

2021年6月份月度策略报告

2021-5-27

宏观分析

报告摘要：

投资经理 崔红建

- **核心观点：1) 经济回落趋势进一步确立，疫情后修复领域提供韧性。**

4月经济动能较上月进一步放缓，出口和房地产投资是当前经济修复的主要推动力量，但制造业和消费的恢复低于预期，经济回落趋势进一步确立。此外，部分疫情后周期收益的板块目前尚未完全恢复正常，还有修复空间，我们维持经济运行节奏仍将是缓慢回落而不失速的判断；**2) 信用收缩最快阶段已过，货币预计回归中性，但仍需注意通胀风险。**从4月份的数据看，社融单月复合增速和M2增速均已回落至GDP增速附近，货币政策框架的“锚”则在于“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”，因此本轮信用收紧最快的一个阶段或告一段落。预计后续货币政策可能会逐渐回归中性，但短期内也不存在大幅收紧的基础。我们仍需要警惕通胀压力的失控，货币政策存在被动收紧的风险；**3) 海外经济仍在回升，美联储收缩QE或已不远。**从PMI数据看，欧美经济的修复依然处于上行态势，其中美国PMI数据高位有所回落而欧洲和日本的PMI数据仍在上行，美联储4月会议纪要显示其首提“讨论调整购债规模”，而从历史经验看，美联储内部开始讨论缩减到最终决策，一般还要经历数个月的时间；**4) 警惕反弹窗口临近尾声，市场下行风险仍存。**4月份经济数据进一步确立了修复见顶的形式，货币环境趋于宽松，权益市场出现反弹，以医药生物为代表的绩优板块和周期复苏交易板块领跑市场。展望三季度看，货币宽松防控信用风险扩散的必要性下降，同时通胀也存在超预期风险。预计三季度市场的波动可能会再度加大，我们需要警惕本轮反弹窗口结束的风险。

- **数据点评：**4月份，整体宏观经济呈现复苏逐渐放缓态势，房地产投资和外需出口的景气度依然偏高，消费、基建投资增速本月回落，经济主要支撑亮点还是在于地产和出口。社融数据方面，4月社融增速继续回落，与上月表现类似，非标融资收缩和企业债融资低迷为主要拖累项，企业中长期贷款增速维持上行，与制造业投资的疲软状况有所背离。海外方面，欧美经济延续复苏趋势但增速有所放缓，美联储首提QE的退出，同时重申距离经济“进一步实质性进展”仍需时间。

- **投资操作：**未来最大的风险仍然是输入性通胀，通胀很有可能会在下半年继续走高，从而对国内货币政策带来一定的压力，但是由于是输入性通胀，所以货币政策的紧缩力度也会有限。海外因素毕竟是复杂的，我们无法去准确做出预判，因此对下半年仍然要保持谨慎乐观，对市场保持“谨慎”，对优秀公司的成长要保持“乐观”。

投资经理 郭峰

研究员 边康祥

biankangxiang@shifengamc.com

联系人 胡晓天

021-61093233

sales@shifengamc.com

目录

一、 报告期内宏观经济分析.....	3
二、 对当月经济数据和市场数据点评.....	17
三、 对未来宏观经济和证券市场的展望.....	18
四、 操作结论.....	20

一、报告期内宏观经济分析

工业增加值回升。4月份工业增加值同比上升9.8%，较上月回落4.3pct；1-4月工业增加值累计同比增速20.3%，较上月回落4.2pct。复合增速看，4月工业增加值19-21年复合增速为6.8%，较上月回升0.6pct，1-4月累计复合增速7.0%，较上月回升0.2pct。其中，4月采矿业工业增加值两年复合增速1.7%，较上月回落1.8pct；制造业两年复合增速7.6%，较上月回升1.3pct；电力燃气水供应两年复合增速5.1%，较上月回落0.7pct。4月份工业生产景气度回升，主要受到制造业生产景气度回升的影响，但3月存在低基数效应，生产端由于就地过年政策导致了旺季不旺，因此导致制造业生产增速环比回升。



制造业 PMI 回落。4月制造业PMI为51.1，较上月回落0.8，其中大企业PMI为51.7，较上月回落1.0；中型企业PMI为50.3，较上月回落1.3；小型企业PMI为50.8，较上月回升0.4，中大型企业的PMI数据有所回落。4月非制造业PMI为54.9，较上月回落1.4，其中建筑业PMI为57.4，较上月回落4.9，服务业PMI为54.4，较上月回落0.8。从结构上看，PMI供需均有收缩。4月PMI生产指数52.2，较上月回落1.7，PMI新订单指数52.0，较上月回落1.6，其中新出口订单指数50.4，较上月回落0.8，内外需均有所回落。库存方面，产成品库存46.8，较上月回升0.1，原材料库存48.3，较上月回落0.1。价格方面，原材料购进价格指数66.9，较上月回落2.5，出厂价格指数57.3，较上月回落2.5，企业原材料的涨价压力依然较大。4月份PMI数据看，进一步验证整体宏观经济高位回落的走势。

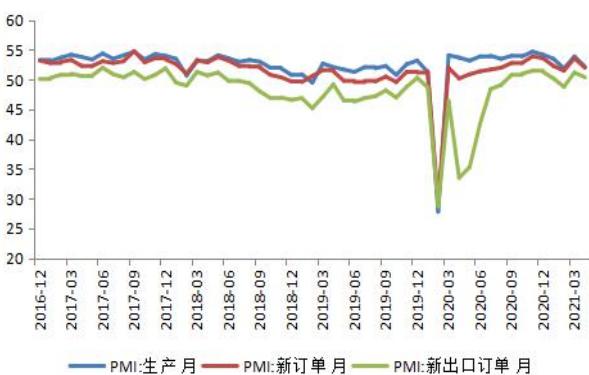
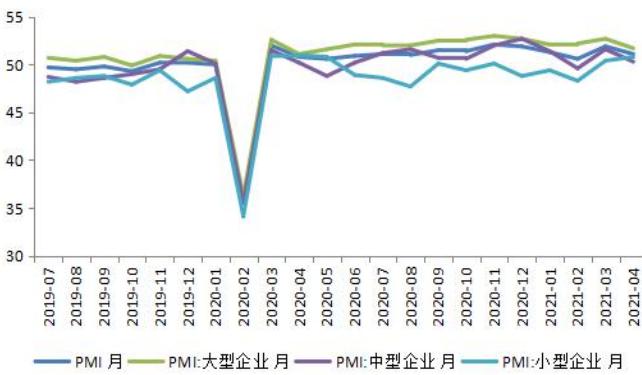
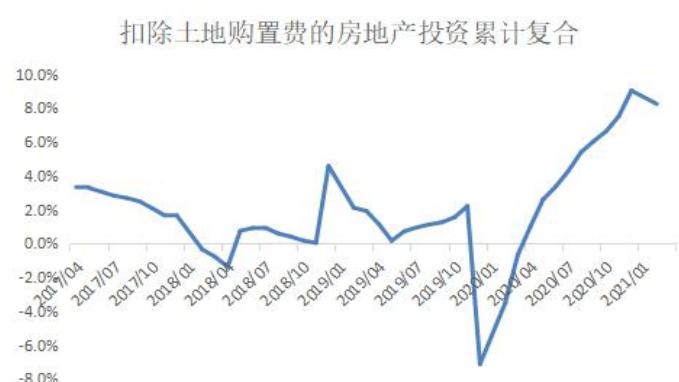




表 2: PMI 及 PMI 分项指标

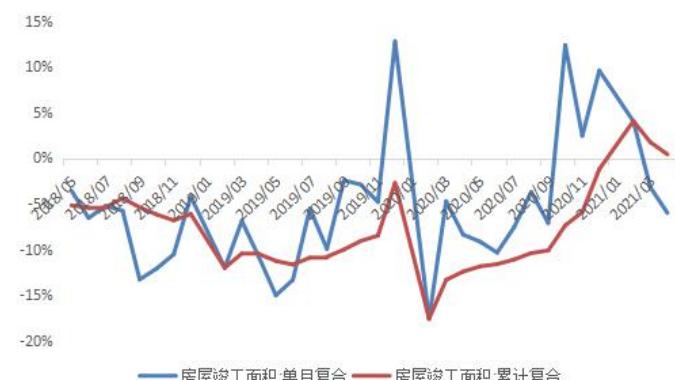
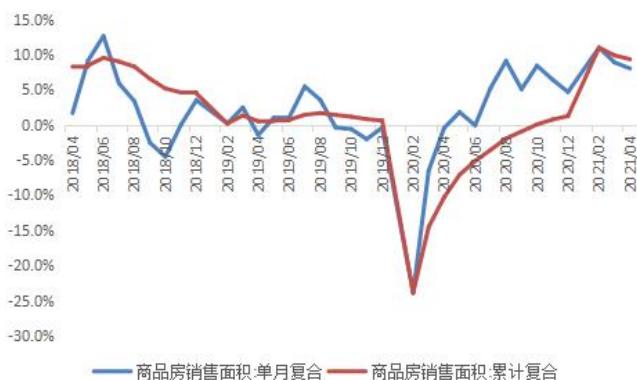
指数类别	具体指数	当月值	上月值	方向变化
综合	PMI	51.10	51.90	收缩
生产端	PMI: 采购量	51.70	53.10	收缩
	PMI: 生产	52.20	53.90	收缩
需求端	PMI: 新订单	52.00	53.60	收缩
	PMI: 新出口订单	50.40	51.20	收缩
	PMI: 进口	50.60	51.10	收缩
库存	PMI: 产成品库存	46.80	46.70	扩张
	PMI: 原材料库存	48.30	48.40	收缩
价格	PMI: 购进价格	66.90	69.40	收缩
	PMI: 出厂价	57.30	59.80	收缩
就业	PMI: 从业人员	49.60	50.10	收缩

投资端复合增速回升。4月固定资产投资增速10.9%，1-4月累计增速19.9%。从两年复合增速看，4月固定资产投资增速为5.7%，较上月回升1.7pct。分项目看，基建投资4月增速2.8%，较19年两年复合增速3.8%，复合增速较3月回落2.0pct；房地产投资4月增速13.7%，较19年两年复合增速10.2%，复合增速较上月回升2.4pct；制造业投资4月增速14.7%，较19年两年复合增速3.4%，复合增速较上月回升3.8pct。从复合增速看，地产投资和制造业投资回升、基建投资回落，在经历三月份年后集中开工及两会召开影响之后，投资端的复苏回到此前的节奏当中，基建投资继续趋缓而地产和制造业再次成为主要支撑力量，但本月制造业投资的绝对数值依然相对较低，在原材料涨价侵蚀制造业利润的背景下，制造业投资的回升或将持续偏弱，而地产数据的进一步上行空间又较为有限，因此整体看投资端继续上行的动力后续将持续转弱。

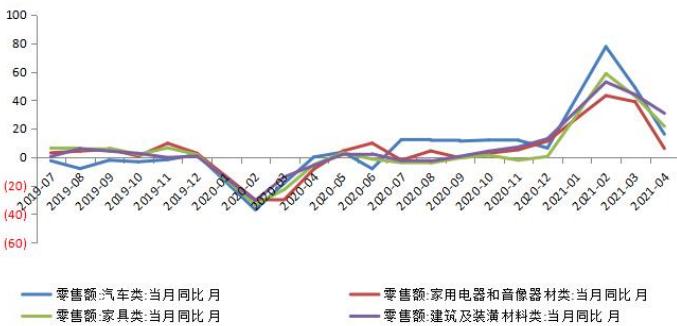


地产数据多项回落。4月销售面积增速19.2%，较19年两年复合增速8.0%，复合增速较上月回落0.9pct；销售金额同比增速32.5%，较19年两年复合增速12.2%，复合增速较上月回落4.0pct；新开工面积同比增速-9.3%，较19年两年复合增速-5.4%，复合增速较上月回落3.4pct；竣工面积同比增速-3.1%，较19年两年复合增速-6.0%，复合增速较上月下降2.8pct。地产各项数据继续走弱，或与此前密集出台的地产调控政策有关。土地市场方面，土地购置面积同比增速-15.4%，较19年两年复合增速-1.9%，复合增速较上月回升5.9pct；土地成交价款同比增速-45.4%，较19年两年复合增速-0.2%，复合增速较上月回升21.9pct，土地成交均价同比增速-35%。土地市场表现依然偏弱，主要受到土地集中供应政策有关，一二线城市4月土地供应仍较少。资金方

面，4月地产资金开发来源同比增速19.7%，较19年两年复合增速9.0%，复合增速较上月回升0.8pct。其中国内贷款4月增速-9.6%，较19年两年复合增速0.0%，复合增速较上月回升3.2pct；定金及预收款4月增速48.5%，较19年两年复合增速15.5%，复合增速较上月回落1.4pct，房地产销售景气度依然偏高，个人按揭贷款4月增速22.0%，两年复合增速10.1%，较上月回落4.7pct。从地产数据来看，地产各项指标跟上月比继续走弱，政策收紧效应显现，但整体的景气度依然相对较高。



消费增速全面回落。4月社零增速17.7%，较19年两年复合增速4.3%，复合增速较上月上升回落2.0pct。限额以上社零增速18.5%，较19年两年复合增速7.1%，复合增速较上月回落1.4pct，消费数据边际走弱。其中网上商品和服务零售总额同比增速12%，较19年两年复合增速8.8%，复合增速较上月下降3.0pct，线上消费回落幅度较大。耐用消费品方面，汽车单月消费增速16.1%，较19年两年复合增速7.7%，复合增速较上月回落2.6pct；家电两年复合增速-1.5%，较上月回落0.3pct；家具两年复合增速7.3%，较上月回升2.2pct；通讯器材两年复合增速13.2%，较上月回落1.5pct。耐用消费品增速普遍走弱，其中汽车消费高位回落及家电行业的持续低迷为主要拖累项。非耐用消费品方面，粮油和食品复合增速12.2%，饮料复合增速17.5%，烟酒消费复合增速16.3%，服装纺织复合增速3.4%，石油制品消费复合增速0.8%，餐饮消费复合增速0.4%，餐饮消费复苏低于预期，非耐用品消费增速同样存在较普遍回落现象。



(20) 零售额:汽车类:当月同比 月
(40) 零售额:家用电器和音像器材类:当月同比 月
(60) 零售额:家具类:当月同比 月

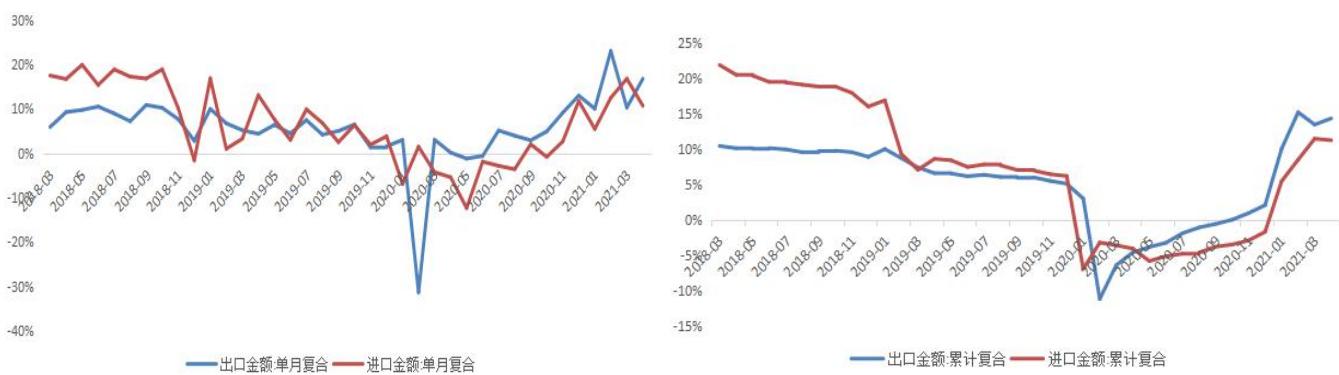


零售额:粮油、食品、饮料、烟酒类:当月同比 月
零售额:服装鞋帽针纺织品类:当月同比 月
零售额:中西药品类:当月同比 月
零售额:日用品类:当月同比 月
零售额:石油及制品类:当月同比 月
零售额:化妆品类:当月同比 月

单月复合增速	Apr-21	Mar-21	结构占比
耐用消费品	汽车	7.7	28%
	家用电器	-1.5	6%
	家具类	7.3	2%
	建筑装潢	11.0	2%
	金银珠宝	14.2	2%
	通讯器材	13.2	3%
非耐用消费品	食品	12.2	15%
	石油制品	0.8	13%
	服装鞋帽	3.4	10%
	中西药品	8.3	6%
	日用品类	12.7	4%

文化办公	6.6	13.9	2%
书报杂志	10.8	13.2	2%
化妆品	10.4	12.2	1%
体育娱乐	17.4	15.8	1%

出口再度回升。4月进口增速43.1%，较上月回升4.9pct，出口增速32.3%，较上月回升1.7pct。复合增速看，4月进口数据两年复合增速为10.7%，较上月回落6.0pct；出口数据两年复合增速为17%，较上月回升6.5pct。分区域看，进口方面，对美进口两年复合增速16.1%，较上月增速回落7.5pct；对欧盟进口复合增速6.2%，较上月回落5.7pct；对日本进口复合增速9.0%，较上月回落7.9pct。出口方面，对美出口两年复合增速15.8%，较上月回升5.6pct；对欧盟出口复合增速8.7%，较上月回升3.6pct；对日本出口复合增速15.5%，较上月回升12.5pct。分产品看，与防疫相关产品的出口增速继续回落，纺织纱线产品出口增速为-16.8%，医疗器械出口增速7%，高新技术产品出口两年复合增速17.7%，较上月回升6.0pct；机电产品出口复合增速17.2%，较上月回升6.2pct，纺织服装行业出口复合增速7.2%，较上月回升3.9pct。进口方面，4月进口数据回落。分类别看，铜、原油、铁矿石进口数量同比增速分别为5.1%、-0.2%、3.0%，进口金额同比增速分别为67%，73%，90%，大宗的商品进口增速显著回落，随着原材料涨价压力凸显，进口大宗商品的需求出现收缩迹象。



CPI、PPI加速回升。4月CPI同比为0.9%，较上月回升0.5pct，食品CPI同比增速-0.7%，与上月持平，其中，猪肉同比下跌21.4%，环比下跌11.0%，鲜果同比增速2.7%，环比下降3.8%，鸡蛋同比上升6.8%，环比上升1.4%，蔬菜同比下降1.3%，环比下降8.8%。4月非食品CPI同比增速1.3%，较上月回升0.6pct，生活用品及服务、居住、交通通信、衣着等行业的价格数据均有不同程度的回升。4月PPI同比+6.8%，较上月上升2.4pct，其中生产资料同比增速9.1%，较上月份回升3.3pct，生活资料同比增速0.3%，增速较上月回升0.2pct。受到同期大宗原材料价格

回升的影响，PPI 继续加速回升。并且，考虑当目前仍在上涨的大宗材料价格及 2020 年 5 月份同期的 PPI 低基数，预计 5 月 PPI 仍将进一步上行。

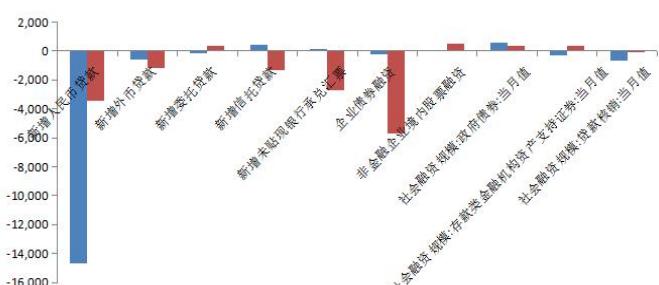
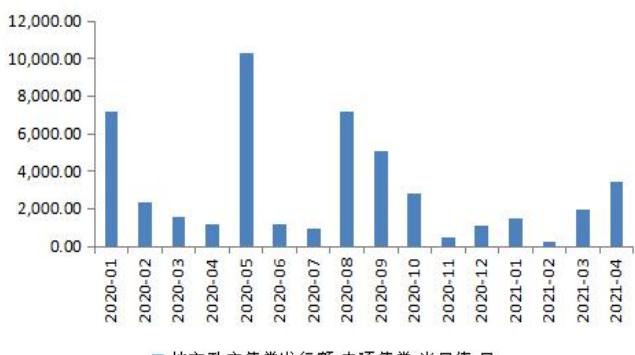
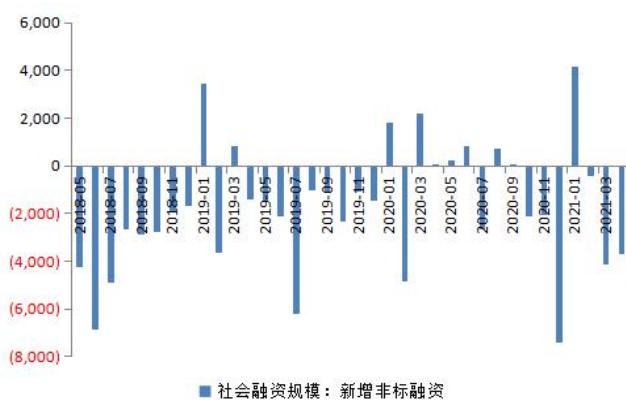
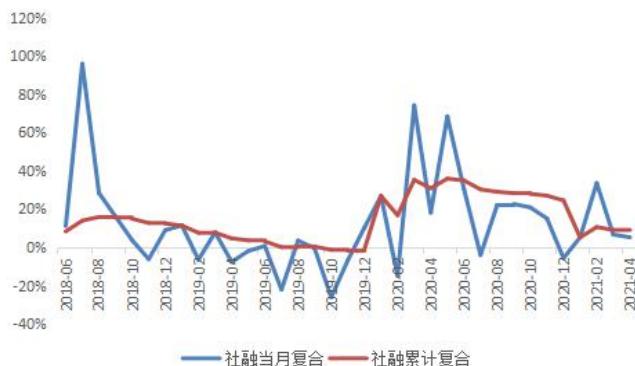


表3：总体宏观数据及预测值

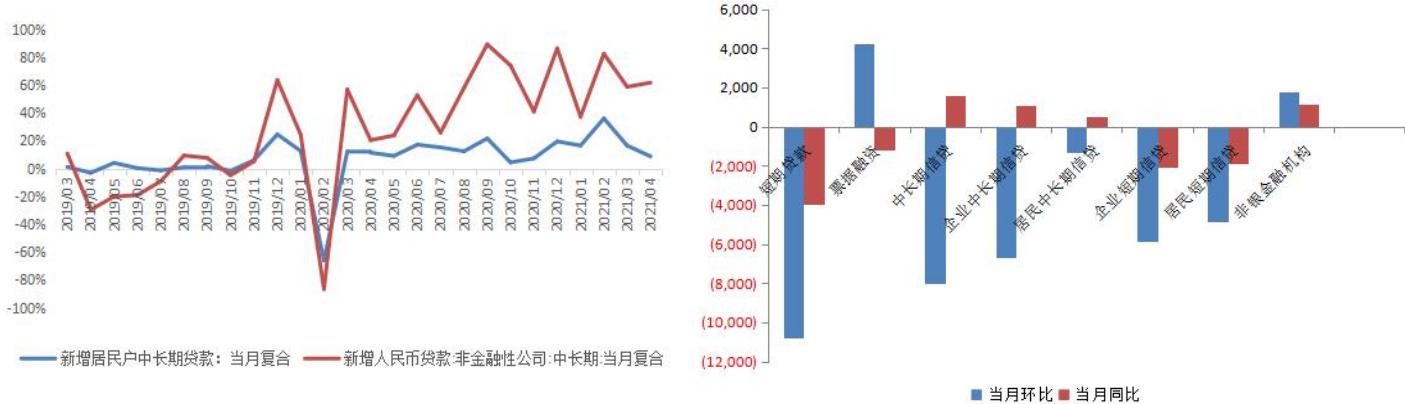
		202105F	Apr-21	Mar-21
生产	工业增加值	7.7%	9.8%	14.1%
	PMI		51.1%	51.9%
	发电量		11.0%	17.4%
需求	社会消费品零售		17.7%	34.2%
	固定资产投资(累计)		19.9%	25.6%
	出口	0.0%	32.3%	30.6%
	进口	0.0%	43.1%	38.1%
	贸易顺差:亿美元		428.5	138
物价	CPI	1.8	0.9	0.4
	PPI	6.1	6.8	4.4
货	M1 增速		6.20	7.10

币	M2 增速	8.10	9.40
	剪刀差	-1.9	-2.3
	汇率： 美元/人民币	6.47	6.57
	社会融资规模： 亿元	18507	33665

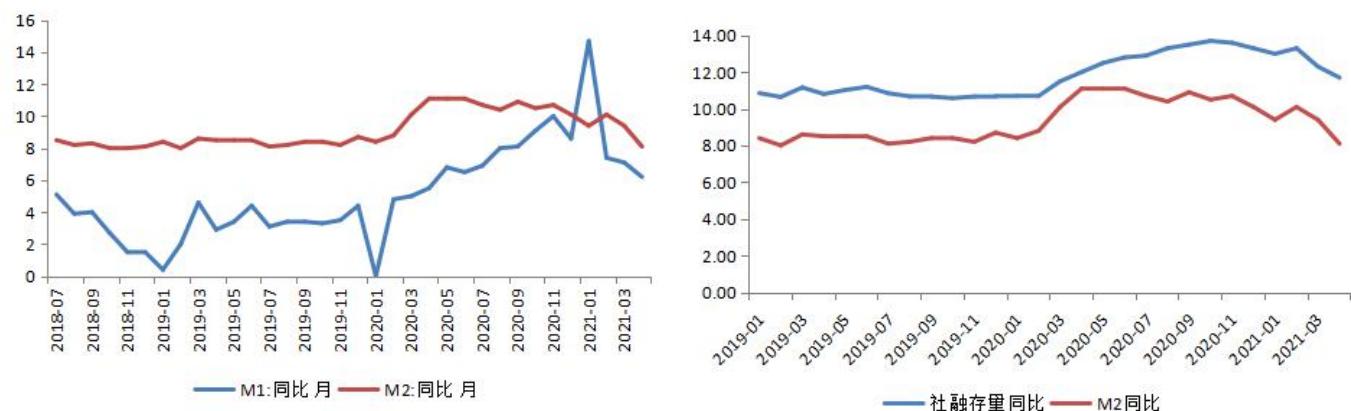
新增社融增速回落。4月新增社融1.85万亿，同比增速-40%，较2019年同期的两年复合增速为5%，较上月回落2.0pct；1-4月累计新增社融同比增速-15%，较2019年同期的两年复合增速为8%，较上月回落1.0pct。从结构上看，新增非标融资合计为-3693亿，同比降幅扩大3714亿，其中新增委托贷款-213亿，同比降幅收窄366亿，新增信托贷款-1328亿，同比降幅扩大1351亿，新增银行未贴现承兑汇票-2152亿，同比降幅扩大2729亿。新增人民币贷款1.28万亿，同比收缩3399亿，新增政府债券3739亿，同比增加382亿，新增企业债券3509亿，同比减少5728亿。从社融数据看，整体增速呈现下降态势，一方面是非标收缩有所加快，另一方面信用债集中到期较多拖累企业债券净融资数据所致。



新增信贷回落。4月新增人民币信贷1.47万亿，同比增速-14%，两年复合增速20%，较上月回落7.0pct。从结构上看，票据融资2711亿，同比下降1199亿，居民短贷365亿，同比下降1915亿，居民长贷4918亿，同比增加529亿，企业短贷-2147亿，同比减少2005亿，企业长贷6605亿，同比增加1058亿，非银金融机构贷款1532亿，同比增加1128亿。新增信贷整体增速呈现回落，主要受到居民长短期贷款大幅回落的影响，从复合增速看，4月居民中长期贷款两年复合增速为9%，短期贷款复合增速为-42%，较上月分别回落7.7pct和52.7pct，或受到地产调控政策加码的影响。但企业中长期贷款增速依然保持强势，4月复合增速为53%，较上月回升10.7pct，一方面实体经济的融资需求依然旺盛，另一方面非标项目的收缩也导致部分表外资金转向表内。



M1、M2增速双双回落。4月M1同比增速6.2%，较上月份增速回落0.9pct，其中流通中货币同比增速5.3%，增速较上月回升1.1pct，单位活期存款同比增速6.3%，较上月回落1.3pct；4月份M2增速8.8%，较上月回落1.5pct，其中单位定期存款同比增速0.5%，较上月回落2.4pct，个人存款同比增速12.3%，较上月回落0.8pct，其他存款同比增速9.7%，较上月回落2.2pct。



财政支出下降。4月份财政收入同比增速29.38%，较19年同期两年复合增长率为4.9%，较上月回升2.3pct。其中，中央财政收入增速32.45%，两年累计复合增速2.3%，较上月回落2.0pct；地方财政收入增速26.8%，两年累计复合增速7.3%，较上月回升6.0pct。从分项看，税收收入复合增速5.0%，非税收入复合增速3.83%。税收收入当中，企业所得税4月复合增速13.3%，增值税收入复合增速-3.6%，个人所得税增速15.2%，国内消费税增速0.14%，四大税种当中增值税、消费税以及企业所得税的两年复合增速较上月有所回升，映射当前经济运行情况良好。此外，4月土地增值税收入两年复合增速24.3%，较上月回升22.6pct，地产市场景气度依然偏高。财政支出方面，4月财政支出同比-3.38%，两年复合增速1.9%，较上月回升6.6pct。其中，中央财政支出同比增速-12.2%，两年复合增速-9.6%，较上月回落9.7pct，地方财政支出同比增速-1.56%，两年复合增速4.6%，较上月回升9.9pct。从支出的项目看（两年复合增速），社会保障和就业支出同比15.5%，教育支出同比增速7.4%，科学技术支出同比增速-5.3%，农林水事务支出同比增速-16.6%，交通部运输支出同比增速-18.0%，基建类支出两年复合增速较弱，社会保障类支出增速回升。4月政府性基金收入增速9.2%，两年复合增速3.8%，增速较上月份回落7.6pct，其中国有土地使用权出让收入同比增速4.3%，两年复合增速4.4%，较上月回落9.5pct，土地市场表现依然较为弱势；政府性基金支出增速-1.0%，两年复合增速29.7%，较上月回升11.0pct，政府性基金支出增速回升。财政赤字方面，4月份，一般公共预算和政府性基金合计盈余2914亿，同比增加5901亿元。今年以来财政收入端逐渐回升而支出端相对较弱，导致财政盈余状况明显好于去年水平。

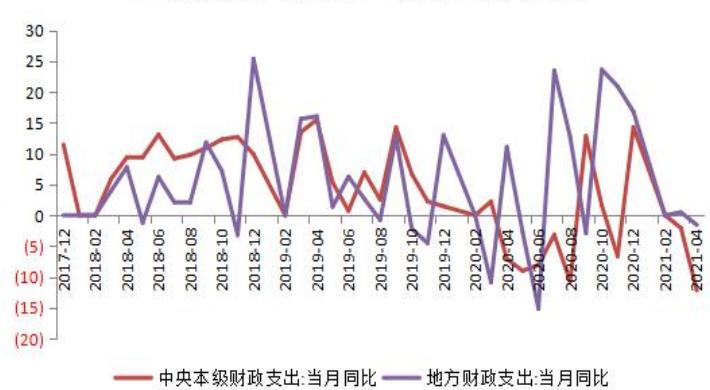
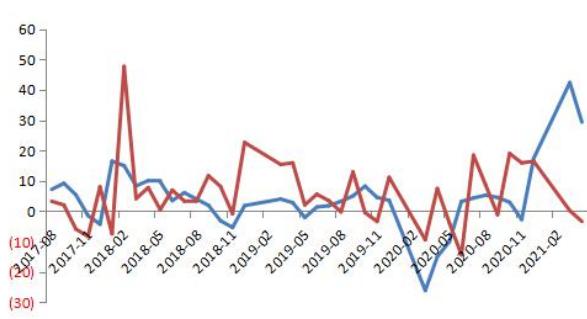
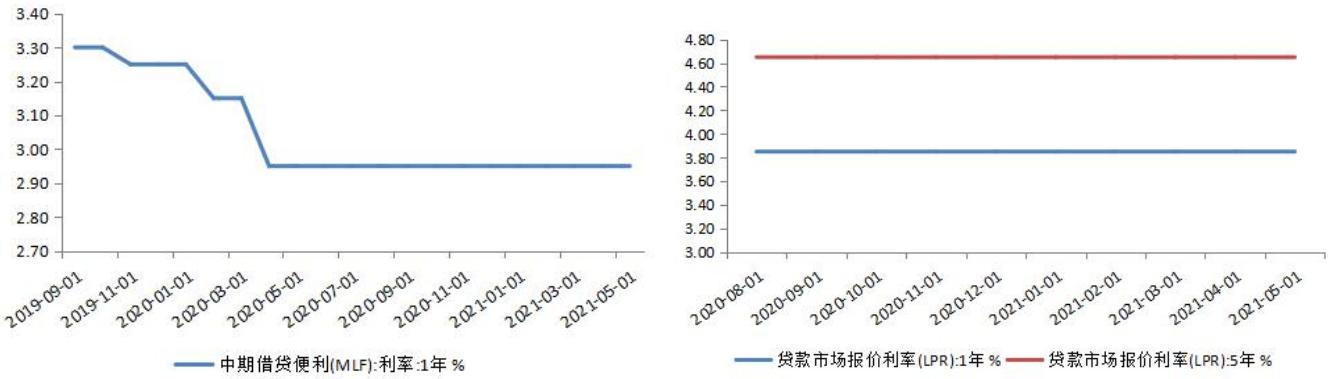


表 3: 信贷及财政收支

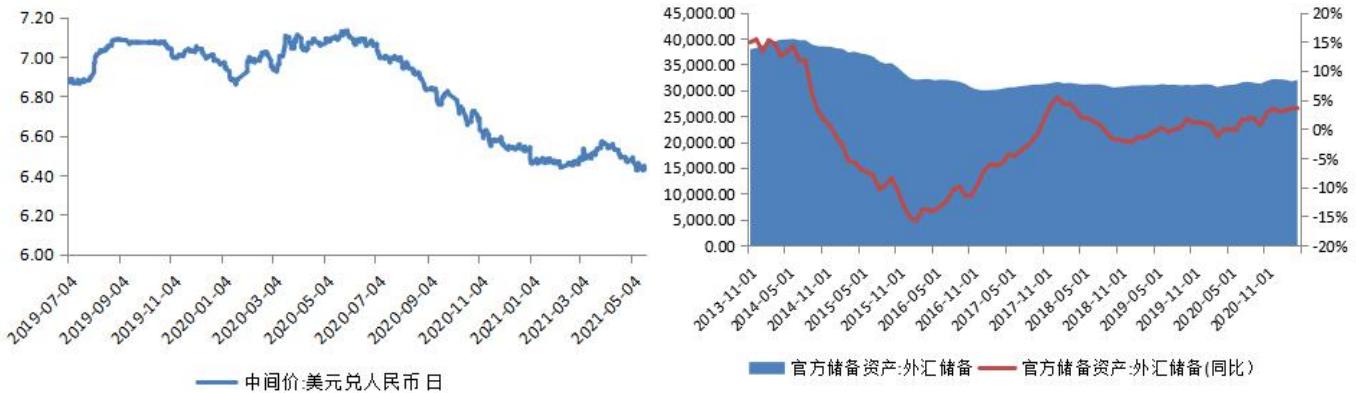
		Apr-21	Mar-21	Apr-20	同比
货币	社会融资规模	18507	33665	31027	-12520
	社融: 新增人民币贷款	12840	27511	16239	-3399
	社融: 新增委托贷款	-213	-42	-579	366
	社融: 新增信托贷款	-1328	-1791	23	-1351
	社融: 未贴现银行承兑汇票	-2152	-2296	577	-2729
	金融机构新增人民币贷款	14700	27300	17000	-2300
	金融机构: 居民中长期贷款	4918	6239	4389	529
	金融机构: 企业中长期贷款	6605	13300	5547	1058
					4744
财政	财政收入	20893	15310	16149	-619
	财政支出	17693	22970	18312	5363
	收支差额	3200	-7660	-2163	-12520

利率保持稳定，MLF 缩量续作。截止 5 月 21 日，一年期国债利率 2.3394%，十年期国债利率 3.0716%，一年期 AAA 企业债到期收益率 2.9095%，十年期 AAA 企业债到期收益率 4.0482%。截止至 5 月 21 日，民营企业信用利差（中位数）305.72BP，较上月上升 12.5 个 BP，信用利差有所回升。5 月 17 日，央行宣布开展中期借贷便利（MLF）操作，向市场注入流动性 1100 亿元，考虑到到期的 MLF 金额为 1200 亿元，本次 MLF 操作为略缩量续作。操作价格方面，此次 MLF 利率维持在 2.95%（当前国股行的 1 年期同业存单利率约 2.85%，本次 MLF 操作体现当前货币政策处于偏紧态势，以稳为主）。5 月 20 日，央行公布最新贷款市场报价利率（LPR），1 年期和 5 年期以上 LPR 分别为 3.85%、4.65%，保持不变。

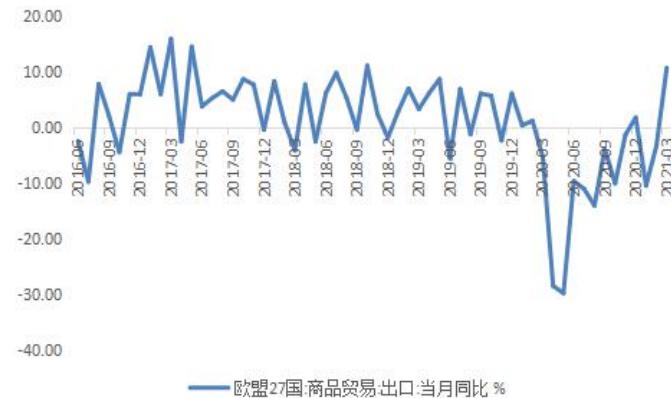
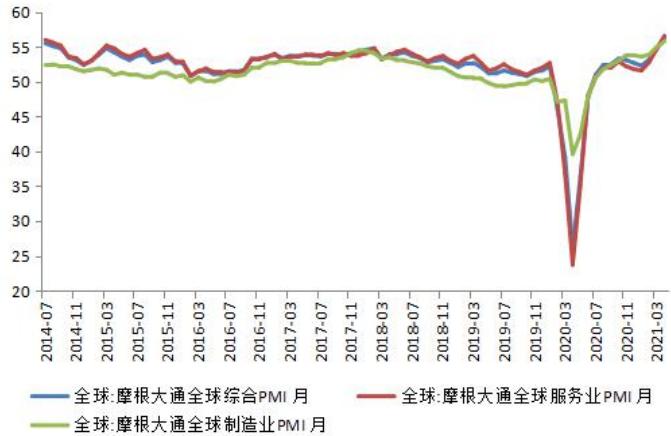




汇率小幅升值。截止 5 月 21 日，美元兑人民币即期汇率为 6.4337，美元兑人民币中间价为 6.4300，人民币汇率小幅升值。4 月份，外汇储备 3.20 万亿，环比上升 282 亿。



海外生产回升放缓。美国 4 月份制造业 PMI 为 60.7，较上月回落 4.0，CPI 为 4.2%，较上月上升 1.6pct，核心 CPI 为 3.0%，较上月回升 1.4pct。欧元区 4 月份制造业 PMI 为 62.8，较上月回落 0.1，CPI 为 1.6%，较上月回升 0.3pct，核心 CPI 为 0.7%，较上月回落 0.2pct。日本 4 月份制造业 PMI 为 53.6，较上月回升 0.9。4 月海外经济回升速度有所放缓，美国 PMI 数据小幅回落大，但欧洲和日本的 PMI 依然维持上行，同时美国 CPI 数据也依然在持续上升，在经济复苏的背景下，海外经济体的通胀压力也在凸显。从非农就业来看，4 月美国非农就业增加 26.6 万人，较上月回落 65 万人，4 月份美国失业率 6.1%，较上月回升 0.1pct，失业率整体呈现好转态势。国债收益率方面，截至 5 月 21 日，十年期美债收益率 1.63%，5 月以来呈现震荡横盘走势。



指数方面，4月上证综指上涨 0.14%，深证综指上涨 3.67%，创业板指上涨 12.07%，沪深 300 上涨 1.49%，上证 50 下跌 1.36%。行业方面，涨幅前三的行业分别为医药生物（申万）、有色金属（申万）、钢铁（申万），涨幅分别为 10.97%、9.01%、8.85%，跌幅靠前的行业为国防军工（申万）、建筑装饰（申万）、公共事业（申万），跌幅分别为 4.08%、5.19%、8.97%。5月份以来（截止至 5月 21 日），上证综指上涨 1.15%，深证综指上涨 0.91%，创业板指上涨 0.71%，沪深 300 上涨 0.21%，上证 50 下跌 0.27%。行业方面，涨幅前三的行业分别为采掘（申万）、国防军工（申万）、公共事业（申万），涨幅分别为 5.15%、4.78%、4.39%，跌幅前三的行业分别为机械设备（申万）、电子（申万）、农林牧渔（申万），跌幅分别为 1.76%、2.78%、3.20%。

表 5：主要指数及领涨领跌板块

4月市场行情		涨幅前三行业		领跌行业	
上证指数	0.14%	医药生物(申万)	10.97%	国防军工(申万)	-4.08%
深证综指	3.67%	有色金属(申万)	9.01%	建筑装饰(申万)	-5.19%
创业板指	12.07%	钢铁(申万)	8.85%	公共事业(申万)	-8.97%
5月（截止 5月 21 日）		领涨行业		领跌行业	
上证指数	1.15%	采掘(申万)	5.15%	机械设备(申万)	-1.76%
深证综指	0.91%	国防军工(申万)	4.78%	电子(申万)	-2.78%
创业板指	0.71%	公共事业(申万)	4.39%	农林牧渔(申万)	-3.20%

二、对当期经济数据和市场数据点评

4月份，整体宏观经济呈现复苏逐渐放缓态势。从对比19年同期两年复合增速的角度来看，生产端工业增加值两年复合增速较上月回升，或与就地过年政策导致的3月份工业生产旺季不旺所形成的低基数有关。需求端看，房地产投资和外需出口的景气度依然偏高，消费、基建投资增速本月回落，制造业投资增速小幅回升但绝对值依然偏低。其中，出口的高增速主要与海外经济体的持续复苏有关，同时东南亚地区疫情反复的情况下，纺织服装等部分劳动密集型产品贸易订单转移至国内有关。而房地产领域在政策加码的压力下，各细项指标已呈现不同程度的回落，地产投资数据难有进一步上行。制造业投资的持续低迷或主要受到大宗原材料涨价的影响，同时在预期地产和出口增速在下半年的回落的背景下，制造业企业微观主体继续加大扩大再生产的动力不足。消费端看，耐用消费品当中，汽车消费高位回落及家电行业的持续低迷为主要拖累项，家电数据21年以来表现较弱，与地产销售的景气度有所背离，而汽车消费下半年也会面临高基数的压力，其增速也将逐渐放缓。非耐用品中，食品、石油消费、服装、日用、文化办公等行业增速均有不同程度的下滑。

社融数据方面，4月社融增速继续回落，与上月表现类似，非标融资收缩和企业债融资低迷为主要拖累项。同时表内的居民中长期贷款增速显著回落，地产调控政策效果明显。企业中长期贷款增速维持上行，该数据与制造业投资的疲软状况出现背离，可能原因在于非标收缩的背景下，部分表外贷款转向表内，但整体制造业的融资数据并没有显著回升，因此投资数据相对疲软。

从海外看，欧美PMI数据出现分化，美国PMI数据回落至60.7，欧洲、日本PMI数据依然保持上行，海外经济回升态势有所放缓。同时，海外经济体的通胀压力越发明显，4月美国CPI同比增长4.2%，核心CPI同比增长3.0%。CPI的大幅上升主要有两方面原因。一是美国3月中旬1.9万亿美元财政刺激落地及其疫苗接种率提高有助于经济活动的恢复。另一方面，4月份非农就业低于预期反映美国就业回升仍面临阻碍，需求回升叠加劳动力供给紧张，对服务业造成较大的价格上涨压力。美联储4月会议纪要公布，首次提到“讨论调整购债规模”，但同时也认为通胀上升是暂时的，重申距离经济“进一步实质性进展”仍需时间，美联储的实施QE缩减的落地窗口期仍未到来。

市场方面，4月份欧美经济维持修复态势，美债收益率升势停滞，市场继续上涨，道琼斯指数月涨幅2.71%，纳斯达克指数月涨幅5.40%。美联储4月首提讨论QE缩减，但在美国就业数据无明显起色的情况下，美联储政策的转向窗口期仍需等待。国内方面，随着年季报的集中披露，以医药生物为代表的绩优板块领涨，同时以钢铁、有色为代表的周期板块在经济持续修复的背景下跑赢市场。

三、对未来宏观经济和证券市场的展望

(一) 经济回落趋势进一步确立，疫情后修复领域提供韧性

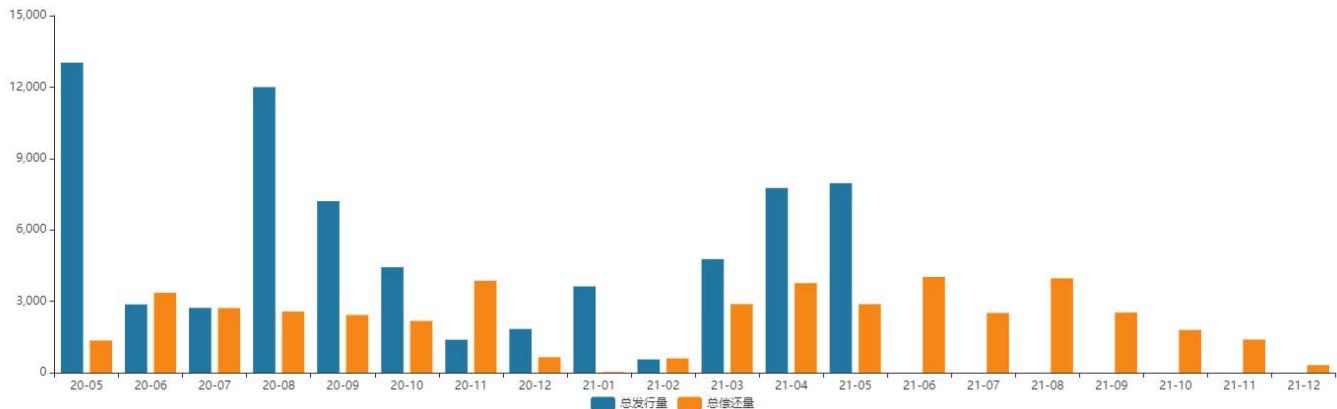
4月经济动能较上月进一步放缓，出口和房地产投资是当前经济修复的主要推动力量，但进一步上行的动力较弱，出口后续将面临高基数及出口份额下降的压力，房地产投资则由于政策的收紧，其新开工、土地购置等先行指标已连续走弱多月，这两者后续的增速预计将逐渐回落。在此背景下，制造业投资和消费的接力作用则显得相对低迷，在原材料大幅上涨的压力下，制造业盈利承压，同时其下游的需求主体地产、基建、出口也在逐渐见顶，制造业投资的回升动能存疑。消费方面，耐用消费品当中的家电家具等地产后周期产业链随着地产数据回落，后续预计也将逐渐走低，汽车消费下半年也存在高基数压力，整体表现预计也会偏弱。因此综合看来，消费和制造业的回升并没有办法对出口和地产投资的回落起到较好的对冲作用，我国经济见顶回落趋势进一步确立。

但与此同时，我们也可以看到，有部分疫情后周期收益的板块目前尚未完全恢复正常，如餐饮消费、交通运输、酒店旅游板块等，这些领域还有修复空间，出口端的支撑力依然较强。并且目前来看宏观政策的转向也较为温和，我们维持经济运行节奏仍将是缓慢回落而不失速的判断。

(二) 信用收缩最快阶段已过，货币预计回归中性，但仍需注意通胀风险

3月份以来，社融、M2增速出现了显著的下降，反映了疫情后宽松政策的退出及信用收缩加速的特征。从4月份的数据看，社融单月复合增速和M2增速均已回落至GDP增速附近，从央行一季度货币政策执行报告的讲述看，首次提出“建设现代中央银行制度，健全现代货币政策框架”的基调，货币政策框架的“锚”则在于“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”，因此本轮信用收紧最快的一个阶段或告一段落。同时，为了对冲信用收缩的风险，5月份以来的DR007利率也保持宽松态势，公开市场操作净投放金额为-100亿元，对比1-4月份的-410亿、-3090亿、-250亿、100亿元依然在偏松的态势下。

展望后续货币政策看，由于信用收缩最快速的阶段已过，货币宽松的对冲必要性也在边际下降，在稳定杠杆的诉求下，预计后续货币政策可能会逐渐回归中性，但考虑到今年6-8月份地方政府债券的到期规模依然较大，因此短期内也不存在大幅收紧的基础。此外，货币当局表态当前PPI的上涨存在低基数的影响，在没有内需趋热叠加的背景下，大宗商品的涨价导致的输入型通胀不具备持续性的基础，因此货币政策的决定机制将依然是实体经济的偏弱运行。但我们仍需要警惕通胀压力的失控，在碳中和及疫苗注射时间错位的情况下，上游产能供给释放可能会低于预期，货币政策存在被动收紧的风险。



(三) 海外经济仍在回升，美联储收缩 QE 或已不远

从 PMI 数据看，欧美经济的修复依然处于上行态势，其中美国 PMI 数据高位有所回落而欧洲和日本的 PMI 数据仍在上行。疫苗方面，截至 5 月 22 日，美国疫苗完全接种人数占比 38%，较上月提升 12pct，英国疫苗完全接种人数占比 33%，较上月提升 16pct。同时随着疫苗普及率的提升，欧美新增确诊人数也在快速下行，英国政府宣布 6 月 21 日全面解封，美国预计也将在二季度末实现全民免疫，海外主要经济体的需求端依然处于上行态势。

美债收益率方面，十年期美债近期呈现震荡态势，美联储 4 月会议纪要显示其首提“讨论调整购债规模”，而从历史经验看，美联储内部开始讨论缩减到最终决策，一般还要经历数个月的时间。当前美联储对通胀上行的压力维持“暂时性”的判断，但劳动力需求的旺盛已对工资造成了一定的上涨压力，同时大宗原材料供给端的瓶颈和投入的短缺可能会使得本轮原材料涨价时产能释放偏刚性，通胀或存在超预期的风险，届时美债收益率的再次上行或将引发市场的波动。对我国而言，当前经济最大的亮点出口需求也将随着全球经济见顶而回落，经济滞涨发生的风险也在加大。

(四) 警惕反弹窗口临近尾声，市场下行风险仍存

4 月份经济数据进一步确立了修复见顶的形式，货币环境趋于宽松，同时年季报的密集披露也对部分绩优标的提供了股价的支撑，市场反弹窗口行情持续演绎，以医药生物为代表的绩优板块领跑市场，同时有色、钢铁等周期复苏交易板块也有较为明显的超额收益。展望三季度看，经济形式不容乐观，滞涨现象已有初步端倪，随着 8 月后地方政府债的到期规模回落，货币宽松防控信用风险扩散的必要性下降，同时叠加海外经济在全民免疫之后的加速上行，通胀也存在超预期风险，届时美联储对收缩 QE 的讨论也将进一步关注，预计三季度市场的波动可能会再度加大，我们需要警惕本轮反弹窗口结束的风险。

四、未来操作思考

未来最大的风险仍然是输入性通胀，通胀很有可能会在下半年继续走高，从而对国内货币政策带来一定的压力，但是由于是输入性通胀，所以货币政策的紧缩力度也会有限。

海外因素毕竟是复杂的，我们无法去准确做出预判，因此对下半年仍然要保持谨慎乐观，对市场保持“谨慎”，对优秀公司的成长要保持“乐观”。

【免责声明】

本报告仅供上海石锋资产管理有限公司（以下简称“本公司”）内部及特定机构交流研讨使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“石锋资产研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。