

2021下半年度A股投资策略报告

- **宏观经济：**新冠疫情后中国经济深跌反弹的惯性已经接近尾声，经济增长逐渐向潜在增速回归，可能表现为稳中略降，但下半年整体依然有韧性。一方面，随着海外产能复苏，外需对出口的拉动作用将边际减弱；另一方面，消费虽仍有缺口，但受限于居民消费意愿回升较慢呈现为弱复苏。不过，得益于地产投资韧性及制造业投资的持续修复，投资仍将对经济增长起到支撑作用。
- **市场展望：**一方面，下半年企业盈利仍有复苏空间，基本面对市场仍有支撑。另一方面，A股市场制度不断完善，吸引机构、居民资金持续入市，微观资金面趋势向好，因此A股仍有结构性机会。但全球流动性拐点可能逐渐到来，或加大市场的波动性。
- **风格判断：**经济复苏大背景下，预计中小盘盈利修复弹性及持续性强于大盘；叠加M2逐步企稳，广义流动性边际改善，成长风格或相对占优。
- **配置策略：**在下半年特别是四季度经济面临回落压力的判断下，周期性行业的投资机会可能较上半年有所弱化，相对看好受益于居民消费升级趋势的大消费板块以及下半年利润趋势向上的成长板块。

具体来看，消费板块中相对看好医药、食品饮料、消费建材及家电等行业；成长板块中相对看好新能源汽车、光伏、半导体、人工智能等行业；此外，周期板块中化工行业也可能有结构性机会。

免责声明及风险提示：本报告内容仅供参考，不构成任何形式的要约或要约邀请。本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。在任何情况下本报告中的信息或所表达的意见并不构成实际投资结果，也不构成任何对投资人的投资建议或担保。报告中所载的观点、分析、预测等仅反映研究员的见解和分析方法，并不代表我公司的立场。摩根士丹利华鑫基金郑重提醒您注意投资风险，并请根据自身财务状况及风险承受能力谨慎选择。

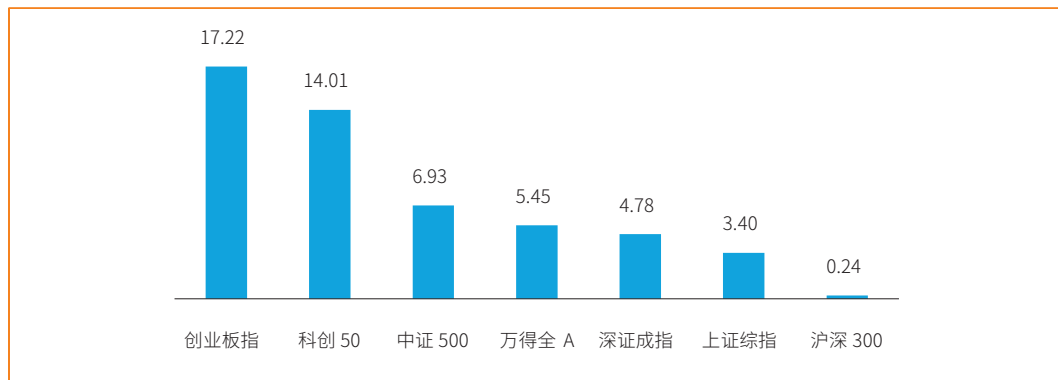
本报告版权归摩根士丹利华鑫基金管理有限公司所有，未经书面授权任何机构和个人不得以任何形式发布、复制、刊登或引用。

一、市场回顾

（一）指数表现：上半年 A 股收涨，周期、成长占优

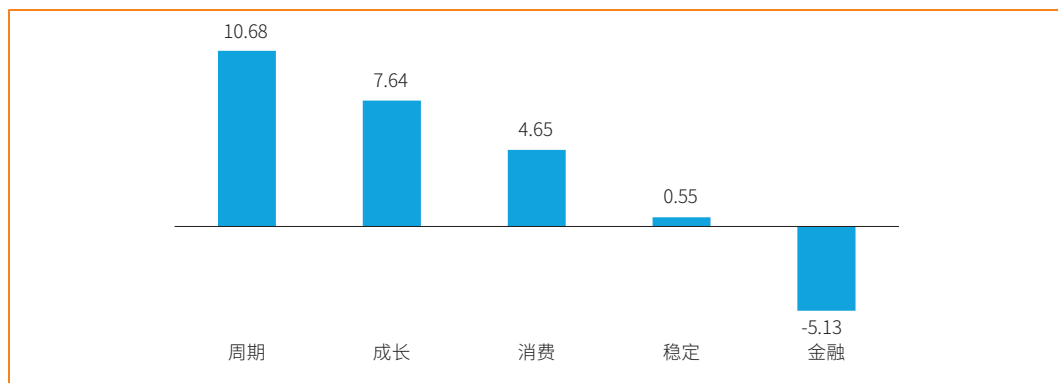
指数层面，创业板、科创50、中证500指数涨幅居前，沪深300基本持平；风格上周期、成长占优，金融板块大幅下跌。

A股主要指数上半年涨跌幅（%）



数据来源：Wind。

A股主要风格指数上半年涨跌幅（%）

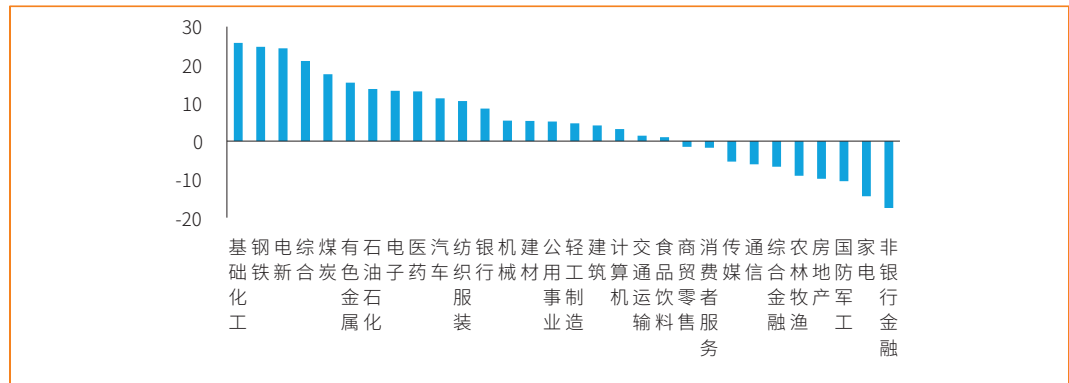


数据来源：Wind。

（二）行业表现：周期行业涨幅居前

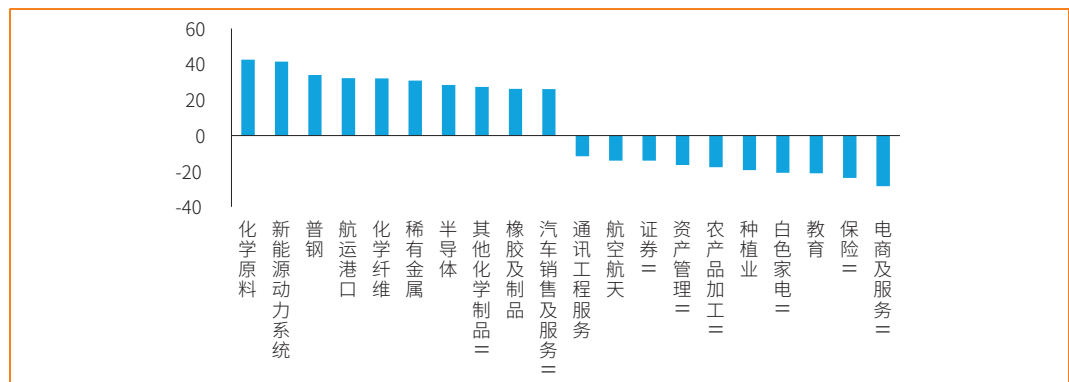
行业方面，基础化工、钢铁、电新、煤炭、有色涨幅居前；非银、家电、军工、地产、农业跌幅居前。具体到二级行业化学原料、新能源动力系统、普钢等涨幅居前，电商、保险、教育、白电跌幅居前。

中信一级行业指数涨跌幅 (%)



数据来源: Wind。

中信二级级行业指数涨跌幅前/后10



数据来源: Wind。

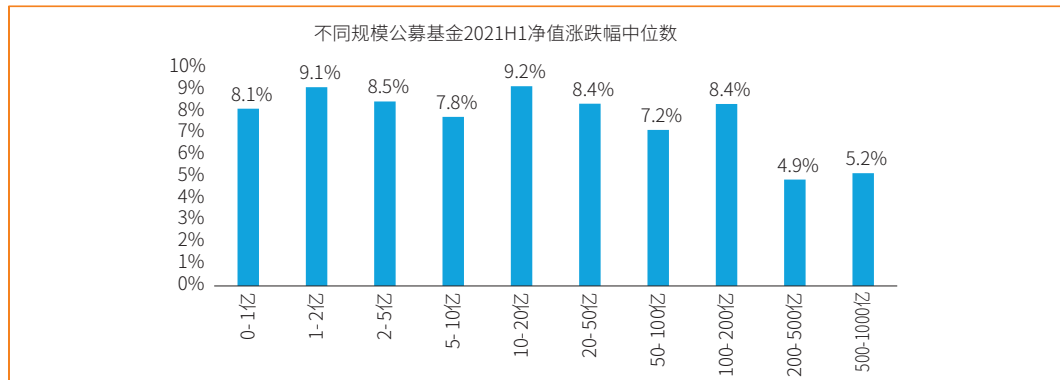
上半年市场表现与2020年差异明显,低价、小盘、业绩弹性更大的个股占优。与之对应的是中小规模基金表现好于大规模的基金。

各类风格指数表现 (单位: %)

代码	风格指数	2021H1涨跌幅	2020涨跌幅
801811.SI	大盘指数	1.76	31.99
801812.SI	中盘指数	4.89	24.83
801813.SI	小盘指数	6.32	20.91
801821.SI	高市盈率指数	19.24	48.81
801822.SI	中市净率指数	8.13	57.48
801823.SI	低市盈率指数	-3.93	0.15
801831.SI	高市净率指数	11.54	68.34
801832.SI	中市净率指数	3.37	20.87
801833.SI	低市净率指数	4.68	-5.20
801841.SI	高价股指数	4.73	57.53
801842.SI	中价股指数	6.72	4.78
801843.SI	低价股指数	14.41	5.84
801851.SI	亏损股指数	5.43	11.77
801852.SI	微利股指数	10.26	6.73
801853.SI	绩优股指数	0.33	49.22
801863.SI	新股指数	0.85	33.23

数据来源: Wind。

2021H1不同规模基金表现，中小规模占优



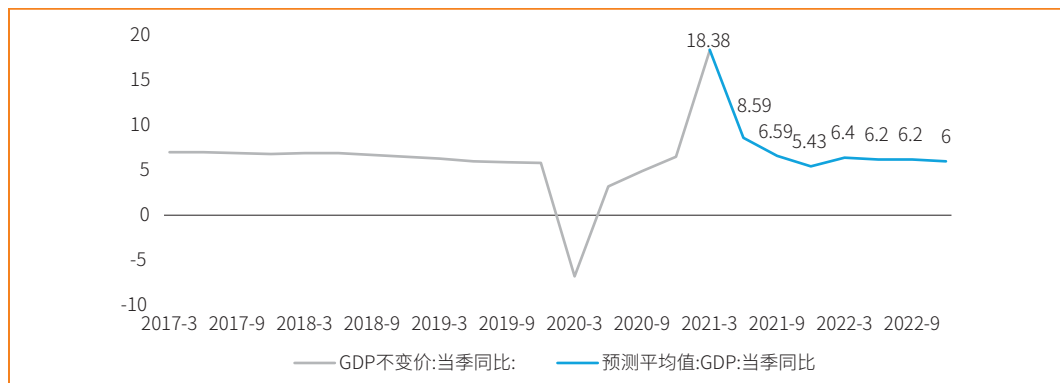
数据来源：Wind。

二、经济形势与政策分析

(一) 宏观经济：增速逐渐回归中长期增长中枢

新冠疫情后中国经济跌深反弹的惯性接近尾声，经济增速逐渐向潜在增长回归，下半年宏观经济增长不确定性加大，可能稳中偏弱，四季度经济下行风险增加。

实际GDP同比增速及预测

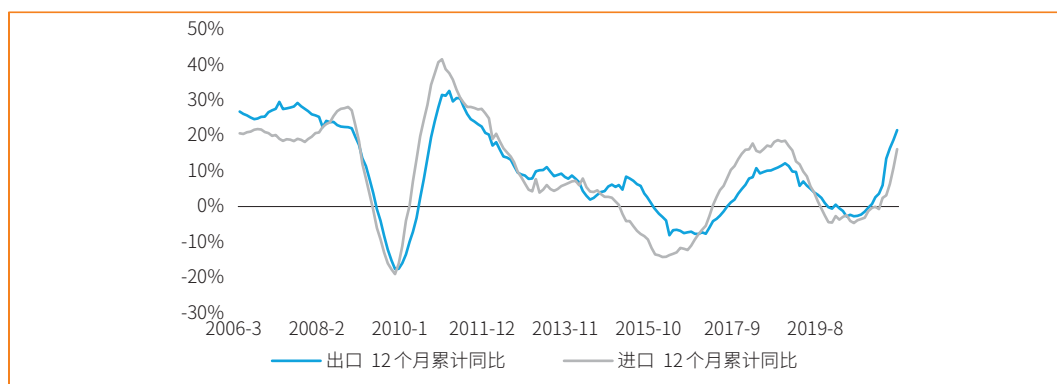


数据来源：Wind；数据时间：2017.3-2022.12。

1. 外需

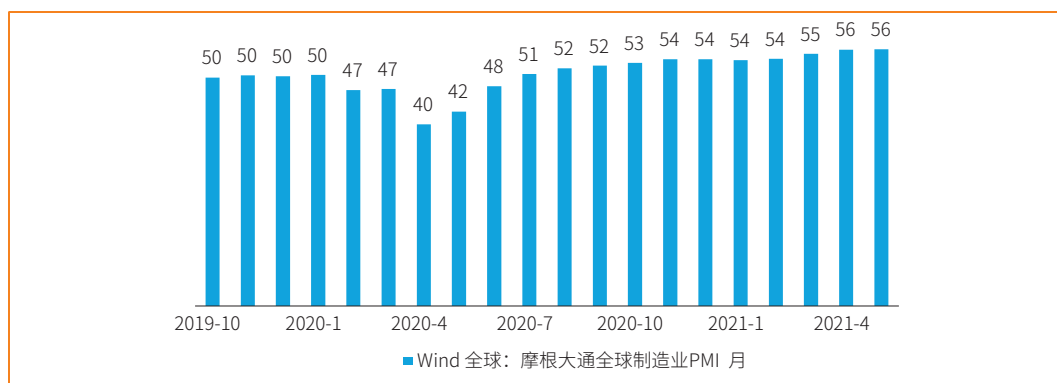
疫后全球经济持续复苏，对中国出口增速拉动较大，截至今年4月，过去12个月出口同比增速达到20%。预计下半年海外经济延续复苏，但全球复苏逐步从商品转向服务，需求对中国溢出效应下降，下半年出口增速或将逐步回落，但全年来看仍将维持较高增速。

进出口近12个月累计同比



数据来源: Wind; 数据时间: 2006.3-2021.5。

疫后全球经济持续修复



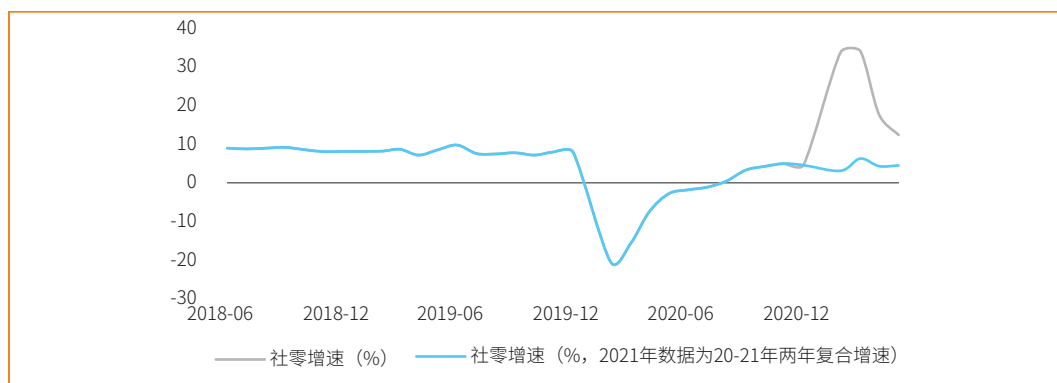
数据来源: Wind; 数据时间: 2020.1-2021.5。

2. 消费

消费虽仍有缺口,但受限于居民消费意愿而回升较慢。4月社零过去两年复合增速为4.5%,较2019年8%的社零增速仍有较大的修复空间,但目前消费修复相对较慢。

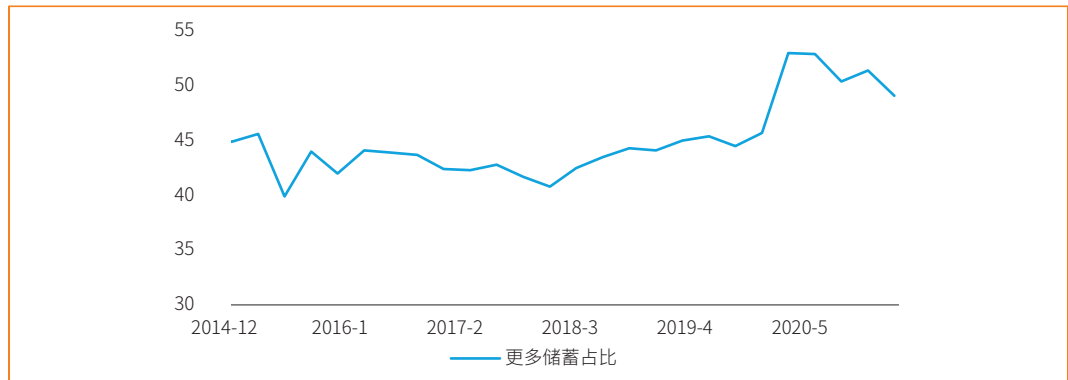
疫情带来短期预防性储蓄倾向上升,从央行“城镇储户问卷调查”中“更多储蓄占比”项看,2020年上半年储蓄意愿出现一轮跳升,下半年开始下行,2021年一季度进一步下降,但仍高于疫情前水平。

社会消费品零售总额当月同比



数据来源: Wind; 数据时间: 2018.6-2021.5。

疫后储蓄倾向的上升（央行储户问卷调查）

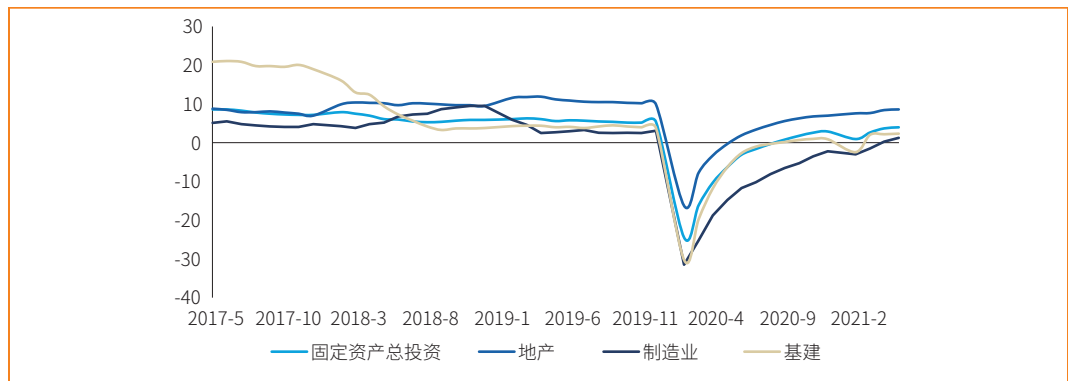


数据来源：Wind；数据时间：2010.3-2021.3。

3. 投资

上半年基建的支撑作用消退，1-5月过去两年复合增速2.35%，在财政后置的影响下预计下半年基建投资仍有韧性；1-5月房地产投资两年复合增速在8.6%，明显高于固定资产整体投资增速，政策严调控下房地产投资逐渐降温；制造业投资4月转正，1-5月累计两年复合增速1.28%，工业企业利润持续好转，制造业投资有望继续修复。

固定资产投资增速（%，2021年为20-21两年复合增速）



数据来源：Wind；数据时间：2017.5-2021.5。

4. 物价

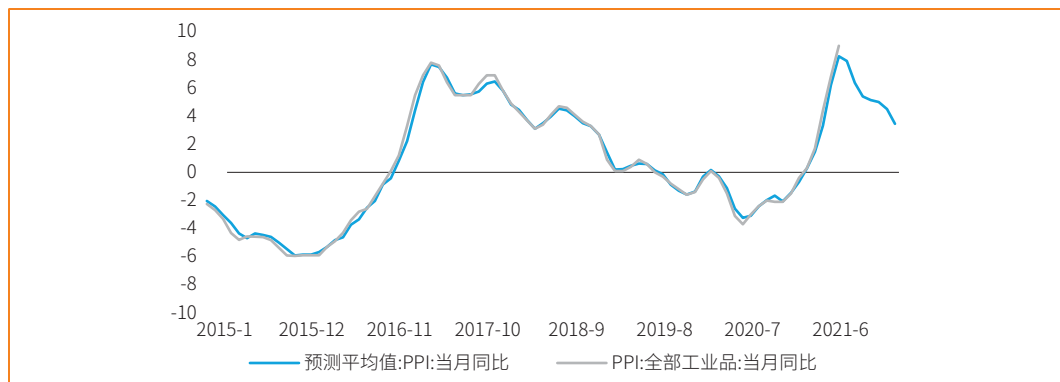
下半年CPI震荡，预计在2%以内，猪周期下行拖累CPI；PPI价格预计高位回落，本轮大宗商品价格的走高来自于疫情后经济的修复，高斜率主要来自于供需错位：经济供给修复慢于需求；全球走出疫情过程中，发达国家修复快于发展中国家，资源供给国慢于消费国和工业国，从而带来价格短期冲高。伴随疫苗的持续接种，供需矛盾缓解，大宗商品价格将回落。

CPI走势及市场一致预期



数据来源：Wind；数据时间：2015.1-2021.9。

PPI走势及市场一致预期



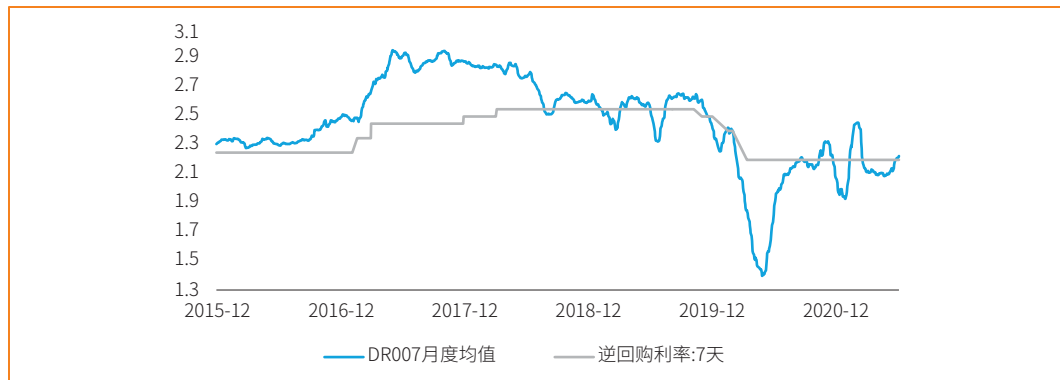
数据来源：Wind；数据时间：2015.1-2021.9。

（二）国内货币政策：逐步回归常态化

4月30日，中央政治局召开会议，对二季度经济政策定调：“用好稳增长压力较小的窗口期”。对货币政策的要求是“保持流动性合理充裕，强化对实体经济、重点领域、薄弱环节的支持”。

上半年货币政策较为宽松，狭义流动性宽松DR007月均值多处于政策利率下方。下半年有望从低位回归至中枢，波动上升，边际略收紧。

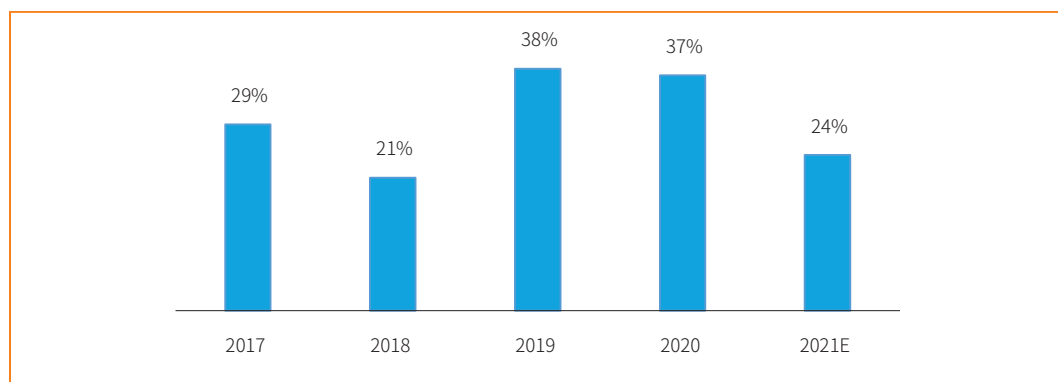
上半年狭义流动性宽松，DR007月均值多处于政策利率下方



数据来源：Wind；数据时间：2015.12-2021.6。

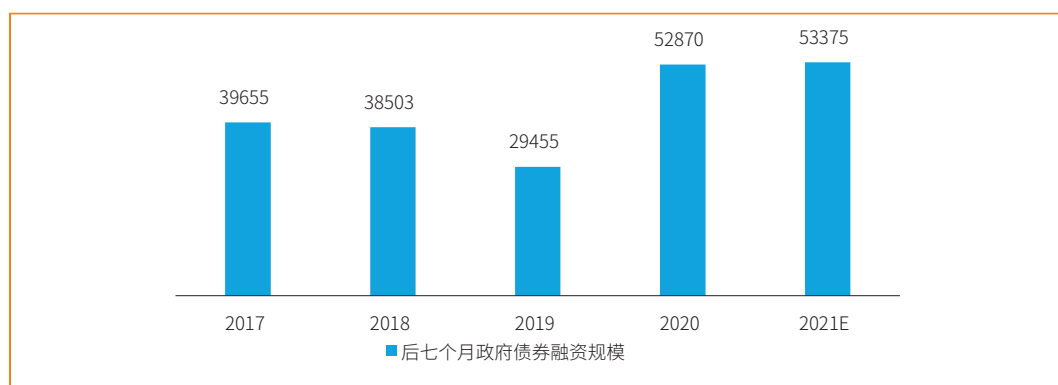
今年财政后置特征明显，前五个月政府债券融资占全年规模仅有24%，近五年仅次于2018年。导致大量准备金被留存在银行体系，银行超储率偏高，银行上半年缺资产配置，压制利率上行。下半年将迎来反转。

前五个月政府债券融资占全年融资规模比例



数据来源：Wind；数据时间：2017-2021。

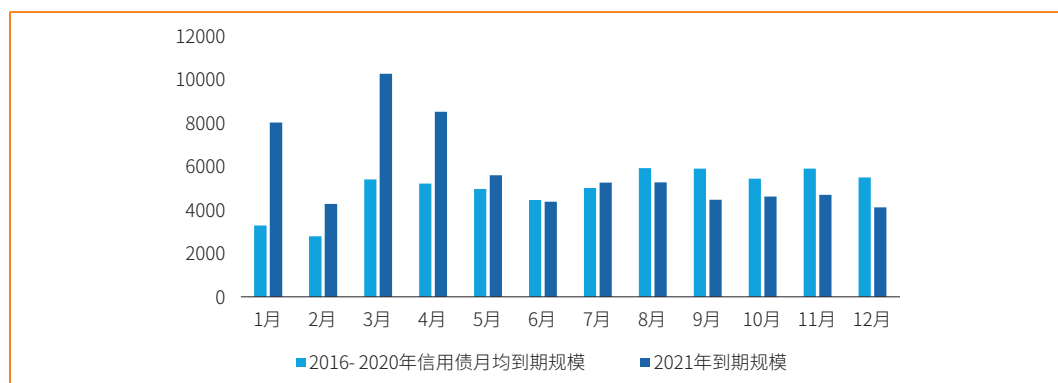
下半年政府债券延后的供给压力较大



数据来源：Wind；数据时间：2017-2021。

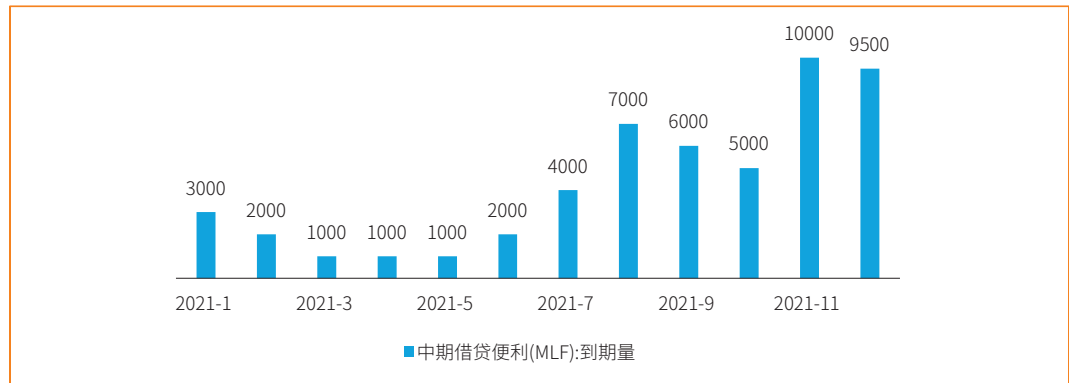
央行角度，信用债与短期贷款都在3月份后迎来到期高峰，考虑到永煤事件后，央行或有意维持偏宽松的流性格局。下半年大量MLF到期，7月份后单月至少有4000亿元到期。

上半年信用债到期量较高，央行防风险考虑较多



数据来源：Wind；数据时间：2016.1-2021.12。

下半年大量MLF到期



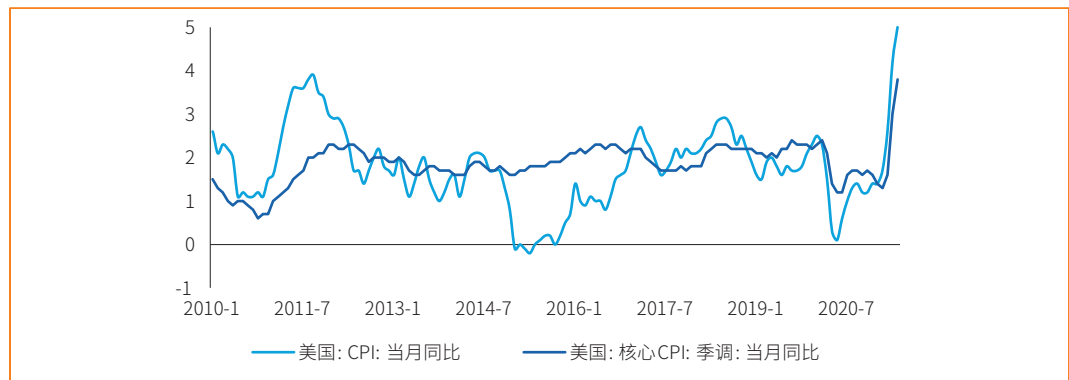
数据来源: Wind; 数据时间: 2021.1-2021.12。

(三) 海外流动性：Q3 美联储将讨论缩减购债，流动性迎来拐点

自3月17日新一轮财政刺激实施后，不同收入人群就业状况走势分化，低收入人群就业率下滑，而中高等收入人群就业率上行，低收入人群就业率与高收入人群就业率缺口扩大了约2个百分点。美国一方面是失业多，另一方面是招工难，隐含更大的通胀压力。

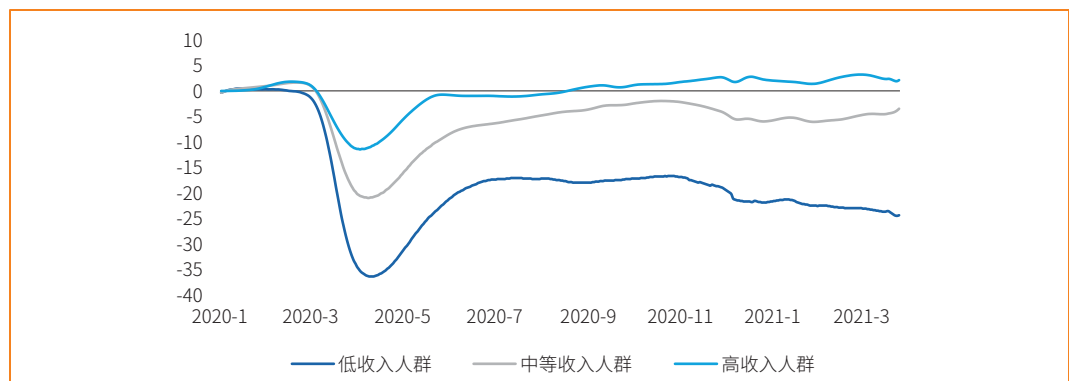
当前美国银行间流动性充裕。预计Taper影响最大的阶段，就是从发出Taper信号到Taper落地期间。

美国通胀创近30年新高



数据来源: Wind; 数据时间: 2010.1-2021.5。

美国不同收入人群就业变化情况（相对去年1月，%）



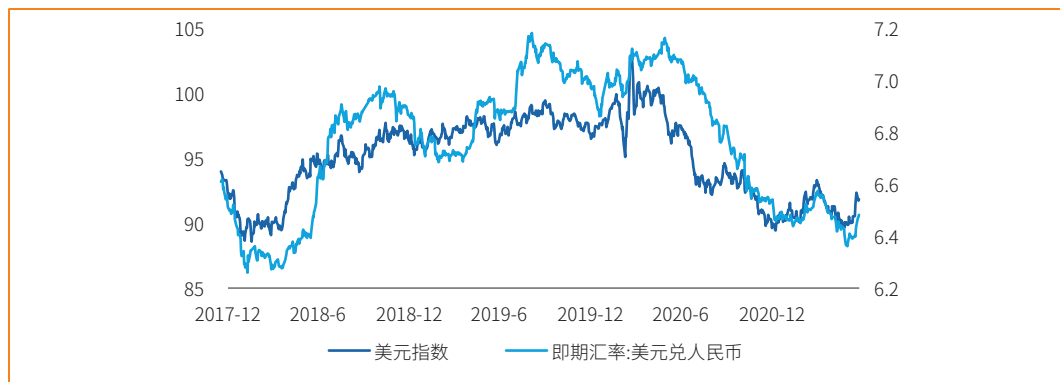
数据来源: Wind, Opportunity Insights; 数据时间: 2020.1-2021.4。

2013年美联储缩减购债，美债收益率上行



数据来源: Wind; 数据时间: 2013.1-2015.6。

近几年人民币汇率和美元指数相关性较高



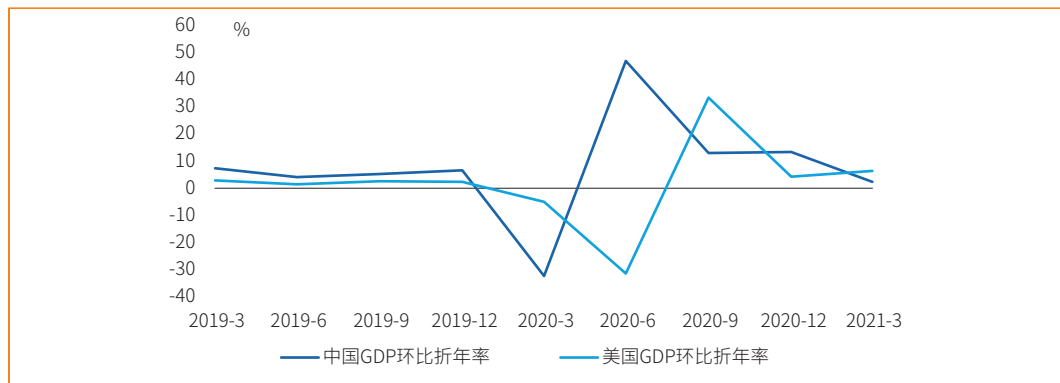
数据来源: Wind; 数据时间: 2016.5-2021.5。

(四) 汇率：人民币前期升值过快，三季度有调整需求

由于中美疫情周期的错位，中国快速复苏阶段过去，增速放缓；而美国复苏尚有较大空间，二三季度仍有望实现很高的增长速度。短期经济形势的对比不支持人民币过快升值。

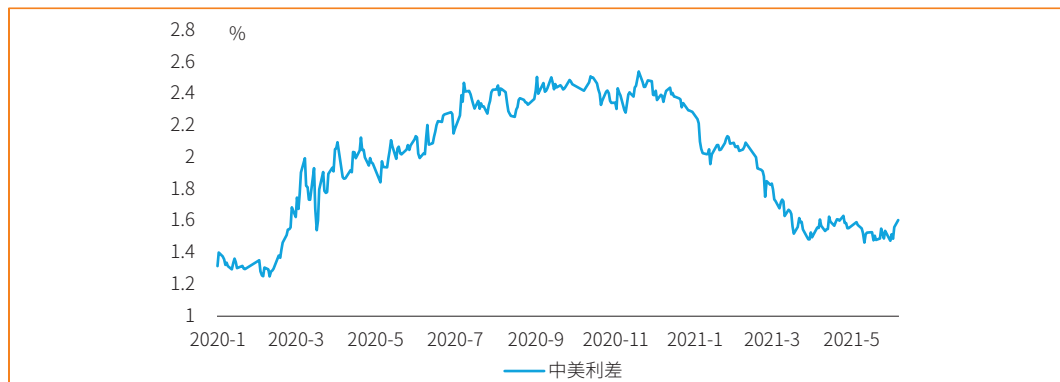
中美利差已经从去年的高位回落。随着美联储taper的临近，中美利差可能会进一步缩小，即利率层面也不支持在当前环境下人民币过快升值。

基本面来看美国经济滞后见顶



资料来源: Wind; 数据时间: 2019.3-2021.3。

中美利差可能进一步缩小



（五）美元指数：短期有望偏强，中期取决于美国经济复苏

美国即将开启货币政策正常化进程，短期会对美元有支撑，但长期还依赖于美国经济的具体恢复情况。回顾2008年之后每轮QE路径，虽然QE1和QE2退出后美元有短暂走高，但最终仍由于经济疲软而再度下行。QE3之后美元虽然进入强周期，主要是叠加了欧债危机逐步升级导致欧元区QE预期不断升温并最终落地。欧元进入贬值周期，美元被动升值，而非单纯由于货币收紧导致的升值。

美联储货币政策与美债利率走势



三、二级市场因素分析

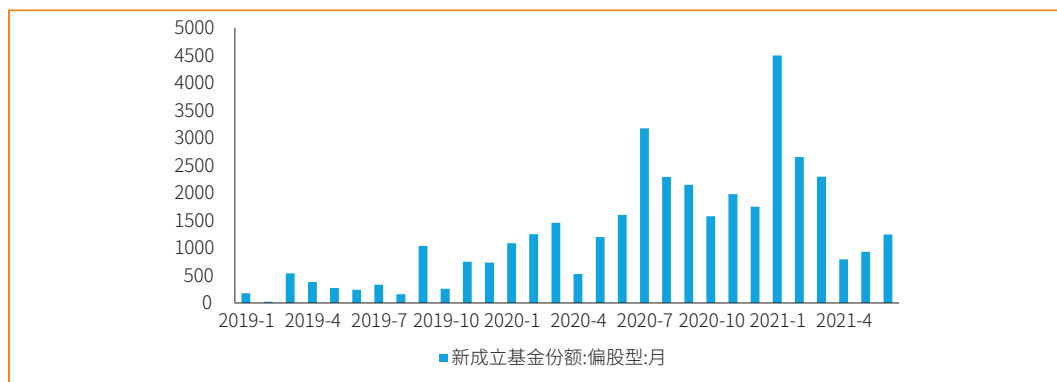
（一）股市流动性

1. 内资机构和居民有望增配权益市场

居民财富向股市的转移的逻辑持续验证：利率中枢下移，理财打破刚兑，理财收益率下行，权益资产成有望提供中高收益的少数资产之一。

“房住不炒”政策坚定执行：地产调控政策频发，即使面对新冠疫情，政策依然持续保持高压，扭转居民房价持续大幅上涨预期。

偏股型公募基金发行：19年以来发行金额中枢持续抬升，维持较高水平



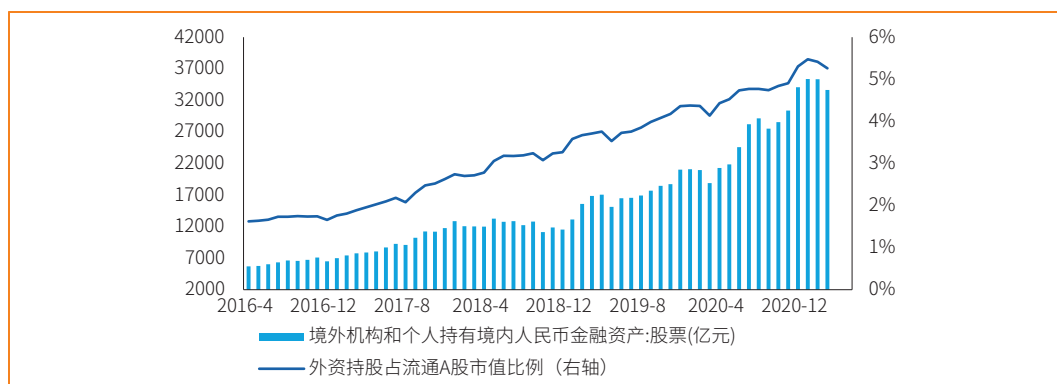
数据来源：Wind；数据时间：2019.1-2021.6。

2. 外资配置A股比例较低，仍处于持续配置A股的过程中

A股当前的外资持股占比仅为3.8%，参考对外开放已步入成熟阶段的经济体，A股在全球市场中仍然处于大幅低配状态。

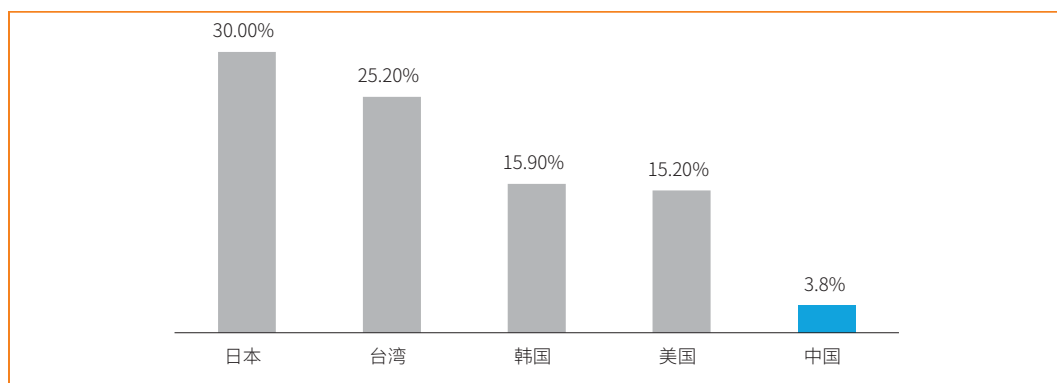
海外经验表明，台湾、韩国等地区都以MSCI纳入为标志，对外开放全面提速。整个90年代，台韩逐渐全面放开外资持股限制，且在之后的十年内，外资持股比例都在持续提升。目前台湾和韩国外资持股占比分别大致稳定在25%和15%左右。

外资配置A股趋势有望持续



数据来源：Wind；数据时间：2014.4-2021.4。

A股在全球市场中仍然处于外资低配状态

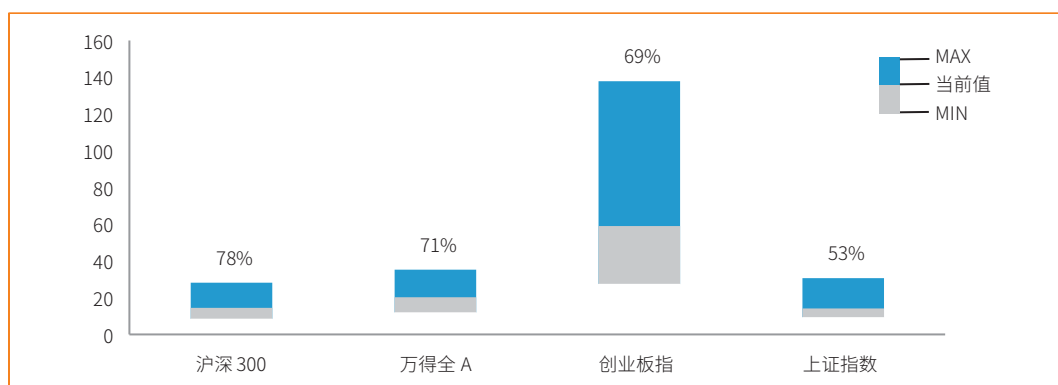


数据来源：Wind；数据时间：截至2020.6。

（二）估值：主要指数估值位于中等偏高分位，行业估值分化延续

1. 主要指数：估值中等偏高

沪深300、万得全A、创业板及上证指数PE估值分别为14.49、20.32、59.00和14.18倍，分别处于2010年以来的78%、71%、69%和53%估值分位。

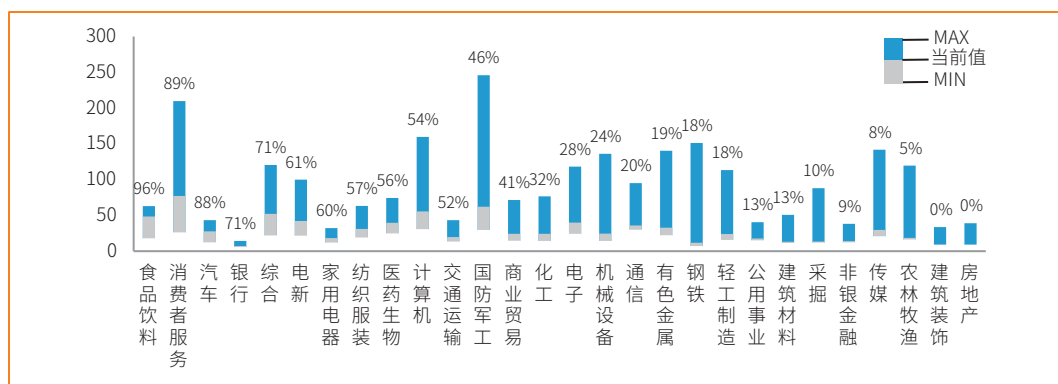


数据来源：Wind；截至2021.6.15。

2. 行业估值分化依旧较大

其中食品饮料、消费者服务、汽车、电新及家电PE估值分位较高；金融等估值相对较低。

一级行业估值水平（参考2010至今的数据）

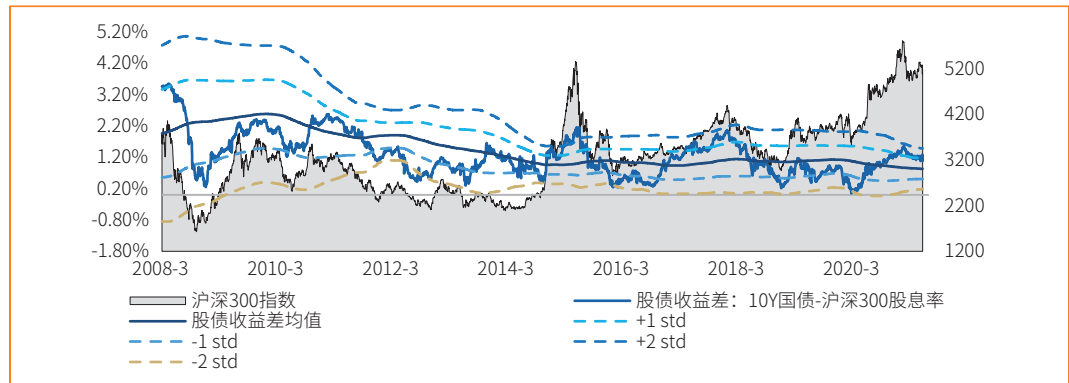


数据来源：Wind；截至2021.6.15。

3. 股债收益比：中小盘优于大盘

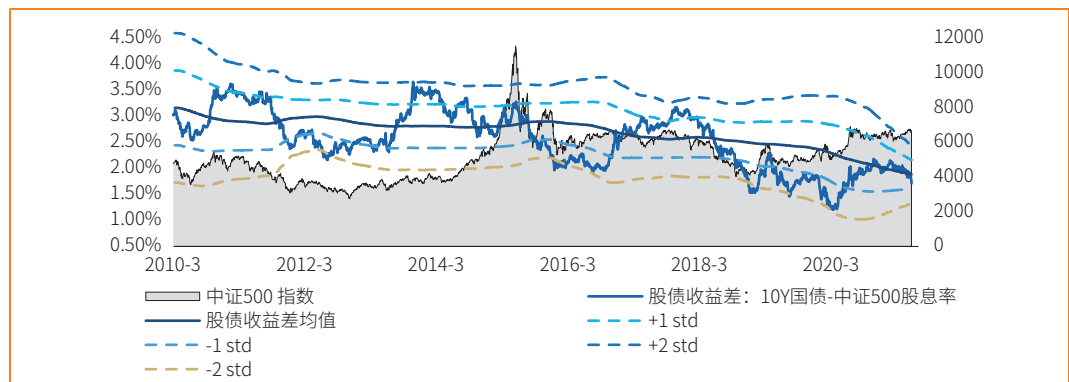
从沪深300和中证500股债收益比（10年期国债收益率-股息率）来看，沪深300处于上方一倍标准差附近，中证500指数处于均值附近，权益相比债市收益比偏中性，结构上中证500指数更优。

沪深300指数股息率溢价



数据来源：Wind，截至2021.6.15。

中证500指数股息率溢价



数据来源：Wind，截至2021.6.15。

（三）风格：广义流动性边际改善利好偏成长风格

5月M2增速8.2%，从后续社融及M2增速来看，广义流动性边际改善，价值对成长风格的压制接近尾声，下半年成长风格相对占优。

M2增速与创业板/沪深300估值比价走势



资料来源：Wind；数据时间：2010.11-2021.6（含预测）。

（四）下半年盈利持续修复，中小市值成长风格持续性更强

从2021年主要指数来看，中证500、中证1000盈利预期增速较高；剔除基数原因，看两年复合增速依然具备优势，且深成指强于沪深300。

节奏上，三季度全A非金融企业盈利增速两年复合增速有望见高点，四季度略有回落；但中小市值成长风格（创业板）三四季度业绩持续修复。

四、策略分析和配置思路

（一）指数偏强震荡，波动加大，中盘成长风格占优

大势研判：下半年宏观经济稳中略降，企业盈利持续修复，但全球流动性拐点逐步到来，预计指数偏强震荡，波动可能加大，需要关注以下风险点：美联储缩减购债引发流动性冲击；部分行业（集中在周期、金融等）四季度盈利面临回落风险。

市场风格：中美长端债券收益率三季度有望震荡上行，四季度上行趋缓，利率上升，流动性拐点冲击高估值类货币化资产；业绩弹性及广义信贷的变化对中盘成长风格有利。

（二）行业景气度跟踪

参考制造业PMI分行业数据：行业景气度向好的主要有通用设备、计算机通信电子设备及仪器仪表、医药制造、纺织、竣工端建筑安装、服务消费领域批发行业。

通用设备制造业



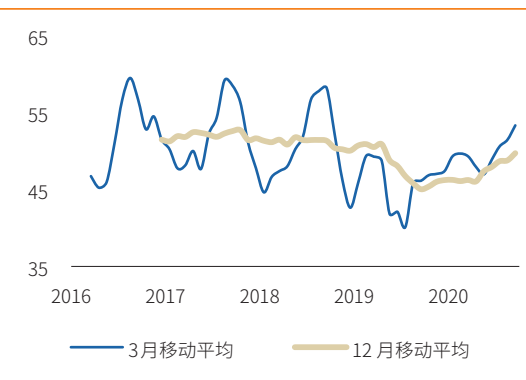
计算机通信电子设备及仪器仪表制造业



医药制造

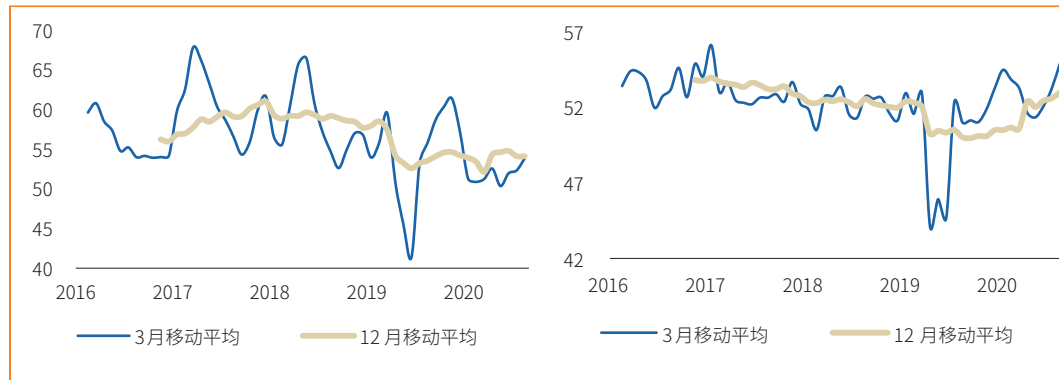


纺织服装服饰业



建筑安装装饰及其他建筑业

批发业



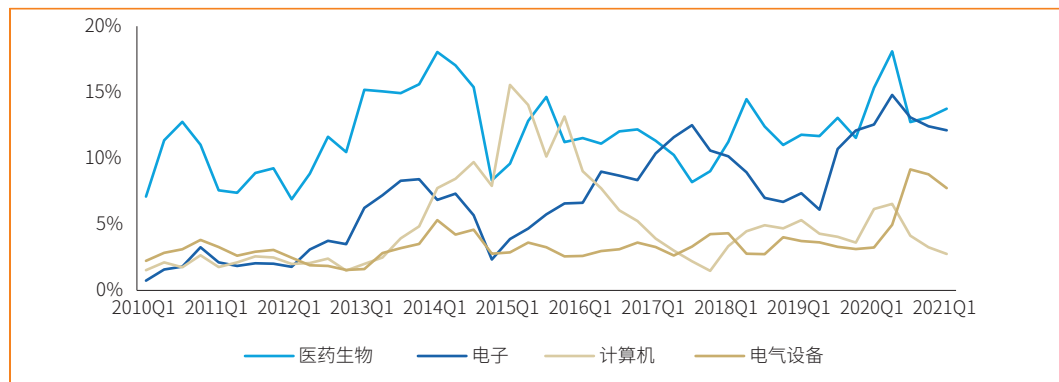
数据来源：Wind。数据时间：2016-2021.6。

（三）成长板块相对占优

宏观环境逐步偏向成长，以M2为代表的广义流动性边际改善，利好成长估值扩张。

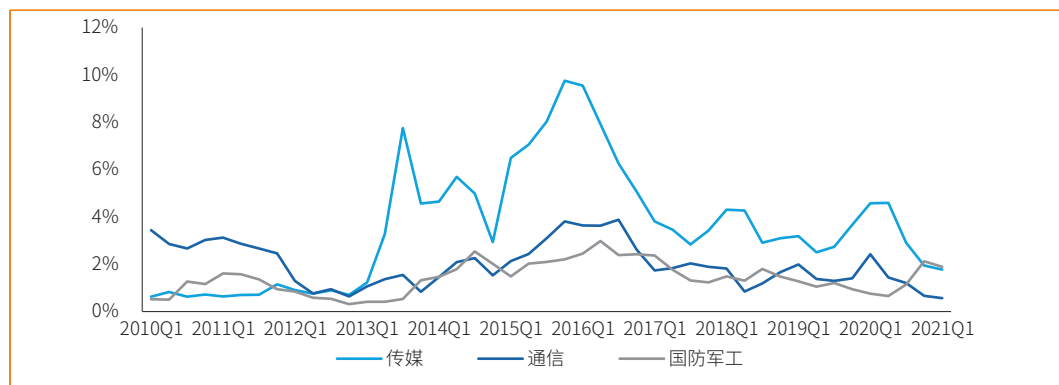
TMT及军工板块前期调整时间较长、机构持仓相对核心消费品更低，筹码结构更好，截至基金一季报，医药生物基金超配比例历史分位低于50%，电子低于70%，计算机和通信低于10%；业绩层面，下半年科技股增速相对较高。

电子、电新仓位相对较高，计算机维持低位



数据来源：Wind；数据时间：2010Q1-2021Q1。

军工、通信、传媒基金持仓处于低位



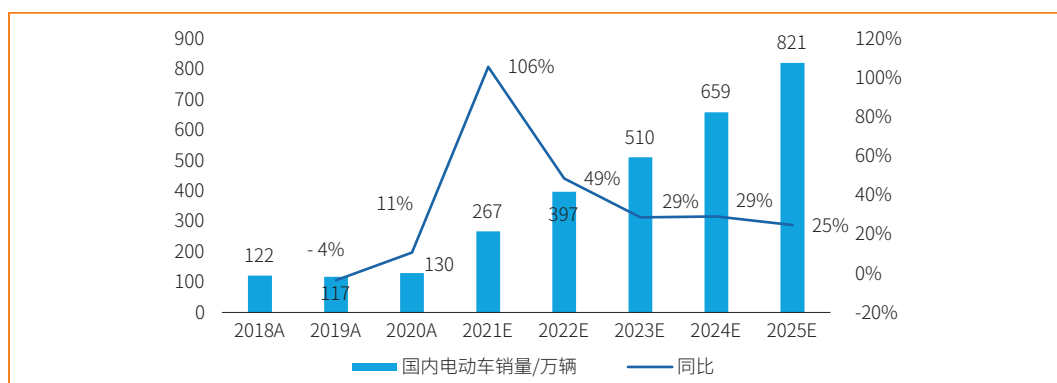
数据来源：Wind；数据时间：2010Q1-2021Q1。

（四）行业观点

1. 新能源汽车

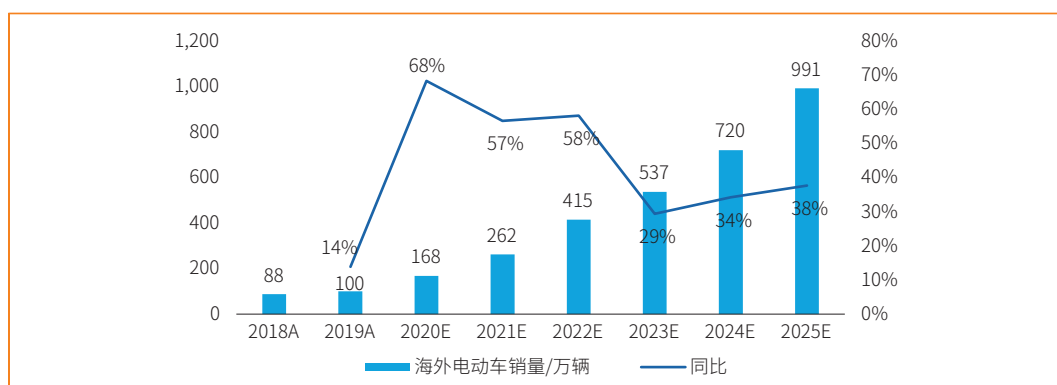
在中国、欧洲、美国节能减排以及碳中和的背景下，新能源汽车渗透率提升得到政策支持。全球电动化智能化趋势明确，主流整车厂纷纷转型电动化，此外电动车新势力不断涌现。预计未来五年电动车销量将维持高速增长，预计到2025年国内新能源汽车销量821万辆，年复合增速45%。

预计2025年国内新能源车产量821万辆，21-25年复合增速45%



数据来源：摩根士丹利华鑫基金整理；数据时间：2018-2025。

预计2025年海外新能源车产量991万辆，21-25年预测复合增速43%



数据来源：摩根士丹利华鑫基金整理；数据时间：2018-2025。

2. 光伏

光伏在全球实现平价上网，成本下降空间仍然很可观。而传统能源的成本主要取决于煤炭、天然气价格，全球资源分布不均，周期性明显。

全球各国对碳排放的重视程度提升，预计2025年全球新增光伏装机规模有望达到300GW，年均复合增速达到24%左右。中国光伏企业具有全球竞争力，直接出口规模占比海外总组件需求近80%。

国家及地区	主要国家与地区光伏装机 (GW)											
	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
中国	11.9	19.0	34.5	53.0	43.0	30.0	42.0	45	40	50	55	60
美国	6.7	7.4	14.1	11.0	10.0	13.3	14.0	20	25	20	25	28
日本	10.3	11.5	6.6	6.1	6.0	6.4	6.2	7	7	8	10	10
欧洲	7.2	8.6	6.9	8.6	11.0	20.8	20.0	26	27	28	30	34
南美 (含墨西哥)	0.5	0.4	2.5	3.5	7.0	9.0	7.0	10	10	12	14	18
印度	0.9	2.1	5.3	9.6	8.3	7.4	5.6	15	25	25	35	50
中东及北非	0.3	0.3	0.4	1.2	4.0	5.0	5.0	11	16	20	25	30
澳大利亚	0.8	0.9	0.9	1.3	3.9	4.7	4.0	3	3	4	5	6
东南亚及韩国	1.5	2.0	2.2	1.9	5.0	10.0	10.0	15	18	22	25	30
全球其他	4.8	4.0	1.6	2.7	3.9	8.5	8.5	14	18	23	28	35
合计	45.0	56.0	75.0	99.0	102.0	115.0	122.3	166.0	189.0	212.0	252.0	301.0
同比	-	24.44%	33.93%	32.00%	3.03%	12.75%	6.35%	35.73%	13.86%	12.17%	18.87%	19.44%
其中：海外	33.1	37.0	40.5	46.0	59.0	85.0	80.3	121.0	149.0	162.0	197.0	241.0
同比	-	11.75%	9.56%	13.58%	28.26%	44.07%	-5.53%	50.68%	23.14%	8.72%	21.60%	22.34%

数据来源：摩根士丹利华鑫基金整理；数据时间：2014-2025（含预测）。

3. 半导体

长期受益国产化替代，中期看全球半导体周期持续向上，背后是下游终端在5G渗透率提升、汽车智能化、智能家居渗透率提升下的需求增长。

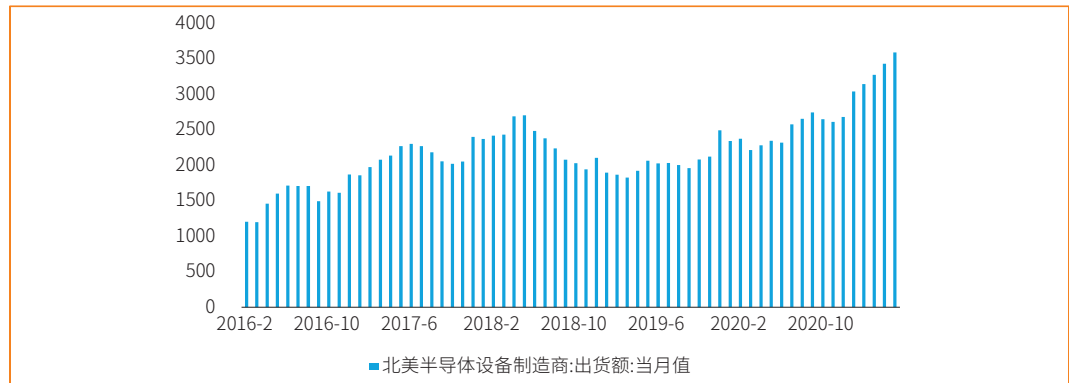
短期判断半导体高景气度延续。7月份功率半导体、模拟电源管理芯片和晶圆代工厂商仍有涨价动作，北美半导体设备出货额已经明显同比增速4月数据达到49.5%，增速继续扩大，绝对值创历史新高。

费城半导体指数vs申万半导体指数震荡上行



数据来源：Wind；数据时间：2016.6-2021.5。

晶圆代工资本开支高企带动半导体设备出货额增速扩大

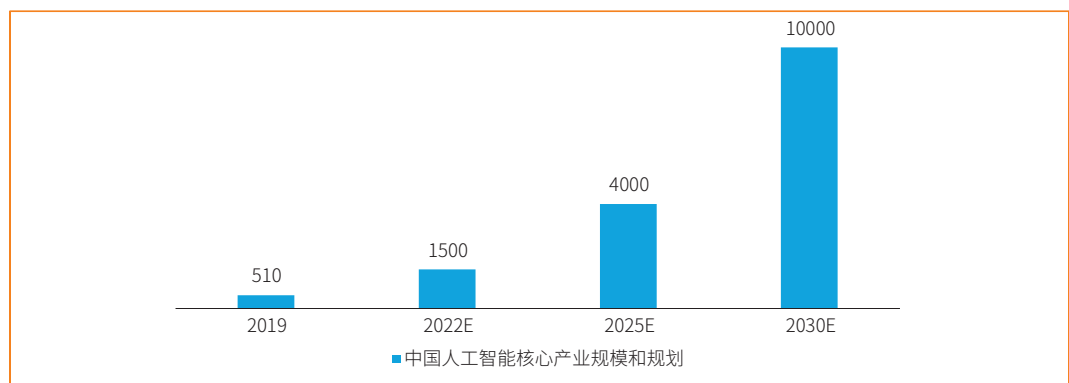


数据来源: Wind; 数据时间: 2016.6-2021.4。

4. 人工智能

政策方面十四五规划将人工智能列为前沿科技的最高优先级，国务院规划人工智能核心产业规模到2025年突破4000亿，到2030年突破10000亿。产业层面随着 AI技术不断成熟，相关软硬件性能不断提升，需求端看到多场景、碎片化的需求和技术的结合更加紧密。未来人工智能在各行各业的渗透会不断加速，本质是劳动人口成本提升背景下企业和社会对效率提升的诉求。

国务院人工智能核心产业规模和规划（单位，亿元）

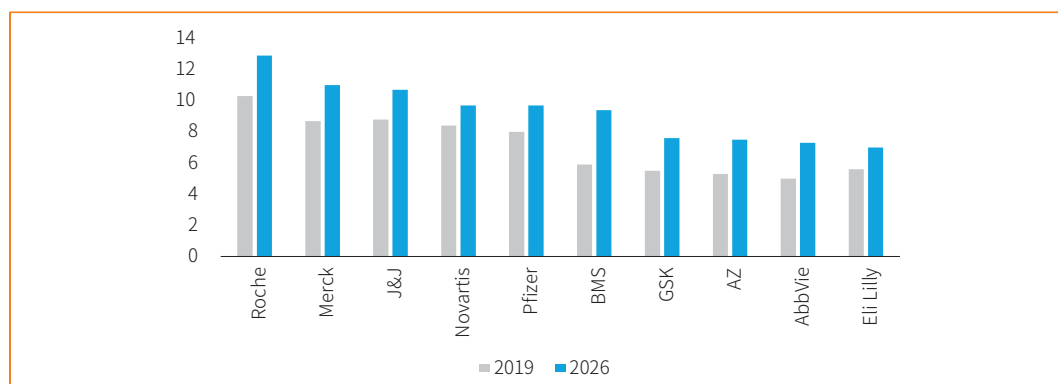


数据来源: 国务院《新一代人工智能发展规划》。

5. 医药

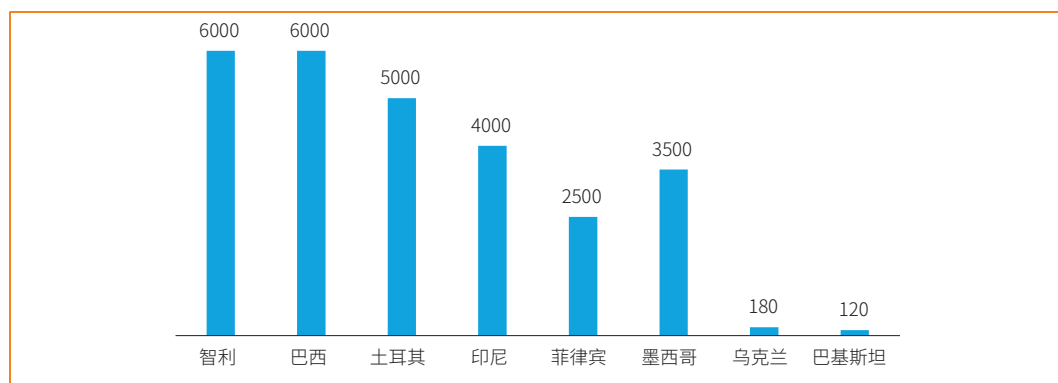
创新药产业链具备较高增速，受益于一级市场融资活跃及大量医药企业在二级市场上市，药企研发支出高增；中国的工程师红利有利于海外定单向中国转移，行业景气度向好。疫苗需求向好，利润贡献规模较大。

TOP10药企研发支出大幅增长



数据来源：天风证券；数据时间：截至2021.6（含预测）。

中国新冠疫苗各国订单情况梳理（万剂）



数据来源：天风证券；数据时间：截至2021.6。

6. 食品饮料

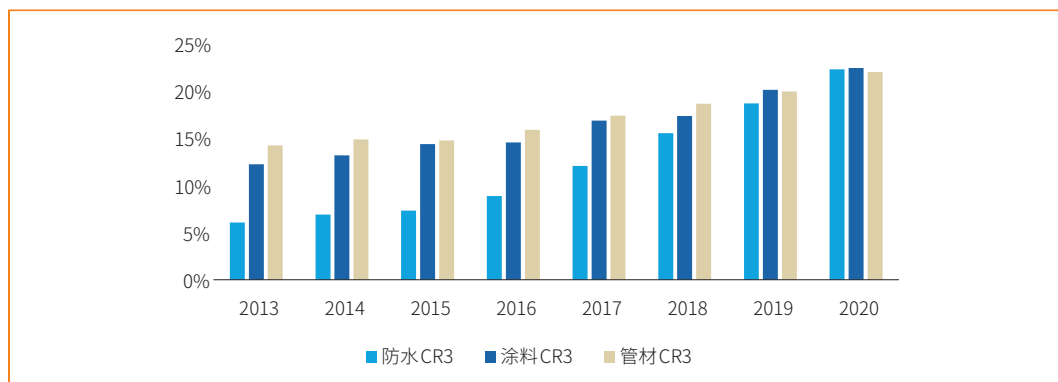
消费升级需求大幅度提升：中国正形成世界最大的中产消费群体。愿意为高品质产品和服务买单，更加注重商品质量，注重品牌和美誉度，注重消费体验和精神愉悦。

居民人均可支配收入大幅提升，叠加房地产价格上涨带来明显财富效应。2018年中国奢侈品市场占到全球市场份额33%（数据来源：2018年度《中国奢侈品市场研究》，贝恩公司）。随着国人、特别是年青一代的文化自信提升，国货正面临重新定义品牌定位的历史机遇。中国制造及供应链有较成熟和高效的体系，满足日益增长的“国潮”需求。

7. 消费建材

大行业，小公司，龙头成长性广阔。防水、涂料、瓷砖和管材等建材行业超万亿市场，但细分子行业的龙头集中度均不高。

建材子行业CR3持续提升

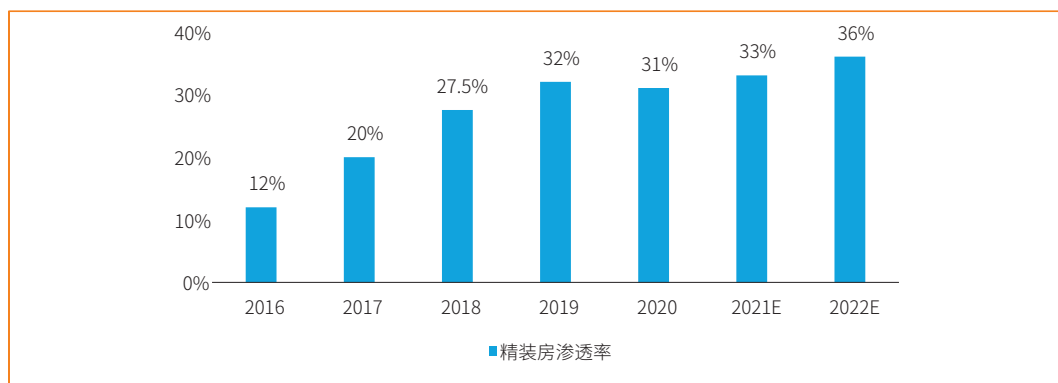


数据来源：公司公告；摩根士丹利华鑫基金整理；数据时间：2013-2020。

下游地产商集中度提升有助于行业整合。融资收紧等地产政策使得开发商的集中度提升。而大型房企集采模式更倾向于选择具有产能优势、供应链优势、资金优势和高品质产品的头部供应商。

精装修趋势加速龙头份额提升。政府全装修政策陆续出台，地产商追求产品差异化，住宅新开盘项目逐渐向精装修化趋势发展。对比海外70-80%新房精装修化率，国内的渗透率依然较低。这一趋势会加速家装建材龙头的份额提升。

新开盘住宅项目精装修比例

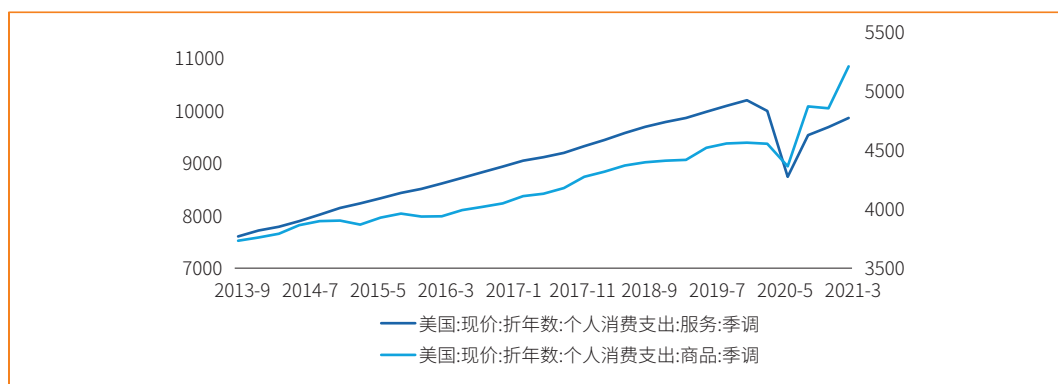


数据来源：奥维云网；摩根士丹利华鑫基金整理；数据时间：2016-2020。

8. 化工

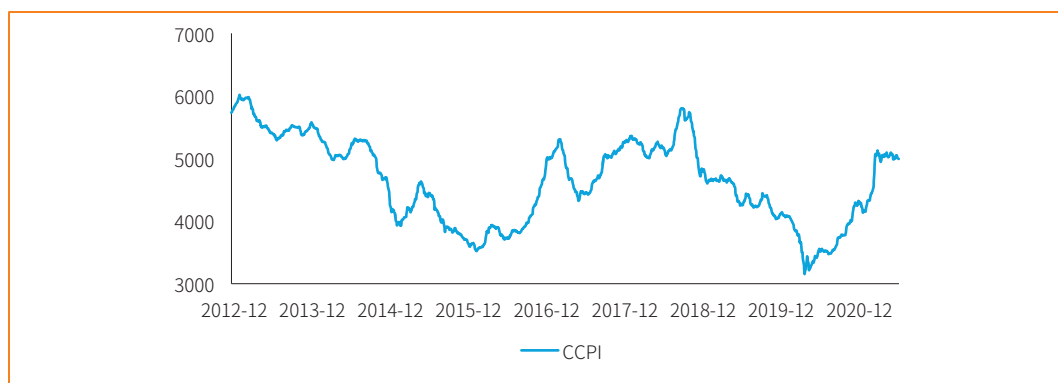
伴随美国疫情逐步得到控制，人口的流动和聚集限制逐步解除，美国服务业消费将大幅修复，终端交通、纺服等需求扩张将带动原油价格偏强运行。石油化工景气度向好。细分子行业推荐关注油服、化纤、钛白粉等。

美国服务消费面临较大修复空间



数据来源: Wind; 数据时间: 2001.3-2021.3。

化工产品价格指数 (CCPI) 持续上行

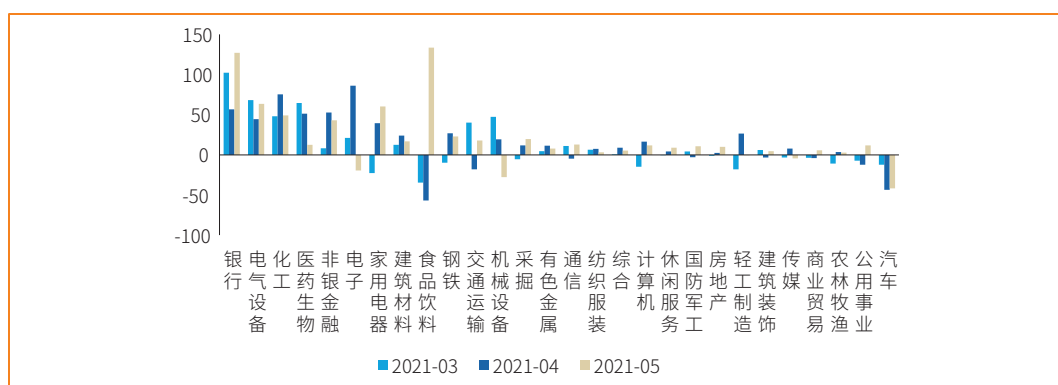


数据来源: Wind; 数据时间: 2016-2020。

9. 金融板块

银行: 行业基本面向好背景下, 龙头银行股业绩优势明显, 具有一定的 α 机会, 低估值、ROE稳定, 内外资持续加仓, 银行股性价比较高。

各行业过去3个月北上资金流入净额排序 (亿元)



数据来源: Wind。

保险: 上半年保险负债端持续偏弱, 但当前悲观预期已基本反映, 板块相对估值处于历史最低位, 安全边际较高。保险公司可能在三季度加大业务推动力度以实现全年目标, 负债端Q3有望改善。此外长端利率有望企稳回升, 对保险股资产端有利。

保险行业PEV估值当前处于历史底部



数据来源：Wind。

摩根士丹利华鑫基金管理有限公司

深圳市福田区中心四路1号
嘉里建设广场一期二座17楼
邮编：518048
电话：(0755) 88318883
传真：(0755) 82990384
www.msfnfunds.com.cn