

中信证券研究部



秦培景
首席策略师
S1010512050004



袁翔
联席首席策略师
S1010518080002



杨帆
首席政策分析师
S1010515100001



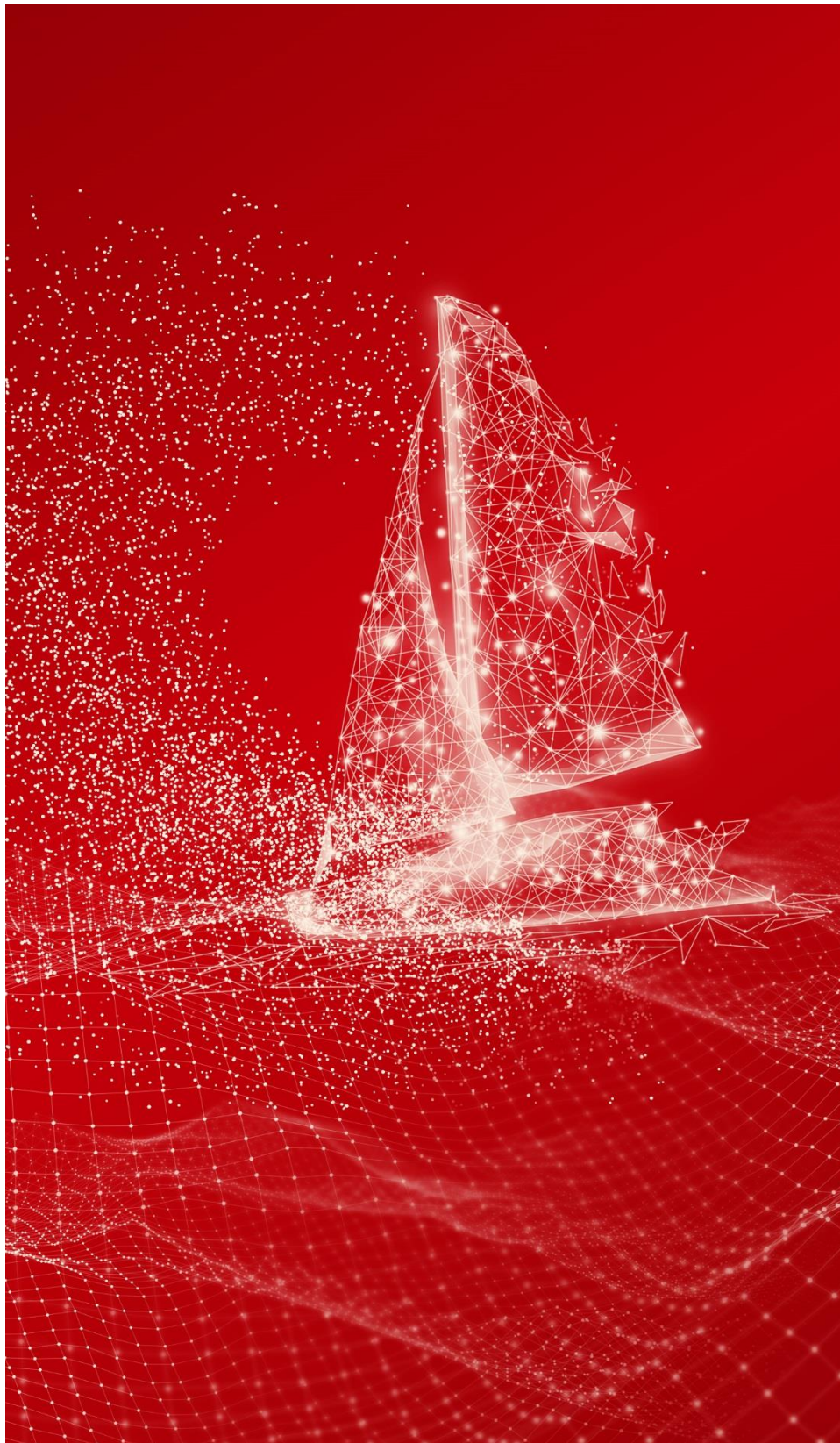
杨灵修
首席海外策略师
S1010515110003



刘易
首席主题策略分析师
S1010520090002



何翩翩
首席全球产业策略
分析师
S1010520050004





李世豪
策略分析师
S1010520070004



杨家骥
策略分析师
S1010521040002



于翔
政策分析师
S1010519110003



刘春彤
政策分析师
S1010520080003



李煦铨
策略分析师
S1010521050006



王希明
政策分析师
S1010521040001

联系人：
徐广鸿、遥远、郑辰

核心观点

“帆起”代表全球经济的共振复苏，以及投资者风险偏好提升，“逐浪高”代表市场上行动能将逐渐增强，A股下半年将进入慢涨“三部曲”中的共振上行期，且四季度空间更大。全球经济共振复苏，通胀扰动高点已过，国内政策密集落地，宏观流动性平稳，市场流动性充裕，配置上建议淡化周期思维，三季度聚焦成长，四季度增配消费。首先，疫苗接种率稳步提升，全球经济将从错位复苏走向共振复苏，大宗商品供需矛盾缓解，通胀预期扰动高点已过。其次，国内政策“不急转弯”的同时，密集落地的创新、绿色、共享等高质量发展政策成重要看点。再次，下半年宏观流动性外松内稳，美联储今年预计不会下调购债规模，国内货币政策保持稳健中性，信用周期缓慢下行，判断不会调整政策利率；市场流动性依然充裕，银行间利率水平稳定，A股相对配置吸引力依然较强。预计下半年A股净流入资金规模达到2200亿元，其中人民币升值预期下，外资流入或继续超预期。最后，A股下半年盈利有韧性，但结构分化明显，周期弱化，成长占优。配置上，建议淡化周期思维，重视长期空间和估值弹性，三季度聚焦高成长品种，四季度增配大消费板块。

■ **A股步入共振上行期，四季度空间更大。**我们在2020年11月17日发布的年度投资策略《A股市场2021年投资策略—慢涨“三部曲”》中提出，2021年A股将经历轮动慢涨期、平静期、共振上行期3个阶段，市场走势与我们判断相符：在2020年11月到今年一季度的轮动慢涨期中，顺周期品种领涨；二季度市场在通胀焦虑和流动性预期下修后进入平静期。预计下半年A股将在全球共振复苏和通胀扰动缓解下步入共振上行期，四季度空间更大。本报告沿用并细化了年度策略报告的分析框架，整合了宏观、产业、政策、主题四大策略体系，同时采用了量化和行为金融的方法，系统展望2021年下半年A股的投资机会。

■ **全球经济共振复苏，通胀预期高点已过。**病毒变种和印度疫情不改变全球疫苗接种控制疫情的大趋势：预计美国、英国在6月接种比例将超过60%，德国、法国等欧陆国家在9~10月也将超过这一水平；除中国外的新兴市场今年四季度接种将提速。一方面，海外经济复苏错位逐步修正，下半年将走向共振复苏：发达经济体受接种意愿限制，接种速度下降，需求恢复和政策退出缓慢；而新兴经济体恢复动能相对增强，大宗商品供给侧约束缓解。另一方面，国内下半年制造业投资回暖、服务业需求恢复、出口持续高景气支撑经济稳中向好，预计今年二~四季度GDP相对2019年年化增长5.7~5.9%，逐季小幅改善。通胀方面，预计人民币标价的大宗价格大都已在5月触及年内高点，国内PPI同比将从5月份的7%左右高点回落至年末的3%~4%之间；而美元标价的大宗价格预计也将在三季度见顶回落。通胀对市场扰动的高点已过，对国内外的货币政策约束也将逐步缓解。

■ **政策密集落地，高质量发展成重要看点。**1) 上游涨价压力已缓解，预计7月政治局会议对宏观政策“不急转弯”的定调不变，金融以稳杠杆为导向，货币政策稳健中性，财政政策重在落实。2) 创新、绿色、共享等高质量发展政策是下半年重要看点：创新方面，预计国家科技中长期规划和反垄断政策有望陆续出台，有利于互联网平台的长期健康发展；绿色方面，碳达峰和碳中和方案有望于6月发布，新能源产业受益最明确；共享方面，共同富裕或为全面小康之后新的关键词。3) 国企改革方面，今年优化企业布局、强化中长期激励机制等政策或陆续出台，改善国企经营效率。4) 资本市场改革深化落实，预计ESG、绿色金融等政策有望在今年下半年出台，全面注册制于明年一季度落地。

■ **宏观流动性外松内稳，市场流动性依然充裕。**一方面，通胀约束缓解，更关注就业的美联储最早三季度末才会讨论缩减购债规模，欧洲和日本央行的行动更晚，预计三大央行2021Q3~2022Q2四个季度扩表规模分别为8700/6400/6400/4400亿美元。预计美元指数二、三季度偏弱，底部区间在88~89，而在三季度末在美联储边际收紧预期下预计将由弱转强，四季度可能上行至92以上。预计人民币兑美元先升后贬，今年运行在6.2~6.6区间，

并在三季度达到 6.2 的高点。另一方面，下半年国内货币政策保持稳健中性，信用周期缓慢回落，预计政策利率不调整。银行间市场方面，预计三季度 DR007 继续围绕中枢 2.2% 波动，四季度边际收紧后，2.2% 将成为 DR007 波动的下限；同时，预计下半年 10 年国债到期收益率将在 3.0%~3.4% 区间宽幅震荡。市场流动性方面，在防范地产泡沫和资管新规过渡期截止渐近的背景下，居民相对增配权益资产的动力依然较强。

盈利增速结构分化，周期弱化成长占优。宏观经济恢复稳健的大环境下，下半年影响 A 股盈利增速的最主要因素有 3 个：商品价格过快上涨后的修正、成长类制造资本开支持续增长、居民可支配收入和非房信贷增速提升驱动可选消费复苏。1) 总体上，预计 2021 年中证 800 非金融板块盈利增速达到 32%。2) 结构上，工业、消费、TMT 和医药增速预计分别为 37%、28%、14% 和 31%，消费板块在下半年对非金融净利润增速贡献程度最大。3) 节奏上，2021 年二季度工业板块单季净利润规模达到高点；三季度 TMT 和医药两大成长板块相对盈利趋势会明显占优，同时市场顺周期逻辑淡化；而从四季度到明年上半年，可选消费品将引领大消费板块，迎来一轮持续的相对景气上行趋势。

下半年 A 股资金预计净流入 2200 亿元，外资或继续超预期。以上述研判为基准，我们结合投资者行为测算 A 股资金流动，各类投资者下半年资金净流入预测如下：1) 外资方面，人民币汇率先强后弱，A 股在新兴市场中配置价值依然明显，预计北向资金净流入超 1700 亿元；2) 私募基金仓位已偏高，继一季度规模激增后，预计净流入规模 1400 亿元；3) 险资和理财子一季度小幅减持，后续将恢复小幅流入的节奏，预计下半年净流入 1500 亿元；4) 市场企稳下公募基金新发回暖，存量赎回稳定，预计净流入 1100 亿元；5) 产业资本基于较大的解禁规模继续净减持，但诸多一级半资金也会流入托底，预计下半年流出 1200 亿元；6) 今年 IPO 发行规模与去年接近，下半年募资规模偏大，预计为 2300 亿元。综上所述，预计 2021 年下半年 A 股资金净流入规模约 2200 亿元，三、四两个季度净流入为 600 亿元、1600 亿元。

下半年共振上行，四季度空间更大。结合上述预测，我们分别就海外因素、基本面、政策、流动性在各季度对 A 股大势的多空影响进行了打分，并加权计算了综合得分。其中 2021 年三、四季度得分为 2.8、5.4；2022 年一、二季度的得分是 1.9、1.6。A 股依然处于中长期慢涨通道中，通胀预期见顶回落，基本面扰动缓解，流动性预期修复，今年三季度 A 股预计在震荡中缓慢上行；全球经济共振复苏，国内政策落地提速，市场流动性依然宽松，今年四季度 A 股上行空间更大。

配置建议：淡化周期思维，聚焦成长及消费。

1) 三季度强化成长配置。三季度通胀阴霾渐散，流动性预期修复，而成长类板块相对盈利趋势明显占优。建议继续关注更多由产业空间带来市值空间和估值弹性的成长板块。其中成长类制造关注新能源、科技自主可控、国防安全和智能制造；成长类消费关注化妆品、医美、免税、运动服饰、新型烟草等。主题方面，推荐受益于“碳中和”各条线实施纲要出台预期的能源安全主题，以及二季报有望超预期且受海外不稳定局势催化的国防机弹板块。

2) 四季度战略增配消费。四季度除了继续坚持成长配置外，全球经济共振复苏，国内居民可支配收入和非房信贷增速提升驱动可选消费复苏，将成为经济增长的新亮点，且景气趋势有望持续到明年上半年。具体配置推荐 3 条主线：一是电商；二是线上销售占比较高的品牌服饰、美妆日化等品类；三是传统的可选耐用品，例如家电、汽车、消费电子等。主题方面，建议关注上海自贸港和数字人民币。

风险因素：全球疫情反复、疫苗接种不及预期；中美科技贸易领域摩擦加剧；国内经济复苏进度不及预期；国内外宏观流动性超预期提前收紧。

表：A股投资策略假设与核心研判一览表

分项指标	单位/说明	2021Q1 A	2021Q2 E	2021Q3 E	2021Q4 E	2022Q1 E	2022Q2 E	2021 年 E
海外因素								
海外疫情	疫苗接种进度	欧美开始接种	美、英达到60%抗体覆盖	欧陆国家达到60%抗体覆盖	发达经济体疫情缓解, 新兴经济体接种提速	主要新兴市场国家实现群体免疫		疫苗逐步控制疫情
中美博弈	主要事件	中美分歧真空期	贸易谈判有所推进, 科技博弈继续; 中美双方领导人可能通过视频或电话会晤。					相对缓和
国内宏观								
GDP	19 年来年化同比%	5.0	5.7	5.8	5.9	5.5	5.7	5.6
	季调环比%	0.6	2.0	1.4	1.2	1.8	1.4	/
社会消费品零售	19 年来年化同比%	5.7	5.5	6.8	7.2	6.4	7.0	6.4
固定资产投资	19 年来年化同比%	2.7	5.0	4.5	4.6	3.0	4.3	4.4
进出口总额	19 年来年化同比%	12.5	13.6	14.8	12.1	10.5	10.3	13.3
CPI	当季同比%	0.0	1.5	1.6	2.5	2.5	2.4	1.4
	当季环比%	1.1	-0.3	1.2	0.5	1.0	-0.3	/
PPI	当季同比%	2.1	7.4	5.8	4.2	0.5	-2.2	4.9
	当季环比%	3.4	1.5	-1.2	-0.6	-0.6	0.0	/
新增社融总量	万亿元/当季	10.2	8.3	8.8	5.3	10.2	8.2	32.6
M2	季末同比%	9.4	7.9	8.0	8.3	8.0	8.4	8.3
A 股盈利								
全市场		40.7	29.3	-1.0	6.5	-4.0	-7.2	17.0
大金融	当季同比%, 中证800 口径	7.3	21.1	2.2	1.9	-6.7	0.6	7.7
非金融		156.9	40.9	-4.7	14.1	-0.2	-16.6	32.2
工业		286.4[107.1]	63.5[31.3]	-11.3[-6.9]	6.9[3.9]	-2.7[-1.5]	-28.1[-16.1]	37.3[20.1]
消费	当季同比%	87.2[38.4]	23.8[8.2]	5.0[1.4]	19.2[6.1]	3.4[1.1]	4.6[1.4]	27.5[9]
TMT	[对当季非金融增速贡献%]	65.6[4.9]	-3.7[-0.3]	6.1[0.3]	15.5[1]	17.3[0.8]	-3.2[-0.2]	14.0[0.9]
医药		58.8[6.5]	19.3[1.6]	8.1[0.5]	59.1[3.2]	-9.3[-0.6]	-25.4[-1.8]	31.1[2.2]
政策与主题								
创新	主要看点	一系列反垄断案例或逐步落地 国家中长期科技规划 基础研究十年行动方案						-
绿色	主要看点	碳达峰行动方案, 碳交易启动			细分行业碳达峰配套政策		国家绿色发展基金启动投资	-
共享		放开三孩			促进共同富裕行动纲要			
资本市场改革	主要看点				绿色金融和 ESG 投资支持政策	全面注册制	ESG 强制信息披露	-
国企改革					落实国企改革三年行动, 优化布局, 改善激励, 强化管资本的体制			
宏观流动性								
货币政策	定调与操作	稳健中性, 资	稳健中性, 资	稳健中性,	稳健中性, 资	稳健中性	稳健中性	稳健中性

请务必阅读正文之后的免责条款部分

分项指标	单位/说明	2021Q1 A	2021Q2 E	2021Q3 E	2021Q4 E	2022Q1 E	2022Q2 E	2021 年 E
		金面波动	金面平稳	资金面平稳	金面边际收紧			
财政政策	规模与看点	赤字率 3.2%		专项债新增 3.6 万亿		预计赤字率 3-3.3%		
国内长端利率走势	区间, 10 年国债收益率%	3.1~3.3	3.0~3.2	3.0~3.2	3.1~3.4	3.0~3.4	3.0~3.4	3.0~3.4
美欧日央行扩表规模	亿美元	8435	8310	8696	6411	6400	4400	31852
人民币汇率	区间, CNY/USD	6.5-6.6	6.3-6.6	6.2-6.4	6.4~6.6	6.5-6.7	6.5-6.7	6.2-6.6
美元指数	1978=100	93.2	89	88	92	93	94	88-94
市场流动性								
产业资本+PE	净流动, 亿元	-600	-800	-700	-500	-600	-600	-2600
外资	净流动, 亿元	999	600	800	900	800	700	3299
国内公募	净流动, 亿元	5650	-1000	100	1000	200	400	5750
险资+理财子	净流动, 亿元	-550	600	625	850	700	700	1525
私募+游资	净流动, 亿元	5400	600	600	800	500	600	7400
资金分流(IPO+定增)	净流动, 亿元	-761	-900	-850	-1400	-800	-900	-3911
合计	净流动, 亿元	10138	-900	575	1650	800	900	11463
大势研判打分 (空~多: -10~+10)								
海外因素	打分	-	-	+1	+4	+3	+1	-
基本面	打分	-	-	+3	+8	+2	+5	-
政策	打分	-	-	+2	+8	+8	+5	-
流动性	打分	-	-	+3	+3	-2	-2	-
A 股整体走势	加权得分	-	-	+2.8	+5.4	+1.9	+1.6	-

资料来源: 历史数据来自 Bloomberg 和 Wind; 其它为中信证券研究部预测

目录

全球经济共振复苏，通胀预期高点已过	1
下半年疫苗大规模接种带动经济复苏仍是全球宏观的主线逻辑	1
中美博弈仍有扰动，但短期影响远不及特朗普任期时的贸易争端	4
下半年国内经济将稳中加固	5
政策密集落地，高质量发展成重要看点	7
宏观政策不急转弯，7 月政治局会议为重要观察时点	7
推动高质量发展，开启创新、绿色、共享的新篇章	8
深化改革与防范风险并重，区域试点打造改革开放新支点	9
宏观流动性外松内稳，市场流动性依然宽松	11
今年下半年发达国家宏观流动性依然非常宽松	11
预计美元指数 Q3 末可能由弱转强	12
国内宏观流动性稳定，市场流动性依然宽松	14
盈利增速结构分化，周期弱化成长占优	17
商品价格过快上涨对 A 股盈利增速趋势的影响	17
新能源车、光伏、半导体、军工等高景气产业链资本开支的持续增长	19
居民可支配收入持续恢复及非住房消费信贷周期见底逆转带动可选消费回暖	21
下半年 A 股净流入资金规模 2200 亿元，外资或继续超市场预期	26
公募基金：前高后低 回归常态	26
私募基金：灵活变动 随行就市	30
外资：加速配置中国境内资产	31
保险和理财子公司：小幅稳步入市	35
产业资本解禁和 IPO：继续维持紧平衡	36
大势研判：下半年共振上行，四季度空间更大	37
配置建议：淡化周期思维，聚焦成长及消费	38
三季度强化成长配置	38
四季度开始战略增配消费	43
风险因素	44

插图目录

图 1: 海外每日确诊病例仍处于较高区间	1
图 2: 部分发展中国家疫情仍在蔓延	1
图 3: 全球每日疫苗接种持续增加	1
图 4: 发达国家拥有大部分新冠疫苗的订单	2
图 5: G8 集团各个季度同比 GDP 增速预测	3
图 6: 部分主要经济体愿意接种疫苗比重	3
图 7: 美日欧三大央行今年 5 月至 12 月合计扩表规模预计将达到 2.47 万亿美元	11
图 8: 美国失业率和通胀数据预测	12
图 9: 各国疫情已有明显缓解	13
图 10: 疫苗接种也在有序推进	13
图 11: 基准情形下 2021 年全球经济预计增长将达到 6% 左右	13
图 12: 美国和德国 2 年期国债收益率利差	14
图 13: 美国和中国 2 年期国债收益率利差	14
图 14: 新兴市场国家疫情仍在快速扩张	14
图 15: 工业生产和投资往往一脉相承	15
图 16: 房地产企业融资增速下滑	15
图 17: 基建投资小幅回落	15
图 18: 今年预算赤字规模和新增专项债额度与去年大致相当	15
图 19: 08 年金融危机时期社零高点滞后于经济复苏 1 年左右	16
图 20: 2021 年信贷、社融、M2 增速及预测	16
图 21: 长债利率接近前期低位	16
图 22: PMI 中采购和原材料分项指数近期快速下降	18
图 23: 新增人民币短期贷款/票据增速自年初以来快速下滑	18
图 24: 上游周期利润总额 TTM 与 PPI 定基指数走势几乎一致	19
图 25: 中游制造利润总额 TTM 自 2019 年 9 月开始持续下滑	19
图 26: 上市公司各主要板块过去 5 年利润占比	19
图 27: 新能源汽车销量占乘用车销量比重	20
图 28: 未来两年光伏装机容量稳健增长	20
图 29: 中国集成电路规模、产值及自给率情况也有长足发展潜力	20
图 30: 制造业投资在疫情后的复苏相较 2019 年同期水平仍然偏弱	21
图 31: 非住房类消费信贷存量企稳回升	21
图 32: TMT 板块对中证 800 (非金融) 的利润增速贡献	25
图 33: 2011-2021 年公募基金新发规模	27
图 34: 2020 年至今公募基金月度新成立规模	27
图 35: 头部公募产品赚钱效应在春节后迅速转弱	28
图 36: 主动权益类基金发行规模已经回归常态	28
图 37: 中信证券渠道日均净申购率开始反弹	29
图 38: 2019 年中国新一代高净值人群所属行业占比	29
图 39: 2021 年中国新一代高净值人群所属行业占比	29
图 40: 新一代高净值群体对于权益资产配置的需求更高	30
图 41: 私募证券基金存续数量及规模	31
图 42: 2018 年至今私募证券基金权益资产部分月度仓位	31
图 43: 2021 年初至今北向资金三类拆分情况	32

图 44: 2021 年初至今北向资金持股市值规模	32
图 45: 配置型外资在市场下跌过程中加速流入	32
图 46: 境外资金持有境内人民币债券市值及占比	33
图 47: 今年 3 月外资短暂出现净流出后, 4 月已恢复净流入	33
图 48: 2021 年 1-4 月 FDI 流入速度是 2016 年以来最快水平	34
图 49: 市场投资者对于美国中长期通胀水平的预期已经达到了 2010 年以来的最高水平	34
图 50: 过去 5 个月长期通胀预期水平相较于短期通胀预期水平出现了倒挂	35
图 51: 险资运用余额中股票+基金类资产的规模及占比	36
图 52: 2021 年 1-12 月 A 股解禁市值	36
图 53: 各个板块历史募资金额	37
图 54: 当前各行业估值分化程度明显	38
图 55: 近年来 A 股机构化扩张速度明显, 且未来仍将持续	39
图 56: 机构重仓股估值近两年明显高于沪深 300	39
图 57: 当前成长制造行业的 PEG 处于合理水平	40
图 58: 优质的成长科技是未来几年最重要的赛道	40

表格目录

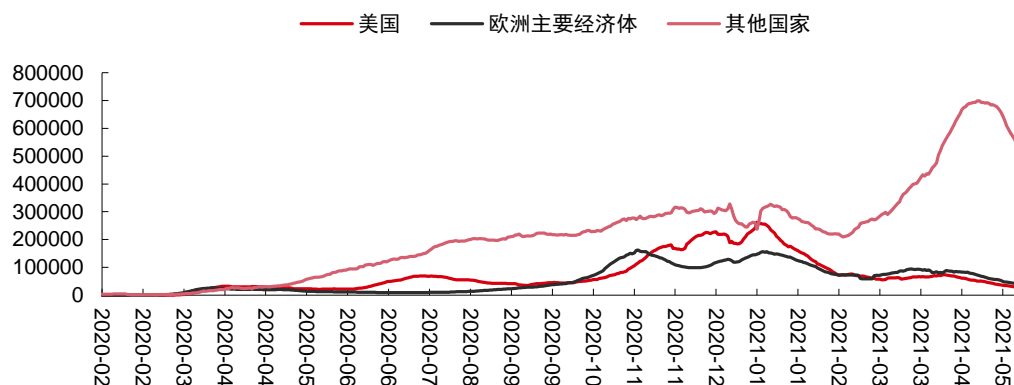
表 1: 主要宏观经济指标预测	6
表 2: 美联储未来缩减购债计划的预期路径	12
表 3: 消费信贷已经成为社零增长的重要影响因素	22
表 4: 2021 至 2022H1 中证 800 企业盈利增速预测	22
表 5: 大势研判打分结果表	37

■ 全球经济共振复苏，通胀预期高点已过

下半年疫苗大规模接种带动经济复苏仍是全球宏观的主线逻辑

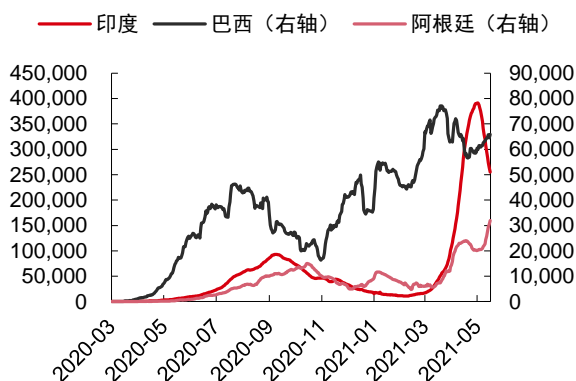
海外疫情仍较为严重，全球疫苗正在快速接种。截至 5 月 25 日，全球每日新增确诊仍处于 50-60 万人（7 日移动平均，下同）的高区间中，其中欧美发达经济体疫情已经逐步缓解，当前美国日新增人数从年初的高点 26 万人左右下降至 2.5 万人左右，而欧洲主要经济体（德、法、英、意、俄、西）的合计日新增人数也从年初的 15 万人下降至当前的 4 万人附近，但除中国外的发展中国家疫情仍然持续蔓延，当前疫情较为严重的发展中国家包括印度、巴西和阿根廷，日新增人数分别达到了 26/7/3 万人。在此背景下，当前疫苗仍在快速接种中，每日全球疫苗接种数达到了 2806 万剂，较一季度末增加了 1267 万剂。

图 1：海外每日确诊病例仍处于较高区间（例）



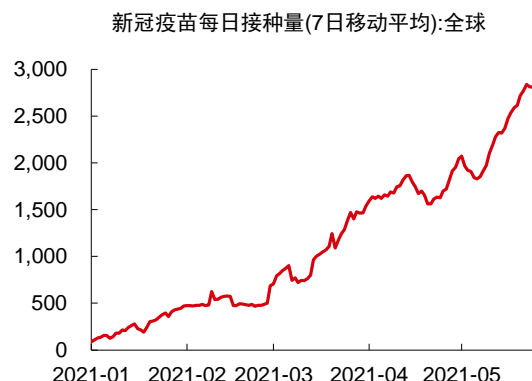
资料来源：Wind，中信证券研究部 注：7 日移动平均口径

图 2：部分发展中国家疫情仍在蔓延



资料来源：Wind，中信证券研究部 注：7 日移动平均口径

图 3：全球每日疫苗接种持续增加（千万剂）

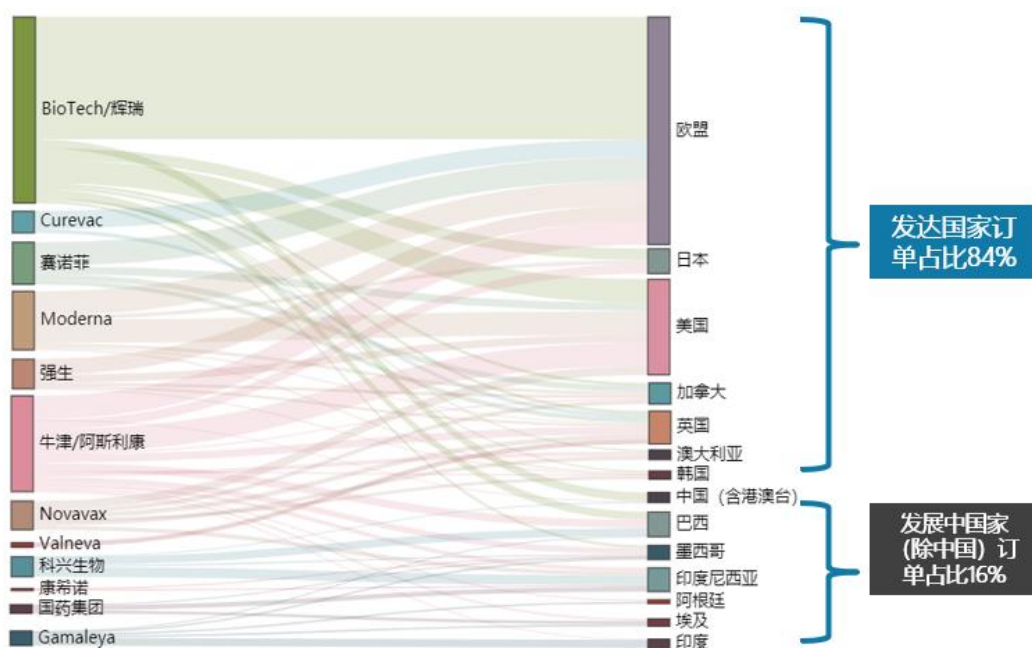


资料来源：Wind，中信证券研究部 注：7 日移动平均口径

但受限于疫苗分配，发达国家与发展中国家的接种进度产生显著差异。中信证券研究部医药组统计，由于疫苗技术及产能问题，人口总数仅有 11 亿人的欧美等发达国家（国别口径见下图）疫苗订单已经超过了 53.2 亿剂，但人口总数合计 21.4 亿人的印度、巴西等发展中国家仅拥有 10.4 亿支疫苗订单，而旨在所有国家公平获得疫苗的国际 COVAX 计

划也仅有 9.1 亿疫苗订单。从实际的接种比例来看，当前至少接种一剂人口比重最多的主要发达国家分别为以色列、英国及美国、接种比例分别为 63%/56%/49%，而重要的新兴国家印度、巴西、南非等国家的接种比例仅有 11%/19%/1%，整体非洲的接种比例仅有 1.6%。参照当前的接种进度，我们预计整体美国及英国在 2 季度末达到初步群体免疫（60%接种比例），其他欧洲主要发达国家将在 3 季度陆续达到初步群体免疫，但由于疫苗产能限制，新兴市场国家直到 2021 年 4 季度疫苗供给可能才会明显提速，2022Q1 末-2022Q2 可能达到初步群体免疫。

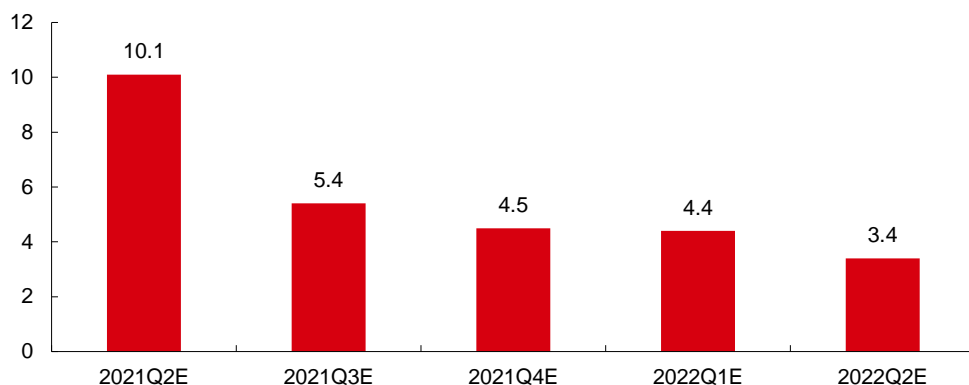
图 4：发达国家拥有大部分新冠疫苗的订单



资料来源：纽约时报，各公司官网、公告，人民日报海外版，Duke Global health Innovation Center，中信证券研究部医药组 注：数据截至 2021 年 5 月 14 日

疫苗接种进度的差异及发展中国家医疗资源的局限决定了全球经济复苏的节奏不同，将呈现出中国>英美>欧陆>其他新兴国家的趋势。疫情的控制速率决定了全球经济复苏的节奏，当前英美有望在第二季度末达成初步群体免疫，服务业的全面复苏有望带动经济迅速回升，欧洲主要经济体在三季度有望接近群体免疫，经济复苏将开始恢复。但另一方面部分新兴国家受限于疫苗供给量及当地医疗防控资源不足，整体复苏节奏将慢于发达国家，四季度才有望开始稳步复苏。根据 Bloomberg 的一致预期，以发达国家为主体的 G8 集团今年二季度到四季度的 GDP 同比分别为 10.1%/5.4%/4.5%，今年都持续处于较高区间。

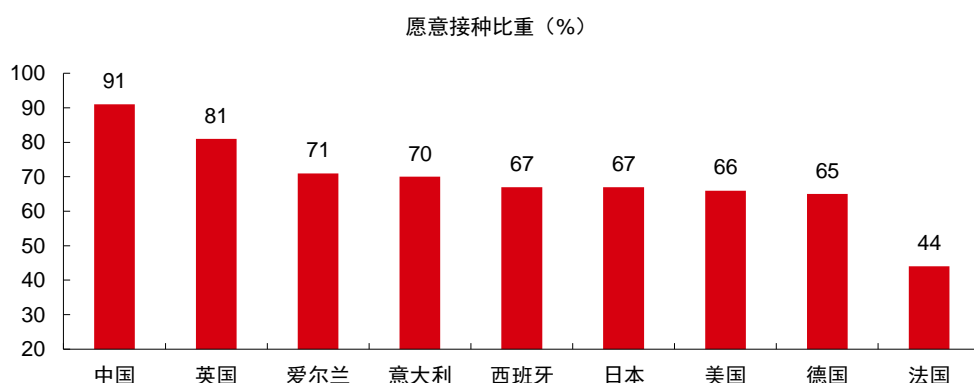
图 5: G8 集团各个季度同比 GDP 增速预测 (%)



资料来源: Bloomberg 一致预期, 中信证券研究部

但受限于接种意愿和病毒变异的不确定性, 彻底群体免疫所需的时间可能较长。虽然当前发达国家的接种速率较快, 但整体欧美国家的接种意愿在 70% 左右, 故后续疫苗接种速率可能会边际下降, 欧美国家的疫情持续时间会较长。另一方面, 发展中国家疫情持续蔓延也给病毒变异提供了空间和时间, 虽尚无证据证明病毒变异会使现有的新冠疫苗失效, 但新型的变异病毒可能会提高传播力, 加剧疫情在发展中国家的蔓延。

图 6: 部分主要经济体愿意接种疫苗比重



资料来源: “Challenges in ensuring global access to COVID-19 vaccines: production, affordability, allocation, and deployment”, Olivier J Wouters 等; 中信证券研究部

大宗商品对国内外货币政策的约束将逐步缓解。通胀方面, 预计人民币标价的大宗价格大都已在 5 月触及年内高点, 国内 PPI 同比将从 5 月份的 7% 左右高点回落至年末的 3~4% 之间; 而美元标价的大宗价格预计也将三季度见顶回落。通胀对市场扰动的高点已过, 对国内外的货币政策约束也将逐步缓解。

中美博弈仍有扰动，但短期影响远不及特朗普任期时的贸易争端

拜登上任百天后美方对华扰动频次变高，新一阶段中美博弈或已开启。4月8日，美国参议员鲍勃·梅嫩德斯等人提出了“2021年战略竞争法案”，要求美方采取与中国进行全面“战略竞争”的政策，4月21日美国参议院外交关系委员会审议并通过，这一重大事件叠加近期一系列科技博弈及所谓的“人权”指责说明拜登政府在两国接触后开始重新部署对华政策方针，新一阶段全面博弈或已正式拉开帷幕。

整体来看，中美博弈的形势和方式均出现了变化，中方应对更加从容，美方料也不会采用特朗普式的“粗暴手段”，故阶段性扰动虽可能出现，但不会成为贸易争端级别的风险事件。从中方来看，首先，得益于出色的疫情防控，中国经济率先恢复，在2030年前后，中国有望取代美国成为全球第一大经济体，经济实力更加雄厚。其次，中方对中美关系新时期和新特征有更深刻的认识，底线更加明确，对于“卡脖子”领域、“价值观外交”及周边地缘政治等重点问题上有着更充足的准备。而从美方来看，首先，疫情应对不力对美国造成明显冲击，且大规模宽松也一定程度透支了未来的政策空间。其次，美国政府当前的对华政策竞争可能更多是从自身出发，采取隐性竞争手段，而不会采用特朗普在任时的粗暴制裁方式。如拜登在3月26日虽然提到不会让中国在他任期内成为最强大的国家，但其更多的落脚点在于应当加大投资带动美国的经济持续增长，而不是像特朗普一样强调中国的发展妨碍了美国的利益。所以总体来看，我们认为新阶段下的中美博弈虽然会出现扰动事件，当总体风险可控。

分领域来看，贸易方面，我们认为进一步升级贸易争端的可能性较低。一方面当前美国的通胀压力使得美国进一步挑起贸易冲突的代价较大，5月17日欧盟将暂缓对美国钢铝关税升级的报复措施并表态这将为欧美双方就钢铝关税争端找到共同的解决方案创造条件，此举除了政治领域的考量外，或也一定程度说明通胀压力下美国想尽量减少物价的压力。另一方面，美国贸易代表戴琪也在5月5日主动表示美方期待与中方贸易代表接触，以评估第一阶段关税的结果，总体表态较为中性。科技博弈方面，预计美国仍将持续施加压力。4月8日，美国商务部表示，将在美国经济黑名单中增加七个中国超级计算机实体，5月13日美国总统拜登正式宣布，延长前总统特朗普签署关于中国芯片限制的行政命令1年。我们认为科技博弈已经是美国国内共识，“卡脖子”领域的对华限制和封锁预计将是长期趋势，以将中国部分科技企业列入美国实体名单为代表的打压行为仍将时有发生。在主权内政方面，预计美方可能继续围绕所谓的“人权”问题等发难，并对于中国台湾、中国香港等中方内政问题指手画脚。5月13日美国贸易代表戴琪在众议院筹款委员会的听证会上称，“人权”是拜登政府贸易政策的核心之一，而“强迫劳动”是“粗野补贴”，并且给中国“不公平的贸易优势”。美方打着所谓“民主、人权、自由”等旗号对华施压的趋势未变，未来也可能要求盟友在中国香港、中国台湾等中国内政问题上指手画脚，这也是目前中美之间斗争最激烈、最尖锐的问题。

但除了战略博弈外，中美也有合作共赢的广阔空间。首先是疫情防控，新冠疫情仍在全球蔓延，中美政府在应对艾滋病毒、H1N1流感病毒、埃博拉病毒等全球卫生危机时多次合作，未来两国有望在数据共享、建立检测病毒的全球网络、增加疫苗产能等方向进一步交流。其次是应对气候变化。应对气候变化是全人类的共同事业，气候变化问题是全球

性挑战,需要各方携手应对。中国已提出碳排放力争于 2030 年前达到峰值、努力争取 2060 年前实现碳中和的目标,而美国也已重新申请加入《巴黎协定》,并将应对气候变化列为政府优先事项,这为双方加强气候变化领域合作创造了条件。中美在应对气候变化领域拥有广泛共同利益和合作空间,如:1)推动《巴黎协定》全面有效实施;2)构建公平合理的气候治理体系;3)助力全球低碳转型和疫后绿色复苏。最后是伊朗与朝鲜等国际地缘政治问题。伊核、朝核问题是中美双方的共同关切,双方存在共同利益,但各有诉求。伊朗拥核对美国存在较大威胁,而我国同样反对伊朗核扩散。2018 年 5 月,特朗普政府单方面退出伊核协议,是伊核僵局的开端。拜登政府上台后,重回伊核协议已是当务之急。随着中伊两国在 3 月签署为期 25 年的合作协议,未来美国在伊核问题加强与华合作是必然趋势。同样地,我国始终坚持实现朝鲜半岛无核化,坚持通过对话协商解决问题。通过中美合作的强化,或促使朝鲜重回谈判桌,进而稳定亚太局势。

从后续潜在事件来看,中美经贸谈判可能在下半年再次推进。5 月 5 日美国贸易代表戴琪表示期待近期与中方会谈,而随后外交部回应称“中美经贸合作的本质是互利共赢,中美双方存在广泛的共同利益和巨大的合作空间。对于两国经贸关系中出现的一些问题,应当本着相互尊重、平等协商的精神妥善加以解决”,同样体现了中方较为开放的态度。此外在 5 月 27 日国务院副总理、中美全面经济对话中方牵头人刘鹤与美贸易代表戴琪通话,双方认为发展双边贸易非常重要,并就彼此关心的问题交换了意见,同意继续保持沟通。中美经贸关系一直是两国关系的压舱石、稳定器,其本质是合作共赢,未来中美贸易谈判或再度被提上日程。**其次是三、四季度存在双方首脑以视频或电话方式交换意见的可能。**拉斯加“2+2”高层会晤整体上是积极并有建设性的,一定程度上为接下来潜在的中美高层会晤提供了基础。以 90 年代后期“入世谈判”为代表的一系列中美对话,对稳定和发展中美关系发挥了重要作用。虽然目前中美关系更多是“过程驱动”而非“事件驱动”,一次会谈难以实质改变两国关系,但“谈下去”就会带来希望,预计未来潜在的高水平会晤仍将释放积极信号,有望推动两国关系在新时期实现更加理性和健康的发展。

下半年国内经济将稳中加固

当前经济运行仍有三重“不均衡”。一是不同行业间生产恢复的“不均衡”,受疫情影响更大的租赁和商务服务业以及住宿和餐饮业,距离完全恢复尚需时日;二是内外需求恢复的“不均衡”,1-4 月的经济数据显示“外需旺、内需稳”;三是不同规模企业之间景气程度表现的“不均衡”,大型企业持续处于扩张区间,但小型企业的整体恢复节奏仍然较慢。

通胀走势是影响下半年经济运行非常重要的变量。我们综合判断,大宗商品价格快速上涨的负面影响应该是可控的。二季度之后 PPI 上涨压力将有所减轻,原因包括三个方面:一是全球供需错配的格局将有所改善;二是全球流动性环境将在临近年末时出现边际变化;三是预计部分工业品受国内供给因素所推动的上涨趋势难以持续,未来政策会在有序推进“碳达峰、碳中和”和避免价格快速上涨的负面影响之间寻求一个平衡。这种情形下,PPI 向 CPI 的全面传导较难发生,尽管预计 CPI 中枢将会逐季抬升,但相对温和可控。

在“经济尚未恢复至常态、通胀风险相对可控”的情况下，总量政策的主要目标仍然会聚焦在稳增长上。预计货币政策下半年将维持松紧适度，宏观流动性回落幅度趋缓，政策利率大概率不会发生变化，继续维持中性的货币政策对宏观经济的影响预计也偏中性。财政政策的基本取向在年中不会有明显调整，并且财政政策将更注重资金使用的统筹，保民生保基本，缓解地方政府债务压力，维持对经济的适度支持。

制造业投资、服务性消费、商品出口三个积极因素将推动经济稳中加固。我们预计二季度将是今年环比增长最快的时期，相比一季度，很可能在出口不差、消费继续恢复的基础上，制造业投资稳步赶上。从两年平均同比增速的角度估算，预计今年的四个季度会呈缓步回升的态势，即一季度是全年的低点，高点很可能在下半年甚至更晚出现，具体取决于全球经济复苏对中国的拉动效果。

表 1：主要宏观经济指标预测（同比，%）

	2019		2020				2021				
指标	全年	一季度	二季度	三季度	四季度	全年	一季度	二季度 E	三季度 E	四季度 E	全年 E
实际 GDP											
同比读数	6.0	-6.8	3.2	4.9	6.5	2.3	18.3	8.3	6.7	5.3	9.0
相对于 2019 年的两年平均复合增速							5.0	5.7	5.8	5.9	5.6
工业增加值											
同比读数	5.7	-8.4	4.4	5.8	7.1	2.8	24.5	9.3	7.2	4.9	10.5
相对于 2019 年的两年平均复合增速							6.8	6.8	6.5	6.0	6.6
社会消费品零售总额											
同比读数	8.0	-16.6	-3.8	-0.4	3.2	-3.9	33.9	15.7	14.5	11.4	17.8
相对于 2019 年的两年平均复合增速							5.7	5.5	6.8	7.2	6.4
名义固定资产投资											
同比读数	5.4	-16.1	3.6	7.1	8.4	2.9	25.6	6.5	1.9	1.0	5.9
相对于 2019 年的两年平均复合增速							2.7	5.0	4.5	4.6	4.4
房地产											
同比读数	9.9	-7.7	8.0	11.9	11.0	7.0	25.6	10.2	2.3	1.2	7.9
相对于 2019 年的两年平均复合增速							7.7	9.1	7.0	6.0	7.4
基建											
同比读数	3.3	-16.4	8.1	6.4	5.8	3.4	26.8	-1.4	0.3	1.2	3.2
相对于 2019 年的两年平均复合增速							3.0	3.2	3.3	3.5	3.3
制造业											
同比读数	3.1	-25.2	-5.0	1.6	8.7	-2.2	29.8	14.4	8.5	3.3	10.9
相对于 2019 年的两年平均复合增速							-1.5	4.3	5.0	6.0	4.1
出口（以美元计）											
同比读数	0.5	-13.3	0.1	8.8	16.7	3.6	49.0	30.0	23.0	8.0	25.0
相对于 2019 年的两年平均复合增速							13.7	14.1	15.7	12.3	13.8
进口（以美元计）											
同比读数	-2.7	-2.9	-9.7	3.2	5.0	-0.8	28.0	41.6	25.4	23.0	29.0
相对于 2019 年的两年平均复合增速							11.5	13.1	13.8	13.6	13.1

指标	2019		2020				2021				
	全年	一季度	二季度	三季度	四季度	全年	一季度	二季度 E	三季度 E	四季度 E	全年 E
<u>CPI</u>	2.9	5.0	2.7	2.3	0.1	2.5	0.0	1.5	1.6	2.5	1.4
<u>PPI</u>	-0.3	-0.6	-3.3	-2.2	-1.3	-1.8	2.1	7.4	5.8	4.2	4.9
<u>人民币贷款(万亿元)</u>	16.8	7.1	5.0	4.2	3.4	19.6	7.7	4.7	4.2	3.5	20.0
<u>新增社融(万亿元)</u>	25.6	11.1	9.8	8.8	5.2	34.9	10.2	8.3	8.8	5.3	32.6
<u>社融存量同比</u>	10.7	11.5	12.8	13.5	13.3	13.3	12.3	11.4	11.3	11.3	11.3
<u>M2</u>	8.7	10.1	11.1	10.9	10.1	10.1	9.4	7.9	8.0	8.3	8.3
<u>7 天 OMO 利率</u>	2.5	2.2	2.2	2.2	2.2	2.2	2.2	2.2	2.2	2.2	2.2
<u>一年期 MLF 利率</u>	3.25	3.15	2.95	2.95	2.95	2.95	2.95	2.95	2.95	2.95	2.95
<u>存款准备金率</u>	12.5	12.5	12.5	12.5	12.5	12.5	12.5	12.5	12.5	12.5	12.5

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

政策密集落地，高质量发展成重要看点

宏观政策不急转弯，7 月政治局会议为重要观察时点

宏观政策“不急转弯”，财政与货币政策重在落实：（1）财政政策或加快落地专项债额度，保证经济平稳增长。2021 年我国新增专项债额度 3.65 万亿元，仅比 2020 年降低 1000 亿元，对于经济的平稳发展是十分有帮助的。不过值得注意的是，截止 2021 年 5 月 19 日，新增专项债发行规模仍不到 5000 亿元，后续发行压力较大，需加快落地。（2）货币政策延续基调，未来或保持社融与名义 GDP 增速相匹配。央行一季度货币政策执行报告表态延续，强调“管好货币总闸门，保持流动性合理充裕，保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配，保持宏观杠杆率基本稳定”。我们预计 2021 年名义 GDP 增速或在 11% 左右，考虑到 4 月社融累计同比增速已降至 11.7%，基本接近了目标状态，后续货币政策或维持之前的工作基调。

大宗商品过快上涨产生压力，7 月政治局会议或为重要观测点。整体来看，我们预计宏观政策将保持温和收紧的状态，但考虑到全球大宗商品价格上涨带动 PPI 快速上升，后续或存在一定压力。我国 PPI 从 2021 年 1 月的 0.3 快速上升至 4 月的 6.8，引起了中央的较大关注。4 月 8 日，金融委会议强调“要保持物价基本稳定，特别是关注大宗商品价格走势”；4 月 12 日召开的经济形势专家和企业家座谈会上，李克强总理表示“加强原材料等市场调节，缓解企业成本压力”；5 月 12 日国常会强调“应对大宗商品价格过快上涨及其连带影响”，“加强货币政策与其他政策配合”；5 月 19 日国常会再次强调“要高度重视大宗商品价格攀升带来的不利影响”。我们预计未来会采取多种政策手段应对大宗商品价格的过快上涨，若 PPI 在之后仍保持高位，则不排除后续政策基调继续收紧的可能性，7 月召开的二季度政治局会议或为重要观测窗口。

推动高质量发展，开启创新、绿色、共享的新篇章

创新：产业政策助推“卡脖子”领域突破，反垄断持续加码维护创新环境

国家科技中长期规划与基础研究十年行动方案正在制定当中，聚焦“卡脖子”领域。新一轮国家科技中长期规划（2021-2035）正在制定当中，有望于近期公布，预计将在人工智能、量子信息、集成电路、生命健康等前沿领域实施新一批国家重大科技项目。随后，其配套文件也有望陆续出台，预计将对企业投入基础研究实行税收优惠，完善金融支持创新体系，优化科技创新激励机制。科技部长王志刚在 3 月的新闻发布会上表示，正在制定《基础研究十年行动方案（2021-2030）》，该方案将对未来十年我国基础研究的发展作出系统的部署和安排。我们认为在科技自立自强的国家战略下，关键核心技术将成为我国科技政策的交汇点，对“卡脖子”领域的支持有望不断强化。

反垄断持续加码，后续监管政策或不断落地。2020 年 10 月以来反垄断政策不断落地，4 月 30 日政治局会议再次强调“要加强和改进平台经济监管，促进公平竞争”，我们预计后续反垄断政策将持续落地。从监管抓手看，未来或从平台经济反垄断、互联网金融监管和数据要素监管等三个领域共同推进；从监管重点看，2020 年 12 月召开的中央经济工作会议强调反垄断和防止资本无序扩张，过去依托资本优势对衣食住行等民生刚需领域进行补贴和并购以获得市场支配地位，进而提价获得垄断利润的行为或为重点监管目标。不过值得注意的是，我国反垄断的核心是反垄断行为而非垄断地位，监管的主要目的在于通过树立典型案例以引导企业自发进行整改，因此不必过度恐慌。

绿色：碳达峰碳中和政策持续推进，顶层设计或将加快出台

碳达峰“1+N”系列文件有望于年中开始陆续出台，明确时间表、路线图。2021 年 5 月 18 日，发改委发言人金贤东在新闻发布会上表示，“目前正在抓紧编制 2030 年前碳排放达峰行动方案，研究制定电力、钢铁、有色金属、石化化工、建材、建筑、交通等行业和领域碳达峰实施方案”。我们预计 2030 年前碳排放达峰行动方案有望于年中公布，下半年开始陆续公布各个高耗能行业的具体达峰方案。“1+N”系列文件中有望提出 10 年维度的产量、产能或碳排放目标，部分高耗能产业的新增产能限制或将制度化、长期化。

今年二季度应为通胀压力高点，限产措施或适当后移至下半年。4 月 PPI 同比 6.8% 超过市场一致预期，也创下了近四年来的新高。这一方面是因为原油、有色等全球定价商品因为供需结构错配和全球流动性宽松冲高，另一方面是国内定价的钢铁、煤炭因为限产措施而大幅上涨。大宗商品价格的快速上涨挤压了下游企业利润，甚至导致部分企业不得不停工停产。5 月 12 日的国常会表示要“做好市场调节，应对大宗商品价格过快上涨及其连带影响”。我们预计二季度为年内 PPI 同比高点，此后原油、有色等海外定价商品价格上涨速度有望放缓。因此，国内的钢铁限产政策有可能适当调整节奏，在三四季度通胀压力适当缓解之后再强化限产措施。

碳减排配套措施逐步完善，三项要点值得关注。1) 预计全国性碳排放权交易市场将于今年 6 月底启动运营，全国 2000 余家发电企业首批参与，建材等其余高耗能行业也有望逐步纳入。2) 两会政府工作报告提出扩大环保节能企业所得税优惠目录，此前目录中

企业多为废物、废水、废气处理企业，预计此次重点纳入低碳节能企业，进入后可获得“三免三减半”优惠。3) 5 月 11 日央行在 2021 年第一季度中国货币政策执行报告中，提出设立碳减排支持工具，预计将采用由央行向市场化机构发放再贷款，支持绿色企业融资的方式实现。

共享：共同富裕或成为新的关键词，关注生育政策调整

共同富裕或成为全面小康后的政策关键词，灵活用工的社会保障或得到完善，房地产税或深化地方试点。2021 年全国两会政府工作报告提出将“持续增进民生福祉，扎实推动共同富裕”，《促进共同富裕行动纲要》或于 2021 年年内出台。其中以下两项举措值得关注。一方面，灵活用工的社会保障或得到完善，短期上或放开灵活用工自愿缴纳社保的渠道，费率与基数或较为灵活，而中长期上为灵活用工人员缴纳社保或成为用人单位的法定义务。这对外卖、快递、约车、家政等灵活就业密集型企业的成本或有一定冲击，但预计总体可控，保持充分就业与权益保障的平衡。另一方面，全国房地产税开征需立法先行，而房地产税法未被列入 2021 年立法计划，故预计短期内开征的可能性较低。短期内或进一步深化地方试点，一方面或完善征管制度、拓宽税基、适度调整税率、优化优惠条件；另一方面或扩大试点地区范围，深圳、海南等或被纳入。

人口政策将以普查结果为依据系统性调整，实施一对夫妻可以生育三个子女政策及配套支持措施。第七次全国人口普查显示以下六大人口趋势：总人口仍有增长但增速放缓、人口持续向经济发达地区和城市群聚集、流动人口规模扩大、老龄化程度加深、性别结构有改善趋势、教育水平持续提高。对于市场最为关心的 2020 年生育情况数据，国家统计局局长宁吉喆在 2021 年 5 月 11 日的新闻发布会上表示，“七人普初步汇总的结果显示，2020 年我国出生人口为 1200 万人”，“2020 年我国育龄妇女总和生育率为 1.3”。第七次全国人口普查结果将成为生育政策和养老政策研究制定的重要依据。中共中央政治局 5 月 31 日召开会议，会议指出，进一步优化生育政策，实施一对夫妻可以生育三个子女政策及配套支持措施。此外，养老服务、养老医疗、老年文娱、养老金融等领域的机遇值得关注。

深化改革与防范风险并重，区域试点打造改革开放新支点

资本市场改革贯彻“建制度、不干预、零容忍”的方针，改革与监管并重，其中全面注册制有望于 2022 年一季度落地。近年来资本市场改革快速推进，预计未来将更加注重改革与监管的平衡。改革方面，全面注册制有望于 2022 年一季度落地，鉴于主板 IPO 排队公司数明显少于创业板和科创板，改革的边际增量或有限。此外，如信息披露规则完善、ESG 强制信息披露与绿色投融资体系搭建、再融资审核规则细化、加速交易机制与投资工具创新、个人养老金投资公募基金放开等改革也值得关注。监管方面，当前行政、民事、刑事的全方位追责体系已搭建，未来资本市场监管力度或持续增强，重点打击信息披露违法违规、治理与内控失灵、规避退市、操纵市场、非法场外配资等行为。

除了资本市场基础制度进一步完善外，金融改革的重要一环是配合碳中和目标，进一步完善碳金融、绿色金融、转型金融的政策体系。2021 年央行工作会议首次将“绿色金融”列为十大重点任务之一。截至 2020 年末，中国本外币绿色贷款余额约 12 万亿元，存量规模世界第一；绿色债券存量超过 8000 亿元，居世界第二。通过货币政策、信贷政策、

监管政策、产品创新等组合拳，我们认为，未来三大政策发力点值得关注：

1) 碳金融：推动建设全国碳排放权交易市场，发展碳期货等衍生产品，实现对碳的市场化定价。**2) 绿色金融：**加快完善绿色金融标准，逐步与欧洲等相关标准相适应及统一，在此基础上加快产品创新。**3) 转型金融：**针对传统高碳行业的清洁化、绿色化转型，引导和撬动金融资源向相关项目倾斜。

ESG 投资已成为全球资本市场变革的方向，中国预计将在强制披露、产品标准、评级机制三方面予以完善，加速中国 ESG 投资的发展。近年来，由于各类不确定、不稳定因素频发，据 MSCI 调查显示，52%的机构投资者已经采用了 ESG 投资策略。目前，国内 ESG 领域还处于发展初期，相关政策预计将加速补短板，具体来看：

1) 上市公司：ESG 信息披露的强制性和规范性预计将持续增强。目前，上交所、深交所均提出，将对上市公司履行社会责任的披露情况进行考核。预计公司披露率和完整度、数据量化及可比性等方面将被重点监管。**2) 投资机构：**ESG 评估标准及透明度方面将进一步规范。在投资机构加大 ESG 策略应用和研究有效的 ESG 工具过程中，预计投资标准及投资履约情况将被要求公开透明。**3) 评估体系：**目前国内 ESG 报告缺乏第三方机构验证，使得投资者对企业披露的数据真实性和准确性存疑。加快完善 ESG 评估将成为资本市场基础设施建设的重要任务。

国企改革三年行动方案进入攻坚阶段，后续改革政策或进一步深化落实。2021 年 4 月 30 日政治局会议强调“深入实施国企改革三年行动方案”，5 月 14 日国务院国资委召开扩大会议，专题研究国企改革三年行动进展情况，强调“确保到年底完成三年改革任务的 70%以上”。2021 年是三年行动方案的攻坚之年，未来或将在完善市场化经营机制、加强中长期激励机制、优化调整国有资本布局、推动分类核算工作等多个领域持续加码，推动相关改革政策落实深化。

债务风险的防范与处置或得到强化，地方政府隐性债务、高杠杆地方国有企业与地产企业、中小银行和信托机构或为规制重点。为应对疫情冲击，财政扩张与债务展期等举措或使风险延迟暴露，未来仍需加强重点领域风险防范与处置，守住不发生系统性风险的底线。政府部门方面，或建立地方党政主要领导负责的财政金融风险处置机制，健全地方政府依法适度举债机制，坚决遏制隐性债务增量，稳妥化解隐性债务存量。企业部门方面，一方面或强化高杠杆地方国有企业的风险防范与处置，落实地方主体责任，建立健全债务风险监测、识别、管控的长效机制。另一方面或妥善处置高杠杆地产企业的债务风险，促进房地产市场平稳健康发展。金融部门方面，或强化中小银行和信托机构的风险防范与处置，持续整治影子银行，推进资管新规落地，提升公司治理和内控管理水平，推动高风险机构处置，完善重大案件风险和重大风险事件处置机制。

浦东、横琴有望成为开放新支点，成渝双城经济圈落地将快马加鞭。“十四五”规划已经明确了城镇化重点工作。我们认为，以下三大政策有望在 2021 年落地推进：

1) 浦东打造社会主义现代化建设引领区。2020 年浦东开发开放 30 周年庆祝大会上

习总书记指出，党中央正在研究制定《关于支持浦东新区高水平改革开放、打造社会主义现代化建设引领区的意见》。我们认为，浦东将从科技创新、集成改革、扩大开放、城市治理等方面不断破冰前行。浦东特别是临港自贸新片区，有望在贸易便利、人才引进、金融开放等多方面进一步对标全球最高标准的自由贸易港。

2) 横琴打造粤澳深度合作区。大湾区未来的重要看点，除了基础设施互联互通和产业集群协同发展外，是加快与港澳规则衔接。在 4 月粤港澳大湾区建设领导小组会议上，国务院副总理韩正指出，做好加快横琴粤澳深度合作区建设这篇大文章。我们预计，珠海与澳门将一起“共商共建共管”横琴：既要加速澳门新街坊、横琴轻轨等基础设施建设，便利澳门居民生活就业的新空间；又要在特色金融、医疗健康、文旅会展、跨境商贸等领域发展，打造促进澳门经济适度多元的新平台。

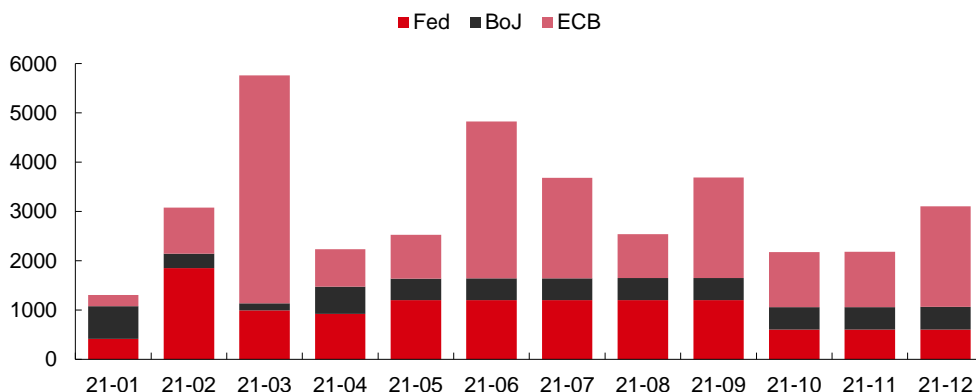
3) 成渝双城经济圈发展纲要有望正式发布。在国家“两横三纵”城市布局中，成渝双城经济圈占据重要地位，是新时代西部大开发的核心发力点。作为高质量发展第四级，成渝正加速在基础设施、产业发展、公共服务等方面强化协同。我们预计，伴随文件纲要正式外发，成渝合作将更加密切，城市群吸引力将进一步提升。

■ 宏观流动性外松内稳，市场流动性依然宽松

今年下半年发达国家宏观流动性依然非常宽松

结合对于通胀以及就业两方面的考虑，我们判断美联储下半年仍将维持当前每月 1200 亿美元的购债体量。考虑到美联储自 2019 年 10 月“有机扩表”开启后买入的短期国债会逐步到期，我们判断今年 5 月至年底，美联储累计扩表规模为 7800 亿美元左右。同期，欧央行和日央行扩表规模预计分别为 13300 亿美元和 3600 亿美元左右。因此，今年下半年发达国家的宏观流动性依旧非常充裕。

图 7：美日欧三大央行今年 5 月至 12 月合计扩表规模预计将达到 2.47 万亿美元

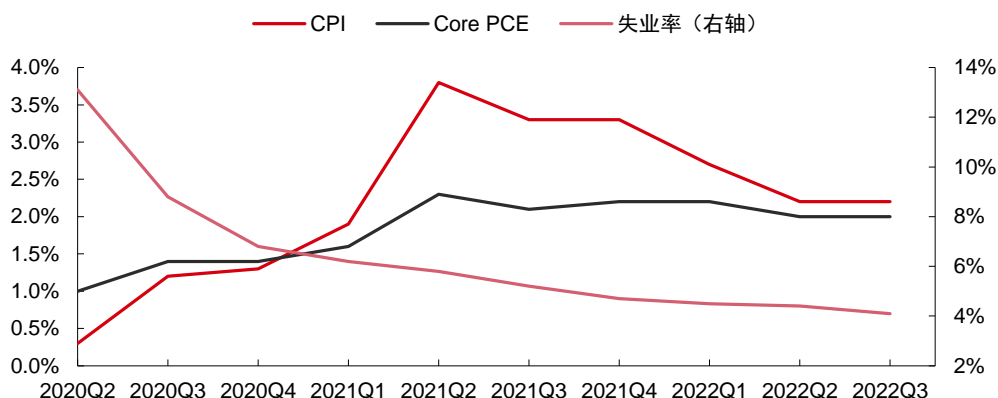


资料来源：Wind，中信证券研究部预测；注：2021 年 5 月起为预测数据

展望明年，随着美国经济的全面重启以及今年 4 月 FOMC 会议纪要释放的信号，我们判断美联储将于 2022 年开启并完成其缩减购债计划。具体看，我们判断美联储将在今

年 6 月的 FOMC 会议上再次上调通胀预期，随后鲍威尔预计将在 8 月的 Jackson Hole 会议释放对于美国通胀以及就业修复已取得显著性进展的表述，并给出考虑缩减购债计划的信号；随后，2022 年一季度起，每季度的月国债和 MBS 购买量都分别下调 160 亿美元和 80 亿美元，直至四季度削减完毕。当然，我们不排除一旦美债长端收益率出现飙升，美联储或边际放缓缩减的幅度，以维持市场流动性的充足。

图 8：美国失业率和通胀数据预测



资料来源：Bloomberg 一致预期，中信证券研究部；注：2021Q2 起为预测数据

表 2：美联储未来缩减购债计划的预期路径

日期	事件	决定
2021 年 6 月 15-16 日	FOMC 会议	上调通胀预期
2021 年 8 月	Jackson Hole 会议	释放对于美国通胀以及就业修复已取得显著性进展的表述，并给出考虑缩减购债计划的信号
2021 年 9 月 21-22 日	FOMC 会议	宣布对于购债计划缩减的前瞻指引
2021 年 12 月 14-15 日	FOMC 会议	宣布对于 2022 年购债规模缩减细则
2022 年 1 季度		每月国债和 MBS 购买量分别下调至 640 亿美元和 320 亿美元
2022 年 2 季度		每月国债和 MBS 购买量分别下调至 480 亿美元和 240 亿美元
2022 年 3 季度		每月国债和 MBS 购买量分别下调至 320 亿美元和 160 亿美元
2022 年 4 季度		每月国债和 MBS 购买量分别下调至 160 亿美元和 80 亿美元

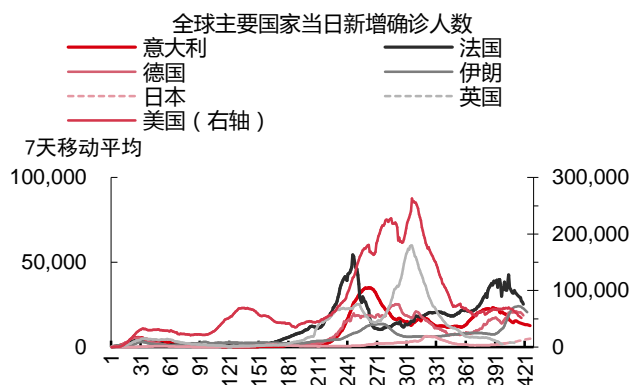
资料来源：中信证券研究部预测

预计美元指数 Q3 末可能由弱转强

预计美元指数 Q2-Q3 走势偏弱，但 Q4 可能受益于美联储紧缩预期而转强。从美元指数的驱动因素来，美元指数的强弱实际上是各国经济相对好坏与货币政策相对松紧的映射，同时还受到全球资金风险偏好的影响。2020 年以来美元指数走势偏弱，核心原因在于美国疫情和基本面表现相对较差，美联储释放的流动性相对更为宽松。而今年在全球疫情缓解、经济复苏的背景下，美元指数将更多受到资金风险偏好的影响呈现周期性波动。历史上看，在全球经济复苏的宏观趋势下，风险偏好改善，资金更多流向非美货币，从而推动美元指数周期性走弱。我们认为下半年全球经济仍处于复苏周期中，特别是 Q2-Q3 在全球疫苗普及推广、政策刺激尚未退出的情景下，全球主要国家经济修复弹性相对更大，预计美元指数在 Q2-Q3 将维持弱势。但随着三季度末美联储边际收紧宽松政策的预期发酵，

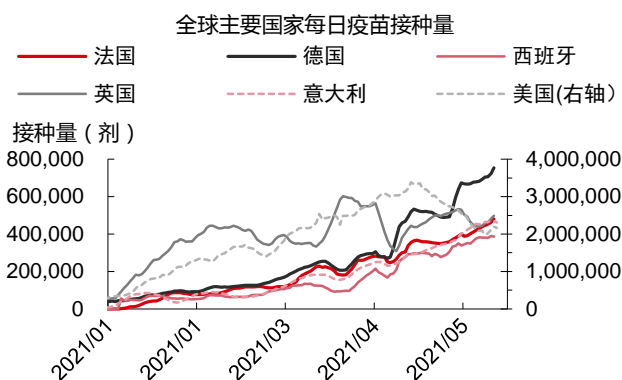
美元指数可能由弱转强，预计二季度美元指数低点在 88-89 区间，而 Q4 可能上行至 92 左右。

图 9：各国疫情已有明显缓解



资料来源：Bloomberg，中信证券研究部 注：横轴为新增确认人数超过 100 人的天数

图 10：疫苗接种也在有序推进



资料来源：Bloomberg，中信证券研究部

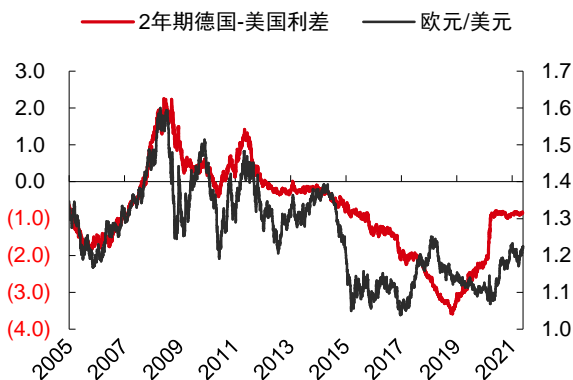
图 11：基准情形下 2021 年全球经济预计增长将达到 6%左右



资料来源：Bloomberg 一致预期，中信证券研究部；注：2021Q2 起为预测数据

人民币汇率 Q2-Q3 走势偏强，中期也不存在大幅贬值的基础。今年 Q2-Q3 国内基本面走势稳定，人民币汇率将更多受到海外因素的影响。由于 Q2-Q3 美元指数总体偏弱，有望支撑美元兑人民币汇率维持升势，我们预计 Q3 美元兑人民币汇率有望升至 6.2 左右。今年四季度在美联储 Tapering 预期的影响下，中美利差大概率会继续收窄，由此可能会抑制人民币升值，但我们预计也不会对人民币构成太大的贬值压力。不管是从国内稳中加固的经济增长，还是中性稳健的流动性环境，以及海外资金配置中国核心资产的长期趋势来看，人民币都不具备大幅贬值的基础。总体来看，我们预计下半年美元兑人民币汇率运行在 6.2-6.6 区间，中枢在 6.4 左右。

图 12: 美国和德国 2 年期国债收益率利差



资料来源: Bloomberg, 中信证券研究部

图 13: 美国和中国 2 年期国债收益率利差

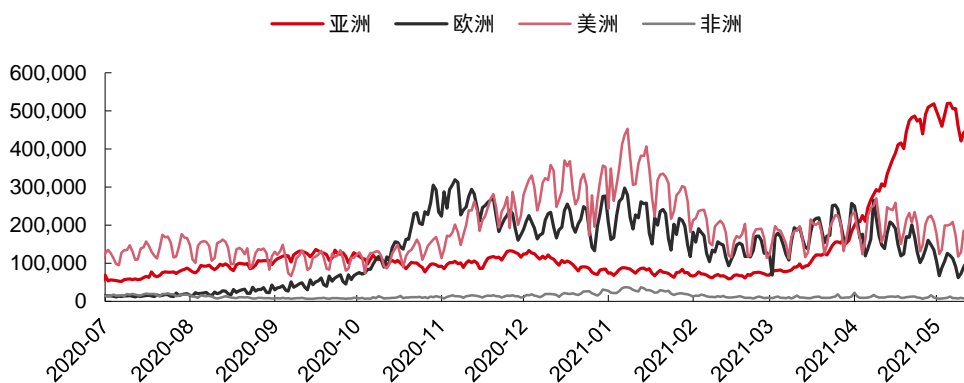


资料来源: Bloomberg, 中信证券研究部

国内宏观流动性稳定，市场流动性依然宽松

次贷危机后全球低通胀格局或扭转。2008 年金融危机后全球低通胀成为常态，核心因素是人口老龄化减少储蓄、收入差距扩大降低消费倾向等抑制中长期总需求，而全球化大发展使得制造业加速向新兴市场转移，工业产能充足、生产成本下降。后疫情时代人口老龄化和贫富差距扩大的中长期趋势或继续加深，但短期供需缺口或出现错配。发达经济体与新兴市场的免疫落差将成为通胀的重要推动因素，产能将由过剩转向短期的产能不足。而超宽松的货币+财政刺激组合容易导致通胀同时具备需求拉动和成本推动两种传导逻辑。综合来看，虽然长期通胀趋势未变，但短期供需缺口或导致通胀波动加大，全球低通胀格局扭转或成为未来全球资本市场最大变量。

图 14: 新兴市场国家疫情仍在快速扩张（例）



资料来源: Wind, 中信证券研究部

国内宏观经济景气维持，关注平衡发展过程中的波动。2020 年以来持续的地产+出口“双轮驱动”格局有望在今年二、三季度维持，支撑国内需求端景气和宏观经济稳健回升，制造业投资和商品消费稳步向好为经济贡献更多边际增量。但随着紧信用逐步向经济端传导以及海外疫情改善，需要关注四季度地产+出口“双轮驱动”同时转弱的可能。从趋势上看，一季度以后中国经济的需求端将逐渐由“不平衡”走向“平衡”，但需关注基建投

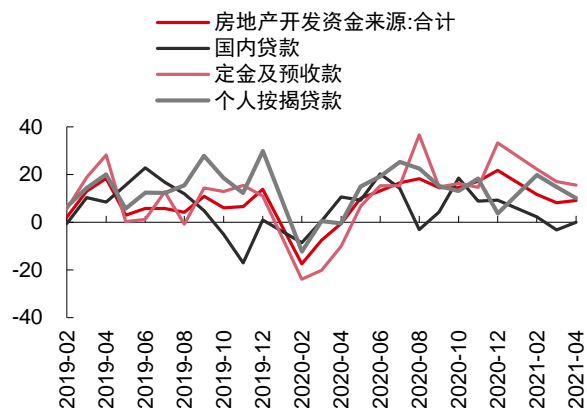
资、制造业投资和消费需求接力过程中经济增长波动，四季度经济基本面或边际走弱。国内大宗商品价格涨势接近尾声，预计下半年 PPI 同比逐步下滑，内部结构性通胀风险关注核心通胀和资产价格问题。

图 15：工业生产和投资往往一脉相承（%，%）



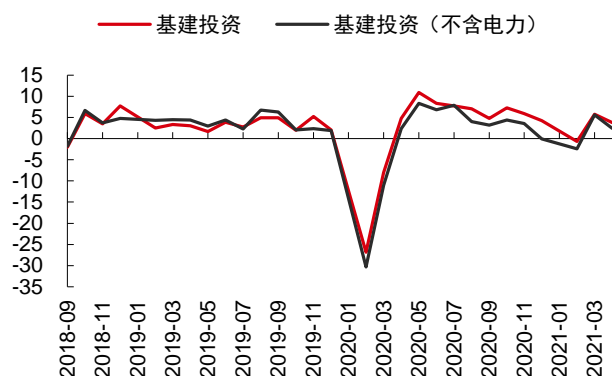
资料来源：Wind，中信证券研究部

图 16：房地产企业融资增速下滑（%）



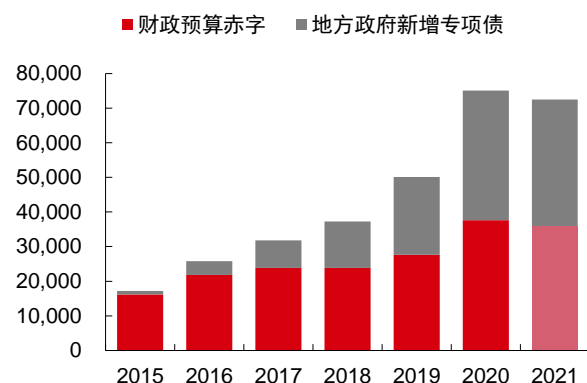
资料来源：Wind，中信证券研究部 注：2021 年增速经过以 2019 年同期为基数的几何平均处理

图 17：基建投资小幅回落（%）



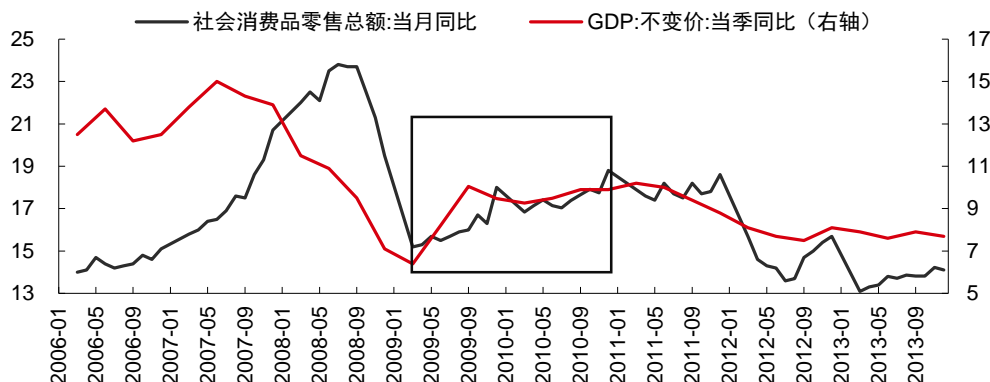
资料来源：Wind，中信证券研究部

图 18：今年预算赤字规模和新增专项债额度与去年大致相当



资料来源：Wind，中信证券研究部测算 注：2021 年财政预算赤字为预算赤字率乘以预测的今年名义 GDP 得出的估计值

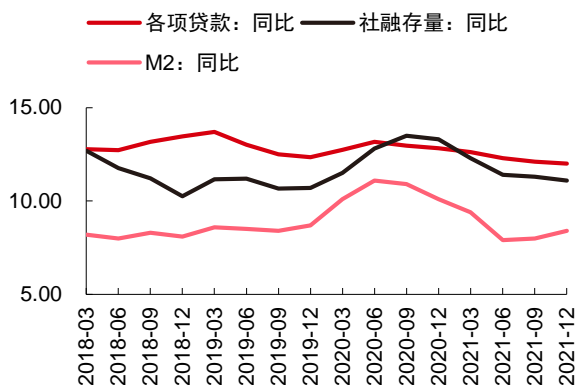
图 19：08 年金融危机时期社零高点滞后于经济复苏 1 年左右（%）



资料来源：Wind，中信证券研究部 注：2009 年三季度到 2010 年二季度的 GDP 增速均采用两年几何平均，2010 年 3 月-2010 年 12 月社零增速采用两年几何平均，历年均剔除 1 月和 2 月，以剔除春节错期的扰动

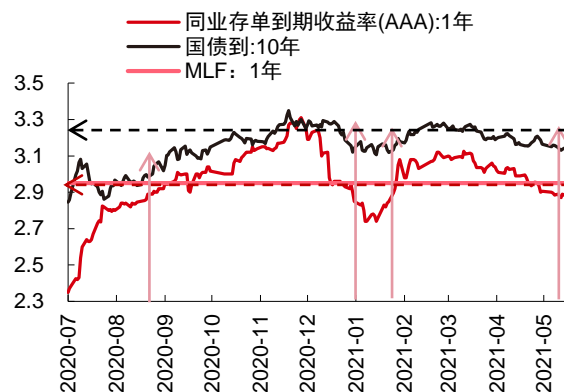
政策重心防风险，流动性广义紧+狭义松组合下警惕海外货币政策正常化冲击。政策重心从 2020 年的稳增长切换为 2021 年的防风险，紧信用+稳货币的政策组合下广义流动性收紧而狭义流动性偏松，在宏观经济景气确定性高的三季度，当前稳货币+紧信用的组合仍将持续。下半年实体融资需求有所支撑，但监管带给房贷、经营贷以及非标融资的压力会随着政策收紧而走弱，广义流动性指标社融增速将继续下滑；狭义流动性的扰动或集中在四季度稳增长权重加大、宽信用政策加码后地方政府专项债发行加速，以及四季度美联储或启动缩减 QE 的风险。

图 20：2021 年信贷、社融、M2 增速及预测（%）



资料来源：Wind，中信证券研究部预测 注：2021Q2-Q4 皆为预测值

图 21：长债利率接近前期低位（%）



资料来源：Wind，中信证券研究部

长端利率走势判断：下半年利率将经历宽幅震荡，三季度底部震荡，四季度波动加大，十年期国债到期收益率区间为 3.0%-3.4%。下半年国内经济将经历由“外热内冷”的不平衡修复走向内需平衡增长的过程。出口+地产的双轮驱动继续推动二、三季度经济稳健回升，但四季度出口+地产或双双边际走弱，基建投资、制造业投资和消费需求接力过程中宏观经济或边际走弱。宏观政策组合从防风险目标下的紧信用+稳货币延续至三季度后或逐步转向稳增长目标和海外货币政策正常化背景下的宽信用+货币略微收紧。预计 2021 年下半年利率将经历宽幅震荡走势，节奏上三季度或处于底部震荡、四季度或波动加大，十年国债到期收益率区间为 3.0%~3.4%。

市场流动性判断：信用周期缓慢回落，政策利率不调整，三季度 DR007 继续围绕中枢 2.2% 波动，四季度边际收紧后，2.2% 将成为 DR007 波动的下限。此外，在防范地产泡沫和资管新规过渡期截止渐近的背景下，居民相对增配权益资产的动力依然较强。

■ 盈利增速结构分化，周期弱化成长占优

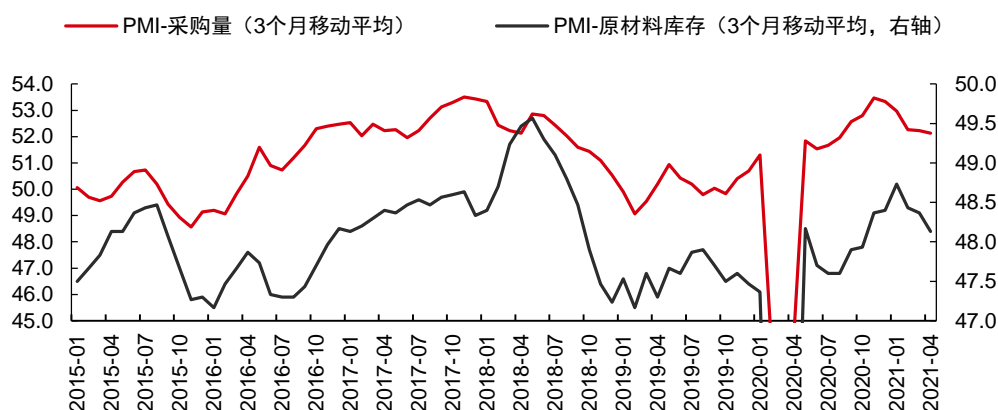
我们认为 2021 年下半年影响 A 股上市公司盈利增速趋势的最主要因素有三个：一是商品价格过快上涨后的修正，二是新能源车、光伏、半导体、军工等高景气产业链资本开支的持续增长，三是居民可支配收入持续恢复以及非住房消费信贷周期见底逆转带动可选消费回暖，小家电、食品饮料及服务性消费行业受益品类扩散。

商品价格过快上涨对 A 股盈利增速趋势的影响

商品价格过快上涨抑制中下游需求，并反过来制约后续价格上涨速度和幅度。商品价格的过快上涨主要产生两个方面的负面影响：第一，上游工业板块单季度绝对利润规模顶点在二季度出现，二季度同比增速放缓，三季度开始环比增长转负；第二，商品价格过快上涨阶段性抑制经济复苏动能，二季度至三季度中下游传统周期制造行业以及基建产业链补库放缓、工期延长、接单意愿下滑，进而影响到建筑工程的工期和交付，以及与交付相关的后地产产业链，需求的减弱反过来抑制商品价格的上涨空间和速度。

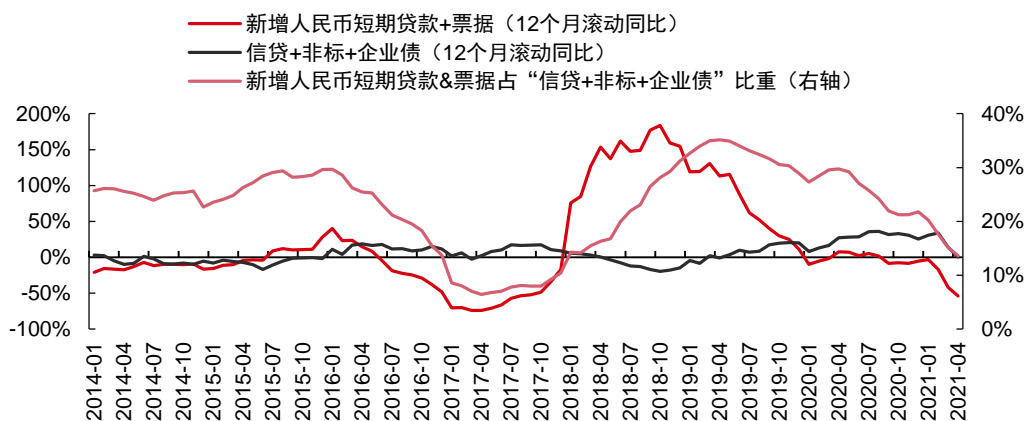
预计 5、6 月份开始宏观经济数据的边际走弱会验证前期商品价格快速上涨带来的负面作用。从宏观层面数据来看，今年以来中采 PMI 当中采购及原材料库存分项均维持低迷，采购和原材料库存分项指数的 3 个月移动平均分别自 2020 年 11 月和 2021 年 1 月见到顶部拐点。社融数据分项也体现出企业更加谨慎的采购和补库行为，12 个月累计新增企业短期贷款的同比增速降至 -54%（2021 年 1 月也仅有 -2.1%），企业短贷（12 个月累计）占新增社融（“信贷+非标+企业债”12 个月累计）比重则降至 13.6%，为 2018 年以来最低水平。微观调研结果也验证了原材料价格快速上涨对中下游需求的抑制作用。百年建筑网近期对全国 460 家施工单位进行调研，结果显示 56% 的施工单位因钢材价格大幅上涨，通过延缓施工甚至停工来控制成本，其中 30% 的工地表示已经暂停对钢材的采购。另外 44% 的施工单位表示施工进度正常，但以消耗原有钢材库存或按需采购为主，不会主动增加钢材库存。我们认为整体商品（尤其是内盘品种）年内价格上涨空间有限，可能在三季度见到年内顶点，并快速回落。

图 22: PMI 中采购和原材料分项指数近期快速下降



资料来源: Wind, 中信证券研究部

图 23: 新增人民币短期贷款/票据增速自年初以来快速下滑

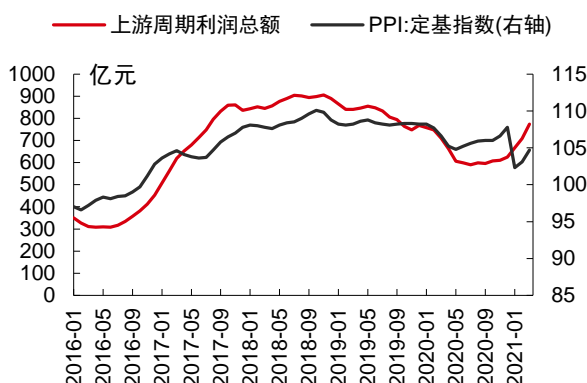


资料来源: Wind, 中信证券研究部

复盘 2016-2018 年供给侧去产能推动下的原材料涨价周期，中游制造在涨价中后期利润受损较为严重。上一轮涨价周期中，PPI 单月同比增速因基数原因在 2017 年 2 月触顶（+7.8%），而 PPI 定基指数直至 2018 年 10 月才触顶。全社会规模以上工业企业当中，上游周期板块（包括采矿业和黑色/有色冶金业）12 个月累计利润绝对额的趋势和 PPI 定基指数基本一致，但制造业（剔除黑色/有色冶金业）的利润绝对额在 2019 年 9 月就出现持续萎缩的趋势。2018 年 10 月 PPI 定基指数见顶时，全部工业企业利润总额的 12 个月累计水平甚至低于 2016 年初。

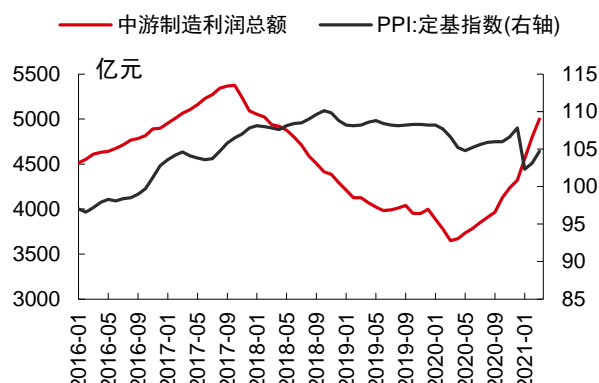
上市公司（非金融）层面的盈利情况可能会好于全社会工业企业利润状况。上市公司层面，上游工业品、中游制造板块的利润占比在过去 5 年大约是 1.3:1；但在规模以上工业企业利润维度，上游周期板块仅占 13%左右（今年前 3 个月为 16%），而中游制造业板块在 81%左右（今年前 3 个月为 76%）。此外，上市公司层面各行业的龙头对于成本的转嫁和消纳能力，也远强于行业平均水平。

图 24：上游周期利润总额 TTM 与 PPI 定基指数走势几乎一致



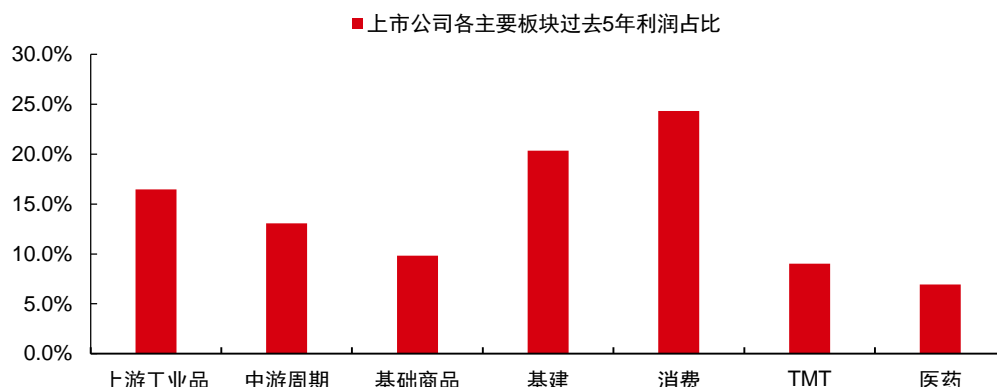
资料来源：Wind，中信证券研究部 注：上游周期包括国民经济分类中的采矿业(门类)和黑色/有色金属冶炼和压延加工业(大类)

图 25：中游制造利润总额 TTM 自 2019 年 9 月开始持续下滑



资料来源：Wind，中信证券研究部 注：中游制造为国民经济分类中的制造业(门类)剔除黑色/有色金属冶炼和压延加工业(大类)

图 26：上市公司各主要板块过去 5 年利润占比

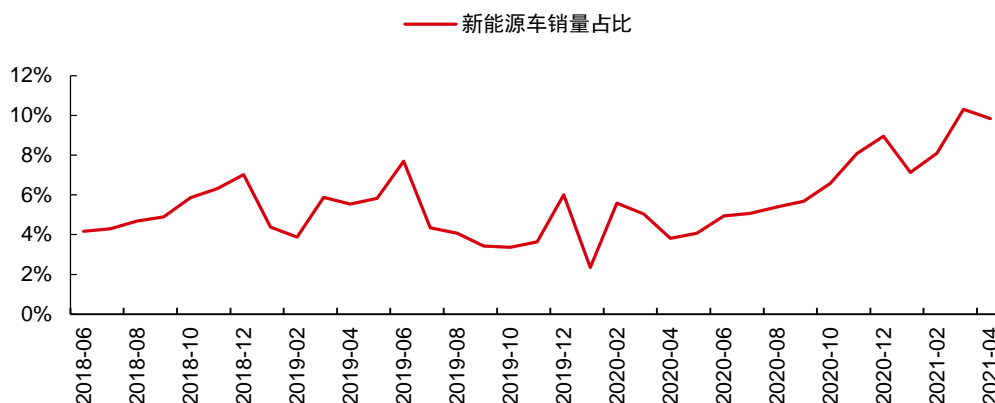


资料来源：Wind，中信证券研究部

新能源车、光伏、半导体、军工等高景气产业链资本开支的持续增长

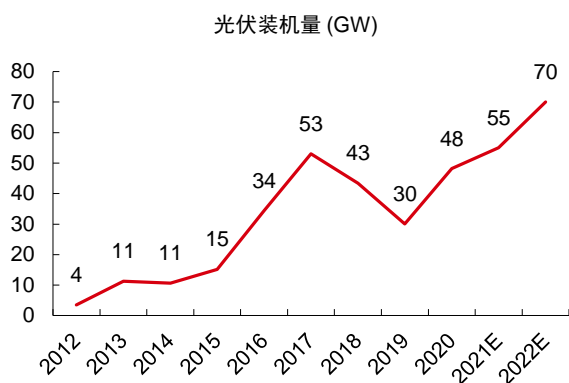
碳中和、科技自主可控、国防安全是未来五年支撑新能源车、光伏、半导体和军工等高景气行业持续资本开支增长的政策动力。过去两年下游产品和制造环节日趋成熟并得到市场认可后，这些产业链条资本开支增速预计会进一步加快，未来 3~5 年的景气度会逐步向中上游的设备和材料领域传导，支撑全社会的制造业投资增长。以汽车行业为例，2020 年以来新增乘用车销售当中，新能源车占比不断提升，截至 2021 年 3 月~4 月，新能源车已经占到乘用车销量的 10% 左右。以电池生产制造和车身一体锻造为代表的新的生产模式，将带来产业链上大规模的设备更新和自动化率的提高，相关的资本开支也将对固定资产投资的稳定增长形成贡献。光伏、半导体、军工也有着与新能源车类似的逻辑。

图 27：新能源汽车销量占乘用车销量比重



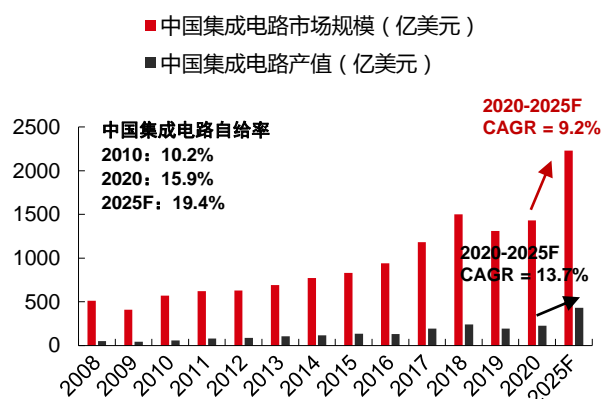
资料来源：Wind，中信证券研究部

图 28：未来两年光伏装机容量稳健增长



资料来源：IEA，中信证券研究部电新组预测

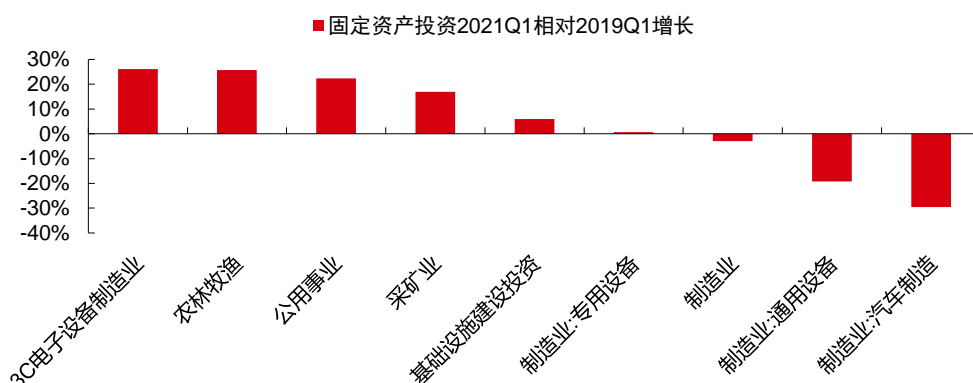
图 29：中国集成电路规模、产值及自给率情况也有长足发展潜力



资料来源：IC Insights (含预测)，中信证券研究部电子组

疫情下供应结构失衡、供应链效率降低制约了汽车等行业的资本开支强度，但反过来拉长了行业的复苏周期，今年四季度供应链问题缓解后可能成为地产、基建之后的经济韧性的支撑因素。我们估算截至 2021 年一季度末整体制造业固定资产投资相较 2019 年一季度末下滑了 2.9%，其中下滑幅度最大的两个子行业是汽车制造和通用设备，汽车制造相关的固定资产投资相比 2019 年一季度末下滑了 29.6%，疫情后的恢复甚至弱于餐饮服务业，这与汽车等终端消费品在 2020 年下半年以来的复苏趋势相背离。背后的原因可能是疫情下产业链效率降低，关键原材料（如芯片）短缺制约生产等多方面因素造成的，根据 Susquehanna Financial Group 的数据，4 月份芯片的交货周期延长到了 17 周，这是自 2017 年以来的最长等待时间。尽管这可能导致二、三季度制造业投资数据依旧不及预期，但乐观的一面意味着这些行业在疫情全球范围内得到控制、供应链问题好转、原材料成本上行放缓后，在四季度及明年可能会有非常强劲的反弹，反过来又成为未来延续经济增长韧性的支撑因素。

图 30：制造业投资在疫情后的复苏相较 2019 年同期水平仍然偏弱

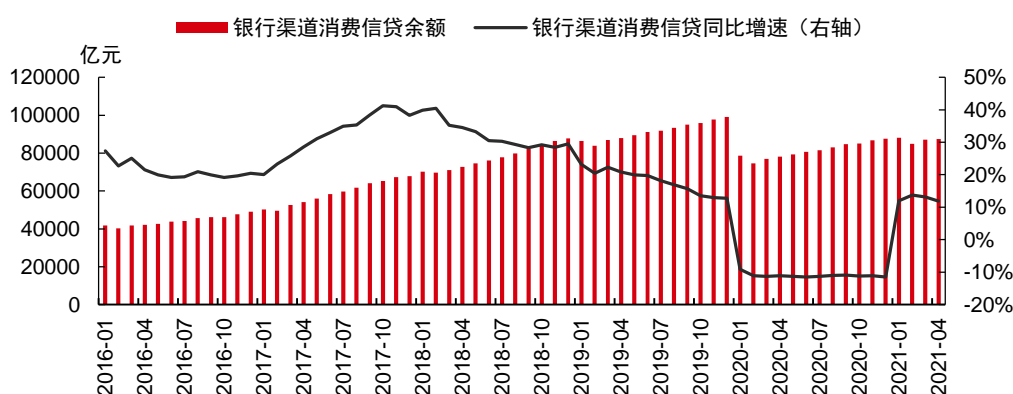


资料来源：Wind，中信证券研究部估算

居民可支配收入持续恢复及非住房消费信贷周期见底逆转带动可选消费回暖

居民非住房类消费信贷在 2018 年以来的强监管、2020 年疫情以及 2020 年底对互联网平台监管三重压力下，成为过去 4 年中国唯一真正实现杠杆去化和风险出清的信贷部门，随着今年末非住房类消费贷款重回扩张区间，将给可选消费品类带来更强的刺激。截至今年前 4 个月，银行渠道非住房类消费贷款的余额为 8.74 万亿元，同比增长+11%（9280 亿），但相比于 2019 年年末的 9.9 万亿，存量规模仍然收缩了-11.7%。2020 年，消费信贷的收缩直接形成了消费的净减量，我们估计拖累了社会零售总额增速 5.5 个百分点左右，而全年实际的社零增长也仅有-4.8%。这意味着如果没有消费信贷收缩的影响，2020 年全年的社零可能会呈现正增长，与 3.5%的城镇居民人均可支配收入增长以及 2.8%的农民工平均工资增长水平近似。针对消费贷的清理以及针对大型互联网平台金融业务的监管落地后，居民非住房类消费信贷大概率从今年四季度开始看到重新稳步扩张的趋势。

图 31：非住房类消费信贷存量企稳回升



资料来源：Wind，中信证券研究部

表 3：消费信贷已经成为社零增长的重要影响因素（亿元）

	银行渠道非住房新增 消费贷款（同比）	社零总额	社零增速	消费信贷的增加 对社零增长贡献
2015A	7,897	300,931	14.7%	
2016A	8,319	332,316	10.4%	0.1%
2017A	18,773	366,262	10.2%	3.1%
2018A	19,999	380,987	4.0%	0.3%
2019A	11,213	411,649	8.0%	-1.8%
2020H1	-10,499	172,256	-11.8%	-5.3%
2020A	-11,396	391,981	-4.8%	-5.5%
2021M1~M4	9,280	138,373	29.6%	5.3%
2021 年前 4 个月 相对 2019 年前 4 月	-522	138,373	7.8%	-4.8%

资料来源：Wind，中信证券研究部

允许居民在非住房消费贷款上适当的“加杠杆”也是未来 1~2 年平滑杠杆和调控经济周期的重要手段。在经济已经恢复、中美争端缓解的背景下，推动地方政府、地方国企、僵尸企业等继续消化债务杠杆，防范系统性金融风险是大势所趋。2020 年以来部分国企信用债的违约已经透露出一定的端倪，就是地方政府未来在不发生风险传染的前提下，大概率会放任国企市场化违约和清理债务。明、后年地产投资和地方政府驱动的投资如果受阻，为了避免全社会出现 2018 年式的“去杠杆”引发经济的波动，势必需要居民部门适当的加杠杆来平滑总需求的波动。当然，监管层更希望这部分杠杆加在消费行为上而不是购房行为。而消费信贷的扩张，更容易拉动汽车、家电、3C 电子产品、品牌服饰、美妆这样的可选耐用消费品。

整体而言，我们预计 2021 年中证 800 非金融板块盈利增速达到+32%。2021 年，预计工业、消费、TMT 和医药净利润增速分别达到+37%、+28%、+14%和+31%，其中工业和消费对中证 800 非金融板块的净利润增速贡献最大。预计工业板块单季净利润规模高点出现在 2021Q2，随后 2021Q3 和 2021Q4 的环比增速分别为-5%和-26%；消费板块在 2021 年下半年对整体非金融企业净利润增速贡献程度最大。不过，考虑到高基数效应，我们预计 2022Q1 和 2022Q2 中证 800 非金融板块的盈利同比增速分别降至-0.2%和-16.6%，不过消费板块单季度净利润增速继续保持同比正增长，分别达到 3.4%和 4.6%。从整体行业板块相对盈利趋势强弱的对比而言，今年三季度 TMT 和医药两大成长板块会明显占优，市场顺周期逻辑淡化，工业板块伴随半年报利润高点可能是逐步兑现收益的机会；而从四季度到明年上半年，大消费板块（尤其是其中可选消费品）将迎来一轮持续的相对景气上行趋势。

表 4：2021 至 2022H1 中证 800 企业盈利增速预测

分项指标	单位/说明	2020Q3 A	2020Q4	2021Q1	2021Q2 E	2021Q3 E	2021Q4 E	2022Q1 E	2022Q2 E	2021E
全市场	当季同比	16.4	25.1	40.7	29.3	-1.0	6.5	-4.0	-7.2	17.0
大金融	比%，中证	3.2	31.5	7.3	21.1	2.2	1.9	-6.7	0.6	7.7
非金融	800 口径	36.7	15.9	156.9	40.9	-4.7	14.1	-0.2	-16.6	32.2
工业	当季同比	49.0[27.3]	1.0[0.6]	286.4[107.1]	63.5[31.3]	-11.3[-6.9]	6.9[3.9]	-2.7[-1.5]	-28.1[-16.1]	37.3[20.1]
消费	比%对当季非金融	18.5[6]	22.2[6.7]	87.2[38.4]	23.8[8.2]	5.0[1.4]	19.2[6.1]	3.4[1.1]	4.6[1.4]	27.5[9]
TMT	增速贡献%	11.5[0.7]	409.9[5.9]	65.6[4.9]	-3.7[-0.3]	6.1[0.3]	15.5[1]	17.3[0.8]	-3.2[-0.2]	14.0[0.9]
医药		49.6[2.7]	77[2.7]	58.8[6.5]	19.3[1.6]	8.1[0.5]	59.1[3.2]	-9.3[-0.6]	-25.4[-1.8]	31.1[2.2]

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

1) 工业板块：下半年上游周期盈利仍有强支撑，中游制造相对承压，建议聚焦智能制造。

对于 A 股而言，由于上游资源品在整个工业板块净利润占比较高，且预计三季度是商品价格的绝对高点，因此 2021Q2-Q3 工业板块整体业绩仍将十分亮眼。考虑到 A 股投资者对周期股的核心关注点是后续价格上涨是否可持续，一旦价格顶点确立，投资者大概率选择获利了结，因此我们认为下半年尽管有高盈利支撑，但周期股的最佳配置窗口已经过去。

此外，原材料价格过快上涨对中下游制造的毛利率和利润水平形成一定压制，进一步影响市场对经济复苏的预期，对上游周期和传统的制造均产生负面影响。近期中国人民银行上海总部调查研究部主任吕进中在《中国金融》中撰文分析大宗商品涨价的成因及对实体经济的影响，根据微观调查，此次原材料涨价对企业冲击主要表现在生产成本、产品价格和资金周转等方面。除了对于实体企业有一定影响外，生产成本大幅上涨会造成企业经营状况恶化，如果价格持续大幅震荡，可能导致部分产业链内企业信用风险集中爆发，冲击商业银行信贷资产质量。可见商品价格快速上涨已经在加大市场对于国内经济持续复苏节奏的分歧。

综合来看，下半年上游周期盈利确定性强、但面临商品价格拐点，传统的中游制造和地产后周期相对承压，工业板块最具配置价值的细分领域集中在 3 个方面，一是政策支持下，中长期发展具备很大空间、很强确定性的行业，包括新能源车、光伏、储能、军工等；二是行业本身还处于快速发展期的、爆款频出的智能制造领域，例如服务机器人、智能驾驶产业链等；三是受益于海外经济复苏的出口导向型龙头企业，包括白电、部分小家电的品牌龙头、新能源汽车供应链、逆变器、工具五金、检测设备。

我们对中证 800 工业板块 2021Q2~2022Q2 的利润增速预测分别为+63.5%、-11.3%、+6.9%、-2.7%和-28.1%，预计 2021 年全年实现+37.3%的增长。

2) 消费板块：关注四季度和明年消费信贷推动可选消费各子行业盈利的稳定增长。

我们认为二季度的市场将更加聚焦于“成长主线”。对于消费板块，我们长期看好中国内需的市场潜力，在未来居民可支配收入提升、消费升级的大背景下，中国消费板块新品类、新品牌、新渠道的结构性机会明显，建议积极持续配置化妆品、医美、免税、运动服饰、新型烟草、餐饮产业链相关的速冻食品、复合调味品、供应链等高成长、高景气的细分赛道。

对于盈利占比最大、具备一定周期属性的可选性消费品，四季度至明年或迎来新一轮上涨行情。我们在前文论述到，居民非住房类消费信贷是过去四年中国唯一真正实现杠杆去化和风险出清的信贷部门，拖累 2020 年社会零售总额增速 5.5 个百分点左右，而今年四季度大概率可以看到居民非住房类消费信贷重新进入稳步扩张的趋势，从而在基建、地产投资下滑明显的时期，成为经济增长中的亮点。这也是我们认为消费板块在高基数的背景下，2022 年上半年仍然能够实现盈利正增长的最重要原因。

具体配置上，消费信贷对可选消费品类的促进作用非常集中，我们重点推荐以下三条线：一是电商行业，电商行业历经三轮用户红利后，2021 年面临红利耗尽之后的新一轮大规模投入期，叠加政策的强监管，盈利端料将承压；而消费信贷的潜在超预期，有望成为行业在今年四季度至明年阶段性高景气的最重要因素。二是线上销售占比较高的品牌服饰、美妆日化等品类。疫情过后，品牌服饰、美妆日化等线上销售占比较大的行业，本身处于景气度复苏阶段，但考虑到居民可支配收入的恢复速度相对较慢，消费信贷对零售端的促进作用将十分显著。三是传统的可选耐用品，例如家电、汽车、3C 电子等，这是可选消费盈利占比最大、且消费信贷需求最为集中的领域，消费信贷的快速扩张有望平滑上述产品周期性下滑的因素，刺激需求端形成新的增量。

我们对中证 800 消费板块 2021Q2~2022Q2 的利润增速预测分别为+23.8%、+5.0%、+19.2%、+3.4%和+4.6%，预计 2021 年全年实现+27.5%的增长。

3) 科技板块：重点推荐科技自主可控、科技赋能制造主线。

经济复苏的节奏和强度分歧加大，货币收紧担忧缓解，市场流动性充裕的背景下，周期品的配置价值减弱，市场更加重视产业空间带来的估值弹性，因此科技板块中符合国家战略发展趋势、拥有广阔市场空间的细分领域在下半年配置价值最高，主要包括科技自主可控、科技赋能制造 2 条主线：

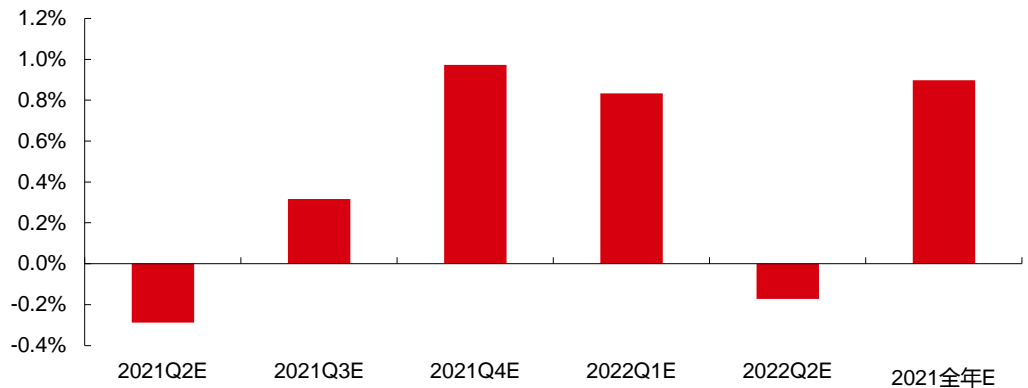
① 科技自主可控方面，重点推荐行业景气复苏叠加供给不足带来缺货涨价的晶圆代工、MCU、电源管理等细分板块设计公司，以及受益于国产替代深入、市场份额快速提升的半导体设备和材料公司。此外，国产自主可控进入快速发展期，新基建领域云计算与 IDC 长期向好；工业方向重点关注工业软件和工业互联网行业的投资机会。

② 科技赋能制造方面，除了制造产业的服务机器人，科技产业重点推荐电动智能产业链，汽车智能化进入全面景气周期，软件定义汽车已成行业趋势，软件公司通过智能座舱、智能驾驶、智能网联为汽车信息化赋能，带动产业链上下游快速发展；此外，重点关注 AIoT 设备增量需求，包括智能音频、智能手表、智能眼镜等，预计智能手表有望成为智能耳机后下一代高成长 AIoT 终端设备。

除了上述 2 条高成长主线，受芯片短缺影响出货量的智能手机、具有一定顺周期属性的安防、面板、被动元器件等细分领域，或将在今年四季度及明年初迎来供应链问题好转、原材料成本上行放缓、居民非住房类信贷扩张的三重利好，支撑科技板块盈利继续上行。

我们预计中证 800 科技产业在 2021Q2~2022Q2 的利润增速分别为-3.7%、+6.1%、+15.5%、+17.3%和-3.2%，2021 年全年实现+14.0%的增长。

图 32：TMT 板块对中证 800（非金融）的利润增速贡献



资料来源：Wind，中信证券研究部预测

4) 医药板块：集采常态化的后疫情时代，关注高成长、高景气的细分领域龙头。

2021 年上半年，A 股生物医药板块开始进入分化调整期；2021 年下半年，全球疫情防控仍存在不确定性，预计医药板块诸多高成长的细分领域将进入百花齐放的新时期。

过去 2 年疫情对医药板块造成巨大影响，板块内部经历了估值调整与分化，总体来看疫情相关的疫苗、ICL、医疗器械之抗疫品种景气度较高。展望后市，疫情对一些行业仍将产生持续而深远的影响，例如疫苗行业，新冠病毒类流感化概率高，全球 2021 年新冠疫苗销售额有望破五百亿美元，而国内部分药企在取得国内外新冠疫苗的紧急使用授权后陆续进入研发兑现期。例如呼吸机/监护仪等医疗器械之抗疫品种，在疫情期间海外认可度迅速提升，打开了国产医疗器械在全球市场的机会。随着新冠疫情过后预计国家对公共卫生体系建设的投入增加，零售、医疗设备等原本就享受政策红利的赛道中长期发展空间进一步扩张。

对于医药中的成长赛道，受益于研发能力的提升、企业国际化战略的加速推进、一级市场优质企业不断 IPO，2021 年下半年料进入百花齐放的新时期。高成长的细分赛道包括创新药、医疗器械、CXO、液体活检和肿瘤早筛、血制品、零售、医疗服务等，在瞄准优质赛道的同时，精选个股，将是 2021 年下半年生物医药板块投资的关键。

当然我们仍需认识到，集采依然是可能引发板块整体预期下修的关键风险因素。带量采购从“4+7”走向全国扩围，药品也经历了四轮降价，整体上政策改革力度很大，生物制品和中成药集采政策也正在研究完善过程中。从针对高值耗材的带量采购的集采结果来看，参与试点的品类均实现了价格的明显下降，同时由于小企业直接出局、企业数量大幅缩减，龙头企业市场份额大幅提升，因此在集采影响较大的领域，更需要关注企业市占率和盈利能力的分化，精选优质龙头。

我们预计中证 800 医药板块在 2021Q2~2022Q2 的利润增速分别为+19.3%、+8.1%、+59.1%、-9.3%和-25.4%，2021 年全年实现+31.1%的增长。

5) 大金融板块：财富管理大时代来临，企业基本面延续分化。

2020 年大金融的主基调为疫情下资产质量恶化和银行业向实体经济让利。进入 2021 年，伴随着宏观经济景气度的持续修复，上市银行盈利处于稳步改善通道，银保监会公布的 2021 年一季度末商业银行不良贷款率 1.8%，已经较去年三季度高点 1.96% 下降了 0.16 个百分点。但上市公司财报和股价走势上，不同银行之间却出现了巨大分化。

上市银行一季报经营两极分化严重，营收增速±20% 银行并存。反映在股价上，在财富管理大时代，业务实现了快速升级转型、具有可持续财富管理能力和客群基础扎实的零售型商业银行，例如招商银行、平安银行，年内实现了超过 25% 的巨大涨幅。考虑到中国市场财富管理具有巨大的增量空间，为转型成功的银行提供了一定成长属性，周期性资产质量波动对这部分企业的估值压制程度降低，更多体现为短期的扰动因素，市场也愿意给这部分企业的成长属性以更高估值。而停留在传统商业模式的四大行年内涨幅只有 5-10% 左右，PB 估值也处于 0.5-0.7 倍的低位，在经济快速复苏的过程中估值修复进程缓慢。

展望下半年，财富管理正在以用户为中心解构与重构，在银行、证券、保险、互金等领域全面开花。商业银行作为第一大渠道正在加速集中，证券公司对上市公司创始人具有粘性，保险通过高端康养和保险金信托获客，互联网巨头的流量和生态占据绝对优势。只有具备财富管理的“差异化能力”、有较强的公司治理能力的龙头公司，才有更大概率在存量经济时代胜出，成为大金融板块具备长期配置价值的首选。当然，考虑到三季度平静期潜在的市场压力，绝对低估值、具备风险拐点特征的银行股也可以做阶段性防御配置。

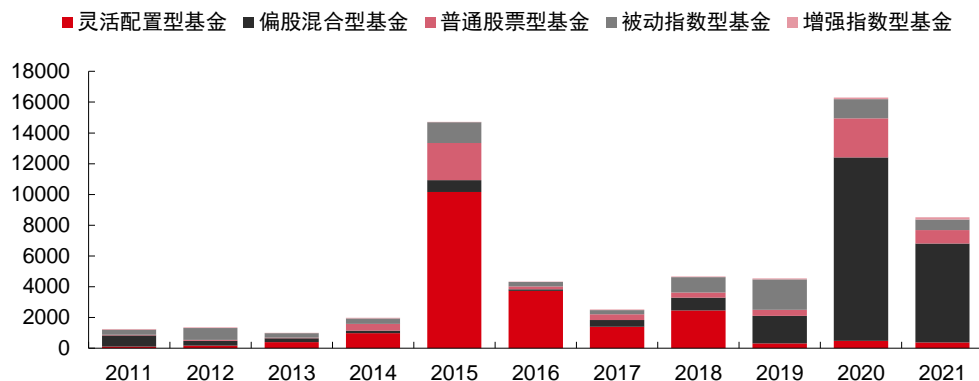
我们预计中证 800 大金融板块在 2021Q2~2022Q2 的利润增速分别为+21.1%、+2.2%、+1.9%、-6.7%和+0.6%，2021 年全年实现+7.7%的增长。

■ 下半年 A 股净流入资金规模 2200 亿元，外资或继续超市场预期

公募基金：前高后低 回归常态

一季度为全年发行高峰。截至 2021 年 5 月 21 日，发行数量方面，内地共发行公募基金 399 只，其中主动权益类（灵活配置+偏股混合+普通股票）发行 288 只（同比+44.7%），被动权益类（被动指数+指数增强）发行 111 只，与 2020 年同期水平相当。发行规模方面，今年内地已发行公募基金 8507.5 亿元，其中主动权益类基金 7689.9 亿元（同比+141.8%），被动权益类基金 817.6 亿元（同比+32.2%）。春节前市场对于核心资产的追逐使得重仓行业龙头的公募基金能够短时间内提供显著的赚钱效应，而过去两年公募行业持续获得超额收益也方便渠道加大销售推荐力度，持续吸引增量资金流入，新发基金节奏较 2020 年下半年进一步提升。

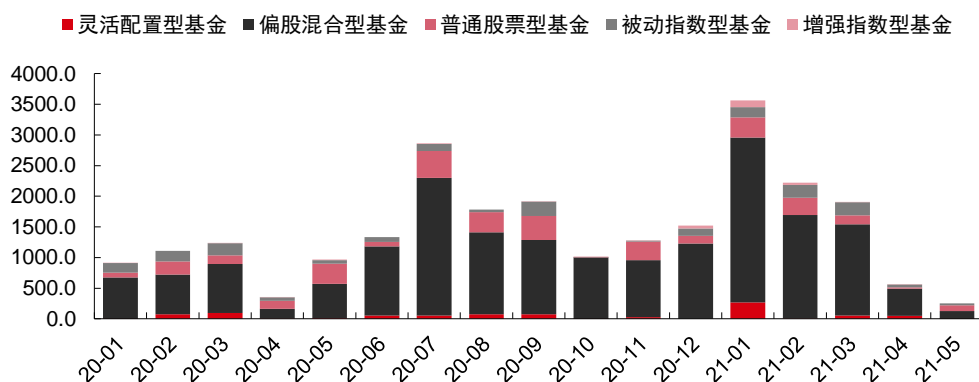
图 33：2011-2021 年公募基金新发规模（亿元）



资料来源：Wind，中信证券研究部 注：截至 2021 年 5 月 21 日

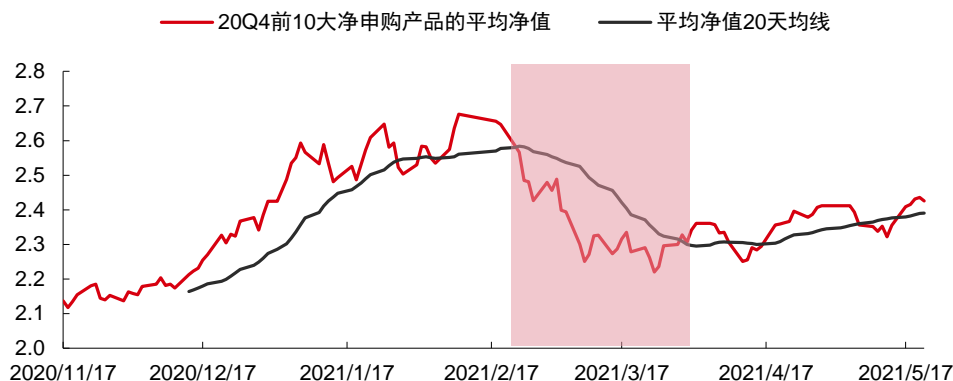
上半年以春节为分水岭，节前延续去年末爆发状态，节后迅速转冷。尽管整体发行规模较高，但是上半年发行节奏前高后低，明显以春节假期为分水岭。春节后受大宗商品价格上涨、长端美债利率快速上行影响，市场风格发生剧烈切换，以各行业大市值龙头公司为代表的“核心资产”在春节后迎来大幅调整，“茅指数”年初至今累计涨跌幅仅 2.10%，而年初至 2 月 18 日累计涨跌幅为 21.40%，意味着春节后基本抹去节前涨幅，且下跌主要发生在 2 月中旬至 3 月中上旬。公募基金赚钱效应转弱，4Q20 基民净申购前 10 大产品的平均净值快速跌至 20 日均线以下。公募基金发行热度与市场状况关联度较高，赚钱效应急转直下的背景下基民申购意愿随之下降。以主动权益类基金为例，春节前（2021 年 1 月 2 日-2 月 19 日）短短 8 周时间内共成立 4900.9 亿元，占上半年已发行规模的 63.7%，平均成立规模为 44.6 亿元/只，春节后至今 22 周仅成立 2789 亿元，对应平均成立规模仅为节前的 35.1%。

图 34：2020 年至今公募基金月度新成立规模（亿元）



资料来源：Wind，中信证券研究部 注：截至 2021 年 5 月 21 日

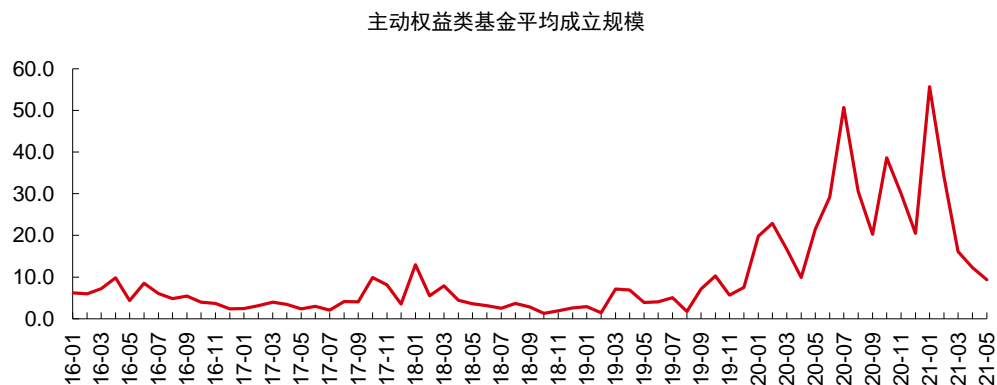
图 35：头部公募产品赚钱效应在春节后迅速转弱（元）



资料来源：Wind，中信证券研究部

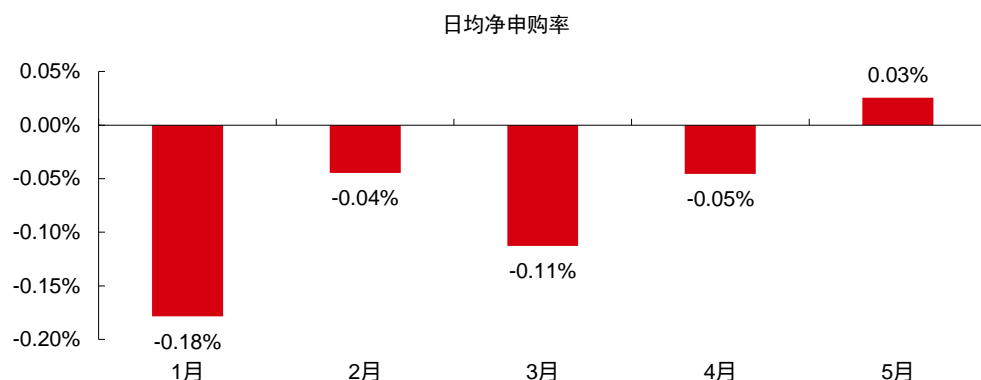
随着市场企稳，公募基金新发已回归常态，存量基金也重迎申购资金。5月主动权益类公募基金平均成立规模为9.3亿元/只，已经降至2019年9月时的水平，属于往年发行的正常节奏，鉴于当前市场环境不存在进一步大幅调整的压力，我们认为新发基金申购意愿最低的时段已基本过去。这一点从存量基金的申赎情况也可以得到验证，我们观察到存量基金申购触底反弹的迹象，中信证券渠道2021年1-5月的日均净申购率分别为-0.18%/-0.04%/-0.11%/-0.05%/+0.03%，显示资金开始重新申购存量基金。

图 36：主动权益类基金发行规模已经回归常态（亿元）



资料来源：Wind，中信证券研究部

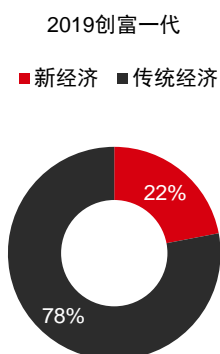
图 37：中信证券渠道日均净申购率开始反弹（%）



资料来源：中信证券研究部调研

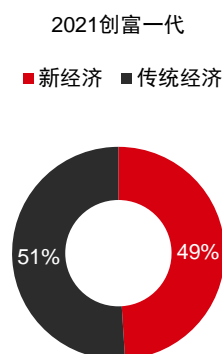
从中长期来看，内地居民仍然有增配权益市场的潜力和动力，因而以公募为代表的投资产品仍有长足的发展空间。5月17日深交所公布2020年度个人投资者状况调查报告，调查结果显示投资者投资股票和公募基金等资产的规模明显增加，投资者证券账户平均资产规模为59.7万元，较2019年提高9.5%，是2010年深交所启动调查以来的最高水平，其中投资公募基金的投资者占比达到67.1%，较2019年增加21.3个百分点。另根据招商银行联合贝恩公司发布的《2021年中国私人财富报告》，2019年以来受访高净值客户资产中投资性房地产占比降低11pcts，权益类资产提高18pcts，其中公募基金提高21pcts，股票降低3pcts。相较于传统经济创富一代，新经济创富一代配置权益类资产的比例要高2pcts，固收类资产则低4pcts，而在2021年受访的创富一代中，来自新经济的客户占比已经达到了49%，高于2019年的22%。中国财富管理尚处于爆发式阶段，在“房住不炒”大方针的执行下，投资性房地产将逐渐让位于权益类资产成为家庭财富配置的新方向，公募基金行业也将受益于权益市场的稳步发展成为居民参与股市的主要渠道。

图 38：2019 年中国新一代高净值人群所属行业占比



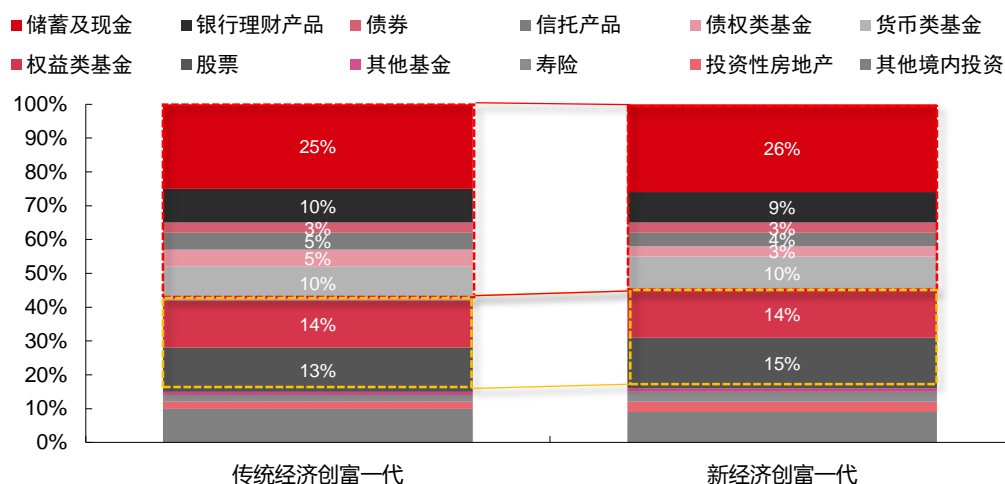
资料来源：招商银行，贝恩公司，中信证券研究部

图 39：2021 年中国新一代高净值人群所属行业占比



资料来源：招商银行，贝恩公司，中信证券研究部

图 40：新一代高净值群体对于权益资产配置的需求更高



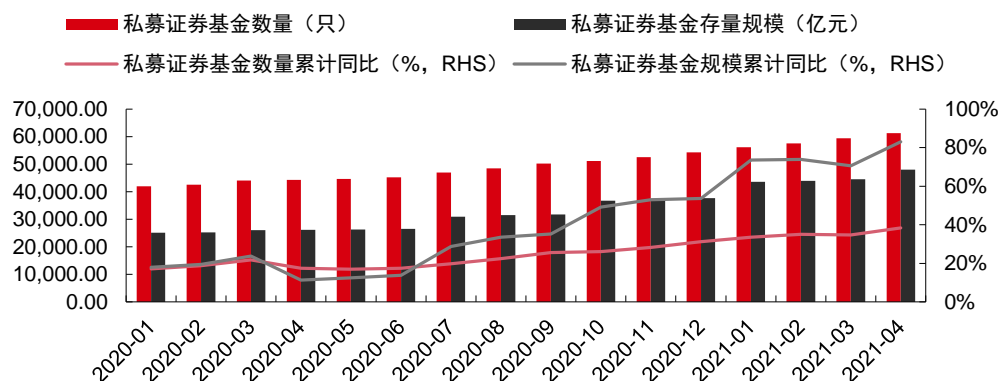
资料来源：招商银行，贝恩公司，中信证券研究部

预计下半年公募基金净流入规模为 1100 亿元。市场企稳有助于公募基金新发保持正常节奏，主动权益类基金的每月新发规模将从一季度平均 2300 亿/月降至 500-800 亿元/月，因此下半年仍然有 4000 亿左右的新发资金通过公募渠道入场；存量产品中，2020 年之前成立的主动权益类公募基金在 1Q21 末的资产净值规模为 4.7 万亿，2021 年一季度新成立的产品在 1Q21 末的资产净值为 3200 亿元，历史上首次打开赎回的次新产品第一季度净赎回率约为 20%，之后逐季降低并稳定至 2-3%左右，对应每季度净赎回规模大约 1300/2000/1700/1500 亿元，因此预计今年公募渠道整体净流入量约为 5800 亿元左右，下半年净流入约 1100 亿元。

私募基金：灵活变动 随行就市

一季度私募基金净流入规模约为 5400 亿元。春节前市场火热也带动了私募基金的发行和申购，存续产品的数量和规模较去年同期大幅攀升。根据证券投资基金业协会公布的数据，我国私募证券投资基金截至今年 3 月末的存续数量是 59471 只，同比增长 35%，较去年年底增加 5116 只；存续资产规模为 4.4544 万亿，同比增长 83%，较去年年底去年 12 月规模增加了 6883 亿元。根据私募排排网调研的国内私募基金仓位情况，证券私募机构整体平均仓位自 2020 年年底至今年 3 月基本保持在 80%上下浮动，月度层面未观测到明显的调仓行为，另一方面，市场重要指数在 3 月末已经基本调整至 2020 年年底的水平，因此一季度私募证券基金存续资产规模的增长基本可以归因为资金流入而不是在管市值浮动，由此粗略估算一季度净流入的资金体量为 5400 亿元左右。

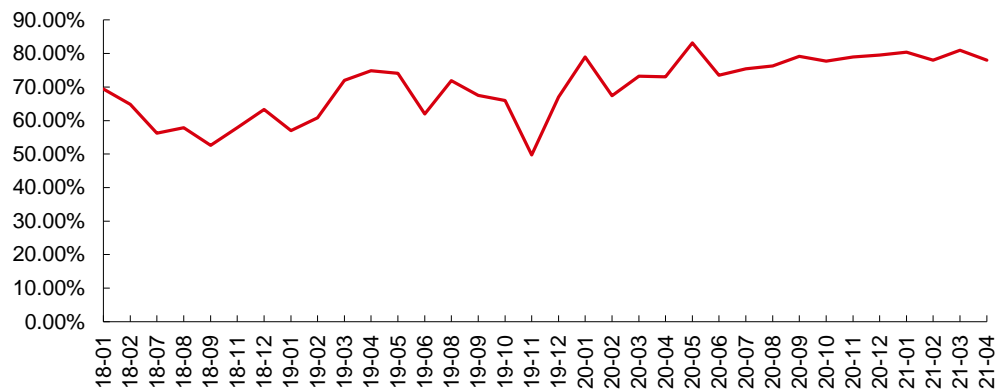
图 41：私募证券基金存续数量及规模（只，亿元）



资料来源：证券投资基金业协会，中信证券研究部

预计 2021 年下半年来自私募证券基金的资金规模缩减至 1400 亿元。受去年三四季度基数逐渐升高影响，我们预计 2021 年末私募证券基金的存续在管规模同比增速将从当前的 83%下降至历史平均的 20-30%左右，整体规模可达到 4.7 万亿左右。当前私募证券基金整体平均仓位处于历史偏高位置，虽然不排除私募机构在年内剩余时间灵活调仓，但是从当前节点到年底继续加仓的空间有限。海内外经济稳步复苏，全球主要央行货币政策保持定力，年末市场相对当前位置出现巨幅下行的风险较小，预计私募整体出现类似于 2018-19 年部分阶段大幅减仓的概率也不高，因此我们认为整体仓位将保持相对稳定，预计 2021 全年私募证券基金的增量资金规模约为 7400 亿元，下半年净流入 1400 亿元。

图 42：2018 年至今私募证券基金权益资产部分月度仓位



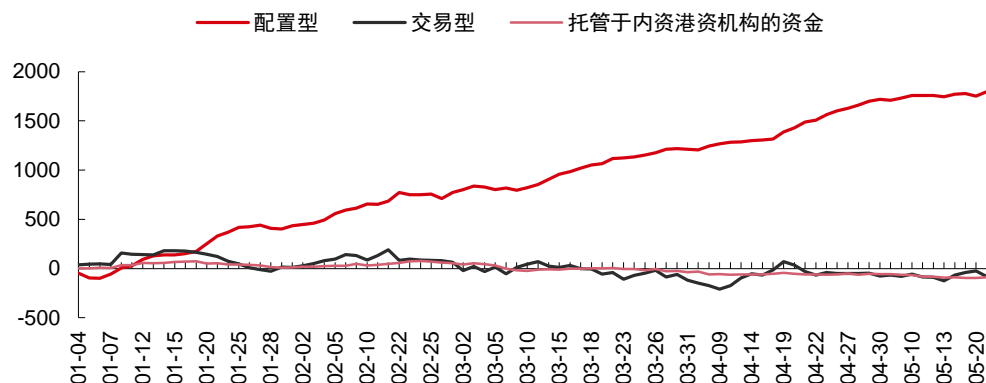
资料来源：私募排排网，中信证券研究部

外资：加速配置中国境内资产

上半年外资净流入 A 股市场规模超预期。上半年 A 股市场出现较大幅度的波动，人民币兑美元一度从 6.44 贬值至 6.57，但外资反而加速配置中国相关资产。我们 2020 年年末预测今年外资净流入 A 股规模约为 2000 亿元，而截至 5 月 21 日已累计净流入 1563 亿，其中配置型外资净流入近 1800 亿，交易型和托管于内港资机构的资金为累计净流出状态。配置型资金在市场下跌的过程中反而加速流入，2021 年 1-4 月配置型资金的日均净流入规

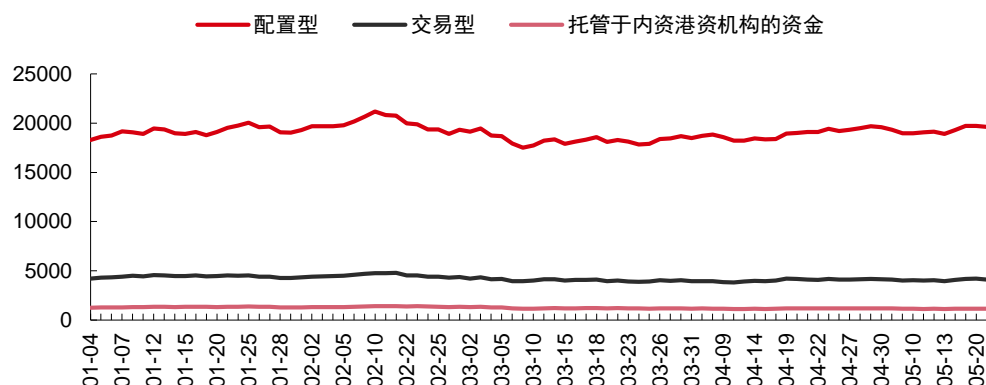
模分别为 20.2/20.5/21.7/28.2 亿元。目前北向资金持有 A 股市值 24888 亿，其中配置型外资持有 19618 亿、交易型外资持有 4120 亿、托管于内资港资机构的资金持有 1150 亿，整体约占 A 股流通市值的 4% 左右。

图 43：2021 年初至今北向资金三类拆分情况（亿元）



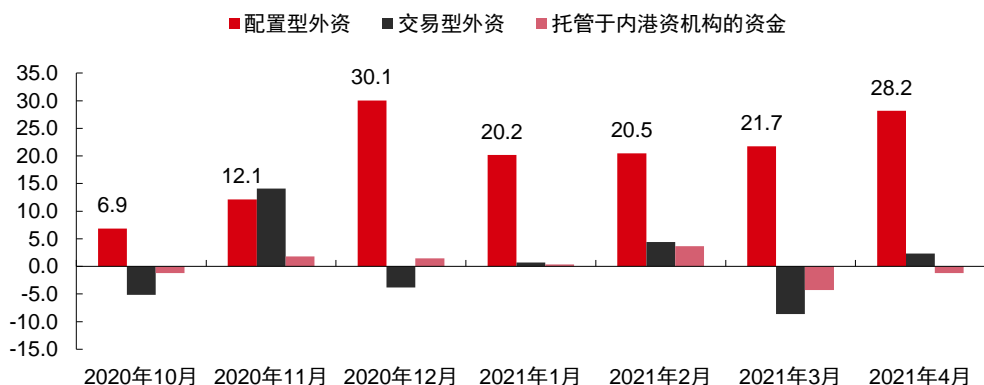
资料来源：Wind，中信证券研究部

图 44：2021 年初至今北向资金持股市值规模（亿元）



资料来源：Wind，中信证券研究部

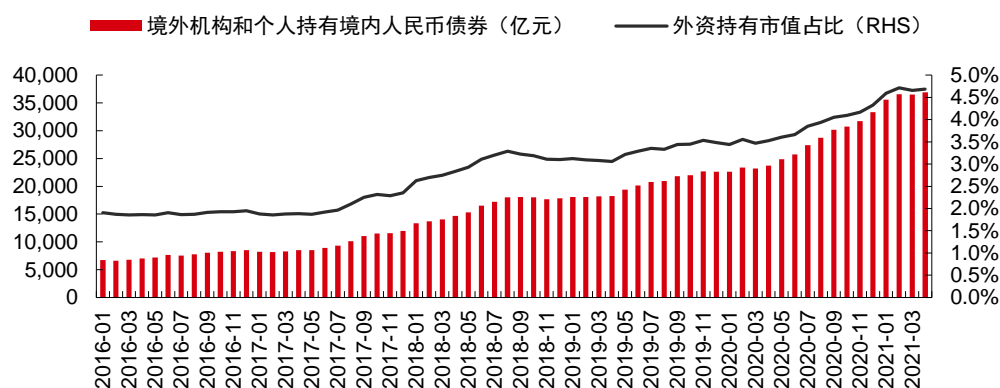
图 45：配置型外资在市场下跌过程中加速流入（亿元）



资料来源：Wind，中信证券研究部

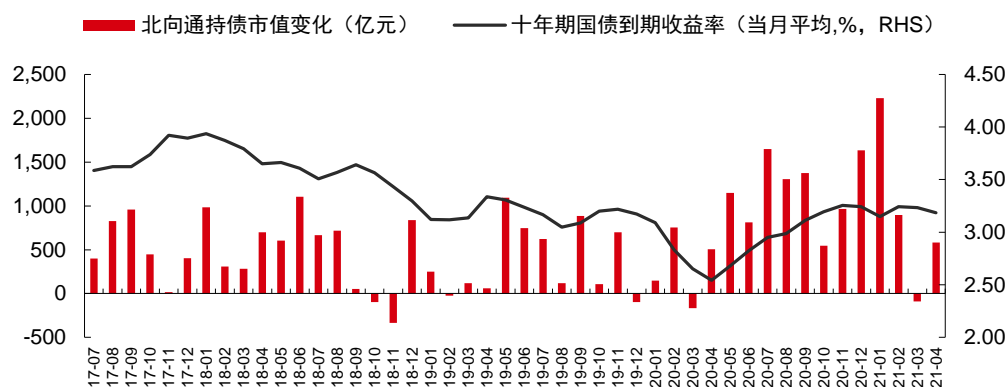
上半年境内人民币债及一级股权投资的外资流入规模较高。债市方面，1-2 月外资延续 2020 年以来的增持节奏，3 月受到长端美债收益率快速上行以及美元由贬值转为升值的影响，债券通持有人民币债券规模减少约 90 亿元，考虑到外资目前持债结构以国债和政策金融债为主，而 3 月份 10 年期国债到期收益率较 2 月平均下行 0.01ppts，外资持债规模的减少应归因于资金流出。4 月债券通持人民币债规模较 3 月增加了 581 亿元，10 年期国债收益率较 3 月仅下行 0.05ppts，体现出外资已恢复净流入。截至 4 月末，外资通过债券通持有人民币债市值已突破 3.6 万亿，占境内本币债托管市值的 4.7%。**股权投资方面，2021 年上半年我国 FDI 延续了 2020 年 4 月以来的快速流入趋势，1-4 月累计外商直接投资金额达到 590 亿美元，是 2016 年以来的最快水平，相较 2019 年同期的 2 年平均增速为 15.4%，远高于 2017-2019 年 4 月累计同比的-5.7%/2.0%/3.5%。**

图 46：境外资金持有境内人民币债券市值及占比



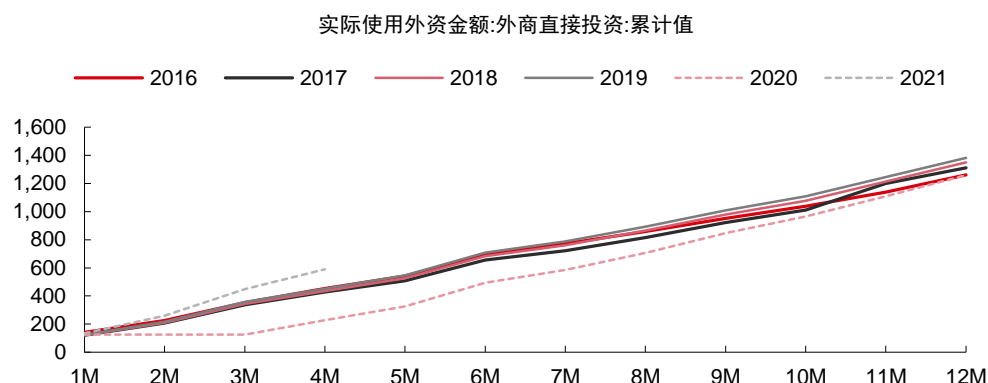
资料来源：Wind，中信证券研究部

图 47：今年 3 月外资短暂出现净流出后，4 月已恢复净流入



资料来源：Wind，中信证券研究部

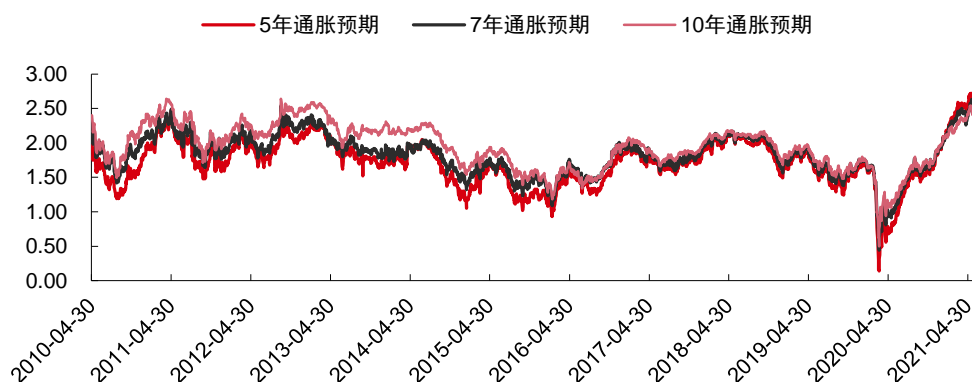
图 48：2021 年 1-4 月 FDI 流入速度是 2016 年以来最快水平（亿美元）



资料来源：商务部，中信证券研究部

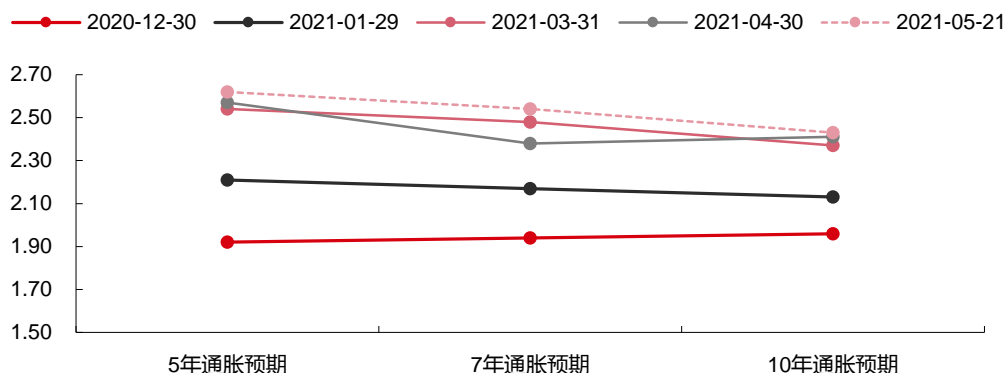
预计北向资金全年规模可达到 3300 亿元。我们认为下半年外资将继续快速增配人民币资产，虽然欧美经济复苏稳步推进背景下美债收益率难以回到年初低位，但出现长期通胀预期驱动的快速上行的概率较小，截至 5 月 21 日美国 5、7、10 年期 TIPS 对应市场成交的隐含通胀预期分别为 2.62%/2.54%/2.43%，均为过去 10 年以来的最高水平，且相较于 2020 年年底，长期通胀预期相较于短期通胀预期呈倒挂状态，说明 2 月以来尽管市场投资者不断向美联储表示“未来通胀或超出官方预期”，但实际成交行为却表明投资者所担忧的依然是短期的通胀，而长期通胀预期却始终保持在经济复苏时的合理范围内，这其实和美联储的判断是一致的。因此在美债收益率上行压力不大的情况下，下半年人民币资产面临的外资出逃的担忧将解除，外资将继续流入包括 A 股在内的在岸金融资产，我们预计今年全年外资净流入规模或达到 3300 亿元，下半年净流入 1700 亿。

图 49：市场投资者对于美国中长期通胀水平的预期已经达到了 2010 年以来的最高水平



资料来源：Wind，中信证券研究部

图 50：过去 5 个月长期通胀预期水平相较于短期通胀预期水平出现了倒挂



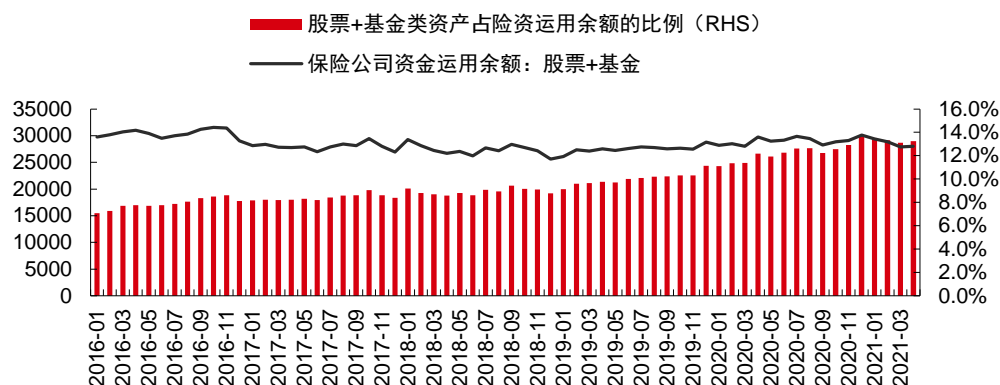
资料来源：Wind，中信证券研究部

保险和理财子公司：小幅稳步入市

保险资金入市保持平稳，预计下半年净流入约 1200 亿左右。截至 2021 年 3 月，保险公司险资运用余额为 22.48 万亿，同比增长 15.8%，其中配置股票和基金类资产达到 2.8689 万亿元，较去年底减少 832 亿元，说明一季度险资略有降低仓位，“股票+基金”占险资运用余额的比例为 12.8%，这一占比在过去两年基本稳定在 12%-13%附近。我们预计 2021 年底险资运用余额同比增速仍保持 15%左右至 25 万亿，假设新增的 2.5 万亿中 12%仍用于股票和基金投资，则对应增量资金为 3000 亿元，剔除掉可能投向固收类产品的部分，则 2021 年全年进入二级市场权益的资金规模应该至少在 1000-1500 亿左右，这部分资金将主要从二季度中后期开始布局至年底。

理财子公司权益资产配置仍处于初步阶段，预计下半年净流入约 300 亿。根据光大银行联合波士顿咨询公司发布的《中国资产管理市场 2020》，理财资产规模截至 2020 年末为 25.86 万亿增长，其中现金类产品规模占比 48.3%，固收类产品占比 44%，合计超 92%。报告统计数据显示，理财公司对于权益类资产的配置仍处于较初级的阶段，权益类资产占比仅 2.3%左右；调研结果表明，超过八成的国有、城商行系理财子公司股票投资以委外合作为主，股票池暂未建仓的理财子数量占比超过七成。BCG 预计至 2025 年我国理财市场规模可达到 53.7 万亿，年化增长率为 17%。我们认为，尽管资管新规过渡期延长至 2021 年底，在净值化改革下偏权益类产品具有相对优势，但今年权益市场波动较大，客观上并不利于净值化管理初期的理财产品提高权益配置比例，且大多数理财子公司仍处于投研团队（尤其是对于权益市场）建设的初步阶段，短期内理财公司预计仍会保持“固收+委外”的方式进行权益类资产配置，到年底权益类资产配置的占比将保持 2%-3%左右，持股规模将随总资产规模的增长而稳步提高。待投研体系覆盖范围更广、经验更丰富之后，预计未来 3-5 年理财子公司才将逐步提高权益类资产的配置比例。我们预计今年理财子资金规模大约在 300-400 亿元左右，类似于险资，在配置节奏上应该相对集中于下半年。

图 51：险资运用余额中股票+基金类资产的规模及占比（亿元）

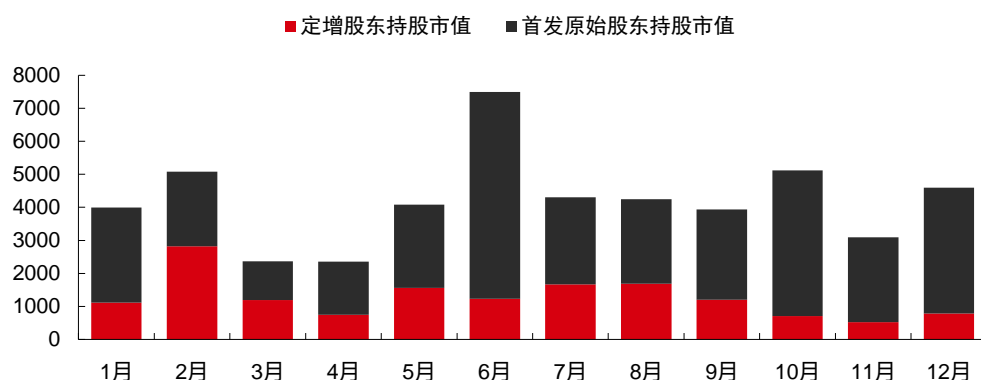


资料来源：银保监会，中信证券研究部

产业资本解禁和 IPO：继续维持紧平衡

预计下半年产业资金减持规模约为 1200 亿元。截至 5 月 21 日，A 股在 2021 年定增类股东解禁规模是 1.524 万亿，首发类股东解禁规模是 3.542 万亿，而根据我们测算，在有解禁的公司中，定向增发机构配售股份解禁与实际减持的弹性比例在 4.14%，首发原股东限售股份与实际减持的弹性比例在 2.24%，如此得到今年解禁类减持规模大约在 1300 亿元左右，另外考虑到部分已流通的股票亦有减持需求，我们预计产业资本整体净流出规模可达 2600 亿元左右。季度节奏上，2021 年 6 月为解禁高峰，二三季度或有较多减持计划，我们预计下半年减持规模大约在 1200 亿左右。

图 52：2021 年 1-12 月 A 股解禁市值（亿元）

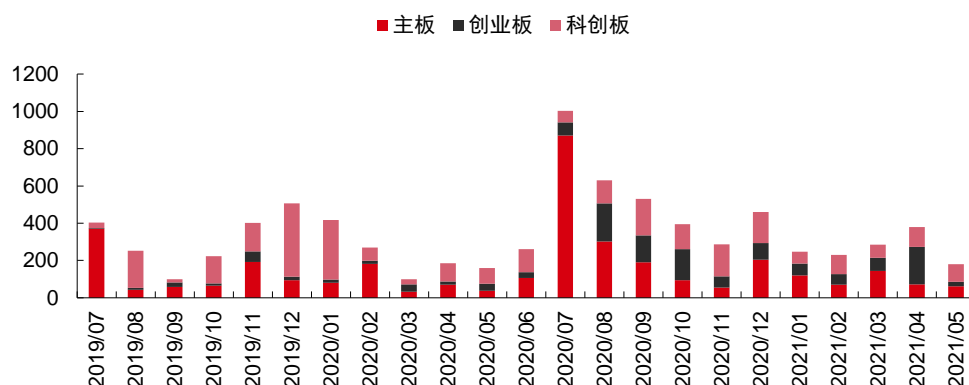


资料来源：Wind，中信证券研究部。注：数据截至 2021 年 5 月 21 日

预计今年 IPO 发行规模与去年接近，节奏上三四季度偏多。今年整体 IPO 监管政策总体趋严，新受理家数明显减少。以科创板为例，今年前四个月新受理 23 家，仅是去年同期的 38%，但发行节奏并未明显变慢，今年前 4 个月 IPO 合计募资 1141 亿元，较去年上升 17.4%，前 4 个月发行项目合计 155 个，较去年同比上升 106.7%。展望后续几个季度，虽然新受理家数偏少，但当前已受理及待发行存量项目仍然较多，截至 5 月 19 日这些存量项目有 797 个（只统计了 2019 年之后公告更新的公司），预计募资规模达到了 8136

亿元，足够市场平稳发行，预计今年合计 IPO 募资规模将达到 4000 亿元。参照往年发行节奏和今年市场行情判断，今年 IPO 规模有望逐季上升，我们测算下半年募集规模约 2300 亿元。

图 53：各个板块历史募资金额（亿元）



资料来源：Wind，中信证券研究部。注：截至 5 月 19 日

■ 大势研判：下半年共振上行，四季度空间更大

结合上述预测，我们分别就海外因素、基本面、政策、流动性在各季度对 A 股大势的多空影响进行了打分，并加权计算了综合得分。其中 2021 年三、四季度得分为 2.8、5.4；2022 年一、二季度的得分是 1.9、1.6。A 股依然处于中长期慢涨通道中，通胀预期见顶回落，基本面扰动缓解，流动性预期修复，今年三季度 A 股预计在震荡中缓慢上行；全球经济共振复苏，国内政策落地提速，市场流动性依然宽松，今年四季度 A 股将进入共振上行期。

表 5：大势研判打分结果表

分项指标	说明	2021Q3 E	2021Q4 E	2022Q1 E	2022Q2 E
海外因素	打分	+1	+4	+3	+1
基本面	打分	+3	+8	+2	+5
政策	打分	+2	+8	+8	+5
流动性	打分	+3	+3	-2	-2
A 股整体走势	加权得分	+2.8	+5.4	+1.9	+1.6

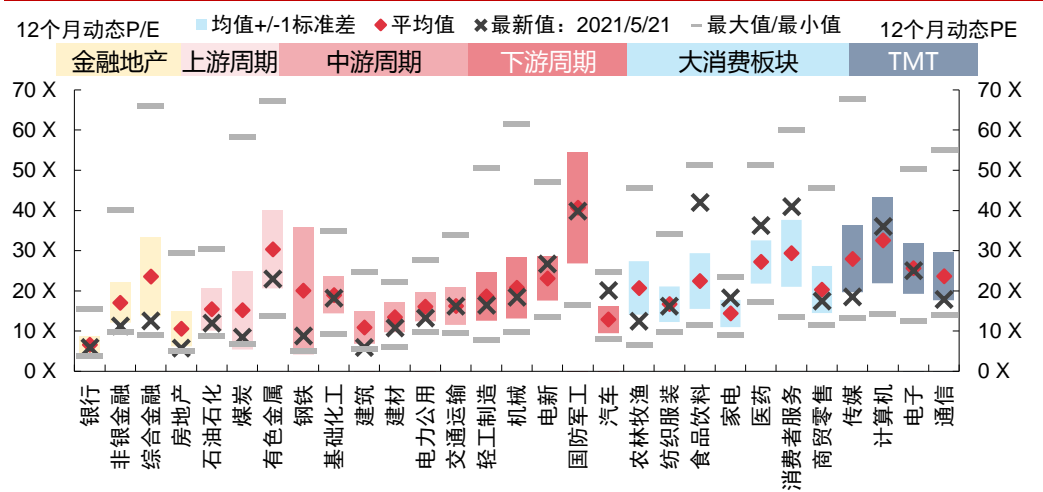
资料来源：中信证券研究部

■ 配置建议：淡化周期思维，聚焦成长及消费

三季度强化成长配置

当前 A 股各个行业的估值分化程度非常明显，食品饮料、医药等机构重点配置行业估值持续处于历史高位。截至 5 月 21 日，沪深 300、上证 50、中证 500 等主要指数的历史动态估值分位数分别为 72%、57%、35%，均处于历史均值附近，但另一方面食品饮料、医药等机构重点配置行业的动态估值分位数达到了 98%及 94%，长时间处于历史高点。而周期及金融板块虽然近年来有所上涨，但估值仍然普遍偏低，如建筑、非银金融、房地产的动态估值分位数仅分别为 1%/3%/4%。

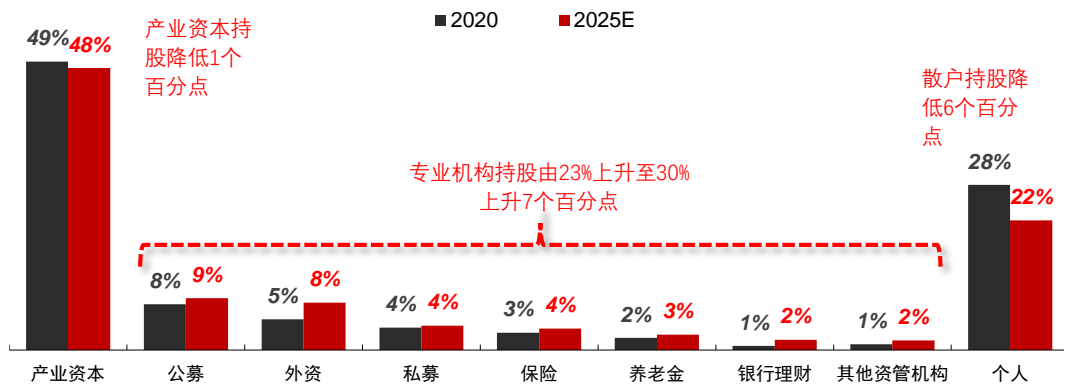
图 54：当前各行业估值分化程度明显



资料来源：Wind，中信证券研究部

这一方面由于近年来 A 股机构化的程度不断提升，且未来趋势未变，另一方面也顺应中国经济产业转型的趋势。近年来 A 股机构化程度不断提高，2020 年全部 A 股流通市值为 58.1 万亿元，其中机构投资者持股占比为 23%，较 2019 年提升了 4 个百分点，这一趋势使得受机构青睐的行业及公司估值长期处于溢价状态，而我们预计 2025 年整体机构投资者的持股比重将进一步提升至 30%，中长期来看优质公司受到重仓配置的趋势难以改变。另一方面伴随着中国产业转型，消费成为我国经济增速“压舱石”的趋势愈发明显，2019 年消费对于 GDP 的拉动为 58%，高于资本形成总额 26.6 个百分点，即使是疫情明显影响的 2020 年，最终消费支出占 GDP 的比重仍然达到 54.3%，高于资本形成总额 11.2 个百分点，与此相对的必选消费行业相关的公司及医药产业的公司确定性相对较高。此外，伴随着政策的支持及长期积累的“工程师红利”，近年来产业升级趋势已经有了一定成效，如信息技术服务业占全部 GDP 的比重在 2020 年达到 3.7%，较 2010 年上升 1.5 个百分点，计算机等电子设备的工业增加值增速在 2017 年后维持在 10%左右，与油气、煤炭等行业的小个位数甚至负增长形成鲜明对比，相关的产业升级的公司也一定程度受到了机构的重视。

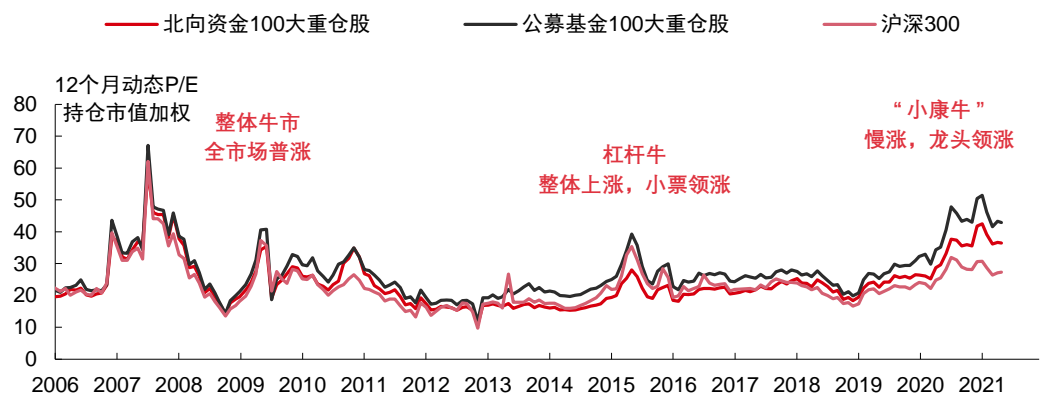
图 55：近年来 A 股机构化扩张速度明显，且未来仍将持续



资料来源：Wind，中信证券研究部预测

在此背景下机构重仓的个股的估值水平近年来明显增加。2007 年 7 月牛市顶点时全体公募重仓股估值水平为 67 倍，与整体沪深 300 的 62 倍相差不大，而 2015 年 5 月中小市值公司牛市时全体公募重仓股的估值水平为 39 倍，与沪深 300 的 35 倍也整体接近，而自 2019 年以来，龙头优质公司的估值溢价越发明显，截至 5 月 21 日，公募前 100 大重仓股及北向前 100 大重仓股按持股市值加权的动态 PE 已经是沪深 300 的 1.3 及 1.6 倍。

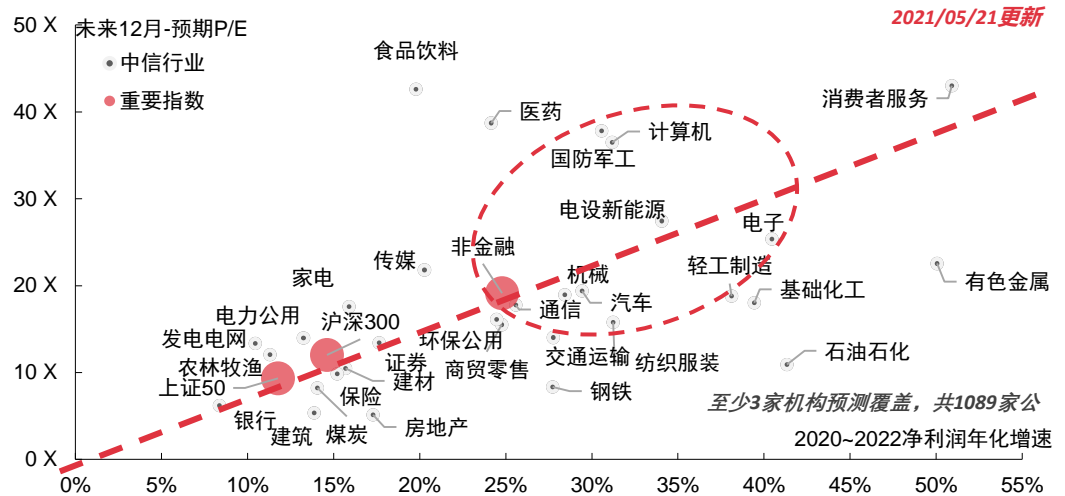
图 56：机构重仓股估值近两年明显高于沪深 300



资料来源：Wind，中信证券研究部

未来基本面预期从年初高度一致将转向分歧，盈利预计在二季度见顶后缓慢下行，流动性内外部收紧预期将得到缓解，成长属性更高的板块预计将明显受到青睐。流动性收紧预期缓解后，我们认为当前应当强化成长因素，布局更有估值弹性的品种。而我们所强调的估值弹性，更多的是由产业空间所带来的市值空间，因为只有广阔的市场空间以及爆发式的成长逻辑，市值的增长才不太受一两年的内外部流动性因素的影响。而在当下因通胀预期产生的悲观的流动性预期修正过程中，恰恰是布局这些具备足够大估值弹性品种的时期。不过这一次，受限于反垄断等政策的持续加码，高成长和高估值弹性的领域料将从移动互联驱动的平台型经济领域，逐步转向科技制造领域。而从下图也可以看到，当前市场对于国防军工、新能源、电子等长期成长空间较大制造业的盈利增速预期较高，且总体 PEG 水平也处于中等位置，较食品饮料、医药等机构重点抱团行业的空间更大。

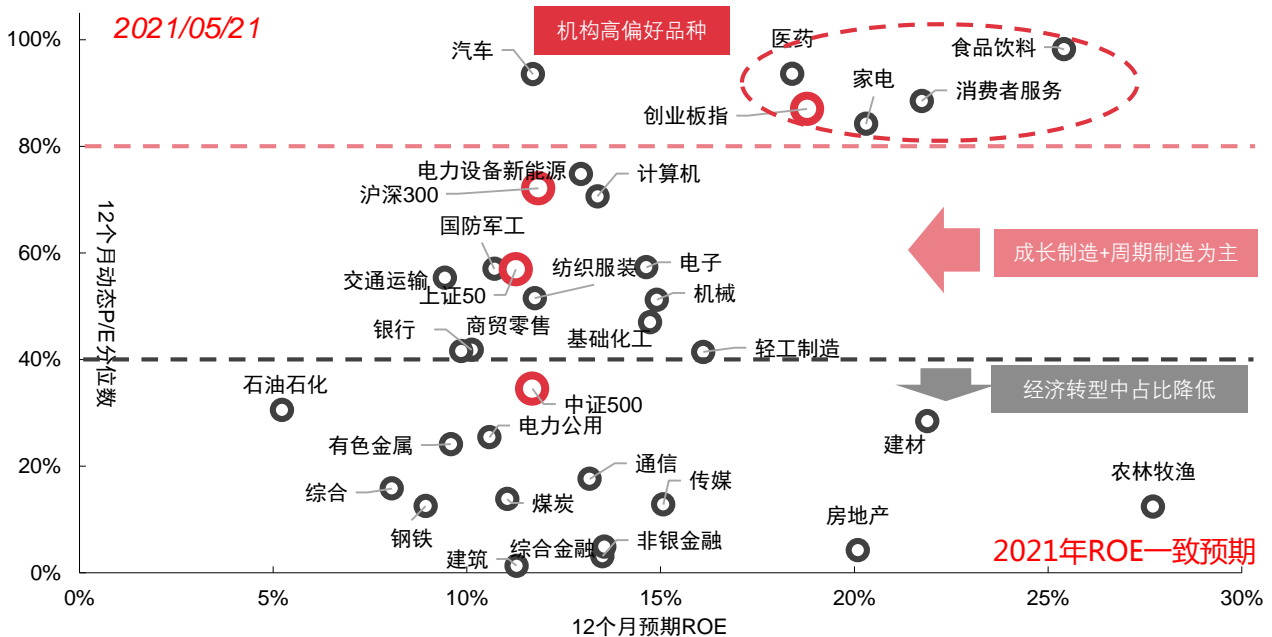
图 57：当前成长制造行业的 PEG 处于合理水平



资料来源：Wind 一致预期，中信证券研究部 注：动态市盈率分位数以及最大、最小值以及平均值等基准数据根据 2009 年 1 月 1 日至今最新可得日度数据计算。

而从中长期维度来看，碳中和、科技自主可控、国防安全下新能源车、光伏、半导体和军工等高景气行业将迎来持续资本开支的增长，伴随着资本开支增长不断增加，市场认可度有望逐步增强，盈利能力充分改善，成长制造行业有望在未来为股东贡献稳定的投资回报。如上文所述，我们认为碳中和、科技自主可控、国防安全是未来五年支撑新能源车、光伏、半导体和军工等高景气行业持续资本开支增长的政策动力。而伴随着未来几年成长制造业资本开支增长不断增加，企业产品竞争力有望逐步建立护城河，带动盈利能力充分改善，可以为股东获得稳定的投资回报，并具有较高的确定性，即可能如下图所示，复制现在食品饮料、医药及家电等行业持续高估值溢价的状态。

图 58：优质的成长科技是未来几年最重要的赛道



资料来源：Wind 一致预期，中信证券研究部 注：动态市盈率分位数以及最大、最小值以及平均值等基准数据根据 2009 年 1 月 1 日至今最新可得日度数据计算。

三季度主题投资建议聚焦受益于“碳中和”各条线实施纲要出台预期的**能源安全主题**，以及二季报有望超预期且受海外不稳定局势催化的**国防机弹板块**。

能源安全主题：“能源安全”召唤下的能源革命之势

碳中和目标下，推动以光伏、氢能为代表的清洁能源革命是保障我国能源安全的根本之道，其中亦将诞生中长期的主题投资机会。我们围绕光伏、氢能两大能源安全赛道，结合细分领域景气度、竞争格局等方面，优选四个细分方向：光伏支架、光伏储能、储氢、氢燃料电池，赛道拓宽带来领先企业成长空间。

光伏支架：享受跟踪支架渗透率提升及国产化替代双重红利。跟踪支架替代固定支架的浪潮正高速推进，当前全球渗透率估计达 30%，GTM 预计 2023 提升至 42%；国内渗透率仅 16%，后续提升空间巨大。我们测算 2021-2023 年跟踪支架市场空间分别为 366/439/535 亿元，YOY 分别为 27%/20%/22%。根据 Wood Mackenzie 数据，全球跟踪支架 CR4 约 62%，以海外企业为主，国内龙头市场份额仅 5%左右，较光伏其余领域差距甚远，国产化占比提升空间较大。结构性优化叠加国产化替代红利下，国内“隐形冠军”迎来脱颖而出的机遇。

光伏储能：政策加码，平价时代下装机规模有望爆发。储能环节的发展是光伏实现大规模并网的必要前置条件，各地政府接连出台相关政策引导新增光伏项目按 5-20%比例进行储能配置。我们测算国内未来 3 年光伏储能容量需求可达 17.55GWh，存量改造长期将释放更大空间。储能系统核心环节中，储能电池系统与动力电池技术同源，储能逆变器与光伏逆变器技术同源，业内锂电龙头及逆变器龙头有望凭借技术、制造及渠道等优势顺势延伸布局，占据先机。

储氢：关键设备国产化亟待突破，液氢存储技术未来可期。储氢贯穿氢能产业链各环节，是制约氢能源实现实用化、规模化的关键所在。目前国内储氢模式以高压气态氢为主，参考天然气产业发展历史及海外应用情况，液氢预计将是未来主要技术。储氢核心设备包括储氢罐、氢阀门等部件，目前 20-35 兆帕气态储氢设备已实现国产化量产，70 兆帕以上气态储氢设备及液氢设备高度依赖进口。随着氢能产业化的持续推进，储氢设备环节具备较强的需求放量及国产化替代逻辑。

氢燃料电池：技术链逐层解耦，上游技术突破进行时。我国燃料电池产业链采取自下而上发展模式，下游政策补贴商用车，带动中游燃料电池系统厂商蓬勃发展，而上游电堆及其核心材料国产化率偏低，技术亟待突破。随着政策持续加码，燃料电池正迎来产业化快速突破阶段。短期来看，绑定下游优质客户，具备较强渠道资源的燃料电池系统供应商具备较快放量的逻辑。长期来看，掌握产业链内电堆、膜电极等核心环节关键技术的企业将具备更高的话语权和议价能力。

结合碳中和目标，解决国内能源安全问题的落脚点在于推动以光伏、氢能清洁能源为代表的能源革命。从产业链环节出发，我们优选光伏及氢能两大方向中增长逻辑明确、竞争格局较为清晰但尚未达到高度集中阶段的光伏支架、光伏储能、储氢设备、氢燃料电池

四个细分赛道，重点推荐亿华通-U（688339）、宁德时代（300750），建议关注受益标的中信博（688408）、天合光能（688599）、富瑞特装（300228）。

国防机弹主题：导弹产业步入井喷，精确制导点睛核心

建议顺势而为，布局军工高景气板块，精选确定性高的优质个股。核心原因有三点：一、“十四五”期间我国军费预计将实现翻倍式增长；二、导弹在现代战争中地位重要，军费开支优先聚焦导弹和军机；三、全球范围地缘竞争加剧，军贸市场出口增加，武器装备升级补库及军事训练消耗大幅增加等因素带动下，我国导弹产业需求量大增，产业链进入景气周期。

“十四五”期间军费预计将实现翻倍，并向导弹、军机等核心武器装备倾斜。目前我国“十三五”规划已经收官，“十四五”规划已经开启，其中军工产业仍是重点规划领域，产业普遍预计在“十四五”期间，我国军费支出将实现翻倍。导弹武器具备威力大、射程远、精度高等显著特性，是综合国防实力的体现，在国防建设中的位置愈发重要。近年来各国均加大在导弹武器的布局，我国也将持续加大导弹武器研发投入及列装批产。

导弹产业在现代战争中重要性凸显，精确制导为核心部件。在导弹的整体结构中，制导与控制系统占成本比重可达40%以上，是导弹的核心组成部分。精确制导武器是采用高精度制导系统，直接命中概率很高的导弹等武器的统称，能够有力提升打击效率，在现代战争中的运用比例已超70%。我国在航天科工、科技两大集团带领下，精确制导武器水平处于全球领先水平，最新研制的东风-17常规导弹、长剑-100巡航导弹、东风-41核导弹等均在国际上享有盛名。

多因素驱动我国导弹产业进入井喷周期。多因素带动导弹产业需求增长：（1）近年来全球范围地缘竞争加剧，国际军贸市场呈现整体上升趋势，以导弹为代表的武器交易量随之增长；（2）新型武器加速列装，不断更新换代，导弹武器不断跟进；（3）国内军改，加强了对抗性训练，对导弹、弹药等消耗类武器装备使用周期将有所缩短。在此背景下，我国导弹产业链进入景气周期。

建议顺势而为，布局军工高景气细分方向，精选确定性高的优质个股，基于：一、“十四五”期间我国军费预计将实现翻倍式增长；二、军费开支优先聚焦导弹和军机；三、全球范围地缘竞争加剧，武器装备升级补库及军事训练消耗大幅增加等因素，我国导弹产业需求量大增，重点推荐新光光电（688011）、高德红外（002414），受益个股包括洪都航空（600316）、航天发展（000547）。

综上，三季度通胀阴霾渐散，流动性预期修复，而成长类板块相对盈利趋势明显占优。建议继续关注更多由产业空间带来市值空间和估值弹性的成长板块。其中成长类制造关注新能源、科技自主可控、国防安全和智能制造等；成长类消费关注化妆品、医美、免税、运动服饰、新型烟草等。主题方面，推荐受益于“碳中和”各条线实施纲要出台预期的能源安全主题，以及二季报有望超预期且受海外不稳定局势催化的国防机弹板块。

四季度开始战略增配消费

四季度全球经济共振复苏，国内居民可支配收入和非房信贷增速提升驱动可选消费复苏，成为经济增长的亮点，且景气趋势有望持续到明年上半年。**具体配置推荐 3 条主线：一是电商；二是线上销售占比较高的品牌服饰、美妆日化等品类；三是传统的可选耐用品，例如家电、汽车、3C 电子等。**主题方面，建议关注受益于上海自贸港及数字人民币方面的投资机会。

数字人民币主题：数字货币迎风起，扶摇直上九万里

数字人民币 DCEP 试点，法定数字人民币元年到来。DCEP 是中国人民银行计划推出的法定数字货币，由人民银行发行，由指定运营机构参与运营并向公众兑换，以广义账户体系为基础，支持银行账户松耦合功能，与纸钞和硬币等价，并具有价值特征和法偿性的可控匿名支付工具，旨在替代 M0。DCEP 可以保护货币主权和法币地位、降低流通成本、提高货币运行效率、强化合规监控，防控洗钱、贪污、恐怖融资等违法犯罪行为，丰富货币政策工具、提高货币政策传导效率。

DCEP 技术框架：一币两库三中心。央行数字人民币体系的核心要素概括起来为“一币、两库、三中心”。一币是指由央行担保并签名发行的代表具体金额的加密数字串；两库指数字货币发行库和数字货币商业银行库；三中心指认证中心、登记中心和大数据中心。我国法定数字货币发行总框架是：央行数字货币的发行和回笼基于“中央银行—商业银行”的二元体系来完成，中央银行负责数字货币的发行与验证监测，商业银行从中央银行申请到数字货币后，直接面向社会，负责提供数字货币流通服务与应用生态体系构建服务。

产业图谱：发行、流通、安全环节迎来机会，银行 IT、POS、ATM、安全加密等公司受益。数字人民币产业链按照货币环节划分，大致可以分为发行、流通、安全等环节；按照市场主体划分，大致可以分为央行、银行、公众和企业等领域。央行负责数字人民币底层架构和技术的研发，央行侧 IT 是一个全新的市场，是数字人民币的基石，预计将以央行自研为主、以国有大行和社会核心 IT 企业为辅，在安全加密等领域或对相关厂商开放。对银行 IT 来说，数字人民币的推出，将从底层技术架构上带来银行 IT 技术创新和更新改造的机会（数字货币商业银行库、核心系统等相关系统的改造），银行 IT 行业发展迎来东风，行业有望迎来新一轮估值扩张。对 POS 和 ATM 厂商来说，需要满足数字人民币的要求，设备面临着一轮更新换代潮。对于安全加密厂商来说，电子认证、安全加密等领域是数字人民币安全稳定运行的基础，相关厂商有望受益。目前 DCEP 在小范围试点，并开始向滴滴、美团等互联网企业拓展。预计全球数字货币发行全面加速，法定数字货币元年正当时。银行 IT、POS、ATM、安全加密等软硬件厂商面临新一轮更新换代，看好产业链公司机会，重点推荐数字认证（300579），受益个股包括优博讯（300531）、广电运通（002152）、恒宝股份（002104）。

■ 风险因素

全球疫情反复、疫苗接种不及预期；中美科技贸易领域摩擦加剧；国内经济复苏进度不及预期；国内外宏观流动性超预期提前收紧。

■ 相关研究

A 股市场 2019 年投资策略—复兴新起点	2018.11.12
A 股市场 2019 年下半年投资策略—复兴在路上	2019.05.14
A 股市场 2020 年投资策略—新时代的“小康牛”	2019.11.19
A 股市场 2020 年下半年投资策略—渐行渐近的“小康牛”	2020.06.09
A 股市场 2021 年投资策略—慢涨“三部曲”	2020.11.17

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准；韩国市场以科斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上

其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含 CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由 CLSA Limited 分发；在中国台湾由 CL Securities Taiwan Co., Ltd. 分发；在澳大利亚由 CLSA Australia Pty Ltd.（金融服务牌照编号：350159）分发；在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）分发；在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧盟与英国由 CLSA Europe BV 或 CLSA（UK）分发；在印度由 CLSA India Private Limited 分发（地址：孟买（400021）Nariman Point 的 Dalalal House 8 层；电话号码：+91-22-66505050；传真号码：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118；印度证券交易委员会注册编号：作为证券经纪商的 INZ000001735，作为商人银行的 INM000010619，作为研究分析商的 INH000001113）；在印度尼西亚由 PT CLSA Sekuritas Indonesia 分发；在日本由 CLSA Securities Japan Co., Ltd. 分发；在韩国由 CLSA Securities Korea Ltd. 分发；在马来西亚由 CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd 分发；在菲律宾由 CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会会员）分发；在泰国由 CLSA Securities (Thailand) Limited 分发。

针对不同司法管辖区的声明

中国：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

美国：本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas 除外）仅向符合美国《1934 年证券交易法》下 15a-6 规则定义且 CLSA Americas 提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA group of companies 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系 CLSA Americas。

新加坡：本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问），仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第 33、34 及 35 条的规定，《财务顾问法》第 25、27 及 36 条不适用于 CLSA Singapore Pte Ltd.。如对本报告存有疑问，还请联系 CLSA Singapore Pte Ltd.（电话：+65 6416 7888）。MCI (P) 024/12/2020。

加拿大：本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

欧盟与英国：本研究报告在欧盟与英国归属于营销文件，其不是按照旨在提升研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟与英国由 CLSA（UK）或 CLSA Europe BV 发布。CLSA（UK）由（英国）金融行为管理局授权并接受其管理，CLSA Europe BV 由荷兰金融市场管理局授权并接受其管理，本研究报告针对由相应本地监管规定所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告。对于由英国分析员编纂的研究资料，其由 CLSA（UK）与 CLSA Europe BV 制作并发布。就英国的金融行业准则与欧洲其他辖区的《金融工具市场指令 II》，本研究报告被制作并意图作为实质性研究资料。

澳大利亚：CLSA Australia Pty Ltd（“CAPL”）（商业编号 53 139 992 331/金融服务牌照编号：350159）受澳大利亚证券和投资委员会监管，且为澳大利亚证券交易所及 CHI-X 的市场参与主体。本研究报告在澳大利亚由 CAPL 仅向“批发客户”发布及分发。本研究报告未考虑收件人的具体投资目标、财务状况或特定需求。未经 CAPL 事先书面同意，本研究报告的收件人不得将其分发给任何第三方。本段所称的“批发客户”适用于《公司法（2001）》第 761G 条的规定。CAPL 研究覆盖范围包括研究部门管理层不时认为与投资者相关的 ASX All Ordinaries 指数成分股、离岸市场上市证券、未上市发行人及投资产品。CAPL 寻求覆盖各个行业中与其国内及国际投资者相关的公司。

一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2021 版权所有。保留一切权利。