2021 年 07 月 04 日

通胀之潮

——投资策略周报

策略研究团队

牟一凌（分析师）
mouyiling@kysec.cn
证书编号：S0790520040001

梅锴（联系人）
meikai@kysec.cn
证书编号：S0790120070044

● **要求回报率与预期回报率的割裂**

市场在关键节点后出现了“意料中”的调整，但发生的程度仍然超过市场预期。当前创业板指、大盘成长的周期调整市盈率分别在历史 1 倍、1.5 倍标准差以上；从基于 ROE 的预期收益率视角看，即使考虑 2021 年的盈利景气，以大盘成长和创业板指为代表的成长风格指数仍在继续透支未来。**通胀之潮再起，市场在估值与盈利之间的矛盾似乎再次回到了令人难忘的 2 月春节前的位置。**进一步我们发现主流赛道 2021Q2 周收益率的波动率虽然相对于 2021Q1 有所下降，但仍处于 2016 年以来的高位，而公募基金持仓行业组合的波动率更是明显高于行业本身。单纯从风险-收益的匹配角度来看，上述行业的要求回报率应当同样处于 2016 年以来的相对高位，但当下组合持有投资者可能面对的却是一个历史较低的预期收益率，**要求回报率与预期回报率的割裂成为市场当下不可调和的结构性矛盾。**

● **2 月是否重现：不必惊慌，“拥挤”程度好于 2 月**

在市场波动下，交易结构上的分析会帮助我们更好捕捉当下变化，局部预测市场走向。我们结论是，**本轮创业板整体更像 2021 年 1-2 月的公募前 100 重仓股，整个市场交易并未像 2 月初一般拥挤，但资金整体对于电新和电子的偏好程度较高。**对于北上而言，本轮行情北上行为整体与 2021 年 1-2 月较为类似，行业上更偏好电子板块；对于主动偏股基金，本轮仓位整体低于 2021 年 2 月水平，整体可能偏谨慎，并未类似于 1-2 月通过不断加仓表达坚定的信仰，更偏好电子、电新等板块。两融持仓创下新高，近期净买入创业板幅度相对于公募前 100 重仓股加速上扬，当前创业板接替了 2 月的公募前 100 重仓股成为杠杆资金的集火区域，行业上**两融 5 月以来加速买入：电新、医药、电子，对于食品饮料反而较为谨慎。**以个人持有为主的 ETF 作为主动基金申赎的代理变量来看：相较于 2021 年 1-2 月，本轮基民整体偏谨慎，“回本赎回”可能是基民更青睐的选择。**本轮并未出现类似于 2021 年 1-2 月的建仓行情，全市场投资者在此前就已相对审慎，尽管我们在此前就以《回调不买入》提示了风险并当下仍然谨慎，但我们认为市场短期出现流动性风险的概率较低，冲击可能是结构性的和较 2 月相对缓和的。**

● **确定性的好：不要忽视通胀的力量**

基本面仍是主线，临近的中报业绩将成为重要线索。我们在报告《中报前瞻：周期的秀场》中我们根据业绩预告和分析师预期，我们发现：**上游原材料、交运及电子超预期概率高。**更重要的是，**我们发现以煤炭、石油化工、钢铁、有色为代表的上游原材料业绩几乎是“确定性的好”，而且更进一步的是，这种“好”此前可能并未被完全预期到，**这就体现在了分析师在 6 月份普遍上调上述行业盈利预测的行为上。**我们的业绩分析与工业企业利润数据相佐证，指示着通胀带来的产业链利润向上分配仍在持续，通胀对于部分盈利改善的力量正在显现。**

● **通胀之潮：起落之间，选好位置**

在全球通胀预期的反复下，押注到底有没有长期通胀，似乎胜负关系总在不断切换，投资者占优策略应该是与估值为伴，站在认知正确后获得更高收益的地方。我们第一条主线仍然推荐：**化工（纯碱、化纤、钛白粉）、煤炭、钢铁、有色（铜、铝）和石化；**第二条价值修复主线：**银行、建筑、房地产、航空、电力等。**

● **风险提示：**经济复苏不及预期；大宗商品价格超预期下滑

相关研究报告

《投资策略专题-中报前瞻：周期的秀场》-2021.7.2

《投资策略专题-割裂的市场与被遗忘的通胀——风格洞察与性价比追踪系列（六）》-2021.7.1

《投资策略专题-开源金股，7 月推荐》-2021.6.29

目 录

1、 要求回报率与预期回报率的割裂 4
1.1、 本轮“茅指数”表现弱于 2 月，内部分化较大 4
1.2、 部分成长类资产的透支水平已经超过了 2 月初时的水平 4
1.3、 不可调和的矛盾：仍处于高位的波动率与下降的预期收益率 6
2、 2 月是否重现：不必惊慌，“拥挤”程度好于 2 月 7
2.1、 北上：本轮整体类似 2 月，均选择卖出食品饮料，更偏好电子板块 7
2.2、 主动偏股基金：本轮仓位低于 2 月，并未像 2 月通过不断加仓表达坚定信仰 8
2.3、 两融：整体偏谨慎，本轮更加青睐创业板，对食品饮料较为谨慎 9
2.4、 基金负债端（代理变量）：本轮基民整体偏谨慎，更青睐“回本赎回”，以机构持有为主的 ETF 则同样被不断赎回 10
3、 确定性的好：不要忽视通胀的力量 11
4、 通胀之潮：起落之间，选好位置 14
5、 风险提示 14

图表目录

图 1： 2021 年 6 月以来，茅指数先下跌后反弹，距离 2021 年 2 月高点仍有较大的距离 4
图 2： 分行业看，本轮行情中，电新板块已经超越 2021 年 1-2 月高点，医药和电子高点与 2021 年 1-2 月高点基本相当，食品饮料板块明显低于 2021 年 1-2 月高点 4
图 3： 截至 6 月末，创业板指的 CAPE 在历史 1 倍标准差以上，明显高于 2021 年 2 月高点 5
图 4： 截至 6 月末，大盘成长的 CAPE 在历史 1.5 倍标准差以上，明显高于 2021 年 2 月高点 5
图 5： 从估值和盈利的匹配度来看，截至 6 月 30 日，创业板指和大盘成长的还债压力仍很高，上证指数和价值风格的预期收益率仍为正 5
图 6： 6 月以来，电子和电气设备板块的透支程度进一步加深，而休闲服务、食品饮料则在还债 5
图 7： 2021Q2 电新行业周收益率波动相较于 2021Q1 下降，但仍位于 2016 年以来的相对高位，且以 2021Q1 公募持仓加权的周收益率波动明显高于行业 6
图 8： 2021Q2 医药行业周收益率波动相较于 2021Q1 下降，但仍位于 2016 年以来的相对高位，且以 2021Q1 公募持仓加权的周收益率波动明显高于行业 6
图 9： 2021Q2 食品饮料行业周收益率波动相较于 2021Q1 下降，但仍位于 2016 年以来的相对高位，且以 2021Q1 公募持仓加权的周收益率波动明显高于行业 6
图 10： 2021Q2 电子行业周收益率波动相较于 2021Q1 下降，但仍位于 2016 年以来的中低水平，且以 2021Q1 公募持仓加权的周收益率波动明显高于行业 6
图 11： 对比 2 月来看，本轮行情中，北上配置盘仍在持续净买入 A 股，交易盘则同样选择逐步卖出 A 股 7
图 12： 对于公募前 100 重仓股，与 2021 年 2 月类似的，本轮北上配置盘同样选择买入，交易盘则继续选择卖出 7
图 13： 对于大盘成长板块，本轮北上配置盘并未像 2021 年 1-2 月不断卖出，交易盘则继续选择不断卖出 7
图 14： 对于创业板，与 2021 年 2 月类似的，本轮北上配置盘同样选择买入，交易盘则继续选择卖出 7
图 15： 对于电新板块，本轮北上配置盘类似于 2021 年 1-2 月不断买入，交易盘则继续“折返跑” 8
图 16： 对于食品饮料板块，本轮北上配置盘/交易盘同样不断卖出 8
图 17： 对于电子板块，本轮北上配置盘类似于 2021 年 1-2 月不断买入，交易盘则选择逐步买入而并非卖出 8
图 18： 对于医药板块，本轮北上配置盘类似于 2021 年 1-2 月不断买入，交易盘则同样选择逐步卖出 8
图 19： 本轮主动偏股基金的仓位整体（测算）低于 2021 年 2 月水平 9

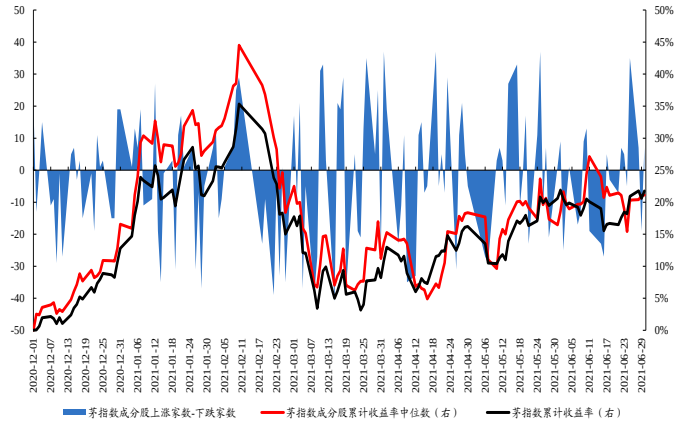
图 20: 对于普通股票型基金而言，相较于 2 月，本轮行情更偏好电子、电新等板块，对于食品饮料和医药板块较为谨慎 9
图 21: 本轮行情两融余额超过 2 月高点，相较于 2 月，本轮行情更偏好电子、电新等板块，对于食品饮料和医药板块较为谨慎 9
图 22: 本轮行情两融余额超过 2 月高点，但两融活跃度相对有所下降 10
图 23: 两融本轮仍在持续净买入大盘成长板块，但加仓幅度弱于 2021 年 1-2 月 10
图 24: 两融本轮仍在持续净买入创业板/主动偏股基金前 100 重仓股板块，且相比于主动偏股基金前 100 重仓股，本轮净买入创业板有所加速 10
图 25: 行业上，5 月以来，两融加速买入电新、医药、电子，对于食品饮料较为谨慎 10
图 26: 个人持有占比较高的股票型 ETF 的申赎情况能较好地反映股票型基金的申购赎回行为 11
图 27: 5 月 24 日以来，以个人/机构持有为主的 ETF 均在持续被净赎回 11
图 28: 工业企业利润增速同比与全部 A 股（非金融）利润增速同比走势高度类似 12
图 29: 以黑/有色金属采选、石油开采为代表的上游原材料板块的业绩增速不仅在当前各个行业间排名靠前 12
图 30: 盈利预期大幅上调的周期与科技板块中报业绩预喜率与业绩增速均较高 13
图 31: 盈利预期大幅上调的周期与科技板块中报业绩预喜率与业绩增速均较高 13

1、 要求回报率与预期回报率的割裂

1.1、 本轮“茅指数”表现弱于 2 月，内部分化较大

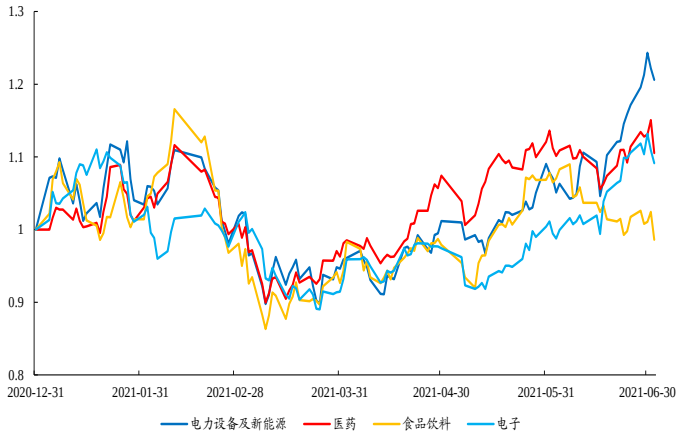
本轮行情中，**以“茅指数”为代表的核心资产整体并未回到 2021 年 2 月高点，内部分化较大**。一方面，本轮“茅指数”高点明显低于 2021 年 2 月高点，另一方面，本轮“茅指数”达到高点时，茅指数内部更多的呈现的是部分标的上涨而并非类似于 2 月呈现集体上涨。分行业来看，以公募主要重仓的行业（食品饮料、医药、电子、电新）为代表，我们发现：本轮行情中，电新板块已经超越 2021 年 1-2 月高点，医药和电子高点与 2021 年 1-2 月高点基本相当，食品饮料板块明显低于 2021 年 1-2 月高点。**我们认为，这种分化背后体现的是投资者对于本轮行情的谨慎与认知的变化**。

图1：2021 年 6 月以来，茅指数先下跌后反弹，距离 2021 年 2 月高点仍有较大的距离



数据来源：Wind、开源证券研究所

图2：分行业看，本轮行情中，电新板块已经超越 2021 年 1-2 月高点，医药和电子高点与 2021 年 1-2 月高点基本相当，食品饮料板块明显低于 2021 年 1-2 月高点



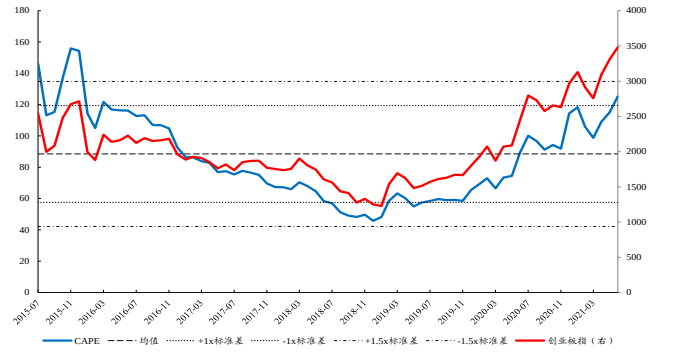
数据来源：Wind、开源证券研究所

注：为了方便比较，将起点（20201231）界定为 1。

1.2、 部分成长类资产的透支水平已经超过了 2 月初时的水平

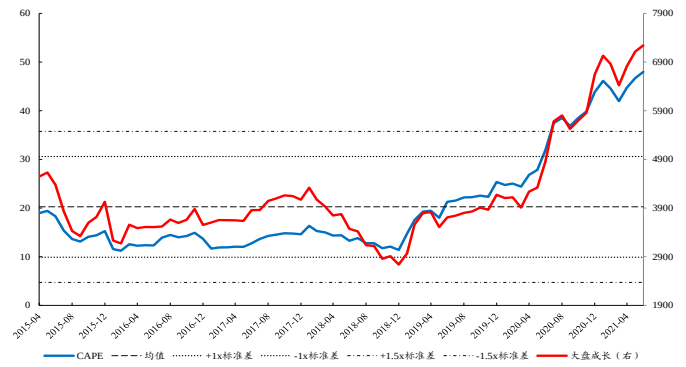
无论从估值还是从估值与盈利的匹配度来看，当前以创业板指和大盘成长为代表的成长风格指数均有较大的估值（“换旧账”）压力。从估值层面来看，当前创业板指、大盘成长的 CAPE 分别在历史 1 倍、1.5 倍标准差以上，明显高于 2 月初的水平，而从估值和盈利的匹配度来看，以大盘成长和创业板指为代表的成长风格指数仍在继续透支未来，透支水平甚至已经超过了 2 月初时的水平。这指示着**市场的脆弱性，同时也预示着以创业板指和大盘成长为代表的成长风格指数较低的预期收益率**。分行业来看， **6 月以来，电子和电气设备板块的透支程度进一步加深，而食品饮料则在“还债”**。

图3：截至 6 月末，创业板指的 CAPE 在历史 1 倍标准差以上，明显高于 2021 年 2 月高点



数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：截至 6 月末，大盘成长的 CAPE 在历史 1.5 倍标准差以上，明显高于 2021 年 2 月高点



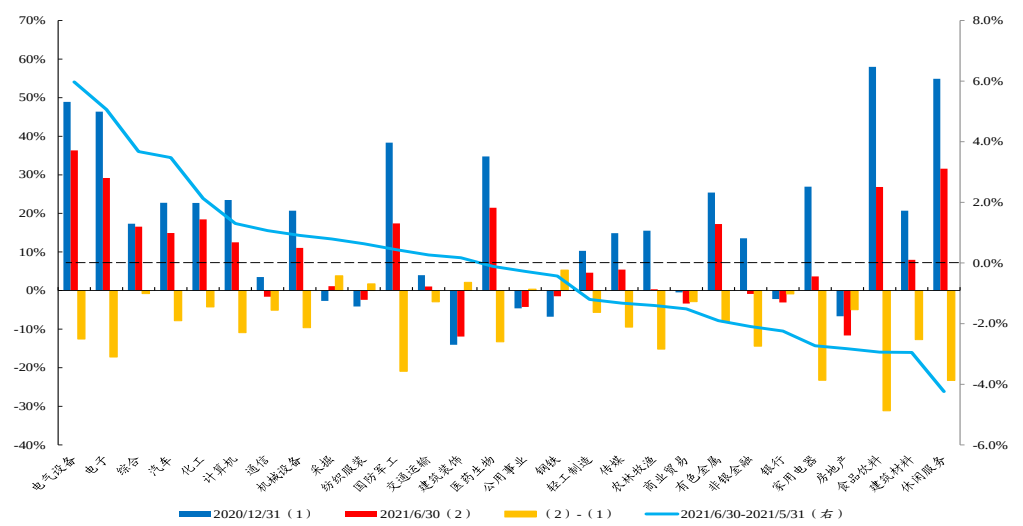
数据来源：Wind、开源证券研究所

图5：从估值和盈利的匹配度来看，截至 6 月 30 日，创业板指和大盘成长的还债压力仍很高，上证指数和价值风格的预期收益率仍为正

指数代码	881001.WI	000001.SH	000300.SH	399006.SZ	000905.SH	399372.SZ	399373.SZ	399374.SZ	399375.SZ	399376.SZ	399377.SZ	000852.SH
指数名称	万得全A	上证指数	沪深300	创业板指	中证500	大盘成长	大盘价值	中盘成长	中盘价值	小盘成长	小盘价值	中证1000
2020-2021年两年回归												
2020-2021两年ROE累乘	20.45%	21.54%	24.26%	34.67%	19.17%	48.47%	23.18%	34.75%	23.33%	26.47%	20.71%	18.56%
2020年收益率	25.62%	13.87%	27.21%	64.96%	20.87%	59.28%	3.26%	34.74%	5.76%	22.77%	13.57%	19.39%
2021年预期收益率	-4.11%	6.74%	-2.32%	-18.36%	-1.41%	-6.79%	19.29%	0.01%	16.61%	3.01%	6.29%	-0.70%
2021年实际收益率	2.86%	1.32%	-2.50%	12.39%	4.57%	5.03%	-4.58%	7.79%	1.37%	9.58%	5.76%	3.95%
预期-实际	-6.97%	5.42%	0.18%	-30.76%	-5.98%	-11.82%	23.87%	-7.78%	15.24%	-6.57%	0.53%	-4.65%
2020-2021两年年化ROE	9.75%	10.24%	11.47%	16.05%	9.17%	21.85%	10.99%	16.08%	11.05%	12.46%	9.87%	8.88%
2022年预期收益率=预期ROE	12.75%	11.96%	12.44%	17.52%	13.11%	21.29%	11.55%	18.65%	13.22%	15.90%	12.17%	14.68%
回归历史中枢（过去5年累计收益率-累计ROE的中位数）												
2016-2020累计收益率-累计ROE中位数	-2.44%	-7.03%	-3.97%	-3.10%	2.03%	-17.11%	-9.68%	-12.32%	-7.43%	-6.87%	-5.85%	-0.61%
2021年累计ROE	10.76%	11.49%	13.56%	10.95%	7.74%	17.78%	13.87%	12.72%	9.35%	10.03%	8.55%	6.53%
2021年预期收益率	6.87%	2.76%	-9.00%	-16.47%	9.79%	-37.91%	-1.23%	-23.37%	3.13%	3.21%	2.79%	6.86%
2021年实际收益率	2.86%	1.32%	-2.50%	12.39%	4.57%	5.03%	-4.58%	7.79%	1.37%	9.58%	5.76%	3.95%
预期-实际	4.02%	1.44%	-6.50%	-28.87%	5.22%	-42.94%	3.35%	-31.16%	1.76%	-6.37%	-2.97%	2.91%
2017-2021累计收益率-累计ROE中位数	-2.69%	-7.15%	-3.58%	-3.10%	1.49%	-16.20%	-9.68%	-11.55%	-7.73%	-6.87%	-5.85%	-1.26%
2022年累计ROE	10.82%	11.49%	13.48%	11.45%	8.00%	18.07%	13.69%	12.97%	9.56%	10.42%	8.78%	7.35%
2022年预期收益率	8.34%	3.25%	7.62%	-14.94%	10.59%	-30.55%	5.38%	-18.61%	2.51%	1.95%	2.74%	10.53%

数据来源：Wind、开源证券研究所

图6：6 月以来，电子和电气设备板块的透支程度进一步加深，而休闲服务、食品饮料则在还债

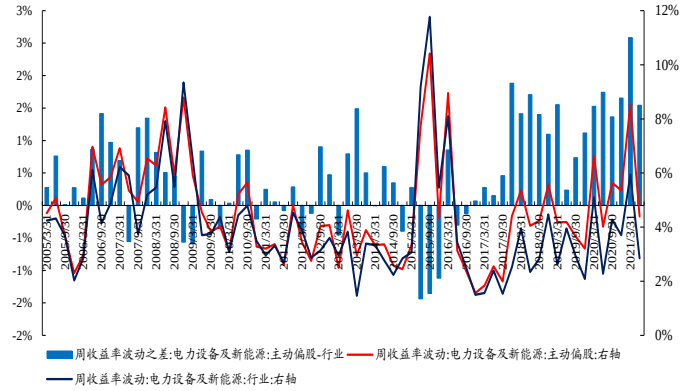


数据来源：Wind、开源证券研究所。注：纵轴为 2019 年以来截至特定时间点的年化收益率-年化 ROE（没有实际值的采用预测值）。

1.3、 不可调和的矛盾：仍处于高位的波动率与下降的预期收益率

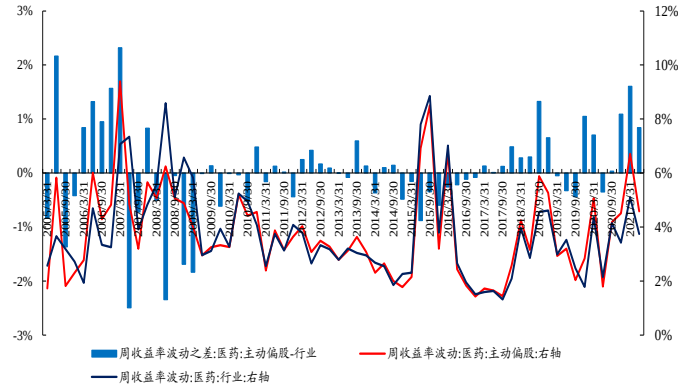
进一步地，我们发现电新、医药、食品饮料等板块 2021Q2 周收益率的波动率虽然相对于 2021Q1 有所下降但仍处于 2016 年以来的高位，且明显高于行业本身，这意味着**从风险-收益的匹配角度来看，上述行业的要求回报率应当同样处于 2016 年以来的相对高位**，但考虑到上述行业的“还债”压力较大，这意味着**上述资产的预期回报率和投资者的要求回报率之间可能存在矛盾，上述资产配置的性价比在下降**。

图7：2021Q2 电新行业周收益率波动相较于 2021Q1 下降，但仍位于 2016 年以来的相对高位，且以 2021Q1 公募持仓加权的周收益率波动明显高于行业



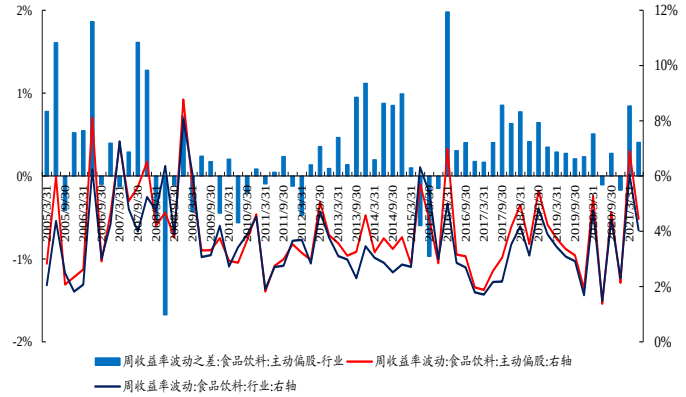
数据来源：Wind、开源证券研究所

图8：2021Q2 医药行业周收益率波动相较于 2021Q1 下降，但仍位于 2016 年以来的相对高位，且以 2021Q1 公募持仓加权的周收益率波动明显高于行业



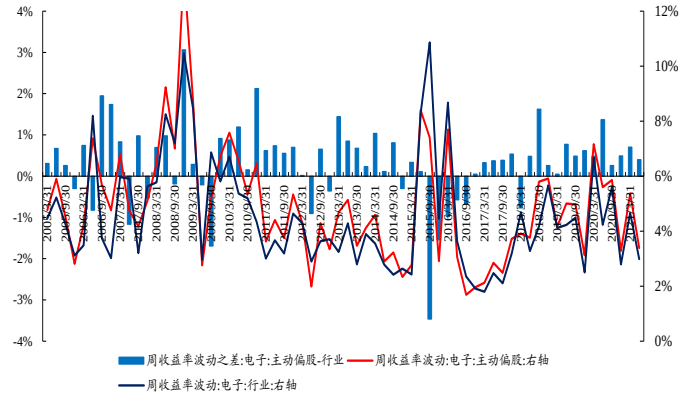
数据来源：Wind、开源证券研究所

图9：2021Q2 食品饮料行业周收益率波动相较于 2021Q1 下降，但仍位于 2016 年以来的相对高位，且以 2021Q1 公募持仓加权的周收益率波动明显高于行业



数据来源：Wind、开源证券研究所

图10：2021Q2 电子行业周收益率波动相较于 2021Q1 下降，但仍位于 2016 年以来的中低水平，且以 2021Q1 公募持仓加权的周收益率波动明显高于行业



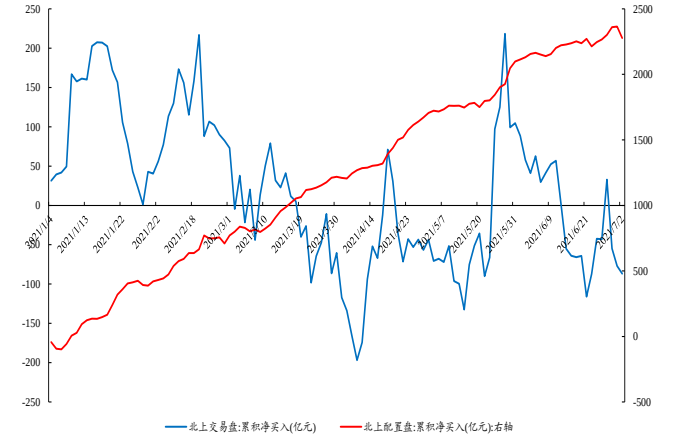
数据来源：Wind、开源证券研究所

2、 2 月是否重现：不必惊慌，“拥挤”程度好于 2 月

2.1、 北上：本轮整体类似 2 月，均选择卖出食品饮料，更偏好电子板块

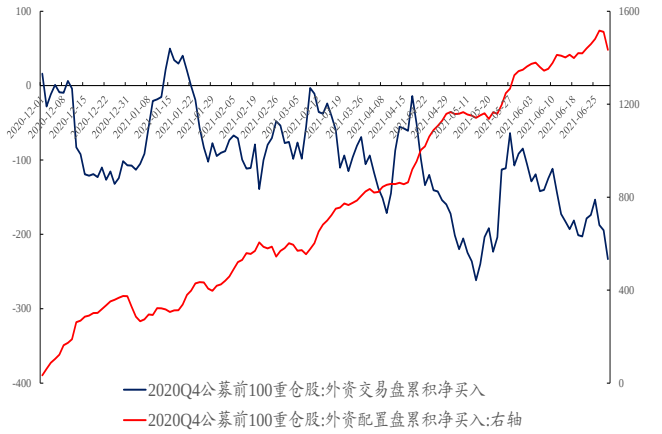
对于北上而言，本轮行情北上行为整体与 2021 年 1-2 月较为类似：**北上配置盘仍在持续净买入 A 股，交易盘则同样选择逐步卖出 A 股。**对于大盘成长板块，本轮北上配置盘并未像 2021 年 1-2 月不断卖出，交易盘则继续选择不断卖出；对于公募前 100 重仓股和创业板，与 2021 年 2 月类似的，本轮北上配置盘同样选择买入，交易盘则继续选择卖出。

图11：对比 2 月来看，本轮行情中，北上配置盘仍在持续净买入 A 股，交易盘则同样选择逐步卖出 A 股



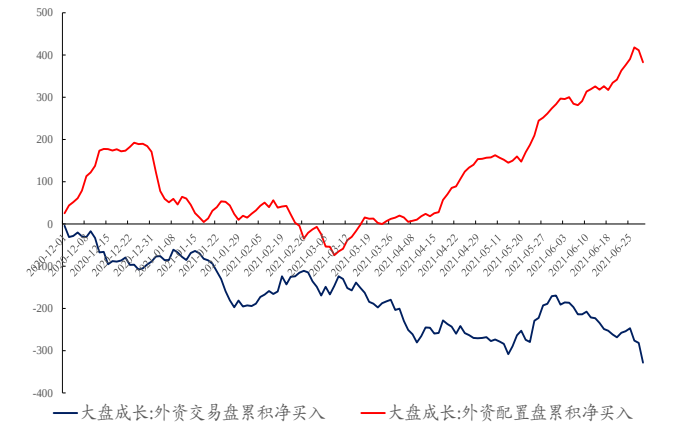
数据来源：Wind、开源证券研究所

图12：对于公募前 100 重仓股，与 2021 年 2 月类似的，本轮北上配置盘同样选择买入，交易盘则继续选择卖出



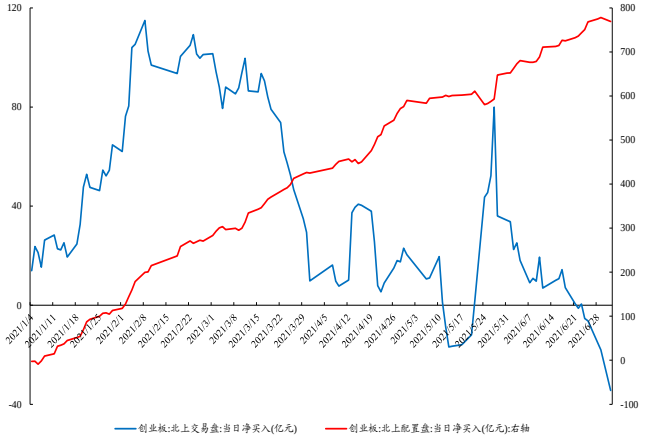
数据来源：Wind、开源证券研究所

图13：对于大盘成长板块，本轮北上配置盘并未像 2021 年 1-2 月不断卖出，交易盘则继续选择不断卖出



数据来源：Wind、开源证券研究所

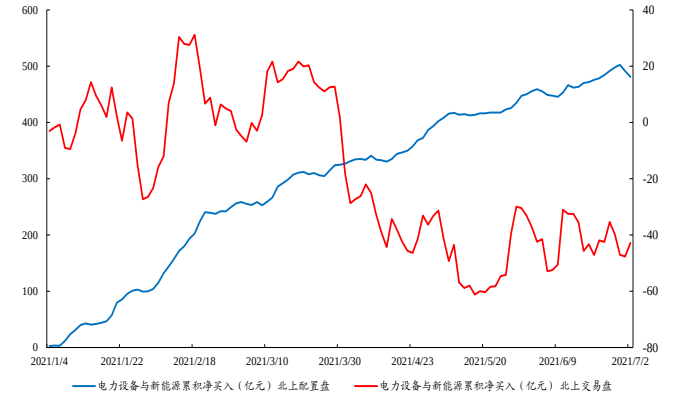
图14：对于创业板，与 2021 年 2 月类似的，本轮北上配置盘同样选择买入，交易盘则继续选择卖出



数据来源：Wind、开源证券研究所

对于基金重仓的食品饮料、医药、电子和电新等 4 个行业，**本轮北上配置/交易盘行为与 2021 年 1-2 月同样较为类似**，这意味着两轮行情中，北上各类投资者对于食品饮料均选择不断卖出，但相较于 1-2 月，本轮北上投资者更偏好于电子板块，而对于电新和医药板块，配置盘均选择持续净买入，交易盘则较为谨慎。

图15：对于电新板块，本轮北上配置盘类似于 2021 年 1-2 月不断买入，交易盘则继续“折返跑”



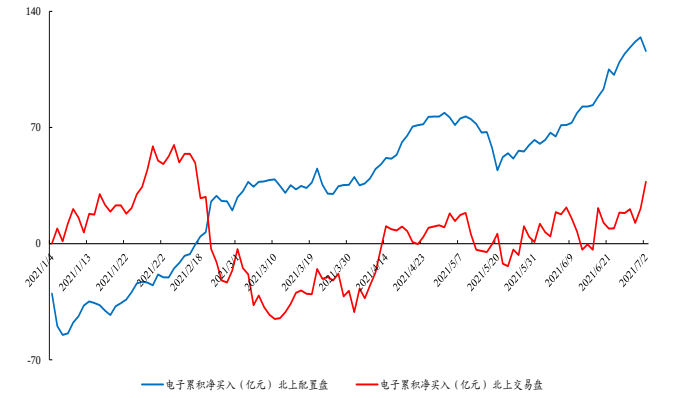
数据来源：Wind、开源证券研究所

图16：对于食品饮料板块，本轮北上配置盘/交易盘同样不断卖出



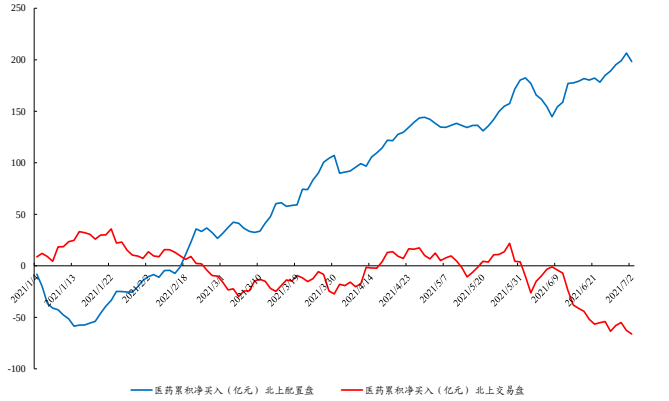
数据来源：Wind、开源证券研究所

图17：对于电子板块，本轮北上配置盘类似于 2021 年 1-2 月不断买入，交易盘则选择逐步买入而并非卖出



数据来源：Wind、开源证券研究所

图18：对于医药板块，本轮北上配置盘类似于 2021 年 1-2 月不断买入，交易盘则同样选择逐步卖出

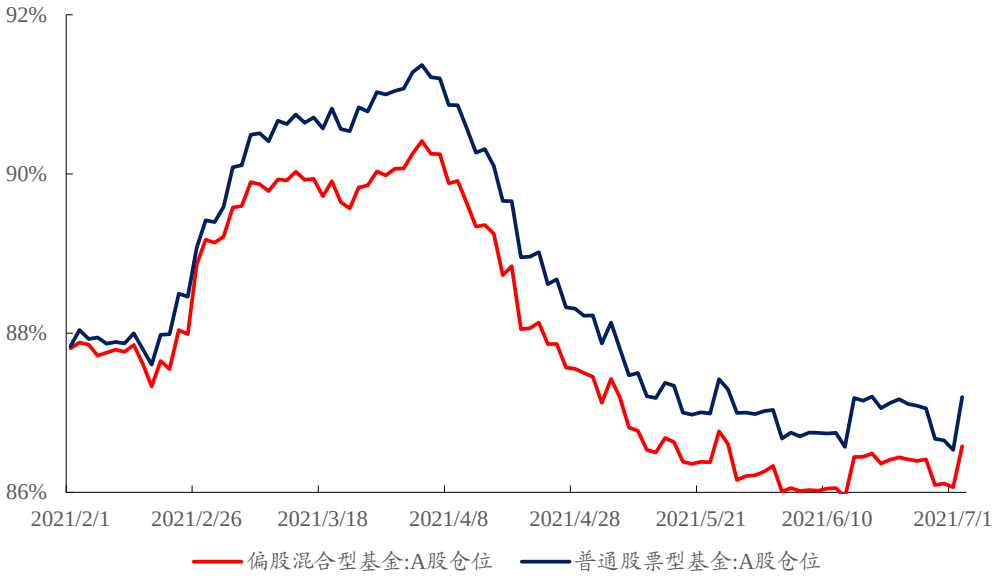


数据来源：Wind、开源证券研究所

2.2、 主动偏股基金：本轮仓位低于 2 月，并未像 2 月通过不断加仓表达坚定信仰

对于主动偏股基金，本轮主动偏股基金的仓位整体低于 2021 年 2 月水平。对于近几年公募的长期底仓品种食品饮料、医药、电子以及电新等板块，本轮行情更偏好电子、电新等板块，对于食品饮料和医药板块较为谨慎。这意味着**本轮公募整体可能偏谨慎，并未类似于 1-2 月通过不断加仓表达坚定的信仰，如果投资者认为 2 月的调整来源之一是市场坚定信仰与“害怕错过”行为演绎到极致导致，那么市场未来的调整可能并不如 1-2 月强烈**。

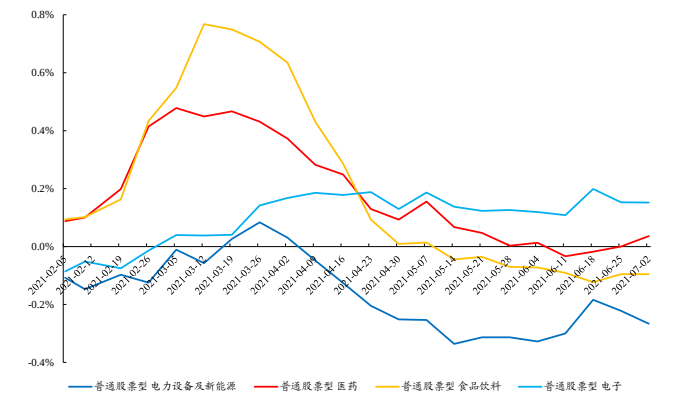
图19：本轮主动偏股基金的仓位整体（测算）低于 2021 年 2 月水平



数据来源：Wind、开源证券研究所

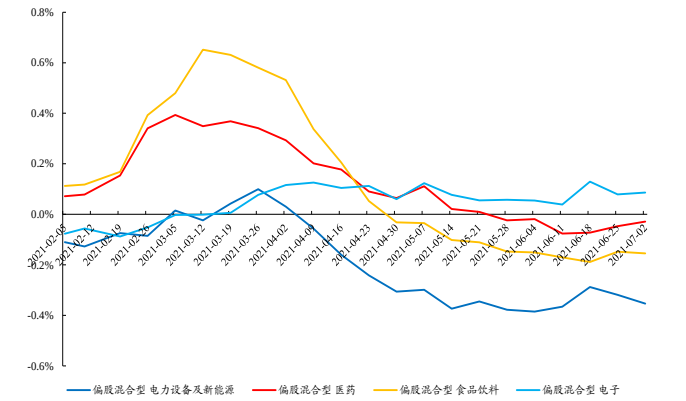
注：基于二次规划法测算。

图20：对于普通股票型基金而言，相较于 2 月，本轮行情更偏好电子、电新等板块，对于食品饮料和医药板块较为谨慎



数据来源：Wind、开源证券研究所

图21：本轮行情两融余额超过 2 月高点，相较于 2 月，本轮行情更偏好电子、电新等板块，对于食品饮料和医药板块较为谨慎

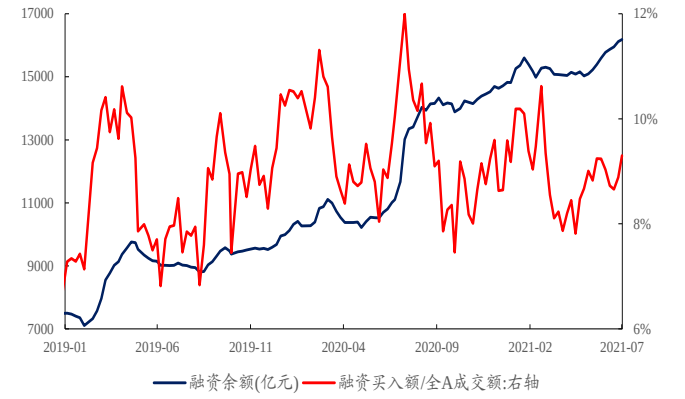


数据来源：Wind、开源证券研究所

2.3、 两融：整体偏谨慎，本轮更加青睐创业板，对食品饮料较为谨慎

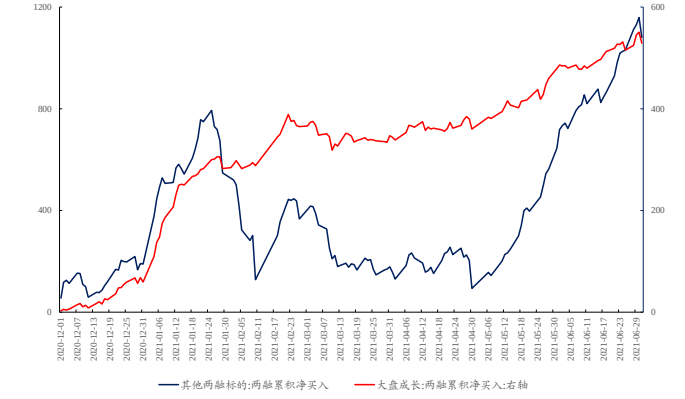
5 月中旬以来两融投资者加速买入，这类似于 2 月冲顶前，但本轮两融活跃度明显低于 2 月，这同样反映了**两融投资者整体对于本轮行情可能偏谨慎**。对于大盘成长板块，两融继续买入但力度弱于 2 月，对于创业板而言，两融近期净买入幅度相对于公募前 100 重仓股加速上扬，这意味着当前**创业板可能更类似于 2021 年 2 月的公募前 100 重仓股**。行业上，5 月以来，**两融加速买入电新、医药、电子，对于食品饮料较为谨慎**。

图22：本轮行情两融余额超过 2 月高点，但两融活跃度相对有所下降



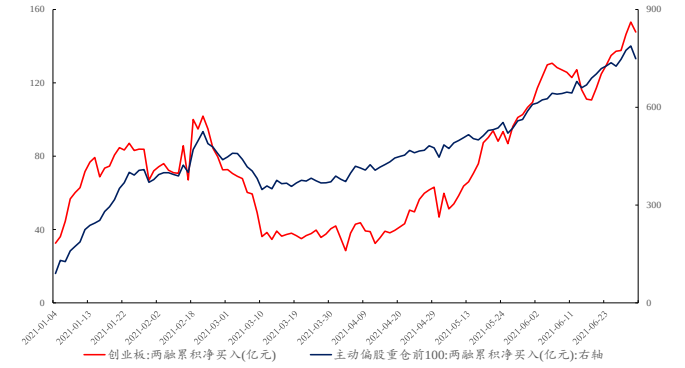
数据来源：Wind、开源证券研究所

图23：两融本轮仍在持续净买入大盘成长板块，但加仓幅度弱于 2021 年 1-2 月



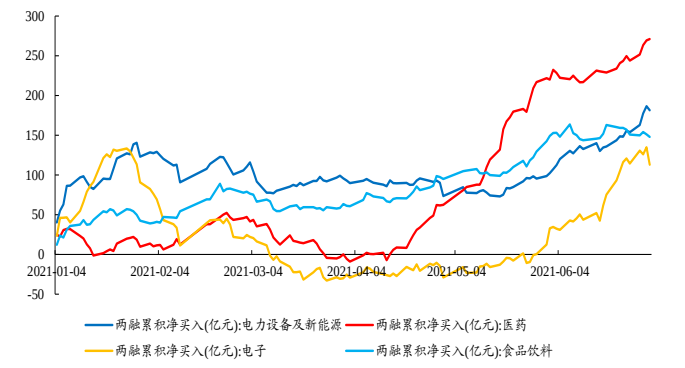
数据来源：Wind、开源证券研究所

图24：两融本轮仍在持续净买入创业板/主动偏股基金前 100 重仓股板块，且相比于主动偏股基金前 100 重仓股，本轮净买入创业板有所加速



数据来源：Wind、开源证券研究所

图25：行业上，5 月以来，两融加速买入电新、医药、电子，对于食品饮料较为谨慎



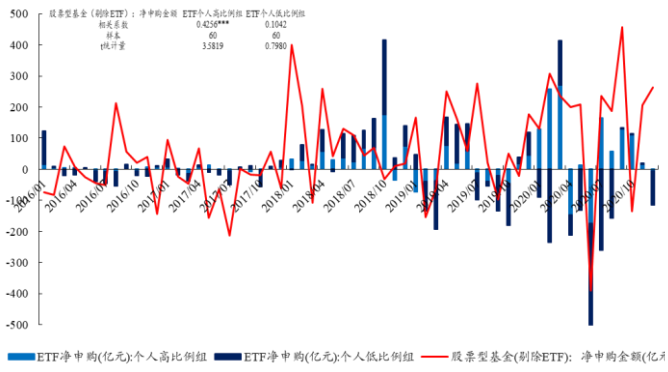
数据来源：Wind、开源证券研究所

注：主动偏股基金前 100 重仓股为 2020Q4 重仓股

2.4、 基金负债端(代理变量)：本轮基民整体偏谨慎，更青睐“回本赎回”，以机构持有为主的 ETF 则同样被不断赎回

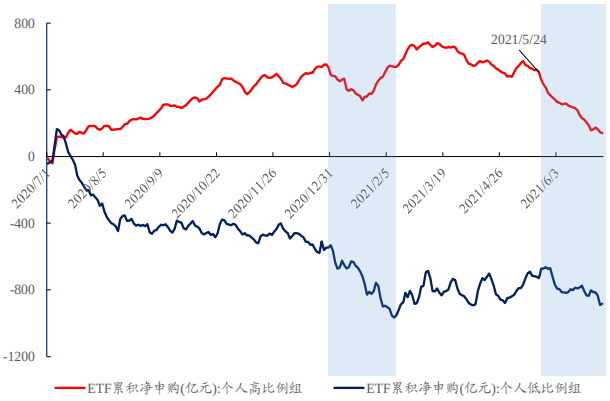
以个人持有为主的 ETF 作为主动基金申赎的代理变量来看：自 5 月 24 日以来，以个人投资者可能在持续赎回基金，并未像 2021 年 1-2 月经历了个人投资者的赎回-申购过程，这意味着**2 月下跌对市场的影响仍未消除，当前个人投资者可能更多的是在选择“回本赎回”**。而对于以机构持有为主的 ETF，两轮行情背后均选择不断赎回，这意味着**相较于 2021 年 1-2 月，本轮基民整体偏谨慎，“回本赎回”可能是基民更青睐的选择。**换个角度来看，**本轮并未出现类似于 2021 年 1-2 月的建仓行情，空头的观点在前期已经得到一定程度的表达，这意味着后续调整的幅度可能会弱于 2021 年 2 月**。

图26：个人持有占比较高的股票型ETF的申赎情况能较好地反映股票型基金的申购赎回行为



数据来源：Wind、开源证券研究所

图27：5月24日以来，以个人/机构持有为主的ETF均在持续被净赎回



数据来源：Wind、开源证券研究所

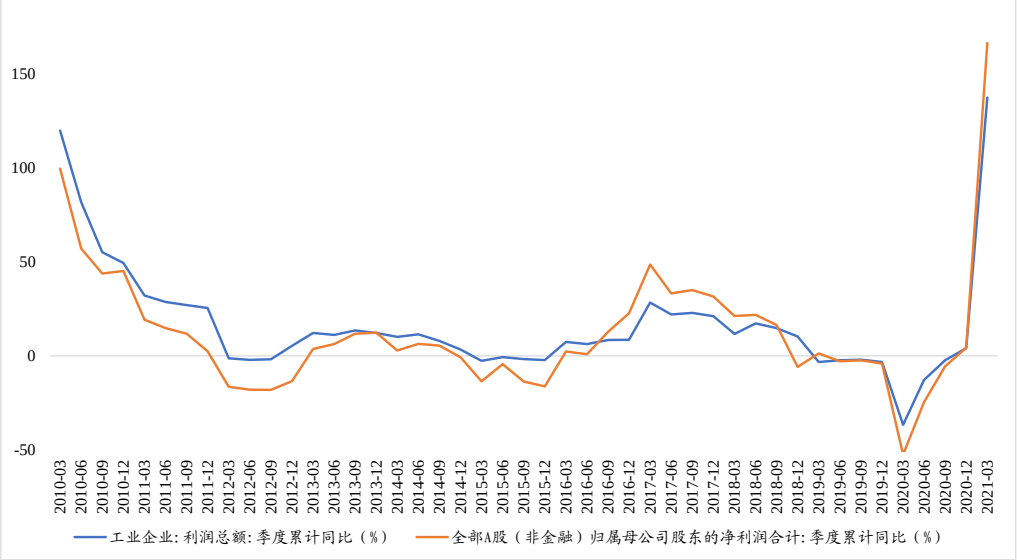
3、 确定性的好：不要忽视通胀的力量

我们的交易指标指示，尽管通胀预期的回升与实际利率的变化可能都是指示着当下和2月调整的环境的相似度，尽管估值水平本身的极端程度当下也与2月相似，但是本轮调整可能与2月存在某种程度差异：2月市场风险认知不足，并未真正意义上关注估值问题，当时的调整触发可能是多头交易力量的枯竭。本轮更多的是由于市场在此前已经关注性价比，可能是空头力量逐渐占据上风。这意味着，后续基本面本身的驱动更为重要。

我们此前在周报《市场将重新定价通胀》中提到：由于本轮经济中，并未有效形成需求扩张→供给扩张→同时带来再投资需求→供给进一步扩张的正反馈机制，同样地，在经济因为价格上涨而阶段性走弱时，本身也不会出现加速向下的循环，因此中上游企业盈利在高位的持续时间将被拉长。而从过往经验看，从钢铁吨钢毛利变化来看，在2016年至2017年上一轮PPI见顶回落到2次回升期间，吨钢毛利短期下滑，而后再度向上攀升；而煤炭与工业金属的盈利能力仍在不断改善。PPI本质上是用一个广泛且稳定的宏观指标刻画微观，但如果PPI由于基数效应明显回落导致数据无法刻画变化，那投资者也要理解未来的涨价效应的实际影响，我们理解即使考虑基数效应，PPI同比横在高位的时间可能是超预期的。

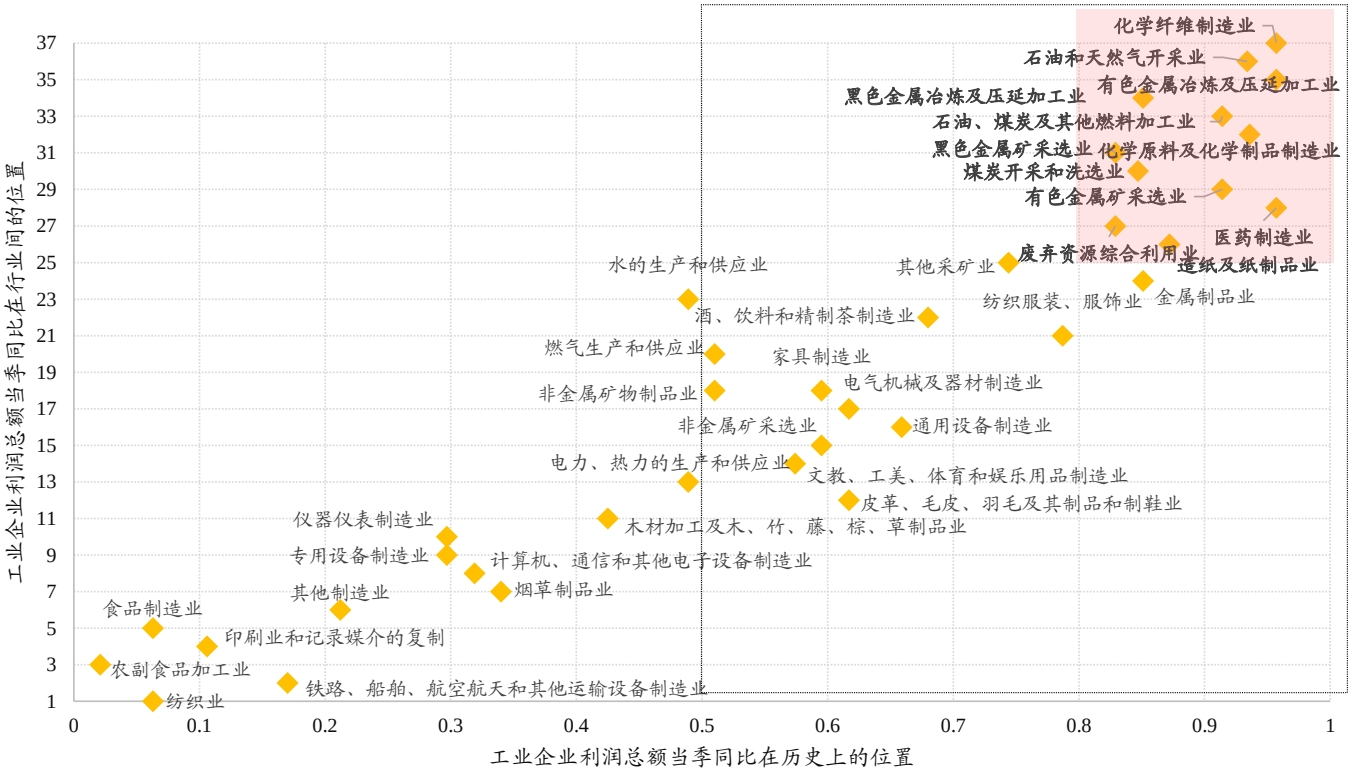
在报告《中报前瞻：周期的秀场》中我们提到：**以工业企业利润作为财报前瞻指标，我们预计中下游业绩不差，而上游原材料板块的业绩增速将体现出明显的相对和绝对优势。**更进一步地，从业绩预告到分析师预期，我们发现：**上游原材料、交运及电子超预期概率高。**尽管在正式财报披露前对中报业绩的预测总有“不准”的风险，但我们可以采取多种方法来提升准确性，但无论用哪一种方法，我们会发现通胀的力量总是能够显现出来，**以煤炭、石油化工、钢铁、有色为代表的上游原材料业绩几乎是“确定性的好”，而且更进一步的是，这种“好”此前可能并未被完全预期到，这就体现在了分析师在6月份普遍上调上述行业盈利预测的行为上。**

图28：工业企业利润增速同比与全部 A 股（非金融）利润增速同比走势高度类似



数据来源：Wind、开源证券研究所

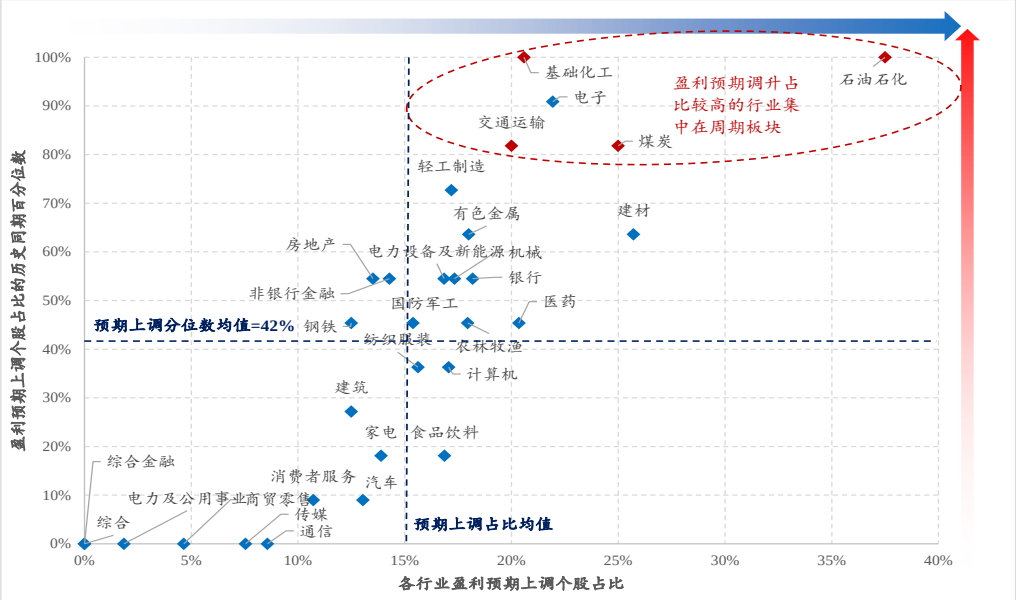
图29：以黑/有色金属采选、石油开采为代表的上游原材料板块的业绩增速不仅在当前各个行业间排名靠前



数据来源：Wind、开源证券研究所

注：工业企业利润总额当季同比采用的是历年 3 月至 5 月的数据。

图30：盈利预期大幅上调的周期与科技板块中报业绩预喜率与业绩增速均较高



数据来源：Wind、开源证券研究所

图31：盈利预期大幅上调的周期与科技板块中报业绩预喜率与业绩增速均较高

所属一级行业	预喜率	预警率	预告净利润平均增速（%）	预告净利润增速中位数（%）	披露家数
交通运输	1.00	0.00	479.99	125.00	13
传媒	0.88	0.13	348.21	152.77	8
农林牧渔	0.33	0.67	-81.46	-59.82	3
医药	0.80	0.20	2960.11	127.69	30
商贸零售	1.00	0.00	533.95	453.55	4
国防军工	1.00	0.00	53.33	50.00	3
基础化工	0.95	0.05	357.54	150.00	41
家电	0.86	0.14	174.48	100.00	7
建材	1.00	0.00	432.11	250.00	5
建筑	0.80	0.20	15.75	38.90	5
房地产	0.86	0.14	212.75	83.05	7
有色金属	0.78	0.22	250.33	200.15	9
机械	0.93	0.07	407.81	95.95	46
汽车	0.74	0.26	791.24	100.00	19
消费者服务	0.75	0.25	593.03	171.52	4
煤炭	1.00	0.00	780.69	70.00	3
电力及公用事业	1.00	0.00	228.22	59.20	9
电力设备及新能源	0.77	0.23	209.19	74.72	26
电子	0.88	0.12	272.80	130.00	34
石油石化	1.00	0.00	220.97	245.00	7
纺织服装	0.58	0.42	571.60	77.50	12
计算机	0.67	0.33	-83.12	42.50	9
轻工制造	0.75	0.25	142.25	89.10	12
通信	0.83	0.17	111.32	109.48	6
钢铁	0.92	0.08	367.82	324.96	12
银行	1.00	0.00	10.00	10.00	1
非银行金融	1.00	0.00	78.20	61.50	6
食品饮料	0.90	0.10	292.55	56.58	10

数据来源：Wind、开源证券研究所

4、 通胀之潮：起落之间，选好位置

在全球通胀预期的反复下，押注到底有没有长期通胀，似乎胜负关系总在不断切换，投资者占优策略应该是与估值为伴，站在认知正确后获得更高收益的地方。我们第一条主线仍然推荐：**化工（纯碱、化纤、钛白粉）、煤炭、钢铁、有色（铜、铝）和石化**；第二条价值修复主线：**银行、建筑、房地产、航空、电力**等。

5、 风险提示

经济复苏不及预期；大宗商品价格超预期下滑

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。
因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%～20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在－5%～＋5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。
备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。		

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，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，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海
地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳
地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京
地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安
地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn