信义山证 汇通天下

2021年中期投资策略

乘胜追击高景气主线，适时防御流动性生变

山西证券策略团队

分析师：

麻文宇 CFA，执业登记编码（S0760516070001）

研究助理：

翟子超 FRM

山西证券 SHANXI SECURITIES

策略研究/定期报告

投资要点

海外扰动：东南亚疫情冲击全球供应链；美国及全球通胀持续升温；美联储年内可能明确转向；美债收益率、美元存在上行风险。

经济&政策：（1）下半年，经济具备韧性，增速逐步回落，增量在于消费持续改善和制造业投资复苏。（2）通胀压力有望整体回落，加息风险偏低。（3）稳货币、紧信用是政策主基调。社融增速回落最快的阶段已过去。狭义流动性将从上半年最宽松的状态开始边际收敛，市场利率向政策利率中枢回归。货币进退有度，不宜对收紧或宽松抱有过度预期。（4）财政空间较大。上半年财政收入进度较快而支出进度偏慢，下半年政府债剩余额度较为宽裕，其中就业与民生、科技创新、新能源、新基建等是支出的重点领域，如果后续经济下行压力加剧，则基建投资有望发力。

估值&资金：（1）目前估值水平处于均值到一倍标准差之间。（2）高景气行业增速与估值维持高位，行业市盈率分化成为常态。（3）资金供需维持相对稳态，存量博弈下显现震荡结构市，交易情绪较为积极，人民币资产仍具备吸引力。

大势研判&行业配置：

1-2个月区间来看，中报业绩大概率维持高增，宏观流动性仍处于以稳为主的窗口期，基本面和流动性条件仍有望支撑高景气板块估值的温和抬升，市场整体维持震荡走升，结构性行情充分演绎，**策略可以相对积极，继续坚守景气高增、赛道优异的科技成长和新能源汽车板块，关注延迟复苏的休闲服务，底仓维持必选消费、医药等价值板块配置。**

然而从三季度中后期开始，海外及国内宏观流动性收紧的预期和实际压力大概率会加剧，企业盈利增速也可能从高位开始逐步回落，估值的支撑和直接驱动力都趋于弱化，风险加大，**建议调整策略转向防御，规避高估值、高贝塔板块，捍卫收益，退守避险类资产及行业板块（如：建筑、通信、大金融、公用事业等），并适度关注受益于上游价格压力放缓、“十四五”规划推进释放红利、财政后置发力等多重因素的优势制造业。**

主题投资：

5G、物联网、云计算、碳中和（新能源汽车）、抗通胀等

风险提示：大宗商品再次加速上涨，全球通胀超预期；国内宏观经济不达预期；国内宏观流动性超预期收紧；美债利率大幅上行，对全球金融市场估值产生较大压力；行业景气度不达预期；全球疫情再次爆发，国内疫情反复；地方隐性债务风险和金融风险

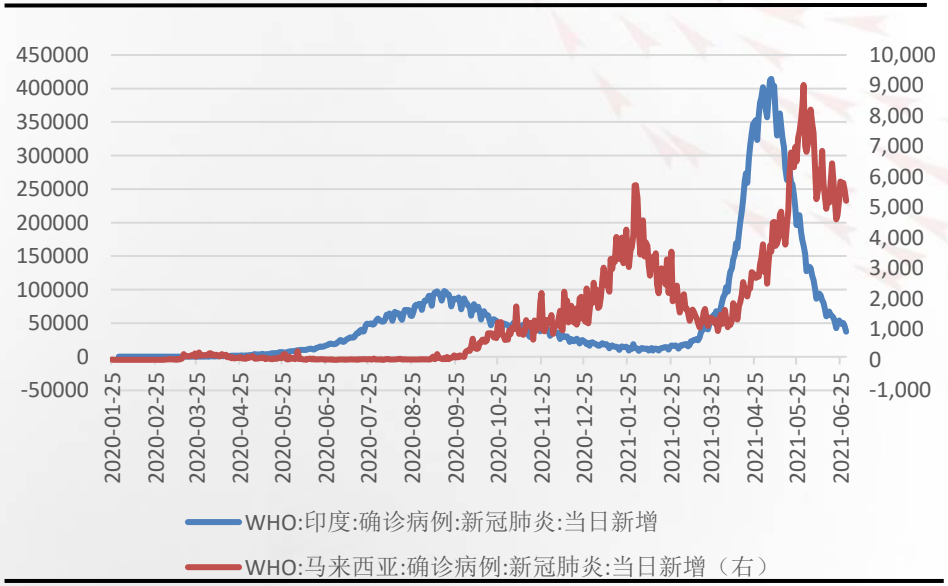
海外扰动不断
经济增速放缓，货币政策进退有度
估值合理区间，资金面供需稳定
大势研判
行业配置&主题投资

东南亚疫情反复，停产停工现象仍在持续

- **目前由于Delta变种病毒的传播，东南亚各国疫情反复，疫情形势一定程度上仍在影响经济复苏速度和当地产业的正常运转。**

- 印度于6月初陆续解封，全面开放了商店和购物中心，允许餐馆保持50%的上客率，郊区铁路列车也可以以50%的载客量运行，办公室也部分重新开放。尽管半个多月以来，印度疫情已出现放缓迹象，但新型变异病毒的出现、疫苗接种比例较低、解封带来人员大量流动等因素让印度未来疫情形势仍不容乐观。另外，路透社发布了各国40名医师、科学家、病毒学家、流行病学家等专业人士的调查意见，预测印度可能于10月迎来第三波疫情。
- 马来西亚因为新变异毒株于5月中旬疫情加重，马来西亚于6月1日-14日实施全国封锁，除了饮食、电信、健康医疗、银行等17个行业，全国所有行业全部停业，12人以下的食品制造、药品服务、生产个人防护用品的纺织以及油气工厂可以正常运转，不过只能维持60%的上岗率。
- 越南全国63个省份中的30个在5月内感染病例增加3000多例，主要感染病例集中在代工厂密布的北江、北宁省工业区、胡志明市和首都河内。北宁、北江两个省份的工厂以制造为主，除了富士康，还有韩国三星、日本佳能和中国的立讯。北宁省有400家工厂，6.5万名工人因为疫情4月底进入停工状态；北江境内拥有14万名劳工的四个工业园区则在5月18日暂时关闭。

印度和马来西亚每日新增病例



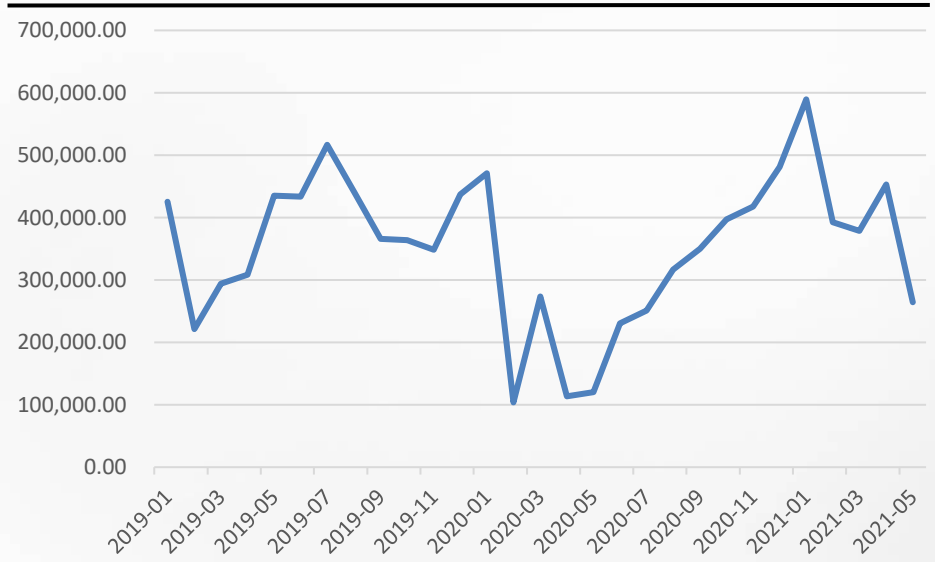
数据来源：WIND、山西证券研究所

劳动密集型产业受东南亚疫情冲击明显，供应链短期可能移至中国

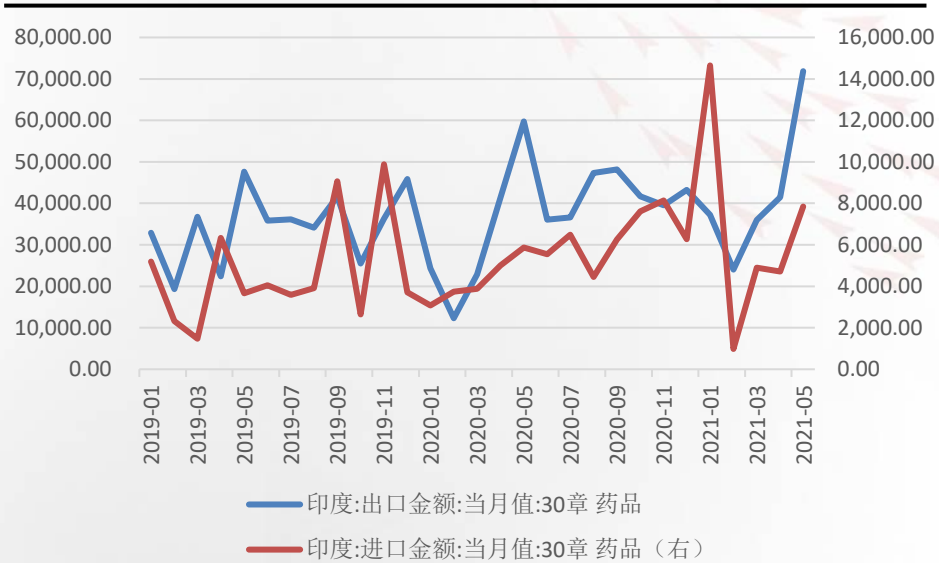
- 印度占据世界纱线产能22%的同时，还是全球第二的丝绸生产国。仅纺织一个行业，就撑起了印度出口贸易15%的比例。以纺织品为代表的劳动密集型产品，短期内替代效应较为明显，相关企业订单短期内可能继续回流至中国。

- 印度还是“世界药房”，供应了全球20%的仿制药。全球3000多家原料药生产商中，只有500多家符合欧美日本等国的规范要求，印度占了12%。目前印度医药中间商和原料药企业开工率因疫情影响而有所下降。原料药市场上，相关原料药价格确实已经有所上涨，同样是医药制造大国的中国便有机会弥补这一缺口，相关订单也有可能会加速向中国转移。涉及到出口的东南亚企业可能出现产能压缩以及运输受阻的问题，但带来的影响可能是非长期性的。疫情会导致相关产业的供应链中断，但不太可能成为产业链彻底重新布局的决定性因素。

印度纺织品出口金额



印度药品进出口金额



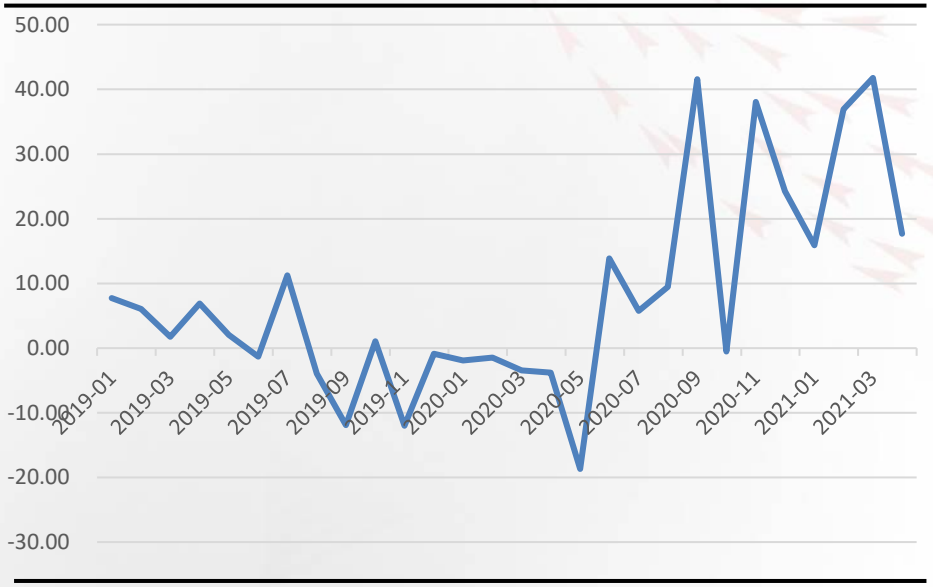
数据来源：WIND、山西证券研究所

半导体供不应求形势可能受东南亚疫情扩散影响而加剧

- 东南亚作为半导体芯片封装和测试中心，在全球市场的占有率为27%。越南是美国英特尔公司在海外最大的半导体芯片组装和封测地；马来西亚是全球第七大半导体出口中心，半导体封装和测试的全球市场占比为13%，**全球范围内有超过50家半导体公司在马来西亚有投资，几乎是涵盖了所有半导体巨头们。**疫情使得东南亚国家部分半导体企业进入停工、停产状态，虽然马来西亚地区的大部分半导体公司依然在正常运营，疫情若继续扩散很有可能会加剧全世界范围内芯片严重短缺的问题，**芯片行业供不应求，景气度将会持续上行。**
- **半导体芯片的下游行业如汽车、智能手机、智能硬件终端等将面临产能受制、成本大幅抬升等压力。**全球多个电子品牌都在东南亚地区有供给链布局，中美贸易战之前，一些中国企业及外国在华企业也将部分加工业转移至东南亚国家以规避风险。**目前全球前五大手机品牌，包括三星、苹果、小米、OPPO、vivo都在印度设有生产线或通过代工进行生产，且比重正逐年扩大，印度手机出货量约占全球11%，仅次于中国。**疫情导致多家手机工厂停工，据科技研究公司TrendForce预计，印度2021年Q2和Q3智能手机产量共减少1200万部，从而导致全年产量同比减少7.5%。

- 短期来看，疫情会导致印度、越南手机厂商的出货大幅下降。中国得益于制造业的稳定，相关订单可能部分回流中国。根据麦肯锡调查显示，疫情之前，没有采购商计划未来5年增加从中国大陆的采购额，而疫情发生后，有13%的采购主管预计将增加中国大陆的采购份额。但从长期来看，疫情爆发并不会使得供应链产能彻底从印度和越南转移出来，原因在于东南亚国家综合生产成本仍然会比中国大陆要低，加上当地政策扶持，利润依然具备吸引力，而且还能适当规避中美政治和贸易摩擦风险。

马来西亚半导体出口总额变化

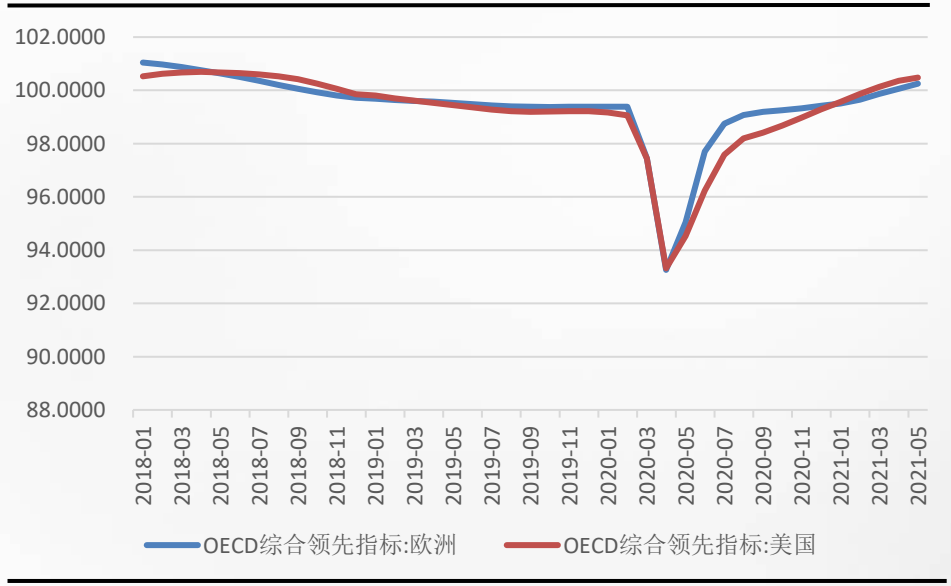


数据来源：WIND、山西证券研究所

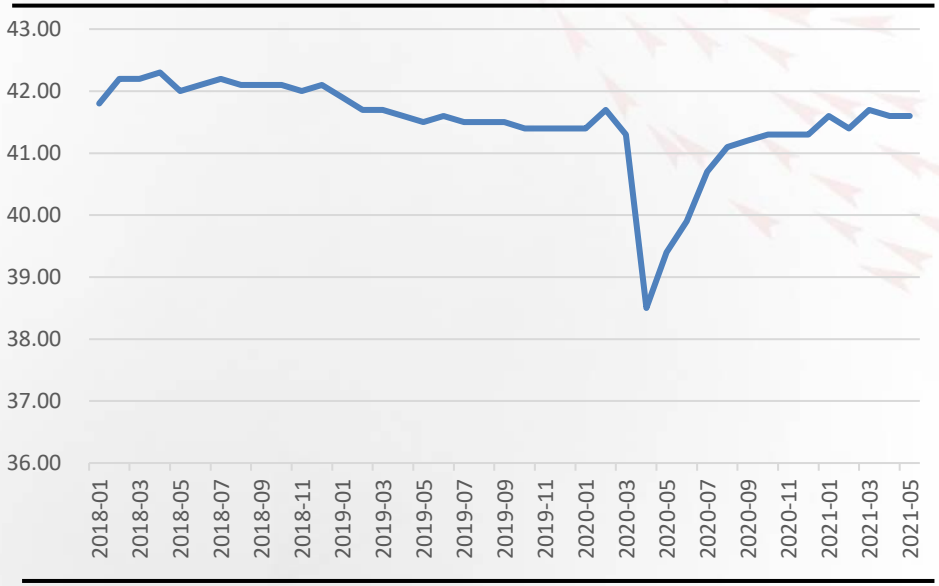
欧洲经济复苏平稳，美国经济复苏加快

- 5月欧洲OECD综合领先指标为100.25点，比4月增加0.19点，欧洲从2018年10月起OECD综合领先指标一直低于均值100点，直到今年4月和5月才超过100点的平均水平，经济复苏平稳。5月英国申请失业金人数总计249.57万人，当月新增申请失业金人数减少9.26万人，但失业人数仍处于高位。欧元区19个国家的通胀率从5月的2%下滑至6月的1.9%，符合欧洲央行“低于但接近2%”的目标，因此欧央行将继续实施超宽松货币政策，基准利率将在未来几年都保持在低水平。欧央行同时预测，通胀率将持续升高，CPI的环比增速可能在年底前达到2.5%以上。
- 5月美国OECD综合领先指标为100.49点，比4月增加0.07点，美国连续三个月OECD综合领先指标均高于100点，预计未来经济发展恢复较为迅速。5月美国平均每周制造业工作时间为41.6小时，环比持平，同比增加5.58%，同比2019年5月增加0.24%。截止5.29，美国当周初次申请失业金人数已下降至38.5万人，环比下降11.60%。从6月开始，美国多州计划逐步结束联邦失业救济，提高群众的就业动力，进一步加快经济复苏。

OECD综合领先指标



美国平均每周制造业工作时间



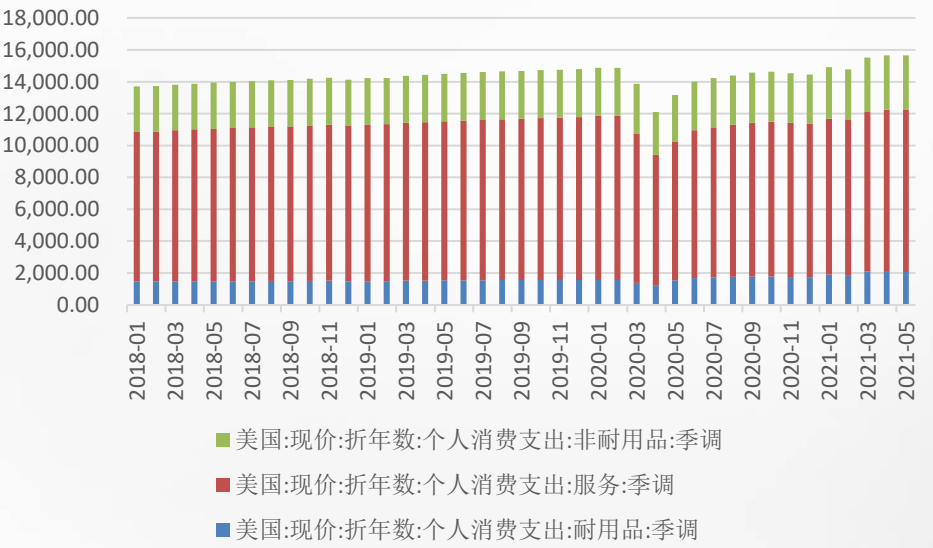
数据来源：WIND、山西证券研究所

美国地产后周期、服务消费推动通胀走升

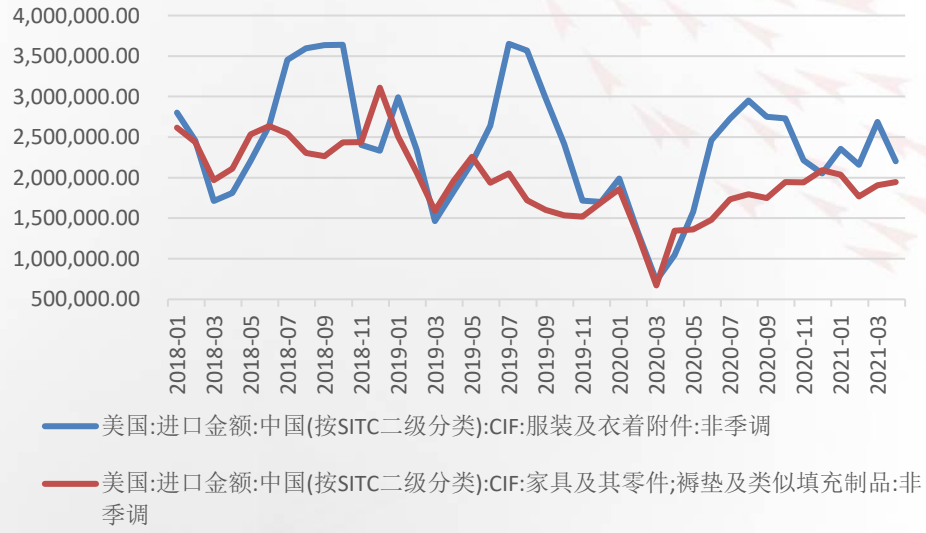
- 房地产和商品消费得益于美国三轮财政刺激和低利率环境的推动，已经取得了非常明显的修复并早已超过疫情前水平，商品价格同比上涨6.5%，创1982年以来最高增速，但考虑到此前财政刺激的高峰已过且耐用品本身的购买属性，预计地产行业不会再次加速。美国耐用品消费增速自今年以来维持两位数以上的增长，远高于疫情前增速，已经趋于饱和状态。

- 服务消费整体来看目前仍处于负增长水平，而目前居民依然拥有较高的剩余储蓄(约2.4万亿美元)，特别是对线下和服务性消费更为敏感的高收入人群的储蓄更多，预计下半年消费结构将由耐用品消费向服务消费切换，服务消费由于疫情约束放开叠加缺口较大，大概率加速复苏。服务价格也将随之大幅增长，租金、服装、娱乐等**服务消费需求和价格的触底反弹也将成为推升CPI和核心CPI上行的重要增量，延迟的消费需求提高了通胀风险，同时加剧劳动力供需错配，进一步推进“工资通胀-通胀”的相互负反馈。**

美国个人消费支出



美国家具和服装进口金额



数据来源：WIND、山西证券研究所

美国5月通胀数据持续超前值、超基数效应

- **美国5月通胀数据持续超前值、超基数效应。**美国CPI和PPI持续走高，同比数据在基数效应下均为历史高点。5月美国5年期盈亏平衡通胀率一度达到2.55%的七年高点，意味着在2026-30年，被美联储作为目标的价格指数平均年涨幅料将超过2%。5月美国CPI创08年以来最高，同比大涨5%。劳动力短缺持续时间的延长以及工资和物价的坚实上涨为后期通胀更为持续的上涨奠定基础。美国5月核心PCE物价指数同比3.4%，前值3.1%。作为名义通胀数据的五月PCE物价指数涨幅也创下自2008年8月以来的新高。而就在通胀数据由于低基数、供应链紧张等因素仍处于高位的时候,随着联邦政府补贴影响正在减弱,美国五月消费者支出仅仅与上个月持平,低于市场环比上升0.4%的预期。个人储蓄率也从上个月的14.5%下降到了12.4%。

- **6月ADP就业数据好于预期。**6月30日，美国小非农数据发布。美国6月ADP就业人数录得增加69.2万人，好于预期值，前值修正为增加88.6万人。具体行业方面，服务提供商6月新增62.4万岗位，其中休闲和酒店行业贡献了一半以上，多达33.2万。医疗保健行业同样保持强劲势头，6月录得9.3万人的增长。在建筑业的推动下，商品生产商增加了6.8万就业人口。美国小非农数据公布后，美元短线走高近20点，企稳92关口上方，最终收涨0.31%，报92.35；值得注意的是，现货黄金日内由跌转涨，似乎没有受到小非农数据影响，一度站上1770关口，最终收报1769.97美元。美国10年期国债收益率一度跌破1.45%，创逾一周新低。

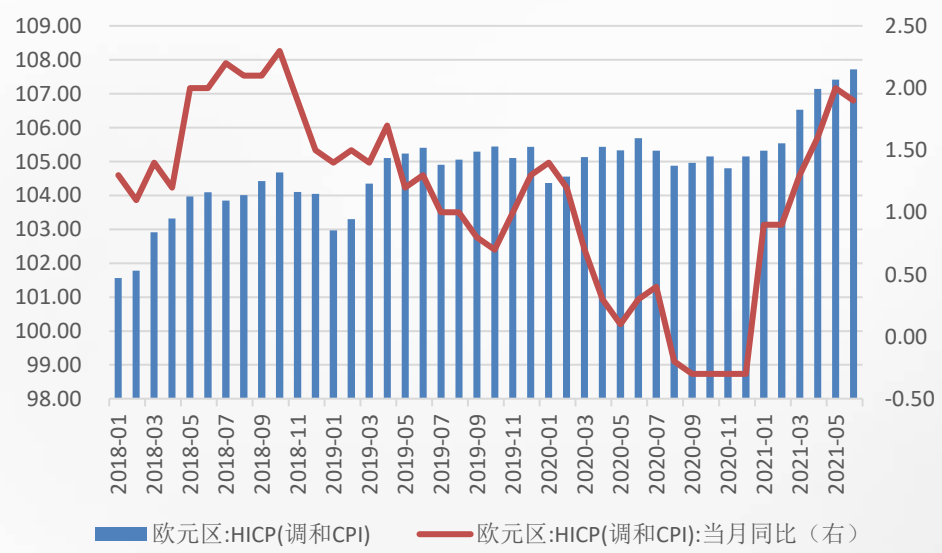
数据来源：FED、WIND、山西证券研究所

全球范围内通胀仍将持续

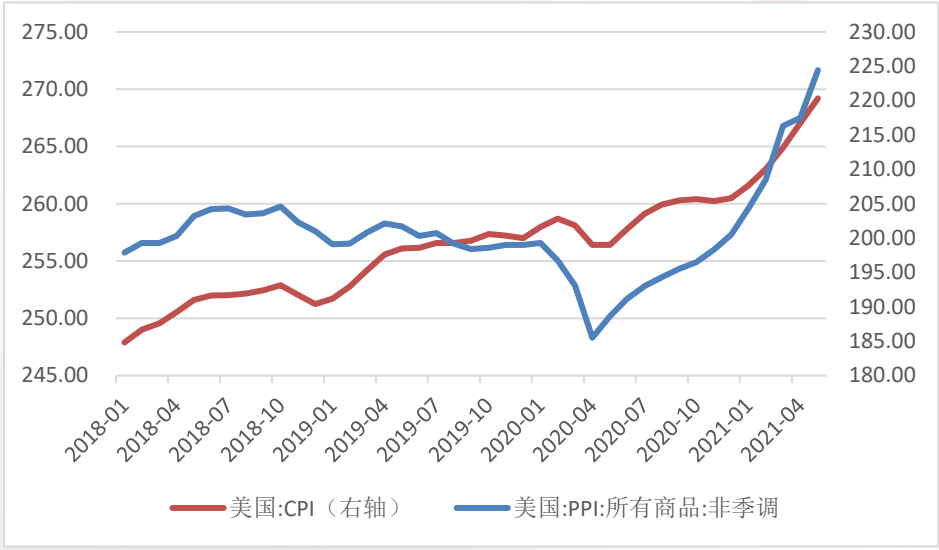
- 欧洲5月通胀水平达到欧央行目标，CPI同比增长2%。5月欧元区HICP当月同比上升至2.0%，为18年10月以来新高。4月欧元区PPI较19年同期年化同比为1.3%，也几乎为3月的两倍。6月10日召开的欧洲关键利率决策会议表明，欧洲宽松货币政策不变，利率不变，央行确认在本季度将显著加快紧急抗疫购债计划的购买速度，该计划将至少持续至2022年3月底。欧洲未来将会持续保持通胀水平。

- 据央行日前发布的《2021年第一季度中国货币政策执行报告》，未来一段时间全球通胀指标的同比读数可能会普遍趋于抬升，进一步推升通胀预期。此外，如果全球经济是不均衡复苏的话，也就意味着全球的通胀很难共振走高。美国通胀是领跑发达经济体的，新兴市场如土耳其、阿根廷、巴西、俄罗斯面临较大的通胀压力，但是泰国、马来西亚因为旅游业受阻，反而是通缩的压力更大。

欧元区HICP



美国CPI及PPI

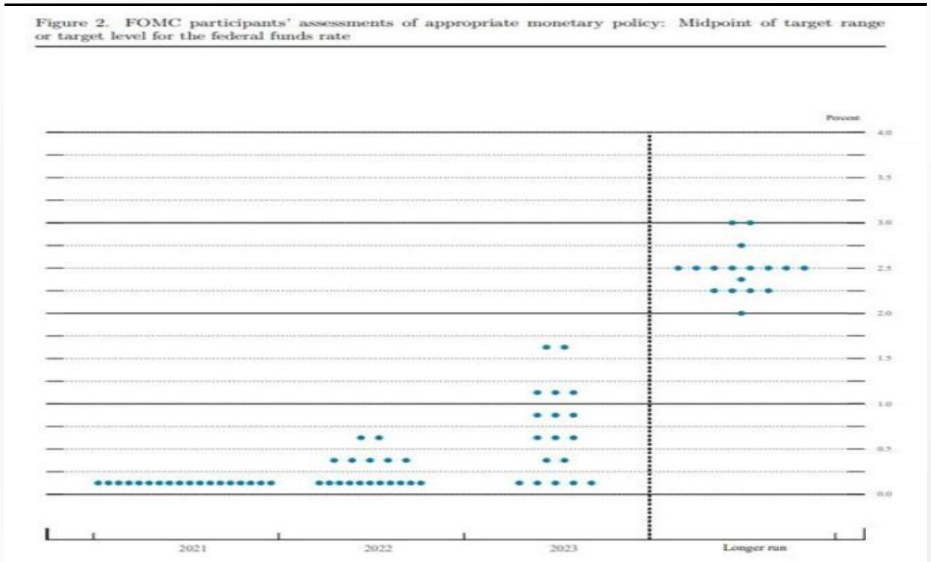


数据来源：WIND、山西证券研究所

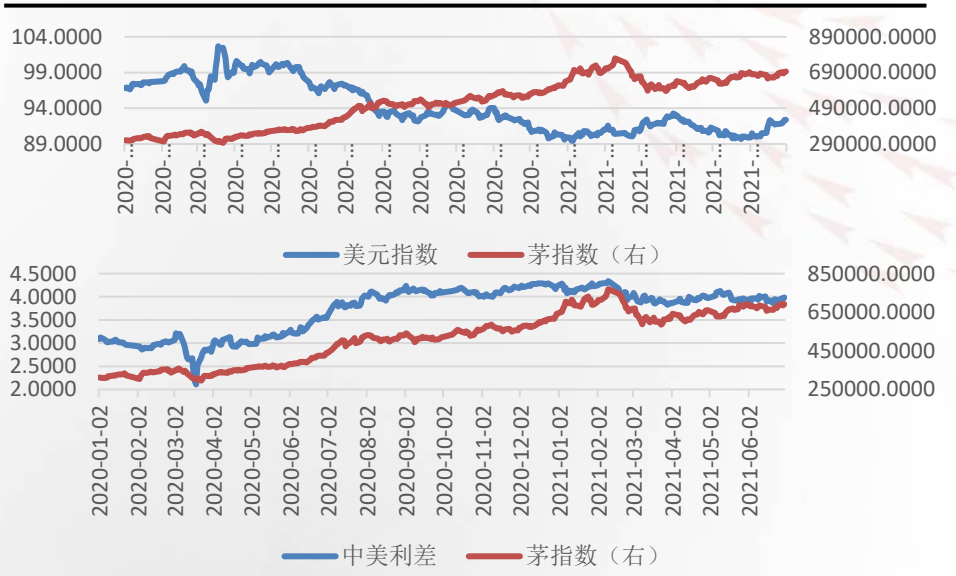
美联储6月议息会议表态偏鹰，年内转向概率提升

- 美联储在FOMC会议上表示维持联邦基金目标利率0-0.25%不变，维持购债规模不变，但边际新增表态上偏鹰派，大幅提高了对经济与通胀形势预期。本次公布的经济预测与3月时相比，美联储对2021年底GDP增速预期由6.5%上调至7.0%，对2022年预期不变，对2023年预期由2.2%小幅上调至2.4%；对2022年底失业率预期由3.9%小幅下调至3.8%，2021和2023年预期不变；对2021年底的PCE通胀预期由2.4%大幅上调至3.4%，核心PCE通胀预期由2.2%大幅上调至3.0%，并且对未来两年的通胀预期也小幅上调0.1个百分点。**本次公布的点阵图显示美联储官员预计2022年不会加息，2023年将加息2次。**
- 美联储对通胀的态度有微妙变化。一方面承认短期通胀确实存在较大压力；但仍然坚持认为通胀是临时性压力，年内美国高通胀压力会开始减弱并伴随供需缺口缓解而下行。鲍威尔同时也指出不排除通胀比联储预期的更高更持久的可能性，如果预期持续上升则美联储可能有所行动。本次会议只是谈论了与缩减购债相对的目标进展，并没有对是否缩减购债进行正式讨论；从下次会议开始，美联储将对“实质性进展”进行评估；在决定缩减购债之前，会提前通知，会尽力避免市场出现过度反应。

点阵图



美元流动性与A股核心资产走势



数据来源：FED、WIND、山西证券研究所

美联储可能提前收紧货币，警惕对全球市场的冲击效应

- **目前已有部分迹象表明美联储可能提前收紧货币政策。**美国财政部长耶伦在伦敦七国集团(G7)财长会议结束后接受彭博社采访时表示，总统拜登提出的4万亿美元支出方案将对美国有利，即使它会导致利率上升。这次采访给市场传递出一个信号，从财政的角度看，美联储的超宽松货币政策或将面临调整的压力。美国5月通胀指标持续走高也是美联储提前收紧政策的压力来源之一。另外，美国的逆回购是央行出售债券从而收回流动性，目前美联储用于控制短期利率的逆回购的需求飙升至纪录最高水平，这也被视为美联储缩减购债的前兆。
- 如果美国持续通胀，可能将面临工资-价格螺旋上升的恶性循环：更高的工资会刺激消费支出，从而使产能吃紧，推高企业成本；相应地，企业会提高价格，工人们则要求更大幅度的加薪，以应对不断上涨的生活成本。这种恶性循环在之前就已经导致了上世纪70年代美国的通胀率居高不下，疫情将会使得工资上涨以及所带来的通胀风险持续更长的时间。
- **6月议息会议基本确认美联储态度的转变拐点，以及交易美元流动性预期的拐点，下半年的主题一定是逐步退出宽松**，虽然具体实施操作可能要到四季度或明年。短期市场更多体现情绪脉冲反应，可能会有超调及修正。**由过去流动性泛滥堆起来的高估值资产将首先迎来修正，国内核心资产估值中枢可能要进一步下移，未来要更加关注业绩及业绩增速的确定性。全球权益市场表现将更多依赖于企业盈利的扩张和中长期盈利预期的支撑，流动性支撑的作用减弱。**

重要观察时点	
7月2日美国将发布非农就业报告	劳动市场走强的迹象可能会增添美联储加快加息步伐的压力，并提振美元，而如果数据不及预期，美元将变得脆弱。
7月27-28日FOMC会议	会议可能公布美联储是否决定缩减购债

海外扰动不断
经济增速放缓，货币政策进退有度
估值合理区间，资金面供需稳定
大势研判
行业配置&主题投资

经济与政策分析要点

- 我国经济步入后疫情时代，低基数效应逐步消退，经济各个动能的脉冲强度开始减弱，增速逐渐向新平台回归。

- 结构上来看，下半年的增量在于消费持续改善和制造业投资复苏，但消费各项修复次序不一，较难形成合力，出口、房地产投资虽仍有韧性，增速大概率会逐级回落。

- 下半年，通胀压力有望整体回落，5月的PPI大概率是阶段性高点，价格中枢年内大概率下移，CPI可能小幅上行但受猪肉价格压制总体将表现温和，核心CPI在5月份仅有0.9%，加息风险偏低。

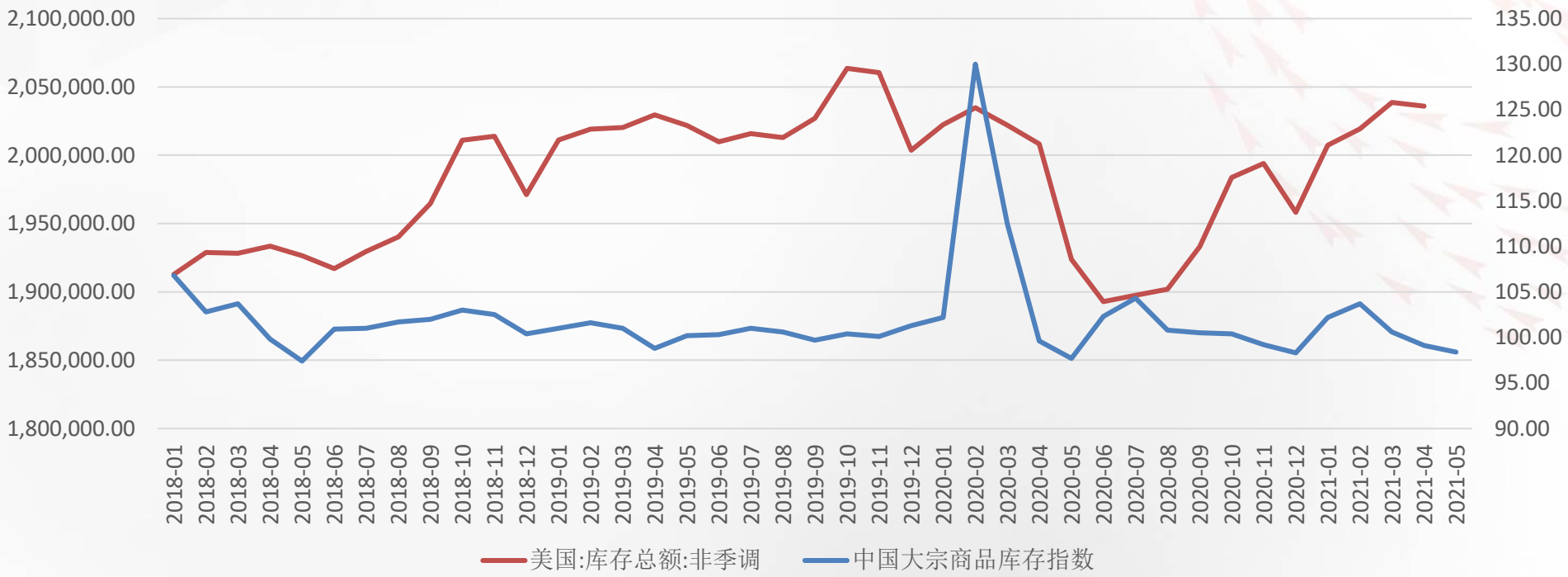
- 下半年，稳货币、紧信用是政策主基调。社融增速回落最快的阶段已过去。货币层面央行需要在经济动能减弱、**财政后置、MLF集中到期、美元及全球流动性拐点临近**、防风险和改革需求等多方面权衡，边际上收紧的压力可能更大，狭义流动性将从上半年最宽松的状态开始边际收敛，市场利率向政策利率中枢回归。货币整体以稳为主，进退有度，不宜对收紧或宽松抱有过度预期。

- 下半年，财政空间较大。上半年财政收入进度较快而支出进度偏慢，下半年政府债剩余额度较为宽裕，其中就业与民生、科技创新、新能源、新基建等是支出的重点领域，如果后续经济下行压力加剧，则基建投资有望发力。

库存：美国库存周期进入后半程，中国处于补库存阶段

- 中国方面，2021年5月，中国大宗商品库存指数为98.40%，同比上升1%，库存逐渐恢复至疫情前水平。行业处于需求拉动、主动补库存阶段。预计下半年经济发展保持平稳过渡，向供需平衡逐步推进。
- 美国方面，今年一、二季度美国库存总额恢复至去年同期水平，达到相对高位。受海外疫情因素影响，国民消费相对不足导致需求端跟不上供给端恢复速度。美国补库临近尾声，受财政政策刺激，预计下半年美国经济持续恢复，在需求继续回暖的带动下，将步入被动去库存阶段。

中美库存对比



数据来源：WIND、山西证券研究所

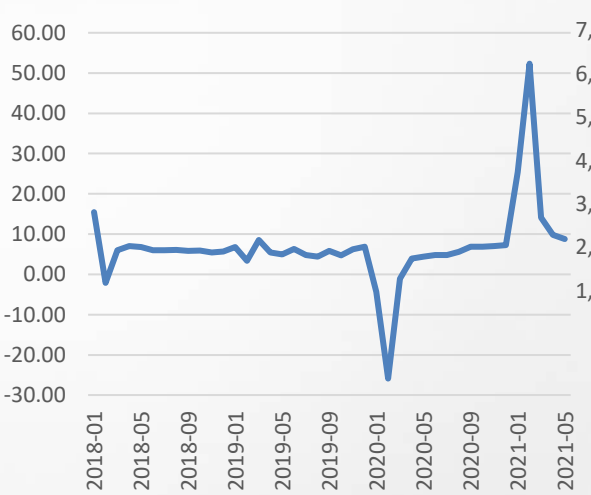
供给端：产能仍在扩张，步伐开始放缓

- 6月制造业PMI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。主因芯片、煤炭、电力供应紧张及设备检修等因素拖累。
- 消费品制造业景气度上升。受市场需求回暖及年中促销活动等因素带动，消费品制造业PMI升至近5个月以来的高点，其中，生产指数和新订单指数分别为53.9%和54.6%，高于上月1.0和3.5个百分点，行业生产和需求同步扩张加快。
- 各行业表现差异较大，纺织服装服饰、医药等行业产需增长较快；石油煤炭及其他燃料加工、黑色金属冶炼及压延加工等行业景气水平下降；汽车制造业两个指数连续两个月位于收缩区间，“缺芯”等因素给行业发展带来不利影响。
- 5月，工业增加值为8.8%，结合近两年数据，其平均同比增长水平为3.69%。在疫情低基数的影响下，发电量今年1-3月同比大幅增长，4月出现小幅回落，5月发电量6478亿千瓦时，同比增加9.2%，预计下半年或将保持同比9%的增速，年底发电量可达7800亿千瓦时。

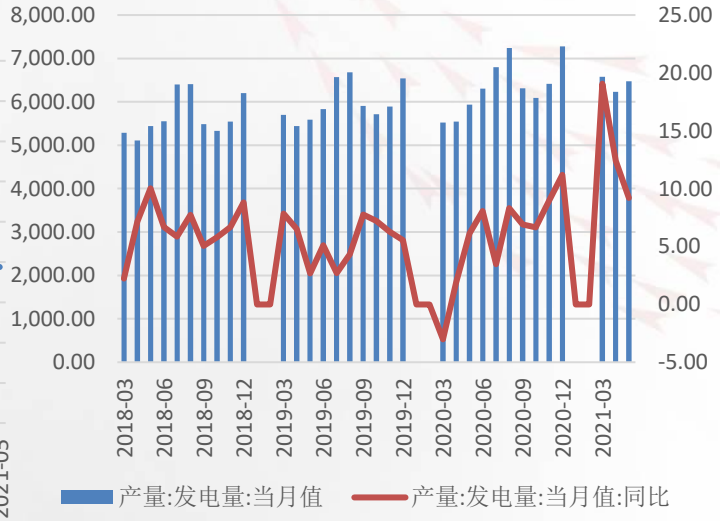
PMI：生产



工业增加值



发电量及同比增长

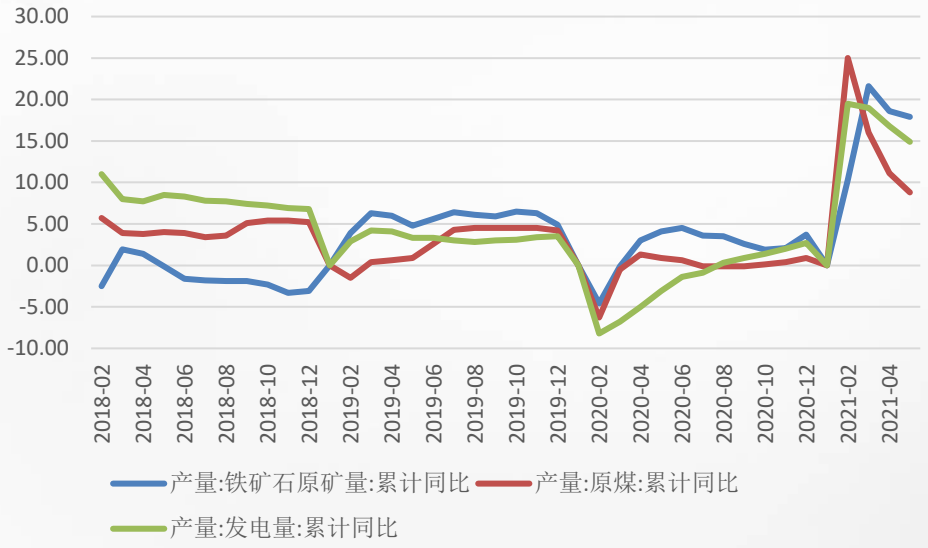


数据来源：WIND、山西证券研究所

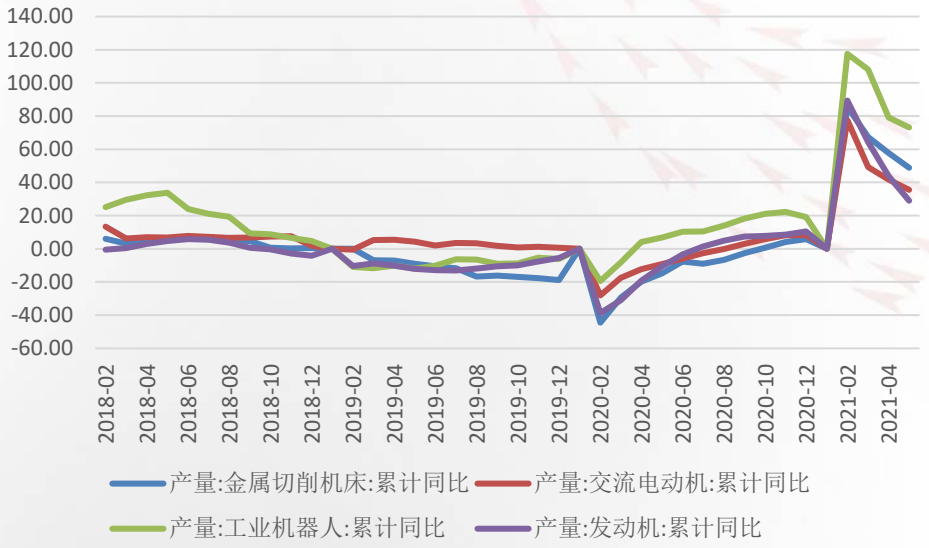
供给端：上游原材料产量仍在高位

- 上游原材料产量累计同比自去年2月触底后企稳回升，今年春节达到峰值。4月份稍有回落，但整体产量依旧呈上升态势 ，原煤产量达129440万吨保持高位。考虑矿石开发现状和碳达峰、碳中和的宏观政策背景，预计未来国内原材料产量将出现小幅回落。从需求侧看，消费整体保持稳定。
- 生产资料产量方面，累计同比维持小幅震荡水平，整体态势平稳，今年春节达到峰值后回落。工业机器人4月累计同比达93%，下游需求扩大，我国工业市场为工业机器人的发展提供良好机遇，预测未来半年，机器人产量将以18%的水平持续增长。

上游原材料产量



重要生产资料产量

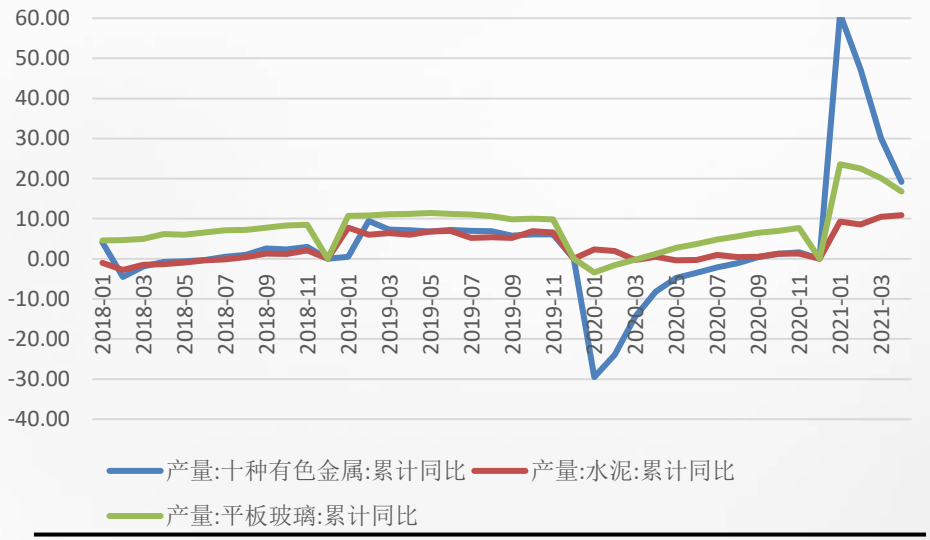


数据来源：WIND、山西证券研究所

供给端：汽车、家用电器增速有所放缓

- 5月份汽车产量累计同比增幅较上月减少15%，回落至38.4%，家电累计同比增幅较上月减少11.7%。国内疫情趋于稳定，经济持续恢复，下游行业包括汽车家电等投资大幅增长，需求旺盛，芯片供应逐步上升，对于新能源汽车产量影响也将逐步减弱。
- 5月水泥产量创历史同期最高，累计同比达到30%，2020年同期全国水泥产量累计同比-14%。5月玻璃产量累计同比达到10.5%，2020同期全国平板玻璃产量累计同比-0.3%。预计有色金属及玻璃在下半年将维持在5%，钢材处于8%的累计同比增长水平。
- 中长期来看，我国处于城市化和工业化进程的上升阶段，“一带一路”的实施、京津冀协同发展、长江经济带建设等国家战略，将有力带动有色金属需求量不断上升，成为拉动行业长期稳定增长的新动力。

中游原材料产量



下游商品产量

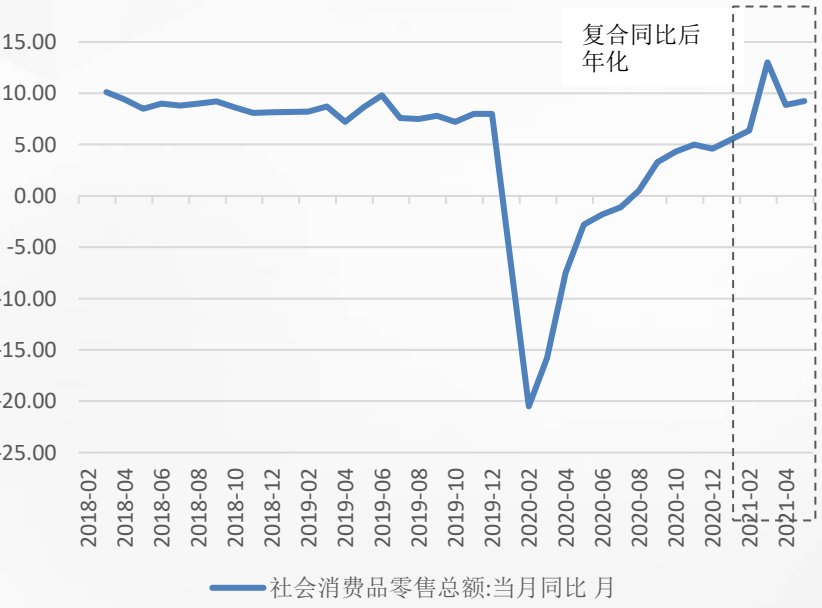


数据来源：WIND、山西证券研究所

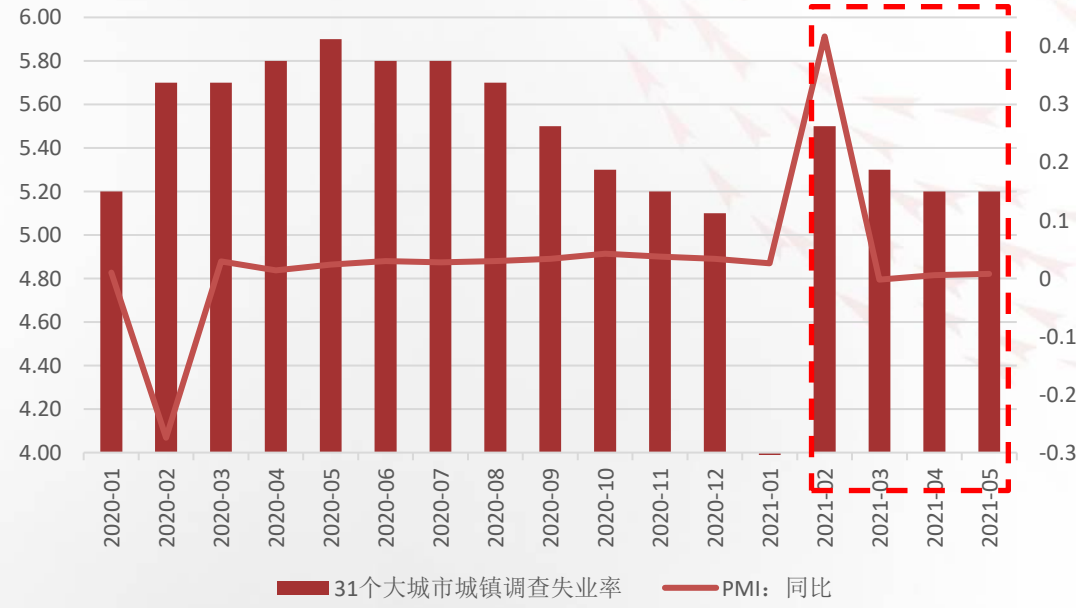
需求端：就业情况持续向好，消费下半年继续回暖

- 从最新社零数据来看，2021年5月社零35945亿元，复合同比增长9.25%，两年复合增速有所收窄。
- 5月调查失业率为5.2%，与4月持平。结合上半年数据来看，失业率整体呈下行趋势，就业压力有所减缓。
- 通过分析失业数据与消费者信心等先行指标，随着春节后企业生产经营活动的恢复，就业情况有望持续向好，预计下半年失业率将维持在同比5%的水平附近，以此作为先行指标的话，未来消费者信心将维持高位，从而带动终端消费需求回升。疫情压缩的消费将在2021年下半年继续释放。
- 但由于消费各项的修复次序不一，较难形成同一阶段的合力，对经济的拉动效应较为有限。

社零同比（基数调整）



消费需求先行指标

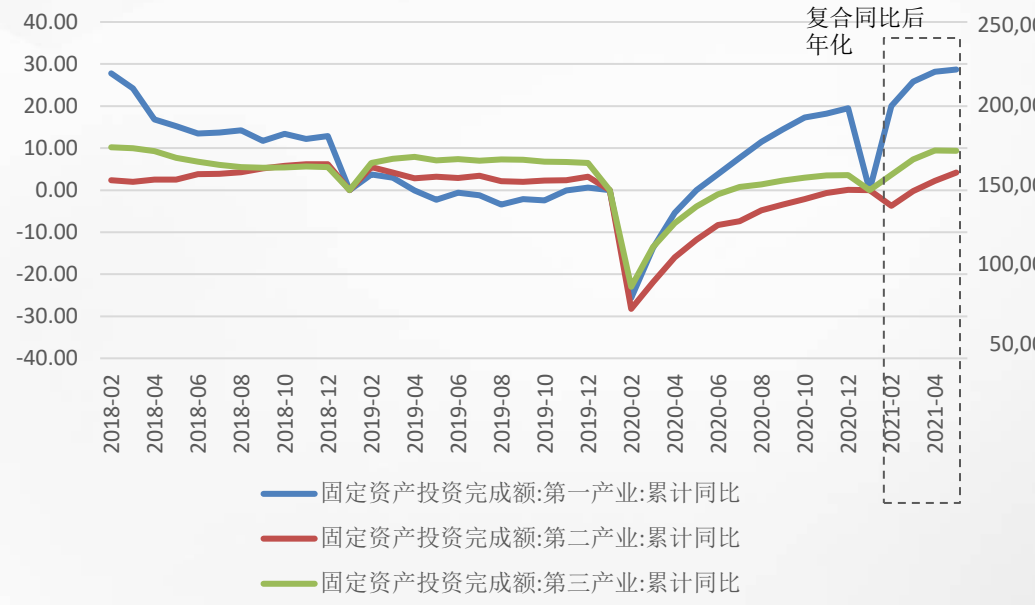


数据来源：WIND、山西证券研究所

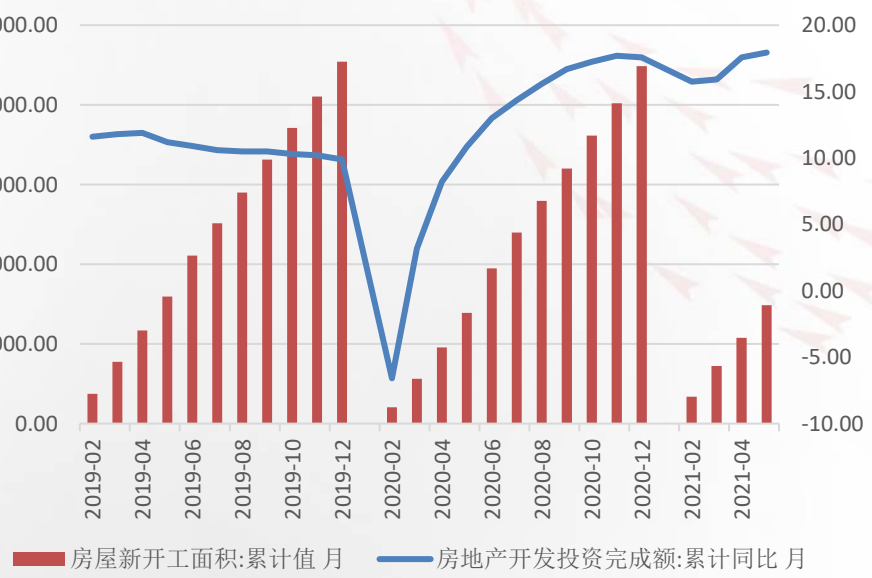
需求端：投资规模持续回升，利率上行抑制房地产投资

- 从最新数据来看，5月一二三产业投资规模持续回升，其中第二产业两年复合增长进入正区间，另外，第三产业累计同比数据已超过去年年底水平，但和疫情前水平还有差距，同比数据依旧存在回升空间。
- 投资整体保持较高速度回升，需求释放效应明显。5月房屋新开工面积为74349万平方米，同比增长6.93%。房地产开发投资完成额累计同比增速18%。目前各地仍维持较大的楼市调控压力，房地产投资同比高增长以需求释放为主，从趋势来看，未来这一因素影响将边际走弱，另外未来贷款利率或出现分化，房地产等领域的贷款利率有所上行，叠加房地产销售开始走弱，新开工面积大概率回落，预计未来同比数据将逐步收窄。
- 下半年基建可能适度托底。一方面，消费与制造业尚未恢复至理想状态，而出口订单已开始走弱、房地产高压调控影响也逐步显现，基建可能会有托底的需求；另一方面，今年上半年政府债供给缓慢、下半年财政空间较大，有望后置发力支撑基建投资。

一二三产业投资累计同比（基数调整）



房地产投资（基数调整）

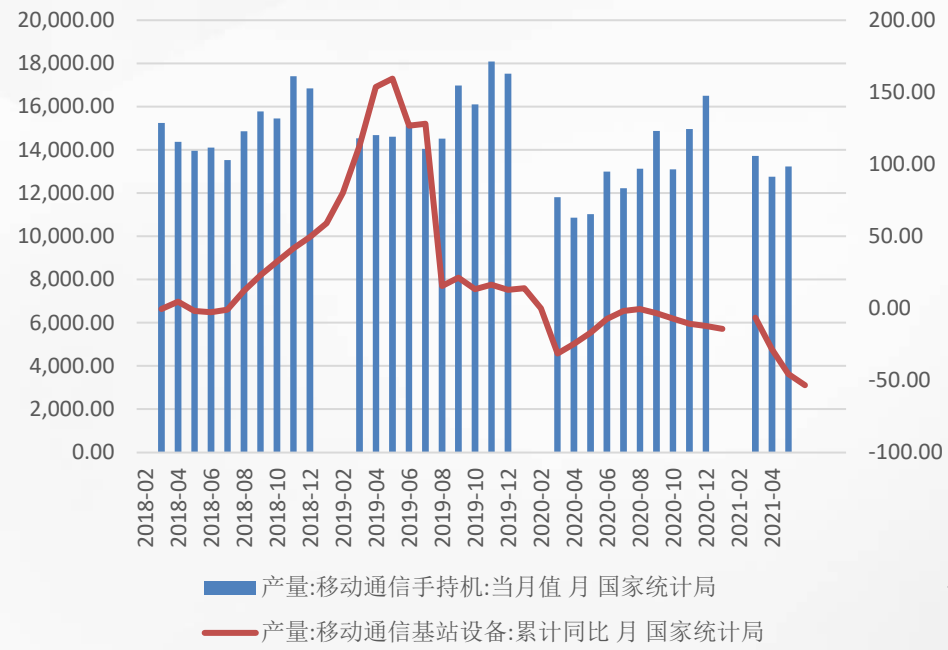


数据来源：WIND、山西证券研究所

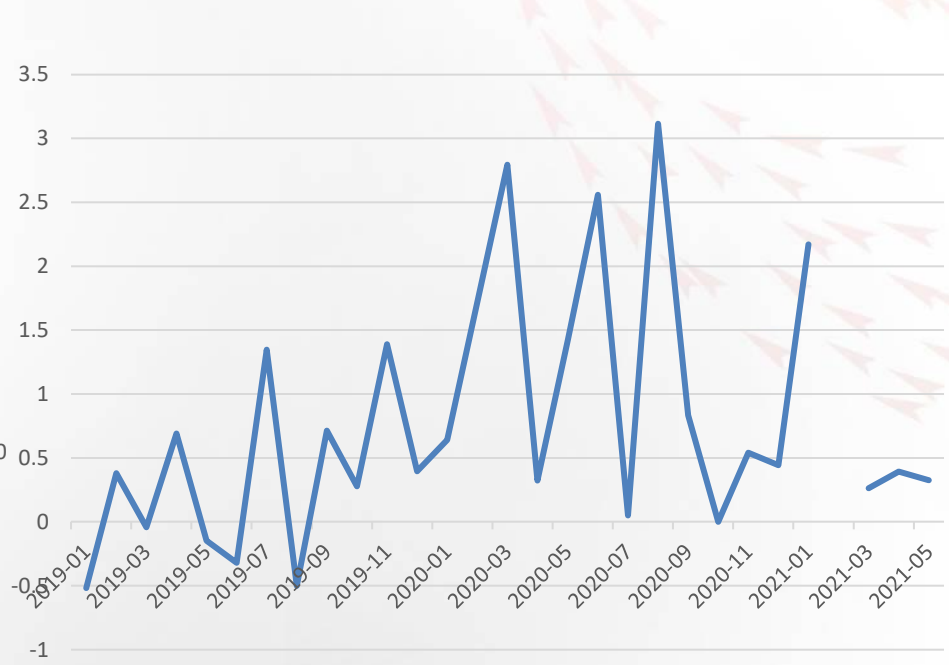
需求端：数据中心业务维持高增长

- 从数据上来看，移动通信手持机产量呈现周期性变化，5月通信移动端产量同比增加20%。5G技术的运用全面推进互联网产业链的成长，通信移动端产量在未来半年内预计将以同比18%的增速持续增长。
- 今年上半年基站建设量较低，5G基站三期招标将在下半年完成，预计下半年装机量将有所回暖。
- 新增数据中心业务项目数同比较19年年中有所回升，21年5月数据同比较去年同期上升32.5%，存量同比上升49%。数据中心建设及新技术发展使得行业关注度提高，需求拉动规模快速扩大。预计下半年数据中心规模将维持较高增速。

基站投资



数据中心业务同比

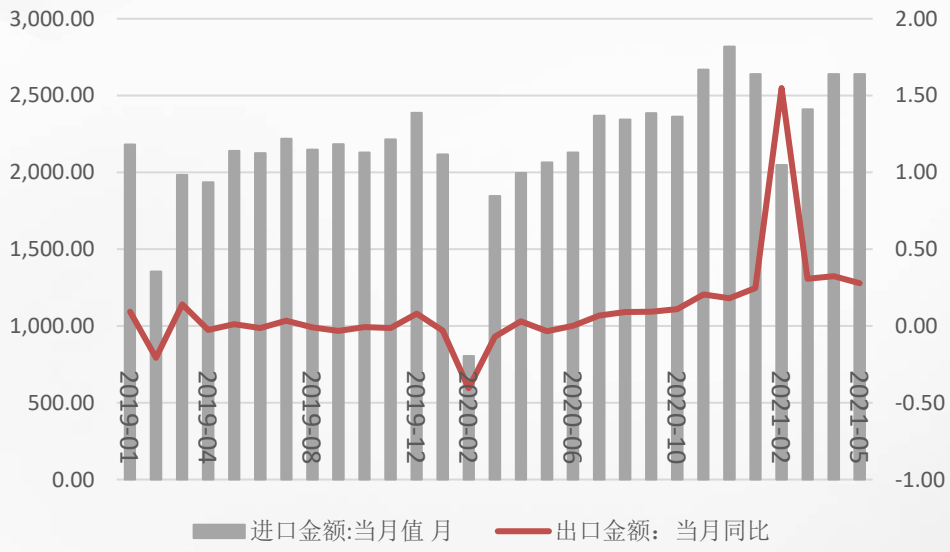


数据来源：WIND、山西证券研究所

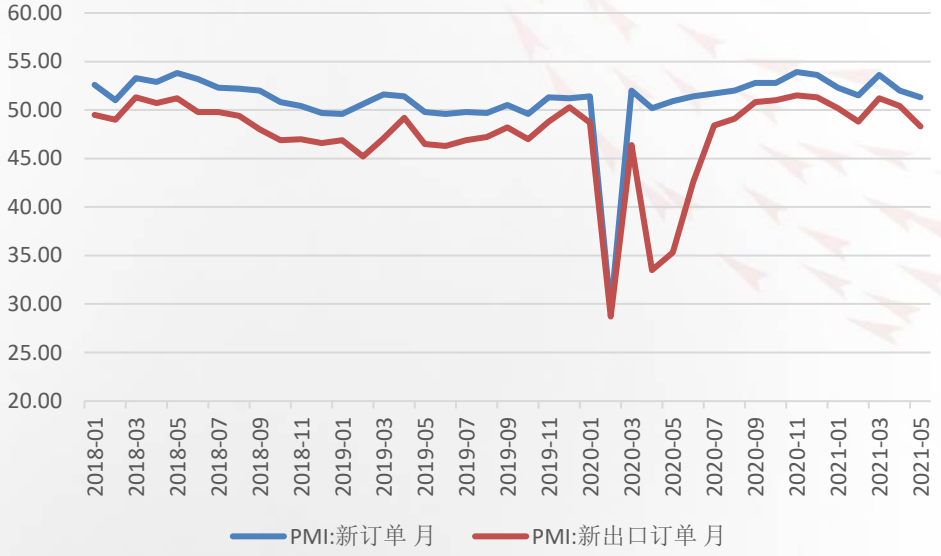
需求端：海外供需缺口恢复，出口或将高位放缓

- 5月出口金额依旧处于高位，但同比有所收窄。预计下半年出口金额受海外经济修复放缓、生产逐步恢复影响，将较上半年高位放缓。
- 6月新出口订单继续小幅回落0.2个百分点至48.1%，连续2个月处于收缩区间。
- **随着欧美等国家疫苗普及取得更大进展，全球市场的供求缺口将得到有效缓解，我国出口，尤其是海外疫情期间暂时活跃的进口替代生产都将面临回调压力。**
- **海外需求方面，欧美等国家的宏观政策扩张难以再现去年的力度。**6月24日，拜登对参议院的《两党基建框架》表示支持并呼吁国会通过。此基建方案计划在未来5年投资1万亿美元，已经较最初的2.3万亿大幅缩水。下半年欧美国家的需求恢复将以非贸易部门服务业恢复为主，而不是工业品。

出口金额（基数调整）



PMI订单与出口订单

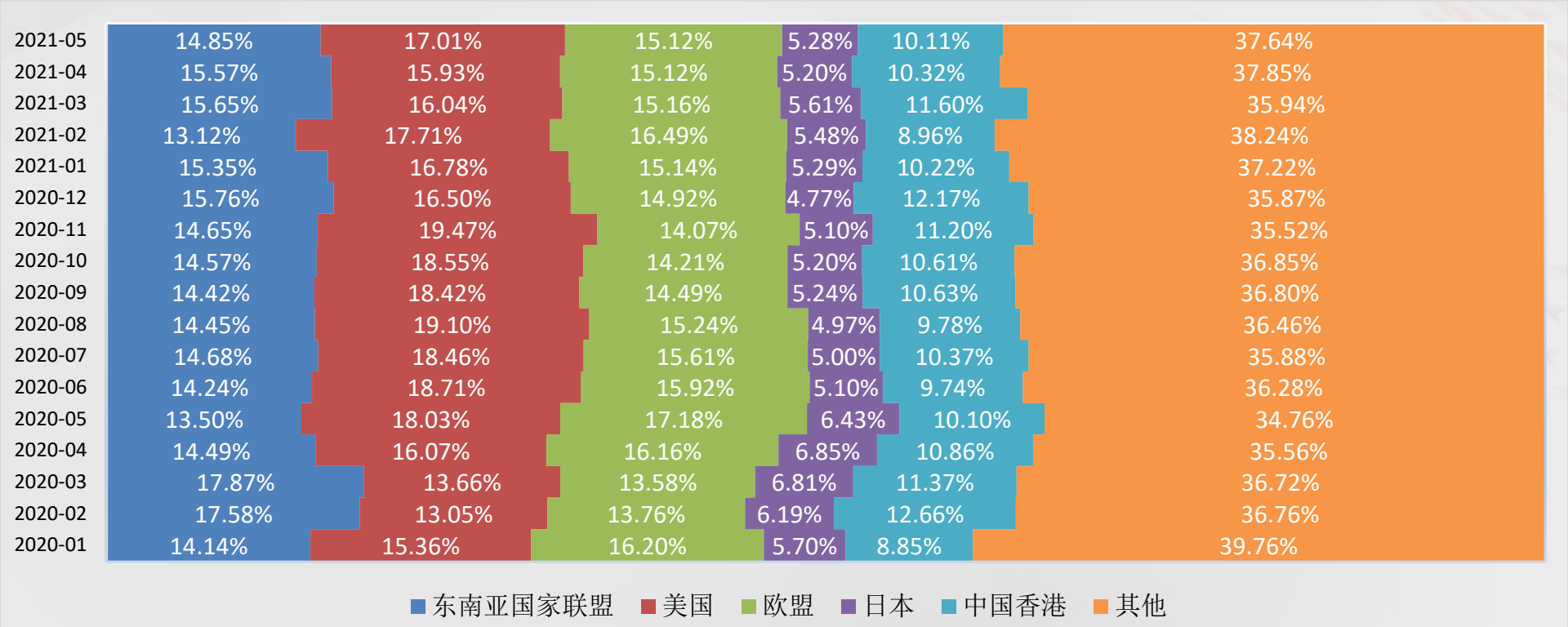


数据来源：WIND、山西证券研究所

需求端：对东盟出口减弱，对美出口回升

- 国别特征：欧盟、美国、东盟、香港、日本等是我国主要出口目的国或地区。自四月底以来，东南亚每日新增病例数激增。东南亚作为全球供应链的重要生产地区，在疫情再次笼罩下，产业链布局和安全问题又将引发重新思考，5月份，中国向东盟国家出口量环比减少5.58%。
- 中美两国贸易方面恢复沟通，两国经贸合作逐步向正常化推进，双方经济结构、贸易结构存在互补，合作潜力巨大，中国对美国出口金额5月环比增加6.74%。不过，随着美国补贴退潮、通胀高企令居民实际收入受损和消费结构转变三大因素的变化，美国消费对我国出口的拉动力量会趋于减弱。

出口金额按国别分类

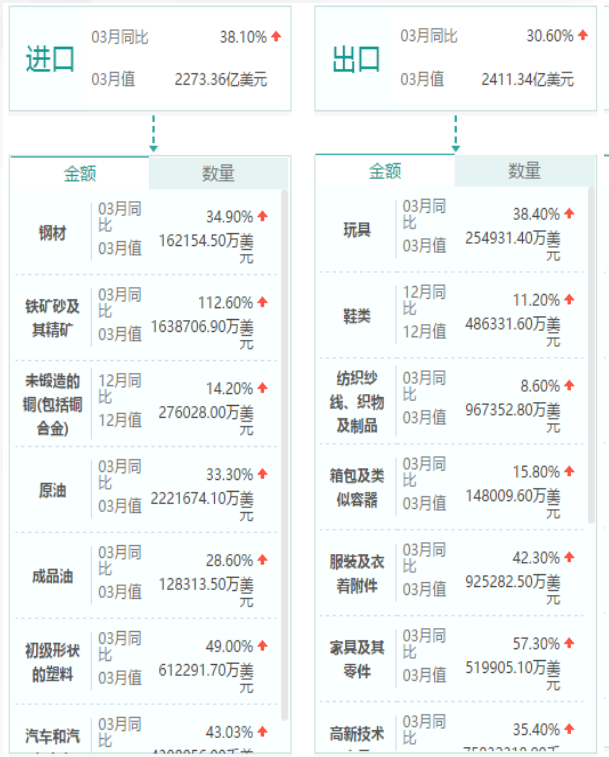


数据来源：WIND、iFund、山西证券研究所

需求端：出口产品以机电产品、日用消费品为主

- 趋势：出口增速呈现下行趋势，但依旧表现出较强韧性，5月出口额同比增长保持在20%。下半年出口依然是拉动经济的重要需求端。
- 出口方式：进口上游产品品增值后再出口。
- 出口产品结构特征：机电产品（达40%以上）、纺织品、钢铁、铝等贱金属、化工产品、运输设备、医疗设备、塑料橡胶制品在我国出口中占据较大比重。从近三个月具体出口商品变化来看，占据主导位置的日用消费品和机电出口持续增长，但涨幅有所放缓，绝对量维持高位，权重变化不大，未来数月该数据将维持类似情况。

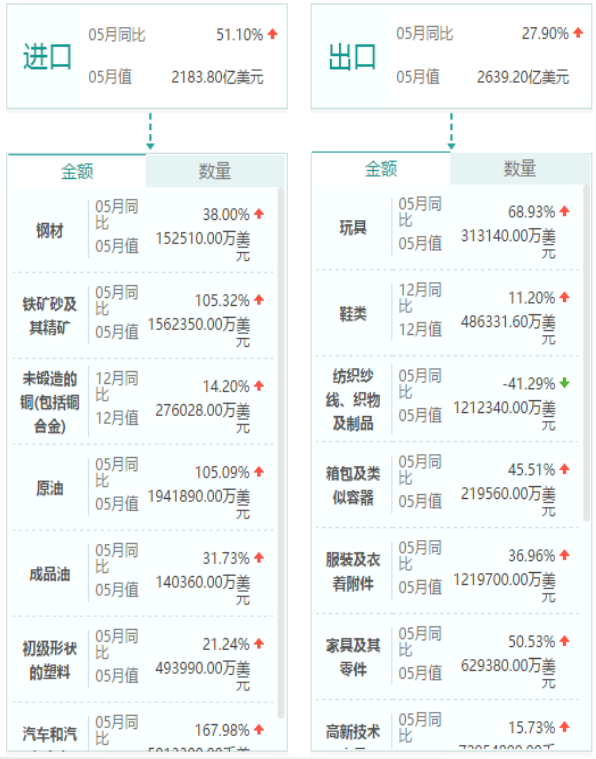
3月进出口金额同比



4月进出口金额同比



5月进出口金额同比

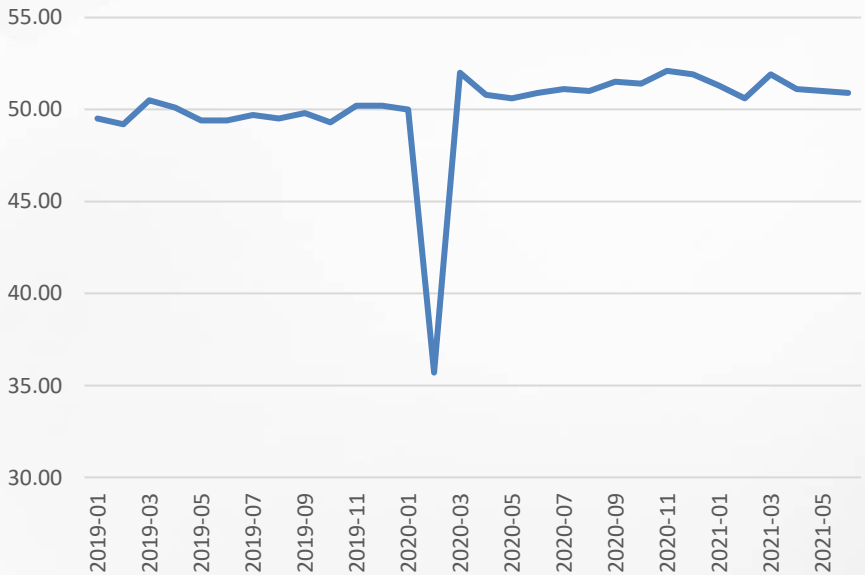


数据来源：WIND、iFund、山西证券研究所

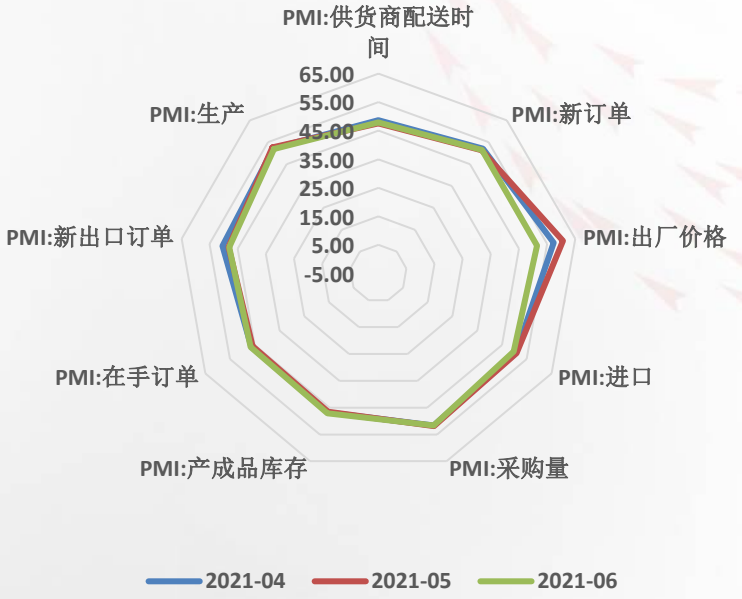
景气：6月PMI小幅回落，仍处于荣枯线上方

- 6月PMI指数为50.9，较上月小幅下降0.1%，同比持平。根据最新数据来看，PMI指数整体维持较高水平，主要是受到新订单和原材料库存指数较5月小幅上升的影响。内需拉动订单指数回升。新订单指数较上月回升0.2个百分点至51.5%。新出口订单指数小幅回落0.2个百分点，主要原因是随疫情防控态势逐步稳定，全球经济持续复苏，大部分国家地区恢复生产，中国的出口替代因素逐渐衰减。生产指数回落0.8个百分点至51.9%，生产端景气度回落。PMI出厂价格指数回落幅度较大，环比下降9.2%，与政府主管部门的调控打压国内工业品价格有关。预计未来外需继续明显回落的可能性不大，出口订单指数或将维持0.1%的震荡区间，PMI指数将保持高位，整体维持0.07%的震荡区间。

PMI指数



PMI各分项变化

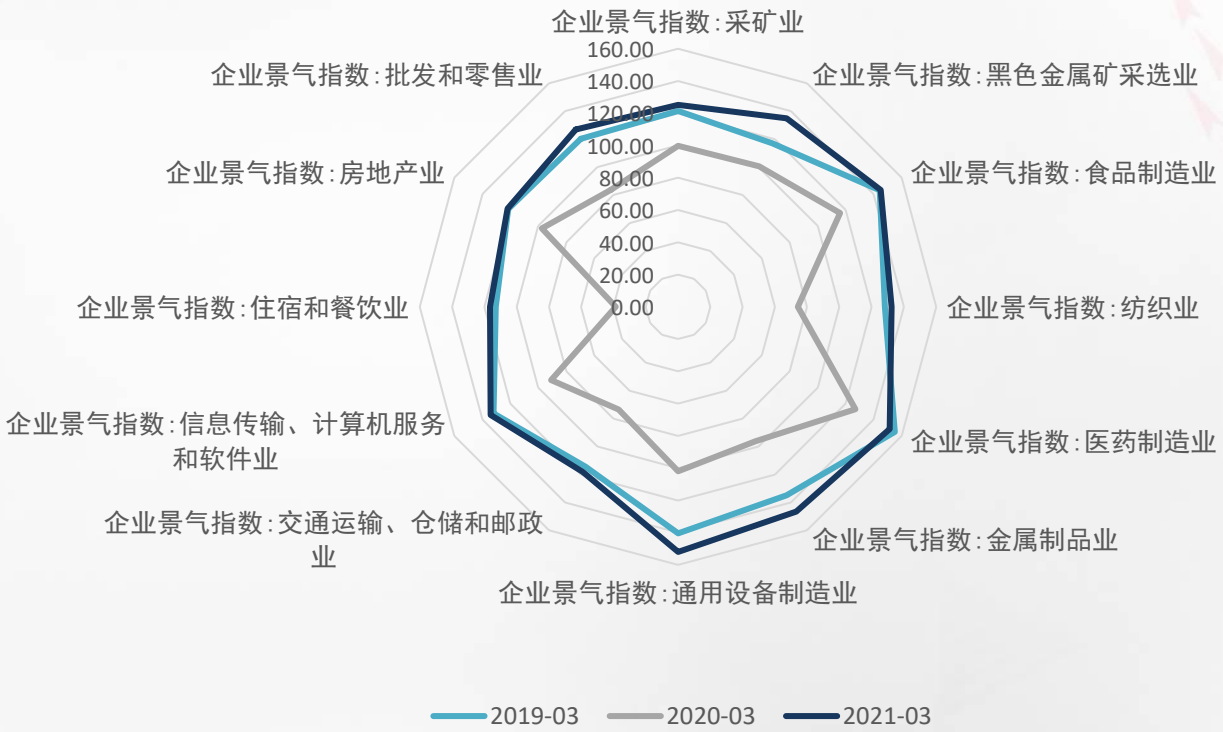


数据来源：WIND、山西证券研究所

景气：各行业景气普遍回升，关注住宿餐饮、通信与黑色金属矿采

- 具体到行业（景气指数按季度公布），受库存回落及采购量上升因素的影响，对比前两年同季数据来看，各行业景气度普遍有所增加。批发零售业、房地产业、计算机服务和软件业、交通运输、医药制造业以及食品制造业表现出较强韧性，均位于中高景气度区间。
- 黑色金属行业、通用设备制造业、金属制品业对比2019年数据，涨幅明显，同比上涨15.2%、8.8%和8.2%。受疫情影响较大的的住宿餐饮业及纺织业，在复工复产后，景气度高增，同比2020年上涨24.9%和78.2%。政策推动制造业高质量发展，减税降费促进研发创新，预计三、四季度或将维持全行业高景气度水平。住宿餐饮、黑色金属矿采以及通信行业高景气有望持续。

各行业Q1企业景气指数（2019-2021）

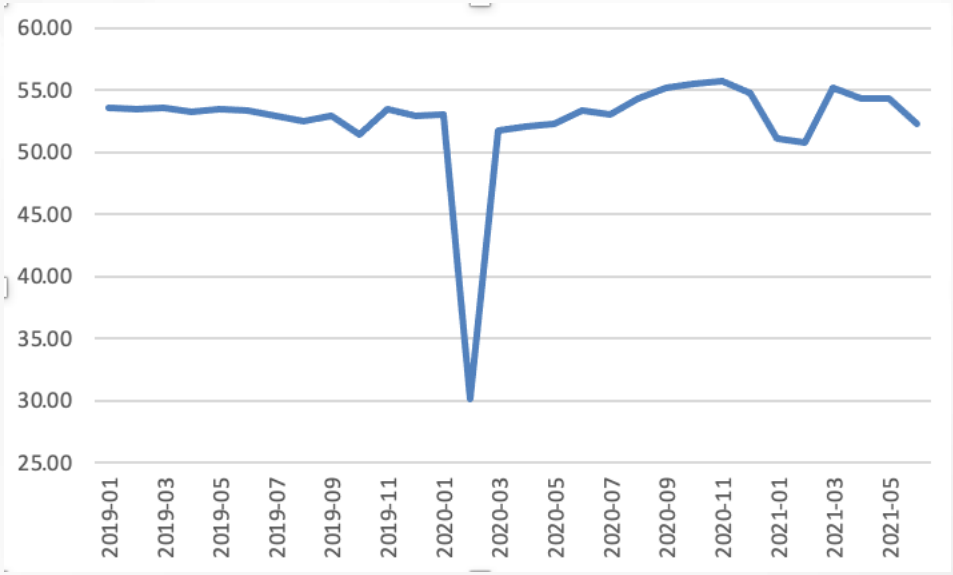


数据来源：WIND、山西证券研究所

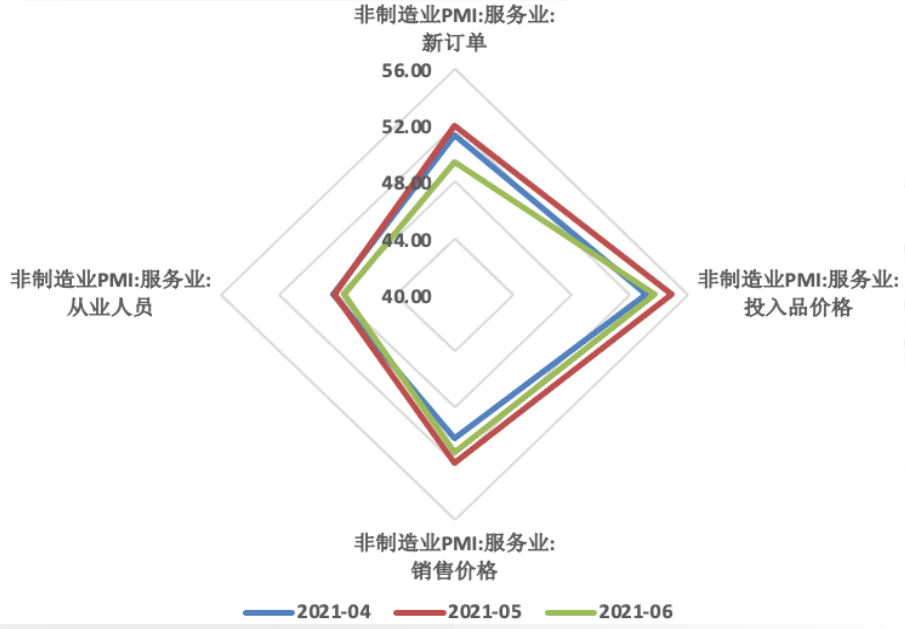
景气：非制造业PMI环比放缓

- 6月非制造业PMI指数为52.3，环比下降2%，新订单较上月下降2.6%，降至荣枯线以下，成为明显拉低非制造业PMI综合指数的分项。**非制造业延续扩张态势，但扩张力度有所减弱。**
- **受个别地区局部疫情等因素影响，服务业商务活动指数回落至52.3%，低于上月2.0个百分点，但仍高于临界点，显示服务业稳步恢复态势不改。**受“618”年中促销活动带动，本月与线上消费密切相关的邮政快递、电信广播电视及卫星传输服务、互联网软件及信息技术服务等行业商务活动指数均位于57.0%以上较高景气区间；货币金融服务、保险业均升至60.0%以上高位景气区间。业务活动预期指数为60.4%，继续保持在高位景气区间，且高于近年同期水平，反映服务业企业对市场发展前景持续看好。
- **建筑业在高位景气区间平稳运行。建筑业商务活动指数为60.1%，与上月持平，连续两个月位于高位景气区间，建筑业保持较快增长。**从价格情况看，建筑业投入品价格指数、销售价格指数分别降至51.7%和52.0%，其中投入品价格指数大幅下降21.9个百分点至9个月以来的低点，**建筑业成本上涨压力有所缓解。**

非制造业PMI：服务业指数



非制造业PMI各分项变化

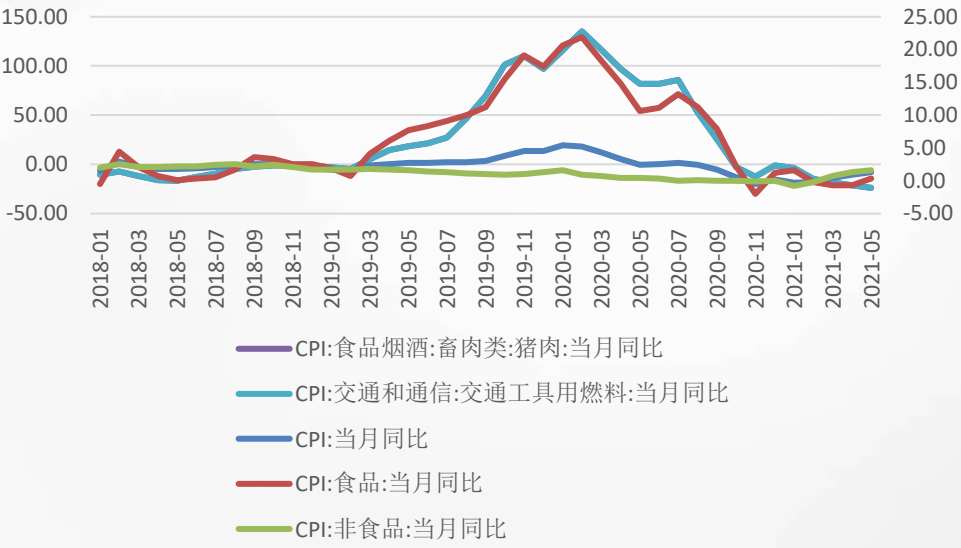


数据来源：WIND、山西证券研究所

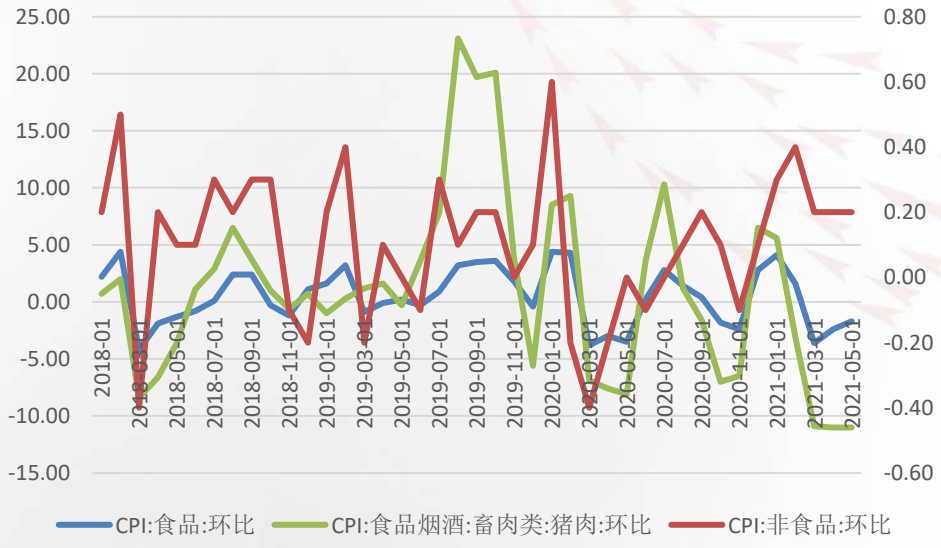
价格：CPI推升需要多方面因素共同作用

- 5月，CPI同比扩张主要由于本月环比降幅较去年收窄，食品项CPI本月转正，由4月的同比下降0.7%至本月上升0.3%。生猪产能的恢复接近常年水平，继续施压猪价，生猪存栏量上升，供给增加较快，今年一季度，生猪存栏同比增长29.5%，连续六个季度环比增加。 猪肉价格继续下降，但整体下降幅度呈现放缓水平。预计下半年猪肉价格在趋势上可能进一步下跌，这也有利于减轻CPI通胀压力。考虑到基数原因，预计下半年CPI将呈缓慢上升走势。

交通工具用燃料同比上涨拉动 CPI



CPI食品环比下降幅度缩小



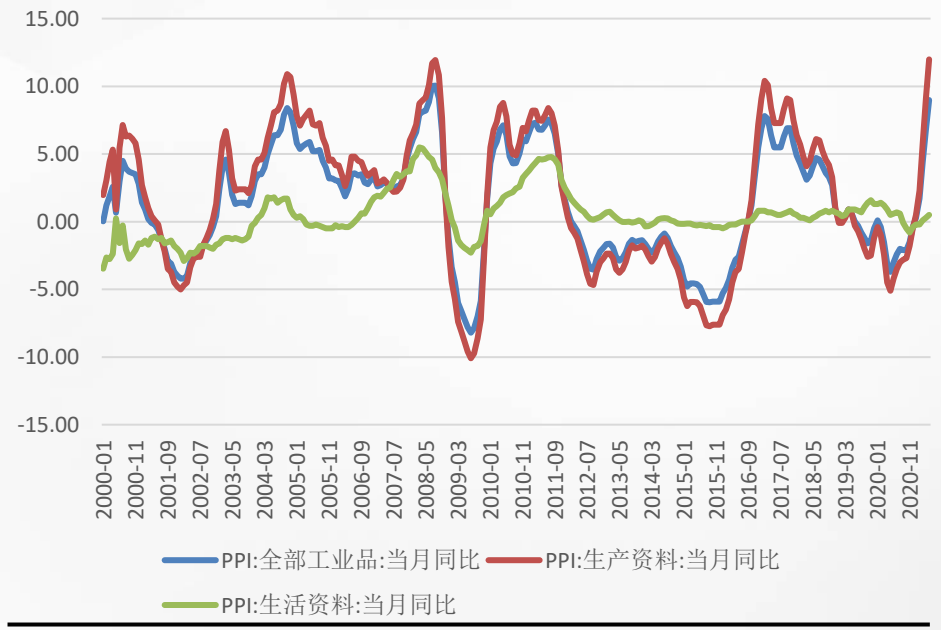
数据来源：WIND、山西证券研究所

价格：PPI高点出现，下半年或将逐步回落

- 今年以来PPI环比增速连续高于历史同期水平，5月PPI同比增速9%，环比增速达1.6%，较去年同期高出2个百分点，达到峰值。PPI环比创三年内新高，6月PPI环比很难降至1%以下。PMI出口订单数较上月下降2.1%，但在海外供需缺口完全恢复前，外需或将持续拉动PPI上涨。

- 短期看， PPI 仍面临一定的输入性通胀压力，剔除低基数效应后，预计下半年我国PPI将缓慢回落，据测算，年底PPI同比增速或将为5.67%。

PPI主要受生产资料的影响



油价与PPI相关性较强

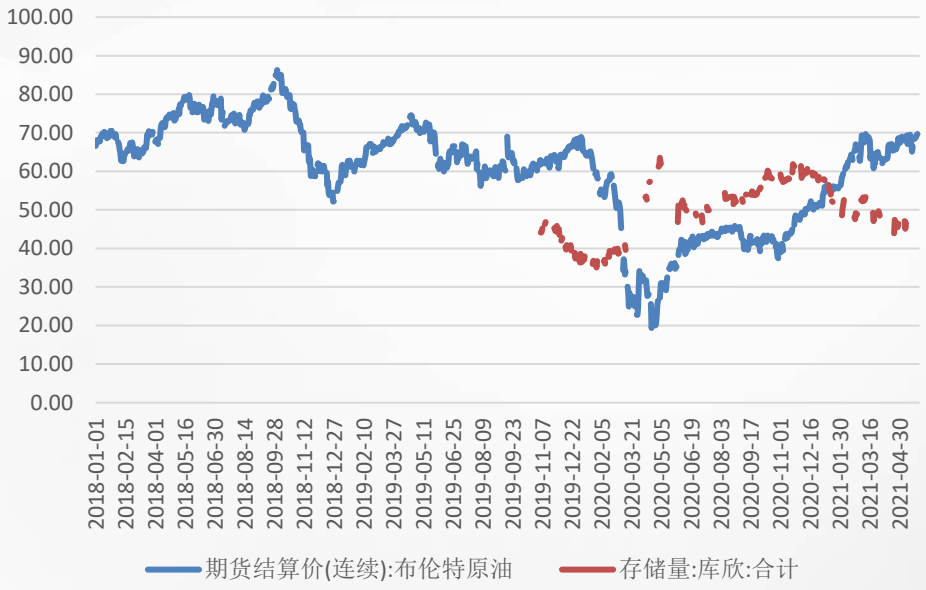


数据来源：WIND、山西证券研究所

价格：大宗商品延续高位震荡，对PPI推动有限

- 2021年上半年以来，原油库存大幅下降，5月存储量环比减少55%。原油市场表现强势，价格持续走高。5月，布伦特原油期货价格创近3年来新高，达68.31美元/桶，同比增加110.75%。需求方面，随疫情后人们出行需求额增加，各国封锁措施的缓和推动航空燃油需求的回升等因素，国际能源署看好未来原油需求前景，表示下半年石油需求将强劲反弹，预计全年能源需求将增加4.6%，未来一年内原油价格有可能恢复到2019年前的水平，油价有望达到每桶80-85美元。
- 近来国家发改委会同有关部门迅速行动，多措并举，黑色系市场投机炒作开始降温，铁矿石、钢材、铜等商品价格出现不同程度回落。下半年监管压力仍存，供给逐步修复，预计大宗商品价格将延续高位震荡，上行动力不足，对PPI的推动有限。

原油价格及存储量



钢铁和铜价格变动及进口情况

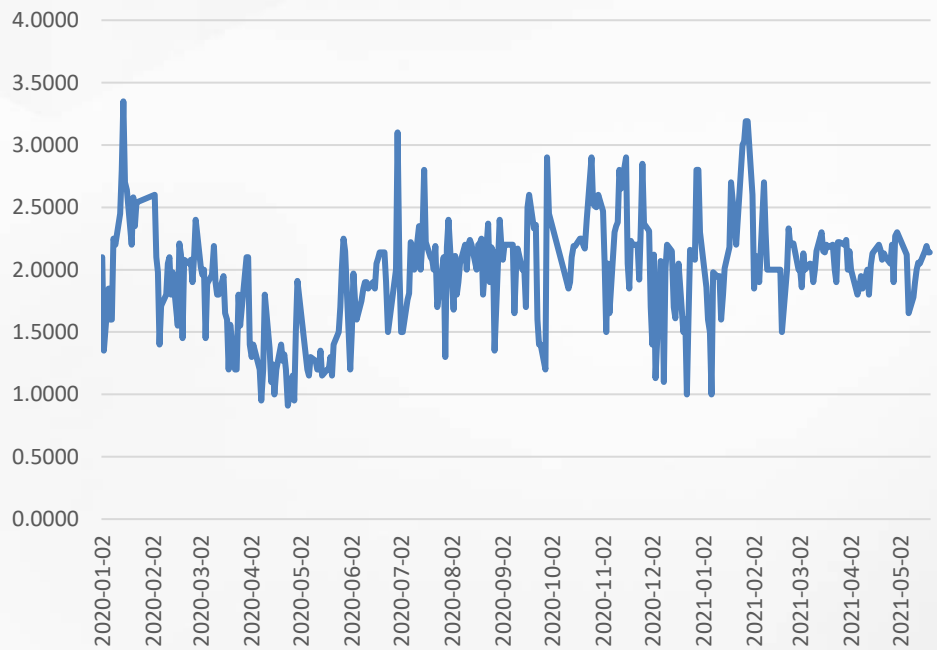


数据来源：WIND、山西证券研究所

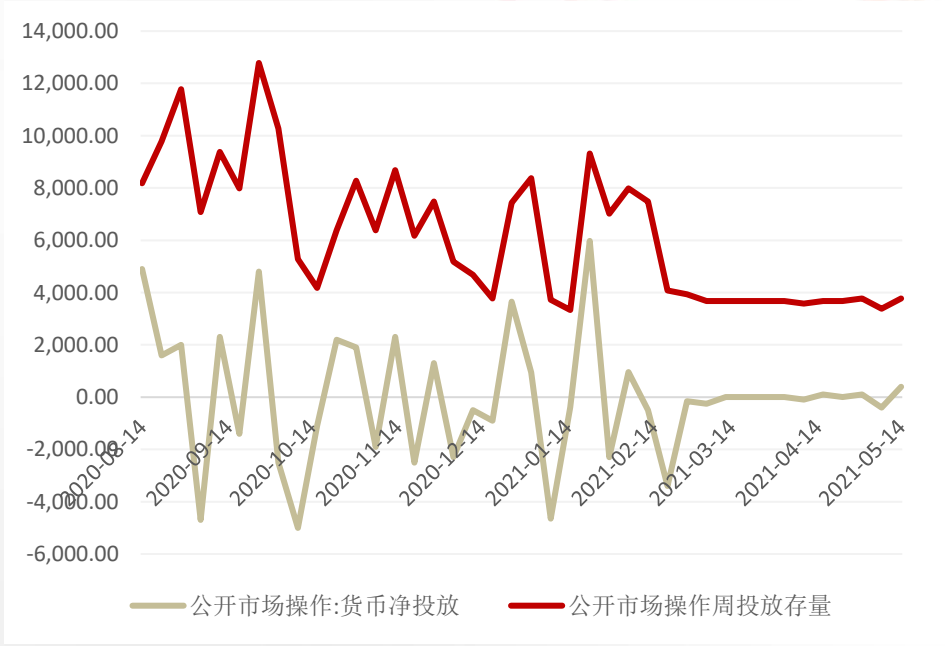
货币政策：以我为主，以稳为主

- 我国货币政策将延续“以我为主，以稳为主”主基调，从近期表现来看，受内外部短期通胀影响较小。
- 自三月中旬开始周度净投放保持为零，且是以持续等量续作7天逆回购方式，央行坚持“以稳为主”表述，预计未来数月在基本面和信用维持稳定的前提下，央行公开市场操作大概率延续当前的状态。
- 净投放稳定的状态下，由于财政投放、债券集中到期等因素，短期市场资金仍相对宽松，DR007波动率较低，6月以来中枢有小幅抬升，但预计下半年DR007整体波动区间有限，政策利率将在1.8-2.4%区间震荡。

DR007



公开市场净投放

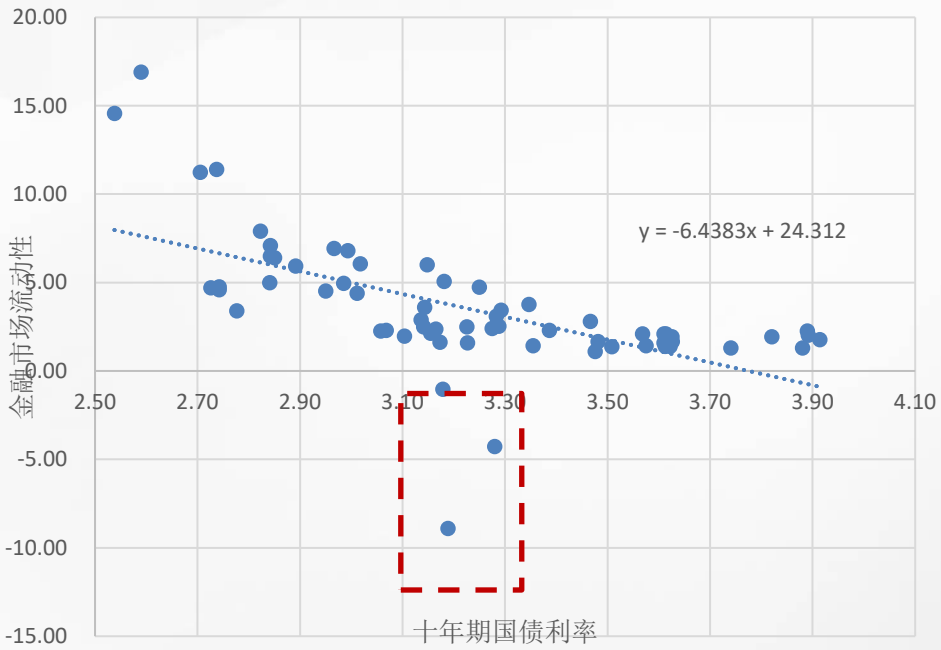


数据来源：WIND、山西证券研究所

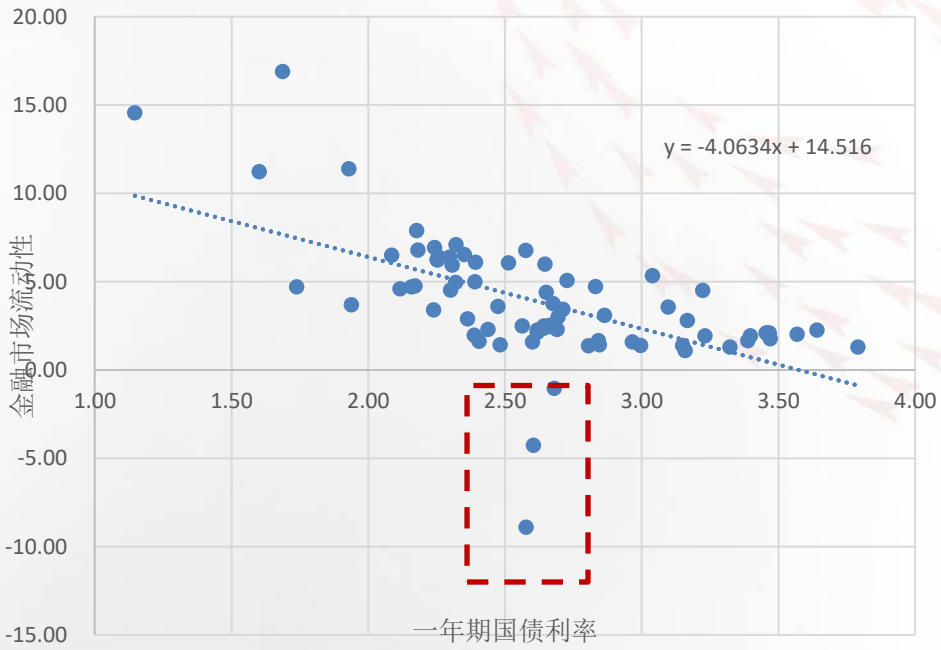
货币政策：宏观流动性目标明确，利率下半年有上行空间

- M2同比 - 名义GDP增速作为流入金融市场的同比流动性。
- 国债收益率和金融市场流动性相关性超0.7，线性关系强。根据政府工作报告表述，M2和名义GDP增速相匹配，且由于高基数第一季度金融市场流动性同比为负值，我们经过两年平滑处理后，可以根据线性回归结果得到，十年期国债收益率预期在3.4%-3.5%之间，预示**未来利率仍有上行空间。**

流动性和十年期国债



流动性和一年期国债

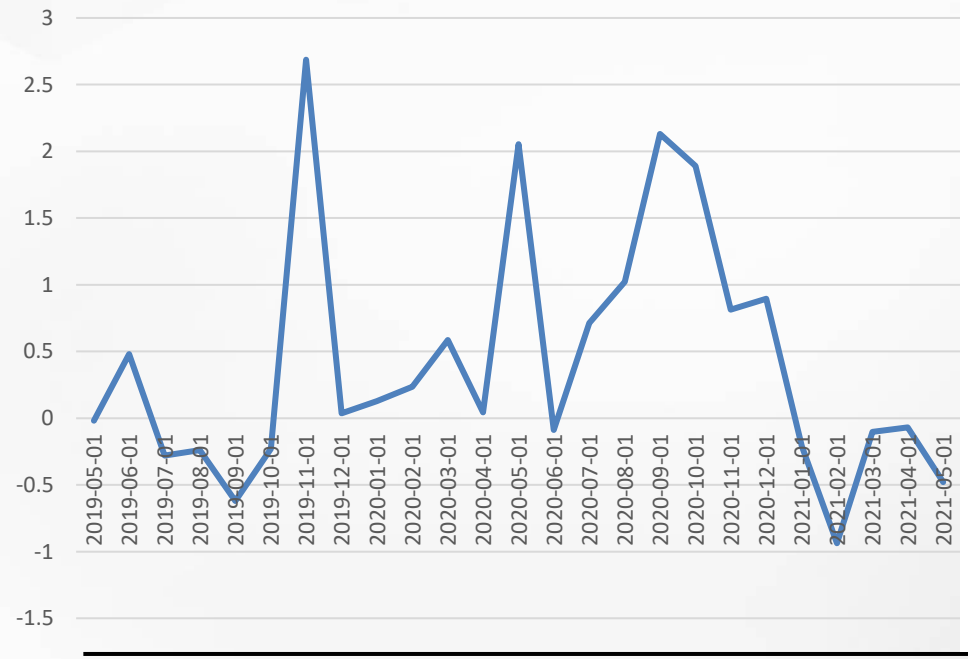


数据来源：WIND、山西证券研究所

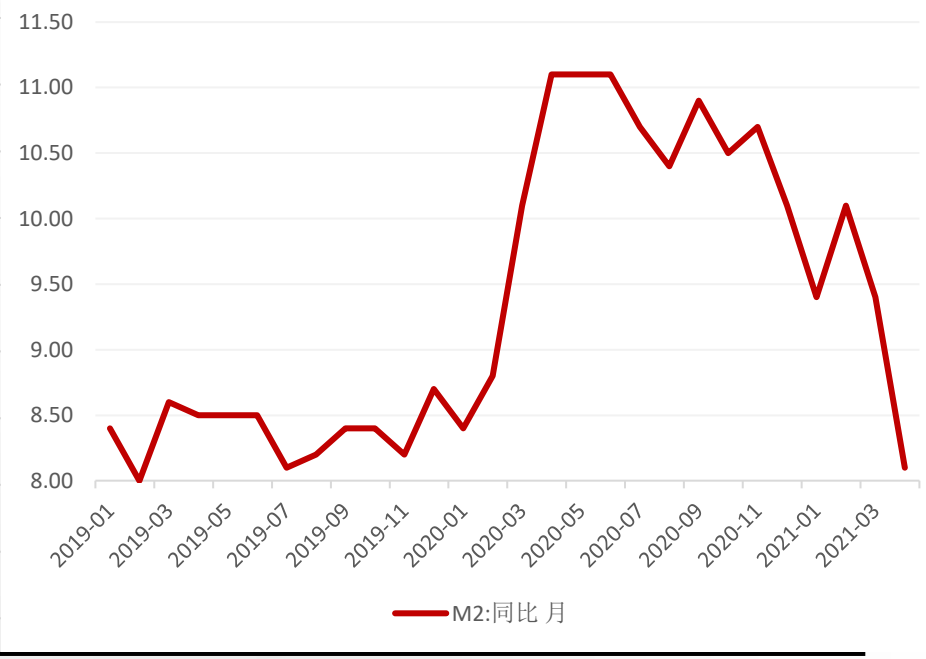
宏观资金面：M2回归正常水平，第三季度地方债将迎来发行高峰

- M2同比数据已回归8%附近的正常区间。下半年通胀逐步缓解，逆周期的基建财政支出力度或将有所加大，M2进一步同比下降概率和幅度不大。
- 全年新增地方政府债预算42676亿，截至6月30日，新增发行已达15117亿，剩余余额27559亿，预计下半年发行速度相较上半年将有所上升，根据以往经验，**第三季度将迎来发行高峰，对宏观流动性（狭义）可能产生负面冲击。**
- 而对应到之前我们通过回归模型得出利率上行或出现在第三季度末的结论，均提示到**三季度中后期货币市场流动性可能出现一定程度收紧，权益市场风险将有所提升，建议做好防御应对。**

利率债和金融债发行净额同比



M2同比

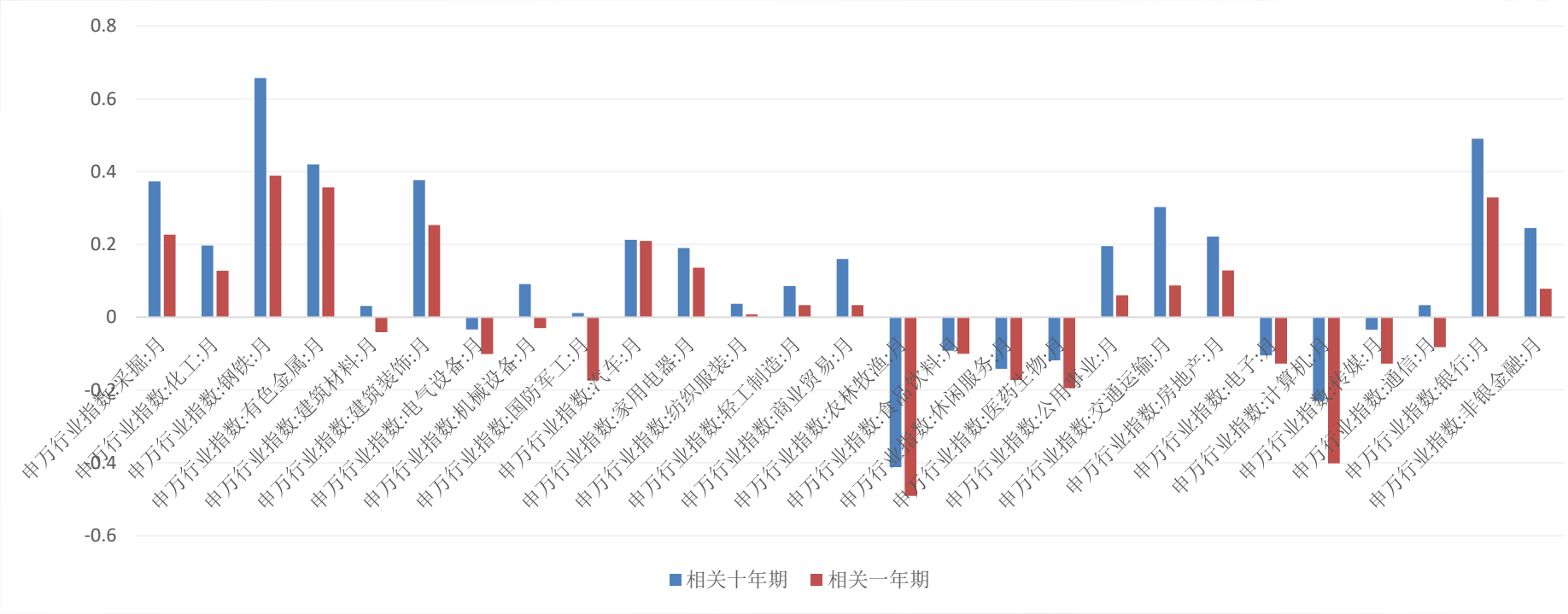


数据来源：WIND、山西证券研究所

利率抬升期间，顺周期上游和制造业板块有望受益

- 根据我们前文的预测，下半年国债利率上升概率较大，如果以此作为输入变量，从实证结果上来看，和利率关系显著的板块受到短端和长端影响同向，其中**农林牧渔和计算机受短端利率上行的负面影响较大；顺周期上游板块和制造业板块则相对受益。**

国债收益率和行业指数走势



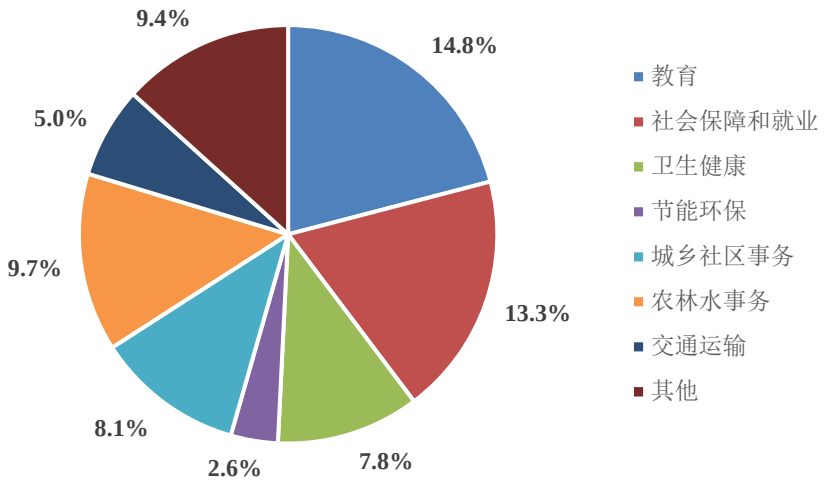
数据来源：WIND、山西证券研究所

财政：财政支出主要流向“三保”等重点领域

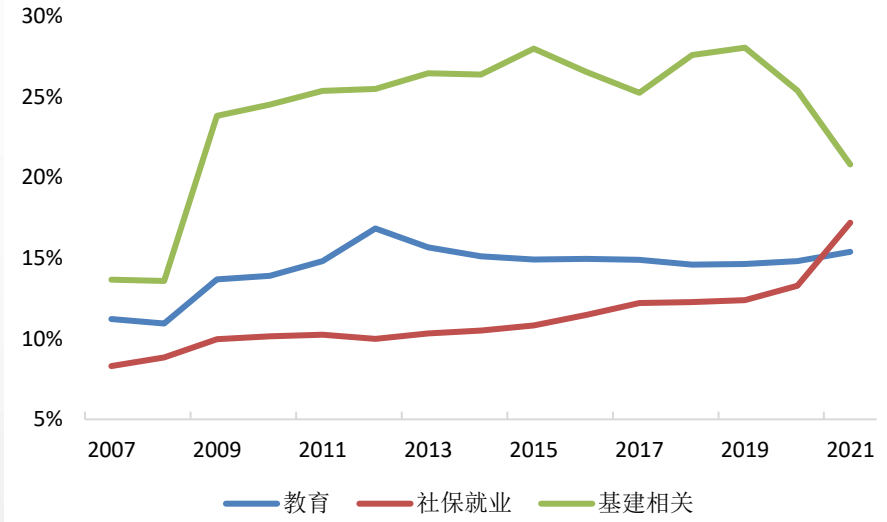
预算内资金（公共财政支出）投向变化：

- 财政支出分项中，节能环保、城乡社区事务、农林水事务和交通运输与基建相关。
- **最近几年，公共财政投向社保就业的比例在逐渐增加，基建投资相关的比例下降。**
- 疫情之后，该比例变动加剧，今年到4月，对社保就业的投入对基建的投入产生了明显挤压。另外，教育方向财政支出比例自2018年呈现缓慢增加走势，随着教育的普及和教师质量的提升需求，该比例将继续上升。

去年财政资金投向



公共财政主要投向比例变化

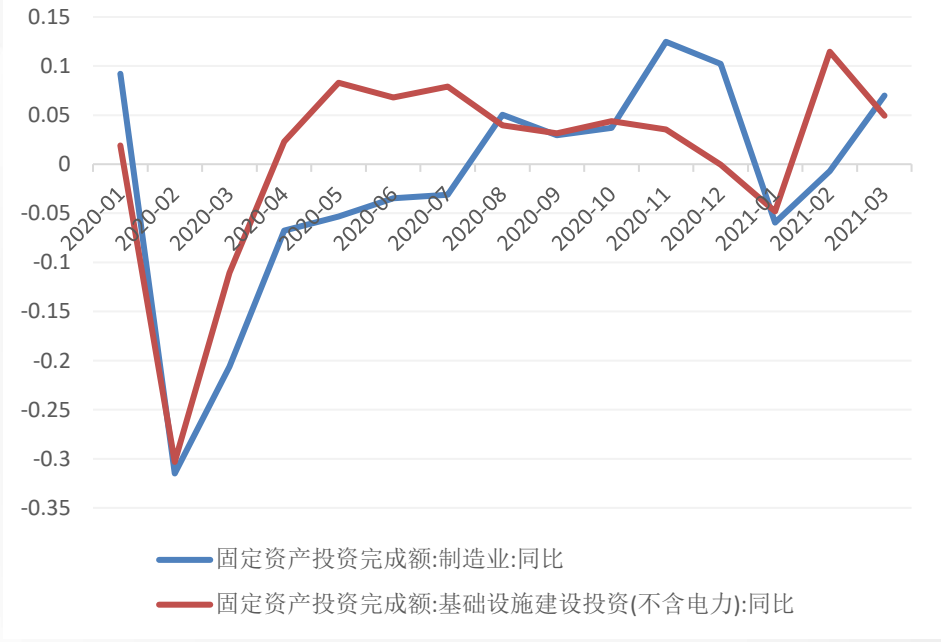


数据来源：WIND、山西证券研究所

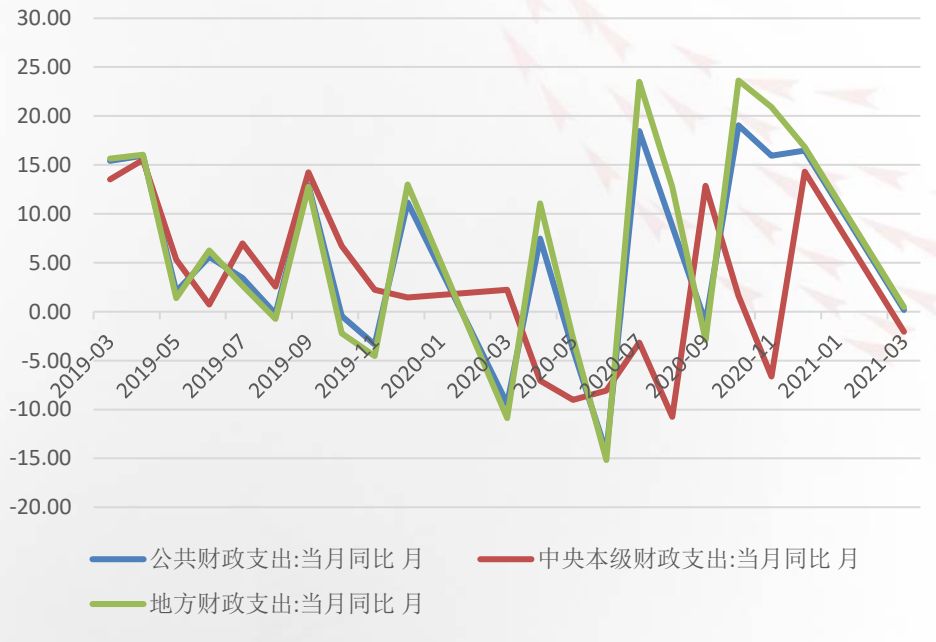
财政：财政支出主要流向“三保”、新能源、新基建等重点领域

- 公共财政支出节奏较慢主要受去年高基数影响。从支出分项来看，基建类支出持续下滑，主要受今年一季度地方政府专项债发行放缓的影响，4月新增专项债2056亿元，较一季度新增264亿元，发行速度加速；除社会保障和就业支出增速较上月小幅上升0.2%之外，教育、卫生健康、交通运输和农林水事务等支出下降幅度也较大。
- 整体来看，1-4月财政政策基调依然以稳为主，随着经济稳步复苏，财政收入持续修复，而财政支出主要流向“三保”等重点领域，基建支出下滑，专项债发行提速。下半年专项债发行减速，财政支出将保持平稳增长，主要流向依旧是“三保”等重点领域，对于新能源、新基建领域的财政预算比例也在逐步上升。
- 如四季度经济下行压力加剧，则作为逆周期调节手段的基建投资力度可能会有所加大。

制造业和基建投资（基数调整）



财政支出



数据来源：WIND、山西证券研究所

海外扰动不断
经济增速放缓，货币政策进退有度
估值合理区间，资金面供需稳定
大势研判
行业配置&主题投资

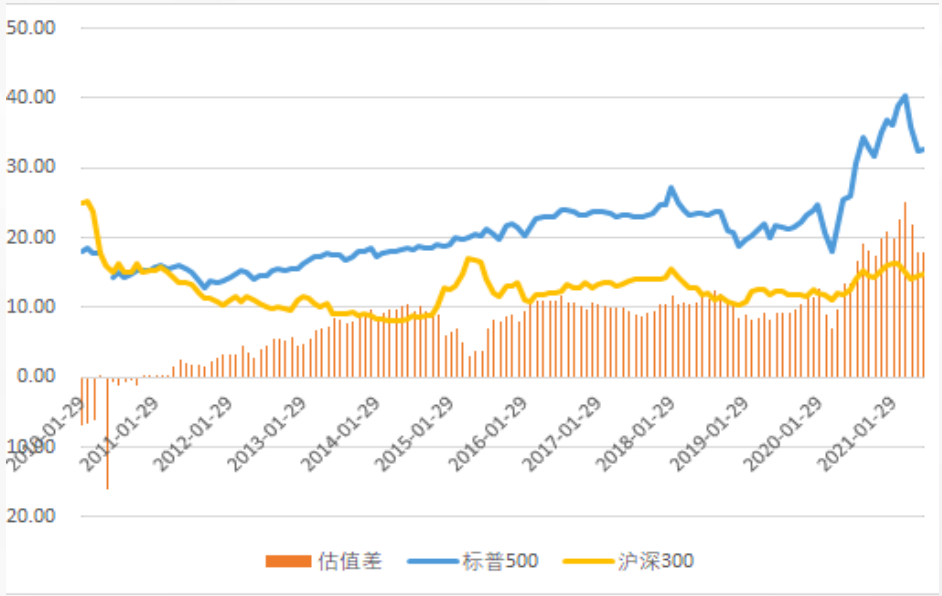
资金与估值分析要点

- 从近十年的数据来看，目前估值水平处于均值到一倍标准差之间，整体处于合理位置。
- 沪市盈利修复拉动估值回升，下半年有望维持震荡温和向上走势。
- 深市一致预期进一步抬升，目前深市估值处于合理区间，指数和估值有望进一步上涨。
- 创业板预期上修叠加业绩兑现，指数向上空间较大。
- 高景气行业增速与估值维持高位，行业市盈率分化成为常态。
- A股市场扩容速度趋缓，首发、增发、配股流入速度下降。
- 公募基金持续环比中高速流入，新基金发行回暖。
- 保险类资金规模稳步增长带动其持有权益资产规模提升。
- 人民币汇率短期平稳，人民币资产长期吸引力较强。
- 北向资金中长期稳定流入，近期青睐电力设备新能源等行业。

中美估值

- 标普500和沪深300市盈率由于指数成分不同存在差异，因此我们重点关注市盈率差额，目前差额处于历史高位，未来该数据存在回归历史正常均值的倾向。
- 创业板和纳斯达克指数估值相当。

中美核心指数PE比对



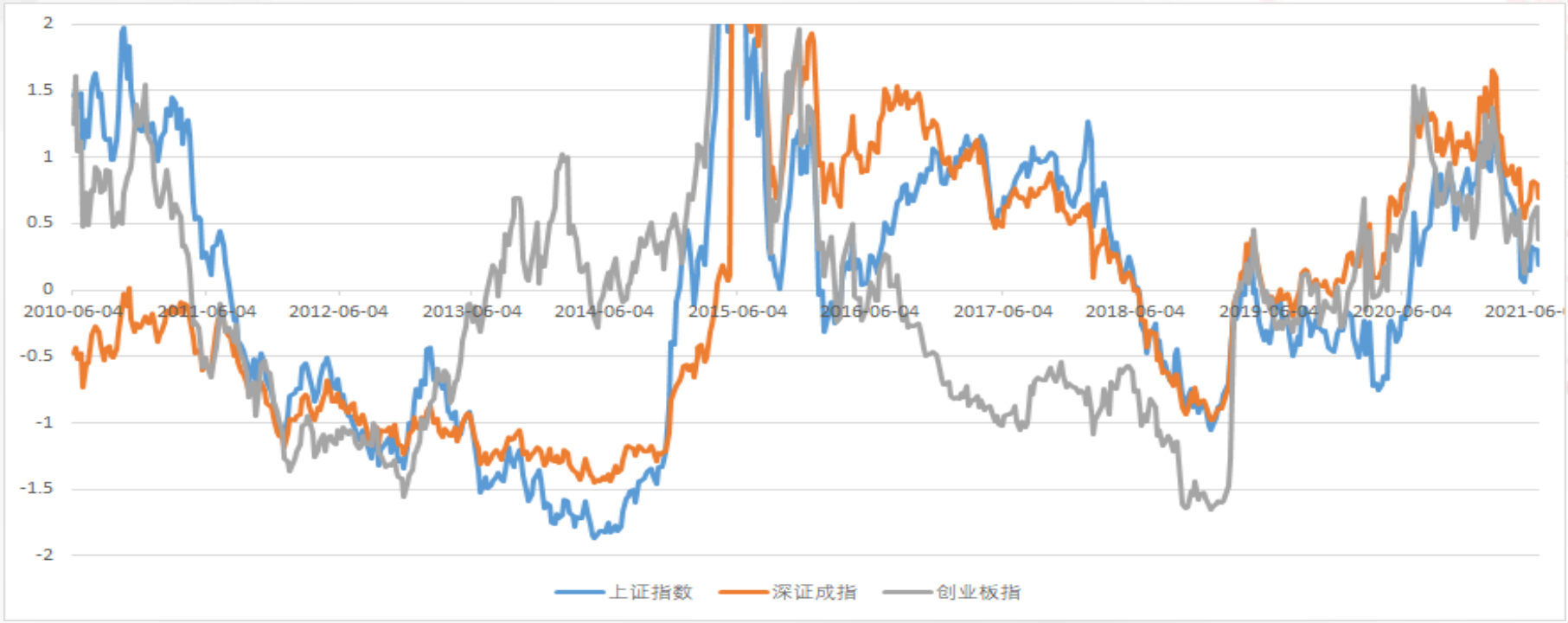


数据来源：WIND、山西证券研究所

A股估值回归历史中位水平

- 单从指数历史估值来看，对比近十年数据，由于业绩兑现以及指数回调，6月市盈率大幅走低，目前上证指数和创业板指已经接近中位水平，深市估值接近0.5倍标准差水平。从宏观经济数据来看，二季度经济平稳扩张，预计中报盈利增速仍可保持相对高位，下半年指数估值有望随着业绩兑现继续下调。

标准化后的指数PE



数据来源：WIND、山西证券研究所

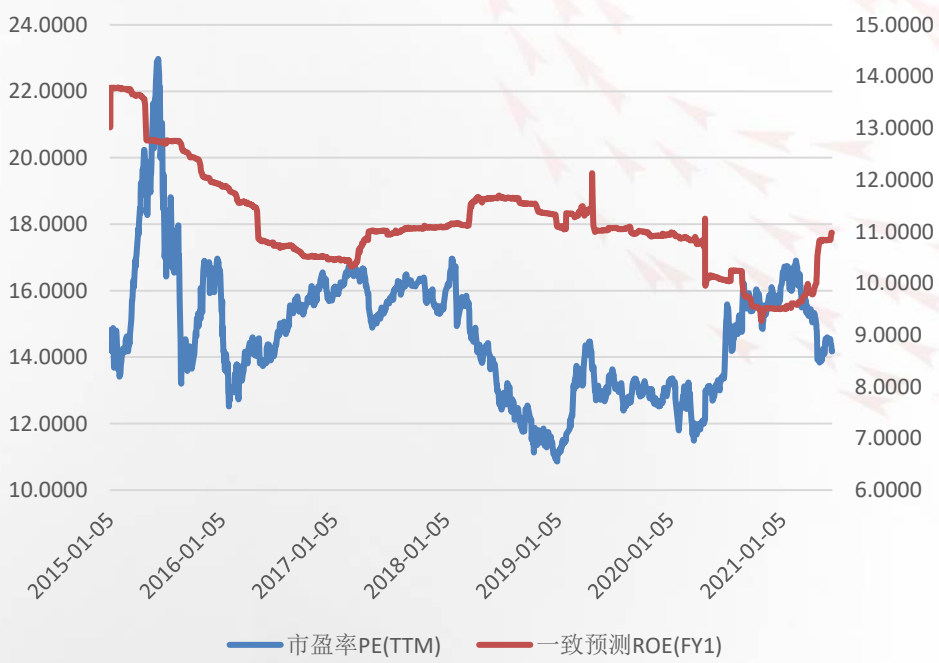
上证指数估值有望随着业绩复苏抬升

- 根据因子测试，上证指数估值PB解释力度更强。根据预期ROE和PB相对位置来看，沪市目前估值处于合理位置。
- 随着经济复苏，企业盈利回暖，我们前期对于预期ROE反弹预测兑现，中期来看，上证指数有望维持震荡向上走势。

上证指数：预期ROE-PB（LF）



上证指数：预期ROE-PE

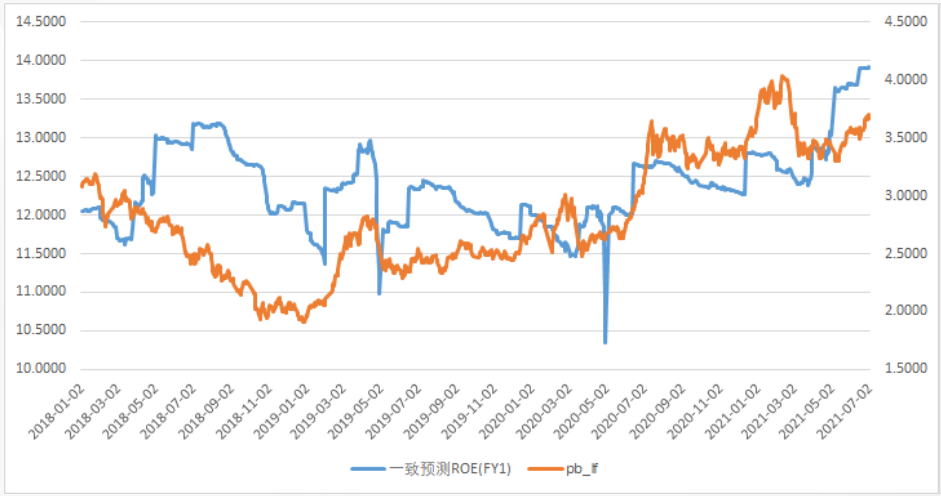


数据来源：WIND、山西证券研究所

预期抬升，深证成指或有继续上涨的空间

- 近期市场盈利预期大幅上修，从预期ROE和估值相对位置来看，目前深市估值水平
- 在经济维持较高景气度的背景下，以目前的估值和预期水平，指数或有继续上涨的空间。

深成指数：预期ROE-PB（LF）



深成指数：预期ROE-PE



数据来源：WIND、山西证券研究所

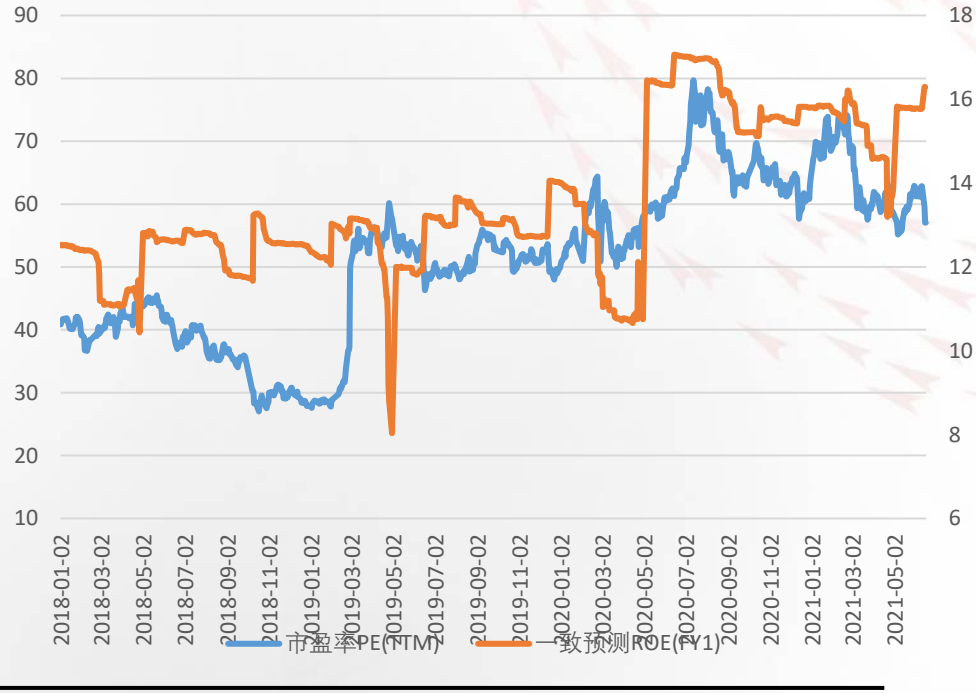
预期上修叠加业绩兑现，创业板仍具备性价比

- 近两个月创业板指呈现中期反弹走势，相对低点涨幅接近20%，我们在四月和五月根据预期和估值做出的乐观判断兑现，业绩兑现使其目前市盈率保持在去年相对低位的水平。
- 目前的估值和预期相对位置处于较低水准，业绩预期走平，在经济维持较高景气度，预期再次抬升背景下，未来继续呈震荡向上走势。

近一年指数和PE走势



深成指数：预期ROE-PE



数据来源：WIND、山西证券研究所

由于长期增长率差异，A股行业板块估值分化已成新常态

山西证券股份有限公司
SHANXI SECURITIES CO., LTD.

A股行业估值表

	采掘	化工	钢铁	有色金属	建筑材料	建筑装饰	电气设备	机械设备	国防军工	汽车	家用电器	纺织服装	轻工制造	商业贸易	农林牧渔	食品饮料	休闲服务	医药生物	公用事业	交通运输	房地产	电子	计算机	传媒	通信	银行	非银金融	综合
PE	12.9	23.0	12.1	33.4	13.7	8.2	39.1	23.9	58.0	24.6	19.6	30.3	24.4	24.7	19.9	48.9	83.8	40.5	17.6	19.1	8.2	36.8	51.9	30.0	33.0	7.5	14.4	47.9
历史最高	85.7	66.0	142.9	122.4	44.4	31.2	87.3	115.3	223.4	33.4	28.3	52.8	97.6	60.0	102.3	54.5	187.7	65.8	32.7	37.6	28.4	100.1	143.6	125.7	85.2	9.0	36.1	101.9
历史最低	11.0	13.2	5.8	22.6	10.2	8.1	21.2	13.4	28.6	11.3	10.7	18.6	14.9	13.8	15.6	16.7	24.9	24.1	14.1	12.4	8.0	23.2	29.5	19.5	28.8	4.7	10.9	22.7
过去1年PE																												
过去10年PE范围																												
PE分位数	8.3%	25.0%	22.5%	23.3%	19.1%	0.8%	52.5%	22.5%	33.3%	86.6%	78.3%	62.5%	22.5%	50.0%	7.5%	95.8%	88.3%	66.6%	10.8%	53.3%	0.8%	22.5%	42.5%	9.1%	6.6%	85.8%	10.8%	61.6%
PB	1.2	2.7	1.2	3.0	2.1	0.8	4.1	2.6	3.0	2.2	3.5	2.0	2.6	1.5	3.2	9.9	8.3	5.1	1.5	1.6	1.0	4.1	3.9	2.7	2.1	0.7	1.6	2.4
历史最高	3.8	4.5	2.4	5.4	3.8	3.6	6.3	5.6	7.9	3.9	4.4	5.2	5.5	4.6	6.3	11.0	8.3	7.4	3.9	3.4	3.4	6.2	14.2	10.6	5.9	1.6	3.8	6.5
历史最低	0.9	1.6	0.7	1.7	1.5	0.8	1.6	1.7	1.9	1.4	1.8	1.5	1.5	1.3	2.4	3.1	2.5	2.6	1.3	1.1	1.0	2.1	2.4	1.7	1.3	0.7	1.5	1.2
过去1年PB																												
过去10年PB范围																												
PB分位数	20.8%	66.6%	52.5%	55.0%	48.3%	1.6%	90.8%	55.8%	52.5%	54.1%	81.6%	42.5%	62.5%	14.1%	35.0%	96.6%	97.5%	91.6%	18.3%	54.1%	0.0%	83.3%	40.0%	26.6%	16.6%	8.3%	12.5%	40.0%

数据来源：WIND、山西证券研究所

中长期看，A股保持较高的扩容增速

- 万得全A指数是取样所有在上海、深圳证券交易所上市的A股股票作为样本股，以自由流通市值作为权重进行计算，用来表征A股股票市场价格表现。结合近十年数据分析，指数整体呈现上升趋势，2007年达到一波高峰后增速放缓，2015年达到新一波峰值，A股估值达到历史高位。2019年与2020年指数均经历陡峭上升阶段，2021年上半年其增长维持在5%的水平，下半年该增速或将保持。
- 我们用流通市值除以万得全A指数得到资金流入A股市场带来的市值增加趋势，这里将它命名为资金净流入指数。2009年至2011年之间，资金净流入指数涨幅明显，随后资金流入增长趋势放缓。全面推行注册制后，新股溢价减少，资本市场全面改革政策将在中长期内继续推动首发融资的健康增长。

A股市值扩容

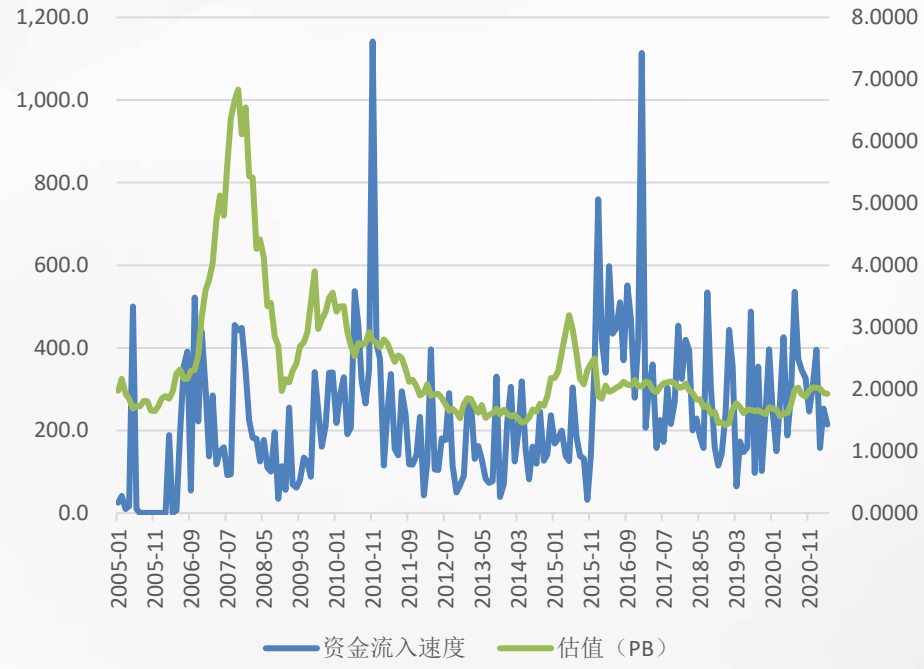


数据来源：WIND、山西证券研究所

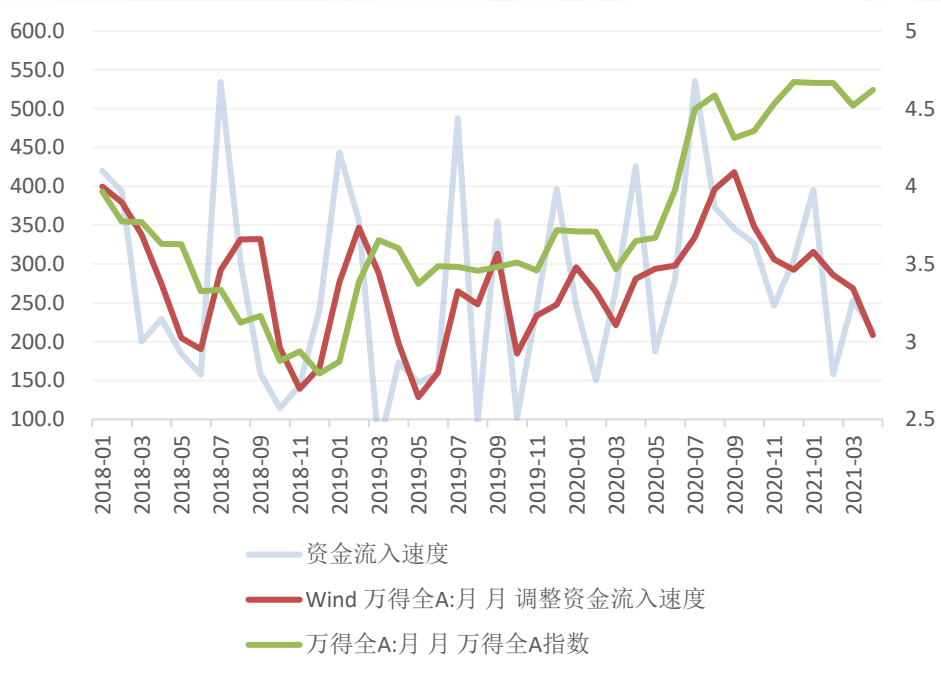
资金需求：首发、增发、配股方式流入资金总量呈下降趋势

- 自去年7月份之后，通过首发、增发、配股等方式流入A股的资金总量有所收缩，A股估值水平自去年1月起震荡幅度不明显，两指标相关性趋弱，预计未来资金需求规模的变化不会对A股估值产生趋势性影响，万得全A指数仍保持震荡向上走势。
- 结合近十五年数据来看，资金流入速度呈现周期性波动。从本轮周期来看，预计今年下半年资金需求将维持近三年中位数水平下方波动，边际空间有限。

资金流入和估值



资金流入和A股走势

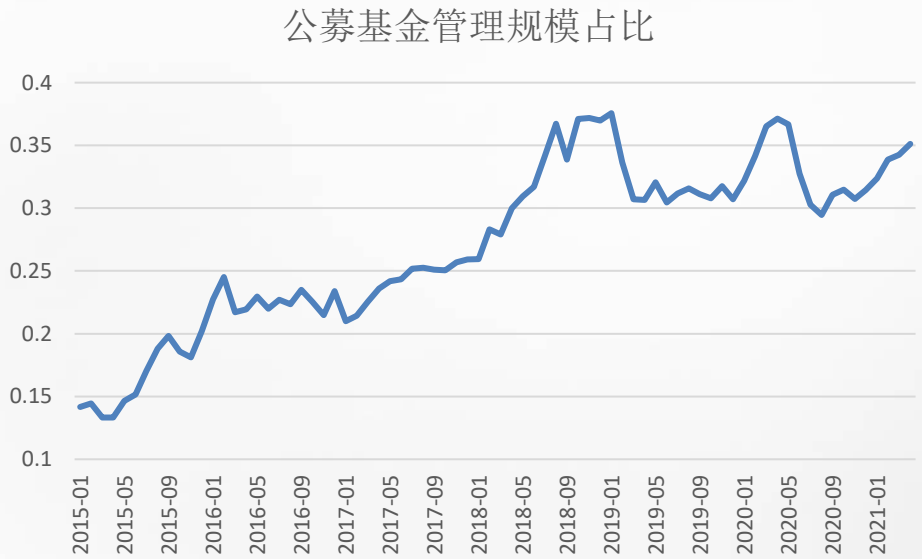


数据来源：WIND、山西证券研究所

资金供给：公募基金规模占比将不断提升

- 自2015年之后，我国A股市场公募基金占比不断提高。
- 今年以来，公募基金规模占比快速提升，但目前尚未超过去年上半年高位，未来随着资本市场注册制改革，对于上市公司的监管要求逐步提升，二级市场信息透明度逐步提升，投资者结构将继续从散户转向机构方向改变，公募基金规模占比将继续提升。

公募基金管理规模占比



公募基金份额变化

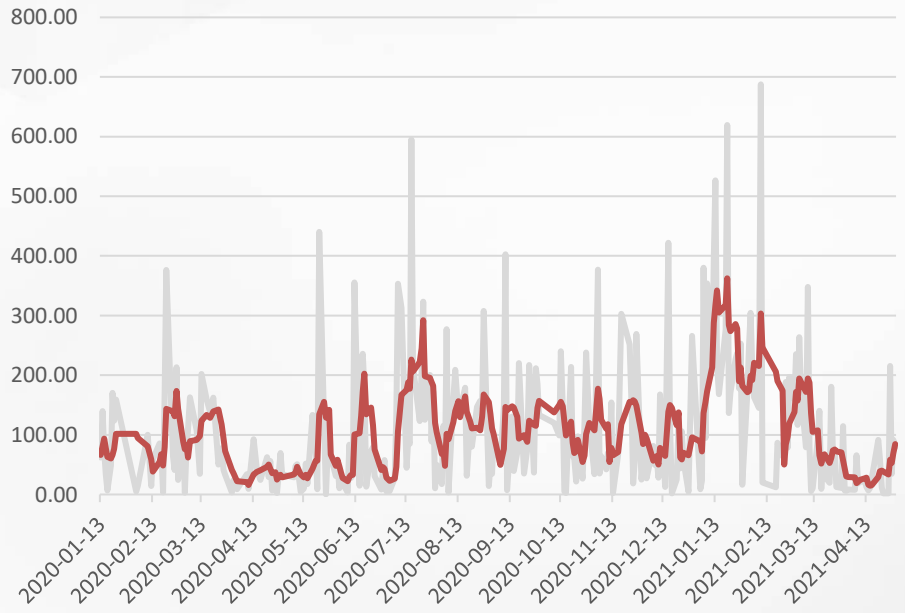


数据来源：WIND、山西证券研究所

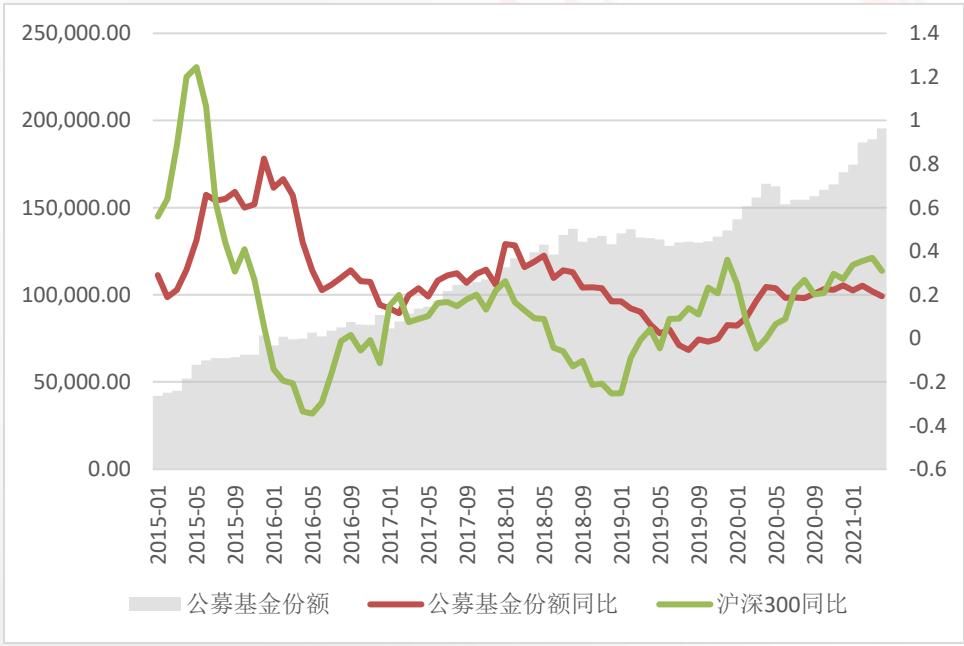
资金供给：公募基金新增份额同比维持较高增速

- 中长期来看，沪深300指数作为基金份额的先行指标稳定性较高，可以看到春节后指数杀跌影响较小，基金份额同比增速依旧维持在20%之上，参考近两个月沪深300同比数据，未来公募基金同比增加将依旧保持高位。
- 今年3月指数触底后新发基金份额降至低位，近期指数明显反弹，近两周新成立基金份额数据回升，结合同比数据，未来新增份额有望继续稳步上升，中枢可参考去年下半年水平。

新成立偏股基金份额



沪深300点位和基金份额

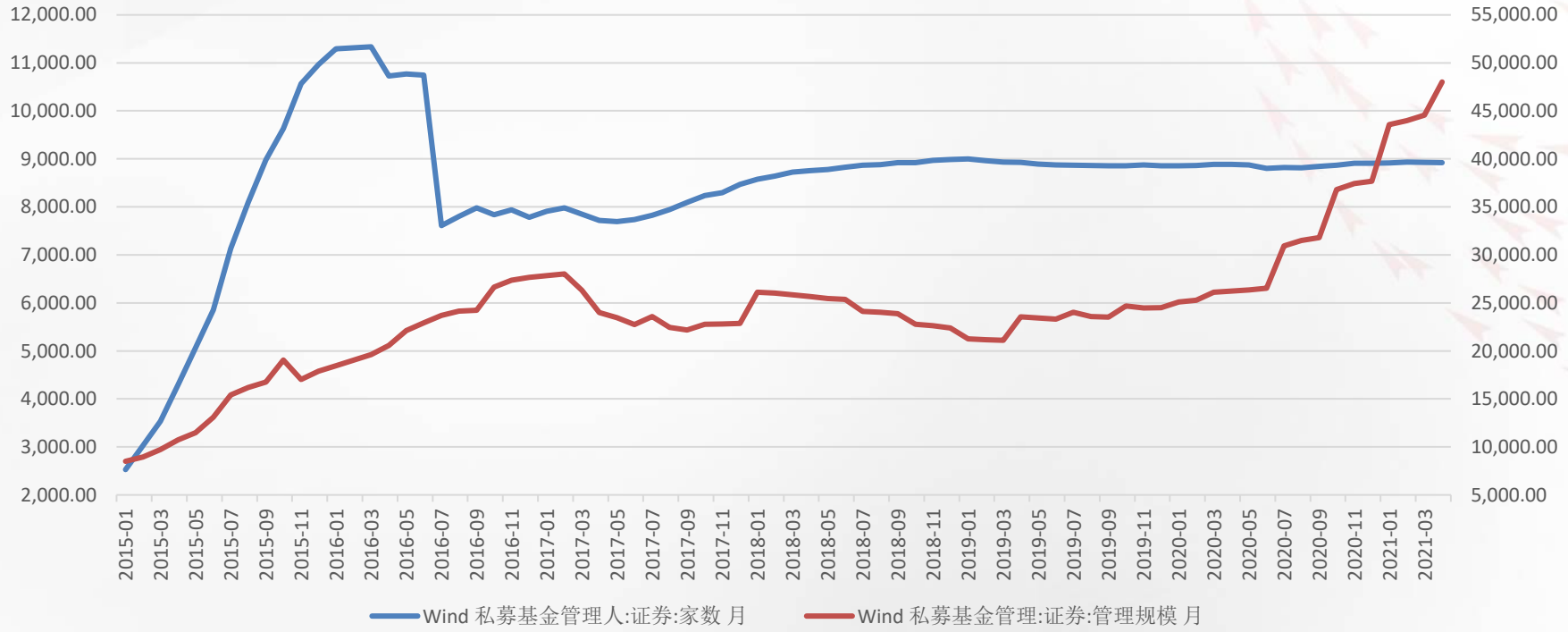


数据来源：WIND、山西证券研究所

资金供给：私募基金管理规模快速上升

- 2017年起，证券投资类私募基金管理家数数量维持在较为稳定的水平。自去年7月开始，私募基金管理规模呈现阶梯上升趋势。截至2021年4月，私募基金管理规模达4.8万亿，同比增长83%，证券投资类私募基金管理家数8920家，存量规模数据再创新高。预计今年下半年新募集证券投资私募基金有望延续上半年的增长势头，到年底可突破6万亿。

私募基金管理规模处于快速上升阶段

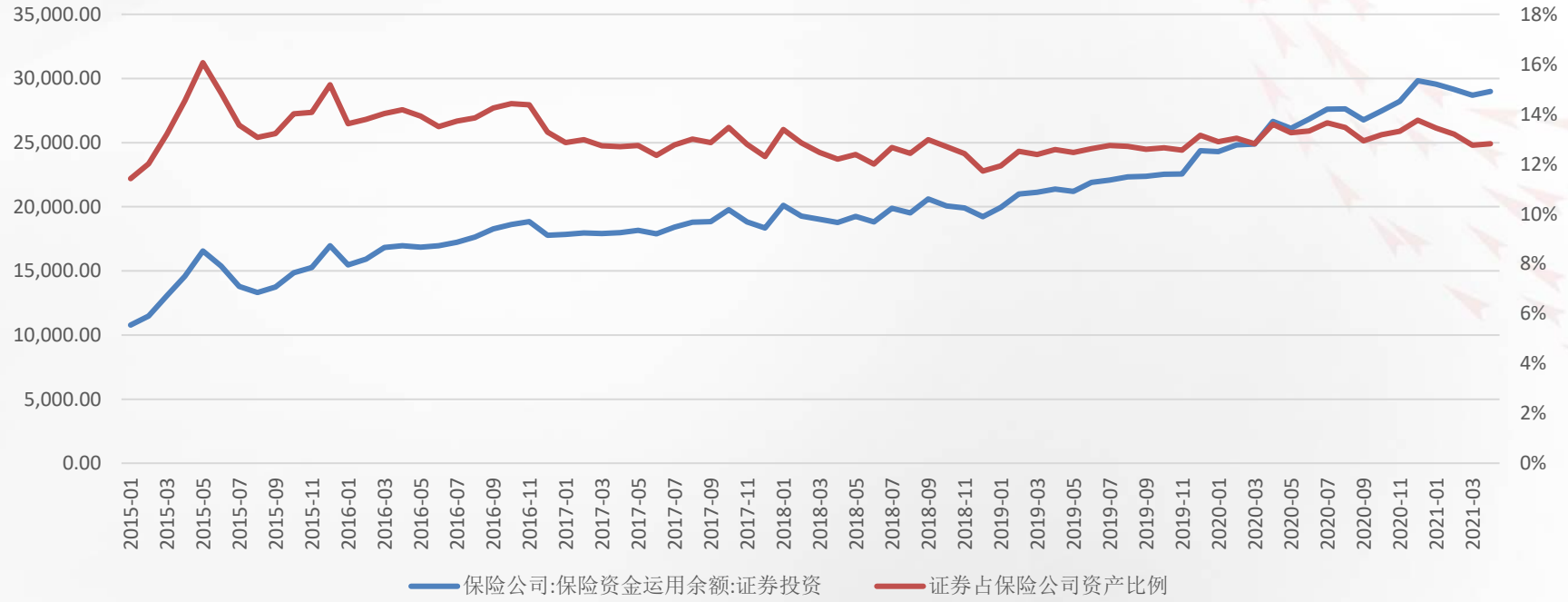


数据来源：WIND、山西证券研究所

资金供给：保险资金规模稳步增长带动其持有权益资产规模提升

- 结合近六年数据来看，投资于证券的保险资金规模以1.43%的增速呈稳定上升趋势，在公司总资产中占比保持在相对稳定的水平，浮动区间在3bp。
- 截至2021年3月，保险资金持有的股票和基金总市值超过2.8万亿 ，股票和基金占保险资金运用余额的12.8%，如果这一比例基本保持稳定，保险资金股票投资规模将随保险资金规模扩大而扩大，预计年底将超过30000亿。

资金流入和估值



数据来源：WIND、山西证券研究所

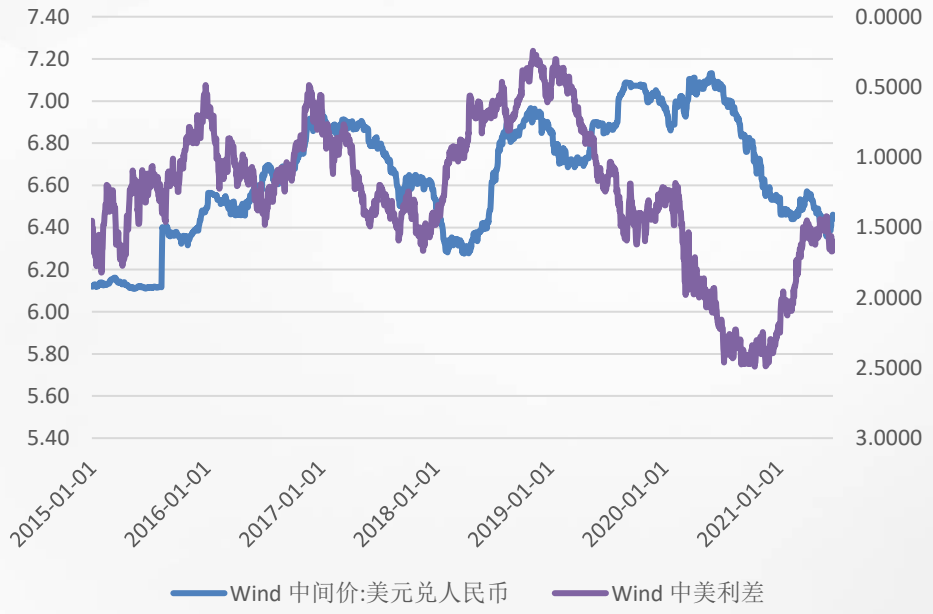
资金供给：汇率短期平稳，人民币资产长期吸引力较强

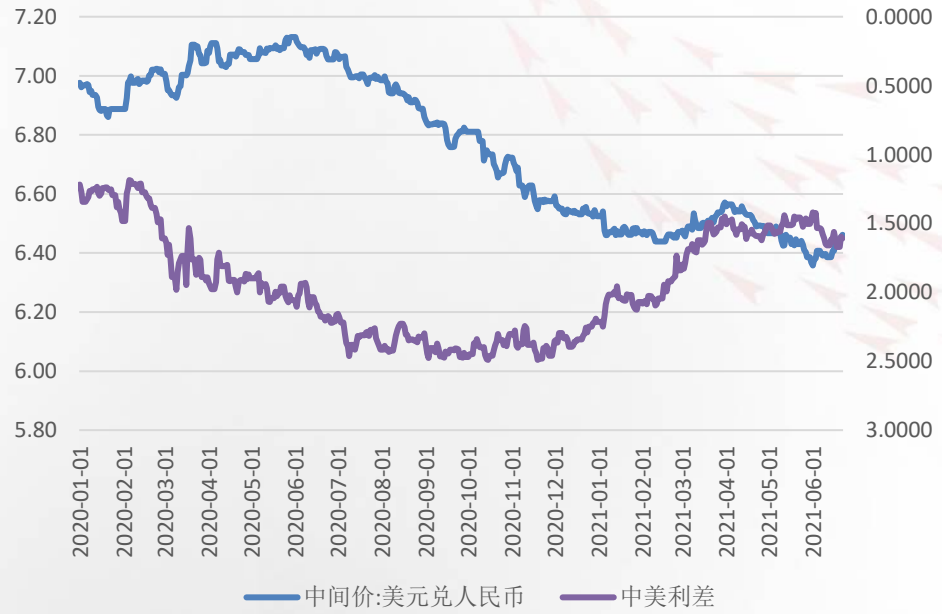
- 根据无套利原理和实证检验，中美国债利差对于汇率有较强的先行特性。目前利差回归至2017年水平。从历史上来看，在不存在极端外部因素影响资本市场的前提下，美联储货币政策往往通过温和平滑的方式来减小资本市场波动，未来一段时间中美利差大概率维持现有水平。

- 年内来看，人民币汇率有望维持相对稳态，呈现双向波动。三季度中后期人民币汇率可能受美联储政策收紧及中美经济增速差异的影响而短期走弱，进而导致北上资金流入速度放缓或阶段流出。但如果非美经济体能在年底前走出新冠的影响，人民币可能对美元再次走强，并对一篮子货币稳定或偏弱。

- 中长期看，人民币不存在大幅贬值基础，人民币资产对外资的吸引力持续显现，故不排除年内外资流入超预期的可能。

汇率和利差（右轴逆序）



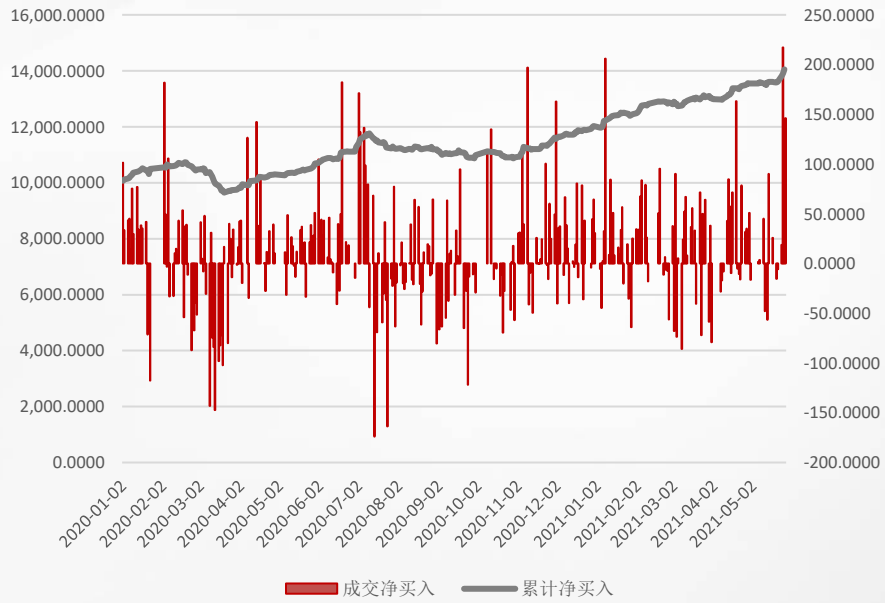


数据来源：WIND、山西证券研究所

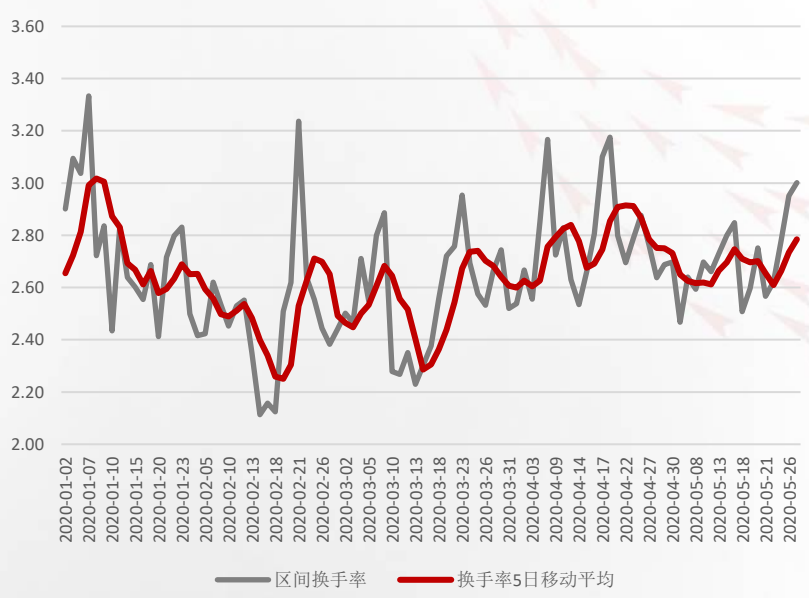
资金供给：北向资金加速流入，A股市场热情升温

- 北向资金自去年10月份之后加速流入。近期再次出现加速现象，截至2021年5月27日，北向资金累计净流入14060亿元，同比上升33.8%。在我国疫情控制早于全球，人民币资产中长期具备吸引力的背景下，北向资金将维持高速流入。
- 万得全A换手率较三月低位呈震荡向上走势，5月下旬开始出现快速上升格局，反映出市场情绪回暖态势。

北向资金净流入



万得全A换手率

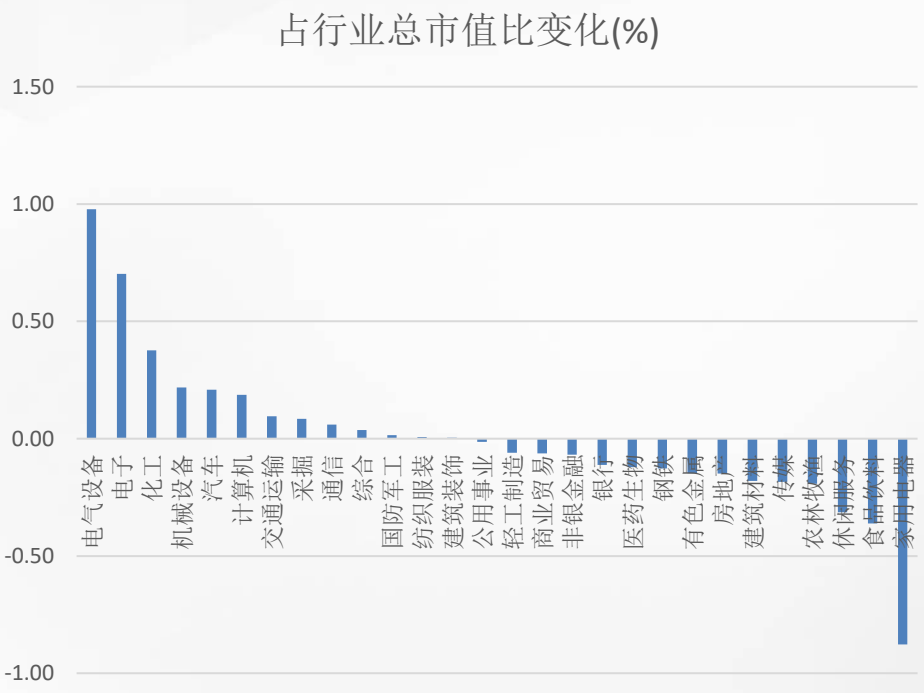


数据来源：WIND、山西证券研究所

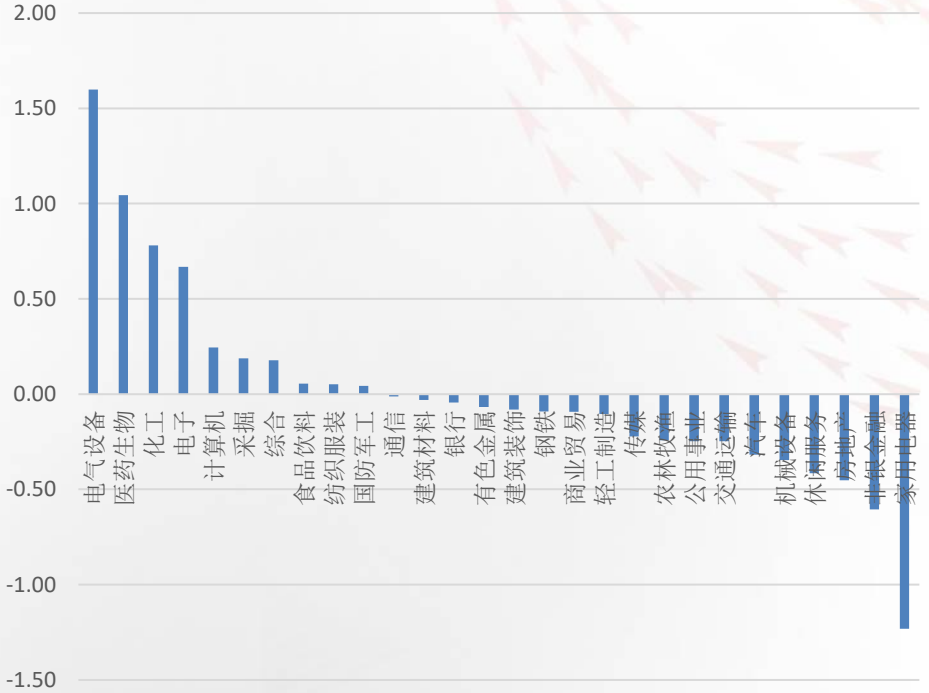
资金供给：北向资金持近期续流入电气设备与电子板块

- 北向资金自 4 月中旬以来流入规模较大，当前热度未见明显衰弱。
- 从近一个月数据来看，北向资金主要流入电气设备和电子板块，流出家用电器和食品饮料板块。从近一个季度数据来看，北向资金主要流入电气设备和医药生物板块，流出家用电器和非银金融板块。

近一个月北向资金行业持股比例变化



近一季度北向资金行业持股比例变化



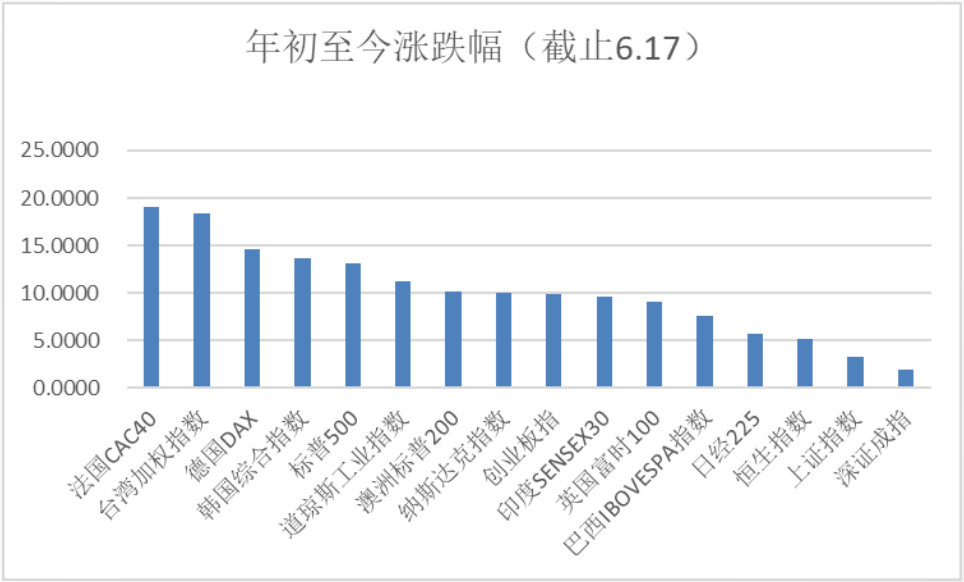
数据来源：WIND、山西证券研究所

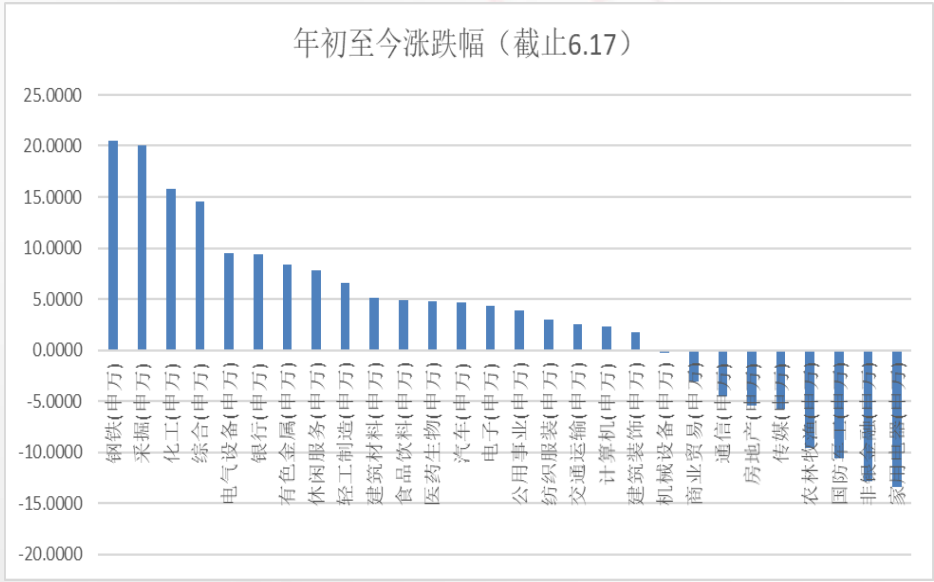
海外扰动不断
经济增速放缓，货币政策进退有度
估值合理区间，资金面供需稳定
大势研判
行业配置&主题投资

上半年市场回顾

- **流动性（偏宽松）、通胀预期（快速走升）主导了2021年的全球资产价格走势。**大类资产维度看，回报排序依次是商品、股票和债券；全球股市维度看，欧洲、台湾、韩国、美股、我国创业板等市场取得可观收益，但港股、我国主板市场表现偏弱势。

- **A股一级行业维度来看，我们年初重点推荐配置的周期性板块整体涨幅居前**，背后逻辑在于全球供需缺口、通胀走升和流动性宽松同时成立；而**自四月中下旬开始，我们提示逐步降低周期板块的仓位，并提升对前期调整幅度较深、景气度明显好转的成长与消费领域的关注和配置比例，重点看好电子、新能源与新能源车、医药等长期优质赛道，与地产竣工回暖受益的地产后周期板块**，回顾来看，以医药、科技和电新为主的创业板走出了一波中级反弹行情，而相应行业板块也有强于大市的亮眼表现，同时周期板块也因流动性逻辑松动与国内监管等原因逐步开始走弱。因此，我们的行业轮动策略组合在上半年收获了丰厚的超额收益。





数据来源：WIND、山西证券研究所

行业轮动组合收益表现

- 我们的行业轮动策略组合在上半年收获了丰厚的超额收益。
- 截止6.30，组合绝对收益为33.36%，相对沪深300的超额收益为32.82%。
- 组合Sharpe为4.61，Alpha为77.17%，年化收益率77.84%，年化波动率16.56%。

行业轮动策略组合回报率



数据来源：WIND、山西证券研究所

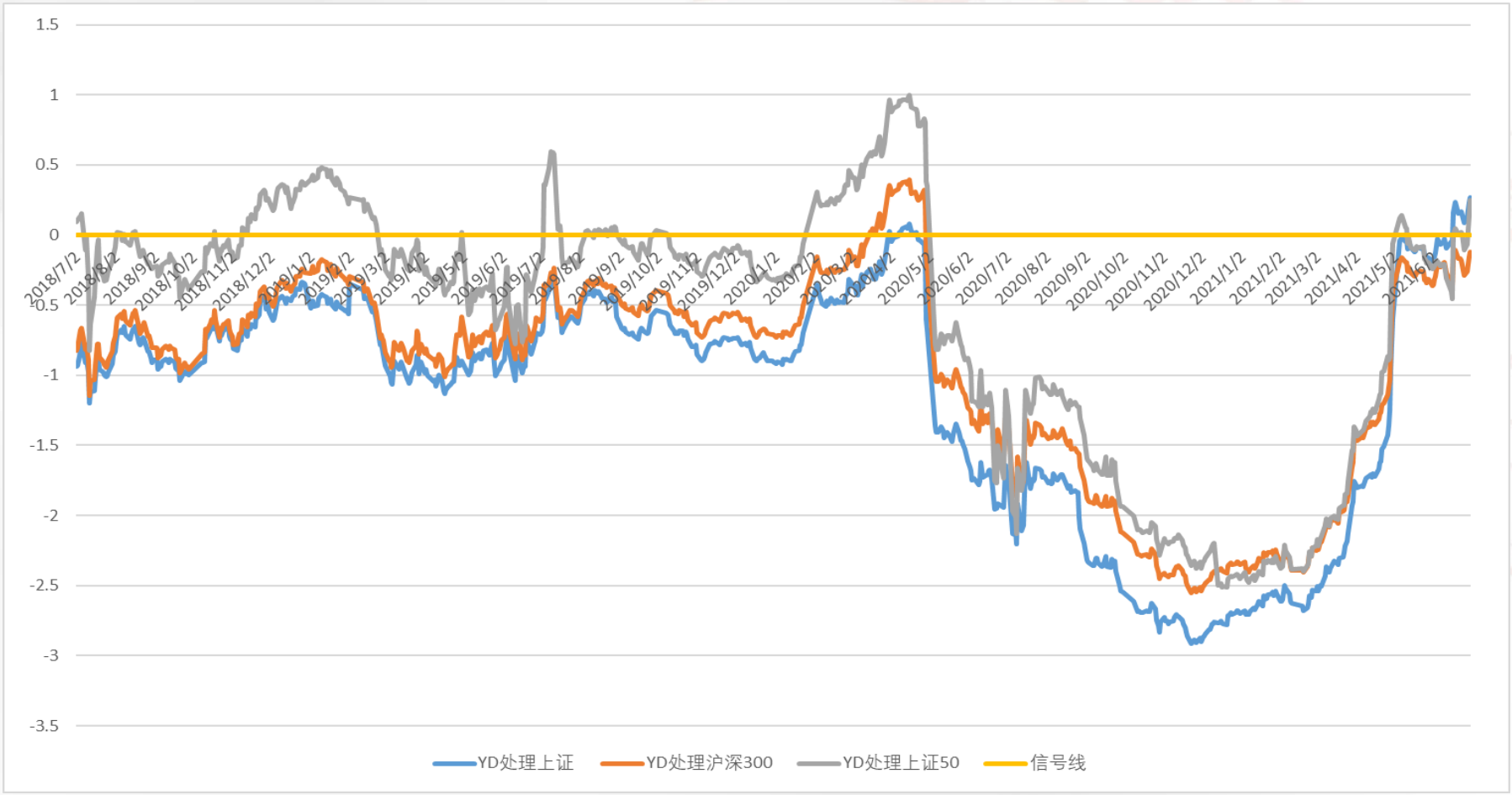
大势研判框架

经济周期	• 总量有韧性，增速逐步放缓。
金融周期	• 稳货币、紧信用是主基调。信用层面，社融增速回落最快的阶段已过去。货币层面，要在多方面权衡，边际上收紧的压力可能更大，宏观流动性将从上半年最宽松的状态开始边际收敛。
微观流动性	• 资金供需保持相对稳定，市场交易情绪和规模仍处于相对高位。
盈利预期	• 盈利增速或将呈现前高后低，建议重点关注盈利和估值匹配度较高的行业。
估值	• 全市场估值仍处于合理区间，行业间、行业内将延续分化趋势。
外围风险	• 东南亚疫情扰动供应链安全和经济复苏进程；美国通胀和就业数据牵动美联储收紧预期，全球流动性或将在下半年迎来拐点，对风险资产不利。

股债性价比

➢ 从股债性价比来看，股票仍处于相对优势地位。

股债性价比

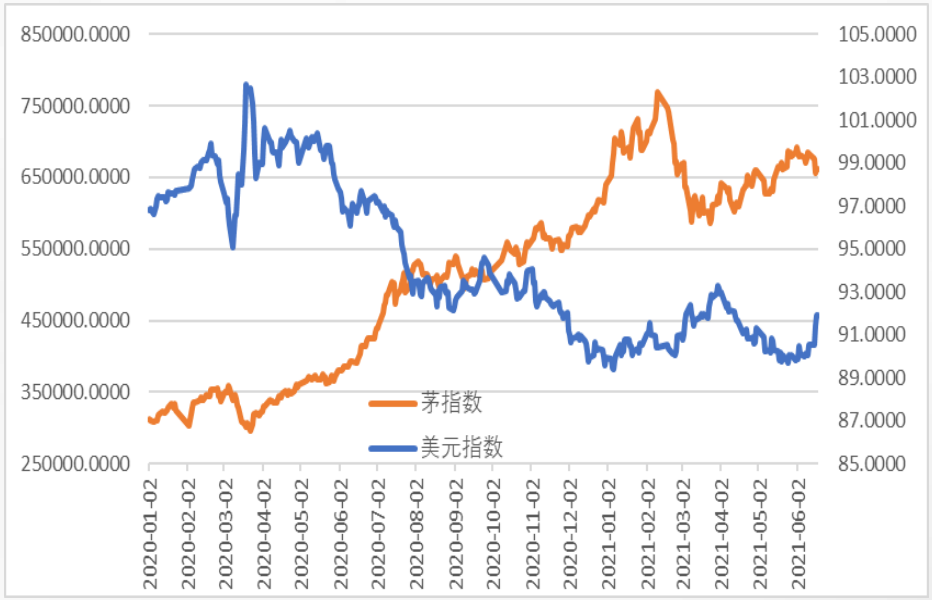


数据来源：WIND、山西证券研究所

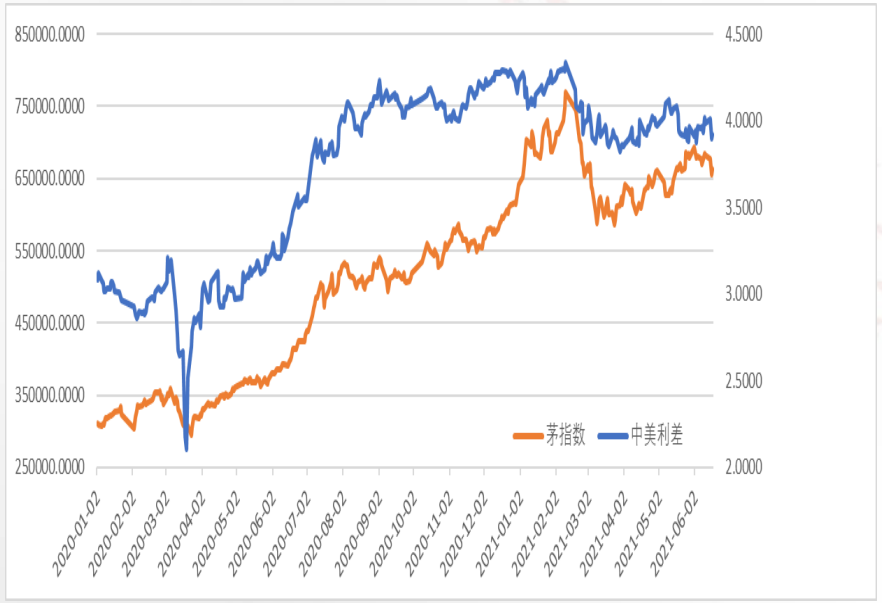
美元周期&A股核心资产

- 从历史数据来看，美元与A股核心资产呈反向关系，中美利差与A股核心资产呈同向关系，**美元走强、中美利差收窄，通常会对核心资产估值形成较大压力。**
- 下半年美元指数有较大的反弹概率：一是在经济和就业复苏背景下美联储Taper渐行渐近，最早可能在三季度落地；二是欧盟宽财政宽货币的政策与美形成反差，欧元可能对美贬值；三是下半年全球市场风偏下降可能会转而追逐美元资产。
- 美元流动性逐步从大幅扩张到逐步收缩的大势已定，**过去由流动性泛滥堆起来的虚高估值资产将首先迎来修正，国内所谓核心资产估值中枢可能要进一步下移，下半年要更加关注业绩及业绩增速的确定性。**

美元指数与茅指数



中美利差与茅指数



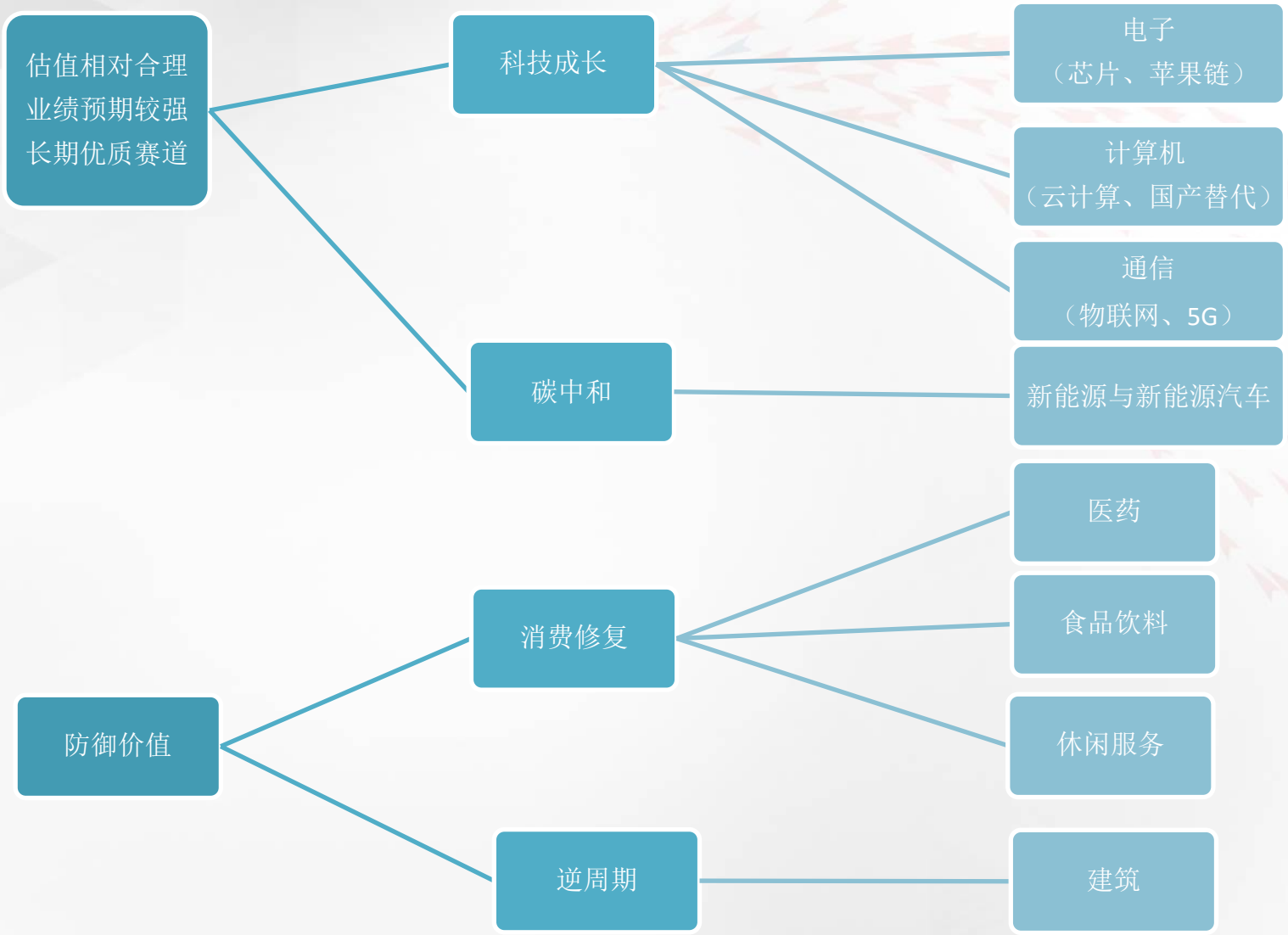
数据来源：WIND、山西证券研究所

2021年下半年大势研判观点

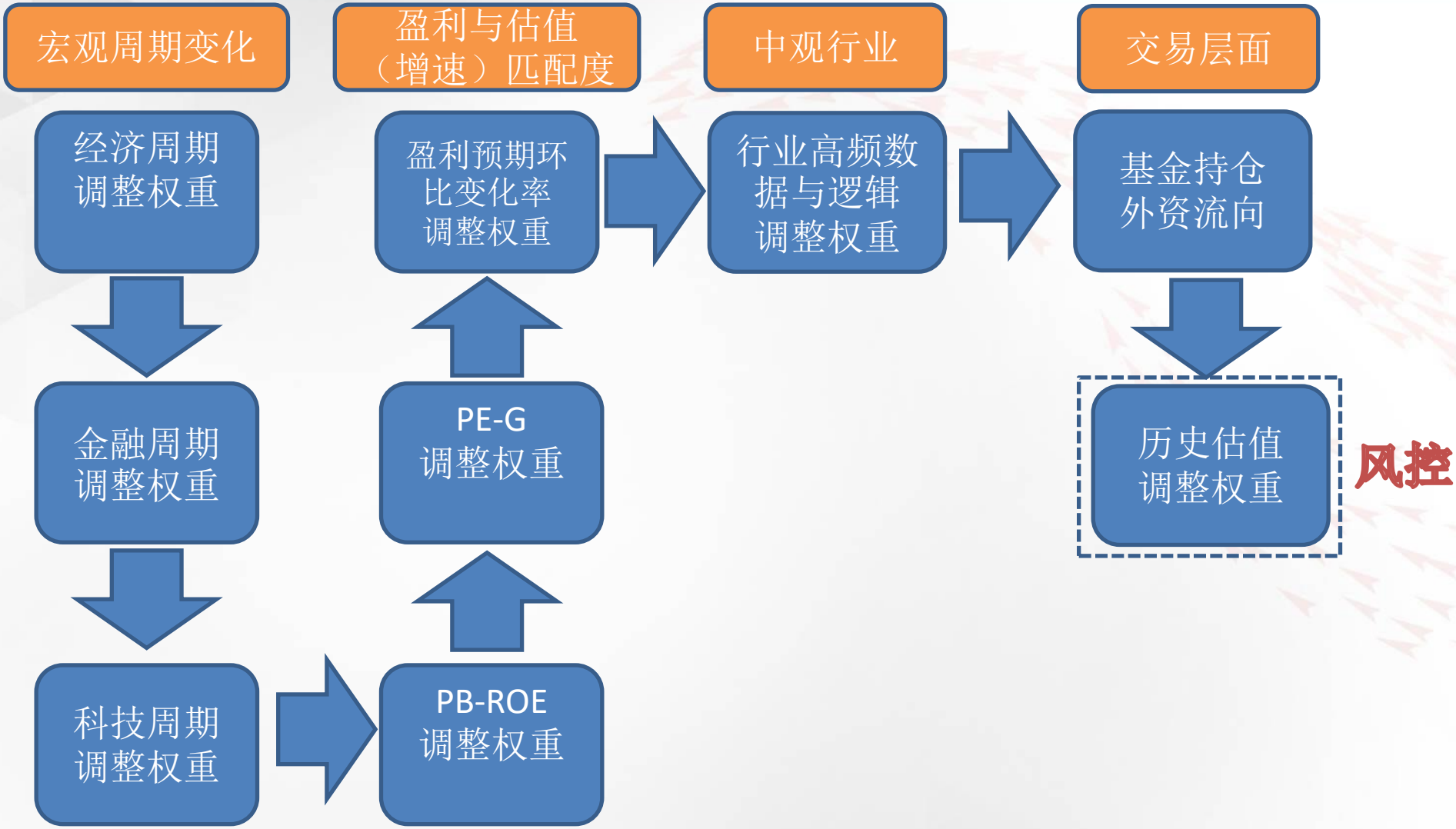
- 展望下半年，宏观经济仍具备韧性但增速放缓，企业盈利大概率见顶回落，海外疫情不确定性仍存，以美元为首的全球流动性也将迎来拐点，国内货币政策仍以稳为主，但狭义流动性边际收敛的压力将逐步加大。市场整体估值处于历史十年的均值到一倍标准差之间的水平，属于相对合理位置。
- 1-2个月区间来看，中报业绩大概率维持高增，宏观流动性仍处于以稳为主的窗口期，基本面和流动性条件仍有望支撑高景气板块估值的温和抬升，市场整体维持震荡走升，结构性行情充分演绎，**策略可以相对积极，继续坚守景气高增、赛道优异的科技成长和新能源汽车板块，关注延迟复苏的休闲服务，底仓维持必选消费、医药等价值板块配置。**
- 然而从三季度中后期开始，海外及国内宏观流动性收紧的预期和实际压力大概率会加剧，企业盈利增速也可能从高位开始逐步回落，估值的支撑和直接驱动力都趋于弱化，风险加大，**建议调整策略转向防御，规避高估值、高贝塔板块，留存收益，退守避险类资产及行业板块（如：建筑、通信、大金融、公用事业等），并适度关注受益于上游价格压力放缓、“十四五”规划推进释放红利、财政后置发力等多重因素的优势制造业。**

海外扰动不断
经济增速放缓，货币政策进退有度
估值合理区间，资金面供需稳定
大势研判
行业配置&主题投资

下半年行业配置主线


估值相对合理
业绩预期较强
长期优质赛道
科技成长
碳中和
电子
（芯片、苹果链）
计算机
（云计算、国产替代）
通信
（物联网、5G）
新能源与新能源汽车
防御价值
消费修复
逆周期
医药
食品饮料
休闲服务
建筑

行业轮动配置思路



数据来源：山西证券研究所

经济与金融周期组合下选择优势行业

山西证券 SHANXI SECURITIES

- 根据行业属性与历史特征反映，大致将申万26个行业分到10个大类属性中。

周期	逆周期	科技	可选消费	必选消费	医药	个股	自有周期	金融地产	非银
采掘	建筑	计算机	家电	食品饮料	医药	商贸	农林牧渔	银行	券商
化工	电气	通信	汽车			休闲	纺织服装	保险	
钢铁	公用	电子	传媒					地产	
有色	交运								
建材									
机械									

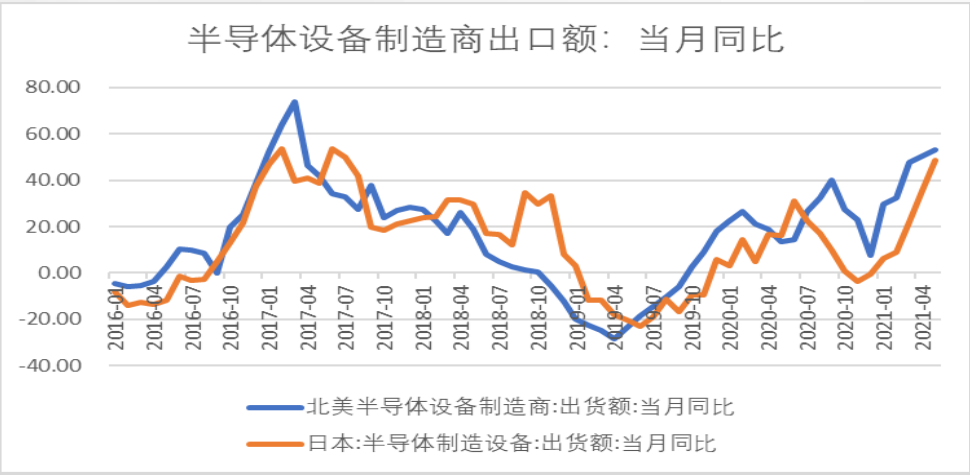
在前文所述经济+货币的组合下，即国内经济增速逐步放缓，消费需求成为下阶段主要改善方向，全球经济复苏周期仍有利于中国优势制造业盈利修复和扩张，宏观资金面维持大体稳定状态，存在一定的滞涨隐忧，**大类行业配置优势指向：产业周期与政策驱动共振的科技成长、新能源车等，部分优势制造业龙头（海外需求联动&上游成本压力缓和），以及具备防御价值的必选消费、医药、建筑及公用事业（逆周期）。**

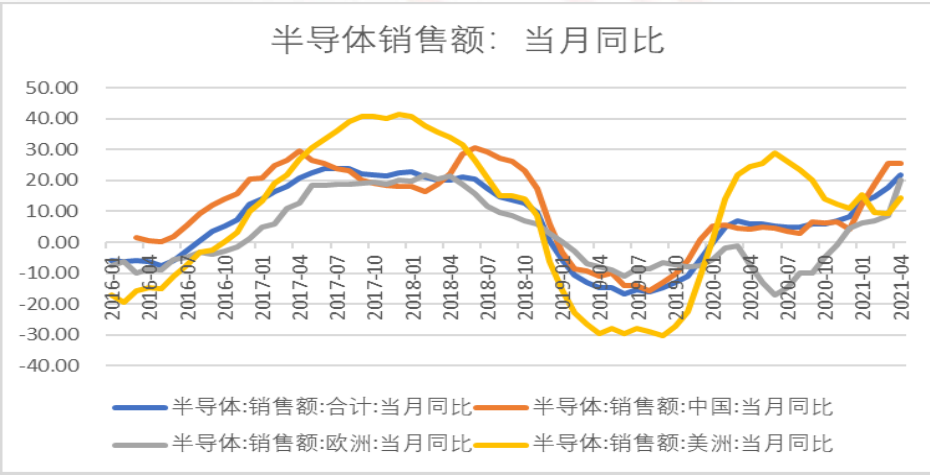
数据来源：山西证券研究所

科技周期景气度处于上升阶段

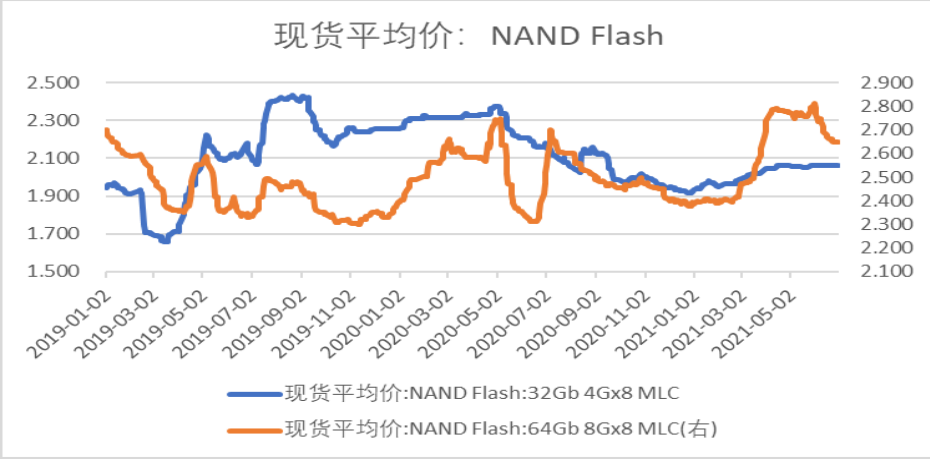
- 从美股历史回测来看科技景气与宏观经济景气关联度相对较弱。
- 科技板块除考虑到货币政策（流动性宽松有利于科技成长风格）外，也应对科技周期本身进行景气预判研究。
- 各方面指标显示**当前科技周期景气度处于上升阶段。**

半导体相关指标







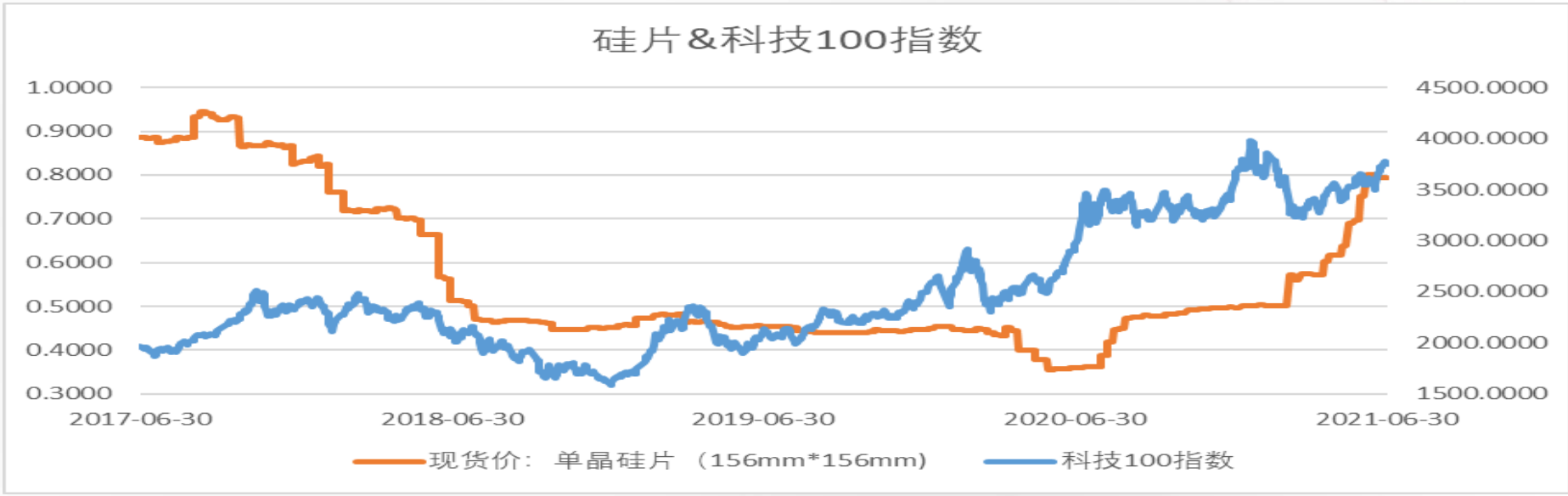


数据来源：WIND、山西证券研究所

科技周期景气度处于上升阶段

- 2020年Q2-Q3科技行业的高速发展主要受疫情影响，5G、PC、平板、笔记本出货量显著增加。
- 当前科技产业需求除延续2020年疫情影响下线上应用场景深化普及的逻辑外，也受到全球范围数据中心建设如火如荼的影响，内存、芯片需求大幅上行。从当今科技行业的产业结构来看，芯片、内存相当于整个科技产业的生产工具，而硅片则成为了整个科技行业的原油，因此**从硅片价格也可以看出整个科技行业的景气度。**
- 目前来看，下游需求激增，带动产品在晶圆的制造环节的投片量快速增长，但受制于有限的晶圆制造产能，半导体市场开始出现供不应求，并且，伴随着晶圆制造厂加紧流片和推进扩产，与之配套的硅片原材料需求持续提升，推动**硅片供需关系趋紧，价格不断上涨，也侧面反映出科技周期景气度仍在走升。**

硅片价格和科技100指数

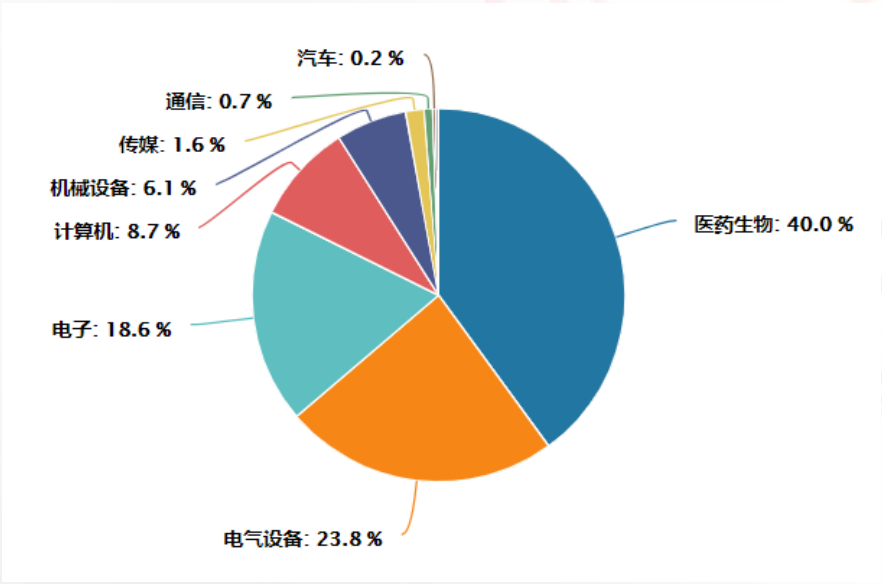


数据来源：WIND、山西证券研究所

科创企业迎来更强大的资本市场助力

- 2021年是“十四五规划”元年，以科技创新突破核心技术是当前国家的重大战略，科技赋能制造业是未来发展趋势。近期陆续发布和推出了科创创业50指数及多只科创创业50ETF。其中科创创业50指数优选了科创板和创业板内的50家市值较大、成长性强的科技制造类龙头公司，强化了科创板和创业板创新科技制造的产业特色。从成分股行业权重分布看，科创创业50指数中行业权重前四的行业依次是医药生物（40.0%）、电气设备（22.8%）、电子（18.6%）、计算机（8.7%），其中智能制造领域成分股权重占比达57.4%。科创创业50ETF同样将强化成长风格占优的智能制造领域。
- 目前技术进步、疫情重构产业链、温和通胀推动下，智能制造基本面更强。而基金为代表的机构对智能制造配置不高，21Q1基金重仓股中智能制造类行业占比仅26.6%，而20Q2的高点为32.3%，目前仍略微低配。叠加《“十四五”智能制造发展规划》等科技利好政策的出台，预计未来资金会加速向以智能制造为代表的科技创新领域流入，包括信息技术中的人工智能、工业软件、工业互联网等领域；新能源技术应用中的智能汽车等领域；以及传统制造技术改进与升级：包括智能家电、工业机器人等领域。

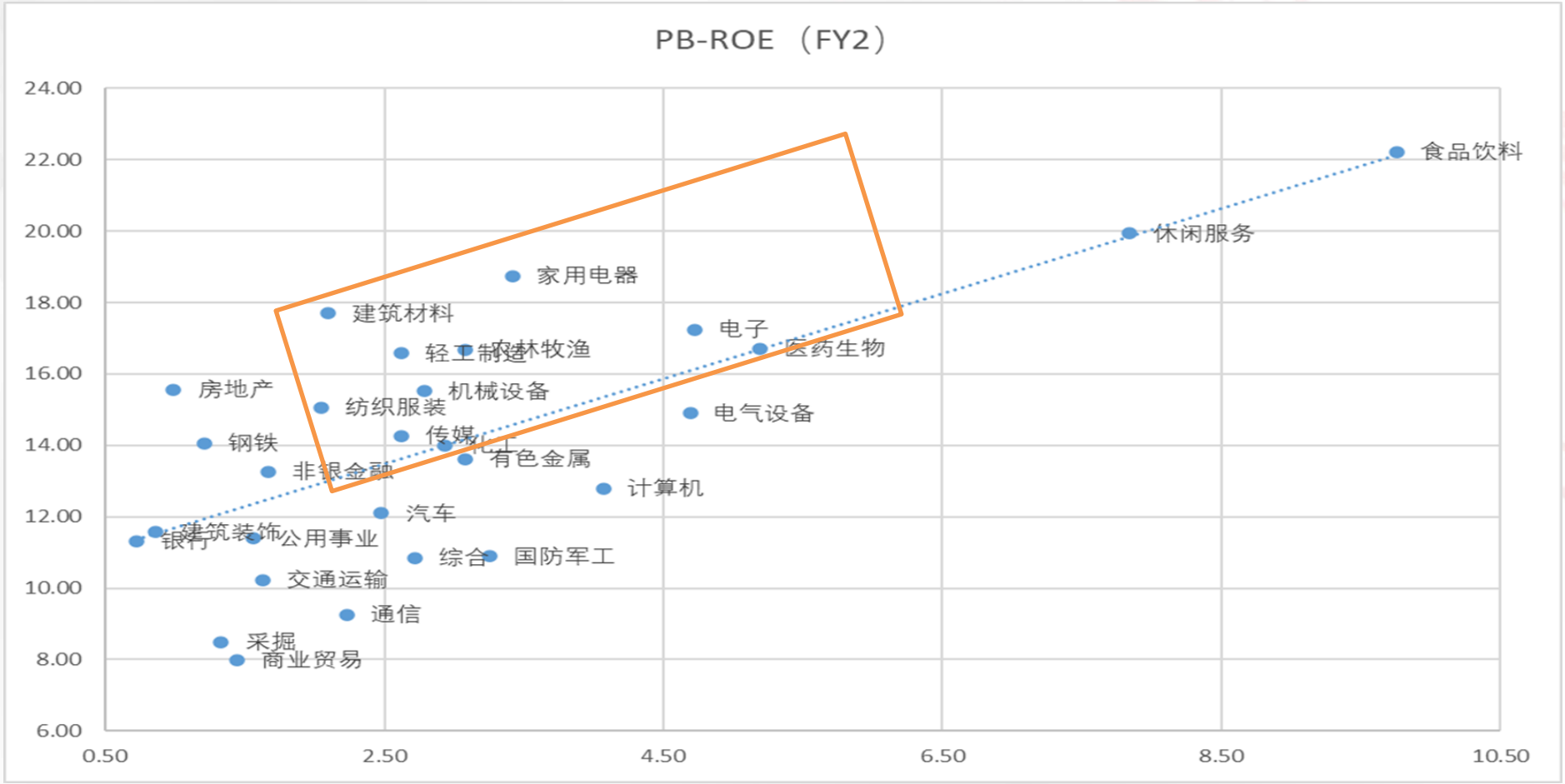
科创创业50指数行业权重



数据来源：WIND、山西证券研究所

PB-ROE架构

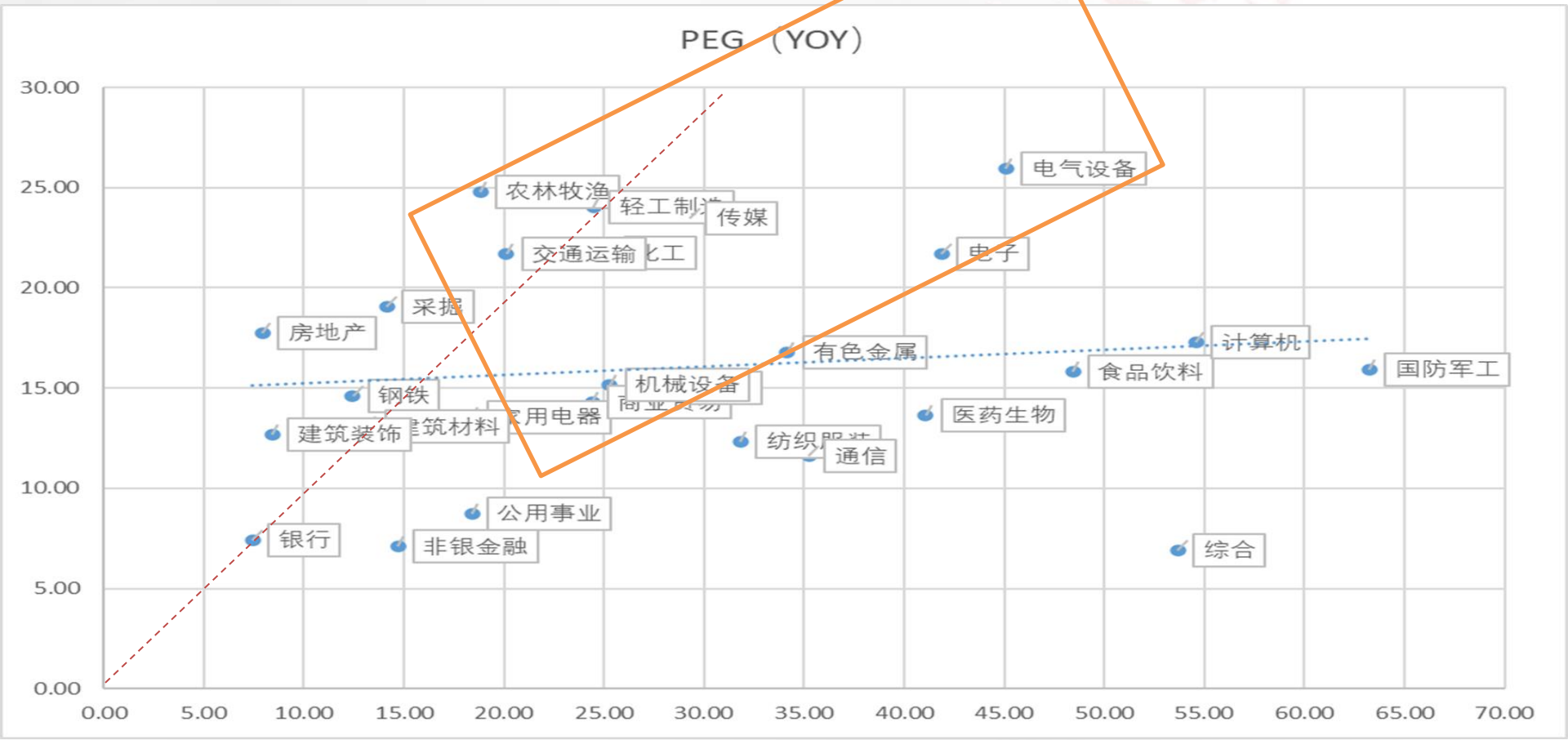
- PB-ROE架构偏向截面架构，不考虑板块本身相对历史估值仅考虑全市场同期所有行业估值与盈利能力强弱。
- PB（MRQ）,ROE（预期FY2，FY1无法看出ROE与PB的显著正相关关系）
- 目前处在估值-盈利配比优势区域的有：**家电、建材、电子、轻工、农林牧渔、纺服、传媒等板块。**



数据来源：WIND、山西证券研究所(截止6.28)

PEG1架构

- 与PB-ROE架构类似，PEG1也是截面架构，考虑相对估值，同时考虑PEG=1线段影响。
- PE（TTM）,G（预期FY1）
- 目前估值-盈利增速配比相对优势区域的有：**电气设备、轻工、农林牧渔、化工、电子、传媒、交通运输等。**

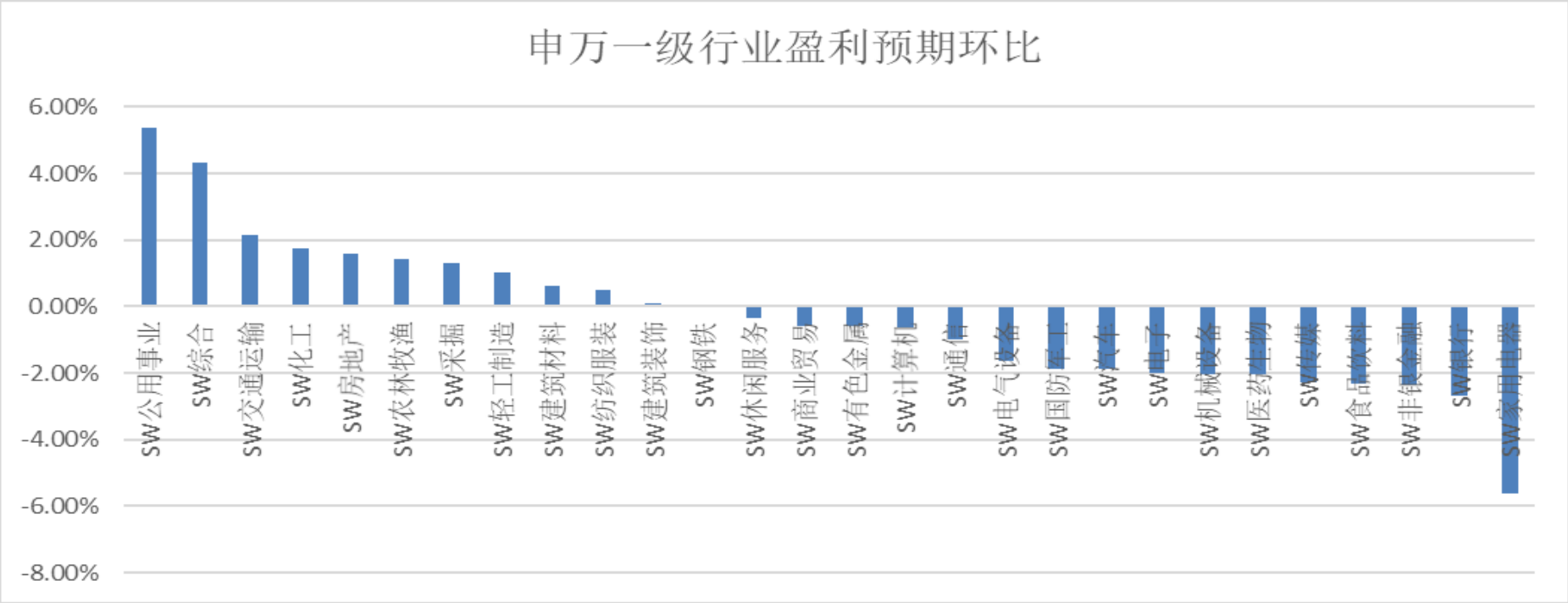


数据来源：WIND、山西证券研究所(截止6.28)

盈利预期环比变化率小幅调整行业配置权重

- 我们从盈利预期环比变化来进一步观察：市场对于下半年各个行业盈利增长强弱的判断。
- 在申万一级行业中，公用事业、综合板块盈利预期环比上调幅度较大；
- 交通运输、化工、房地产、农林牧渔等板块盈利预期环比小幅上涨；
- 家用电器、银行、非银等板块盈利预期环比下降幅度较大。

申万一级行业盈利预期环比

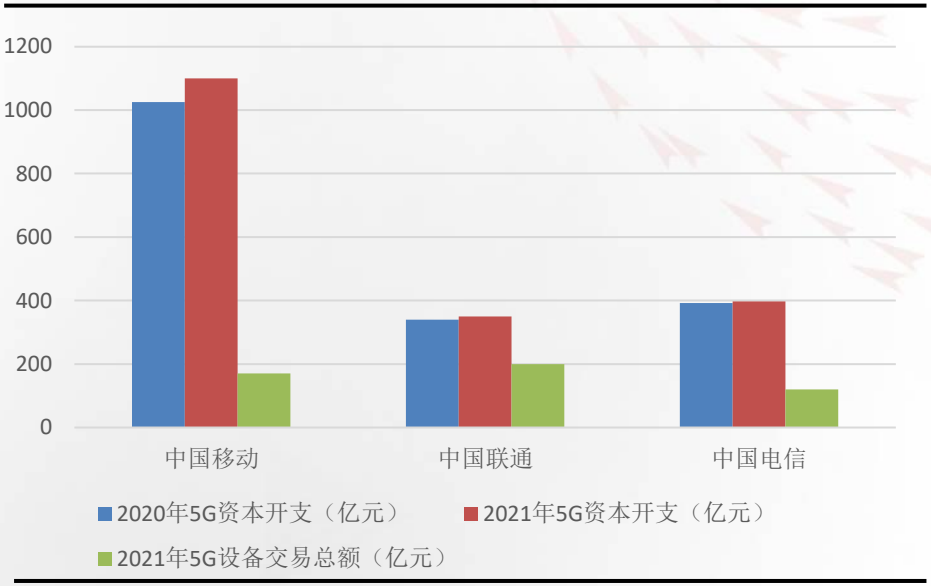


数据来源：WIND、山西证券研究所

5G主题：受惠于政策红利加速发展

- **5G利好政策频出。**今年年初，发改委牵头各部门强调加快构建全国一体化大数据中心创新体系，坚持推进新基建。5月31日工信部发布《“5G+工业互联网”十个典型应用场景和五个重点行业实践情况》，表示“5G+工业互联网”在建项目已超过1500个，覆盖20余个国民经济重要行业，在实体经济数字化、网络化、智能化转型升级进程中发挥了重要作用。6月11日，国家发改委等四部门联合印发《能源领域5G应用实施方案》，明确要基于5G网络，推进物联网、大数据、云计算、人工智能等新一代信息技术在能源装备制造和工程建造领域的全面应用。
- **全国基建逐步完善。**中国电信启动2021年STN设备集采，开启新一轮5G承载网建设。中国移动与三峡集团也举行了战略合作框架协议签约仪式。根据协议，双方将在基础通信建设、企业数字化转型、5G创新应用、新型基础设施建设及国际业务方面开展互惠合作。中国电子信息产业发展研究院无线电管理研究所发布《2021年5G发展展望白皮书》指出，2021 年，我国5G网络建设和产业规模将进一步增长，且增幅将超过2020年，四大运营商仍将继续布局5G规模组网，并联合企业广泛探索5G融合应用。
- **短期来看，伴随着国内外主设备厂商完成5G基站招标测试，国内5G三期招标集采即将启动。**今年随着广电作为第四大运营商加入5G无线网络的建设，全年新建5G基站将超过80万座，同比2020年的58万座增长38%，将有效提振5G主设备商、光模块/光器件厂商等的业绩。中长期来看，5G技术将有效促进数字技术在千行百业尤其是工业方面的深化落地，未来3-5年仍将是5G建设红利释放期。通信板块经过三个季度的估值下杀，机构关注度极低，向上压力小；板块估值跌到历史低位，向下空间有限。

三大运营商5G投入



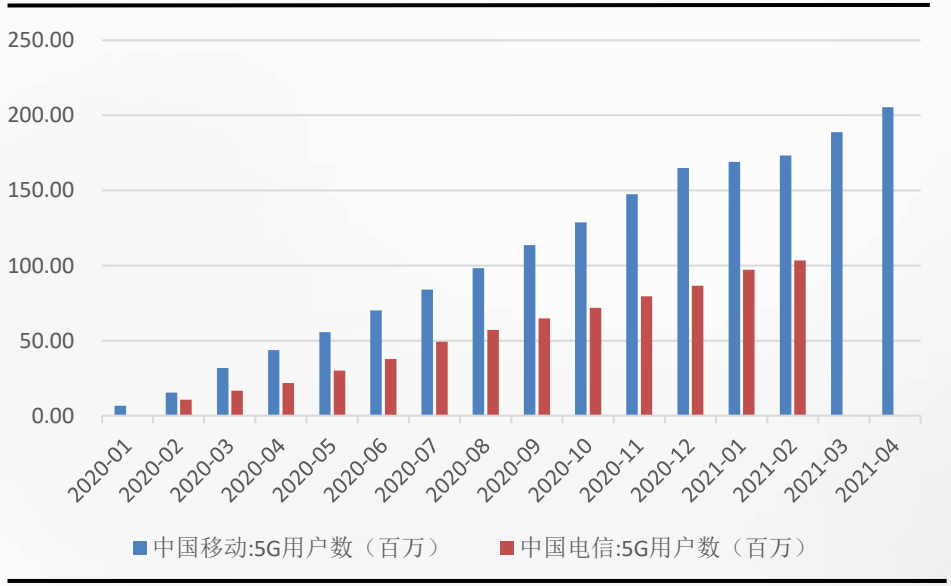
数据来源：WIND、山西证券研究所

5G主题：受惠于政策红利加速发展

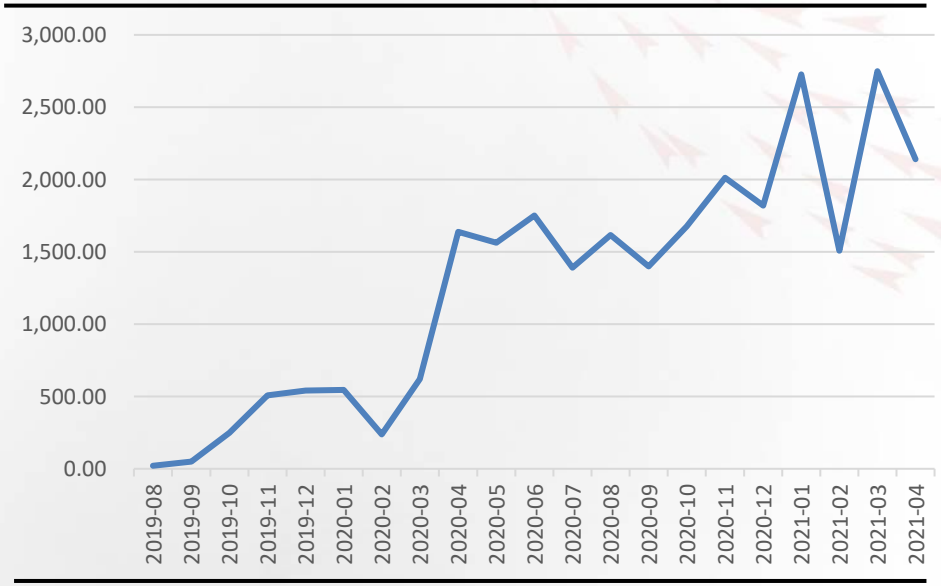
- **5G设备端和应用端产业有望受益。**得益于5G的快速发展，5G相关的硬件设备端产业如光通信、交换机、射频领域和5G相关的应用端如云计算、物联网、车联网、工业互联网等也会加速发展。

- **5G驱动2021年智能手机强势复苏。**随着旗舰机发布的引领效应和经济机型逐步普及，2021年用户的5G手机换代需求将更充分地释放，成为推动今年智能手机销量的主要动力。根据Gartner预测，2021年全球5G智能手机预计销量将达到5.39亿台，5G智能手机在中国的渗透将尤为迅速，2021年中国5G手机的市场份额将达到全球5G手机占比的59.5%，约为3.2亿台。

中国5G用户数



国内5G手机月出货量（万台）



数据来源：WIND、山西证券研究所

云计算主题：大厂持续加码数据中心产业链投入

- 产品创新周期叠加服务器替换周期双重驱动，**看好下半年海外及国内互联网厂商资本开支回暖驱动数据中心产业链投入，以及云计算硬件（IDC、光模块、服务器、交换机）景气度改善**。2020年全球云计算(IAAS+PAAS+SAAS)市场规模达到2245亿美元，较2019年增长19.22%，2021年有望达到2654亿美元。Synergy Research的新数据显示，2021Q1全球20家主要云和互联网服务公司资本支出同比增长31%，达到了380亿美元，使得过去四个季度总额超过1490亿美元。这些超大规模运营商的大型数据中心数量已增加到625个，平均来看，数据中心支出占所有超大规模运营商资本支出的一半以上。鉴于超大规模运营商服务收入的持续增长以及不断扩张数据中心足迹的需求，Synergy预测未来几年超大规模运营商资本支出将持续两位数增长。随着云巨头资本开支的增长，数据中心产业链受益，数通市场200G/400G光模块和交换设备有望放量。云计算巨头资本开支有望恢复，碳中和将对数据中心供给和技术发展产生深远影响。
- **国内云服务水平正靠拢一线，规模与结构快速变化**。根据IDC数据，2019年包括云服务、云相关服务、云基础设施建设在内的中国整体云计算市场规模达到了329亿美元，预计2024年该市场规模将超过1000亿美元，年复合增速超过24.8%，处于高于全球增速的发展阶段。国内供应商的市场份额也在不断提升，光模块中国供应商领衔2020TOP10。华为和中兴通讯是200GCFP2相干DWDM模块的领先供应商，中兴通讯很可能在2021年入围TOP10光模块供应商。

下半年重点关注事件	
7月29日在北京举办“CIC 2021 云计算峰会”	该峰会将全面展示和交流、分享云计算前沿技术、最新应用和实践成果，是引领行业创新发展的风向标。
8月6日-8日，世界5G大会	该会将搭建5G领域国际交流合作以及产业链协同创新的桥梁，构筑5G深耕行业的展示及推广平台，挖掘创新应用，培育新兴业态，届时会发布《5G+数字生活白皮书》。

数据来源：WIND、山西证券研究所

芯片主题：供不应求，国产芯片替代趋势加速

- **全球半导体行业发展受到缺芯制约**。2020年全球半导体市场6.8%的增速并不算高，反而出现缺芯。根据SEMI对今年全球半导体市场的研判，预计2021年全球半导体市场将迎来15%-20%的增长，整体规模将超过5000亿美元，2022年全球半导体市场还有很高的增长。而芯片产业路径较长，即便疫情结束后也需要长时间来缓解，预计缺芯带来的周期有望持续2-3年。全球性芯片短缺已经开始影响到生活中的各行各业。目前芯片价格不断上涨，德国某一款芯片的价格更是从3.5元暴涨至165元，全球大多数芯片价格暴涨了30倍。
- **国内芯片行业发展迅速**。据中国国际招标网数据进行统计，本土主要晶圆产线设备国产化率达13%，其中去胶、CMP、刻蚀、清洗、热处理和PVD国产化率分别达66%、24%、23%、22%、22%和14%，一线龙头中微和盛美有望加速国际化渗透。截至2020年，中国存储芯片市场规模已从2015年的45.2亿美元增长至183.6亿美元预计2024年将突破500亿美元。2020年国产芯片在分立器件、传感器、无线通讯芯片、应用处理器等细分领域的全球市场份额超过 45%，合计覆盖了全球半导体市场空间的 51%，中国 IC 设计产业厂商技术发展仅限于低端产品的状况已逐步改善。芯片高端产品方面，今年4月份，龙芯推出自主指令集LoongArch，具有完全自主、运行效率高、生态兼容三大特点，并实现了CPU核心自主优势，既能通过微结构的持续升级来提升性能，又能进行全方位处理器的安全性设计；澜起科技、飞腾等国产CPU供应商也陆续发布了新产品。国内芯片研发如火如荼，正在降低对美国和台积电芯片的依赖度，国产芯片正逐步占领全球芯片市场。

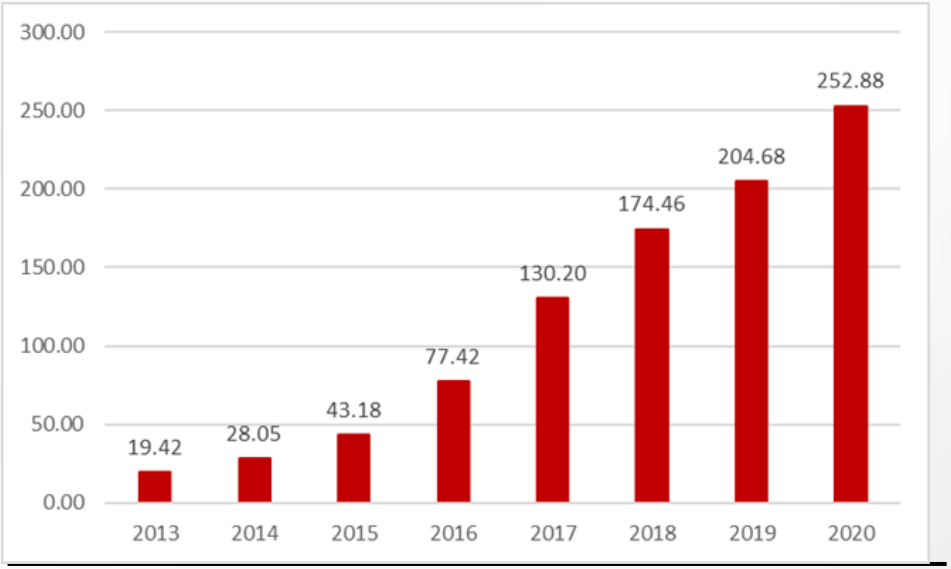
下半年重点关注事件	
芯片巨头MIPS公司正在研发RISC-V架构	新架构将规避美国技术，或将为国产芯片带来转机。
中科大在光量子芯片领域进展	这项实现成果将会为光子芯片的诞生奠定坚实的基础，为更为深入的量子信息处理提供了一个全新的方向。
华为芯片研究进展	华为40纳米的芯片生产线正在建设中，其投资的海思公司麒麟9010芯片也在研发，将降低对台积电的依赖度。

数据来源：WIND、山西证券研究所

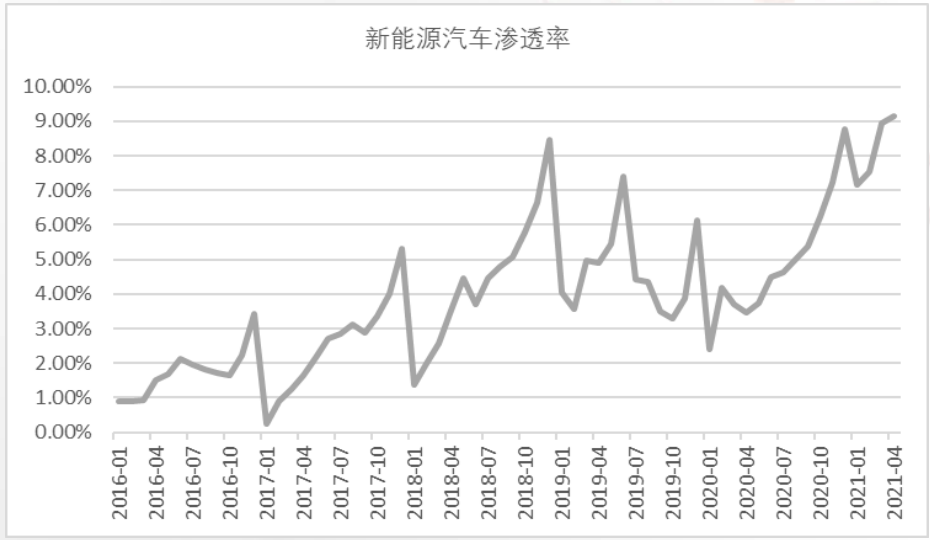
碳中和主题：三条产业主线机会

- 今年政府工作报告中首次将碳达峰、碳中和列为重要议题，目前全国已有82个低碳试点省市提出碳达峰目标，碳达峰、碳中和在我国密集出台法律法规背景下将成为未来几年内确定的趋势。其三条主线分别为**1. 能源改革（清洁能源实现碳替代），2. 供给侧改革（传统行业降低碳排放） 以及3. 环保技术。**
- 能源改革方面，**风电与光伏等新能源装机容量将迎来新一轮上升周期**。分布式光伏及技术进步将推动光伏产业迅速发展，但目前光伏设备与主流电池技术并不完全兼容，对于设备需求将起到进一步提振。风电方面，我国海上风电布局目前正在快速扩张，在海上风电迎来黄金发展期、第一批风电机组迎来更换期背景下，风电整机（尤其是大容量、抗台风海上风电机组）、机组零部件龙头受益。大型水电具备稀缺性，行业壁垒强，预计将有估值提升行情。光伏平价催化装机量快速增长带来设备新增需求&技术快速迭代带动存量设备替换需求，龙头设备商和材料商的产能成为稀缺资源，盈利持续改善。光伏设备上游涵盖硅片、电池片两个环节。硅片环节：目前行业发展方向是向大尺寸硅片发展，可以大幅提升效率、降低生产成本，但现有设备无法兼容，预计硅片设备将迎来新一代更新。电池片环节：现有电池片PERC技术转换效率接近天花板，行业向HJT方向发展，但PERC与HJT技术设备完全不兼容，从2020年Q3各厂家已开始逐渐布局。

光伏装机量



新能源汽车渗透率



数据来源：WIND、山西证券研究所

碳中和主题：新能源汽车产业延续高景气增长

- **钢铁、电解铝行业供给侧改革**。我国钢铁产量巨大，短期产量压缩，长期预计进行绿色转型。今年工信部已多次表态“钢铁压减产量是我国完成碳达峰、碳中和目标任务的重要举措，确保2021年全面实现钢铁产量同比下降”。原电解铝的火电生产方式也会逐步弱化，会逐渐被水电生产替代。
- **新能源汽车是实现“碳中和”的重要环节**。汽车是目前道路交通最主要的运输工具，同时，我国目前汽车千人保有量为186辆，日本为591辆，美国为910辆，中国同发达国家仍然存在一定差距，三四线城市随着经济的回暖、城市化建设的逐步完善，预计购车需求还将逐步增加，因此，汽车的新能源化是推动交通运输行业实现“碳中和”的重要举措。
- 长期来看，政策端“碳达峰”、“碳中和”、“燃油车限牌限行”明确了未来新能源汽车将逐步替代燃油车，产品端智能化网联、自动驾驶、快响应性能为新能源车注入更多优势，过去续航与安全问题随着电池与快充技术提升得到改善。**目前国产新能源车性价比与燃油车逐渐持平，市场前景更加广阔，预计壁垒较高的电池核心零部件如高镍正极、负极、薄膜龙头凭借规模效应与本土优势获得高速发展机会。**

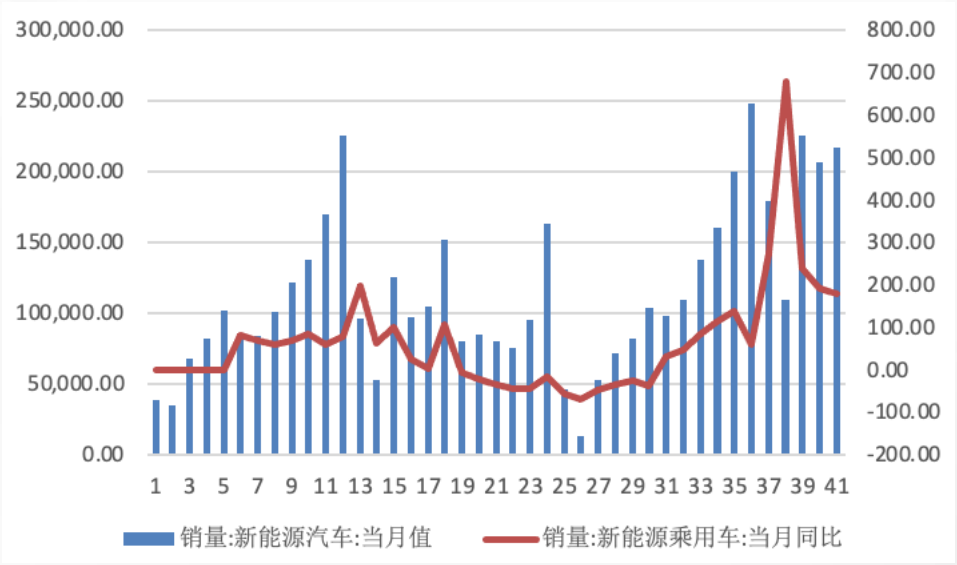
下半年重点关注事件	
全国碳交易市场将于7月初正式上线	全国碳市场首批纳入的是2225家电力企业，之后钢铁、石化、化工、建材等碳排放较高的行业也将纳入全国碳市场。届时这些行业发展态势和竞争格局将发生变化。
7月份新能源汽车销量预测	中汽协预计7月份会公布对下半年新能源汽车的销量预测。

数据来源：WIND、山西证券研究所

碳中和主题：新能源汽车产业延续高景气增长

- 新能源汽车渗透率逐步提升，关注核心零部件和电池产业链。2021年1-5月，新能源汽车产销分别达到96.7万辆和95.0万辆，同比均增长2.2倍，新能源汽车渗透率为9.4%，成为支撑乘用车与零部件企业需求及业绩增长的核心动力。
- 目前新能源汽车市场已形成初步的规模，各家车企均已推出自己的新能源车型。但目前更新周期下，爆款欠缺，各家实力相对均衡，关注上游核心电池产业，增长更为稳定：①利好政策多；②产业潜在需求大，市场前景广阔，业绩爆发力强；③产业链部分关键节点技术壁垒高、突破难度大，技术领先的供应商有望依托产业快速发展扩大规模；④优质车型示范效应下，有望加速电动车普及、动力电池为核心的新能源汽车成本下降、相关零部件国产化进程，进而带动产业链受益。

新能源车销量情况及同比变化



近两年新能源汽车指数涨跌幅



数据来源：WIND、山西证券研究所

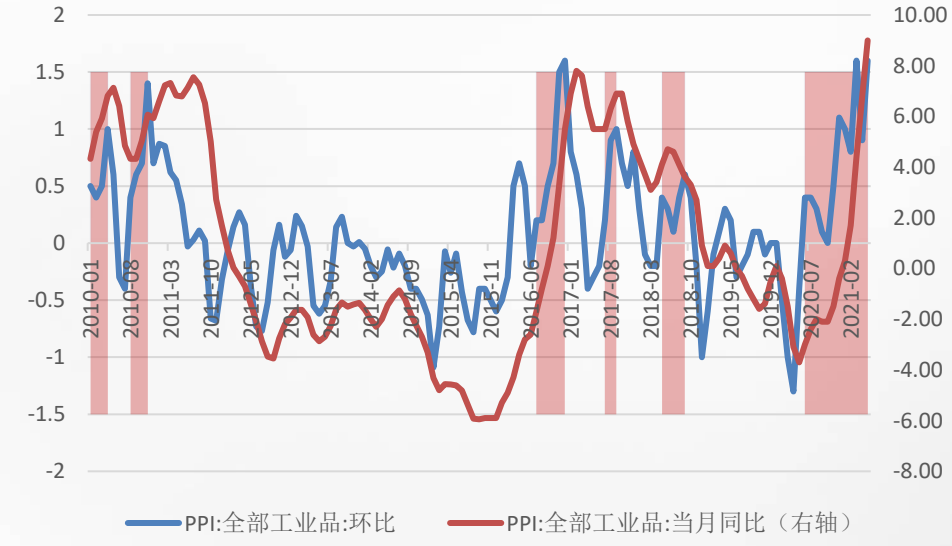
抗通胀主题：可关注有色金属和医疗服务行业

- 如果出现通胀超预期上行的情况，我们该配置哪些品种来对冲不利影响？
- 通过对2010年至今的PPI的分析，用PPI环比连续为正到见顶来确定六个通胀持续上行的区间，我们发现有色金属和医疗服务在通胀上行时期表现较好，具备一定的抗通胀能力。

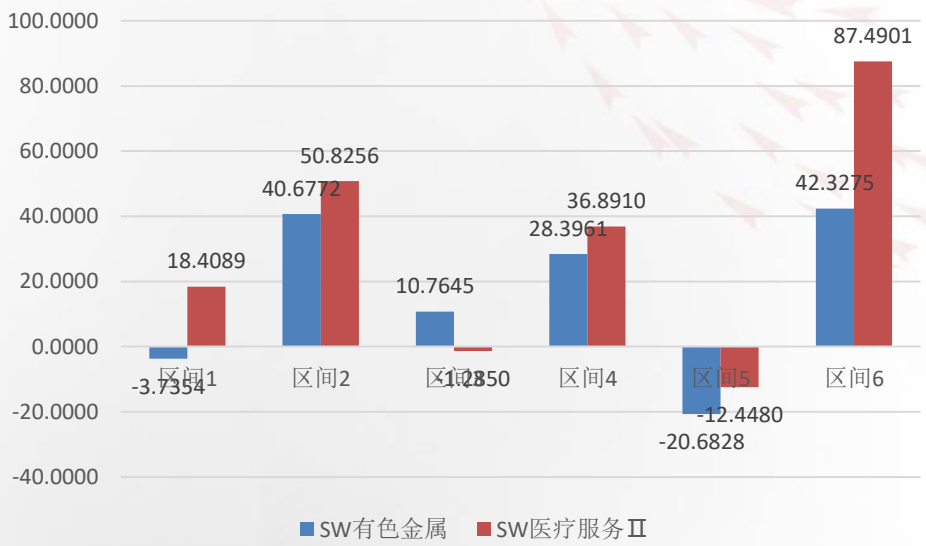
- 有色金属属于价格驱动型产业，宽裕的流动性环境为商品价格上涨创造了有利条件，投资回暖可以增强其需求，其盈利能力与PPI主导的通胀具有较强的相关度。短期来看，有色金属行业的抗通胀性使它涨幅跑赢大盘，但长期来看，大宗商品价格频频受到抑制，有色金属板块不具备长期领涨的能力。

- 医疗服务对通胀敏感度较低，作为最终服务消费，对上游的价格依赖较小，自主定价权强，该行业本身的趋势性要大于通胀带来的周期性。另外随着中国老龄化社会的来临，对医疗服务的需求显著上升。下半年在通胀持续上行且疫情尚未完全恢复的的情况下，可以持续关注医疗行业。

国内PPI



行业涨跌幅（%）



数据来源：WIND、山西证券研究所

风险提示

一、大宗商品再次加速上涨，全球通胀超预期

二、国内宏观经济不达预期

三、国内宏观流动性超预期收紧

四、美债利率大幅上行，对全球金融市场估值产生较大压力

五、行业景气度不达预期

六、全球疫情再次爆发，国内疫情反复

七、地方隐性债务风险和金融风险超预期

分析师承诺：

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

特别声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息，但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期，公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则，公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构；禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人，提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券策略团队

分析师：

麻文宇 CFA
SAC NO：S0760516070001
TEL:010-83496336
Email:mawenyu@sxzq.com

研究助理：

翟子超 FRM
TEL:13681033618
Email:zhaizichao@sxzq.com

太原	北京
太原市府西街69号国贸中心A座28层	北京市西城区平安里西大街28号中海国际中心七层
邮编：030002	邮编：100032
电话：0351-8686981	电话：010-83496336
http://www.i618.com.cn	