

回归常态 布局成长

平安基金2021年下半年策略报告



Contents

目录

01

海外展望

美联储缩减QE预期逐步靠近，但无需过分担忧

02

国内展望

经济仍有韧性，货币进一步宽松空间有限

03

A股

存量博弈，高增速、成长风格占优

04

债市

偏震荡的格局难改变，区间网格交易机会增厚收益



海外展望：全球经济持续回暖，海外流动性仍较为充裕，全球市场系统性风险不大

全球疫情改善，主要市场经济持续回暖，但全球性通胀风险也开始显现

美联储缩减QE逐渐逼近，但中长期看无需过度担忧，当前美国流动性仍极度充裕；若美国经济复苏强劲，叠加拜登财政刺激计划推进，推动企业基本面持续修复，将对美股形成强力支撑



国内展望：经济复苏仍有韧性，货币进一步宽松空间有限

国内经济修复渐入后半段，经济动能内弱外强，出口仍将是重要支撑；本轮经济扩张接近顶部，但下半年经济总体环境不差，宏观基本面韧性仍在；Q2国内流动性再度趋松，源于财政发力迟缓、国际流动性外溢、人民币升值等多重因素，下半年货币进一步宽松的空间有限



A股：存量博弈，高增速、成长风格占优

下半年市场大概率维持震荡，随着资金入市放缓，股市资金面转为存量博弈，高业绩增速、偏成长风格有望跑赢；策略方面，经济复苏和新兴成长仍是最确定的主线，长期看好新能源车、光伏行业，同样应重视5G、半导体行业及消费升级赛道；细分层面需精选业绩良好，估值合理的个股，在胜率和赔率间取平衡



债市：偏震荡的格局难改变，区间网格交易机会增厚收益

预计经济运行平稳，通胀整体温和；预计政策不急转弯，以稳为主；资金面中枢抬升，波动率加大；债市偏震荡的格局难改变，票息策略是首选，区间网格交易机会增厚收益。

SECTION

01

海外展望 缩减QE预期逐步靠近，但无需过分担忧

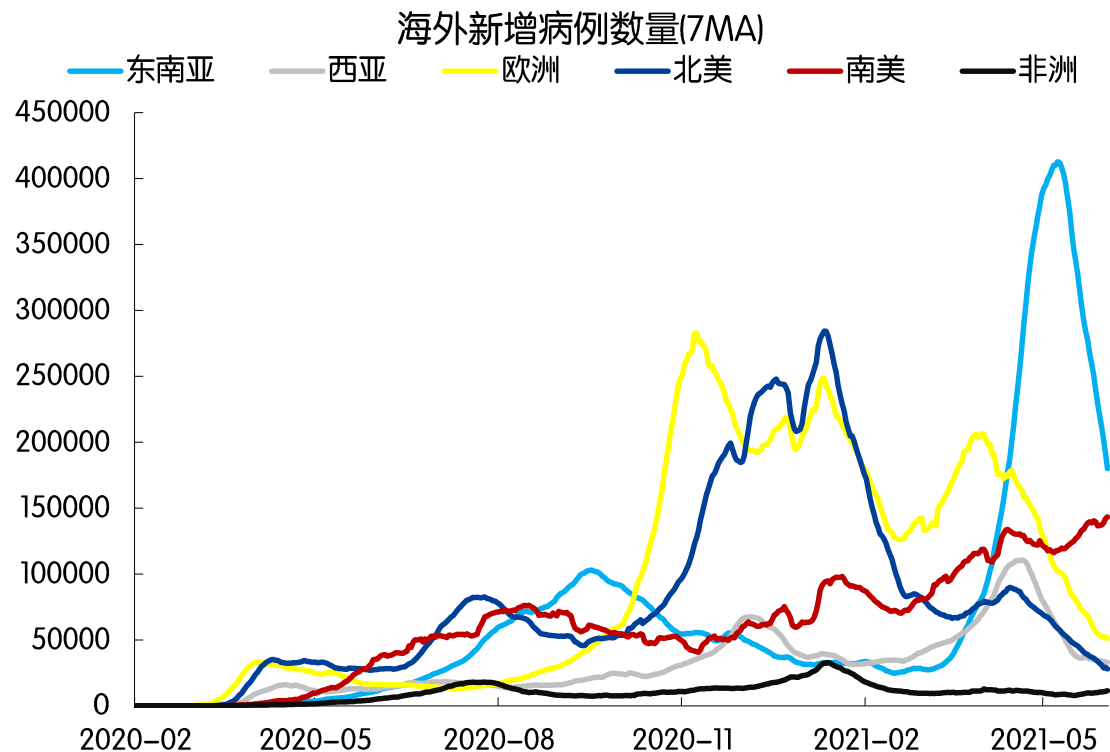
- 全球疫情改善，主要市场经济持续回暖，全球性通胀风险也开始显现
- 美联储缩减QE预期已在逐步靠近
- 但海外流动性仍极度宽松，企业盈利也在修复，不必担忧系统性风险



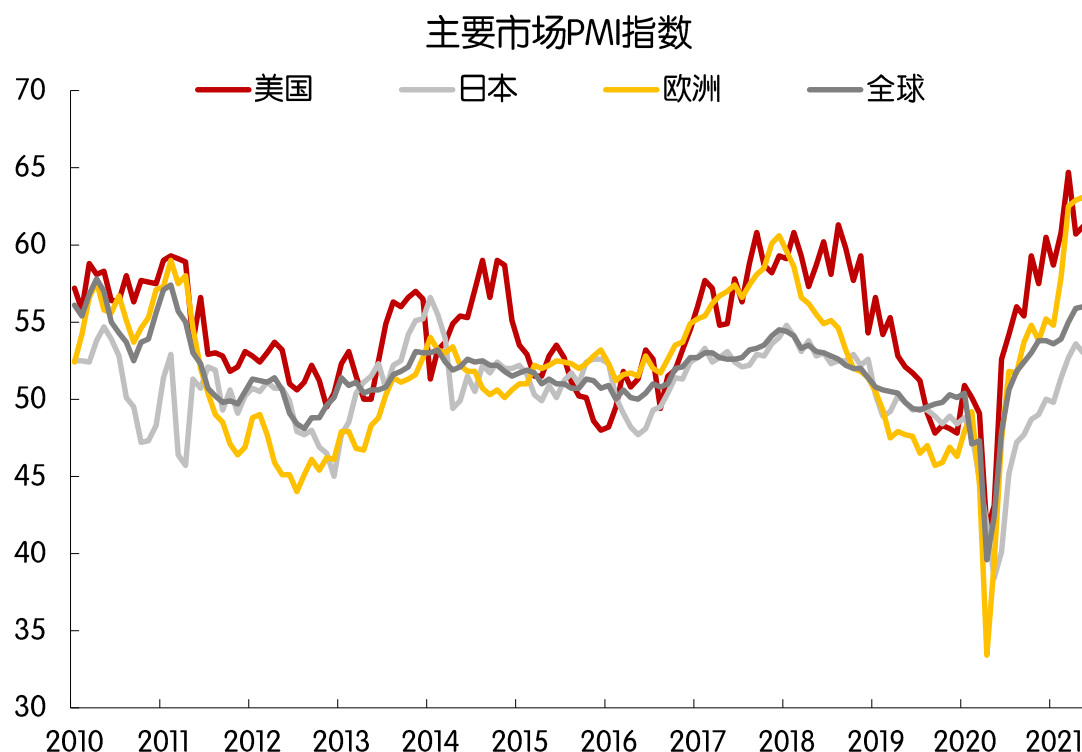


- 今年1月以来，随着疫苗面世并加速接种，全球尤其是美欧疫情显著改善。
- 与此同时，美国、日本、欧洲等主要经济体PMI指数持续走高，其中美国制造业PMI已连续12个月处于荣枯线上。

图表：5月以来，海外新增病例数量显著回落



图表：全球经济持续回暖

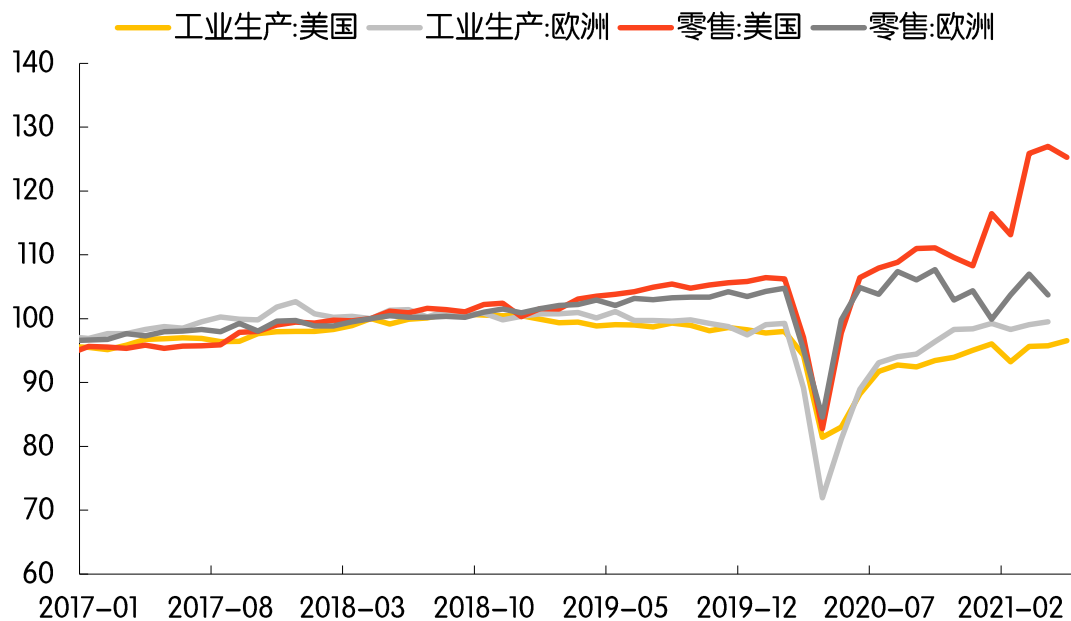


资料来源：WIND，平安基金整理

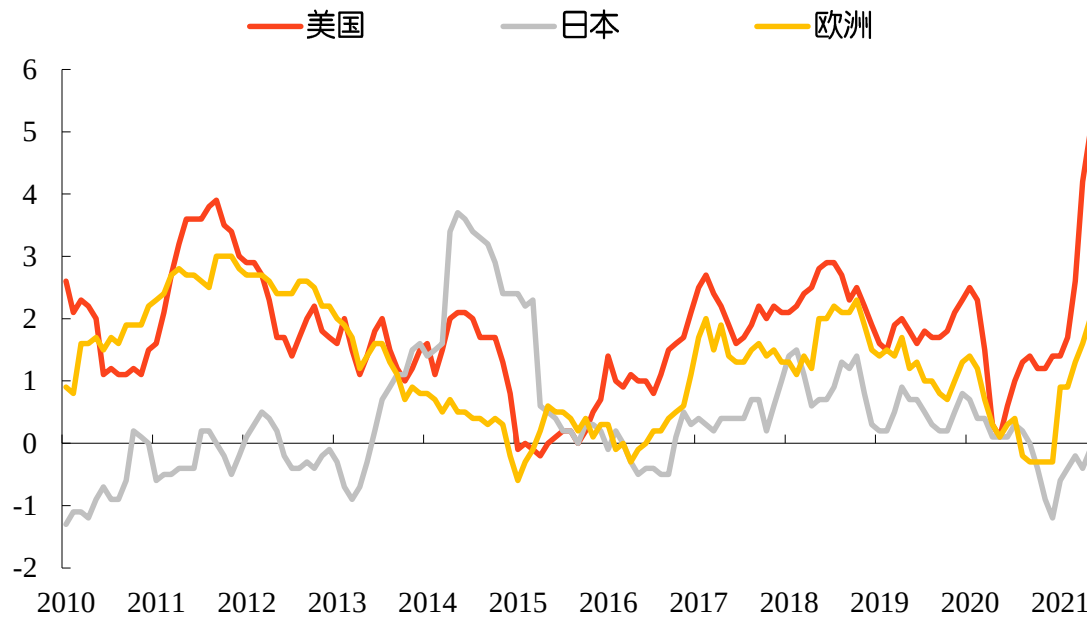


- 本轮全球复苏在很大程度上得益于美欧发达市场以需求侧为主导的政策刺激。在持续1年的大放水、超低的利率环境，以及包括直接向居民、企业直接发放救助金在内的大规模财政刺激下，美欧消费需求快速回暖，甚至超过疫情前水平。
- 但疫苗分配、疫情修复不均衡带来的供给短缺仍在继续。生产端的东南亚、南美等地区在疫苗接种、疫情治理上远逊于消费端的美欧发达市场，导致供需错配严重。
- 供给短缺+大放水，全球通胀已在快速走高。其中，美国5月CPI同比上涨5.0%，继续刷新2008年全球金融危机以来新高。核心CPI同比上涨3.8%，更创近30年新高。

图：美欧消费需求已显著修复，但生产仍落后(2017.12=100)



图：主要市场CPI正快速上行，%



数据来源：Wind，平安基金整理

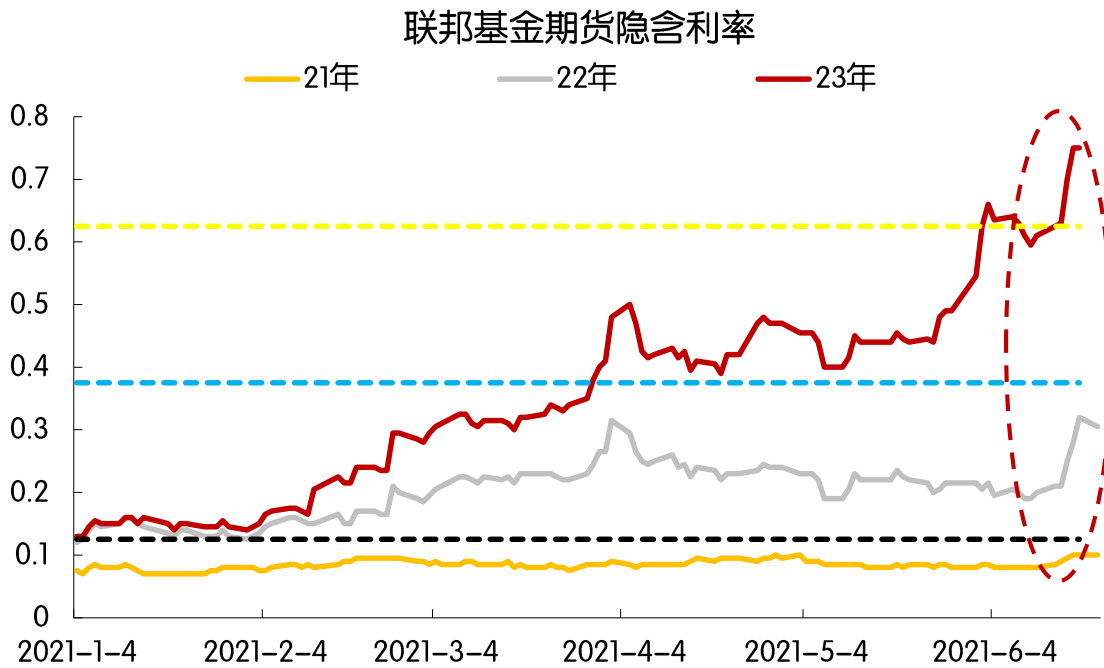


- 6月16日美联储会议分别上调隔夜逆回购利率与超额准备金利率5个bp至0.05%与0.15%，上调年内通胀预期，放风讨论缩减QE，尤其是超预期前移点阵图，再度引发市场对于美联储缩减QE进程加速的担忧。

图：6月美联储会议大幅上调了通胀预期（%）

各指标预期		2021	2022	2023	长期
GDP	3月	6.5	3.3	2.2	1.8
	6月	7.0	3.3	2.4	1.8
失业率	3月	4.5	3.9	3.5	4.0
	6月	4.5	3.8	3.5	4.0
通胀	3月	2.4	2.0	2.1	2.0
	6月	3.4	2.1	2.2	2.0
核心通胀	3月	2.2	2.0	2.1	—
	6月	3.0	2.1	2.1	—
利率	3月	0.1	0.1	0.1	2.5
	6月	0.1	0.1	0.6	2.5

图：市场预期利率大幅跳升（%）

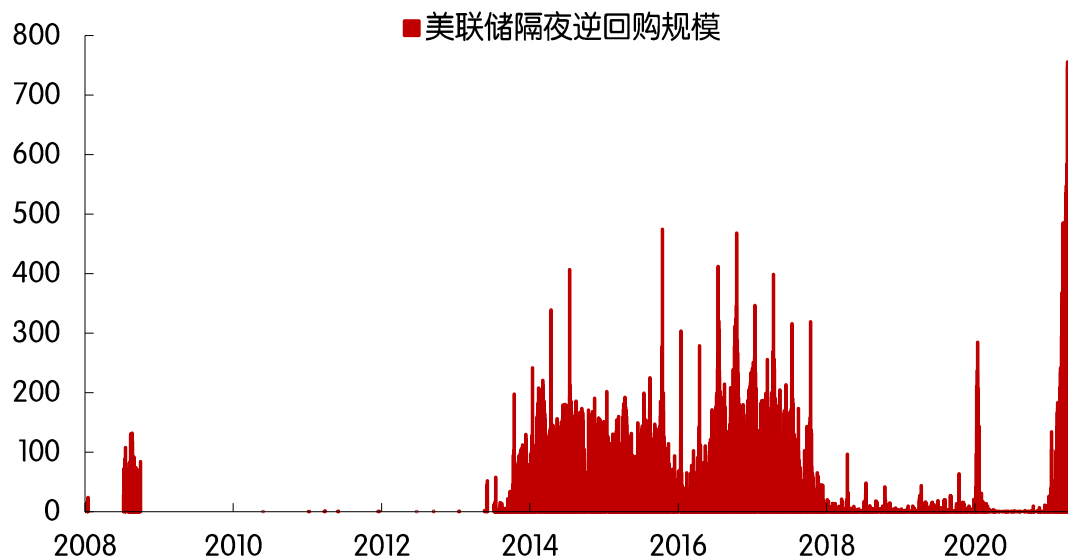


数据来源：Wind，Bloomberg，平安基金整理

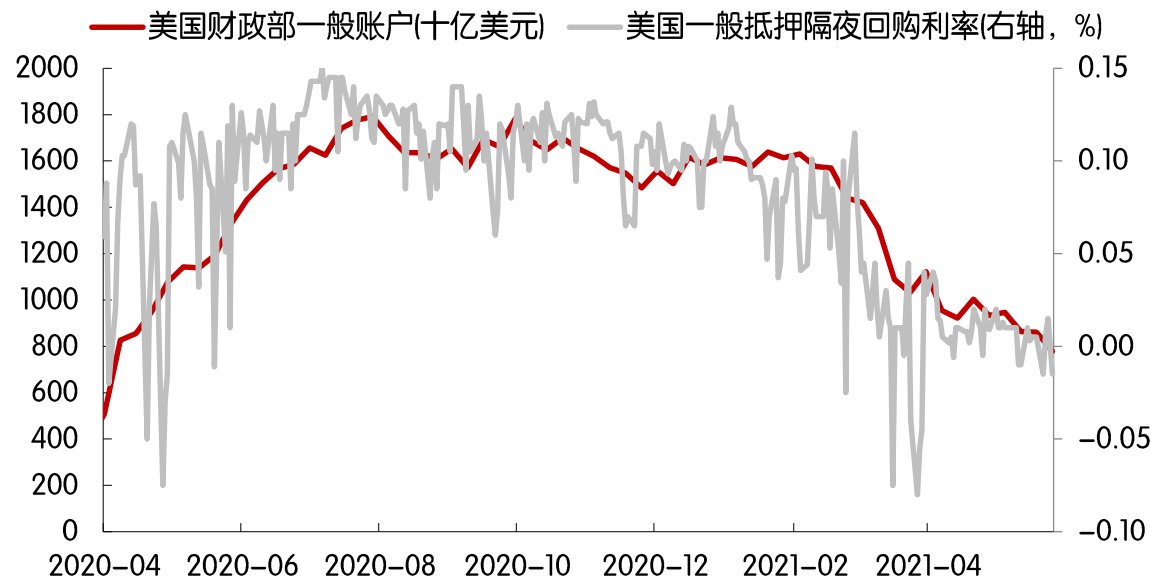


- 当前，海外尤其是美国流动性仍极度充裕。伴随去年3月以来持续的量化宽松，叠加近期由于债务上限即将恢复、向纳税人拨付疫情纾困资金等原因导致美国财政存款加速“泄洪”，以及当前美国居民历史最高的储蓄率，共同带动当前美国市场流动性陷入过剩状态，隔夜回购利率一度为负。
- 为避免短期利率失控，美联储被迫启用逆回购工具，继3月将隔夜逆回购的交易对手限额从300亿美元上调至800亿美元，近期隔夜逆回购规模更持续刷新历史记录。
- 考虑到在8月债务上限最后期限之前，美国财政部需将存款降至1330亿美元，而截至6月16日，TGA账下仍有7651.14亿美元。这意味着，至少在8月1日之前，美国市场流动性仍将保持充裕。

图：近期美联储隔夜逆回购规模连续创新高，十亿美元



图：美国财政“泄洪”仍在持续推进

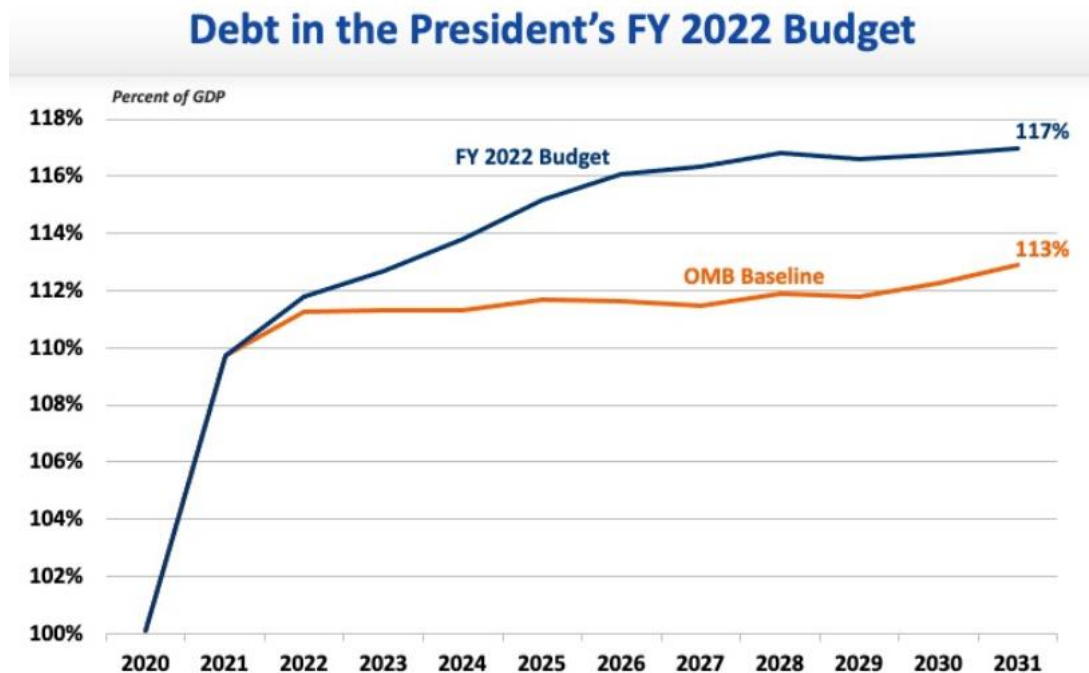


数据来源：Wind, Bloomberg, 平安基金整理

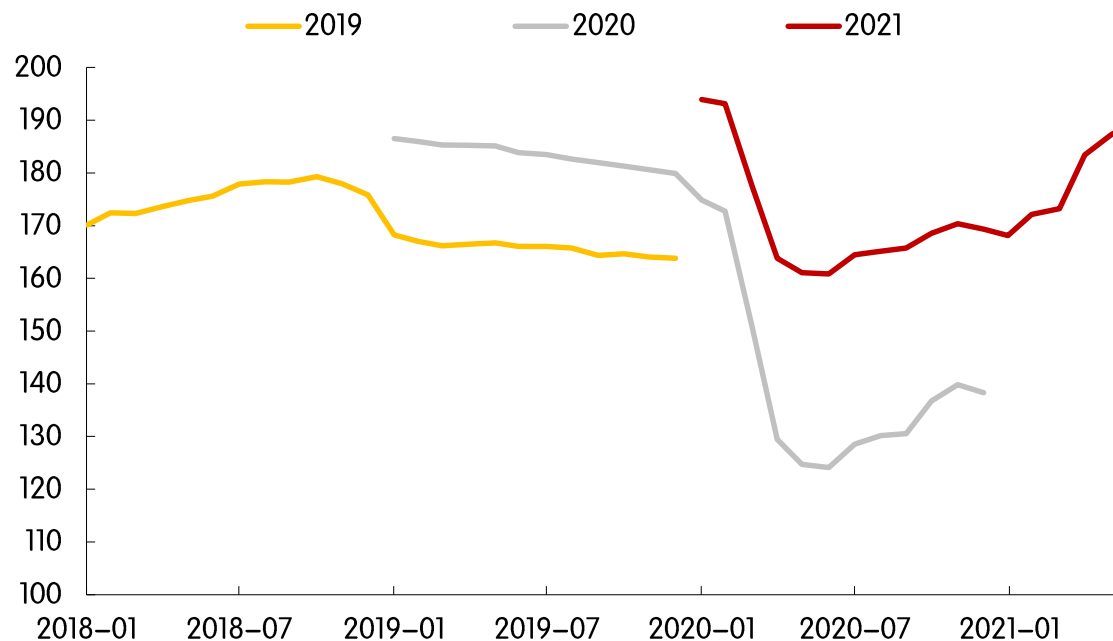


- 与此同时，伴随经济复苏、企业盈利修复，基本面的改善将成为美股最有力的支撑力量。根据彭博预测，2021年标普500指数EPS将较2020年出现35.5%的修复，较2019年也有14.4%增长。并且，拜登政府推动的财政政策刺激计划也将持续托底。

图表：拜登财政刺激下，美国债务仍将扩张



图表：标普500指数预测EPS



数据来源：Wind, Bloomberg, 平安基金整理



- 从中长期来看，也不必过度担忧美联储缩减QE。若美国经济复苏强劲，叠加拜登财政刺激计划推进，推动美国企业基本面持续修复，将对美股形成强力支撑，类似2013-2015年；若美国经济复苏不达预期甚至再度陷入衰退，则美联储将大概率重启宽松，类似2010年3月结束QE1后，又于8月启动QE2。
- 因此，不管哪种情形，美股乃至全球市场出现系统性风险的概率较小，不必过度担忧美联储缩减QE。

图表：金融危机后，美股走势与美联储宽松节奏



数据来源：Wind, Bloomberg, 平安基金整理

-  当前全球疫情仍在改善，经济持续回暖；但去年以来美欧以需求为导向的刺激政策，叠加疫苗分配、疫情治理上的不对称带来的东南亚、南美等生产端市场修复滞后。供需缺口进一步扩大，正酝酿全球性通胀风险；
-  当前，美联储缩减QE预期已在靠近；但不必过度担忧美联储缩减QE：当前美国流动性仍极度充裕，并且财政泄洪下，至少在8月之前，美国市场流动性仍将保持充裕。与此同时，基本面修复也将对美股形成支撑；
-  中长期来看，若美国经济复苏强劲，叠加拜登财政刺激计划推进，推动美国企业基本面持续修复，将对美股形成强力支撑，类似2013-2015年；若美国经济复苏不达预期甚至再度陷入衰退，则美联储将大概率重启宽松，类似2010年3月结束QE1后，又于8月启动QE2；
-  因此不管哪种情形，美股乃至全球市场出现系统性风险的概率较小。

SECTION

02

国内展望 经济仍有韧性，货币进一步宽松空间有限

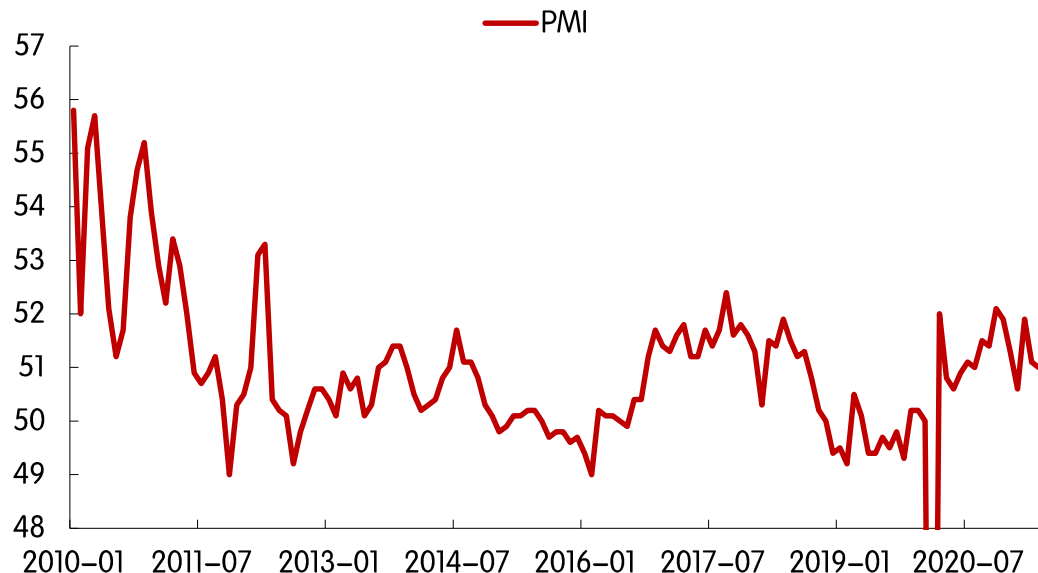
- 国内经济修复渐入后半段，但韧性仍在
- PPI快速走高，后续也大概率维持较高水平
- 当前流动性已非常宽松，后续进一步宽松的空间不大



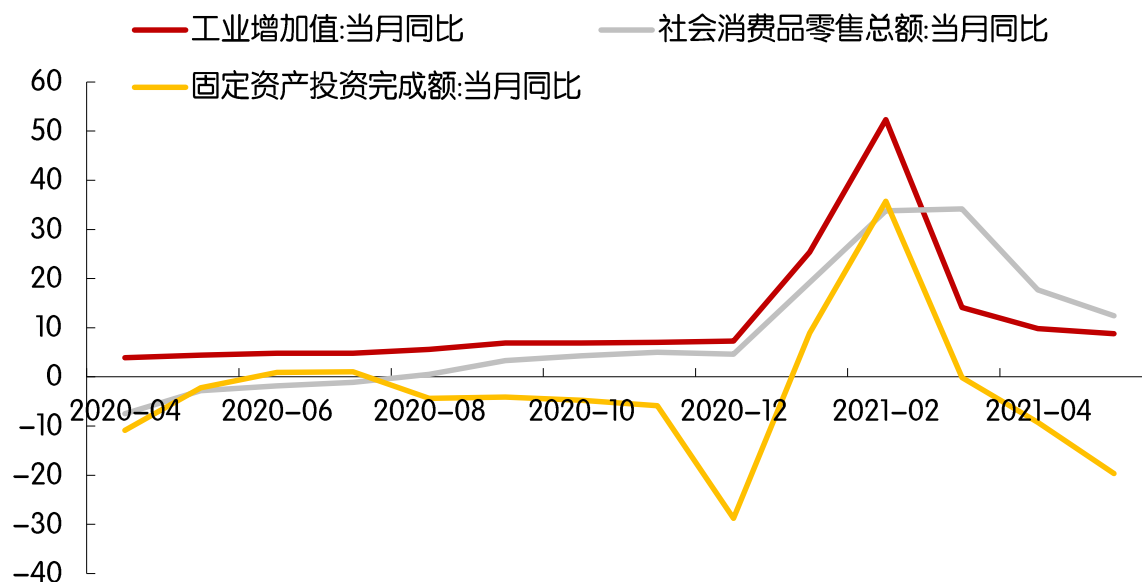


- 剔除基数扰动后，2021年一季度实际GDP增长并未提速。
- 国内生产、投资已在放缓，经济进入主要依靠消费修复的阶段。5月工业增加值同比增长8.8%，低于预期的9%和4月的9.8%，环比增长0.52%与前期持平；固定资产投资同比增长15.4%，同样远低于预期的17%和前期的19.9%，环比增长0.17%也较上月的0.93%显著回落；而社会消费品零售总额同比增长12.4%，尽管也低于预期的14%，但环比仍增长0.81%，明显高于前期的0.25%。其中汽车消费拖累明显，限额以上汽车零售同比增长6.3%，明显低于全部商品消费的11.1%。

图表：去年11月以来，PMI已在持续回落



图表：国内生产、投资、消费增速全面回落（%）

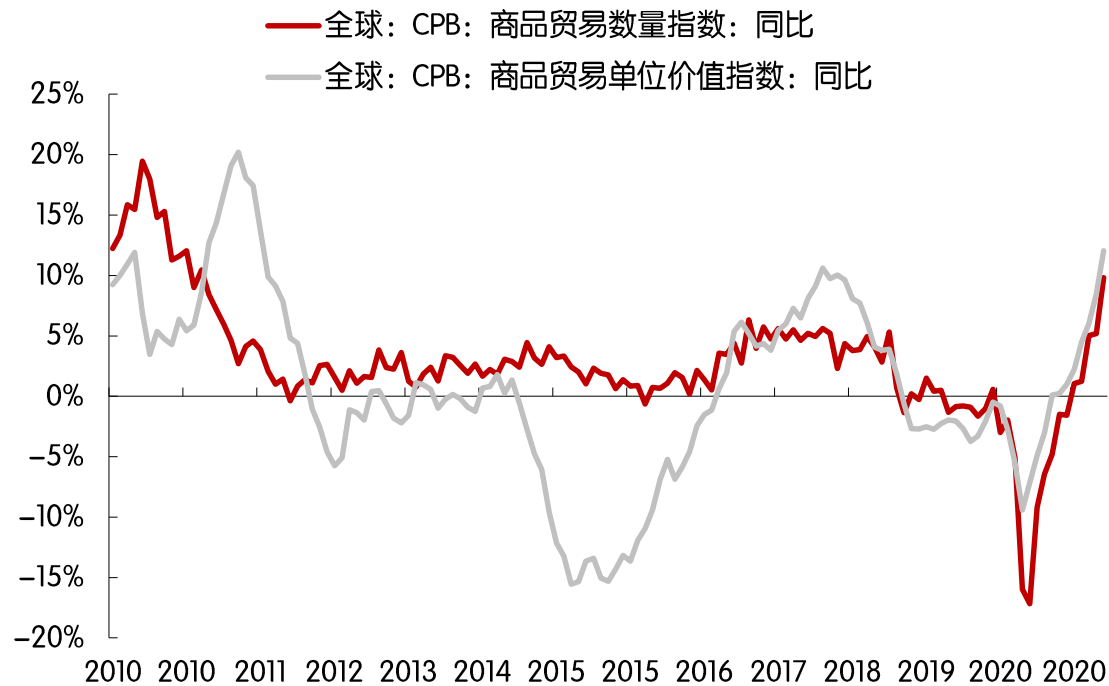


数据来源：Wind，平安基金整理

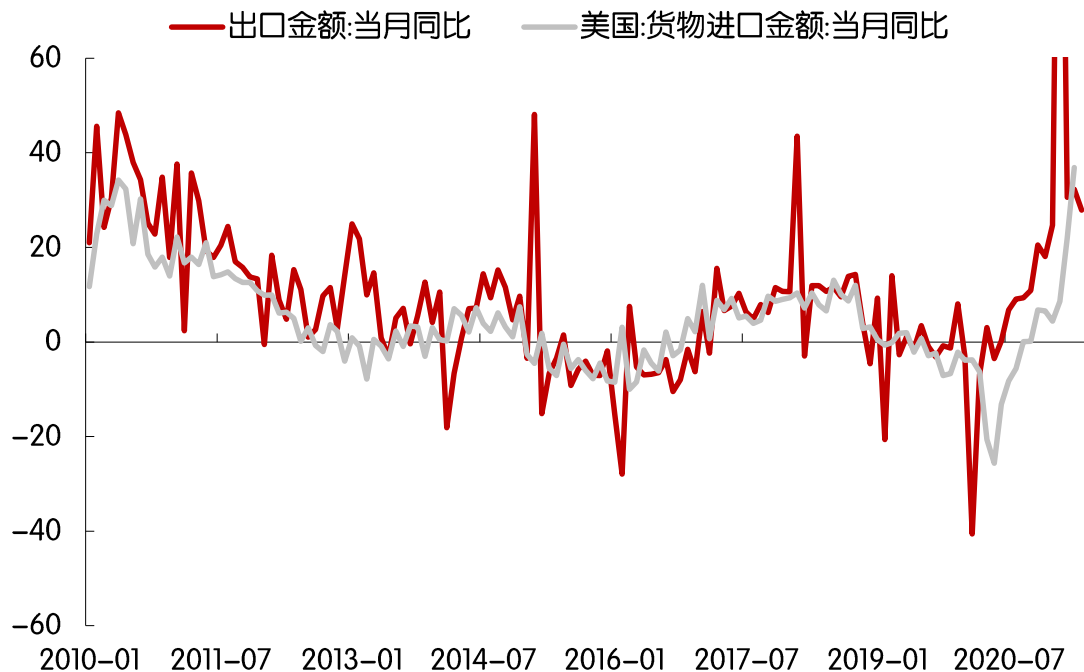


- 5月中国出口同比增长27.9%，贸易顺差继续扩大至455.4亿美元。从出口区域特征看，消费属性强的美欧出口拉动弱化，生产属性强的东亚和东盟出口拉动稳中略升。
- 往后看，随着海外疫情形势缓解，全球产业链将持续恢复，后续虽然消费类外需会经历冲高后的下行，但生产类外需对我国出口仍有基础性支撑。

图表：全球贸易持续量价齐升（%）



图表：国内出口维持高增（%）



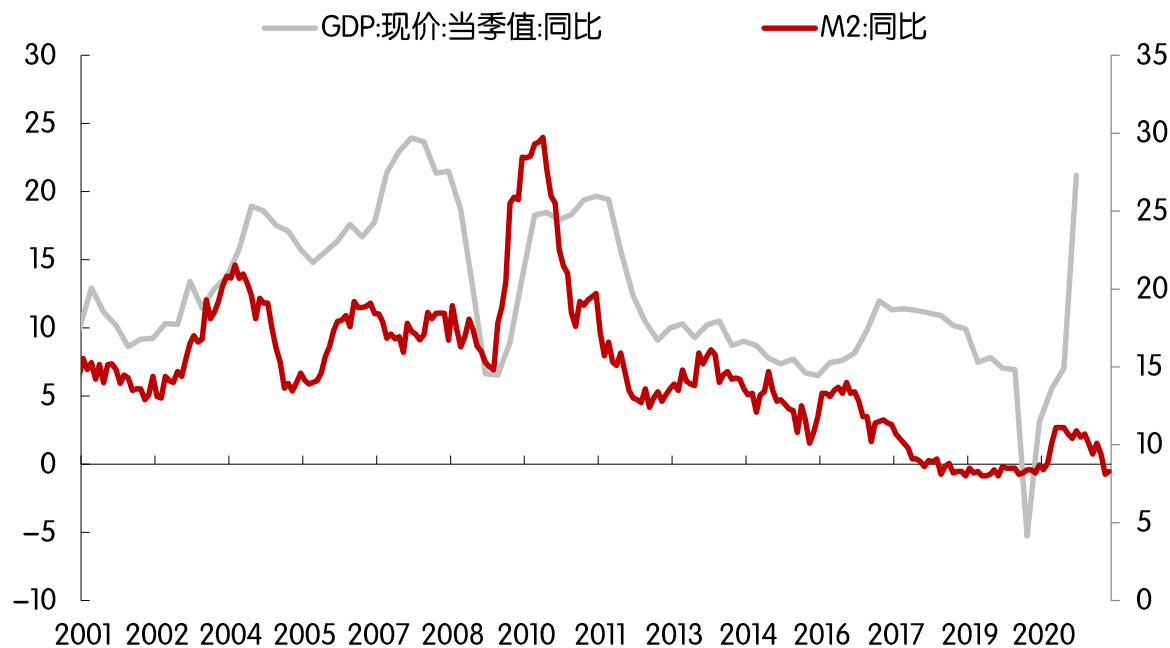
数据来源：Wind，平安基金整理

尽管同比高点已过，但经济仍将维持韧性



- 按照信用到实体的传导关系，本轮信用扩张顶部出现于2020年末，当前阶段大概率已处于本轮经济同比增长的高点；
- 但下半年经济总体环境不差，宏观基本面韧性仍在：考虑到全年贸易回暖，以及疫苗接种不均衡，外需景气仍会保持；内部制造业投资在盈利、需求改善拉动下有望继续发力；服务型消费改善尚有很大的空间。并且，财政后置下，下半年基建支出也存在加码空间。

图表：经济将于2季度见到同比高点（%）



图表：制造业投资改善有望延续至四季度（%）



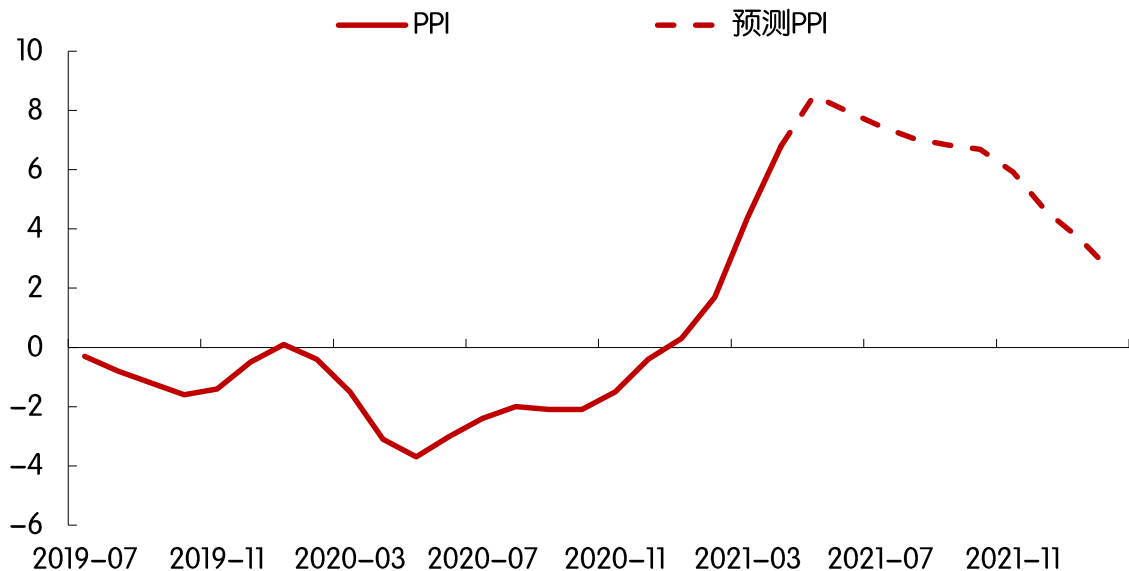
数据来源：Wind，平安基金整理

PPI快速走高，后续也大概率维持较高水平

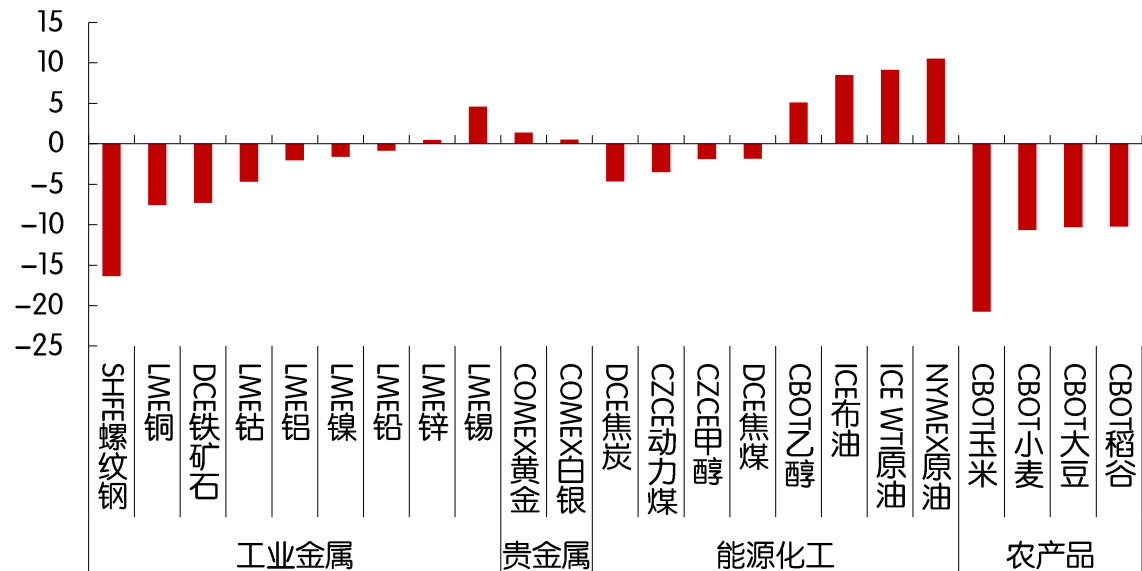


- 随着全球大宗商品涨价，国内PPI快速冲高，5月PPI同比9.0%，远超市场预期。
- 本轮PPI快速拉升与2009-2010、2016-2017年较为类似，均伴随外部冲击后的需求修复以及全球流动性泛滥。尤其是本轮还伴随着疫情之下东南亚、南美等原材料市场供给收缩。
- 尽管近期大宗商品价格有所回落，但主要由于发达经济体复苏主线开始从商品向服务切换，以及美联储货币收紧预期下经济复苏预期回落导致。整体来看，本轮大宗涨价、PPI上行的逻辑仍在持续。
- 参考以往经验以及本轮内外经济特征，预计PPI筑顶后将维持1-2个季度的偏强震荡，下半年同比区间可能在5%-7%之间。

图表：PPI筑顶后预计仍将维持在较高水平（%）



图表：主要大宗商品5月12日至今涨跌幅（%）

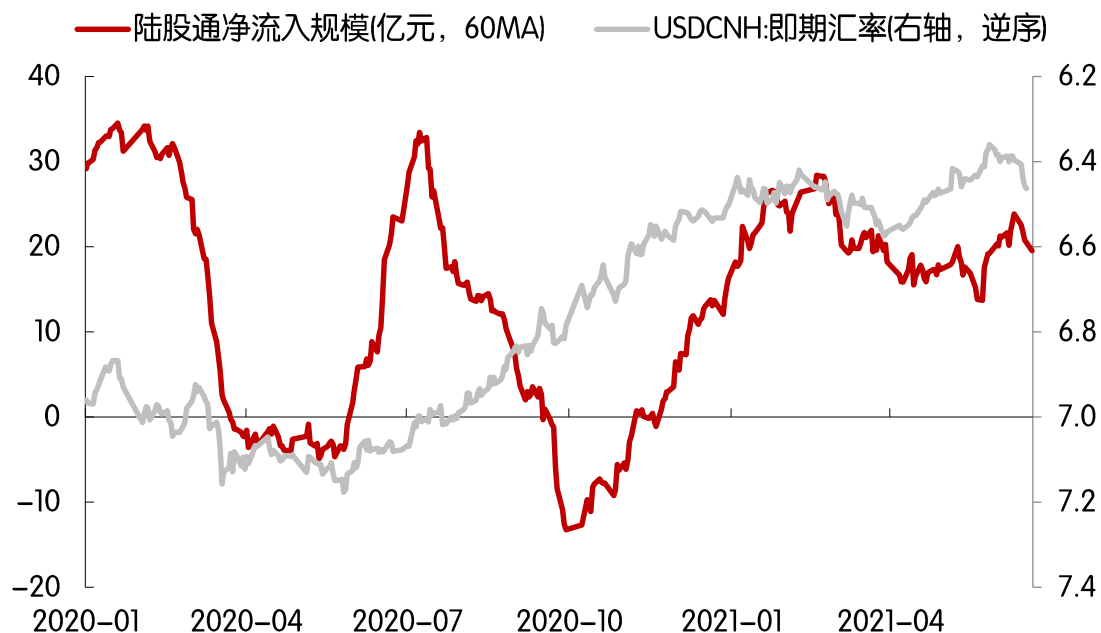


当前流动性已非常宽松，后续进一步宽松的空间不大

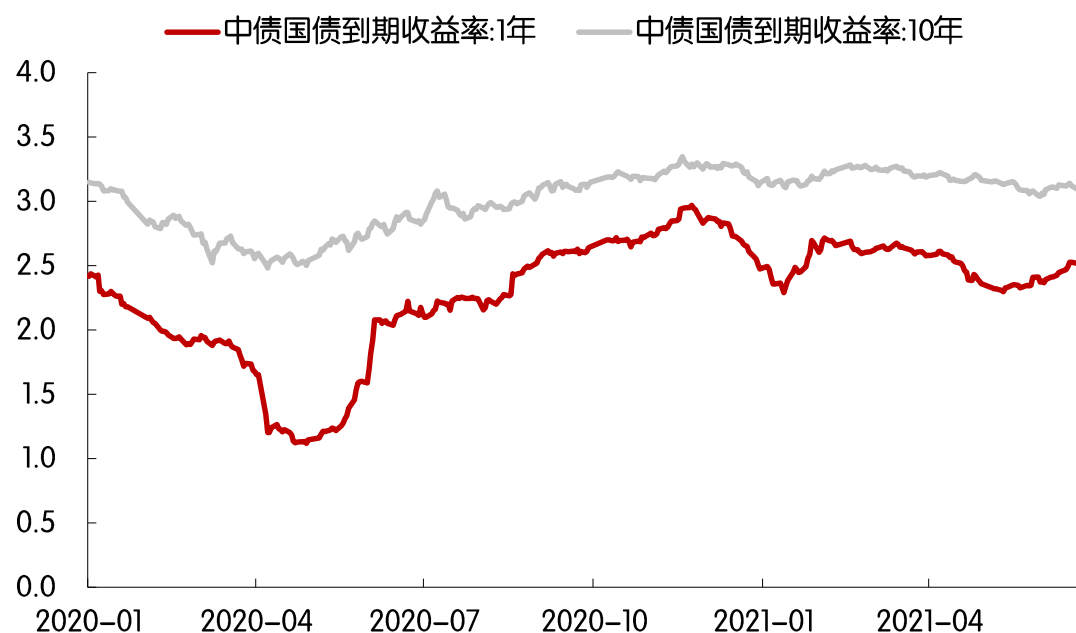


- 2021年二季度，国内短端流动性再度趋松，助推了国内股债双牛的行情；货币面宽松源于多重因素，包括财政发力迟缓、国际流动性外溢、人民币升值等；
- 当前，流动性宽松的窗口正在逐步过去；一方面，随着海外逐步开启缩减QE进程，中美利差或进一步收敛，国内当前享受的海外流动性外溢也可能退潮；另一方面，PPI高位徘徊、经济韧性维持，同时政府债券发行加速，也将制约货币政策进一步放松的空间。

图表：近期外资流入已在放缓



图表：5月以来，国内利率已在逐步回升（%）



数据来源：Wind，平安基金整理



剔除基数扰动后，2021年年初以来，经济实际复苏已经开始由快转缓；



经济动能整体呈现出内弱外强的特征，恢复更多仍然依赖于地产、出口的双轮驱动；



本轮经济扩张接近顶部，但下半年经济总体环境不差，宏观基本面韧性仍在；



预计PPI筑顶后将维持1-2个季度的偏强震荡，下半年同比区间可能在5%-7%之间；



2021年Q2国内流动性再度趋松，源于财政发力迟缓、国际流动性外溢、人民币升值等多重因素；



考虑到当前经济环境及流动性情况，当前可能已是全年最宽松阶段，下半年货币进一步宽松的空间有限。

SECTION

03

A股 存量博弈，高增速、成长风格占优

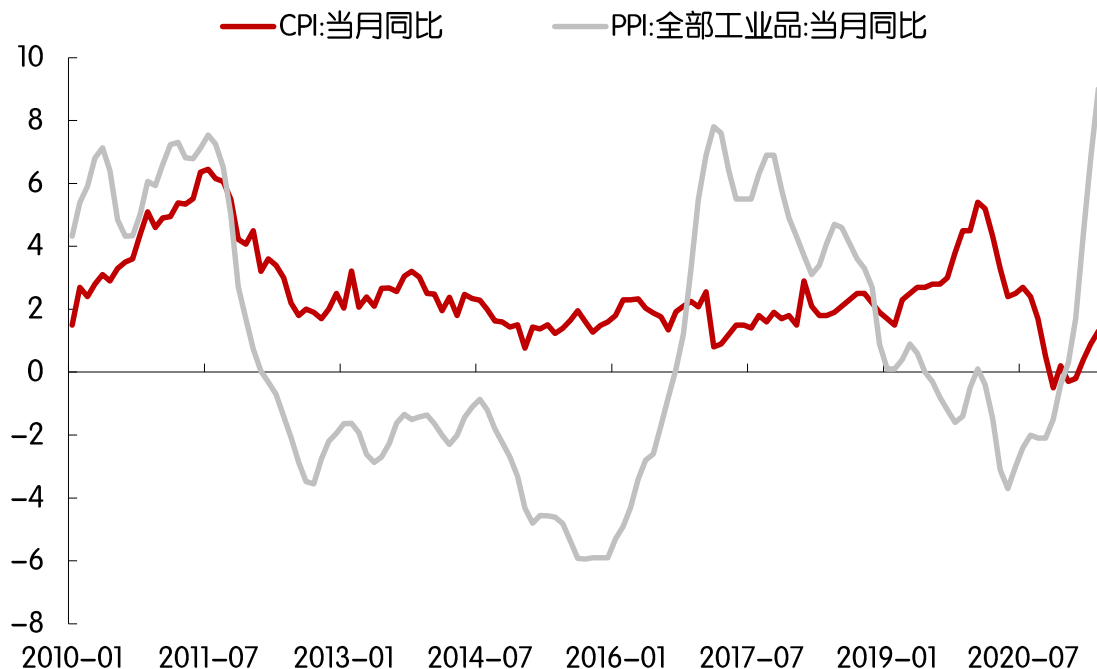
- 下半年市场大概率维持震荡
- 随着资金入市放缓，股市资金面转为存量博弈
- 类似2013年初至2014年中存量博弈行情，高业绩增速、偏成长风格有望跑赢



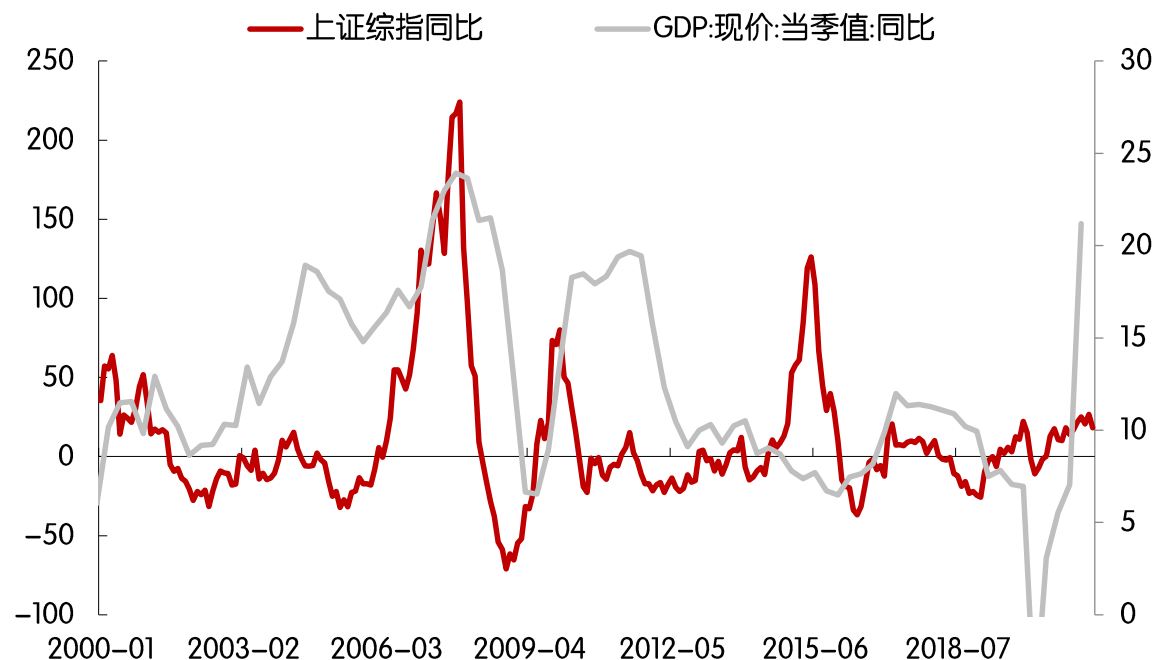


- 从目前来看，下半年海外大概率进入缩减QE进程。
- 与此同时，国内经济有韧性但难高增，并且通胀等压力下货币宽松空间也有限。
- 因此，预计下半年指数整体仍将延续震荡。

图表：通胀上行压制货币宽松空间（%）



图表：基本面增长放缓也很难支撑指数大幅上行（%）

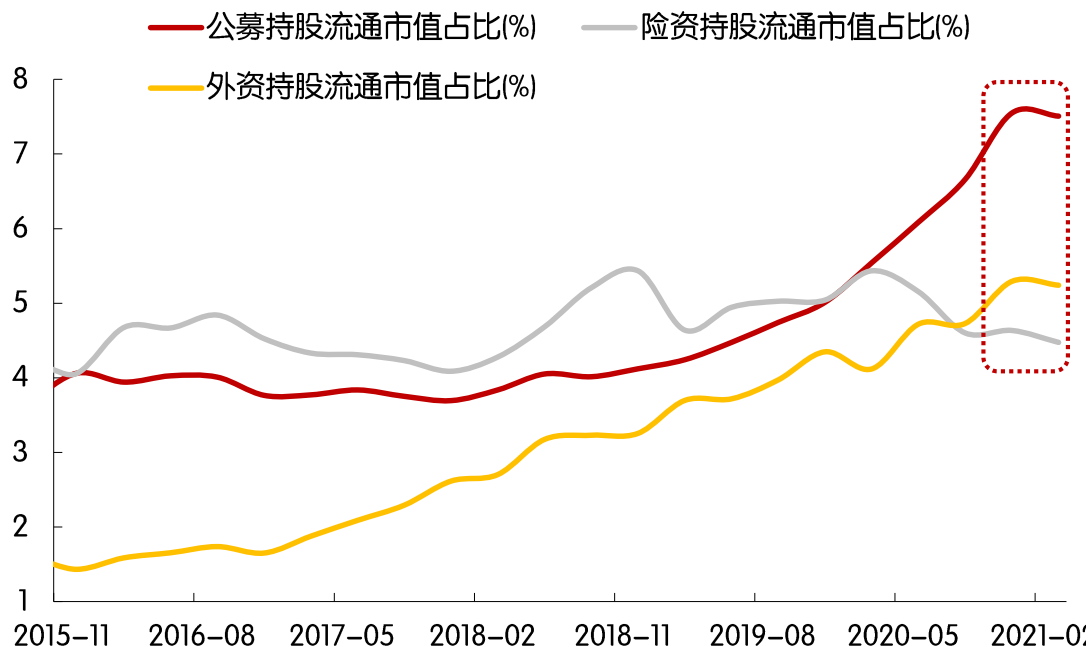


数据来源：Wind，平安基金整理



- 今年2月以来，随着资金入场放缓，股市资金面的核心矛盾由增量入市转向存量博弈。随着以公募、保险、外资为代表的机构资金入场放缓，一季度三大机构持股占比分别下滑4、16、5个百分点。股市资金面的核心矛盾由增量入市转向存量博弈。
- 类似2013年初到2014年中存量博弈行情，精选高增速标的成为市场制胜关键。

图表：今年市场资金入场放缓（%）



图表：13年初到14年中存量博弈行情中，创业板大幅跑赢

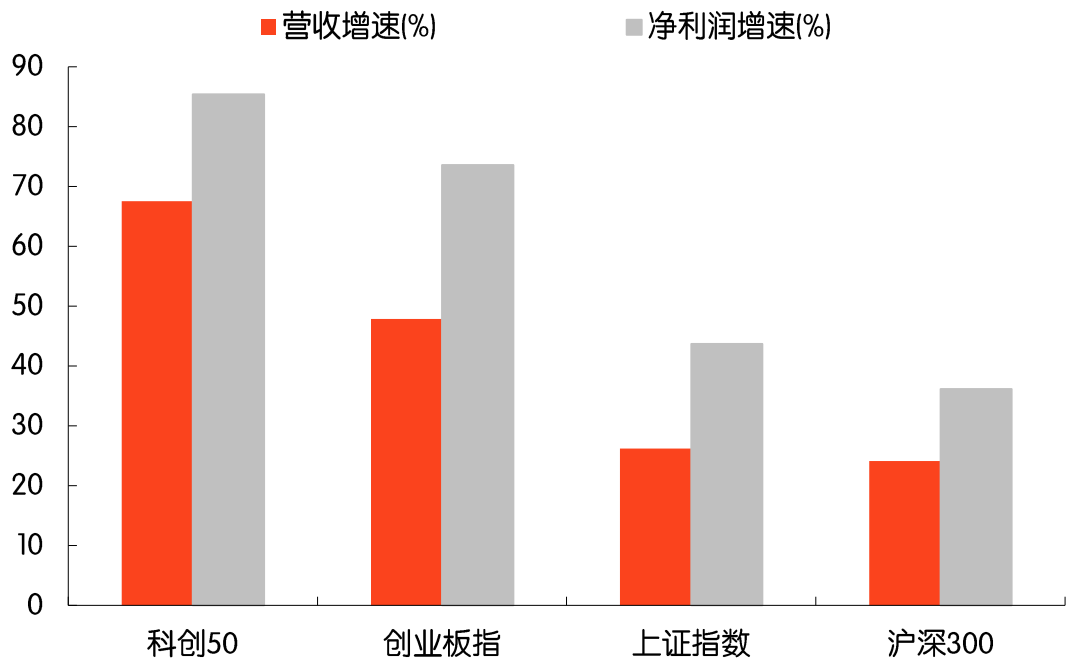


数据来源：Wind，平安基金整理

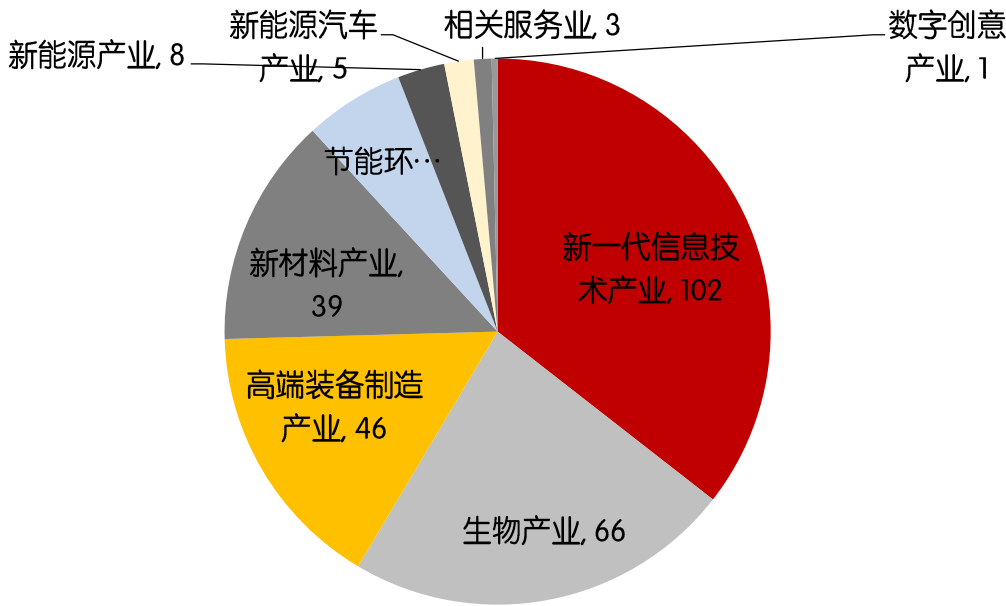


- 科创板是当前全A增速最高的板块。科创板自设立以来，营收与净利润一直保持较快增长，即使2020年疫情冲击之下，科创板营收仍保持正增长，2021年一季度科创板整体营收与净利润同比增速分别达到53.80%和191.28%，科创成长性优势持续凸显。
- 科创板聚焦长期最优赛道，高增速有望延续。科创板集中覆盖生物医药、新一代信息技术、高端装备制造、新材料、新能源等长期优质赛道。在经历2年的发展成长后，已经到了可以集中挖掘、关注的时候。

图表：2021年一季度各板块整体业绩增速对比



图表：科创板企业行业分布

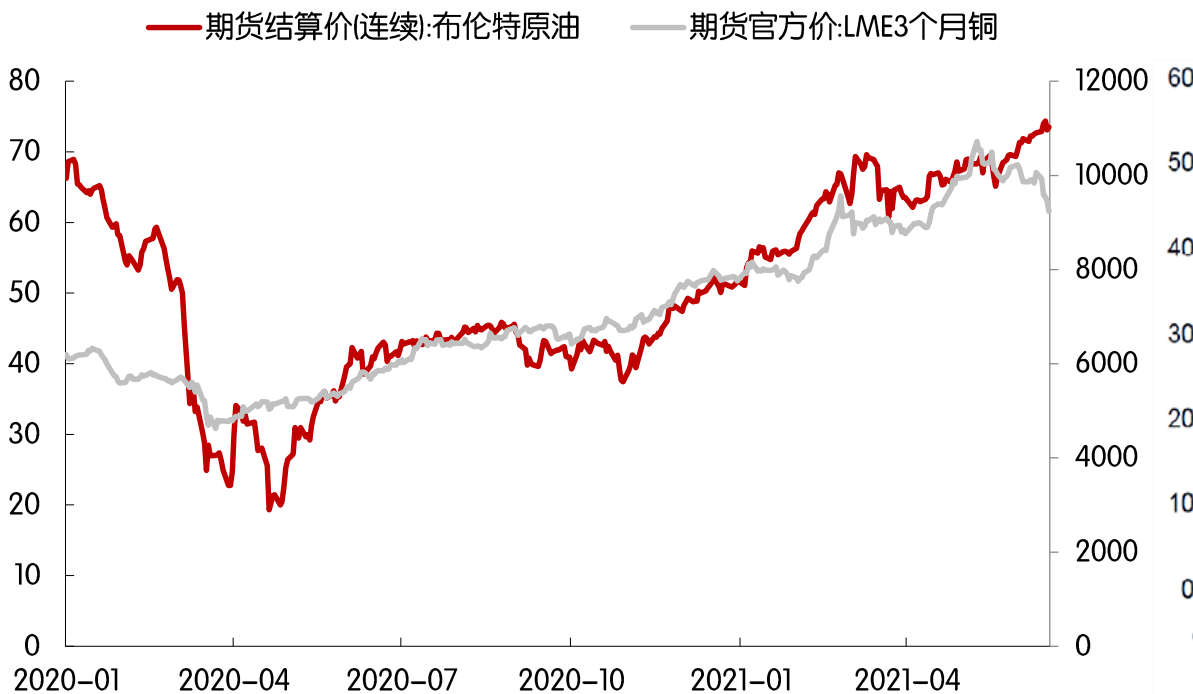


数据来源：Wind，平安基金整理

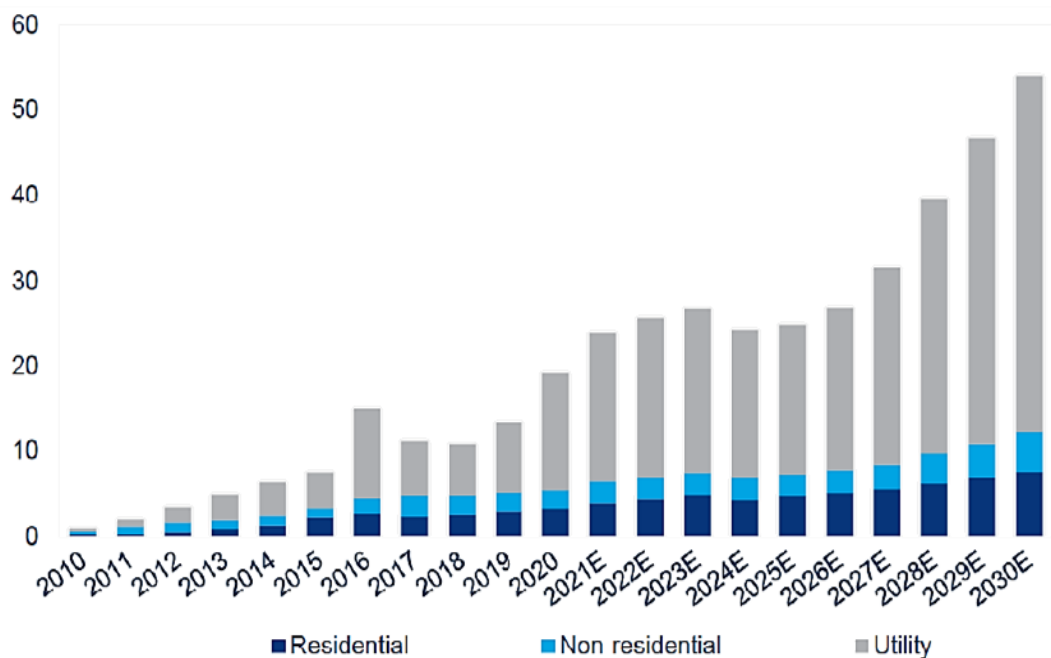


- 石油石化及化工：下半年油价大概率继续上行，继续看好石油石化。同时，疫情好转全球经济重启下，化工品景气度也有望显著提升。
- 有色：受益于供需的错配以及全球经济共振复苏，工业金属的供需错配或将在更长的时间继续维持。
- 光伏：海内外需求复苏叠加供给瓶颈逐渐解除，装机量快速提升、产业链利润分配合理化有望提振行业景气。

图表：大宗商品仍将维持相对高位



图表：美国2010-2030E光伏新增装机预测 单位：GW

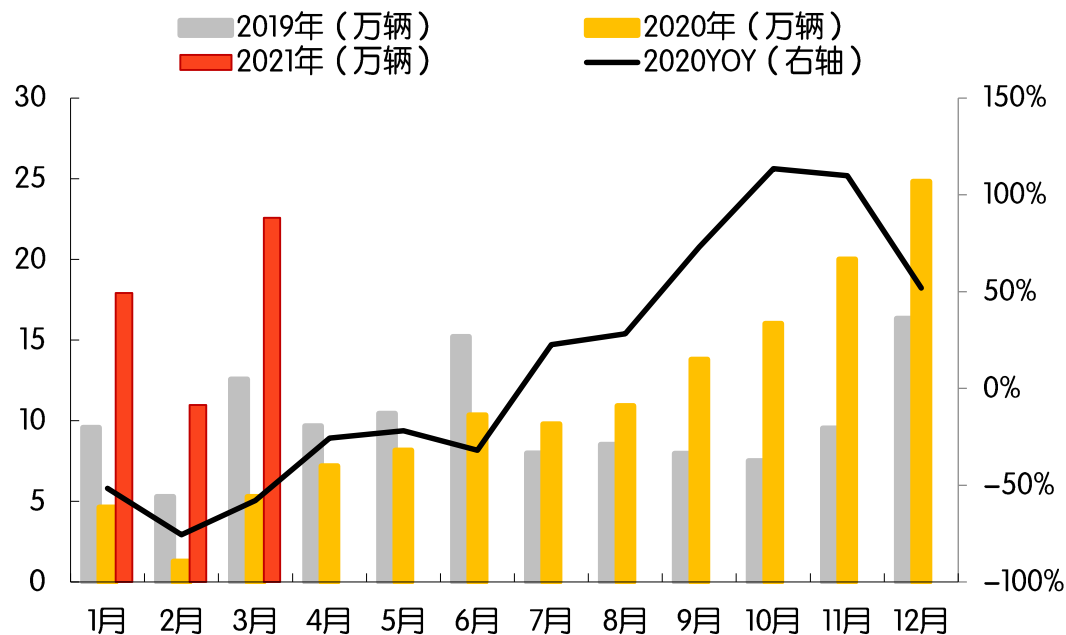


数据来源：Wind，SEIA，Wood Mackenzie，pvinfoLink，平安基金整理

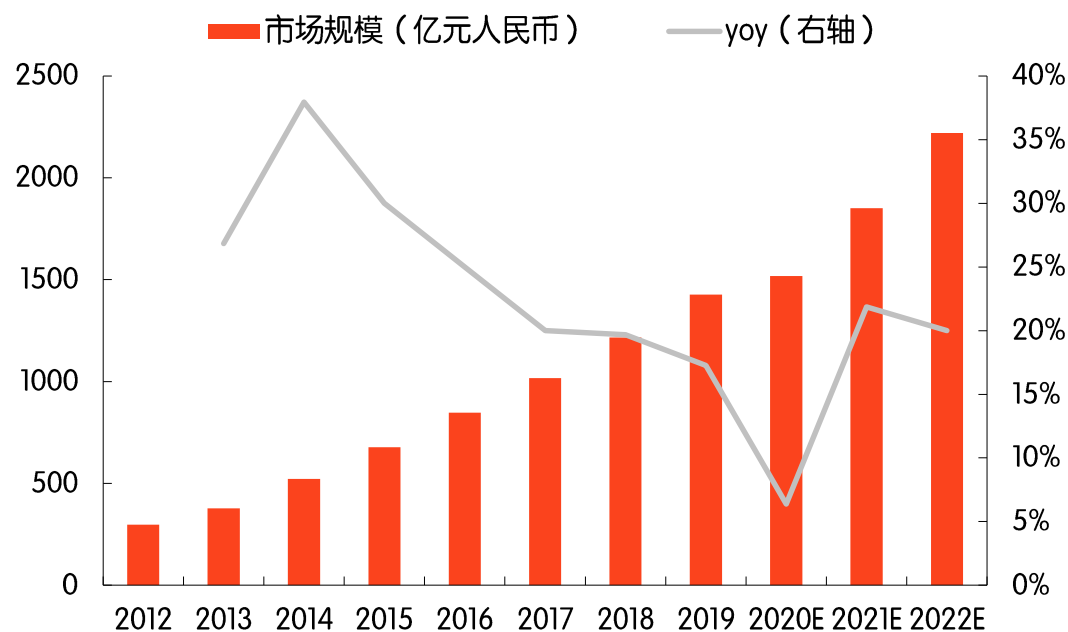


- 新能源汽车：受益于绿色发展的经济与政策导向，新能源车板块下游持续高景气，装机量占比有望持续提升，市场空间广阔。与此同时，美国电动车税收抵免政策再获推进，行业利好政策频传驱动行业β行情。
- 半导体&消费电子：半导体板块业绩将持续受益于需求改善与产能紧张的供需格局。AR/VR设备与Mini-LED快速发展有望带动消费电子景气继续向上。
- CXO服务&医美：CXO服务增长强劲，医药投融资、研发加速提升驱动行业高景气。医美市场作为消费医疗细分领域，具备低渗透率、高客单价、高复购率、长生命周期的消费品属性，伴随居民收入水平提升，从可选消费走向必需消费。

图表：2021Q1新能源汽车销量较上年同期与疫前同期均有较大提升



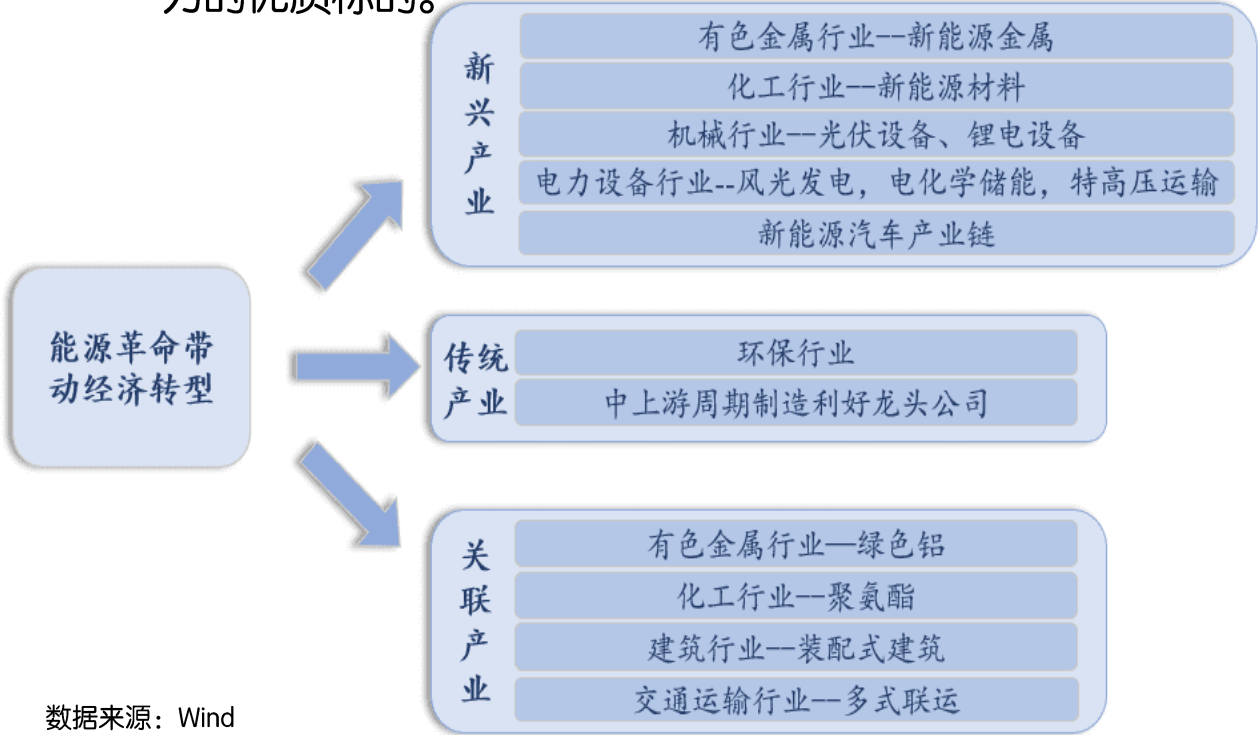
图表：中国合规医美市场规模及增速(亿元(%)



数据来源：Wind, Frost & Sullivan, 平安基金整理

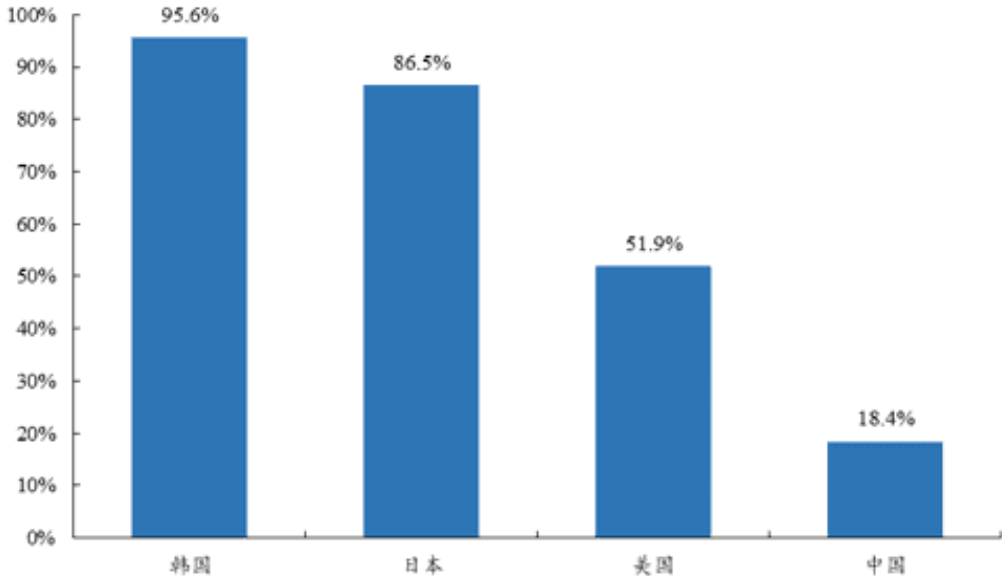
关注“碳中和”趋势下的顺周期机遇

● 对于传统行业而言，可能会承担起“供给侧改革2.0”的职责，推动行业出清，促进产业结构转型升级，对电力、钢铁、有色、化工等传统行业有望带来显著影响，叠加他们本身就受益于顺周期经济复苏的趋势，这些中上游周期制造板块相关行业的龙头公司有望迎来较好的投资机会，尤其是这些板块中具备成本优势、产能布局优势和成长能力的优质标的。

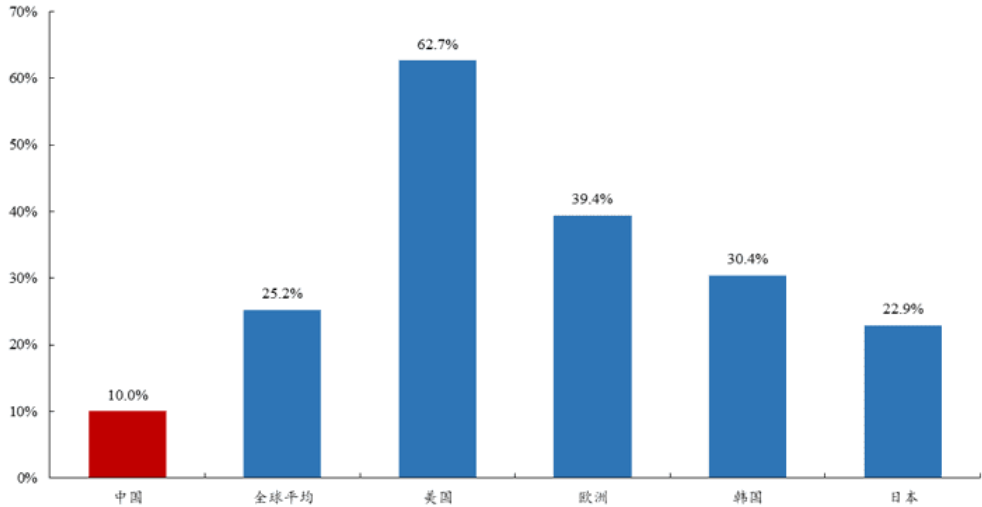


数据来源：Wind

2019 年中美日韩钢铁行业集中度对比（CR3，%）



全球各地区电炉炼钢比例（%）



数据来源：Wind

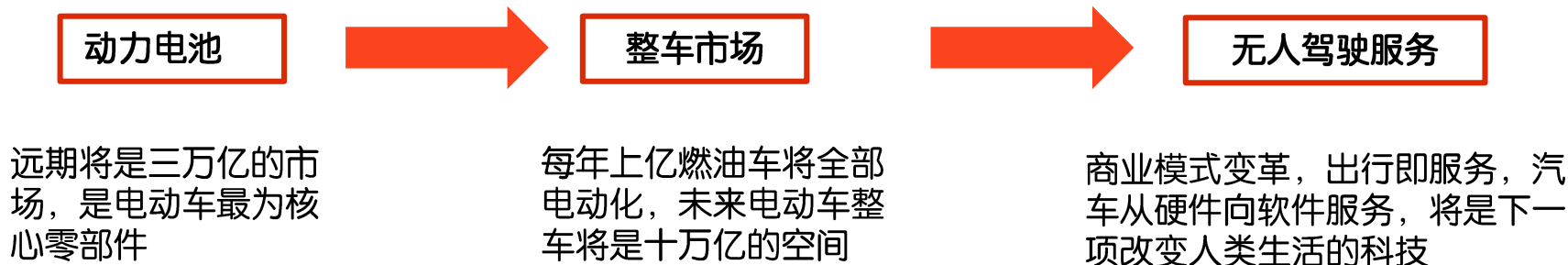


- **电动化大势所趋：**电动车表面上是驱动方式的变革，实际而言，底层架构的创新才是电动车的未来。电动化是智能化的充分条件，电子电气架构的革新和智能系统的探索将赋予新能源汽车更多可能。从政策端分析，当前我国在汽车电动化进程中领跑，国家将结合我国的资源禀赋确保电动化竞赛的领先地位。汽车工业作为欧洲的经济支柱，欧盟正在通过严格的惩罚制度以国家意志督促欧洲车企的电动化和智能化转型。当前时点，各国政府大力扶持新能源车产业，传统燃油车企重金押注汽车电动智能化，在可预见的未来，**新能源车将摆脱政策的“摇篮”，从性价比和使用体验获取汽车工业的主流地位。**



- **电动化撬动十万亿汽车市场：**传统汽车工业对应十万亿市场，未来电动化将取代燃油车成为主流，在可预见的未来，电动车市场将逐步扩大。**电池是其中最主要的零部件，预计2025年市场空间将达到7000亿，2030年将达到15000亿，远期是30000亿空间，电动化浪潮中极有可能诞生下一个“苹果”。**

图表：电动化的市场空间



数据来源：平安基金

新能源车：长期仍然看好新能源汽车和自动驾驶

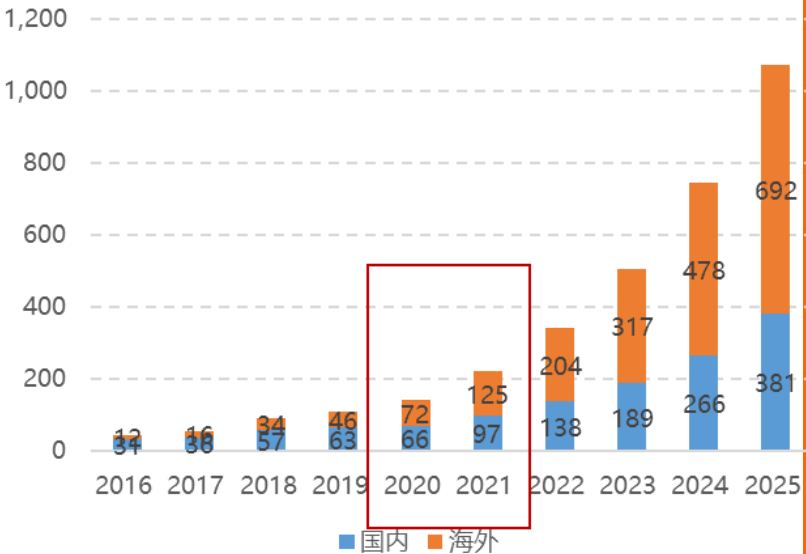


- **疫情过后全球电动车销量恢复高增长：**2021年将恢复高增长，预计全年电动车销440万辆+，同比增51%。
- **电池需求相应将迎来高增长：**预计2021年国内/海外新能源车销量分别188/252万辆，对应动力电池需求分别100/125gwh，同比增长51%/50%。季度来看，Q1/Q2淡季不淡，基数原因同比高增长，2021Q4单季度景气度将大幅提升。
- **在新能源汽车产业上，中国已经做的很好，未来会更好：**在整车端，智能汽车解决了中国燃油车未能解决的品牌向上的渠道，在动力电池端，无论是电池本体，还是原材料体系，中国均已经实现全球领先。
- **我们期待，在中国的新能源汽车产业链诞生一系列伟大的公司：**目前全球的智能化或者新能源汽车的渗透率不足5%，在不足5%的情况下，中国就已经诞生了许多的优秀的企业。到2025年如果新能源汽车的渗透率能够达到15%-25%的级别，那就意味着未来的四到五年整个市场需求有高达五倍的增速，当全球的智能化汽车或电动汽车渗透率达到80%这样的级别的时候，相关产业链未来可期。

【增加图表名称】

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2030
海外：新能源乘用车销量（万辆）	41	57	88	103	167	252	349	490	677	971	2,710
-增速		40%	54%	16%	63%	51%	39%	40%	38%	44%	19%
-欧洲	20	27	36	54	120	190	247	321	417	584	1,224
-美国	16	20	35	32	32	44	70	113	180	288	777
-其他国家	5	11	17	17	15	18	32	56	79	99	708
国内：新能源车销量合计（万辆）	52	81	122	119	125	188	254	336	440	602	1,460
-增速		56%	51%	-2%	5%	50%	35%	32%	31%	37%	19%
国内：新能源乘用车销量（万辆）	33	55	101	104	112	172	235	311	411	567	1,395
国内：新能源专用车销量（万辆）	6	15	11	7	8	10	14	19	24	30	60
国内：新能源客车销量（万辆）	13	10	10	8	5	6	6	6	6	6	6
全球：新能源车销量合计（万辆）	93	138	210	222	292	440	604	826	1,117	1,574	4,170
-增速		49%	52%	6%	32%	51%	37%	37%	35%	41%	19%

【增加图表名称】

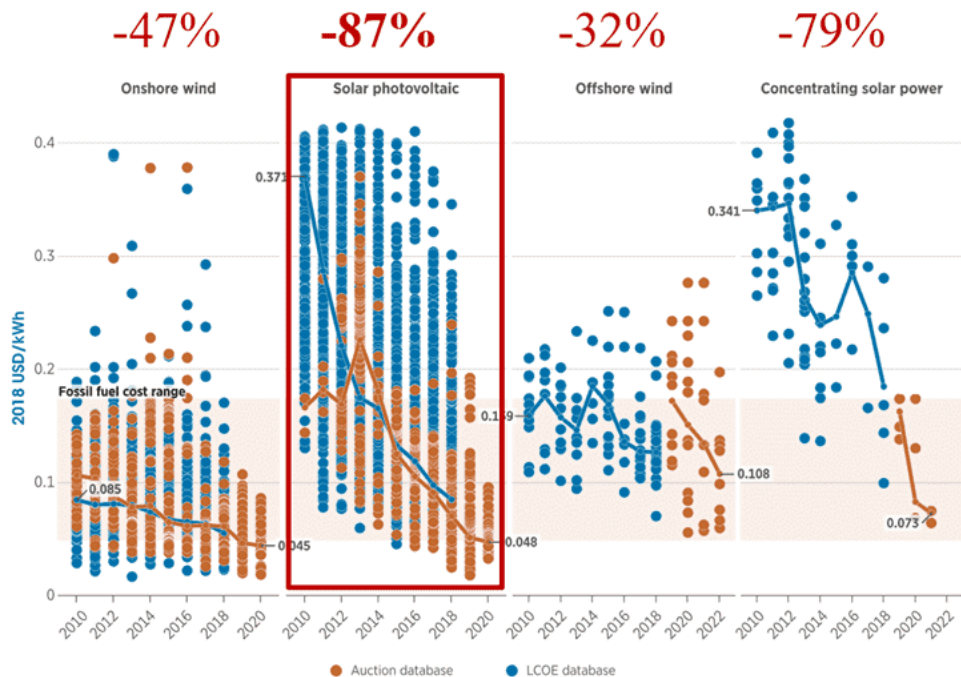


光伏：光伏将引领能源革命，行业需求有望十年增长十倍



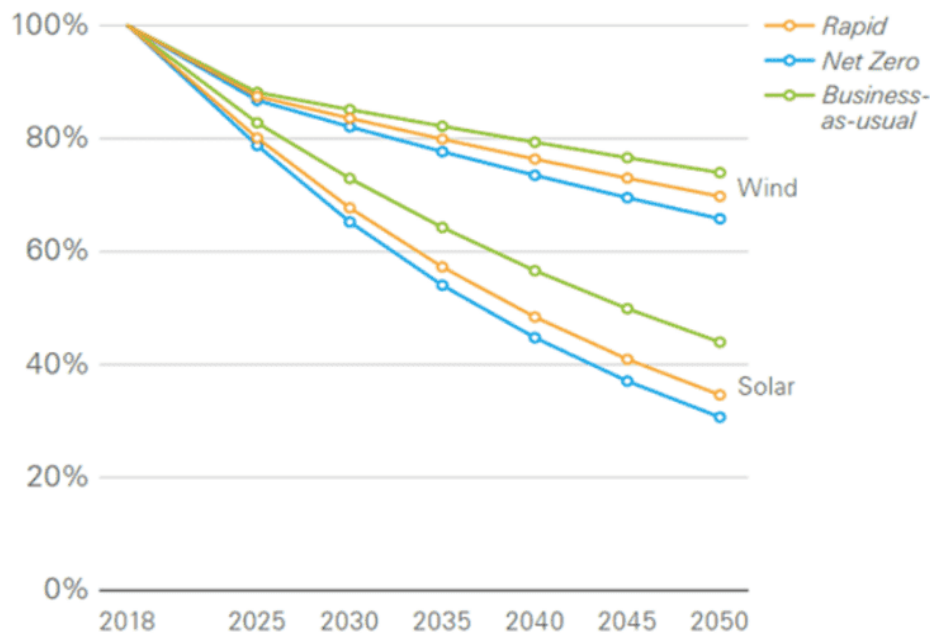
- 光伏平价将重塑行业估值体系，碳中和确保长期增长潜力
- ◆ 光伏行业15-25倍估值中枢将被彻底打破，未来10年可预期的持续成长行业，估值体系或重塑，看到30倍估值中枢
- ◆ 是属于中国拥有绝对优势，全球大势所趋，最不会受到压制的行业之一。
- 当前光伏行业的市值为2万亿，在未来十年，我们将见证行业市值的持续增长，同时或将会涌现出一批万亿和千亿的公司。

图表：光伏是十年间降幅最大的可再生能源形式



数据来源：BP能源图鉴

图表：未来30年风电光伏成本降幅为35%、70%



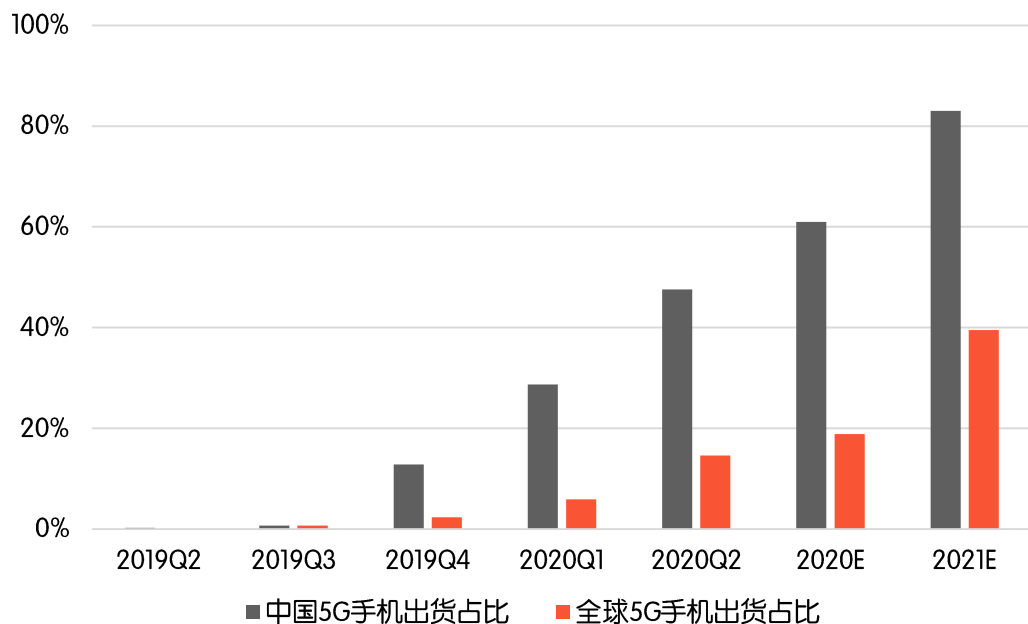
数据来源：BP能源图鉴

5G——持续看好5G手机渗透率提升带来的投资机会



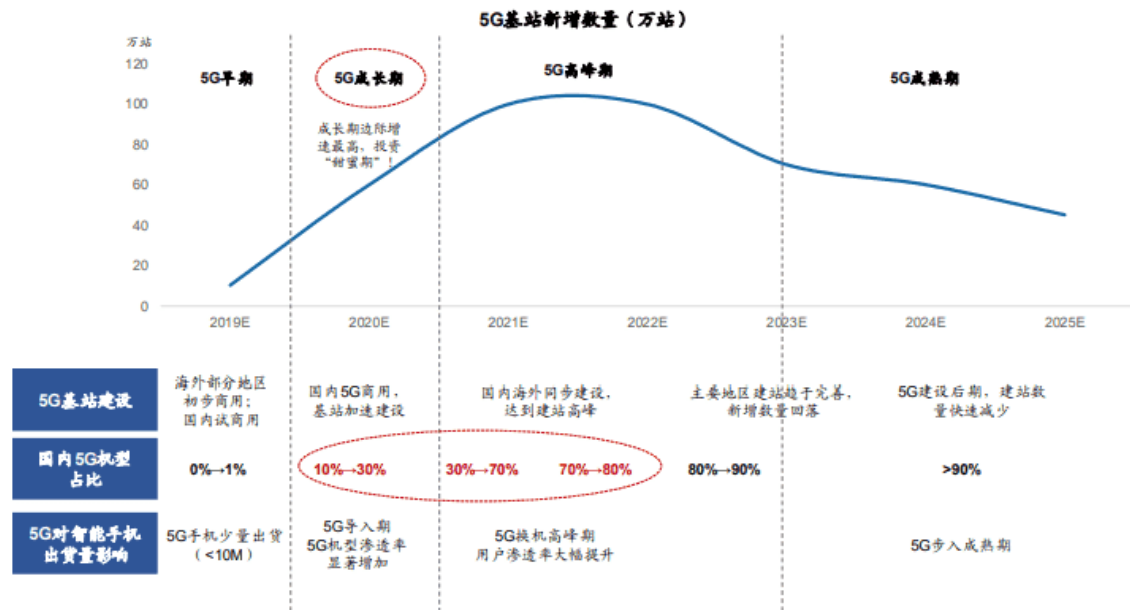
- 全球来看，部分地区受限经济、基建、疫情等因素影响，目前5G手机整体出货占比相比于国内仍维持低位，但是保持高速增长。根据DigitimesResearch公布的数据，2020年全球智能手机出货量为12.4亿部，与2019年相比下降8.8%，但5G手机销量却大幅提升。预计今年智能手机行业出货量将迎来高增长，而5G手机的渗透率也将进一步提升。

图表：全球5G手机出货占比仍有上升空间



数据来源：国泰君安研究所

图表：5G手机渗透率节奏预测



数据来源：国泰君安研究所

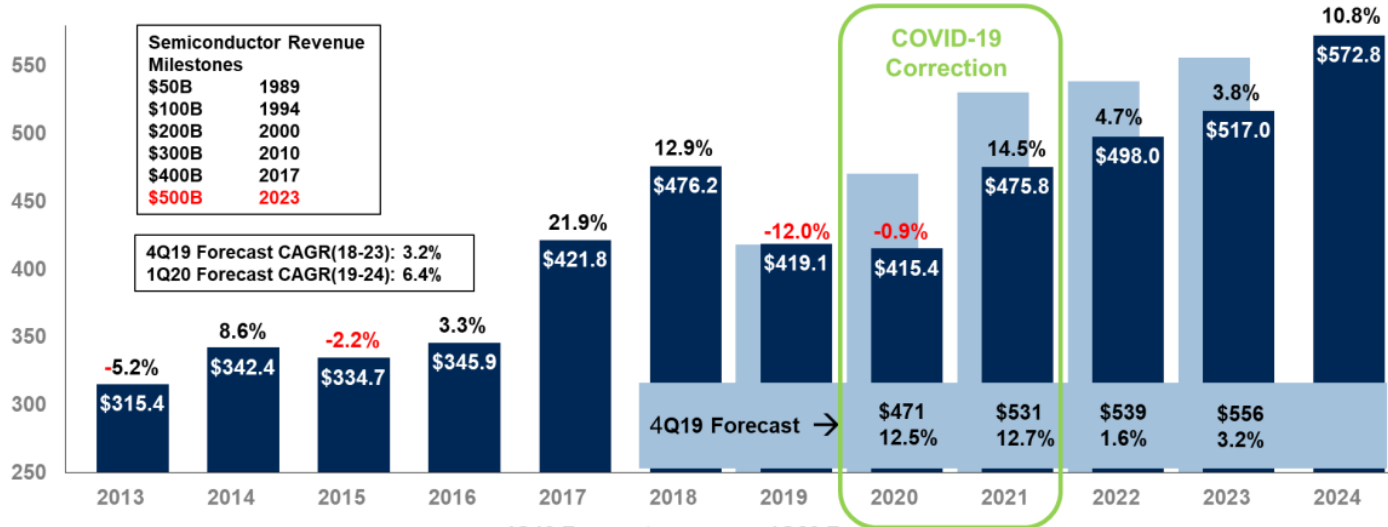
半导体——长期看国产替代和成长空间广阔



- 国产替代成为国内半导体产业长期成长主线：2018年以来，随着美国对于国内科技企业的持续打压，国内科技企业逐步在零部件供应链推进国产替代，并加大了对国内供应链企业的全方位扶持力度；展望未来，在中美两大国长期博弈的背景下，国产替代将为国内半导体产业提供长期发展动能。
- 国内半导体细分领域龙头已现，对标海外公司有广阔成长空间：在下游客户加速扶持和导入背景下，国内诸多半导体公司凭借工程师红利及持续投入创新升级意识，已具备全球竞争力；远期看，对标海外龙头，国内半导体企业仍有倍数增长空间。

图表：全球半导体需求空间稳定增长

Billions of Dollars and Revenue Growth



图表：国内已涌现一批细分领域的龙头

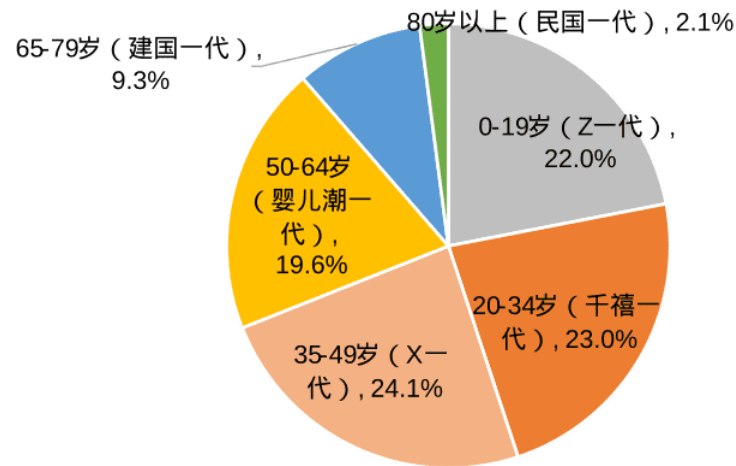
分类	公司	主业市占率	毛利率	行业地位	行业成长性	竞争要点	竞争格局（全球范围）
存储	兆易创新	Nor~15%	~40%	全球领先	TWS、三表等IoT对Nor需求增加+大容量低功耗小型化	技术升级、代工产能、大客户	对上，fabless与台湾IDM竞争对下，与国内fabless竞争
	北京君正	利基Dram~6%	~40%	全球领先	汽车工业需求	安全可靠	对上，fabless与台湾IDM竞争对下，与国内fabless竞争
	澜起科技	接口~50%	~70%	全球第一	服务器需求+产品升级	技术升级、大客户	龙头，标准与技术稳固格局
计算	中颖电子	家电MCU	~42%	国内领先	家电行业MCU国产替代	安全可靠	国产替代
无线	卓胜微	开关LNA~20%	~50%	全球领先	5G需求增加+升级+国产替代	成本极致、技术升级、代工产能、大客户	对上，fabless与IDM竞争对下，与国内fabless竞争
	恒玄科技	TWS 蓝牙	~40%	全球领先	TWS行业需求+升级	技术升级、软硬结合、大客户	龙头，技术与客户优势稳固格局
	紫光展锐	基带	\	国内领先	5G 基带+iot 基带需求增加	成本下降、技术升级、大客户	对上，成本优势、国产替代
	乐鑫科技	WiFiMCU~30%	~50%	全球第一	智能家居需求增加	成本下降、大客户	龙头，成本与客户优势稳固格局
	博通集成	ETC~50%	~36%	全球第一	ETC行业爆发	成本下降、大客户	龙头，成本与客户优势稳固格局
模拟	圣邦股份	模拟~5%	~47%	国内领先	国产替代	产品扩张、成本下降	对上，fabless与IDM竞争对下，与国内fabless竞争
	矽力杰	电源~2%	~47%	国内领先	国产替代	产品扩张、成本下降	对上，fabless与IDM竞争对下，与国内fabless竞争
	斯达半导	IGBT~2%	~30%	国内领先	新能源汽车+国产替代	技术升级、成本下降	对上，fabless与IDM竞争对下，与国内fabless竞争
感知	韦尔股份	CIS~10%	~35%	全球领先	多摄需求+像素升级	技术升级、代工产能、大客户	对上，fabless与IDM竞争对下，与国内fabless竞争
	汇顶科技	光学屏下~80%	~70%	全球第一	屏下需求+超薄升级	技术升级、软硬结合、大客户	龙头，技术与客户优势稳固格局

数据来源：SEMI，Wind，平安基金整理

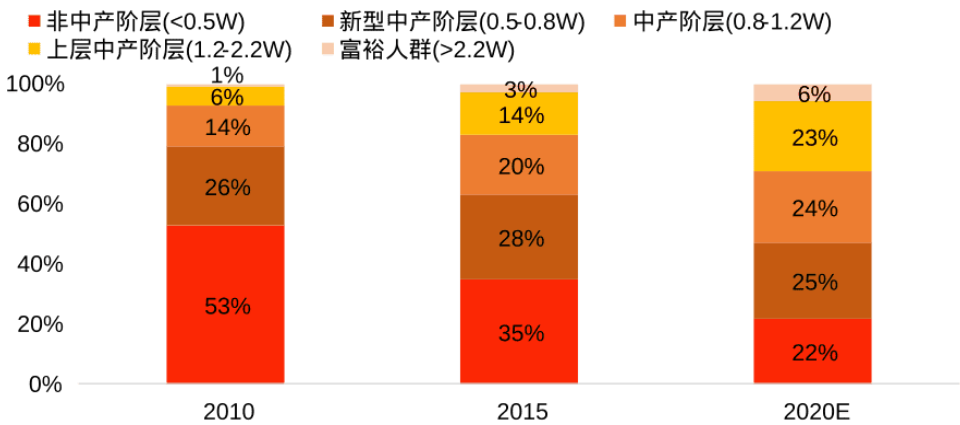


- **长期看**紧抓消费升级核心赛道龙头公司，人口结构与消费理念、财富结构变化决定未来10年将是持续消费升级时代。
 - ◆ 高端品：白酒、免税；新消费普及：化妆品、医美、新能源汽车、教育、定制家居。
- **中期看**赛道领先与格局优化，中国在白酒、餐饮、酒店等集中度提升空间十分广阔。
 - ◆ 次高端白酒、餐饮供应链相关（调味品、速冻、餐饮连锁）、酒店。
- **短期看**业绩趋势加速，可选消费步入逐步复苏阶段。
 - ◆ 疫情后低基数可选消费弹性：白酒、啤酒、白电、餐饮、酒店、珠宝；成本上行压力下提价/降促销预期：调味品、啤酒、乳品、文具。

图表：我国人口结构数据



图表：我国财富结构变化



数据来源：国家统计局，BCG《2015年中国消费趋势报告》，白酒上市公司年报，弗若斯特沙利文，华住招股书，Wind。人口结构图数据截至2017年，集中度数据截至2019年



下半年市场大概率维持震荡，随着资金入市放缓，股市资金面转为存量博弈，高业绩增速、偏成长风格有望跑赢；策略方面，经济复苏和新兴成长仍是最确定的主线，顺周期和金融板块同样可关注；细分层面需精选业绩良好，估值合理的个股。



看好新能源车行业：电动化大势所趋，电池产业万亿空间。汽车电动化为大势所趋，将撬动价值十万亿的汽车市场。



看好光伏行业：光伏将引导能源革命，行业需求有望十年增长十倍。当前光伏行业的市值为2万亿，在未来十年，我们将见证行业市值的持续增长，同时或将涌现出一批万亿和千亿的公司。



看好科技行业：5G手机渗透率提升和半导体国产替代带来广阔的投资机会。



看好消费行业：长期紧抓消费升级核心赛道与龙头公司。

SECTION

04

债市 偏震荡的格局难改变，区间网格交易机会增厚收益

- 预计经济运行平稳，通胀整体温和
- 预计政策不急转弯，以稳为主
- 资金面：资金中枢抬升，波动率加大
- 偏震荡的格局难改变，票息策略是首选，区间网格交易机会增厚收益



● 回顾上半年，疫情的进展直接影响经济走势

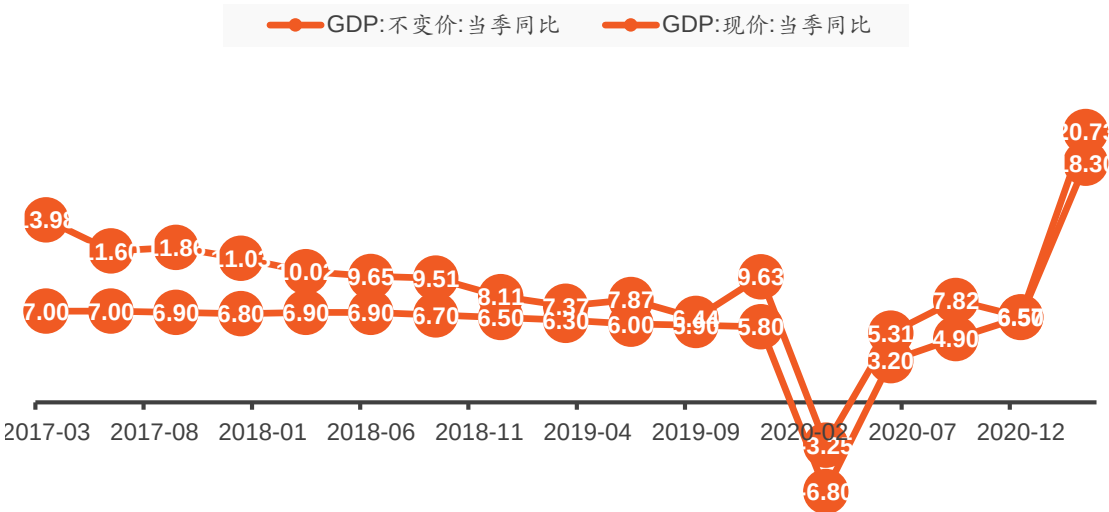
- ◆ 全球复苏，出口替代，出口整体维持较强走势；
- ◆ 地产投资维持韧性，制造业投资改善，基建迟迟未发力；
- ◆ 疫情恐慌缓解，服务性消费缓慢复苏，支撑消费增速缓慢回升。

● 展望下半年，预计经济整体仍将平稳运行

- ◆ 全球经济回升，海外需求支撑出口增速维持高位；
- ◆ 消费弱复苏进程仍在持续，预计整体平稳向上；
- ◆ 投资方面，出口和消费支撑制造业持续改善；地产有韧性但不确定性增多；基建或有小幅加速。

● 展望下半年，国内物价整体温和

- ◆ CPI：猪价趋势回落稳定CPI度数，但核心CPI有望持续回升；
- ◆ PPI：社融增速下行和保供政策制约国内商品涨幅，但须关注海外价格因素向国内传导；
- ◆ 关注：低基数会使得经济读数有压力，关注是否影响货币政策取向。



主要指标 增速环比	2017年	2018年	2019年	2020年	2021.5 两年平均	2021年下 半年预估
固定资产投资	-1.4	-1.1	-0.9	-1.5	0.4	小幅走强
房地产	3.0	1.3	1.4	-1.2	0.5	持平或略有回落
基建	-1.2	-6.9	-5.8	0.8	0.1	小幅回升
制造业	-1.7	2.7	-0.9	-5.9	2.3	偏强
社消品零售	-0.3	-0.7	-1.1	-6.4	4.0	持续复苏
出口	5.4	8.8	-3.7	-3.1	14.0	维持高位

数据来源：WIND，平安基金整理

货币政策：以稳为主

- ◆ 从政府工作报告和政治局会议的措辞可知，2021年**全年将以稳为主**；
- ◆ 展望2021年下半年，经济运行平稳向好良好，货币政策**无放松基础**；
- ◆ 展望2021年下半年，全面通胀概率不高，货币政策**无收紧必要**。

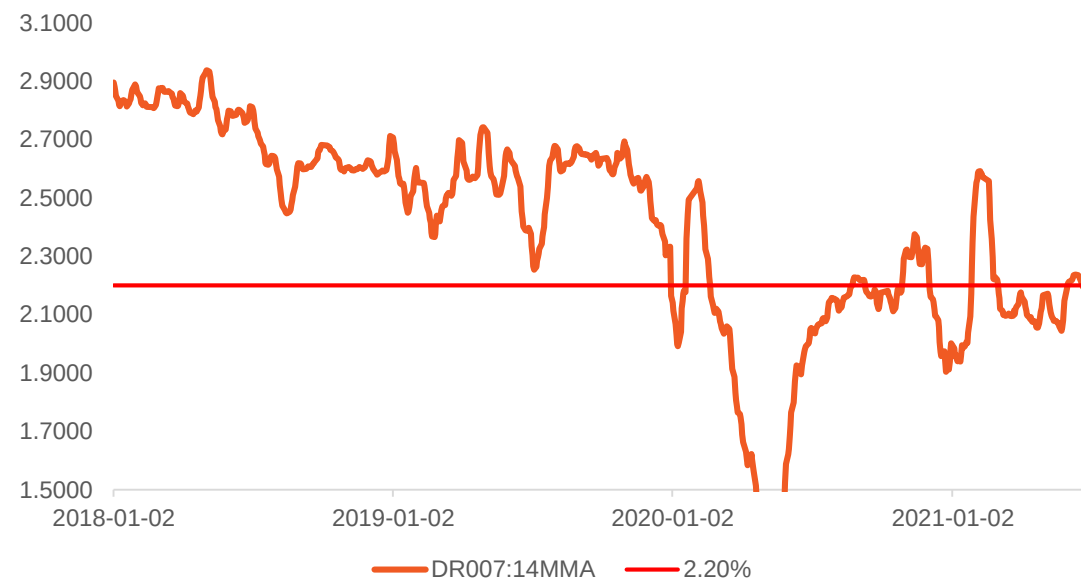
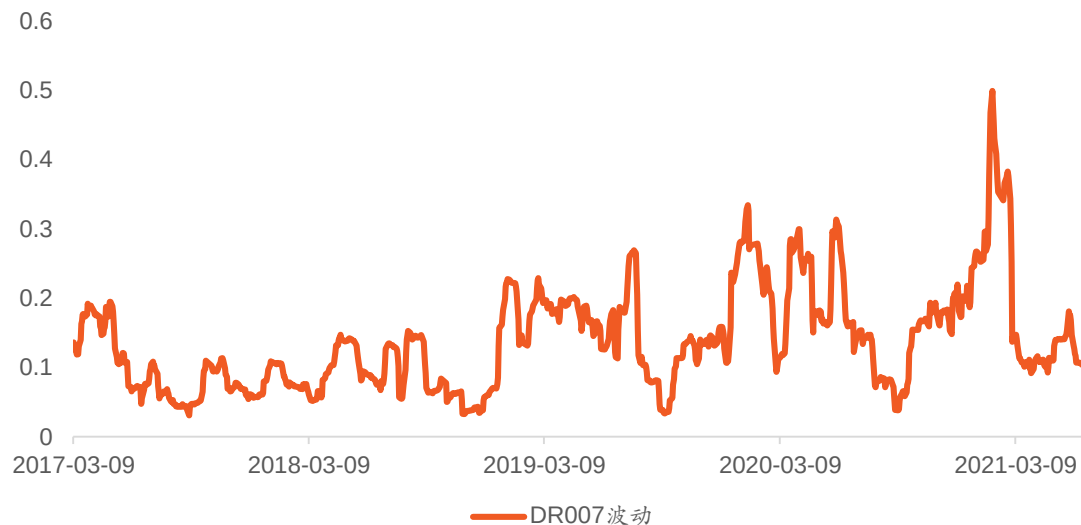
财政政策：以稳为主

- ◆ 政府工作报告及政治局会议提出，2021年**财政政策保持连续性**，基建项目提质增效、聚焦民生类；
- ◆ 政治局会议表示**用好稳增长压力较小的窗口期**；基建投资**发力进行逆周期调节的必要性降低**；
- ◆ **隐性债务的持续管控**将制约基建投资的积极性；
- ◆ 供给方面，考虑到上半年发行少，下半年**较前期将有所加速**。

政府工作报告	政治局会议
稳健的货币政策要灵活精准，合理适度	稳健的货币政策要保持流动性合理充裕
货币供应量和社会融资规模增速与名义经济增速基本匹配	强化对实体经济、重点领域、薄弱环节的支持
保持宏观杠杆率基本稳定	要用好稳增长压力较小的窗口期
处理好恢复经济和防范风险的关系	—
保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定	保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定

	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年
专项债	8,000	13,500	21,500	36000	38000
赤字率	3.00	2.60	2.80	3.6%	3.2%
赤字规模	23,800	23,800	27,600	37600	35700
中央	15,500	15,500	18,300	27800	27500
地方	8,300	8,300	9,300	9800	8200

- 2季度以来资金利率持续偏低且波动率偏低
 - ◆ 央行稳增长、防风险目标下，有意维护平稳；
 - ◆ 财政投放量大、地方债发行缓、信用债到期量大；
 - ◆ 理财规模快速增长、非银体系供需均衡。
- 下半年资金波动概率可能提升
 - ◆ 央行政策目标中防通胀权重可能略微提升；
 - ◆ 疫苗铺开、疫情恐慌降低，全球经济复苏背景下，油价、铜等工业品上涨可能导致系统性通胀；
 - ◆ 地方债发行进度三季度或提速。



数据来源：WIND，平安基金整理

市场展望——偏震荡的格局难改变，票息策略是首选，区间网格交易机会增厚收益

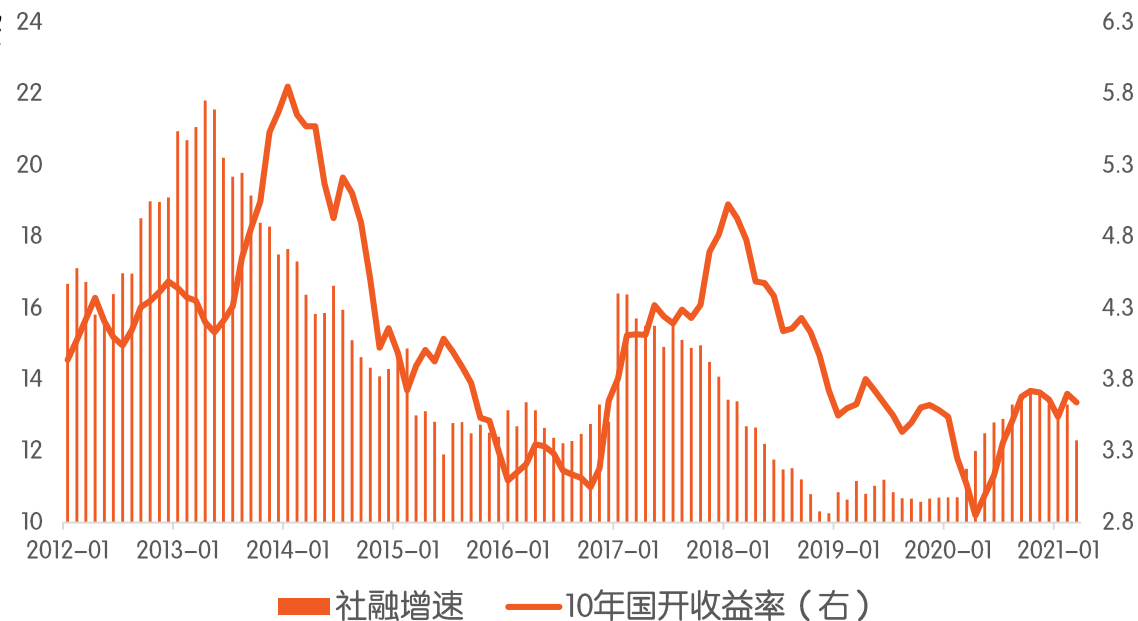
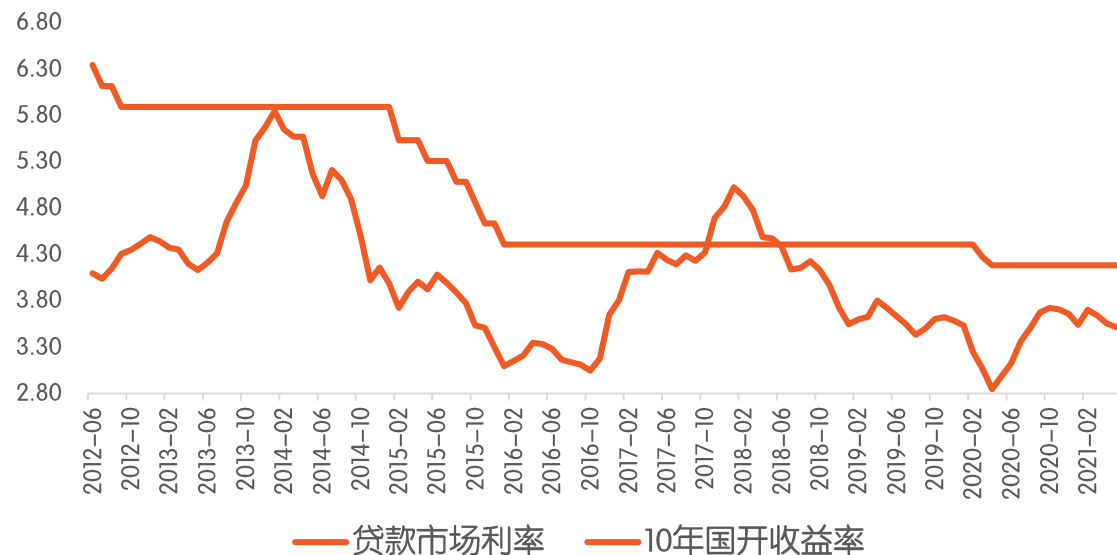
● 基本面及利率水平不支持趋势性牛市

- ◆ 经济依然处于底部回升过程中，这决定了收益率难持续下行；
- ◆ 贷款和债券相对价值的角度，债券利率仍处于偏低状态。

● 紧信用、宽货币背景下不支持趋势性熊市

- ◆ 社融逐级回落、信贷收缩背景下，经济较难发展到过热阶段，上行空间有限；
- ◆ 资金面持续宽松，央行态度以稳为主。

● 经济、通胀、政策整体平稳，预计利率债区间波动为主，票息确定性较高，适当捕捉区间网格交易机会。



信用债：震荡格局下票息策略始终占优，信用收缩利差走阔概率较大

- 信用策略：如前所述，2021年债市震荡格局较难打破。由此，信用债票息策略将整体优于利率债。
- 杠杆策略：央行不急转弯，意味着防风险阶段资金面有望宽松，可把握信用债套息机会。
- 久期策略：震荡行情，久期暴露不宜过高，可适当捕捉交易机会。
- 信用风险：2021年社融增速或放缓，信用环境大概率边际收紧，过去的两个多月已得到印证。当信用紧缩时，信用利差会出现分化，优质信用债利差可能缩窄，而融资能力较弱的主体可能受到冲击，谨防弱资质主体利差走阔风险。

● 行业策略

◆ 城投债：资质分化，好区域弱平台仍有挖掘空间。

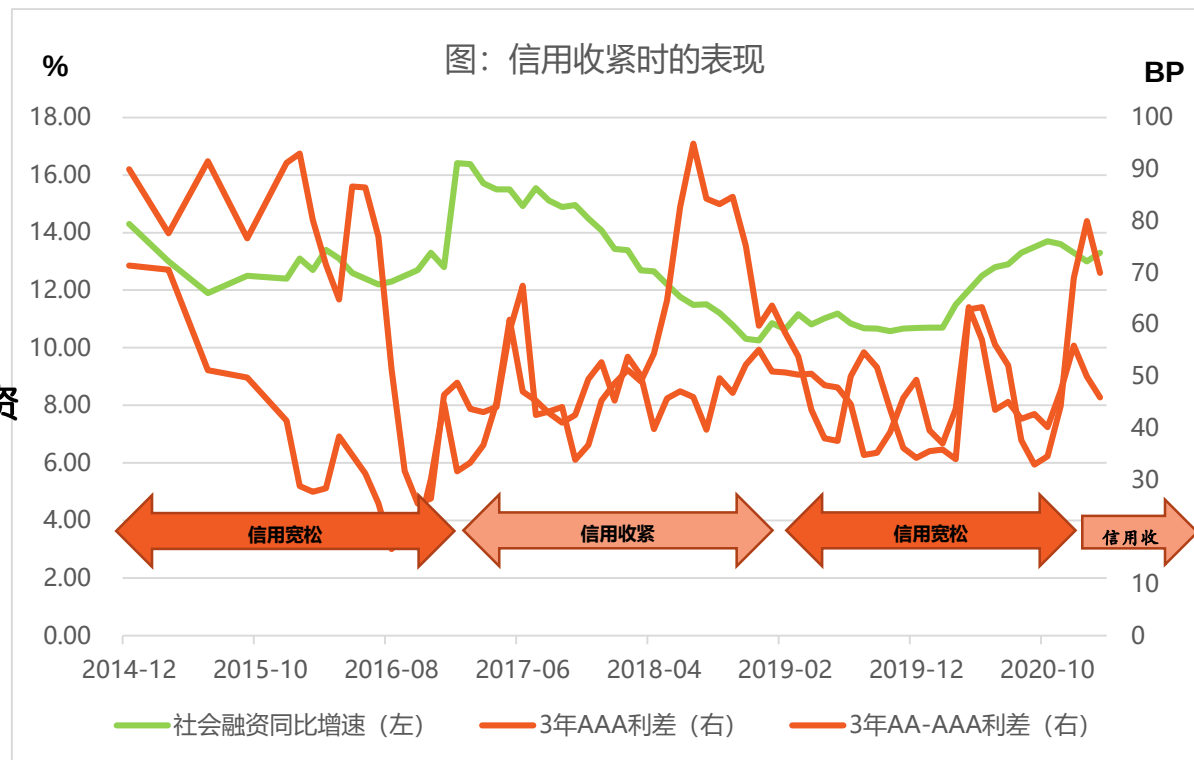
经济发达地区的低层级平台仍有超额收益，而债务压力较大、层级较低、城投公益类业务占比较低的弱城投平台继续保持谨慎。关注因流动性溢价而出现的交易机会，以及“网红”地区边际改善带来的趋势机会。

◆ 产业债：重点关注疫情后修复较快的主体机会，尤其是行业龙头的投资机会，警惕“僵尸”企业风险。

市场对民企风险偏好无明显改善，再融资情况未见好转，继续保持谨慎。

◆ 地产债：寻找短久期地产债的相对价值洼地。

房企会进一步信用分化，行业集中度大概率提升。



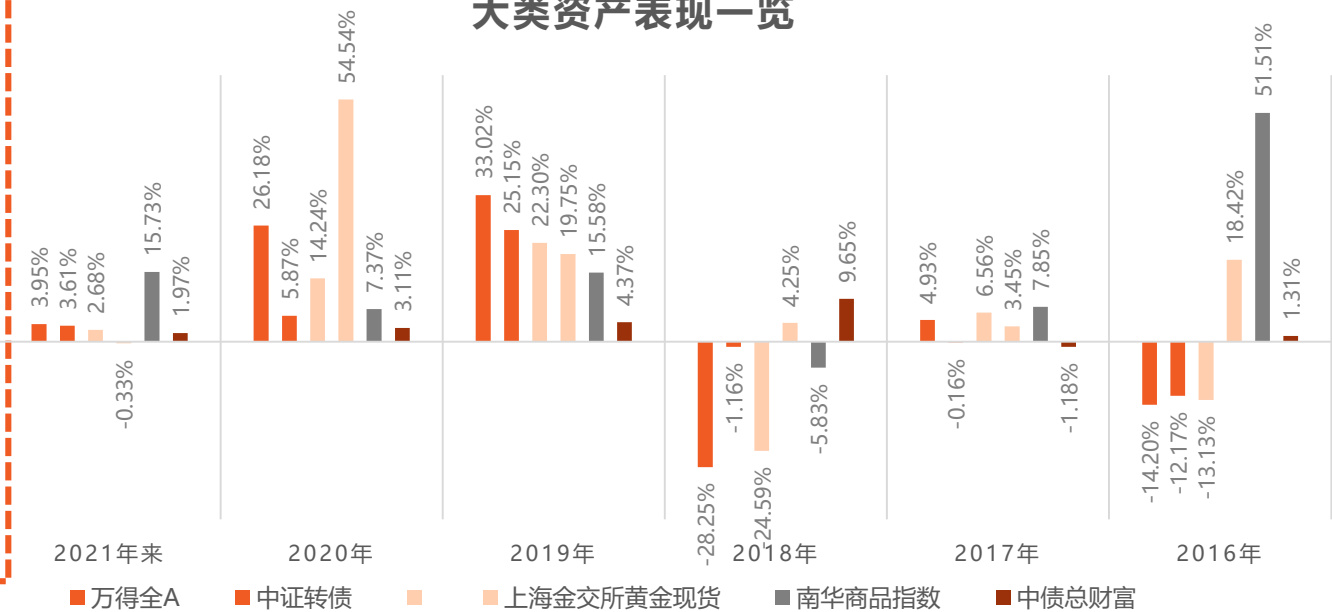
数据来源：WIND，平安基金整理

转债：结构性机会为主，适当关注主题

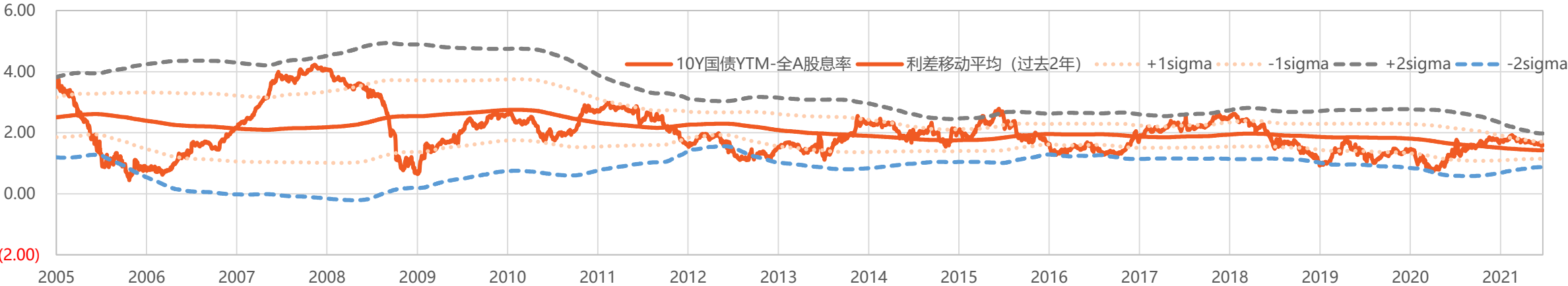


展望三季度，转债行情预计仍为结构性，可适当关注题材交易机会。二季度转债行情演绎的核心是流动性。因此无论是低价券策略还是配置成长赛道的弹性标的，亦或是主题机会均不少。往后看，考虑到利率水平持续趋势性下行的概率降低，转债策略的赚钱效应收敛，估值层面的驱动力弱化，因而整体战线应该做适当收缩。结构性上还是需要集中仓位配置高景气赛道的业绩驱动型标的，以及业绩持续修复的低价券标的，并在部分个券具备安全垫的基础上，适当参与题材交易。

大类资产表现一览



图：股债收益比走势图



数据来源：WIND，平安基金固定收益投资部整理，数据截至2021年6月24日



转债策略：“哑铃”策略，偏股型加仓“顺周期”，低价券深挖经营改善标的，做标的扩散的准备。

- 权益市场整体仍有结构性机会，对偏股型标的无需悲观。偏股型重点关注顺周期类的标的。具体板块包括化工、轻工、有色、机械制造、银行、建材等行业。具体标的选择上，需要关注估值与盈利的匹配度，同时盈利改善要具备持续性。
- 低价券的机会在这个过程中需要“仔细看”。在低价标的中淘金，选择“经营情况改善+正股估值低位”的标的。此外，对于高评级大票而言，可以关注行业处于底部，正股具备安全边际的细分龙头标的。
- 具体择券的思路：前期我们看好的标的主要在修复+低估值的顺周期板块（特别是有持续涨价的板块），在市场预期反应较为充分后，进一步延伸的方向目前看有三个：
 - ◆ 盈利修复下（出口产业链标的为主）的制造业资本支出对应产业链上的标的，机械制造为主；
 - ◆ 受疫情冲击但未完全修复的偏服务的板块上下游：交运、旅游等；
 - ◆ 估值回调到位的景气板块（TMT为主，关注半导体）。



预计经济运行平稳，通胀整体温和。



预计政策不急转弯，以稳为主。



资金面：资金中枢抬升，波动率加大。



债市偏震荡的格局难改变，票息策略是首选，区间网格交易机会增厚收益。



信用债：震荡格局下票息策略始终占优，信用收缩利差走阔概率较大



转债：结构性机会为主，适当关注主题

基金有风险，投资需谨慎。公开募集证券投资基金（以下简称“基金”）是一种长期投资工具，其主要功能是分散投资，降低投资单一证券所带来的个别风险。基金不同于银行储蓄等能够提供固定收益预期的金融工具，当您购买基金产品时，既可能按持有份额分享基金投资所产生的收益，也可能承担基金投资所带来的损失。

您在做出投资决策之前，请仔细阅读基金合同、基金招募说明书和基金产品资料概要等产品法律文件和本风险揭示书，充分认识本基金的风险收益特征和产品特性，认真考虑本基金存在的各项风险因素，并根据自身的投资目的、投资期限、投资经验、资产状况等因素充分考虑自身的风险承受能力，在了解产品情况及销售适当性意见的基础上，理性判断并谨慎做出投资决策。

根据有关法律法规，平安基金管理有限公司做出如下风险揭示：

一、依据投资对象的不同，基金分为股票基金、混合基金、债券基金、货币市场基金、基金中基金、商品基金等不同类型，您投资不同类型的基金将获得不同的收益预期，也将承担不同程度的风险。一般来说，基金的收益预期越高，您承担的风险也越大。

二、基金在投资运作过程中可能面临各种风险，既包括市场风险，也包括基金自身的管理风险、技术风险和合规风险等。巨额赎回风险是开放式基金所特有的一种风险，即当单个开放日基金的净赎回申请超过基金总份额的一定比例（开放式基金为百分之十，定期开放基金为百分之二十，中国证监会规定的特殊产品除外）时，您将可能无法及时赎回申请的全部基金份额，或您赎回的款项可能延缓支付。

三、您应当充分了解基金定期定额投资和零存整取等储蓄方式的区别。定期定额投资是引导投资者进行长期投资、平均投资成本的一种简单易行的投资方式，但不能规避基金投资所固有的风险，不能保证投资者获得收益，也不是替代储蓄的等效理财方式。

四、基金管理人承诺以诚实信用、勤勉尽责的原则管理和运用基金资产，但不保证本基金一定盈利，也不保证最低收益。本基金的过往业绩及其净值高低并不预示其未来业绩表现，基金管理人管理的其他基金的业绩并不构成对本基金业绩表现的保证。平安基金提醒您基金投资的“买者自负”原则，在做出投资决策后，基金运营状况与基金净值变化引致的投资风险，由您自行承担。基金管理人、基金托管人、基金销售机构及相关机构不对基金投资收益做出任何承诺或保证。

谢 谢

