%
动力煤 2109	796.4	-6%	-5%	-5%
焦炭 2109	2632.5	-7%	-2%	-2%

资料来源：Wind，申港证券研究所

4. 全球宏观经济日历

全球宏观数据角度，中国有色金属库存继续持续下降，农产品豆粕、豆油库存继续补库。美国就业人数出现环比下滑，新增就业人口都出现环比下降，但石油去库存速率显著，实际经济复苏进程依然曲折。

表9：全球宏观经济事件

国别	种类	前值	今值	环比变化
中国	6 月 28 日电解铝库存（万吨）	84	83.1	-0.9

国别	种类	前值	今值	环比变化
中国	6月28日锌锭库存(万吨)	11.29	11.15	-0.14
中国	豆油港口库存(万吨)	71.93	74.51	2.58
中国	棕榈油港口库存(万吨)	34.2	31.7	-2.5
中国	6月27日豆粕库存量(万吨)	104.97	112.88	7.91
中国	6月官方制造业PMI	51	50.9	-0.1
中国	6月30日沥青库存率(%)	49.49	50.92	1.43
美国	6月ADP就业人数:环比:季调(%)	0.73	0.57	-0.16
美国	6月25日EIA库存周报:商业原油增量(千桶)	-7,614.00	-6,718.00	896
中国	7月01日电解铝库存(万吨)	83.1	84.6	1.5
中国	7月01日锌锭库存(万吨)	11.15	10.88	-0.27
	第二季度大豆库存量(千蒲式耳)	1,561,684.00	766,781.00	-794903

国别	种类	前值	今值	环比变化
美国				
美国	第二季度小麦库存量(千蒲式耳)	1,310,790.00	843,831.00	-466959
美国	第二季度玉米库存量(千蒲式耳)	7,696,148.00	4,112,480.00	-3583668
美国	6月25日EIA库存周报:成品汽油(千桶)(千桶)	20,827.00	21,647.00	820
美国	6月25日柴油产量:DOE(千桶/日)	4,969.00	4,937.00	-32
美国	6月25日俄克拉何马库欣原油库存量(千桶)	41,721.00	40,261.00	-1460
美国	6月25日含渣燃料油产量:DOE(千桶/日)	212	192	-20
美国	6月25日含渣燃料油库存量:DOE(千桶)	32,360.00	31,100.00	-1260

国别	种类	前值	今值	环比变化
美国				
美国	6月25日航空煤油库存量:DOE(千桶)	44,866.00	44,706.00	-160
美国	6月25日馏分燃料油产量:DOE(千桶/日)	5,112.00	5,029.00	-83
美国	6月25日馏分燃料油库存量:DOE(千桶)	137,945.00	137,076.00	-869
美国	6月25日汽油产量:DOE(千桶/日)	10,327.00	9,578.00	-749
美国	6月25日汽油库存量:DOE(千桶)	240,050.00	241,572.00	1522
美国	6月25日商业原油库存量(千桶)	459,060.00	452,342.00	-6718
美国	6月25日原油产量:DOE(千桶/日)	11,100.00	11,100.00	0
	6月25日原油和石油产品库存量(千桶)	1,906,745.00	1,900,762.00	-5983

国别	种类	前值	今值	环比变化
美国				
欧盟	6月欧元区:制造业PMI	63.1	63.4	0.3
中国	7月01日石油焦港口库存(万吨)	201.6	203.9	2.3
中国	7月01日苯乙烯工厂库存(吨)	145,816.00	145,785.00	-31
欧盟	5月欧盟:失业率(%)	7.4	7.3	-0.1
欧盟	5月欧元区:失业率:季调(%)	8.1	7.9	-0.2
美国	6月26日当周初次申请失业金人数:季调(人)	415,000.00	364,000.00	-51000
美国	6月制造业PMI	61.2	60.6	-0.6
中国	7月01日国内铁矿石港口库存量(万吨)	12,177.00	12,236.00	59
	7月02日氧化铝库存(万吨)	34.7	39	4.3

国别	种类	前值	今值	环比变化
中国				
美国	6 月 25 日天然气库存（十亿立方英尺）	2,482.00	2,558.00	76
欧盟	5 月欧盟:PPI:同比(%)	7.6	9.6	2
美国	6 月失业率:季调(%)	5.8	5.9	0.1
美国	6 月新增非农就业人数:季调(千人)	583	850	267
美国	5 月耐用品:新增订单（百万美元）	246,489.00	247,067.00	578
美国	5 月耐用品:新增订单:季调:环比	-0.73	2.33	3.06
美国	5 月全部制造业:新增订单(百万美元)	488,426.00	496,105.00	7679

资料来源：Wind，申港证券研究所

5. 财经大事

5.1 穆迪发布《中国影子银行季度监测报告》

国际评级机构穆迪发布《中国影子银行季度监测报告》显示，第一季度中国广义影

子银行资产减少约 5400 亿元，至 58.7 万亿元，延续了近年来的下降趋势。同时，中国经济迅速回升，影子银行资产占名义 GDP 的比例从 2020 年底的 58.3%降至 55.4%，创下 8 年来的最低水平。

报告显示，2021 年第一季度，以调整后社会融资总量占名义 GDP 比重衡量的总体经济杠杆率有所下降，原因是当季名义 GDP 增长 21.2%，远超社会融资总量 10.1%的增长。影子银行资产占名义 GDP 的比例下降突出了中国监管机构持续关注降低影子银行风险。在严格监管的环境下，穆迪预计，2021 年内影子银行资产将进一步缩减，并趋于稳定。

报告称，今年 1-4 月核心影子信贷净供应减少了 0.4 万亿元，上年同期减少了 0.1 万亿元。下降规模扩大反映了监管机构的政策重心重新回到控制影子银行资产增长。

下降最明显的是理财产品和资管计划对接资产，减少了 6000 亿元，主要原因是严格监管之下证券公司和基金的通道类产品规模快速缩减，其理财产品资产下降。包括信托贷款和委托贷款在内的核心影子银行资产合计也减少了 3500 亿元。与之相比，未贴现银行承兑汇票增长 3200 亿元。

此外，今年第一季度商业银行对非银行金融机构的净债权余额下降了 0.9 万亿元至 2.4 万亿元，是 2015 年四季度以来的最低水平。非银行金融机构与商业银行(主要是中小银行)之间的相互关联性稳步下降，监管部门决心仍将是减少通道业务和多层嵌套交易的监管套利现象。

房地产业信托规模在今年一季度也进一步缩减。穆迪数据显示，2021 年第一季度房地产业信托净资金流出 1060 亿元。这延续了 2019 年第三季度以来的信托净资金流出势头，原因是开发商信托融资受到更严格的监管，以及严控信托公司房地产融资额度。同时，2021 年一季度基建融资的信托净资金流出 1490 亿元，而 2020 年第一季度流入 590 亿元，势头逆转表明疫情后对基建投资的政策支持减弱。另一方面，一季度债券和股票的信托净资金流入分别达到 950 亿元和 540 亿元。

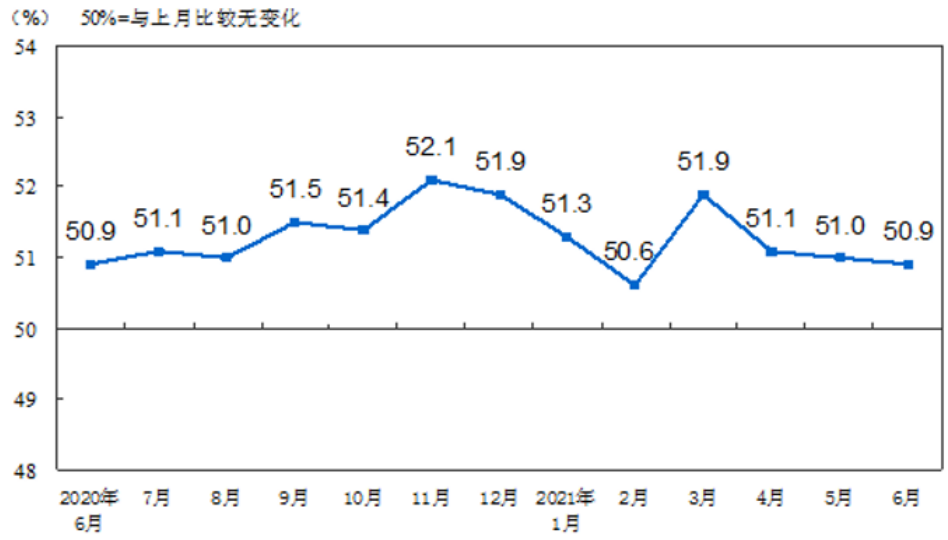
穆迪指出，政府继续致力于降低金融科技行业的系统性风险。最近几个月，政府对小额贷款公司的资本充足率和资金来源提出了要求，并对信用打分和支付进行了更严格的检查。严格监管可能会导致国内小额贷款公司进一步整合。截至 3 月底，小额贷款公司的数量为 6841 家，较去年同期下降了 8.3%，小贷公司未偿贷款余额达 8650 亿元。

5.2 解读 2021 年 6 月中国采购经理指数

5.2.1 中国制造业采购经理指数运行情况

6 月份，中国制造业采购经理指数（PMI）为 50.9%，较上月微落 0.1 个百分点，继续位于临界点以上，制造业延续稳定扩张态势。

图16：制造业 PMI 指数



资料来源：Wind，申港证券研究所

从企业规模看，大、中型企业 PMI 分别为 51.7%和 50.8%，比上月回落 0.1 和 0.3 个百分点，均高于临界点；小型企业 PMI 为 49.1%，比上月回升 0.3 个百分点，低于临界点。从分类指数看，在构成制造业 PMI 的 5 个分类指数中，生产指数和新订单指数均高于临界点，原材料库存指数、从业人员指数和供应商配送时间指数均低于临界点。

生产指数为 51.9%，比上月回落 0.8 个百分点，高于临界点，表明制造业生产保持扩张，但步伐有所放慢。新订单指数为 51.5%，比上月上升 0.2 个百分点，高于临界点，表明制造业市场需求继续增长。原材料库存指数为 48.0%，比上月回升 0.3 个百分点，低于临界点，表明制造业主要原材料库存量降幅收窄。

从业人员指数为 49.2%，比上月回升 0.3 个百分点，低于临界点，表明制造业企业用工景气度较上月小幅改善。供应商配送时间指数为 47.9%，虽比上月回升 0.3 个百分点，但低于临界点，表明制造业原材料供应商交货时间继续放慢。

表10：中国制造业 PMI 及构成指数（经季节调整）

年份	PMI					
		生产	新订单	原材料库存	从业人员	供应商配送时间
2020 年 6 月	50.9	53.9	51.4	47.6	49.1	50.5
2020 年 7 月	51.1	54.0	51.7	47.9	49.3	50.4
2020 年 8 月	51.0	53.5	52.0	47.3	49.4	50.4
2020 年 9 月	51.5	54.0	52.8	48.5	49.6	50.7
2020 年 10 月	51.4	53.9	52.8	48.0	49.3	50.6
2020 年 11 月	52.1	54.7	53.9	48.6	49.5	50.1
2020 年 12 月	51.9	54.2	53.6	48.6	49.6	49.9
2021 年 1 月	51.3	53.5	52.3	49.0	48.4	48.8
2021 年 2 月	50.6	51.9	51.5	47.7	48.1	47.9

2021 年 3 月	51.9	53.9	53.6	48.4	50.1	50.0
2021 年 4 月	51.1	52.2	52.0	48.3	49.6	48.7
2021 年 5 月	51.0	52.7	51.3	47.7	48.9	47.6
2021 年 6 月	50.9	51.9	51.5	48.0	49.2	47.9

资料来源：Wind，申港证券研究所

表11：中国制造业 PMI 其他相关指标情况（经季节调整）

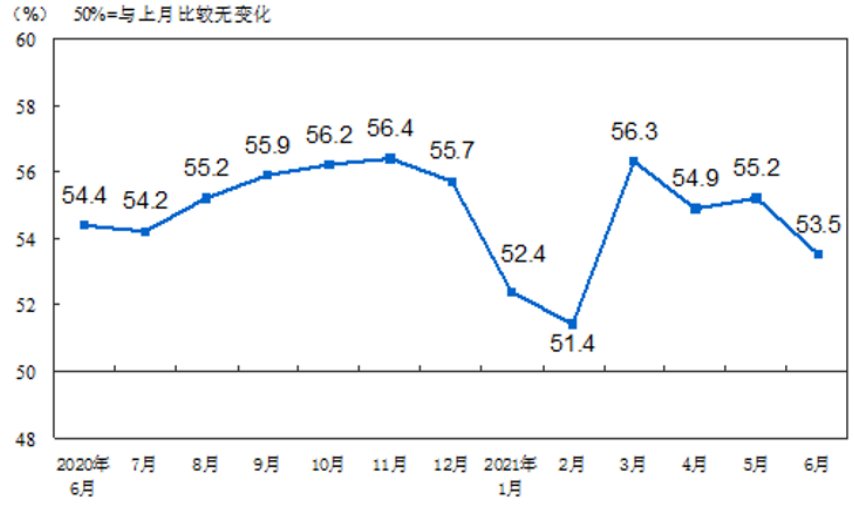
年份	新出口订单	进口	采购量	主要原材料购进价格	出厂价格	产成品库存	在手订单	生产经营活动预期
2020 年 6 月	42.6	47.0	51.8	56.8	52.4	46.8	44.8	57.5
2020 年 7 月	48.4	49.1	52.4	58.1	52.2	47.6	45.6	57.8
2020 年 8 月	49.1	49.0	51.7	58.3	53.2	47.1	46.0	58.6
2020 年 9 月	50.8	50.4	53.6	58.5	52.5	48.4	46.1	58.7
2020 年 10 月	51.0	50.8	53.1	58.8	53.2	44.9	47.2	59.3
2020 年 11 月	51.5	50.9	53.7	62.6	56.5	45.7	46.7	60.1
2020 年 12 月	51.3	50.4	53.2	68.0	58.9	46.2	47.1	59.8
2021 年 1 月	50.2	49.8	52.0	67.1	57.2	49.0	47.3	57.9
2021 年 2 月	48.8	49.6	51.6	66.7	58.5	48.0	46.1	59.2
2021 年 3 月	51.2	51.1	53.1	69.4	59.8	46.7	46.6	58.5
2021 年 4 月	50.4	50.6	51.7	66.9	57.3	46.8	46.4	58.3
2021 年 5 月	48.3	50.9	51.9	72.8	60.6	46.5	45.9	58.2
2021 年 6 月	48.1	49.7	51.7	61.2	51.4	47.1	46.6	57.9

资料来源：Wind，申港证券研究所

5.2.2 中国非制造业采购经理指数运行情况

6 月份，非制造业商务活动指数为 53.5%，较上月回落 1.7 个百分点，非制造业扩张力度有所减弱。

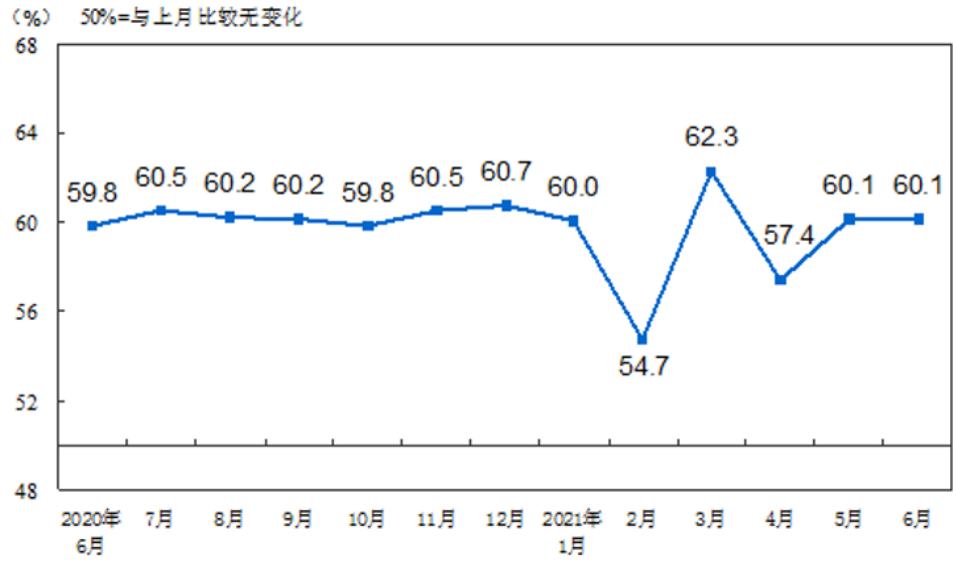
图17：非制造业商务活动指数



资料来源：Wind，申港证券研究所

分行业看，建筑业商务活动指数为 60.1%，与上月持平。服务业商务活动指数为 52.3%，低于上月 2.0 个百分点。从行业情况看，邮政、电信广播电视卫星传输服务、货币金融服务、资本市场服务、保险等行业商务活动指数位于 59.0%以上较高景气区间；航空运输、住宿、餐饮、房地产、租赁及商务服务等行业商务活动指数位于临界点以下。

图18：建筑业商务活动指数



资料来源：Wind，申港证券研究所

图19：服务业商务活动指数



资料来源：Wind，申港证券研究所

新订单指数为 49.6%，比上月下降 2.6 个百分点，低于临界点，表明非制造业市场需求较上月有所减少。分行业看，建筑业新订单指数为 51.2%，比上月回落 2.6 个

百分点；服务业新订单指数为 49.4%，比上月下降 2.6 个百分点。

投入品价格指数为 53.4%，比上月回落 4.3 个百分点，高于临界点，表明非制造业企业用于经营活动的投入品价格涨幅明显收窄。分行业看，建筑业投入品价格指数为 51.7%，比上月回落 21.9 个百分点；服务业投入品价格指数为 53.7%，比上月回落 1.2 个百分点。

销售价格指数为 51.4%，低于上月 1.4 个百分点，高于临界点，表明非制造业销售价格涨幅回落。分行业看，建筑业销售价格指数为 52.0%，比上月回落 5.0 个百分点；服务业销售价格指数为 51.2%，比上月回落 0.8 个百分点。

从业人员指数为 48.0%，比上月下降 0.9 个百分点，表明非制造业用工景气度有所降低。分行业看，建筑业从业人员指数为 50.3%，比上月回落 2.7 个百分点；服务业从业人员指数为 47.6%，比上月下降 0.6 个百分点。

业务活动预期指数为 60.8%，比上月回落 2.1 个百分点，仍位于高位景气区间，表明非制造业企业对行业发展继续看好。分行业看，建筑业业务活动预期指数为 63.2%，比上月回落 2.5 个百分点；服务业业务活动预期指数为 60.4%，比上月回落 2.0 个百分点。

表12：中国非制造业主要分类指数（经季节调整）

	商务活动	新订单	投入品价格	销售价格	从业人员	业务活动预期
2020 年 6 月	54.4	52.7	52.9	49.5	48.7	60.3
2020 年 7 月	54.2	51.5	53.0	50.1	48.1	62.2
2020 年 8 月	55.2	52.3	51.9	50.1	48.3	62.1
2020 年 9 月	55.9	54.0	50.6	48.9	49.1	63.0
2020 年 10 月	56.2	53.0	50.9	49.4	49.4	62.9
2020 年 11 月	56.4	52.8	52.7	51.0	48.9	61.2
2020 年 12 月	55.7	51.9	54.3	52.3	48.7	60.6
2021 年 1 月	52.4	48.7	54.5	51.4	47.8	55.1
2021 年 2 月	51.4	48.9	54.7	50.1	48.4	64.0
2021 年 3 月	56.3	55.9	56.2	52.2	49.7	63.7
2021 年 4 月	54.9	51.5	54.9	51.2	48.7	63.0
2021 年 5 月	55.2	52.2	57.7	52.8	48.9	62.9
2021 年 6 月	53.5	49.6	53.4	51.4	48.0	60.8

资料来源：Wind，申港证券研究所

表13：中国非制造业其他分类指数（经季节调整）

	新出口订单	在手订单	存货	供应商配送时间
2020 年 6 月	43.3	44.8	48.0	52.1
2020 年 7 月	44.5	44.9	48.1	51.9
2020 年 8 月	45.1	44.6	48.5	52.4
2020 年 9 月	49.1	46.3	48.5	52.2
2020 年 10 月	47.0	44.9	48.7	52.3

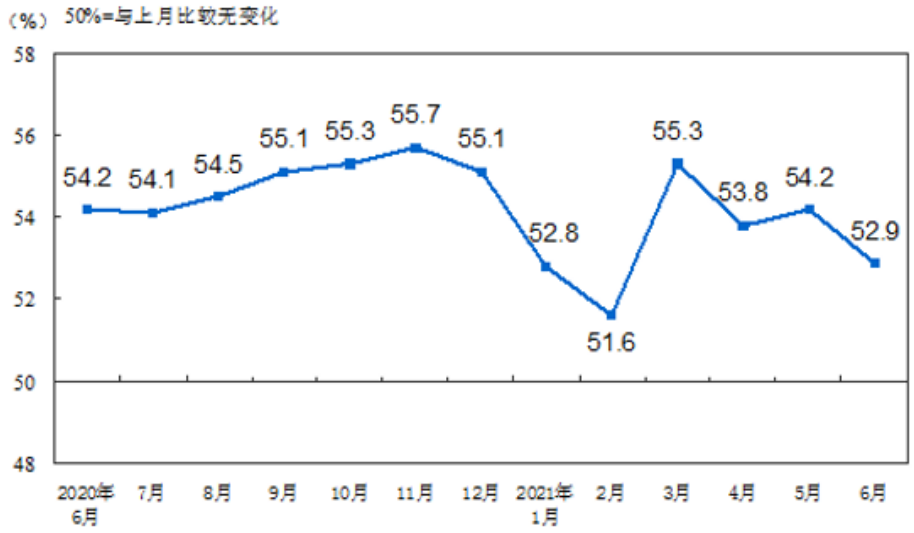
	新出口订单	在手订单	存货	供应商配送时间
2020 年 11 月	49.0	45.2	48.8	51.8
2020 年 12 月	47.5	44.7	47.0	51.2
2021 年 1 月	48.0	44.0	47.4	49.8
2021 年 2 月	45.7	44.0	45.9	49.8
2021 年 3 月	50.3	45.9	48.2	51.8
2021 年 4 月	48.1	45.8	47.2	50.9
2021 年 5 月	47.6	44.7	47.2	50.8
2021 年 6 月	45.4	43.8	47.0	51.0

资料来源：Wind，申港证券研究所

5.2.3 中国综合 PMI 产出指数运行情况

6 月份，综合 PMI 产出指数为 52.9%，比上月回落 1.3 个百分点，表明我国企业生产经营活动总体扩张步伐有所放缓。

图20：综合 PMI 产出指数



资料来源：Wind，申港证券研究所

6. 投资策略

我们维持今年上证指数在 3300-3800 点之间震荡的判断，目前在全 A 股盈利向上复苏阶段，经济复苏牛市至少还将持续最少 2 个季度。从大类资产配置角度，集中供地后地价并未降低，严格限价下的一线城市新房套利空间依然巨大，值得投资和关注。全球半导体行业持续高景气，有望助推国产芯片行业进一步高速成长。下半年我们认为科技成长股还将继续引领牛市后半段，以半导体为首的自主 TMT 技术龙头企业有着进一步复苏的机遇。

7. 风险提示

海外流动性风险、国内货币政策收紧风险。

分析师简介

曲一平，男，现任职于申港证券，研究方向为策略研究，证书编号：S1660521020001，CIIA 注册国际投资分析师。浙江大学学士，新加坡南洋理工大学硕士。7 年策略研究工作经验。曾在上市公司东方财富进行策略研究工作，对于股票、商品期货、股指期货、期权、可转债、FOF 有着多年研究，对于风格轮动、大盘择时及行业政策分析有着长期研究。

研究助理简介

宋婷，女，证书编号： S1660120080012， 金融硕士，现任职于申港证券，研究方向为策略研究，曾在华董（中国）房地产企业研究资金运营，对房地产行业的发展以及资金运作模式有较深的研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由申港证券股份有限公司研究所撰写，申港证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为申港证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供申港证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

申港证券行业评级体系：增持、中性、减持

增持	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5%以上
中性	报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于-5%～+5%之间
减持	报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5%以上

市场基准指数为沪深 300 指数

申港证券公司评级体系：买入、增持、中性、减持

买入	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 15%以上
增持	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5%～15%之间
中性	报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于-5%～+5%之间
减持	报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5%以上