华安证券
HUAAN SECURITIES

证券研究报告
2021年7月4日

变局：成长→均衡→价值

——2021年中期投资策略

分析师：郑小霞 S0010520080007

分析师：刘　超 S0010520090001

联系人：方　晨 S0010120040043

主要结论

➢ 市场观点：

大势：核心矛盾在于流动性边际变化，市场整体将呈现区间震荡格局。轻指数、重结构。相比三季度，四季度更可为。7月中旬起需要密切关注风险，主要是风险事件暴露。

风格：业绩是永恒赛道，景气是核心支撑。当前成长业绩高位、景气依旧。后续伴随流动性边际收敛，业绩显著向下，成长有望逐步让位，变局之际倾向于均衡配置，银行等低估值品种优选。四季度，CPI翘头、增长持续放缓，确定性业绩尤为重要，价值重回视野，关注食品饮料和涨价的农林牧渔以及利润挤压显著缓解的中游制造。

➢ 基本逻辑：

流动性：宽松将有所收敛。下半年宏观流动性角度可以确定边际至少不会再宽，而且较上半年大概率将有所收敛M2短期继续向下后企稳，社融短暂企稳后继续向下。短端利率有望向上波动，长端区间震荡。①债券发行有望上量。②下半年合计4.15万亿MLF到期。③美联储Taper渐行渐近。

增长：复苏斜率放缓，但不会对年内政策造成扰动。二季度有望是环比动能高点，年内增长将持续放缓，但决策层对增长的容忍度显著提高，除非出现失速风险，否则不会对年内政策造成扰动。据测算，当前投资和消费分别恢复至疫情前的7成和5成。受结构分化影响，制造业投资和消费均难以显著快速抬升。出口高位放缓，但随疫情波折存在超预期可能。价格方面需要关注年底可能存在的CPI超预期。

风险偏好：持续提升面临较强约束。①政策总基调维持稳定，但操作层面需要时刻关注货币政策的超预期。②因百年大庆延缓的风险事件后续有望逐步暴露。③中美不确定逐渐增多，经贸领域有望缓和，但科技领域存在升级可能。④美联储政策超预期收紧等。

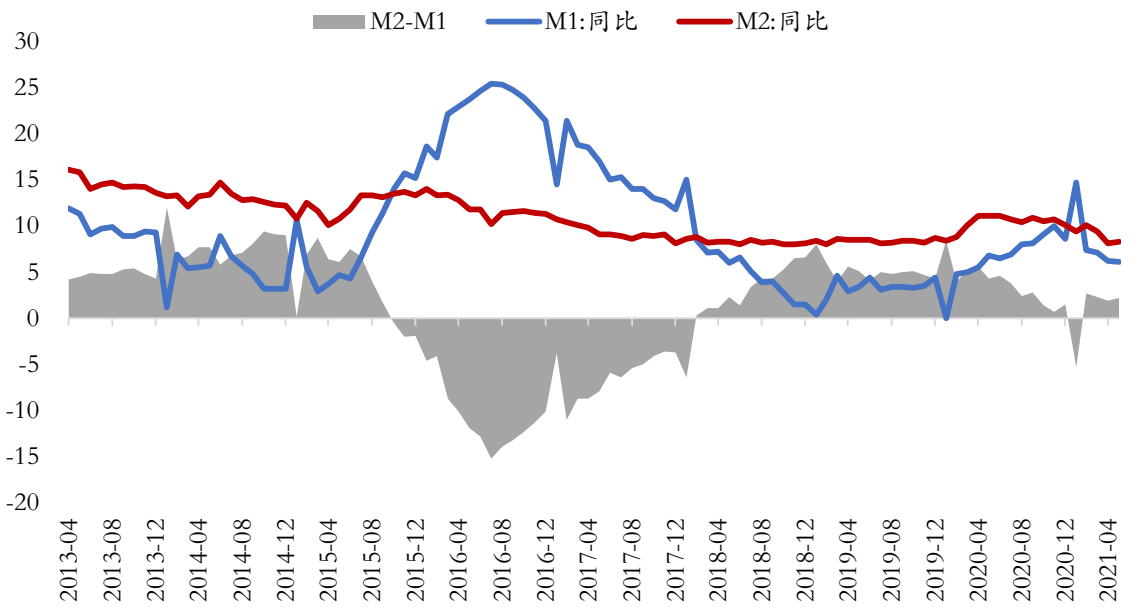
目录

1 海内外宽松流动性都将有所收敛
2 政策对增长的容忍度显著提升
3 风险偏好持续提升面临硬约束
4 立足震荡行情挖掘结构性机会
5 业绩为先，成长→均衡→价值

1.1 流动性的宽松程度较上半年将有所收敛

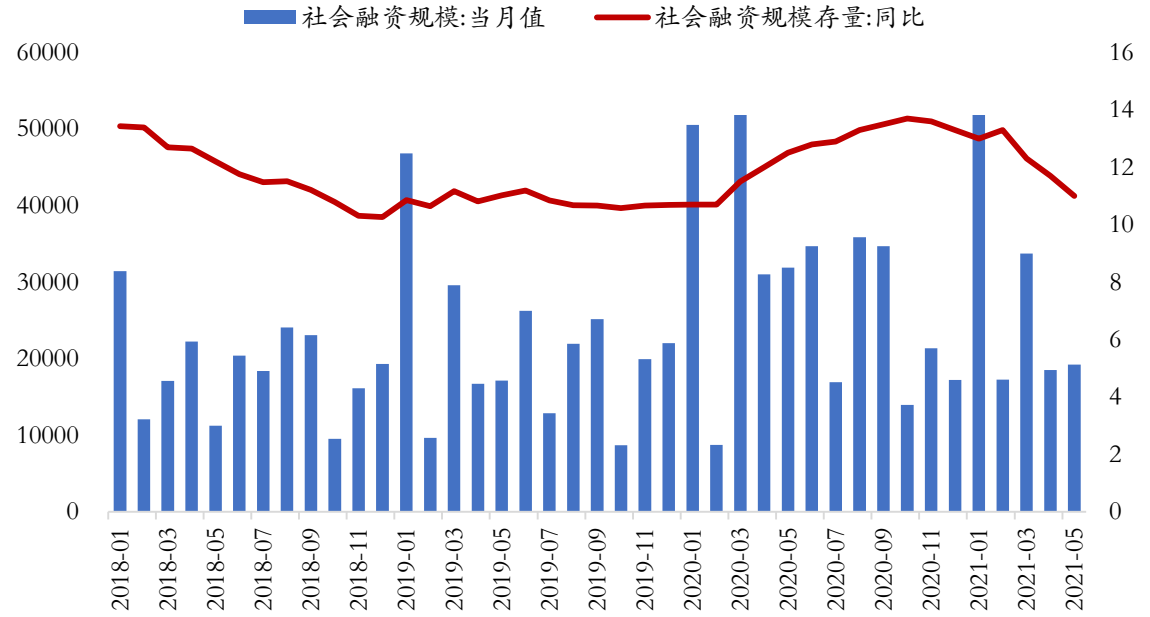
- **下半年宏观流动性的宽松程度整体将弱于上半年。**
- **预计下半年M2同比增速将在8%附近偏弱震荡。**前5个月M2同比增速整体在9.1%左右。下半年随着经济走弱，货币需求放缓，预计随后M2同比增速将维持在8%附近震荡偏弱。
- **社融存量同比增速将继续回落，年末预计将回到10%附近。**企业债融资规模同比大幅回落、非标规模净压降，下半年社融存量仍将进一步下滑，但下滑的速度将较上半年有所趋缓，到年末预计回落至10%附近。

M2下半年预计在8%附近震荡偏弱



资料来源：wind、华安证券研究所。单位：%

社融存量同比增速将继续回落，但回落速度趋缓

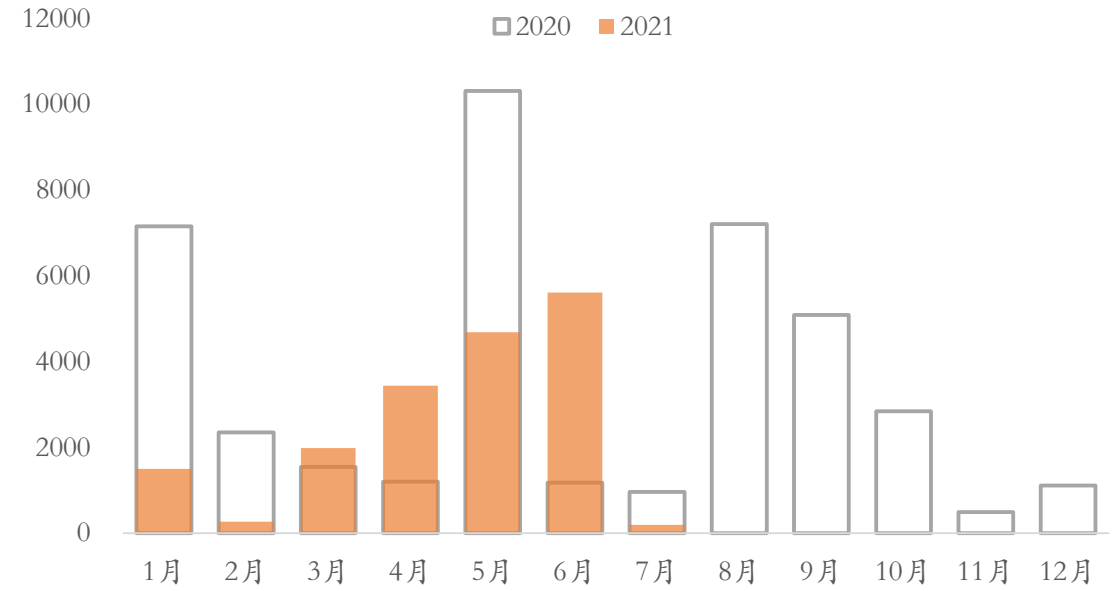


资料来源：wind、华安证券研究所。单位：亿、%

1.1 债券市场资金需求有望增加

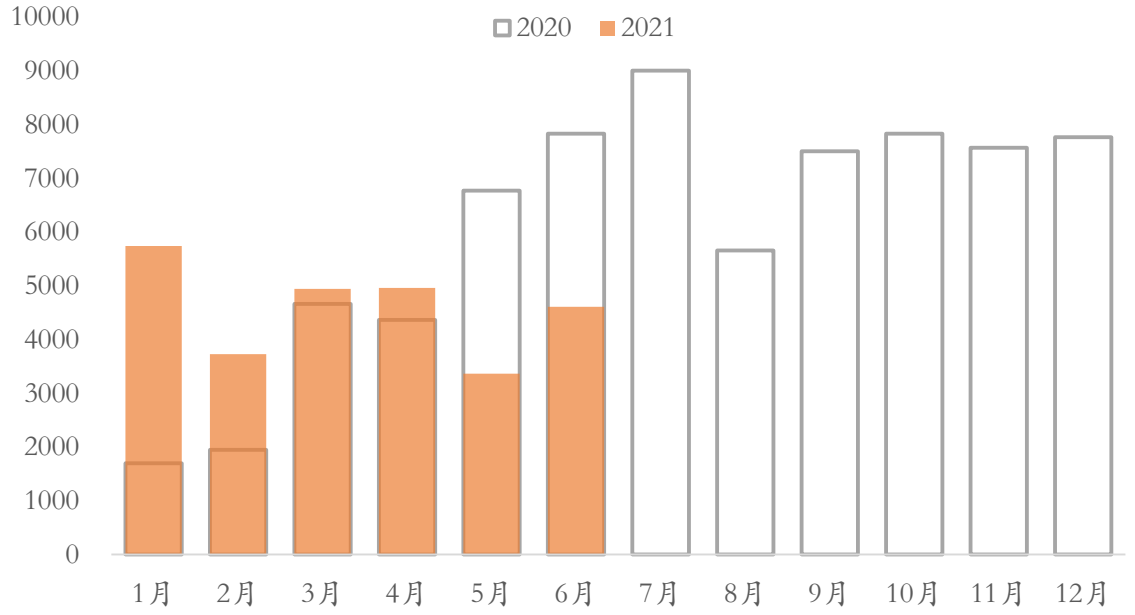
- **下半年债券市场资金需求有望增加，主要是地方政府专项债下半年发行量有望显著增加，此外上半年过紧的企业债券融资有望松动。**
  - **地方债下半年发行将明显提速。**上半年地方债发行速度偏缓、进度明显偏慢，6月份开始有所改善，预计三季度将进一步改善，发行量将明显增加。但**值得注意的是，今年的专项债额度有可能不会完全发行，一方面目前发行进度偏缓，**在下半年全部发行完毕压力较大。另一方面财政部多次要求专项债发行要效率为先。
  - **企业债券融资有望松动。**上半年在百年大庆面前，为防范风险，各部门显著收紧前端融资口径，进而导致企业债券融资大幅萎缩。伴随风险防范压力缓解，且近期数据已显示同时收紧可能带来系统性风险，因此后续该状况有望缓解。

地方专项债下半年发行量有望显著增加



资料来源：wind、华安证券研究所。单位：亿
注：专项债统计含新增专项债及再融资专项债，截至7月2日

国债发行节奏较为平稳

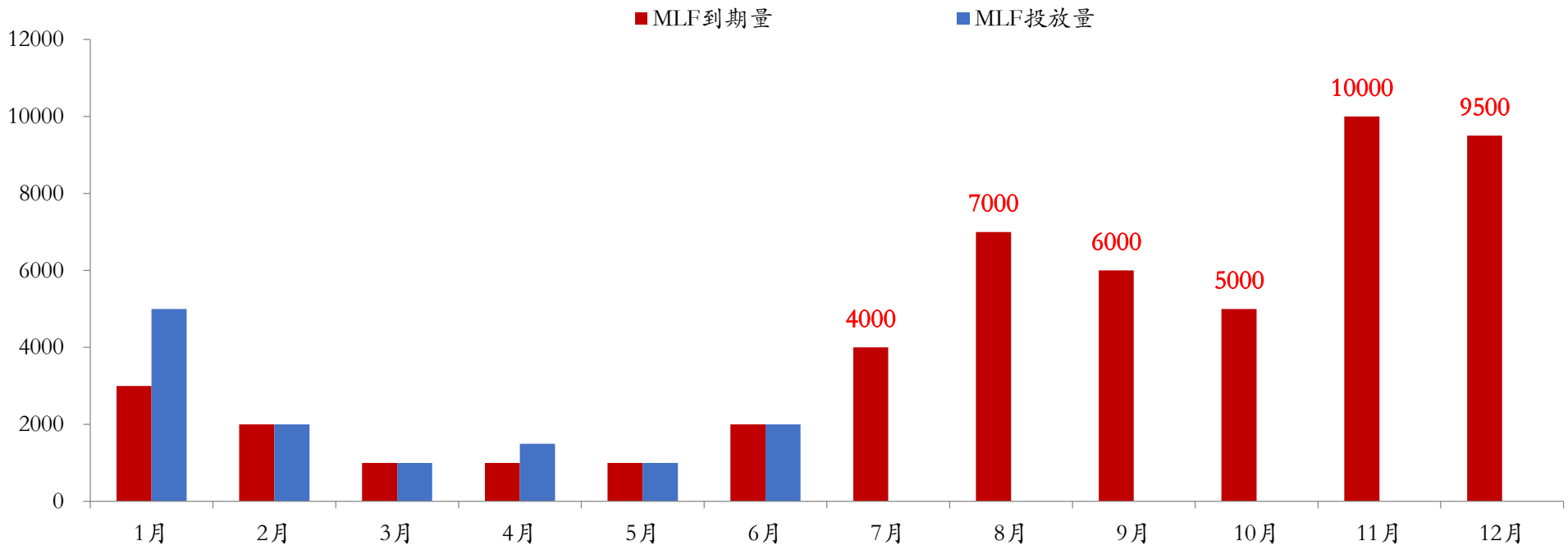


资料来源：wind、华安证券研究所。单位：亿

1.1 下半年将迎来巨量MLF到期

- **MLF下半年将迎来4.15万亿的到期规模，压力不可小视。**上半年“以稳为主”，MLF基本以等量等利率到期续作为主。下半年迎来的到期量将爆发式增长，甚至达到近万亿，需重点关注央行的应对。
- **利率大概率将维持不变。**利率信号意义太强、太敏感，容易引发市场预期潮动。
- **操作量不排除央行缩量的可能。**疫情形势严峻程度及经济恢复的需求已远不如去年同期。此外去年11、12月因为永煤事件，央行MLF扩量至万亿，今年存废债影响已有金稳委安排和决策层关注，央行缺乏足量续作必要性。

MLF下半年将迎来大规模到期压力



资料来源：wind，华安证券研究所。单位：亿元

1.1 长端利率低位震荡

- **经济增速下半年确定性放缓，叠加发债需求增加、供给存在收缩的可能，下半年长债收益率有望维持震荡格局。**实际上从3月中旬经济增长在一季度见顶以后，长债收益率便处于下行通道中，经济下行的影响不可忽视。但下半年货币环境预计不如上半年般宽松，也会对长债收益率形成一定影响。整体而言，趋势向下，但3-3.3%区间震荡应该是大概率事件。

经济走弱将成为抵消下半年发债需求增加以及供给存在收缩可能的最重要变量，长债利率震荡为主

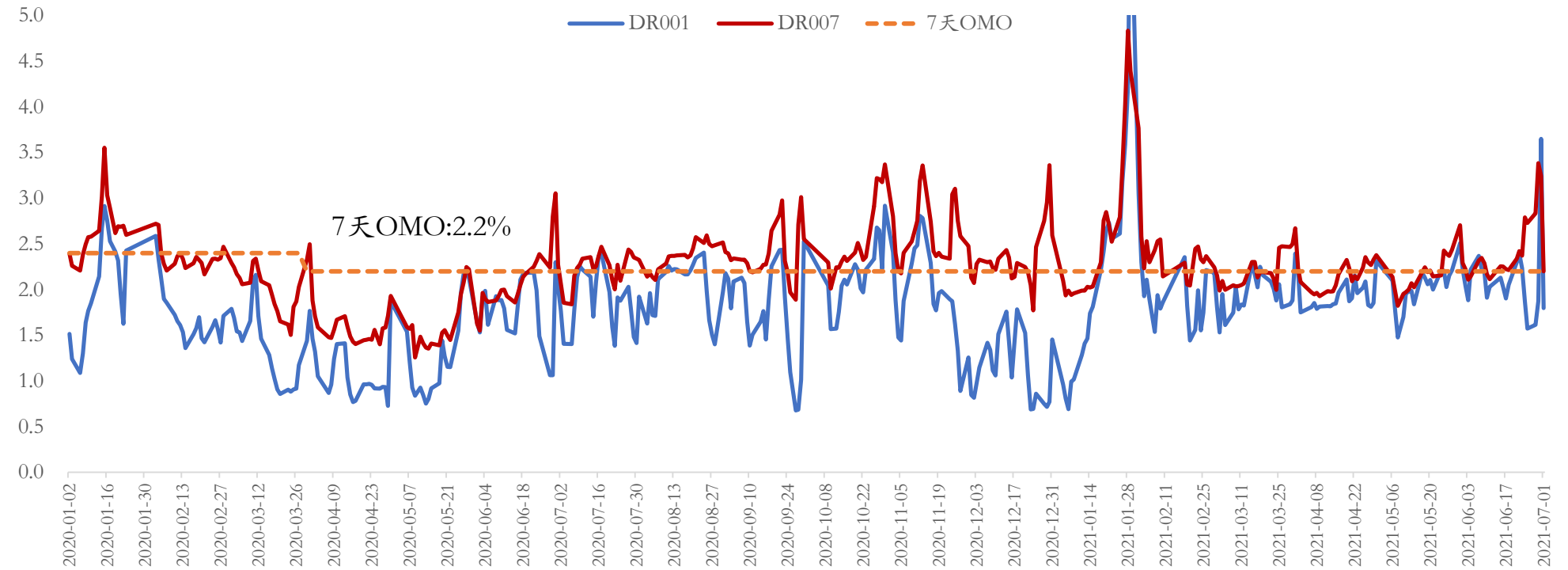


资料来源：wind，华安证券研究所。单位：%

1.1 短端利率中枢上移，波动加大

- **近期短端利率扰动增多。**一方面前期月末叠加季末资金出现了季节性紧张效应，致使短端利率抬升。另一方面在呵护季末流动性的需求过去后，央行回收部分短端资金，市场担忧情绪有所升温导致短端波动变大。
- **下半年短端市场利率有望中枢上移，波动加大。**上半年“稳”字特征显著，3月以后短端利率始终在政策利率中枢下运行。下半年扰动将增加，短端市场利率运行中枢有望上移至政策利率中枢，波动也将加大。

下半年短端市场利率波动有可能增大，利率中枢重新上行回到政策利率中枢

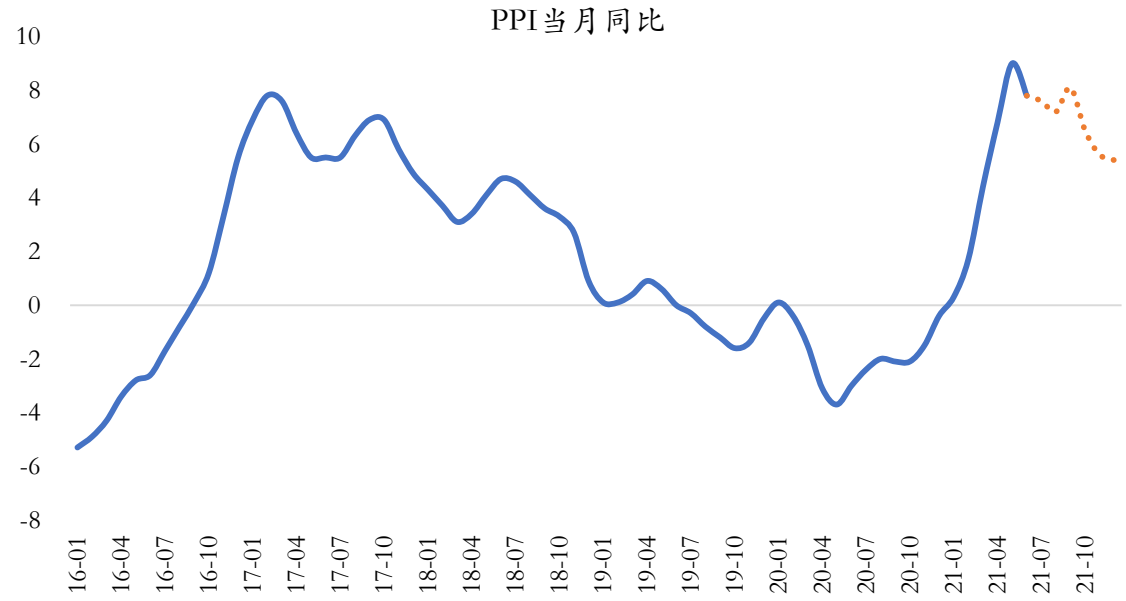


资料来源：wind，华安证券研究所。单位：%

1.2 PPI或出现次高峰、CPI上翘，关注年末破3%的风险

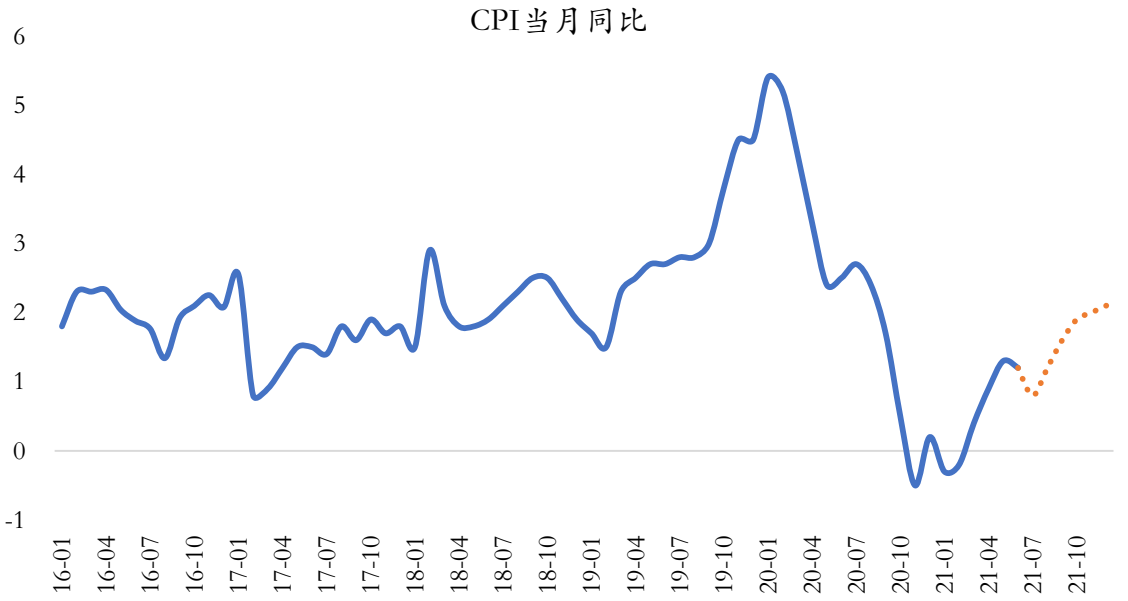
- **PPI高位后下降是下半年整体趋势，三季度末可能出现次高峰。**保价稳供叠加基数效应弱化，下半年PPI将整体走低。但值得注意的是，国际大宗品和原油价格下半年有可能继续上行，这将带动PPI在9、10月份或出现次高峰。
- **低基数效应和PPI传导，CPI将逐渐走高，关注年底破3%的风险。**猪肉价格还将存在3-6个月下行，但高基数效应转换成低基数效应、生产端价格向下游传导将带动下半年CPI整体走高，全年1.8-2.2%无压力，但需要关注年末破3%的风险。

PPI高位后下降，三季度末或出现次高



资料来源：wind、华安证券研究所。单位：%

CPI下半年在低基数效应和传导下，将整体上翘



资料来源：wind、华安证券研究所。单位：%

1.3 美联储仍维持超宽松货币政策，但态度正逐渐转鹰

- **6.17FOMC会议确认当前延续超宽松货币政策：**① 维持接近0的基准利率不变；② 继续每月至少800/400亿美元国债/抵押支持证券增持；③ 调高IODR和ON RRP利率，意味着美联储对短期泛滥流动性更加容忍。
- **议息会议公告和会后鲍威尔讲话显示，货币政策的天平指针已经从鸽派松动，逐渐偏向鹰派。**
- **美联储官员预测加息时点和次数明显前移且增多。**根据点阵图显示，预测2023年末前至少加息1次的官员从3月的7位增加到13位，11位官员预计2023年末前至少加息2次；预计2022年至少加息1次的官员从3月时4位增加到7位。**加息仍将大概率再提前。**

6月FOMC会议声明及鲍威尔会后讲话全文重要信息

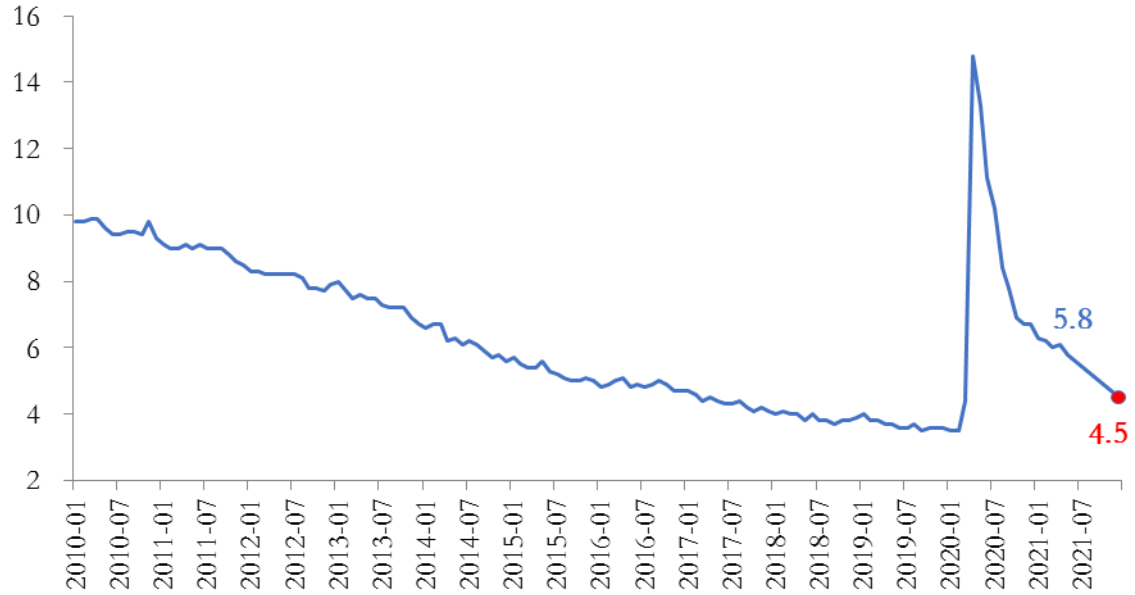
重要领域	宽松货币表述及信号	态度逐渐转鹰的表述及信号
货币政策	① 联邦基金利率目标区间维持在0-0.25% ② 美联储继续以每月至少800亿美元的规模增持国债，每月至少400亿美元的规模增持机构抵押贷款支持证券 ③ IOER和ON RRP利率均上调5个基点，保持联邦基金利率在目标区间	////
经济	FOMC参与者对今年经济增长的预测已经被上调，即便如此，复苏仍不完整，经济前景仍存在风险	许多委员预测有利的经济条件将比之前预测的更早得到满足
就业	劳动力市场继续改善，但改善的步伐并不均衡。5月份失业率仍保持在5.8%的高位，这一数字低估了就业的不足	未来几个月，随疫苗接种数量增加，就业更快地增加。展望未来，FOMC预计劳动力市场将继续改善，今年底失业率预估中值达4.5%，2023年底降至3.5%
通胀	////	最近几个月通货膨胀明显增加，未来几个月涨幅可能仍居高不下。瓶颈效应比预期的要打，FOMC委员会已经调高了今年通胀的预期，今年中值为3.4%。通胀可能比预期的更高、更持久，如果看到通胀持续高于目标水平的迹象，将准备调整货币政策立场
预期引导	////	无论何时加息，政策都将保持高度宽松，FOMC将在宣布任何调整购买计划之前提前通知

资料来源：6月17日美联储议息会议公告及包威尔讲话，华安证券研究所

1.3 下半年美联储将出台货币紧缩时间表，加息有望再提前

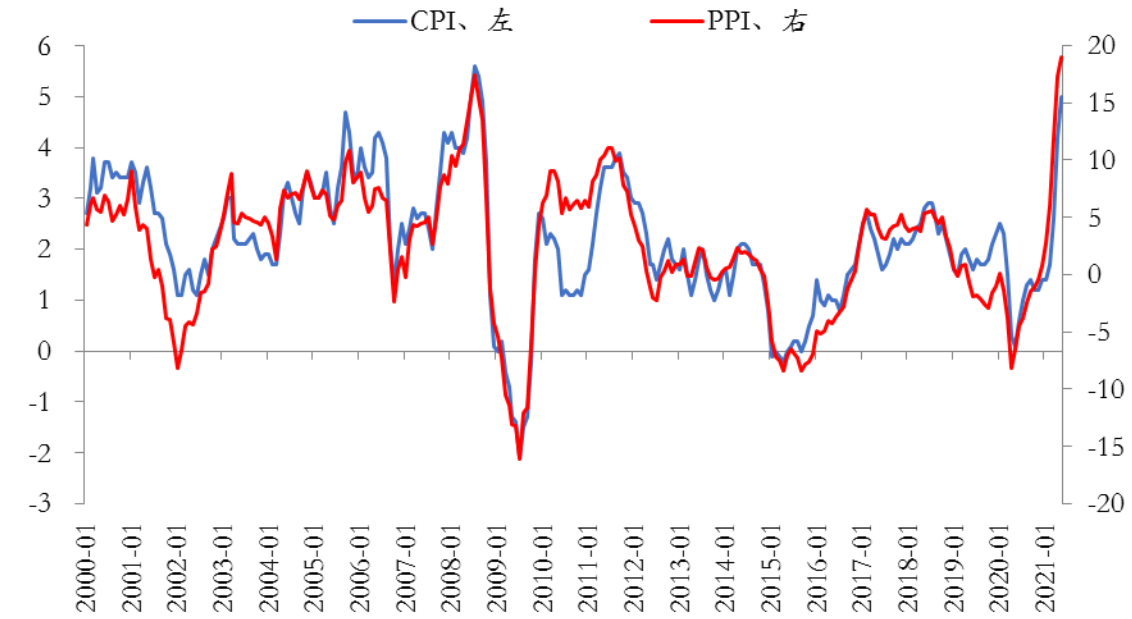
- **失业率和通胀问题是目前美联储最关心的问题，也是影响美联储决策的最重要矛盾。下半年失业和通胀压力交叉，美联储不得不面临货币紧缩决定。**更加关注7月底、9月中议息会议。
- **失业担忧，下半年将加速缓释。**财政救济导致的就业意愿下降是美国失业率相对较高的最重要原因，目前美国已经认识到这个问题，大部分州已经或者计划很快取消失业补助金，从而刺激就业。就业周期比经济周期更稳定，也将趋势下行。
- **美国通胀水平下半年有望再抬升或维持高位。**通胀作为经济的滞后项，将随经济复苏而上行；幅度上，美国面临的通胀潜力压力大于公布的数据，如5月CPI潜在值已经接近6%，而不止5%，后续CPI仍将继续上行。

美联储失业担忧，下半年有望加速缓释



资料来源：wind，华安证券研究所

美国通胀飙升，下半年仍有望继续抬升，尤其是CPI



资料来源：wind，华安证券研究所。单位：%

1.3 本轮美债收益率上行周期未止，时间空间仍广阔

- **目前仍处在本轮美债收益率上行周期的第一阶段。**（阶段划分见专题报告《美债收益率还要上行多久？》20210325）。**未来还将经历第二阶段或/和第三阶段，通常第二阶段或/和第三阶段经历的时间长于第一阶段。预计美债收益率的顶部有望出现在加息周期结束前的经济阶段性高点。美债收益率高点有望突破2.2%。**

- **三季度美债收益率仍有望整体呈震荡偏弱态势，三季度末有望重启上行。**由于基数原因，三季度美国经济增长将出现大幅边际下行，此外美联储正式开启货币紧缩之前，流动性仍呈现宽松状态。四季度开始美国经济有望重新边际改善，美联储也有望迎来货币紧缩确认，届时美债收益率有望受驱动上行。

10年期美债收益率上行的时间和空间均仍然广阔

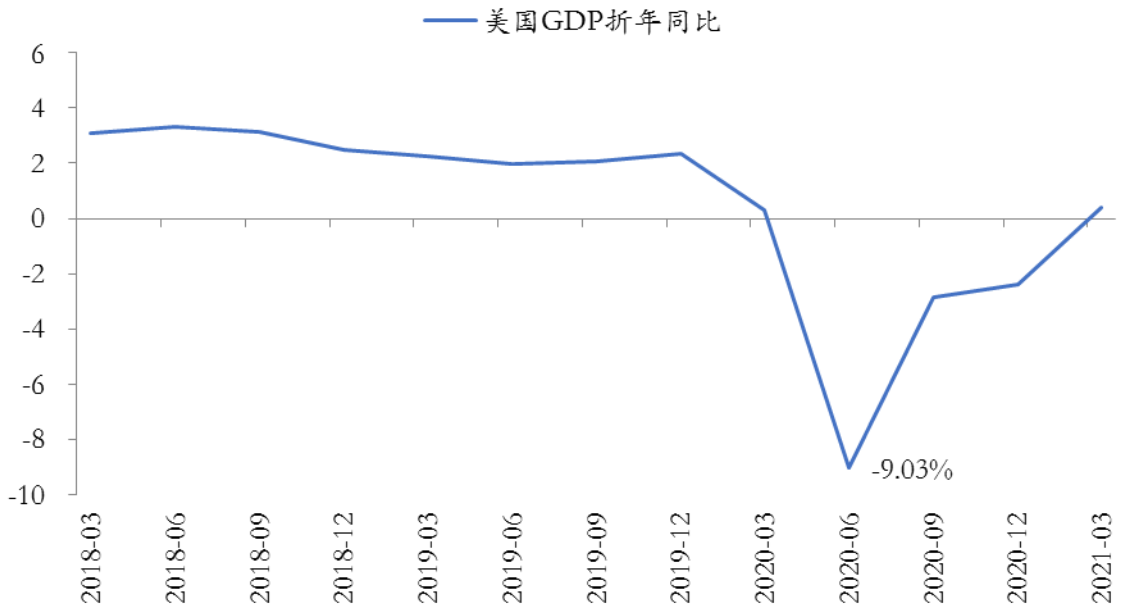


资料来源：wind，华安证券研究所。单位：%

1.3 三季度美股可能迎来一定幅度调整，关注风险传导

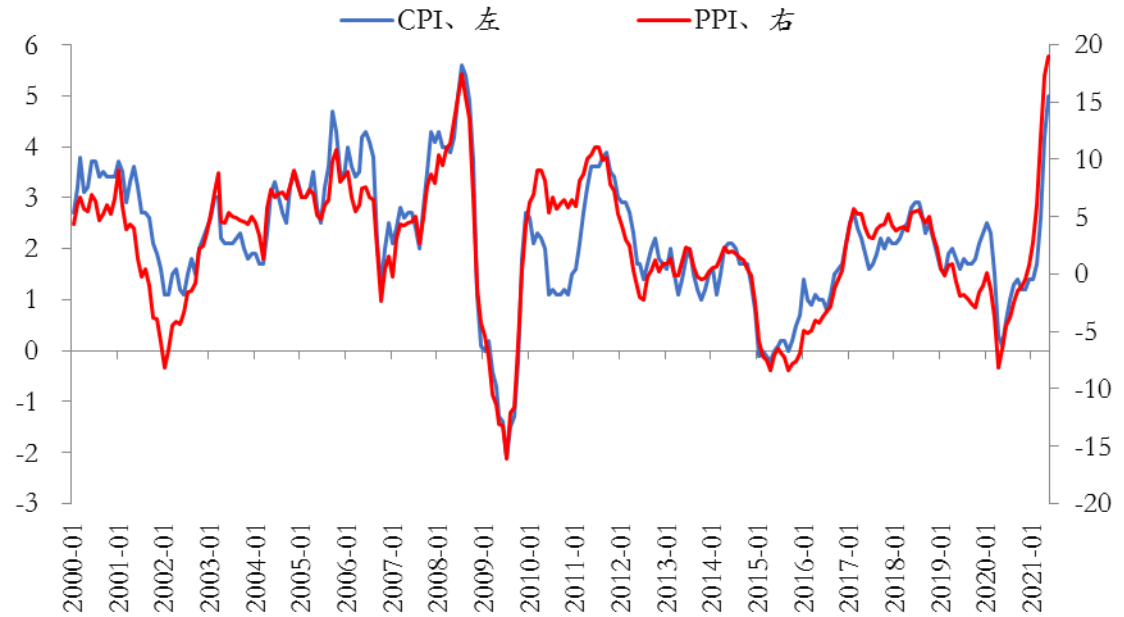
- **三季度美股可能存在一定幅度的调整压力，压力来自于类滞胀环境和货币紧缩。**压力主要来自于三方面：其一，三季度美联储货币政策调整的路径会更加清晰，甚至我们预计有可能提出具体的时间表路线图；其二，受基数影响，美国经济三季度将确定性大幅边际下行（2020Q2美国增速为-9.03%，Q3季度为-2.85%）；其三，三季度美国CPI仍将居于高位。**三季度美股可能出现一定幅度的回调，需关注美股回调对A股的风险传导。**

基数效应，二季度美国经济高增长，三季度面临大幅回落



资料来源：wind，华安证券研究所。单位：%

三季度美国仍将面临高通胀压力

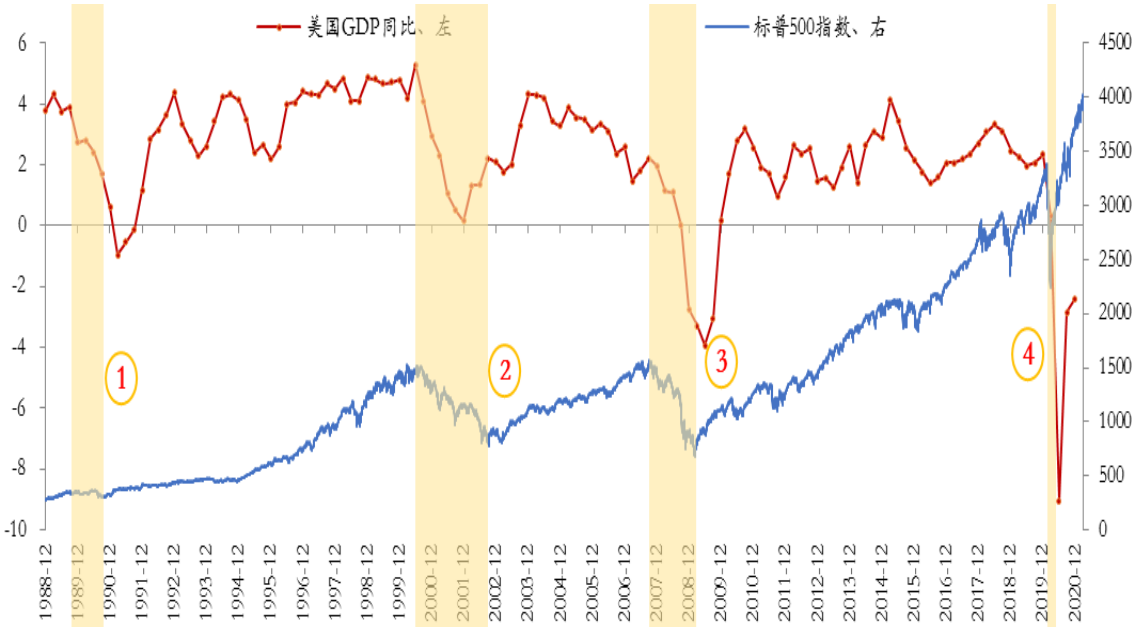


资料来源：wind，华安证券研究所。单位：%

1.3 紧缩确认后美股确定性更高

- **三季度美股深度回调（超过20%）的概率低，紧缩确认后美股将具备更好的确定性。**美股深度回调要求①“持续”经济崩溃；②超常规降息确认。都不具备如此条件。
- 加息不会导致美股深度回调，超常规降息才是美股深度回调的信号。
- **四季度开始美国经济有望继续边际修复或维持。**

美国经济持续崩溃，才引发美股超过20%深度调整



资料来源：wind、华安证券研究所。单位：%、点

超常规降息是美股深度调整的确认信号



资料来源：wind，华安证券研究所。单位：%、点

目录

1 海内外宽松流动性都将有所收敛
2 政策对增长的容忍度显著提升
3 风险偏好持续提升面临硬约束
4 立足震荡行情挖掘结构性机会
5 业绩为先，成长→均衡→价值

2.1 增长将持续放缓，但不会对政策造成扰动

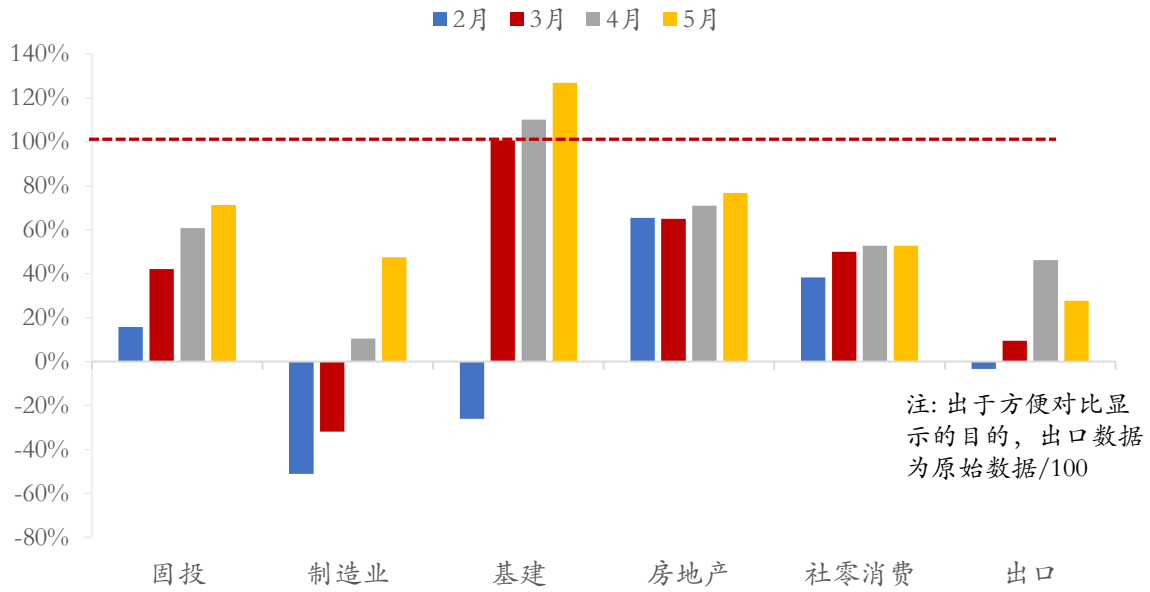
- **边际角度看，制造业投资改善明显，消费、基建略有改善，房地产、出口有所放缓。**绿色代表在高基数下依然环比上涨的经济指标，5月制造业投资、消费加速修复；橙色代表低基数下依然下跌的经济指标，固投、房地产投资边际放缓较明显。**累计角度看，仅有基建（含电力）、出口恢复到疫情前的水平，**投资恢复到疫情前约70%、消费50%、地产80%、制造业投资50%。
- **除非出现失速风险（单季度增长<2%），否则增长不会对政策造成扰动。**从两会到4.30政治会议，都显示出决策层对增长的高容忍度。政策更加重视中长期产业发展维度，短期增长只要处于稳步恢复区间，就不足以对政策造成扰动。

边际角度看，制造业投资、消费改善明显

大类	细分项目	比较方式	环比变化	2021-05	2021-04	2019-05	2019-04
投资	固定资产投资	两年平均%	-1.0%	4.7%	5.7%	4.3%	5.7%
	制造业投资	两年平均%	0.3%	3.7%	3.4%	3.2%	-1.2%
	基建投资	两年平均%	0.4%	2.8%	2.4%	3.0%	4.4%
	房地产投资	两年平均%	-1.3%	9.0%	10.3%	9.5%	12.0%
消费	社会零售	两年平均%	0.2%	4.5%	4.3%	8.6%	7.2%
		季调环比%	0.5%	0.8%	0.3%	0.48%	0.81%
进出口	出口	两年平均%	-5.7%	11.1%	16.8%	1.10%	-2.68%
	进口	两年平均%	1.5%	12.2%	10.7%	-8.2%	4.52%
价格	CPI	%	0.4%	1.3%	0.9%	2.7%	2.50%
	PPI	%	2.2%	9.0%	6.8%	0.60%	0.90%

数据来源：wind，华安证券研究所
注:数据均为测算的当月数据或统计局发布的单月数据，仅2021年数据为两年平均

整体角度看，制造业、房地产、消费仍不及疫情前水平

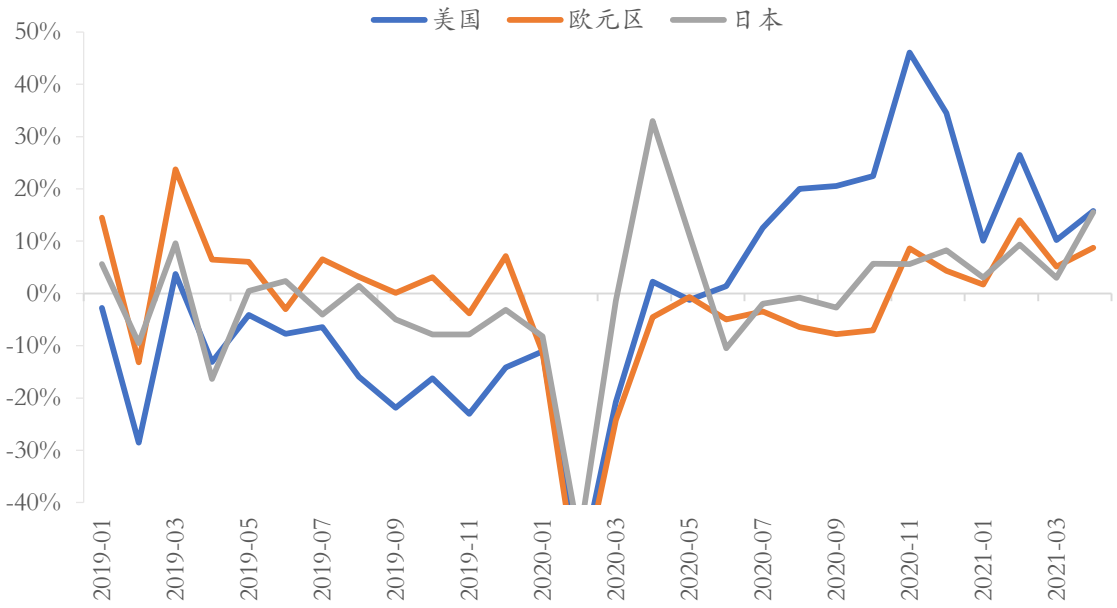


数据来源：wind，华安证券研究所。单位：%
注：2021年数据为2020-2021两年几何平均

2.2 出口后续高位温和放缓

- **近期出口显示出放缓迹象，整体仍位于高位，后续将温和放缓。**从两年平均角度，我国对美国出口已经开始回落，但仍然远高于疫情前水平；对日本、欧元区出口仍处于恢复区间，对日本略高于疫情前水平，而欧洲出口增速水平仍然较低。
- ①主要进口国供需恢复节奏的不一致，将对出口产生一定的随机扰动效应，进而加大其波动。②发达国家供给端恢复至末期抑制我国出口继续强劲增长。③服务类消费恢复挤兑消费品需求，从而影响我国出口。

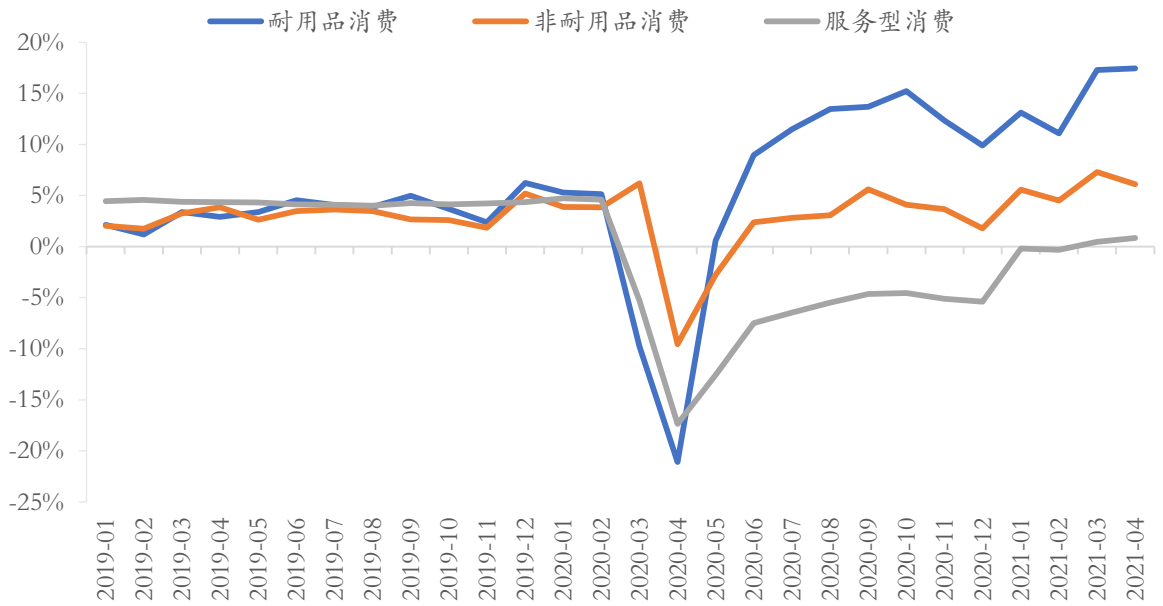
当前出口国别间差异明显



数据来源：wind，华安证券研究所 单位:%

注：2021年数据为2020-2021两年几何平均

美国后续服务类消费恢复将影响我国出口持续高增长



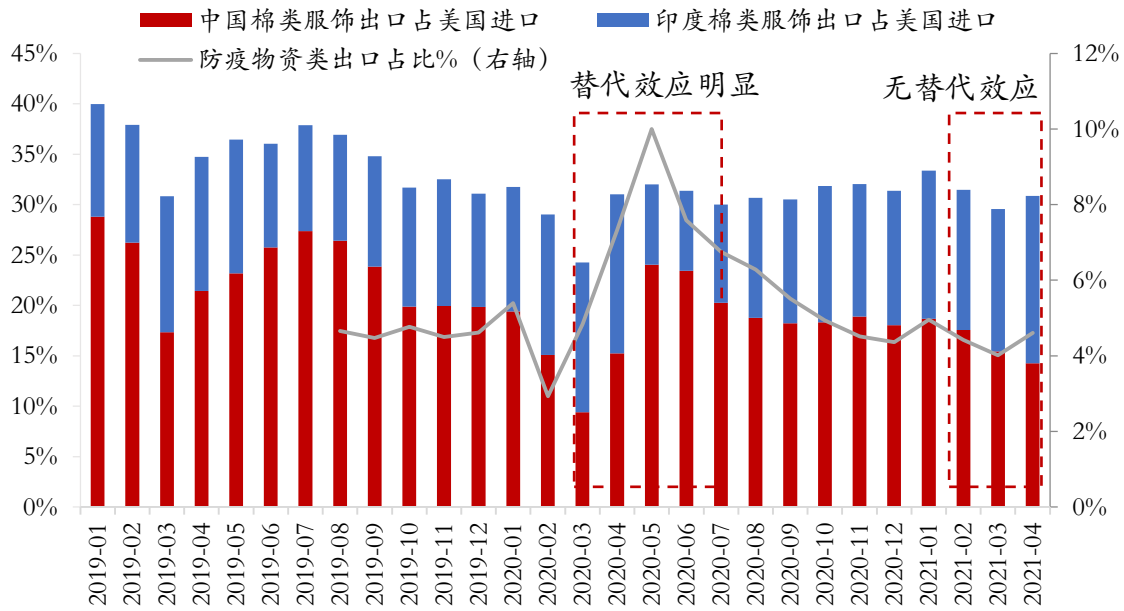
数据来源：wind，华安证券研究所 单位:%

注：2021年数据为2020-2021两年几何平均

2.2 出口后续高位温和放缓

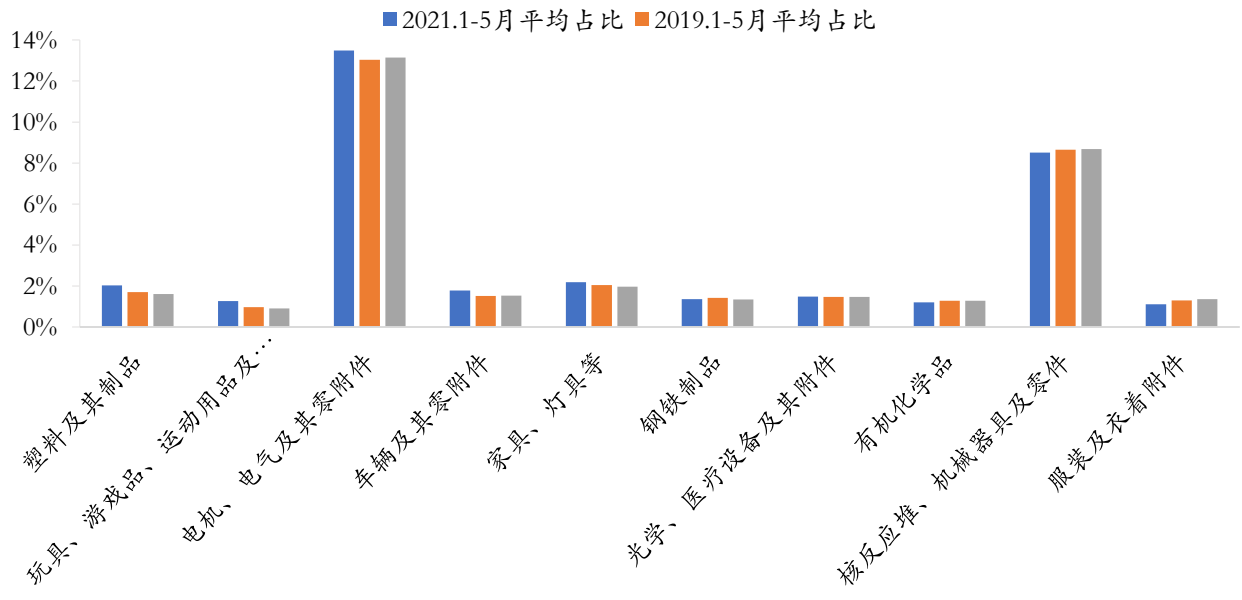
- **从产品角度看，前期支撑出口的防疫物资、服饰出口替代类产品已成为过去式。**2020年4-6月印度等出口国家爆发新冠疫情，在中+印对美出口占比不变的情况下，中国对印度出口替代明显；但上述情况当前已经不存在。
- 此外，当前出口的强势主要来自于全球供需错配带来的整体产品出口的高增长，缺乏亮点产品（疫情中的防疫物资或后疫情时代可能的永久替代类产品）出现拉动后续出口。2021年1-5月，出口占比大于1%的所有产品中，塑料、玩具、机电产品月平均出口占比较2018年1-5月略有提升；而纺织类、核反应堆、锅炉、机械器具及零件等比例有所下降。整体来看，出口占比大于1%产品的总体出口较2018年仅提升0.1%，基本变化不大。

防疫物资、服饰类出口替代已成过去式



数据来源：Bloomberg，wind，华安证券研究所 单位：%

占比较大出口产品疫情前后总体占比变化不大

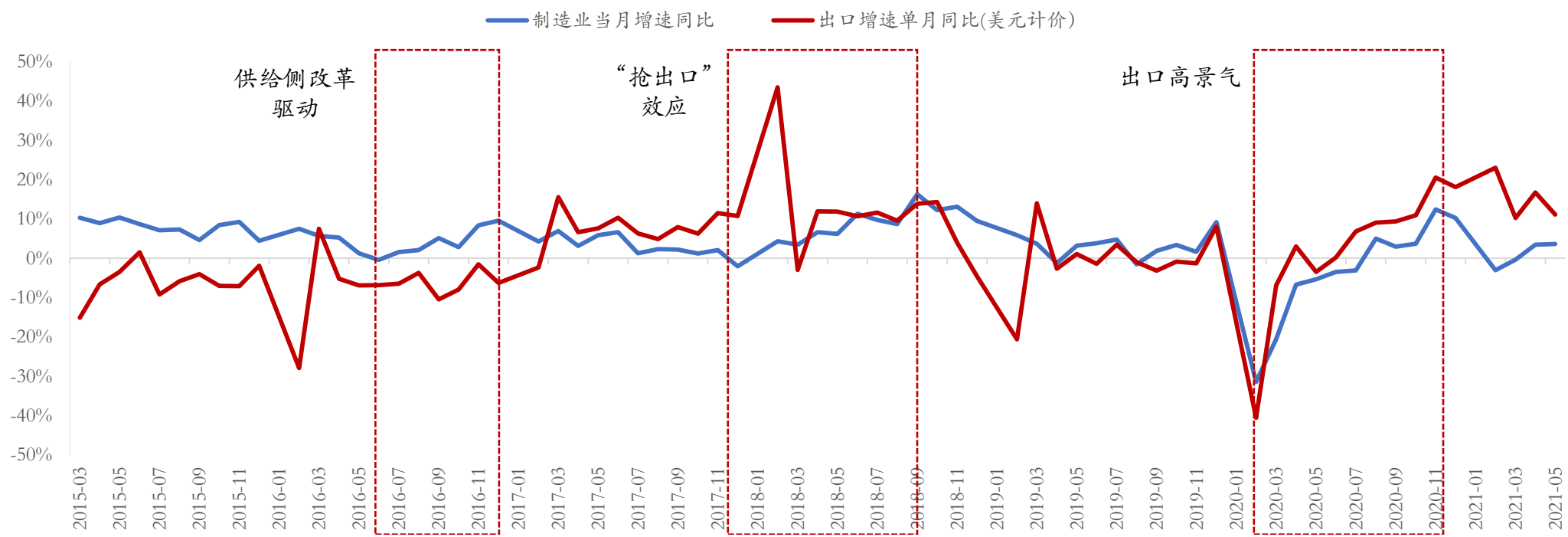


数据来源：wind，华安证券研究所 单位：%

2.3 制造业继续修复，但受结构分化影响，斜率显著放缓

- **短期来看，出口高位将带动制造业投资继续修复。**2015年以来，制造业投资一共存在3次回升的时期。第一段是2016年下半年。全球经济上行叠加供给侧改革的影响，制造业投资上行；第二段为2018年全年。受中美贸易争端影响存在一定的抢出口现象，出口景气较高，制造业投资也得以回升。第三段是2020年4月至今。疫情后我国生产供给端领先全球端率先恢复，填补了全球因供需错配而带来的产能缺失，因此本次依然是出口的高景气拉动了制造业投资。
- 我们预计后续出口将高位温和放缓，因此制造业投资短期继续边际改善是大概率事件。但受结构分化影响，斜率将大概率放缓。

2015年以来制造业投资与出口增速高度相关

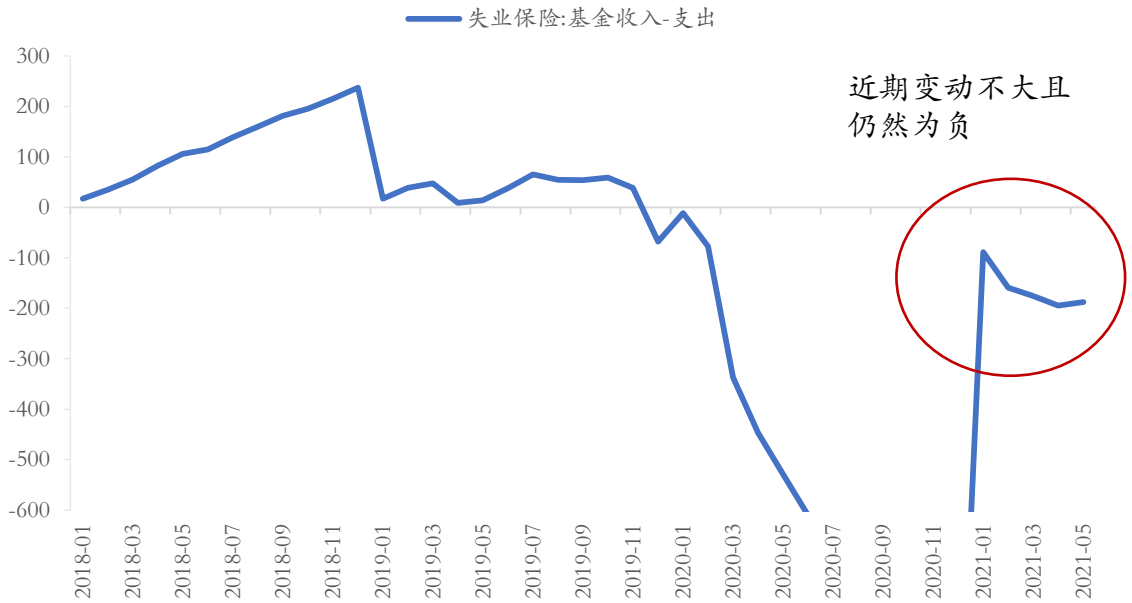


数据来源：wind，华安证券研究所 单位:%　　注：2021年数据为2020-2021两年几何平均

2.4 消费缓慢修复

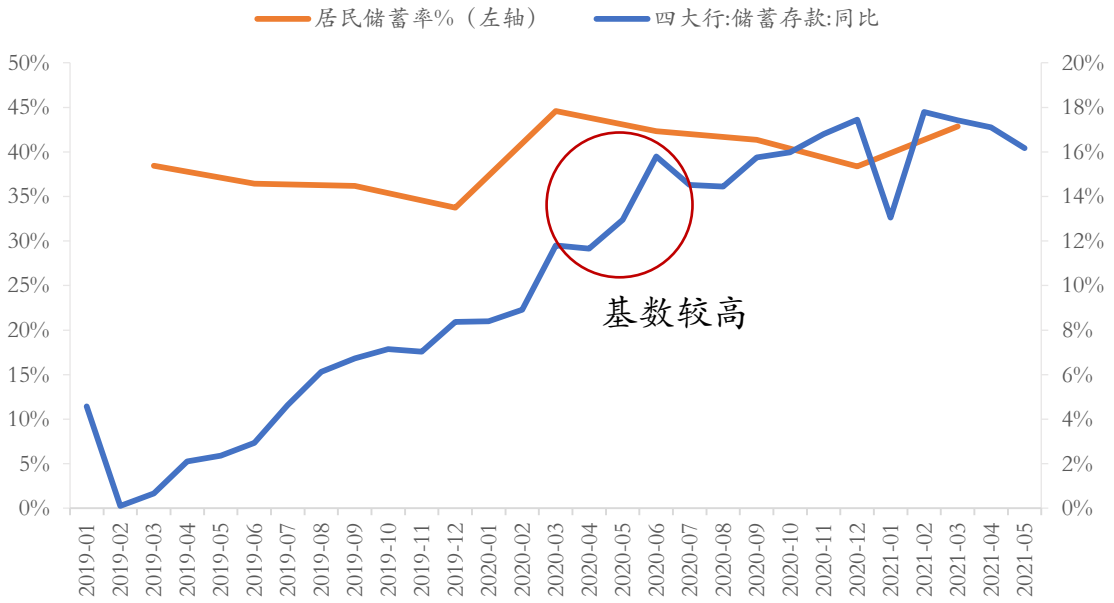
- **消费恢复情况不佳，后续修复空间仍然较大。**消费方面，1-5月份社会消费品零售两年复合增长4.27%，仅为疫情前约53%水平，恢复空间仍然较大。
- **消费修复缓慢的原因在于部分居民长期失业以及疫情后居民预防性储蓄的上升。**2021年2-5月失业保险基金余额连续4个月保持稳定且为负值，显示出①当前失业水平依然没有恢复到疫情前水平 ②2-5月处于失业状态的居民总体并未改善，处于长期失业状态，从而拉低全社会消费。同时，2021年一季度储蓄率仍大幅高于疫情前水平，居民预防性储蓄的大幅上升，而3、4、5月四大行居民实际储蓄（考虑基数）基本保持不变，因此后续消费恢复仍将缓慢。

疫情后部分人口或处于长期失业状态



数据来源：wind，华安证券研究所 单位:亿元

当前居民预防性储备仍然较高

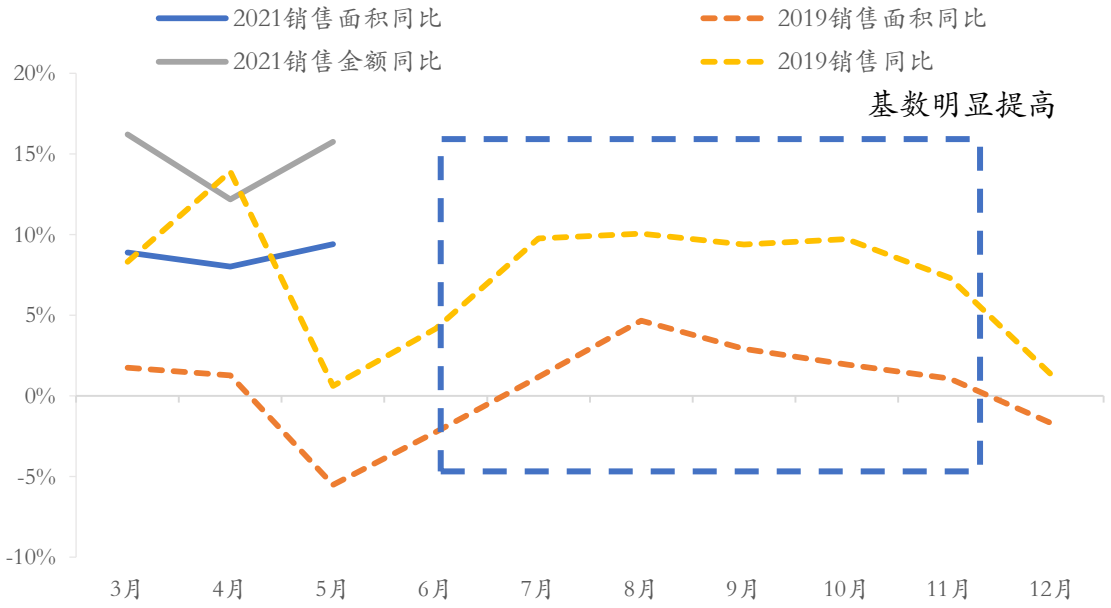


数据来源：wind，华安证券研究所 单位:%

2.5 房地产投资稳步回落、基建投资上行难度较大

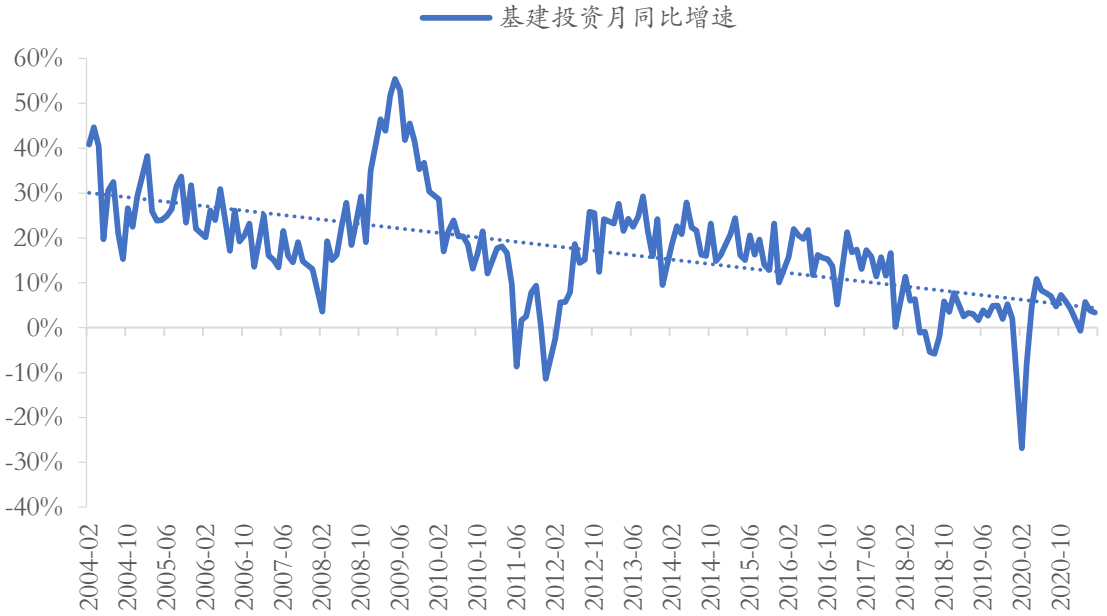
- **由于基数、监管、债务违约等问题，房地产投资将稳步回落。**今年1-5月房地产复合增速8.6%，虽低于疫情前11.2%的水平，但增速也处于历史高位。展望后续，由于2019年下半年房地产销售面积、金额基数较高、政府对房地产行业的持续高压监管，叠加下半年相关房地产企业债务违约风险可能较高等问题，房地产投资继续放缓是大概率事件。
- **1-5月基建（含电力）已恢复到疫情前水平，后续上行空间不大。**今年1-5月基建投资复合增长3.3%，已反超疫情前2.95%的水平，后续三季度专项债的提速发行将对基建形成一定支撑。但考虑到今年专项债的额度存在不完全发完的可能性、近年来基建并非地方政府的首要任务以及冬季基建开工率低等问题，预计基建后续上行难度较大。

下半年销售面积、金额基数较高



数据来源：wind，华安证券研究所 单位:%
注：2021年数据为2020-2021两年几何平均

近年来基建投资并非地方政府主要发展方向



数据来源：wind，华安证券研究所 单位:%
注：2021年数据为2020-2021两年几何平均

目录

1 海内外宽松流动性都将有所收敛
2 政策对增长的容忍度显著提升
3 风险偏好持续提升面临硬约束
4 立足震荡行情挖掘结构性机会
5 业绩为先，成长→均衡→价值

3.1 下半年政策总基调大概率不变，但需要关注具体执行

- 下半年政策基调预计将延续2020年底中央经济工作会议和430政治局会议主基调。宏观政策方面预计延续“保持宏观政策连续性、稳定性、可持续性，不急转弯，把握好时度效”。

➢ **货币政策预计维持“合理充裕，强化对经济重点领域和薄弱环节的支持”。但需注意的是，货币政策的具体执行对市场的影响更加关键**

- **首先，**经济恢复不均衡、结构不稳固，客观需要货币政策提供一定的支持，固本培源、稳定预期。
- **其次，**PPI和CPI也不构成对货币政策维持合理充裕的制约。一方面PPI今年高点已现，下半年整体回落；二方面CPI下半年尽管整体上行，但并不会触及货币调整的压力位；三方面在供需变动剧烈的特殊时期，价格对政策的指示意义有所弱化，经济恢复中存在的问题相比价格本身更受关注。
- **最后，**我国疫情期间货币宽松远不如美联储，因此哪怕下半年美联储开启紧缩周期，中国保持“以我为主”的概率大；下半年人民币汇率面临贬值可能，但目前位置6.4-6.5的水平，央行因为贬值压力收紧货币可能性小。

➢ **财政政策预计维持精准发力，更加注重效率和对重大方向领域的支撑**

- **今年财政政策的最大特征是“财政后置”。**上半年整体财政政策的支出力度是偏弱偏缓的，这与全年的经济节奏有关系，上半年整体来说处于经济稳增长压力较小的时期，在压力较小的时期财政主要从事两件事：一是对过往的项目进行质量审查，效率为先；二是发力对重点领域、薄弱环节的精准支持。
- **下半年后置的财政政策将有所发力，但整体力度预计不会超预期。**最重要的发力在于三季度专项债发行有望上量，但会是有节制的上量。

3.2 关注风险偏好可能出现的抑制

外部风险抑制

➢ **下半年美联储有望开启货币紧缩周期**

➢ **中美关系可能出现两极化发展，下半年关注新一轮谈判进展**

- **在经济、气候、人员交流等领域有望缓和此前的矛盾。**部分商品有望削减关税税率；在碳达峰、碳中和领域有共识、有合作；恢复双方人员往来与交流等。
- **在科技、安全、意识形态等领域的冲突可能会维持甚至加剧。**尤其是科技领域，对中国科技和制造的封锁是拜登政府和特朗普政府为数不多的共同点。联合盟友试图孤立中国也是拜登政府外交政策的显著特征。
- **重点关注下半年双方可能开启的新一轮谈判及进展。**包括对第一阶段贸易协议执行结果的评价以及下半年可能开启的新一轮谈判。

内部风险抑制

➢ **企业债违约风险，关注企业债和房地产行业**

- 一方面，2020年由于疫情原因，债券融资超发，发行评级和资质下沉，存在大量隐患。另一方面，在保持全年杠杆率基本稳定和政府宏观杠杆率有所下降的要求下，债券发行条件三方同时收紧加严。**部分企业，尤其是低资质、高负债、短期到付压力较大的企业存在违约风险。**
- **关注房地产行业债务接续问题。**在三条红线收紧房企融资、严控严查信用贷消费贷违规流入房市、房地产行业销售额增速持续回落的情况下，下半年需重点关注房地产行业流动性接续的问题。尤其需关注负债规模巨大、资产负债率高、销售周转下降的房企。

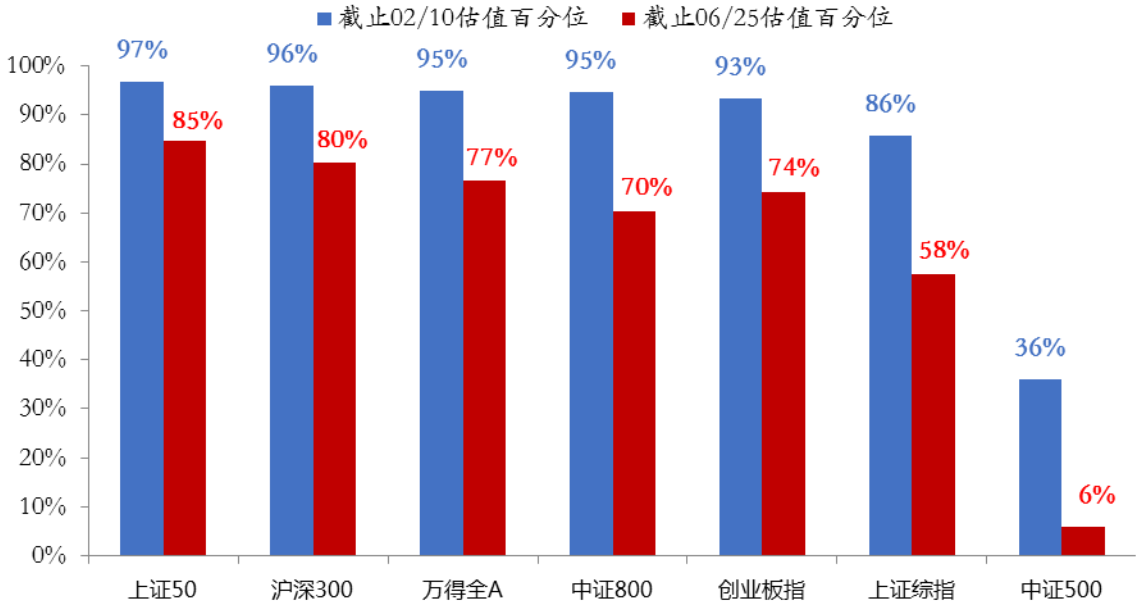
目录

1 海内外宽松流动性都将有所收敛
2 政策对增长的容忍度显著提升
3 风险偏好持续提升面临硬约束
4 立足震荡行情挖掘结构性机会
5 业绩为先，成长→均衡→价值

4.1 估值结构畸形、高估值抱团板块仍需关注

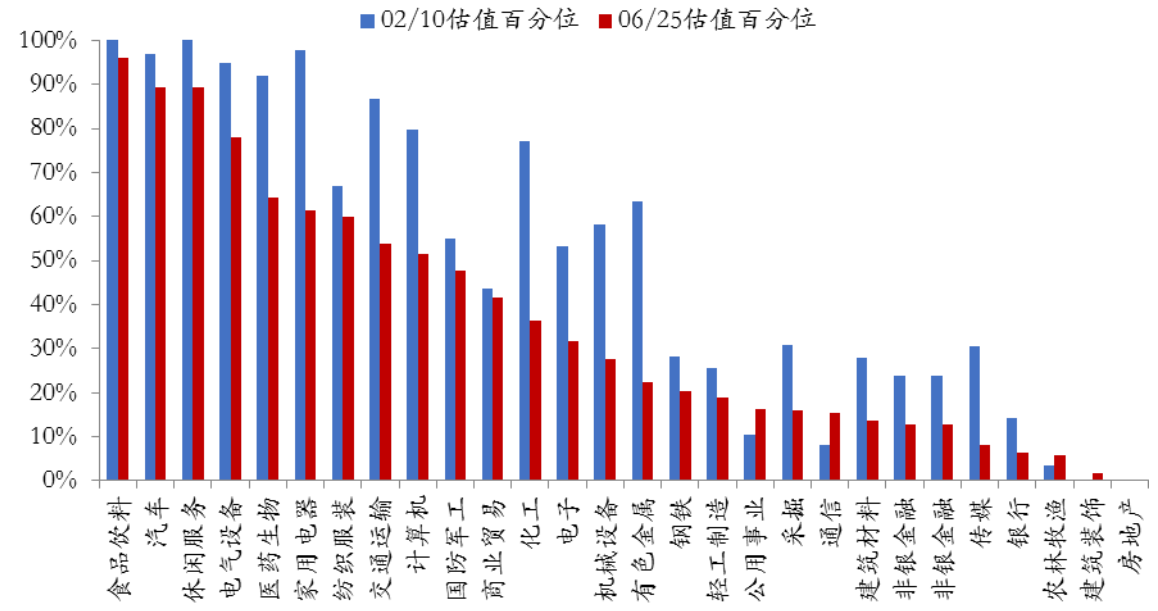
- **市场整体估值压力已有明显消化，但仍在偏高水平。**上证指数较前期高点未出现明显下行，创业板接近新高，在2020Q4和2021Q1业绩高增长消化下，市场整体估值分位已有明显下行。但总体水平上，估值分位仍在较高分位水平。尤其值得注意的是下半年随着经济增速回落，企业盈利跟随回落，甚至Q4季度盈利转负，业绩对估值的消化能力减弱，估值潜在分位仍较高。
- **行业间估值分化更加严重，高估值抱团板块的风险也需关注。**相比春节前高点，目前行业间的估值分位分化更加严重。在下半年流动性不如上半年、美联储货币政策紧缩周期开启、市场盈利水平下降的冲击下，高估值抱团板块仍值得重点注意。

主要指数估值分位已有明显回落，仍在较高位置



资料来源：wind，华安证券研究所。单位：%

行业间估值裂化更为严重

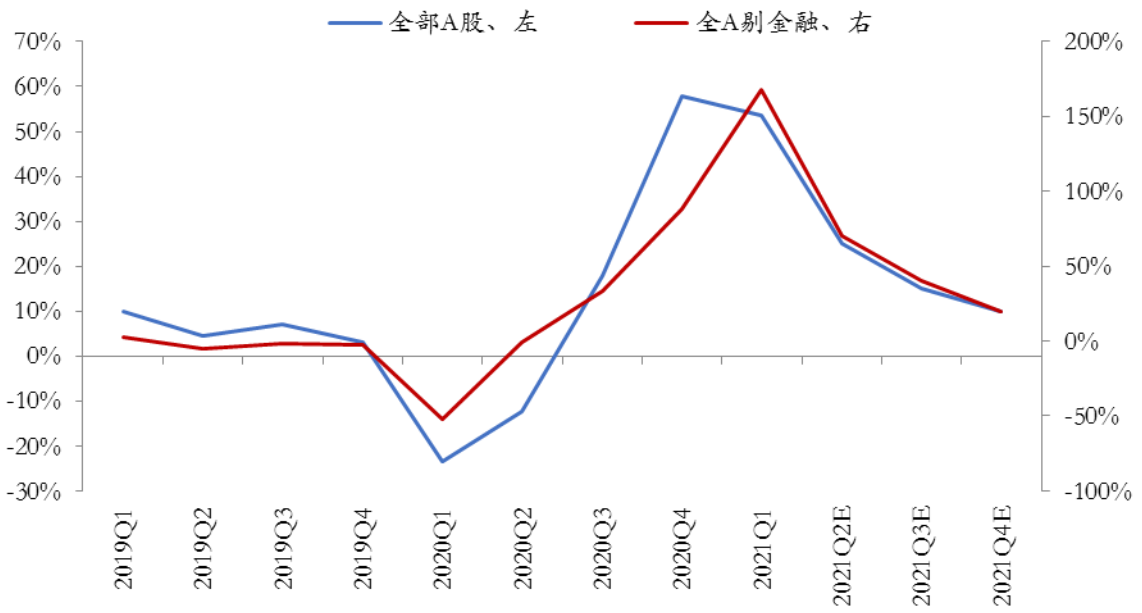


资料来源：wind，华安证券研究所。单位：%

4.2 市场盈利水平将逐步回落，但仍将取得不错的增长

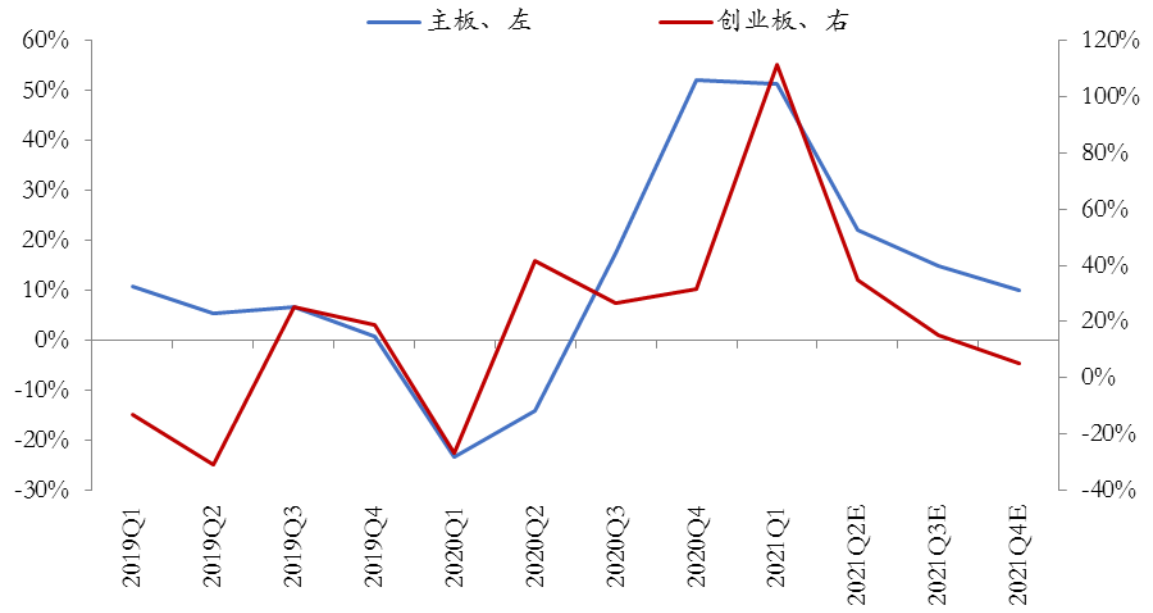
- **市场整体和各上市板业绩增长将随经济同比回落而回落。**预计2021年全年全A盈利增速水平在25%左右；剔除金融后的全A盈利增速在62%左右；主板盈利增速在23%左右；创业板盈利增速水平在50%左右。
- 市场整体和主板的Q2、Q3、Q4单季度盈利增速预计在25%、15%、10%左右，尽管增速回落，但仍能维持较不错的增速；创业板业绩回落速度较快，预计4季度单季度盈利增速在正负之间。

市场整体盈利水平将逐季回落



资料来源：wind、华安证券研究所。单位：%

下半年创业板盈利回落有可能快于主板

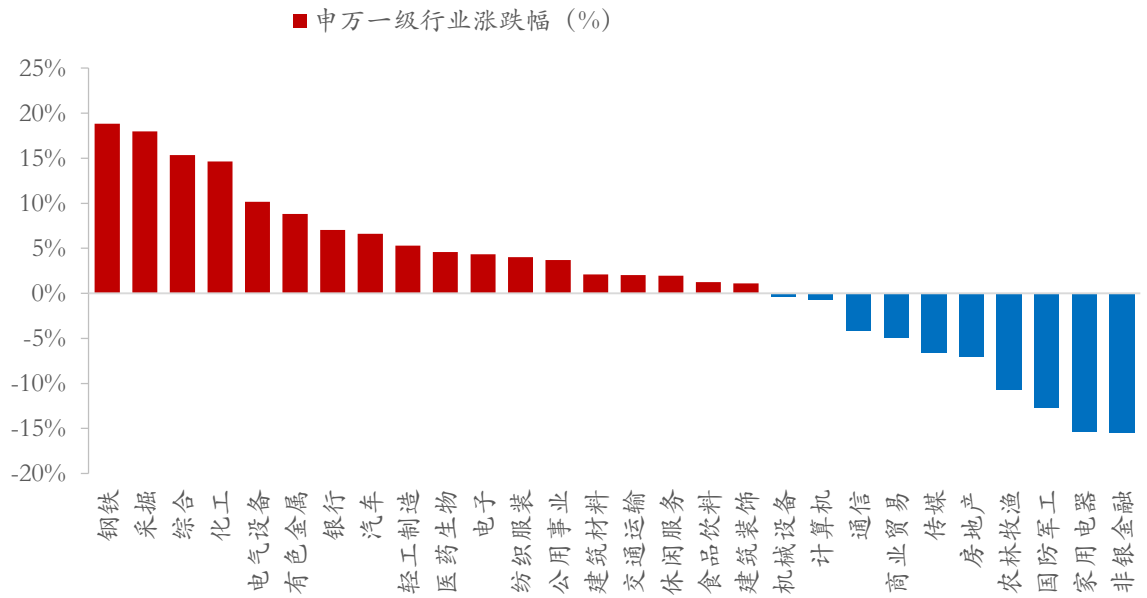


资料来源：wind、华安证券研究所。单位：%

4.3 向上有估值压制，向下有业绩支撑，结构继续分化

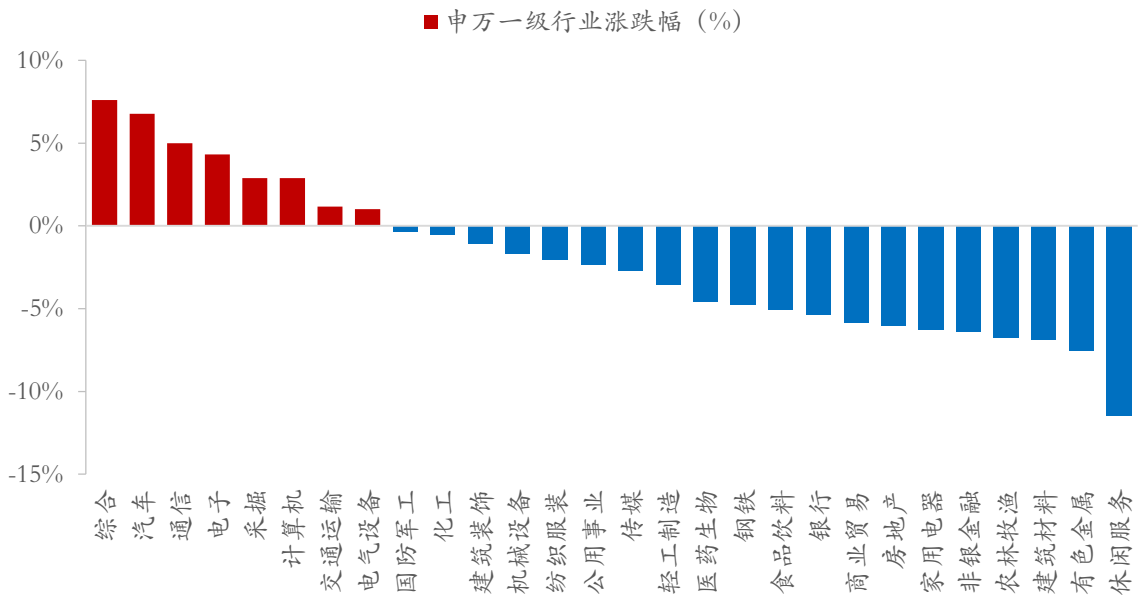
- **2021年上半年，受益于经济复苏叠加全球流动性宽松，大宗商品上涨推动盈利预期走高，周期板块涨幅居前。**申万一级行业中，钢铁、采掘、化工、有色涨幅分别位列SW一级行业第1、第2、第4和第6，涨幅分别为18.85%、17.97%、14.65%和8.80%。
- **6月以来，周期板块开始降温，成长上位。**随着5月中旬商品价格回落，周期股边际上涨动能同步走弱，同时在流动性合理充裕、增长边际放缓的背景下，电子、军工、通信等成长板块上位，涨幅位列前十。
- **下半年，在板块趋势性机会渐弱，预计结构特征进一步强化，挖掘细分赛道。**

上半年周期涨幅居前



资料来源：wind，华安证券研究所。单位：%

但6月以来成长开始上位



资料来源：wind，华安证券研究所。单位：%

目录

1 海内外宽松流动性都将有所收敛
2 政策对增长的容忍度显著提升
3 风险偏好持续提升面临硬约束
4 立足震荡行情挖掘结构性机会
5 业绩为先，成长→均衡→价值

业绩为先，成长 → 均衡 → 价值

- 向上有估值压制，向下有业绩托底，立足震荡行情挖掘结构性机会。
- 风格角度，业绩是永恒赛道，景气是核心支撑，下半年成长逐步让位价值，年底存在交易CPI超预期的可能。

- 当前成长业绩占优，景气高位。随后成长板块面临业绩同比增速显著下行，叠加宽松的流动性的边际收敛，有望逐步让位，因此逐步调整为均衡配置。四季度在增长持续下行业绩下滑，年末CPI可能超预期，市场重回对确定性的追逐，可关注价值板块，如食品饮料和涨价的农林牧渔等，以及受制于上游涨价压力显著缓解、涨价向下传导逐渐顺畅的中游制造板块。

➢ 主线之一：挖掘高景气板块，半导体+新能源汽车产业链+周期结构性机会

- **芯片：**超高景气度向产业链蔓延；AIoT，带来市场增量；国家战略高度前所未有。
- **新能源车产业链：**上游，高速增长带动锂盐需求；中游材料及设备，扩产加速应对需求爆发；下游，关注整车制造及服务。
- **炼油+涤纶：**周期关注结构性机会。原油上行通道带动炼油企业盈利改善；供需格局改善，涤纶存在量价齐升概率。

➢ 主线之二：低估值之银行

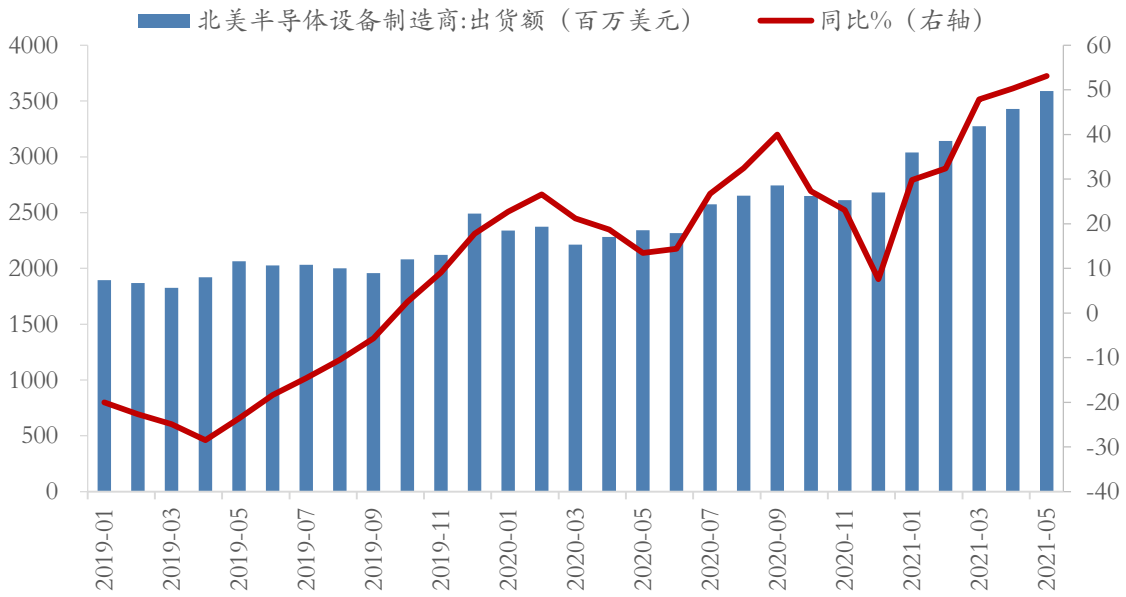
➢ 主线之三：年末交易通胀预期，关注食品饮料和农林牧渔

➢ 主线之四：上游涨价压力缓解，下游传导逐渐顺畅的中游制造，工程机械、家电等

主线一：高景气之半导体

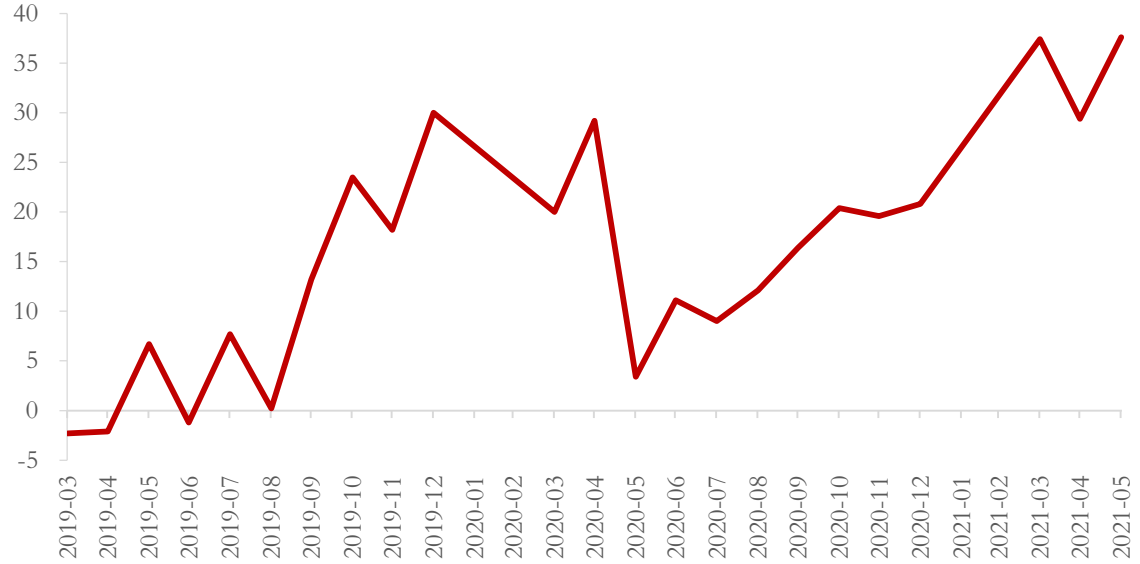
- **芯片，超高景气度向产业链蔓延。**消费电子叠加新能源汽车的对芯片增量需求，全球芯片供应不足的情况进一步延续。并从芯片延伸至整个产业链的供应缺口，带动包括上游半导体设备制造、半导体材料景气度的持续抬升。
- **AIoT，带来市场增量。**在疫情和科技需求下，众多AIoT快速落地，带来包括数据采集、数据传播、数据处理三大增量。统计局数据显示，2021年5月集成电路产量同比增长37.6%，趋势上行。
- **国家战略高度前所未有。**5月中旬，国务院副总理刘鹤主持召开国家科技体制改革和创新体系建设领导小组第十八次会议，讨论面向后摩尔时代的集成电路潜在颠覆性技术，也显示出在国家层面对于行业发展的重视。

北美半导体设备制造商出货量5月同比超50%



资料来源： wind，华安证券研究所。单位：百万美元、%

2021年5月集成电路产量同比增长37.6%

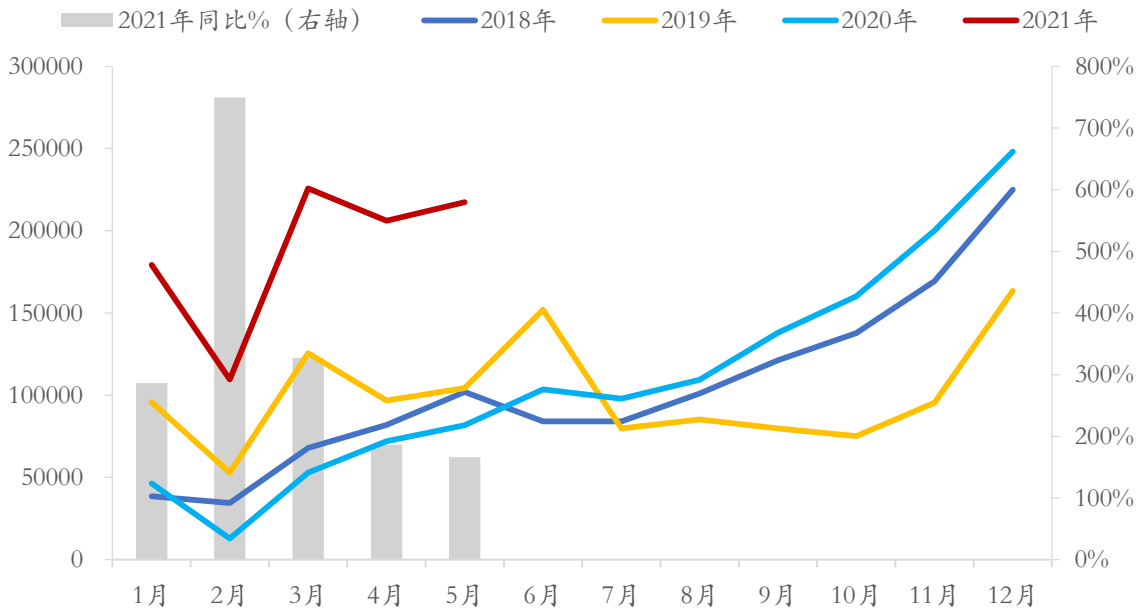


资料来源： wind，华安证券研究所。单位：%

主线一：高景气之新能源汽车及产业链

- **受需求扩大逻辑推动，2021年下半年新能源汽车高景气度将具备高确定性、可持续性。**从乘用车消费结构来看，新能源车的需求端支撑更具有确定性。
- ①5月新能源汽车产销量同比均维持高增速。5月产量23.7万辆，同比增长166.3%；5月销量21.7万辆，同比增长166%。
- ②5月动力电池产量和装机量同比、环比均持续增长。5月动力电池产量同比增长165.8%，装机量同比增长178.2%。
- ③中汽协预计未来五年电动车产销增速将保持在40%以上，到2025年新车占比将突破20%，或达到更高水平。

新能源车销量不断攀升



资料来源： wind，华安证券研究所。单位：辆、%

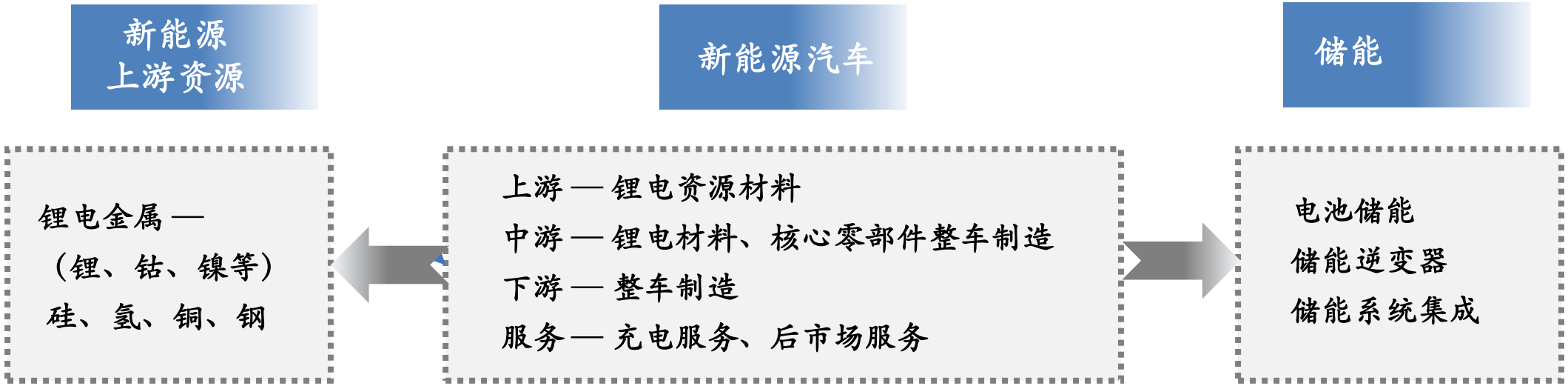
动力电池装机产量及装机量（截止5月）

时间	动力电池产量(GWH)		动力电池装机量(GWH)	
	2020年	2021年	2020年	2021年
1月	0.83	12.00	2.32	8.66
2月	0.90	9.45	0.60	5.58
3月	4.48	11.28	2.76	8.99
4月	4.72	12.93	3.60	8.39
5月	5.19	13.80	3.51	9.80

资料来源： wind，华安证券研究所。单位：GWH

主线一：高景气之新能源汽车及产业链

- **新能源车超高景气度，带动产业链上中下游投资机会。**
- **上游资源，需求高速增长带动锂盐需求。**重点关注锂电小金属（锂、钴、镍等）。以锂盐来看，需求端，预计新能源电动车对锂的需求将达到27%的复合增长率；供给端，受2019年以来产能出清影响，短期行业或面临供不应求。
- **中游材料及设备，扩产加速应对未来需求爆发。**重点关注锂电材料、核心零部件。从供需和扩产周期看，隔膜和铜箔将有望接替电解液和磷酸铁锂成为供需紧张的环节，高景气度将维持。
- **下游：关注整车制造；服务：关注充电+后市场服务。**

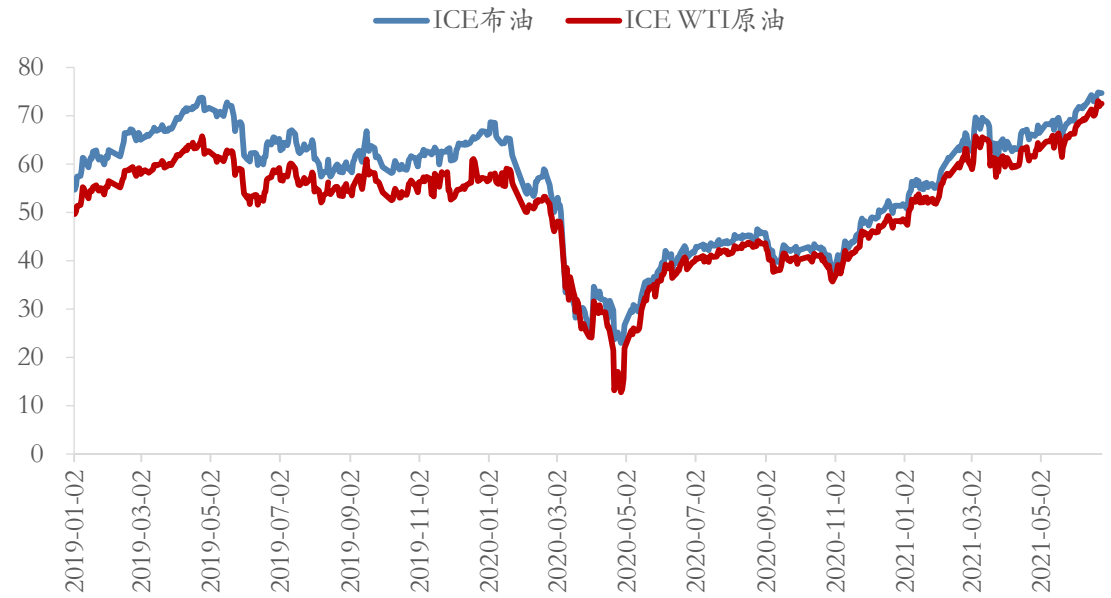


资料来源：华安证券研究所整理

主线一：高景气之周期结构性机会，如炼化+基础化工

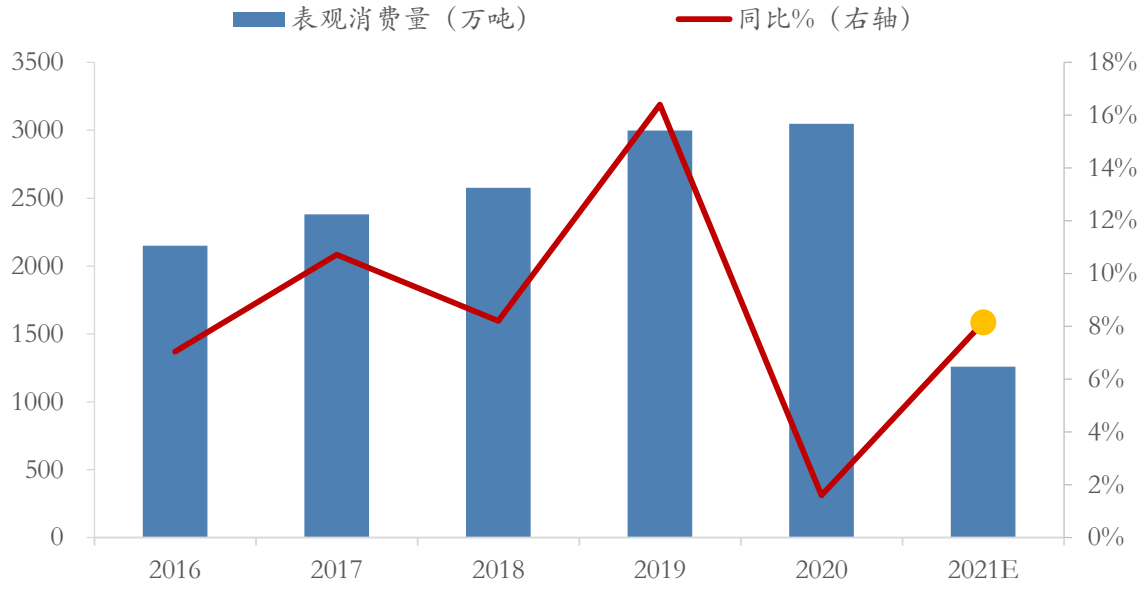
- **自上而下逻辑，关注全球定价品种。原油价格处于上行通道，带动炼油价格提升，炼油企业盈利有望延续改善。**
- **需求恢复，油价有上行空间，并带动国内炼油价差上行，带来利润修。**截止6月23日，WTI和布油价格分别达到70美金/桶以上，较2020年底50美金/桶价格上涨60%。
- **自身供需格局出发，以涤纶为代表，关注自身供需紧平衡。**
- 涤纶伴随后疫情时代下游纺织的全球复苏需求，以及新增产能有限，可能出现量价齐升，全行业维持紧平衡状态。

油价处于上行通道，中枢抬升（美元/桶）



资料来源：wind，百川盈孚，华安证券研究所。单位：美元/桶

涤纶长丝的表观消费量增速有望回升至8%

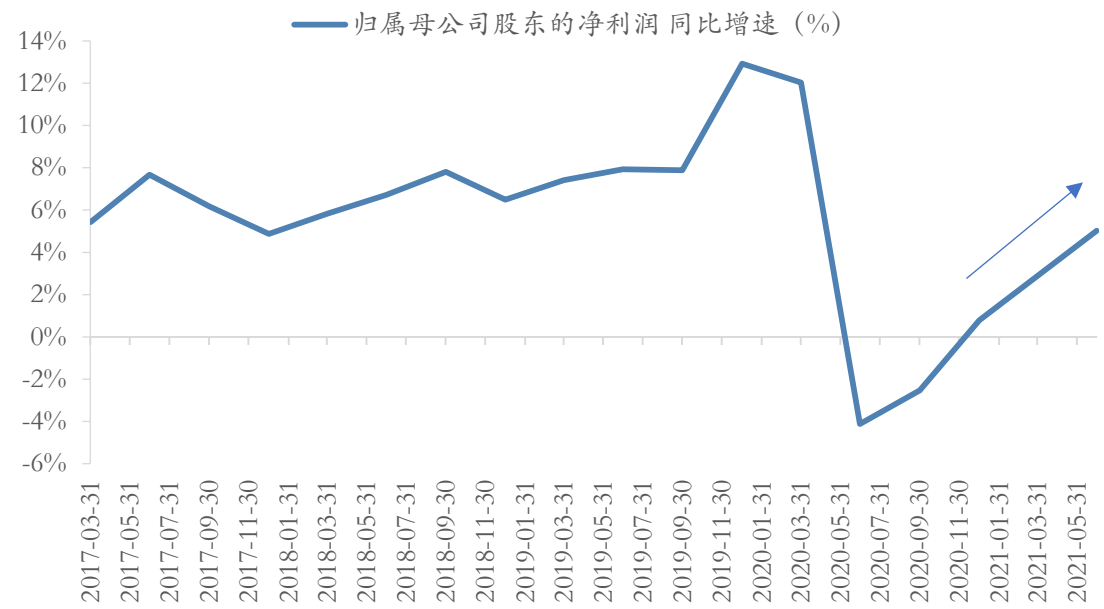


资料来源：wind，百川盈孚，华安证券研究所。单位：万吨、%

主线二：低估值之银行

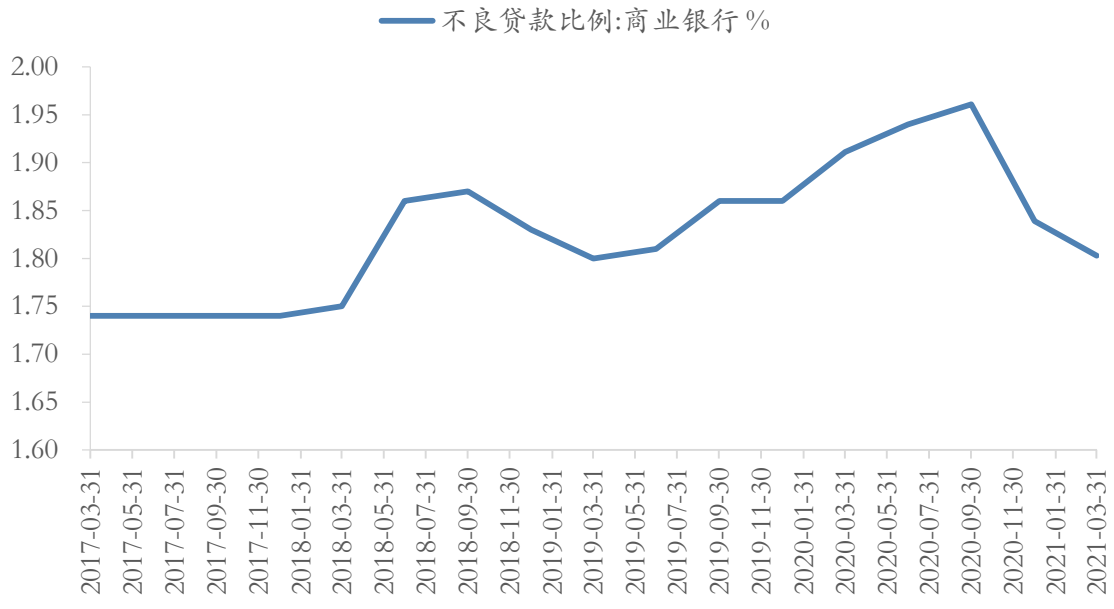
- **配置需求方面，下半年市场整体缺乏趋势性机会，指数偏弱震荡，配置银行板块有较好的防御属性。**
- 银行景气度上行。从银行自身基本面来看，上半年资产质量改善，银行业绩回升，前期压制银行的不良资产疑虑消退。
- 上市银行归母净利润显著回升。2021Q1同比增速5.02%，显著高于2020年同比增速0.78%。
- 商业银行不良率逐步回落。2021Q1不良率1.80%，较2020Q4、2020Q3的1.84%和1.96%显著回落。

银行业绩2021年上半年回升



资料来源： wind，华安证券研究所。单位：%

商业银行不良率持续下降

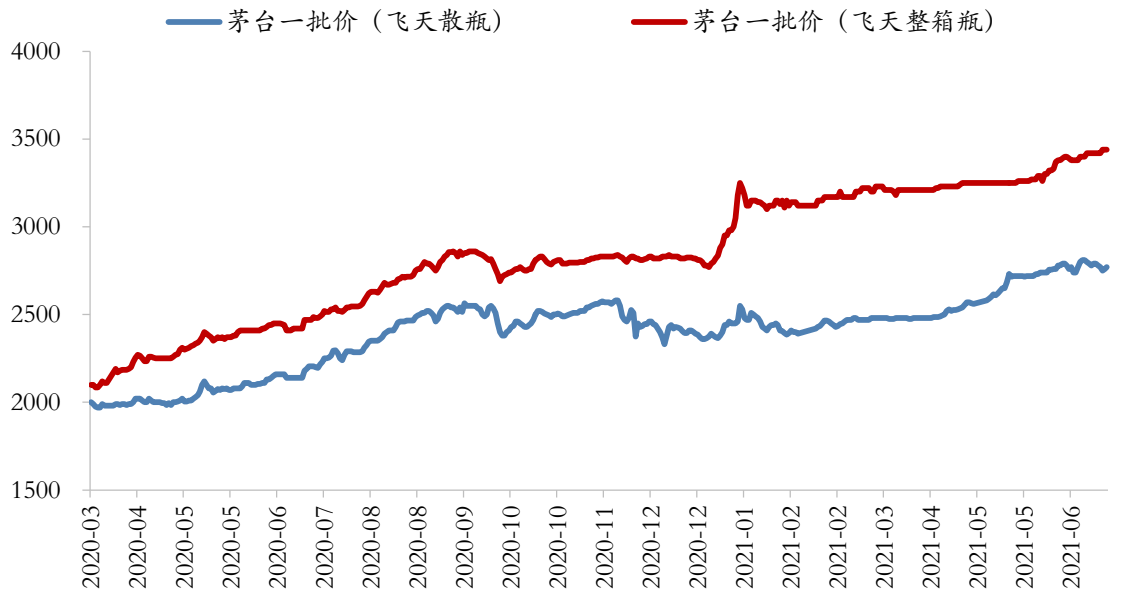


资料来源： wind，华安证券研究所。单位：%

主线三：年末存在交易CPI超预期的可能

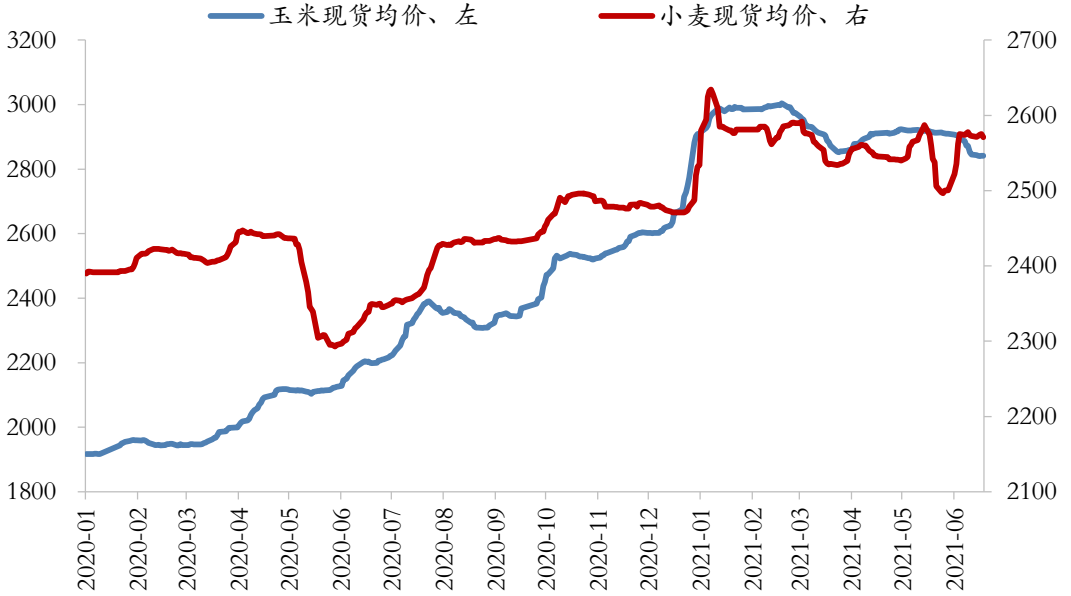
- **下半年CPI上行是确定性事件，年末存在超预期的可能。**一是低基数效应，二是PPI的传导，三是经过3-6个月的底部，年末猪价可能迎来反转，这些原因将共同导致年末CPI可能触及甚至突破3%。
- 叠加增长的持续下行，成长等板块业绩显著下行，市场有望重回对确定性增长的追逐。
- 主要粮食进入上行通道，成本抬升或迎来提价周期。受益于提价，或促进龙头企业利润增长。
- 因此，年末可关注白酒、乳制品、调味品以及农林牧渔等条线的投资机会。

白酒价格延续上涨趋势



资料来源： wind，百川盈孚，华安证券研究所。单位：元/瓶

国际市场影响，2021年以来粮价走高

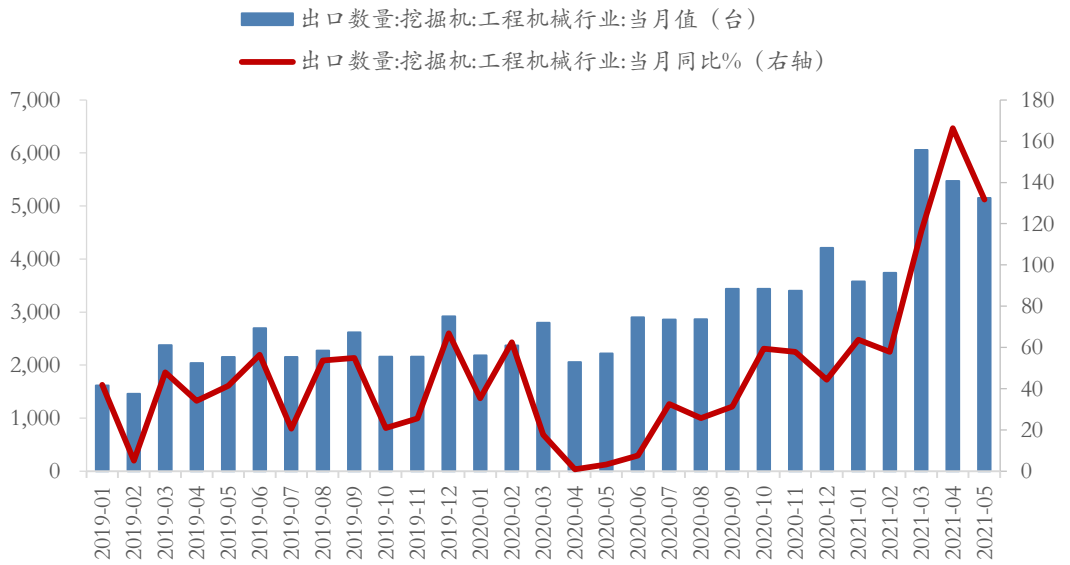


资料来源： wind，百川盈孚，华安证券研究所。单位：元/单位

主线四：上游挤压边际减弱，下游传导逐渐顺畅，关注中游制造

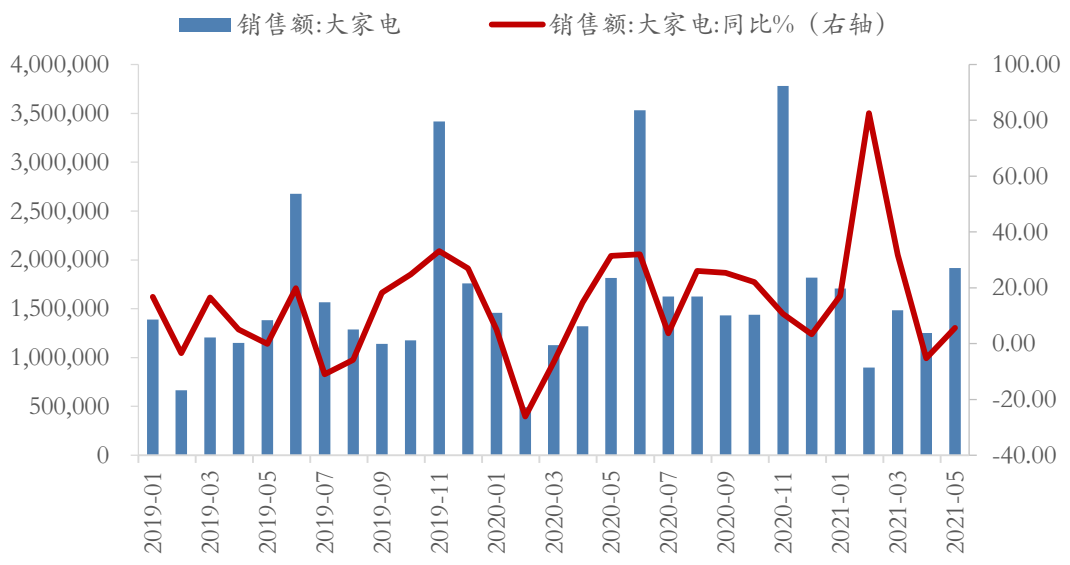
- **大宗商品涨价动力边际趋缓，上游对中游制造业的利润挤压影响减弱，年底业绩具有确定性。**
- **工程机械，除上游成本端压制减弱外，下半年关注三个支持：**1）Q3专项债发行上量带来的支撑效应；2）海外收入增速持续维持高位，挖掘机出口数量5月同比增速131.7%；3）环保督察影响减弱，项目正常开工。
- **家电方面，除铜等大宗商品对利润挤压减弱外，销售端关注均价提升推动销售额。**1）相对于上游成本涨价，家电制造终端涨价具有滞后性；2）从价格战转向产品升级，带动销售额提升。2021年1-5月，全国家用电器行业营业收入同比增长38.0%；利润总额同比增长16.6%。

挖掘机海外出口增速维持高位



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：台，%

大家电销售额5月同比增速回升



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：万元，%

主题：“碳中和”，下半年聚焦碳交易

- **主题方面，继续关注双碳目标下贯穿全年的“碳中和”，下半年重点关注碳交易以及9月22日提出“碳中和”目标1周年时点是否会有相关产业政策出台。**
- **全国碳交易市场下半年启动临近。**6月7日上海联交所的全国碳排放权交易系统顺利通过验收，全国碳排放交易启动将进入倒计时，将带动金融服务等在内的第三方服务板块。
- **交易标的共分为两种，包括配额和CCER；交易时段与A股市场一致。**一是配额，由政府分配的碳排放权额度；二是CCER，主要包括风电、光伏、水电、生物质发电等。

交易标的	
配额	**政府分配的碳排放权额度** ①从无偿分配到有偿使用，但不会足额排放; ②每年配额发放比例约90%要求减少比例在10%以内; ③配额分配自上而下分配，从中央到地方再分配到企业，由地方政府决定。 ④配额分配基准包括历史排放法和行业基准值法，
CCER	**国家核证自愿减排量** 能够产生CCER的项目主要包括风电、光伏、水电、生物质发电等。

资料来源：华安证券研究所整理

交易时间	
挂牌协议方式	每周一至周五 上午9：30~11：30 下午13：00~15：00
大宗协议方式	每周一至周五 下午13：00至15：00
单向竞价方式	另行公告

资料来源：华安证券研究所整理

主题:“碳中和”,参考欧盟碳排放交易体系，已初见成效

- **欧盟碳排放交易体系（EU ETS），**作为世界上最大的碳排放交易市场，发展相对比较完善，目前已覆盖28个欧盟成员国 及冰岛、列支敦士登和挪威。
- **欧盟自2005年《京都议定书》正式生效开始，承担减少碳排放量的义务，逐步推进欧盟碳排放交易体系。**经过三个阶段的发展，欧盟碳排放交易体系已初见成效，大大减少了各欧盟成员国的碳排放量。以碳排放量最高的德国为例，2005年至2019年其固定设施的配额从493.48 Mt降至140.99 Mt。

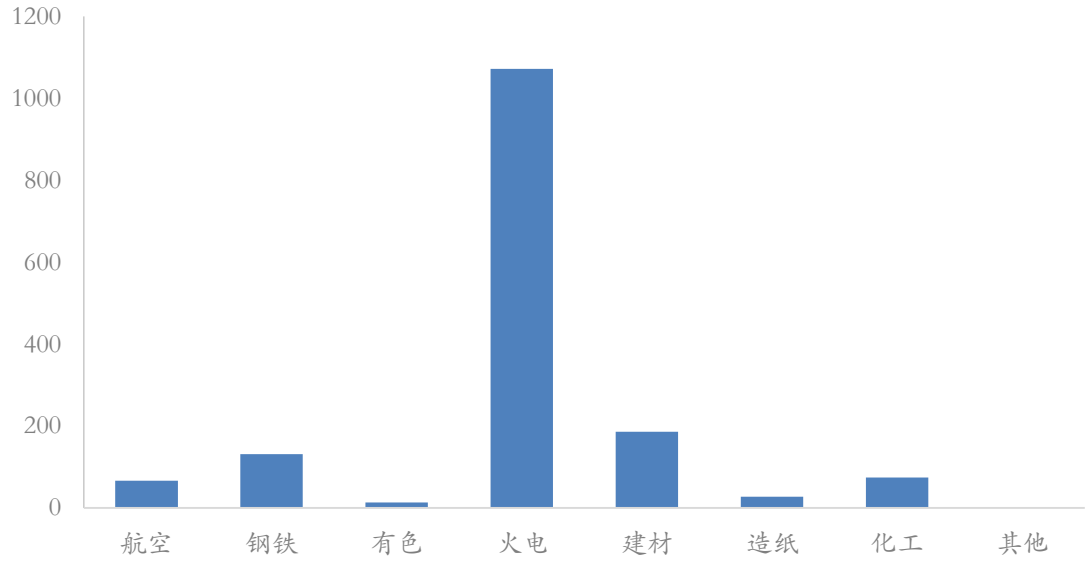
阶段	目标	排放许可上限	覆盖范围
第一阶段 2005-2007	**实验阶段** 检验EU ETS的制度设计，建立基础设施和碳市场	**22.9亿t/a** 由各成员国提交国家分配方案（NAP），经欧盟委员会批准后确定配额总量，至少95%应免费发放	**CO2气体** 20MW以上燃烧装置，包括发电厂、炼油厂、焦炉、钢铁厂、水泥厂、玻璃厂等
第二阶段 2008-2012	**履行《京都议定书》的减排目标**	**20.8亿t/a** 由各成员国提交国家分配方案（NAP）并经欧盟委员会批准，至少90%应免费发放	**选择性纳入N2O** 第一阶段所有产业加上航空业
第三阶段 2013-2020	2020年排放量比1990年降低20%	**2013年：19.74亿t/a，**以后每年下降1.74% **2020年：17.2亿t/a** 取消NAP，由欧盟确定总量，超过50%的配额拍卖	**N2O、PFCs等其他温室气体被纳入** 扩大到化工、合成氨和炼铝等部门

资料来源：华安证券研究所整理

主题:“碳中和”,参考欧盟碳市场，多政策助力稳定发展

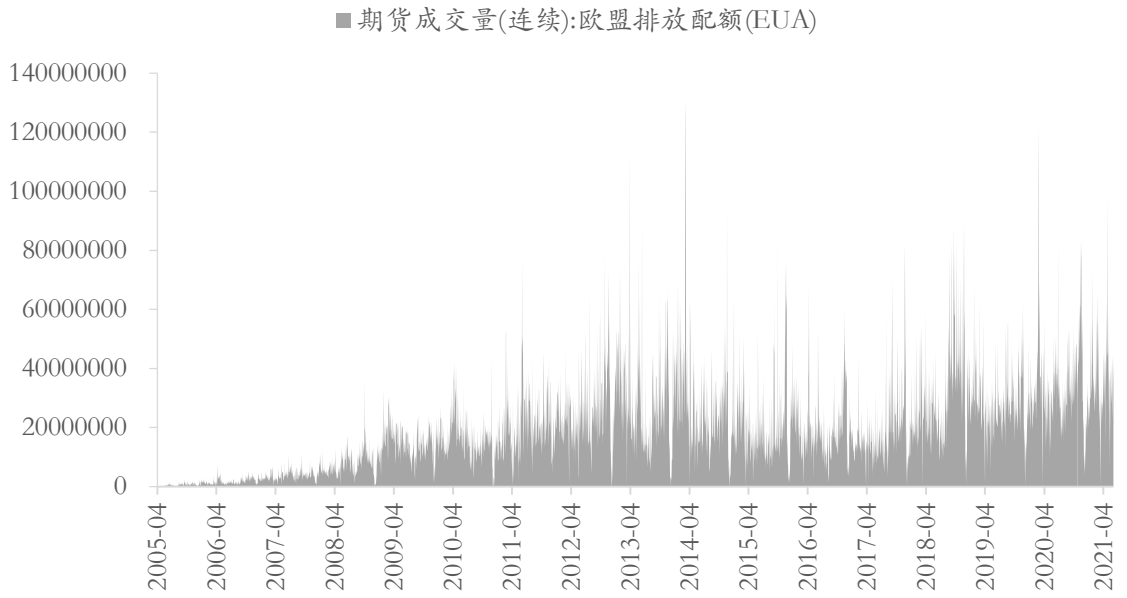
- **欧盟碳排放交易体系属于总量交易，同时兼顾各成员国差异性。**采用了分权化治理模式，各成员国拥有相当大的自主决策权。
- **控排企业范围逐渐扩大。**电力行业二氧化碳排放量从2005年到2019年下降了15%。
- **借助于欧盟碳排放交易体系的，碳交易市场从最初的柜台交易演变成了多层次市场，排放权价格完全由市场决定。**
- 欧洲气候交易所、北方电力交易所、未来电力交易所以及欧洲能源交易所。
- 2005年6月欧洲交易所推出了与欧盟碳排放权挂钩的期货交易，吸引投资银行、对冲基金、私募基金以及证券公司等金融机构的加入，推动流动性增强。

2019年欧盟传统行业二氧化碳排放量（Mt）



资料来源：European Environment Agency，wind，华安证券研究所。单位：百万吨

2013年-至今欧盟碳排放配额期货成交量（t CO2）



资料来源：European Environment Agency，wind，华安证券研究所。单位：吨

华安策略



感谢关注！

风险提示：政策转向超预期；下半年经济回落速度和幅度超预期；美国经济恢复不及预期；对2021年经济数据和上市公司盈利的测算与实际存在较大误差等。

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。华安证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起6个月内，证券（或行业指数）相对于同期沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

行业评级体系

增持–未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%以上；

中性–未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持–未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%以上；

公司评级体系

买入–未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数15%以上；

增持–未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数5%至15%；

中性–未来6-12个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；

减持–未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数5%至15%；

卖出–未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数15%以上；

无评级–因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。 市场基准指数为沪深300指数。