

报告摘要

2021 年三季度 A 股市场展望与投资策略

我们认为未来结构性牛市仍然会持续。从基本面角度来看，经济仍处在疫情后的恢复进程中，PPI 等数据维持高位震荡，A 股（非金融）全年的盈利增长或会非常靓丽。流动性层面，虽然美联储加息预期在逐渐升温，但是整体流动性环境大概率不会急速转向。

全球疫情方面：美欧区域有望在三季度实现疫苗约 70% 的覆盖，美欧经济生产端有望恢复至 95% 以上。目前美国制造业和非制造业 PMI 双双持续位于 55 上方且呈现向上趋势，海外需求的恢复或将传导到我国制造业，使其大概率会维持较高的景气度。

我们主要看好政策与业绩双催化的大创新科技成长方向，主要聚焦在医药、新能源链条、高端制造设备等。

2021 年三季度港股市场展望与投资策略

展望三季度，我们仍然主要关注美国通胀预期对港股市场带来的波动，以及全球新冠疫苗进度所带来的“疫情反复”与“经济复苏”之间的博弈。其背后代表的是业绩确定性板块（消费、医药和科技等）与低估值板块之间的仓位配比权重。

我们对三季度港股市场仍然保持谨慎态度，板块而言，目前恒生科技指数的大部分公司虽然在估值上已有较大优势，但仍然会受到政策不确定性（如互联网公司）、美股科技股流动性带来杀估值（如云计算、电商等）和全球缺芯（电子产业链）的影响，大部分在一季度未披露季报的公司，将在 8 月港股中报披露期被检验成色。

我们在三季度仍然会保持以“相对收益”为主的均衡配置策略，重点关注港股上市企业中具有一定投资逻辑的未盈利生物医药公司，以及疫情后消费企业的投资逻辑变化，同时经济复苏对香港本地零售、地产、博彩等边际上的改善，也将是我们三季度重点关注的方向之一。

2021 年三季度债券市场展望与投资策略

上半年市场流动性相对充裕，利率持续下行，债券市场迎来一波上涨。三季度债市可能受到利率债发行加速、全球刺激政策退出以及重点领域风险进一步暴露的影响，波动加大。但在经济向常态化回归、疫情仍存在不确定性的背景下，流动性难以过度收紧，同时为防范和化解风险以及应对利率债发行，货币政策可能保持适度弹性。

预计未来流动性边际收敛，加上重点领域风险将进一步暴露，主体信用分层和市场分化可能进一步加剧。建议适当降低杠杆、缩短久期，信用债投资更加注重主体基本面，规避潜在风险。

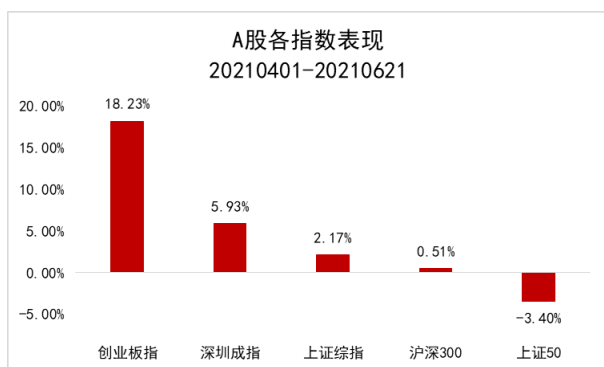
本报告所载资料的来源及观点的出处被恒生前海基金认为可靠，但恒生前海基金不对其准确性或完整性做出任何保证。本报告所载的信息、材料及结论只提供客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。恒生前海基金不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

2021 年二季度市场回顾

A 股交易活跃度逐步抬升，重新进入上行通道

2021 年 2 季度，整个 A 股开始从春节后的蓝筹股交易拥挤导致的暴跌中走出来，沪深两市总成交金额从季初的 7000 亿左右，逐渐恢复至季度末的万亿左右，A 股重新进入到上行通道。截至到 2021 年 6 月 21 日，2 季度上证综指上涨 2.17%，深圳成指上涨 5.93%，创业板指大涨 18.23%，其中创业板指数显著跑赢大盘，创业板权重主要包含新能源汽车行业、医药行业，因此导致指数略有失真。

本轮市场抬升的特点，从大小风格来看，大盘股成交额占比显著下降，中盘股偏好明显抬升；从价值-成长风格来看，市场更青睐成长股和平衡股，而价值股偏好减弱；从上市板块来看，虽然主板市场仍贡献最主要成交来源，但创业板和科创板成交额占比逐步抬升，尤其是科创板成交占比显著抬升，近期双创 50ETF 的发售也给创业板、科创板交易量提升提供了弹药；从行业属性来看，二季度成长性行业市场活跃度明显抬升，代表行业为半导体、新能源汽车等。



资料来源：Wind，恒生前海基金。

港股市场走势分化

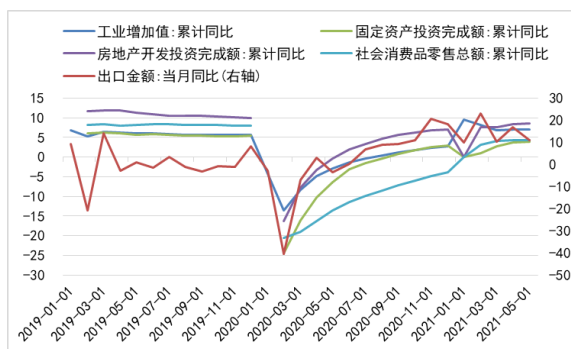
港股对接内地与海外市场，二季度以来整体呈现震荡走势。由于去年全球疫情大爆发，各国实施货币宽松政策维持经济稳定发展，流动性充足刺激市场不断创下新高，进入 2021 年全球随着疫情防控以及疫苗注射进程的推进，宽松货币政策导致的通货膨胀成为市场担心的主要因素，同时港股自 2021 年 8 月起上调印花税率也极大削弱了资金南下的热情，因此在全球流动性托底下港股整体在 28000 点至 29000 点之间震荡。

进入二季度，10 年期美债收益率呈现稳定略向下走势，极大减缓市场对于高估值成长股的担忧。同时内地部分重点城市出现新冠疫情点状爆发，加速市场对于核心价值蓝筹股的认可，市场呈现明显的分化行情，业绩具有较强确定性、高度受益于疫情、市场热点领域呈现极强的上涨势头，其他领域则出现微弱震荡行情。

中国宏观经济回顾

经济基本面

今年以来，全球疫情虽有反复，但随着疫苗施打推进，整体持续改善。国内经济延续复苏态势，一季度 GDP 较去年四季度有所放缓，但已接近潜在增速，生产环比动能虽有所回落，仍然高于疫情前水平，整体比较平稳。美国刺激政策下，我国外需保持强劲，出口维持高位；国内房地产销售和从高位逐步回落；财政后置效应下基建投资恢复较慢；制造业投资不断改善，增速由负转正；受制于居民收入恢复较慢以及疫情管控，国内消费缓慢恢复。

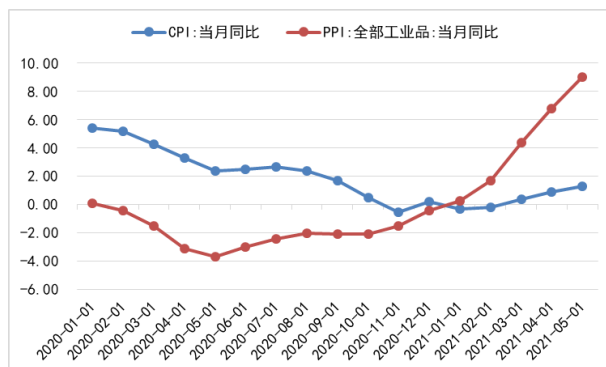


资料来源：Wind，恒生前海基金，统计区间：20190101-20210531。

三季度，随着疫苗接种率不断提高，疫情将继续改善，国内经济保持平稳并向常态化回归。预计出口将受益于疫苗接种扩大带来的外需增量，维持较高水平。在监管全方位加强背景下，房地产销售和从高位逐步回落，未来可能延续下滑态势，下降幅度取决于政策进一步收紧的程度。基建投资受上半年财政支出滞后、地方债发行大幅落后往年的影响，恢复较慢，随着地方债发行加速以及财政支出释放，基建投资将继续改善。制造业投资已出现加速恢复态势，在国内外经济持续恢复、中长期贷款维持高位下，未来制造业投资有望继续加快恢复。消费恢复取决于居民收入水平和结构的改善速度，以及疫情管控的放松节奏，预计消费恢复仍将是一个渐进过程，房地产销售回落对于相关消费也可能形成制约。

通货膨胀

上半年，翘尾因素拉动下国内 CPI 温和回升，PPI 受到大宗商品持续上涨以及去年低基数影响快速上行。往后看，国内经济向常态化回归，需求逐步恢复，下半年年基数抬升下 CPI 仍将保持平稳回升，但全年通胀压力不大。PPI 也已到达顶部区域，大宗商品价格未来继续快速上行缺乏支撑。



资料来源：Wind，恒生前海基金，统计区间：20200101-20210531。

货币政策

今年以来，央行坚持实施正常的货币政策，强调跨周期设计，注重防范金融风险，政策空间留有余地，流动性保持合理充裕。上半年，贷款结构持续改善，新增企业中长期贷款规模同比维持高位，社融和 M2 增速延续下降趋势。预计未来央行将维持稳健的货币政策灵活精准、合理适度，保持政策连续性、稳定性、可持续性，继续注重跨周期政策设计，兼顾当前和长远，引导货币信贷和社会融资规模合理增长，保持宏观杠杆率基本稳定，防范和化解各类风险。

财政政策

今年两会报告强调财政政策提质增效、更可持续，决策层要求降低政府杠杆率，财政政策总体较去年收敛。体现在上半年，财政后置明显，财政支出和地方债发行明显滞后。5 月以来，地方债发行明显加速，结合今年赤字和新增地方债额度并未显著减少，下半年财政空间较大，预计后置财政落地，财政支出节奏将加速。

两地市场看好的板块及原因

关注行业	看好原因
医药	随着国内经济加速复苏，医药的国民必需属性或将维持各相关企业半年报业绩的靓丽表现。建议关注半年报业绩高确定性行情。从板块上看，由于国内上半年加速推进疫苗注射，抢占全体免疫先机，建议关注疫苗企业半年报的盈利行情；其次全球创新药趋势不变，作为“卖水人”的 CXO 行业订单充足业绩确定性高，仍建议作为投资重点，下半年国内将开展器械耗材集采，建议关注政策避风港领域以及创新领域带来的资金流动行情。
电子	集成电路行业景气度持续高涨，预计全行业景气度至少能持续到明年年中。我们看好行业里的两类公司：1) 具备国产化替代的公司，带来量增逻辑；2) 具备产品提价能力的公司，价增逻辑。
计算机	受下游需求复苏带动，计算机行业整体业绩呈现快速恢复趋势，体现在公司一季度业绩方面是盈利能力的进一步向上修复，估值性价比正逐步显现。展望三季度，从趋势上来看，数字经济依然是国内经济转型发展的重要抓手之一，建议重点关注景气度较高、具备业绩支撑的细分板块，如云计算、智能汽车、人工智能、网络安全等。标的上建议关注景气细分板块中具备核心竞争力、且估值相对合理的相关标的。
新能源汽车	新能源汽车景气度持续上行，各大整车厂进入新品井喷周期，此外美国新能源政策超预期，今年新能源车销量有望翻倍。我们看好上游具备垄断优势的龙头企业及下游具备制造优势的车企在未来迎来业绩爆发。
光伏	三季度光伏行业景气度有望大幅提升。上半年大幅上涨导致对下游需求形成压制的硅料价格上涨趋势有望趋缓甚至回落，同时下游电站逐渐接受略低于 6% 的收益率水平，装机量预期有所回暖。三季度硅料、硅片、逆变器环节预计盈利能力仍将处于高位，电池片和组件环节有望迎来盈利修复，设备环节预计迭代加速。建议关注盈利预计较好环节龙头标的。

2021 年三季度权益市场展望与策略

A 股市场

我们认为在国家重视、机构化率提升、居民理财搬家、海外配置的大趋势下的权益时代，叠加开放红利、大创新的历史发展时代，未来结构性牛市仍然会持续。

从基本面角度来看，经济仍处在疫情后的恢复进程中，PPI 等数据维持高位震荡，A 股（非金融）全年的盈利增长或会非常靓丽。流动性层面，虽然美联储加息预期在逐渐升温，但是整体流动性环境大概率不会急速转向。

全球疫情方面：美欧区域有望在三季度实现疫苗约 70% 的覆盖，美欧经济生产端有望恢复至 95% 以上。目前美国制造业和非制造业 PMI 双双持续位于 55 上方且呈现向上趋势，海外需求的恢复或将传导到我国制造业，使其大概率会维持较高的景气度。

我们主要看好政策与业绩双催化的大创新科技成长方向。主要聚焦在医药、新能源链条、高端制造设备等。

港股市场

展望三季度，我们仍然主要关注美国通胀预期对港股市场带来的波动，以及全球新冠疫苗进度所带来的“疫情反复”与“经济复苏”之间的博弈。其背后代表的是业绩确定性板块（消费、医药和科技等）与低估值板块之间的仓位配比权重。

我们对三季度港股市场仍然保持谨慎态度，板块而言，目前恒生科技指数的大部分公司虽然在估值上已有较大优势，但仍然会受到政策不确定性（如互联网公司）、美股科技股流动性带来杀估值（如云计算、电商等）和全球缺芯（电子产业链）的影响，大部分在一季度未披露季报的公司，将在 8 月港股中报披露期被检验成色。三季度建议保持以“相对收益”为主的均衡配置策略，重点关注港股上市企业中具有一定投资逻辑的未盈利生物医药公司，以及疫情后消费企业的投资逻辑变化，同时经济复苏对香港本地零售、地产、博彩等边际上的改善，也将是我们三季度重点关注的方向之一。

2021 年三季度债券市场展望与策略

债券市场展望

春节后，在债券发行较慢等因素影响下，市场流动性相对充裕，整体呈现宽货币紧信用格局，利率持续下行，债券市场迎来一波上涨。接下来债市可能面临多重不确定性：一是财政后置落地，利率债发行加速，三季度将迎来高峰，市场流动性可能面临收紧；二是美国刺激政策退出临近，全球流动性收紧预期加强，美债利率可能重新上行；三是地方债务、房地产等重点领域风险可能进一步暴露，引发债市风险提升。相对有利的一面是经济向常态化回归，疫情仍存在不确定性，流动性难以过度收紧，同时为防范和化解风险以及应对利率债发行，货币政策将保持适度弹性。

债市策略

3月中旬以来利率下行，机构看空做多，杠杆提高，久期拉长。前期资产供给不足叠加重点领域风险暴露，信用债投资呈现抱团现象，高等级高票息资产受到市场追捧，中短期高等级利差降至低位。

5月底以来，市场资金面波动有所加大，机构担忧利率债供给冲击可能引发资金面收紧。预计未来流动性将边际收敛，加上重点领域风险可能进一步暴露，主体信用分层和市场分化可能进一步加剧。建议适当降低杠杆、缩短久期，信用债投资更加注重主体基本面，规避潜在风险。

（此处为文章结尾）