

支撑7月权益市场上行的三个核心逻辑

中银定量6月大类资产展望

- **逻辑一：6月社融或大概率企稳回升，紧社融格局反转利多权益：**6月份Shibor 3M 利率触底回升或预示社融数据触底企稳。从社融变动的边际因素来看，截至2021年6月底，新增专项债发行进度不及30%，远低于2020年同期进度（约60%），新增专项债在Q3-Q4发力或为社融触底企稳的核心因素之一。
- **逻辑二：盈利或继续超预期上行，利多权益市场。**
 - 1) 供给侧依然受限，涨价继续支撑盈利上行。PPI在未来1个季度或继续维持高位。支撑PPI处于高位的核心原因为供给侧的限制在短期内难以充分释放。当前中国企业的资本支出意愿仍然显著低于2019年11月疫情爆发之前，在固定资产投资增速未恢复到疫情爆发之前水平时，涨价的压力将持续存在，预计PPI将在下一个季度继续处于高位。
 - 2) 指数层面，市场盈利预期仍在高位，中小成长与周期板块具有显著优势。观察核心指数归母净利润未来2年复合同比以及同比季度变化指标可知，沪深300指数有触顶回落的迹象，但中证500和创业板指盈利预期仍然上行，相对优势显著。
- **逻辑三：估值对指数影响偏正面：**十年国债利率在4-6月期间从高点回落，对沪深300指数未来回报率是正向支撑作用。从各个指数的E/P(TTM)与指数未来回报率角度来看，当前估值对各指数中长期回报率影响中性偏正面。
- **行业轮动推荐：**基于分析师一致预期构建行业景气度指标与轮动策略。本期看多的前五行业为电子、传媒、电力设备以及新能源、消费者服务、家电。今年以来，按周度推荐前5行业等权配置的行业轮动策略获得累计收益8.63%，沪深300区间收益率为-1.06%，策略对应累计超额收益为9.70%。
- **风险提示：**投资者需关注模型失效风险以及疫情和货币政策突然转向所引发的系统性市场风险。

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

宏观经济及策略：量化研究

证券分析师：郭军
(8610)66229081
jun.guo@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号：S1300519070001

联系人：郭策
(8610)66229239
ce.guo@bocichina.com
一般证券业务证书编号：S1300120080023

目录

一、核心逻辑一：6月社融或触底企稳，利多权益市场	4
二、核心逻辑二：盈利或继续超预期利多权益	5
1. 供给侧依然受限，涨价继续支撑盈利上行。	5
2. 指数回报率中盈利贡献显著提升、估值显著提升	7
3. 指数盈利预期仍在高位，中小成长与周期具有显著优势。	8
三、核心逻辑三：估值对各指数呈中性偏正面影响	10
1. PE（TTM）对指数预期回报率影响偏正向	10
2. 利率对指数预期回报率影响偏正向	10
四、行业轮动推荐	11
五、风险提示	14

图表目录

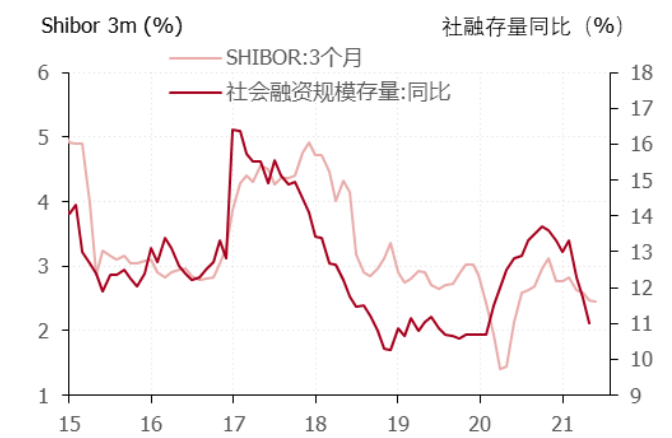
图表 1. Shibor3M 利率可反映社融存量同比的变化趋势	4
图表 2. Shibor3M 触底回升或预示社融数据触底企稳	4
图表 3. 社融存量同比上行区间大多对应权益市场牛市	4
图表 4. 新增专项债在 Q3-Q4 发力或为社融企稳核心	4
图表 5. PPI 走势与 CRB 金属现货指数高度正相关	5
图表 6. CRB 现货金属指数高位震荡支撑 PPI 高位波动	5
图表 7. M1 同比对 PPI 同比的领先效应	5
图表 8. 工业企业两年复合利润总额累计增速显著高于爆发疫情前	6
图表 9. 国内资本支出意愿显著低于疫情之前	6
图表 10. 制造业资本支出意愿显著低于疫情爆发之前	6
图表 11. 需求端继续修复，核心 CPI 持续提升接近疫情前水平	7
图表 12. CPI 定基分项指数恢复接近疫情前水平	7
图表 13. PPI-CPI 剪刀差扩大，继续利好中上游周期行业	7
图表 14. 沪深 300 盈利贡献著提升，估值贡献度显著回落	8
图表 15. 中证 500 盈利贡献著提升，估值贡献度显著回落	8
图表 16. 创业板盈利贡献著提升，估值贡献度显著回落	8
图表 17. 仅沪深 300 盈利预期有触顶回落迹象	9
图表 18. 仅沪深 300 的分析师情绪变动呈现高位回落趋势	9
图表 19. 当前估值 (E/P TTM) 对各指数中长期回报率影响偏正面	10
图表 20. 十年国债利率对指数的未来收益存在负向作用	10
图表 21. 十年国债利率对指数的未来收益存在负向作用	10
图表 22. 行业 ROE(FY1) 季度变化明细	11
图表 23. 行业归母净利润同比(FY1) 季度变化明细	11
图表 24. 行业轮动推荐表	12
图表 25. 本周推荐的五个行业以及对应 ETF	12
图表 26. 策略累计净值	13
图表 27. 策略超额净值	13

一、核心逻辑一：6月社融或触底企稳，利多权益市场

6月份 Shibor3M 利率触底回升或预示社融数据触底企稳。我们通过锚定信贷价格的代理指标“3个月 Shibor 利率”来跟踪判断社融的量。具体逻辑为：当信贷由实体经济主导时，信贷量价同向变动，而出现极端压力环境，如疫情、经济危机等情况时，货币政策在货币供给端主导信贷，那么量价反向变动。如果认为当前信贷由实体经济所主导，那么 Shibor 3M 利率可反映社融存量同比的变化趋势。

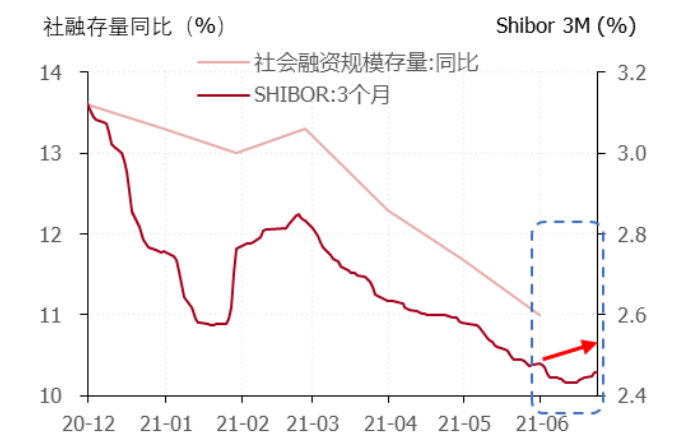
2020年11月至2021年5月，社融进入趋势下行周期，但进入6月份，Shibor 3M 利率开始触底回升，或预示社融数据触底企稳。

图表 1. Shibor3M 利率可反映社融存量同比的变化趋势



资料来源：万得，中银证券

图表 2. Shibor3M 触底回升或预示社融数据触底企稳



资料来源：万得，中银证券

历史上,社融存量同比上行区间大多对应权益市场的牛市。典型如 2005-2007.06, 2008.11-2009.12, 2012.03-2013.02, 2016.01-2017.01, 2018.11-2020.11 等区间。

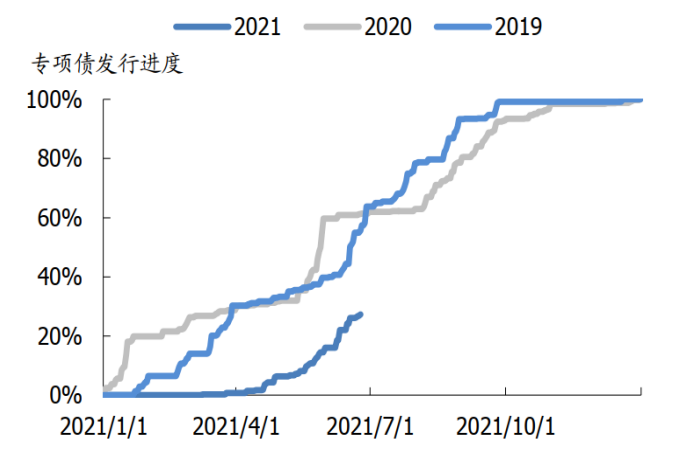
从社融变动的边际因素来看,截至 2021 年 6 月底,新增专项债发行进度不及 30%, 远低于 2020 年同期进度 (约 60%), 新增专项债在 Q3-Q4 发力或为社融触底企稳的核心因素之一。

图表 3. 社融存量同比上行区间大多对应权益市场牛市



资料来源：万得，中银证券

图表 4. 新增专项债在 Q3-Q4 发力或为社融企稳核心



资料来源：万得，中银证券

二、核心逻辑二：盈利或继续超预期利多权益

1. 供给侧依然受限，涨价继续支撑盈利上行。

PPI在未来1个季度或继续维持高位。历史数据显示，PPI走势与CRB金属现货指数高度正相关：自2021年5月起，CRB现货金属指数一直在高位震荡。近期原油价格持续上行，但美国页岩油和OPEC的原油供给并未显著放开，进一步引发油价超预期上行。我们预测，PPI在7月大概率仍处于高位。

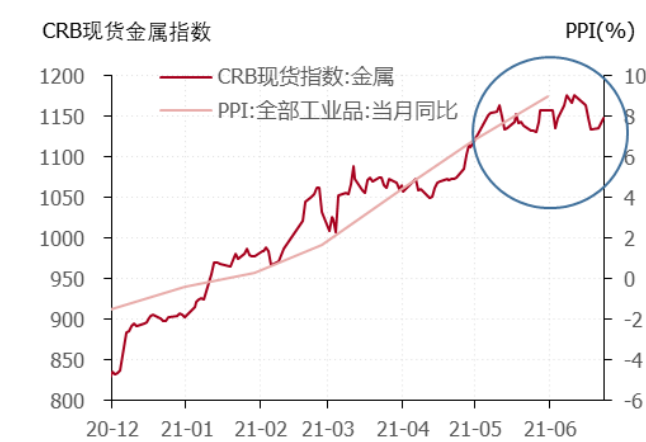
历史数据显示，M1同比对PPI同比的走势具有较为稳健的领先效应（领先区间约在2至3季度）：通过观察领先8个月的M1同比（4个月移动平滑处理）可知，PPI在未来1个季度仍大概率处于上行区间。

图表 5. PPI 走势与 CRB 金属现货指数高度正相关



资料来源：万得，中银证券

图表 6. CRB 现货金属指数高位震荡支撑 PPI 高位波动



资料来源：万得，中银证券

图表 7. M1 同比对 PPI 同比的领先效应



资料来源：万得，中银证券

当前的工业企业利润依然显著高于疫情爆发之前。观察工业企业两年复合利润总额累计增速显著高于爆发疫情之前的核心原因为：疫情影响下投资不足（供给侧限制）以及疫情控制后的经济复苏（需求侧恢复）的综合影响。**支撑PPI处于高位的核心原因为供给侧的限制在短期内难以充分释放。**

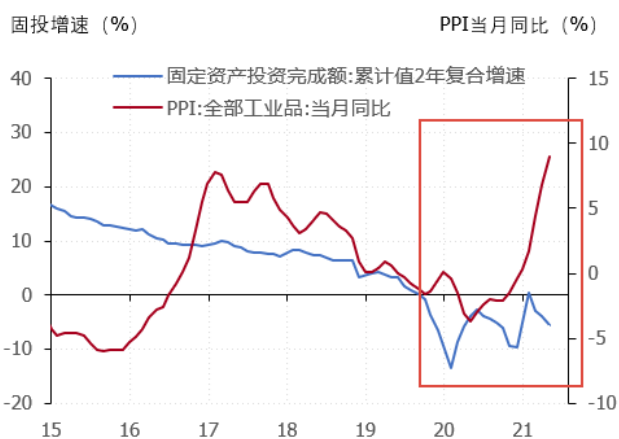
观察固定资产投资两年复合增速以及制造业分项增速可知，当前的中国企业的资本支出意愿仍然显著低于2019年11月份疫情爆发之前。**在固定资产投资增速未恢复到疫情爆发之前水平时，涨价的压力将持续存在，预计PPI将在下一个季度继续处于高位。**

图表 8. 工业企业两年复合利润总额累计增速显著高于爆发疫情前



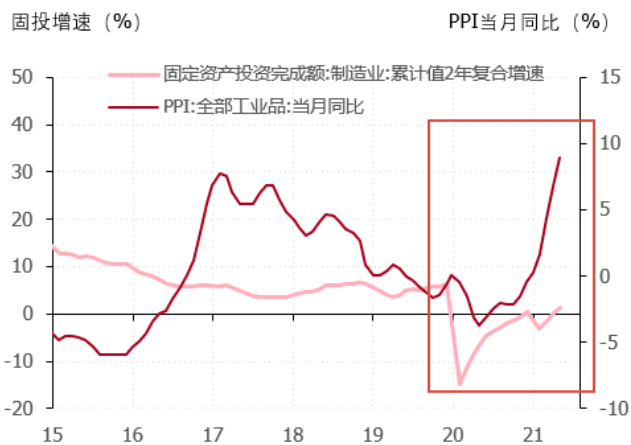
资料来源: 万得, 中银证券

图表 9. 国内资本支出意愿显著低于疫情之前



资料来源: 万得, 中银证券

图表 10. 制造业资本支出意愿显著低于疫情爆发之前

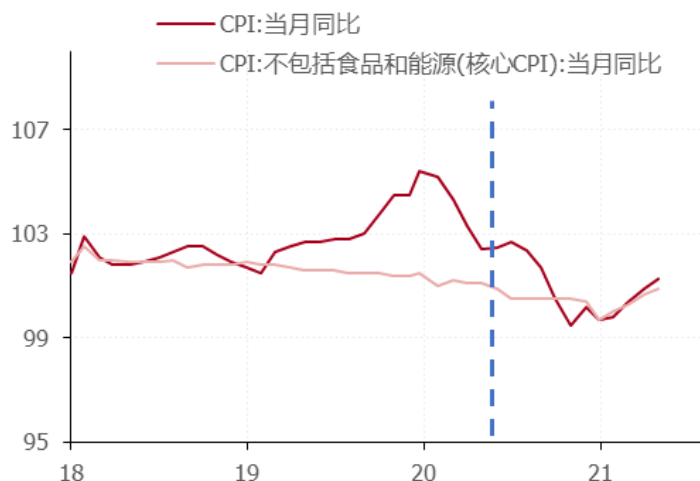


资料来源: 万得, 中银证券

CPI和核心CPI显示,需求端依然在继续修复。具体体现为核心CPI持续提升,目前数据显示,核心CPI定基指数分项涉及终端需求的分项指数大部分恢复至接近2019年11月水平。

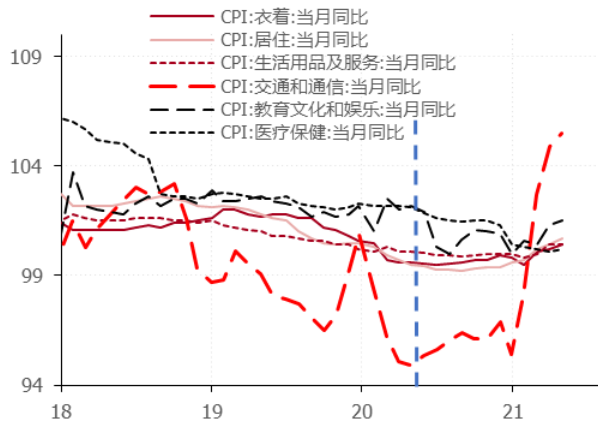
但我们同样清楚的看到PPI-CPI剪刀差持续扩大,高价差将继续利好中上游周期行业,但对中下游行业的利润空间也会产生压力。但我们认为这种压力是可控的:随着CPI的企稳抬升,下游企业的利润也将得到有效支撑。

图表 11. 需求端继续修复，核心 CPI 持续提升接近疫情前水平



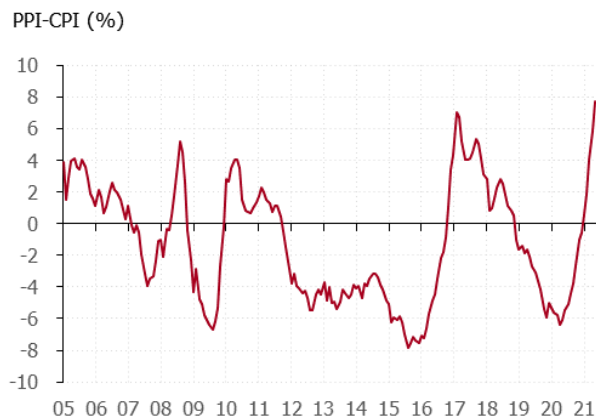
资料来源：万得，中银证券

图表 12. CPI 定基分项指数恢复接近疫情前水平



资料来源：万得，中银证券

图表 13. PPI-CPI 剪刀差扩大，继续利好中上游周期行业



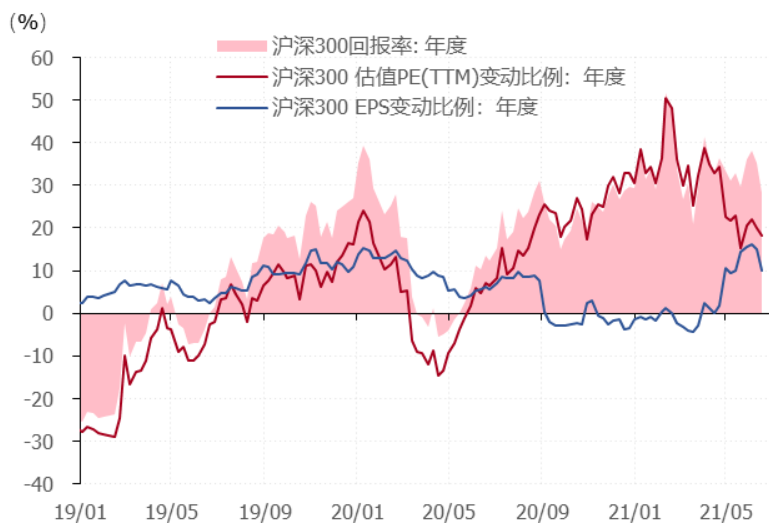
资料来源：万得，中银证券

2. 指数回报率中盈利贡献显著提升、估值显著提升

回顾沪深 300、中证 500 和创业板指数的历史区间收益率中“估值”与“盈利”的贡献情况。我们测算了各核心指数滚动一年收益率中估值 PE (TTM)贡献度以及 EPS(TTM)同比贡献度（通过收益率与同区间估值涨跌幅做差得到）。观察下面三张图，可得到如下两个核心结论。

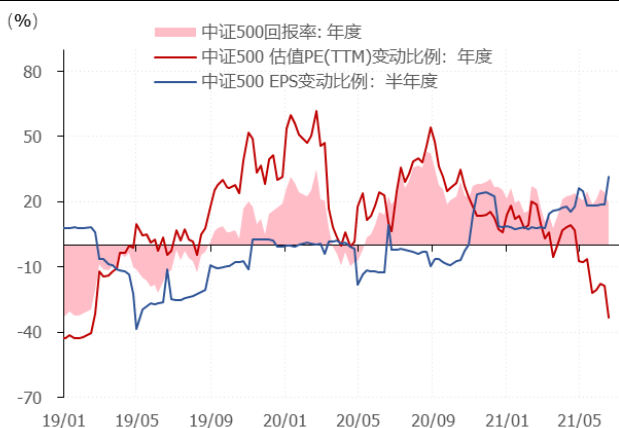
- 1) 各指数中“盈利同比贡献”在 2021 年 2 月后显著提升，与之对应的“估值变动贡献度”在显著回落。
- 2) 对比各指数基于历史贡献度的测算可知：中证 500 和创业板盈利贡献提升幅度高于沪深 300，沪深 300 或显现高位回落趋势。

图表 14. 沪深 300 盈利贡献著提升，估值贡献度显著回落



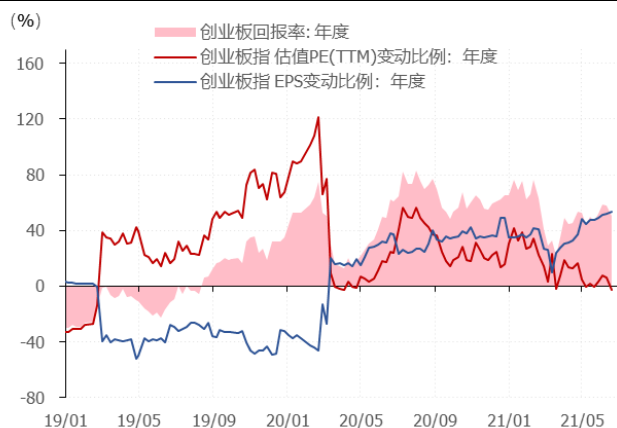
资料来源：万得，中银证券

图表 15. 中证 500 盈利贡献著提升，估值贡献度显著回落



资料来源：万得，中银证券

图表 16. 创业板盈利贡献著提升，估值贡献度显著回落



资料来源：万得，中银证券

3. 指数盈利预期仍在高位，中小成长与周期具有显著优势。

进一步关注沪深 300、中证 500 和创业板指数的分析师盈利预期情况可知，从盈利预期和预期边际变化角度，中证 500 和创业板较沪深 300 存在相对优势。具体而言：

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_20354

