

2021年7月份月度策略报告

2021-6-24

宏观分析

报告摘要：

投资经理 崔红建

● **核心观点：**1) 经济回落但韧性仍存，基建投资三季度或将企稳。基建投资今年以来持续低迷，主要系地方专项债发行速度低于预期所致，随着三季度专项债的加速发行，基建投资有望企稳。我国经济下半年依然存在回落压力，但投资消费出口各项均有不同程度的韧性所在，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) 货币流动性或将逐渐收缩，通胀风险并未解除。4-5月份货币流动性表现相对宽裕，但从下半年看，由于政府专项债的加速发行以及到期债务的规模缩减，预计货币流动性或将边际收缩。此外，通胀问题也是下半年货币政策所关注的重要变量，我们依然需要警惕可能出现的超预期通胀风险；3) 海外疫情即将实现全民免疫，美联储 Taper 将是下半年最大风险。从海外看，欧美经济体的经济恢复仍在进行当中，疫苗接种普及率进一步上升。经济约束消除后，欧美经济有望进入进一步冲高阶段。美联储方面，尽管 6 月份议息会议依然维持宽松态势，但美联储官员对通胀的态度转向警惕，美联储何时宣布 Taper 将是下半年海外市场面临的主要风险；4) 市场预计保持震荡，公司业绩决定个股走势。展望三季度看，经济的低位震荡运行依然是趋势，货币政策收紧幅度预计相对有限，海外方面，美联储 taper 的信号将在三季度释放，但在美国通胀没有出现持续的超预期或者国内经济没有出现快速回落，市场预计仍将维持震荡的格局。对我们而言，更为重要的是需要对公司中报业绩进行细致的跟踪，未来市场更多还是以结构性机会为主。

● **数据点评：**5月份，宏观经济较上月继续缓慢回落。需求端，房地产和出口依然是需求的主要支撑，但景气度在边际下滑，制造业和基建表现持续低迷。消费数据当中地产产业链及疫情后周期板块有所走强。社融方面，本月非标融资收缩有所放缓，政府债券发行提速，为社融提供了主要的增量支撑，同时表内企业中长期贷款依然维持快速增长，在非标收缩背景下，部分表外贷款加速转向表内。海外方面，欧美经济继续回升，美联储对通胀态度逐渐转向谨慎。

● **投资操作：**我们认为 2021 年的 3-4 季度将是近年来最复杂的两个季度，海内海外相互纠缠，国内政策收紧放松难以确定，唯一确定的是国内经济已走入缓慢的经济衰退周期，在这个周期里，股市难以出现大幅的下跌，大概率走震荡行情，结构性机会将会和结构性风险并存。从投资的角度来讲，我们仍将是严格按照上市公司业绩增长的质量和速度作为依据，严格挑选股票进行投资。

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、 对当期经济数据和市场数据点评.....	19
三、 对未来宏观经济和证券市场的展望.....	20
四、 未来操作思考.....	22

一、报告期内宏观经济分析

工业增加值回落。5月份工业增加值同比上升8.8%，较上月回落1.0pct；1-5月工业增加值累计同比增速17.8%，较上月回落2.5pct。复合增速看，5月工业增加值19-21年复合增速为6.6%，较上月回落0.2pct，1-5月累计复合增速7.0%，与上月持平。其中，5月采矿业工业增加值两年复合增速2.1%，较上月回升0.4pct；制造业两年复合增速7.1%，较上月回落0.5pct；电力燃气水供应两年复合增速7.2%，较上月回升2.1pct。5月份工业生产景气度小幅回落，主要受到制造业生产景气度回落的影响，或与大宗原材料成本持续上涨压制企业生产积极性有关。

图表1：工业增加值复合增速



资料来源：wind

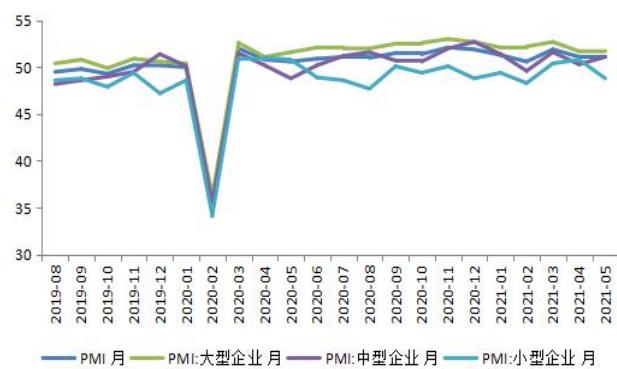
图表2：工业增加值复合增速（分项）



资料来源：wind

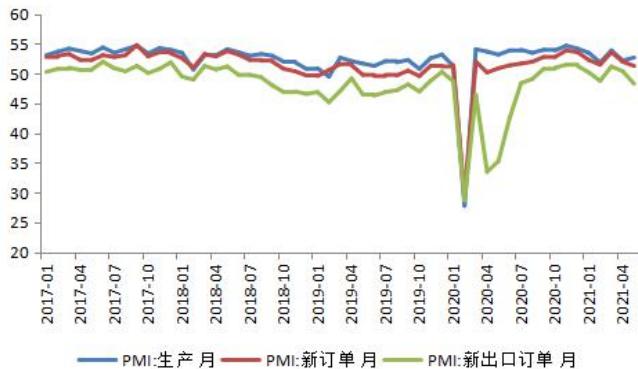
制造业PMI回落。5月制造业PMI为51.0，较上月回落0.1，其中大企业PMI为51.8，较上月回升0.1；中型企业PMI为51.1，较上月份回升0.8；小型企业PMI为48.8，较上月份回落2.0，本月小型企业PMI数据出现较为明显的回落。5月非制造业PMI为55.2，较上月回升0.3，其中建筑业PMI为60.1，较上月回升2.7，服务业PMI为54.3，较上月份回落0.1。从结构上看，5月PMI生产指数52.7，较上月扩张0.5，PMI新订单指数51.3，较上月回落0.7，其中新出口订单指数48.3，较上月回落2.1，外需的回落更为明显。库存方面，产成品库存46.5，较上月回落0.3，原材料库存47.3，较上月回落0.6。价格方面，原材料购进价格指数72.8，较上月回升5.9，出厂价格指数60.6，较上月回升3.3，企业原材料的涨价压力继续加大。5月份PMI数据看，原材料涨价压力进一步加大，对需求端造成了一定压力，同时由于人民币汇率升值的影响，外需的回落更为明显，经济整体呈现回落趋势。

图表 3: PMI 数据 (分企业)



资料来源: wind

图表 4: PMI 生产、订单数据



资料来源: wind

图表 5: PMI 价格数据



资料来源: wind

图表 6: PMI 库存数据



资料来源: wind

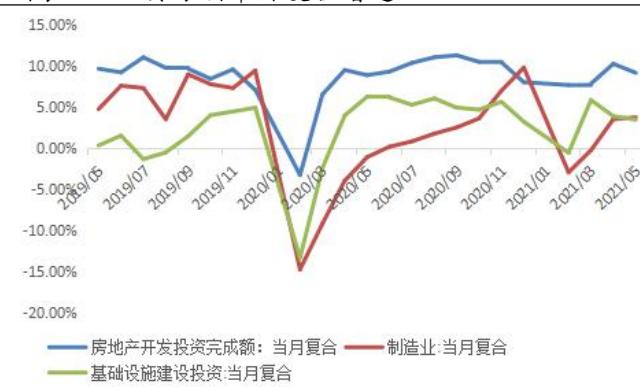
表 1: PMI 及 PMI 分项指标

指数类别	具体指数	当月值	上月值	方向变化
综合	PMI	51.00	51.10	收缩
生产端	PMI: 采购量	51.90	51.70	扩张
	PMI: 生产	52.70	52.20	扩张
需求端	PMI: 新订单	51.30	52.00	收缩
	PMI: 新出口订单	48.30	50.40	收缩
	PMI: 进口	50.90	50.60	扩张
库存	PMI: 产成品库存	46.50	46.80	收缩
	PMI: 原材料库存	47.70	48.30	收缩

价格	PMI: 购进价格	72.80	66.90	扩张
	PMI: 出厂价	60.60	57.30	扩张
就业	PMI: 从业人员	48.90	49.60	收缩

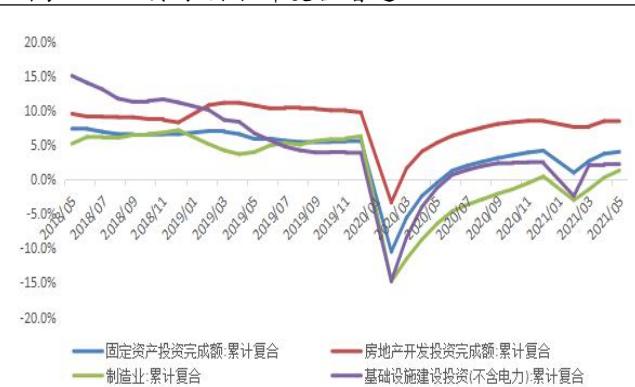
投资端复合增速回升。5月固定资产投资增速5.6%，1-5月累计增速15.4%。从两年复合增速看，5月固定资产投资增速为4.7%，较上月回落1.0pct。分项目看，基建投资5月增速-3.6%，较19年两年复合增速3.4%，复合增速较4月回落0.4pct；房地产投资5月增速9.8%，较19年两年复合增速9.1%，复合增速较上月回落1.1pct；制造业投资5月增速13.5%，较19年两年复合增速3.7%，复合增速较上月回升0.2pct。从复合增速看，地产和基建投资增速下滑，制造业投资增速小幅回升，本月投资数据延续上月趋势，基建投资继续趋弱，地产投资高位下行，而制造业投资的支撑依然显得相对疲软。在原材料涨价侵蚀制造业利润的背景下，制造业企业主体资本开支的回升幅度预计有限，整体看投资端后续依然将保持下行态势。

图表7：投资分项单月复合增速



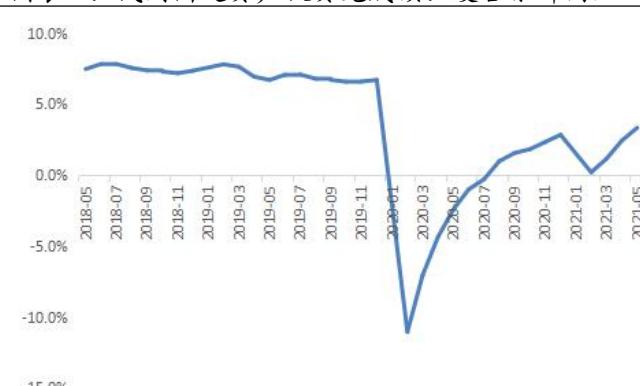
资料来源：wind

图表8：投资分项累计复合增速



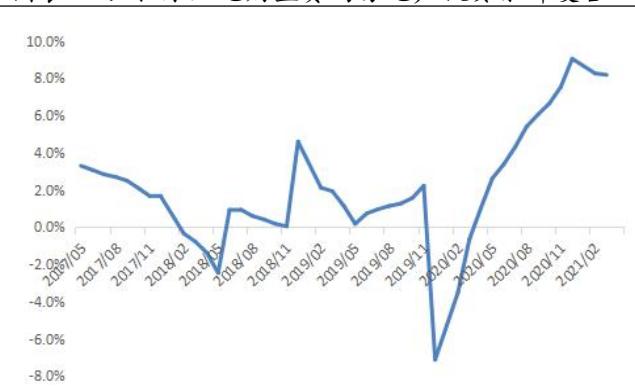
资料来源：wind

图表9：民间固定资产投资完成额：复合累计同比



资料来源：wind

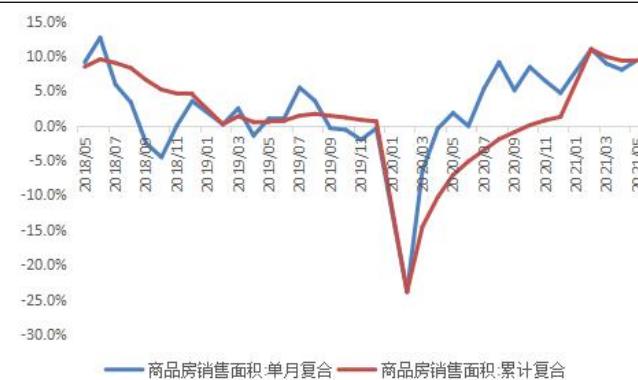
图表10：扣除土地购置费的房地产投资累计复合



资料来源：wind

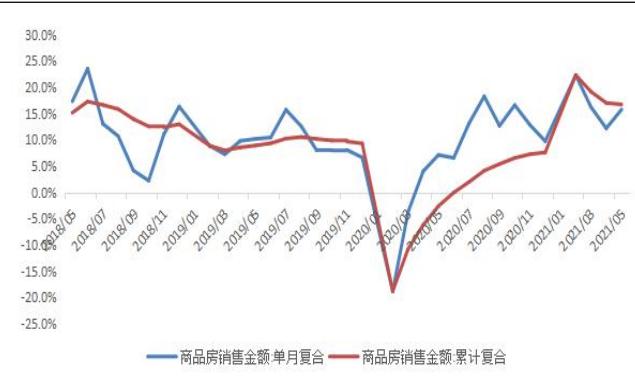
地产数据增速回升。5月销售面积增速9.2%，较19年两年复合增速9.4%，复合增速较上月回升1.4pct；销售金额同比增速17.5%，较19年两年复合增速15.8%，复合增速较上月回升3.6pct；新开工面积同比增速-2.0%，较19年两年复合增速-1.9%，复合增速较上月回升3.5pct；竣工面积同比增速10.1%，较19年两年复合增速8.2%，复合增速较上月回升14.2pct。土地市场方面，土地购置面积同比增速-31.6%，较19年两年复合增速-16.9%，复合增速较上月回落15.0pct；土地成交价款同比增速-0.3%，较19年两年复合增速3.5%，复合增速较上月回升3.7pct，土地成交均价同比增速46%。土地市场表现依然偏弱，受土地政策两集中的影响，5月份土地市场成交面积较少但成交均价较高。资金方面，5月地产资金开发来源同比增速14.3%，较19年两年复合增速11.9%，复合增速较上月回升2.9pct。其中国内贷款5月增速-7.3%，较19年两年复合增速0.6%，复合增速较上月回升0.6pct；定金及预收款5月增速34.4%，较19年两年复合增速19.7%，复合增速较上月回升4.2pct，房地产销售景气度依然偏高，个人按揭贷款5月增速4.3%，两年复合增速9.5%，较上月回落0.6pct。从地产数据来看，地产各项指标增速较上月有所回升，销售的持续高景气使得前期偏低的新开工、施工、竣工等项目增速均有回升。

图表 11：商品房销售面积增速



资料来源：wind

图表 12：商品房销售金额增速



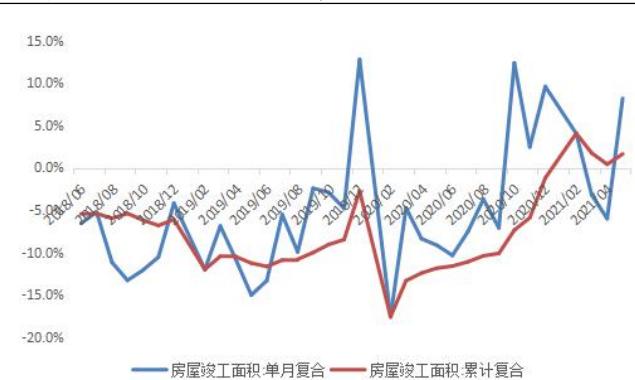
资料来源：wind

图表 13：新开工面积复合增速



资料来源：wind

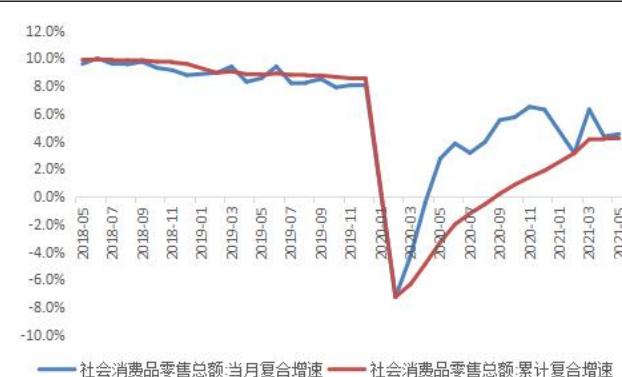
图表 14：竣工面积复合增速



资料来源：wind

消费增速回升。5月社零增速12.4%，较19年两年复合增速4.5%，复合增速较上月上升回升0.2pct。限额以上社零增速12.7%，较19年两年复合增速6.8%，复合增速较上月回落0.3pct，消费数据边际走强，其中中小企业的恢复速度加快。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13.7%，复合增速较上月上升4.9pct，线上消费增速有所回升。耐用消费品方面，汽车单月消费增速6.3%，较19年两年复合增速4.9%，复合增速较上月回落2.9pct；家电两年复合增速3.7%，较上月回升5.2pct；家具两年复合增速7.7%，较上月回升0.4pct；通讯器材两年复合增速10.1%，较上月回落3.1pct。耐用消费品增速分化，其中地产后周期的家电家具产业增速回升，汽车消费表现回落。非耐用消费品方面，粮油和食品复合增速10.6%，饮料复合增速11.0%，烟酒消费复合增速13.0%，服装纺织复合增速5.7%，石油制品消费复合增速1.7%，餐饮消费复合增速1.3%，非耐用品消费增速普遍有所回升。

图表 15：消费品零售总额复合增速



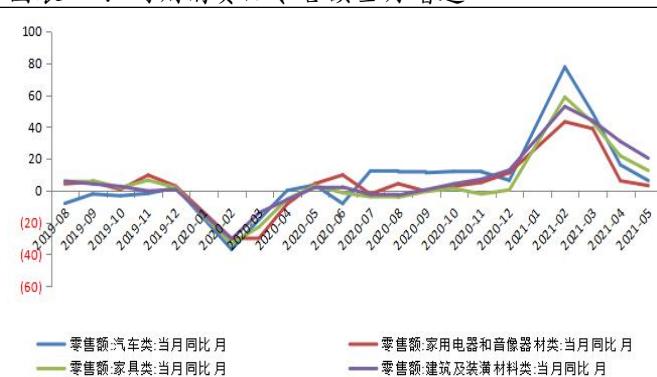
资料来源：wind

图表 16：限额以上消费品零售总额复合增速



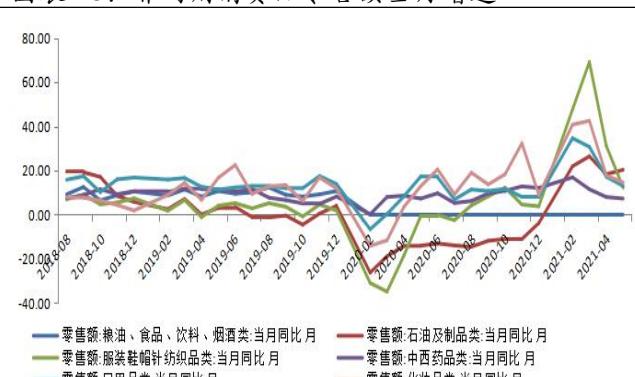
资料来源：wind

图表 17：耐用消费品零售额当月增速



资料来源：wind

图表 18：非耐用消费品零售额当月增速



资料来源：wind

表2：社零消费增速（分项）

单月复合增速		May-21	Apr-21	结构占比
耐用消费品	汽车	4.9	7.7	28%
	家用电器	3.7	-1.5	6%
	家具类	7.7	7.3	2%
	建筑装潢	10.7	11.0	2%
	金银珠宝	12.4	14.2	2%
	通讯器材	10.1	13.2	3%
非耐用消费品	食品	11.0	12.2	15%
	石油制品	1.7	0.8	13%
	服装鞋帽	5.7	3.4	10%
	中西药品	7.3	8.3	6%
	日用品类	15.1	12.7	4%
	文化办公	7.4	6.6	2%
	书报杂志	5.3	10.8	2%
	化妆品	13.7	10.4	1%
	体育娱乐	7.4	17.4	1%

出口增速回落。5月进口增速 51.1%，较上月回升 8.0pct，出口增速 27.9%，较上月回落 4.4pct。复合增速看，5月进口数据两年复合增速为 12.4%，较上月回升 1.7pct；出口数据两年复合增速为 11.1%，较上月回落 5.7pct。分区域看，进口方面，对美进口两年复合增速 10.2%，较上月增速回落 5.9pct；对欧盟进口复合增速 5.8%，较上月回落 0.4pct；对日本进口复合增速 12.4%，较上月回升 3.4pct。出口方面，对美出口两年复合增速 9.1%，较上月回落 6.7pct；对欧盟出口复合增速 5.8%，较上月回落 3.0pct；对日本出口复合增速 8.0%，较上月回落 7.5pct。分产品看，与防疫相关产品的出口增速继续回落，纺织纱线产品出口复合增速为 2.0%，较上月回落 9.4pct。医疗器械出口复合增速 25%，较上月回落 2.0pct。高新技术产品出口两年复合增速 7.6%，较上月回落 4.1pct；机电产品出口复合增速 12.7%，较上月回落 1.4pct，纺织服装行业出口复合增速 0.0%，较上月回

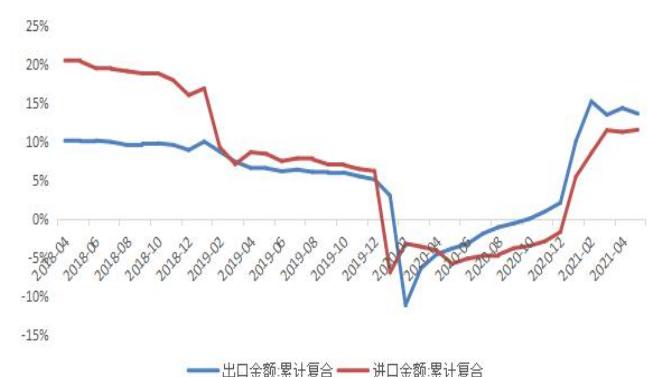
落 7.2pct。进口方面，5 月进口数据回升。分类别看，铜、原油、铁矿石进口数量同比增速分别为 2.2%、-14.6%、3.2%，进口金额同比增速分别为 78%，105%，105%，大宗的商品进口数量增速显著回落，随着原材料涨价压力凸显，进口大宗商品的需求出现收缩迹象。

图表 19：进出口单月复合增速



资料来源：wind

图表 20：进出口累计复合增速



资料来源：wind

CPI、PPI 加速回升。5 月 CPI 同比为 1.3%，较上月回升 0.4pct，食品 CPI 同比增速 0.3%，较上月回升 1.0pct，其中，猪肉同比下跌 23.8%，环比下跌 11.0%，鲜果同比增速 1.4%，环比下降 2.7%，鸡蛋同比上升 14.3%，环比上升 2.8%，蔬菜同比上升 5.4%，环比下降 5.6%。5 月非食品 CPI 同比增速 1.6%，较上月回升 0.3pct，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。5 月 PPI 同比+9.0%，较上月上升 2.2pct，其中生产资料同比增速 12.0%，较上月份回升 2.9pct，生活资料同比增速 0.5%，增速较上月回升 0.2pct。受到同期大宗商品价格回升及去年同期低基数的影响，PPI 继续大幅回升。但展望后续看，原油、铜、钢铁等大宗商品价格涨幅已逐渐趋缓，叠加基数的抬升效应，PPI 同比数据或已初步见顶。

图表 21：CPI 当月及累计增速



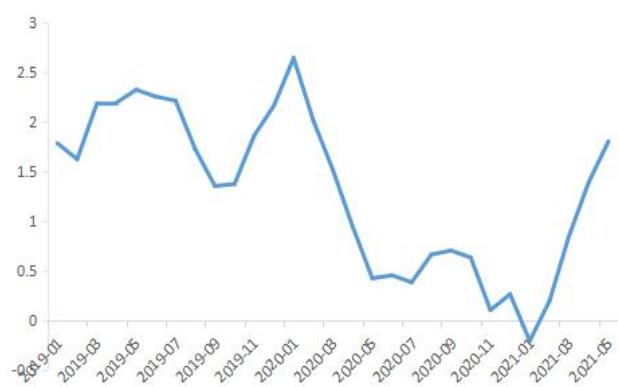
资料来源：wind

图表 22：PPI 当月及累计增速



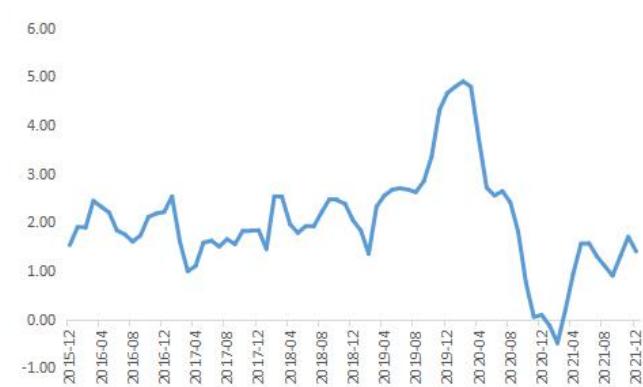
资料来源：wind

图表 23: 非猪肉 CPI



资料来源: wind

图表 24: CPI 走势预测



资料来源: wind

表 3: 总体宏观数据及预测值

		202106F	May-21	Apr-21
生产	工业增加值	8.0%	8.8%	9.8%
	PMI		51.0%	51.1%
	发电量		7.9%	11.0%
需求	社会消费品零售		12.4%	17.7%
	固定资产投资(累计)		15.4%	19.9%
	出口	24.7%	27.9%	32.3%
	进口	36.9%	51.1%	43.1%
	贸易顺差:亿美元		455.3	428.5
物价	CPI	1.6	1.3	0.9
	PPI	7.5	9	6.8
货币	M1 增速		6.10	6.20
	M2 增速	10.00	8.30	8.10
	剪刀差		-2.2	-1.9
	汇率: 美元/人民币		6.37	6.47
	社会融资规模: 亿元		19205	18502
财政	财政收入增速		18.7%	29.4%
	财政支出增速		2.8%	-3.4%

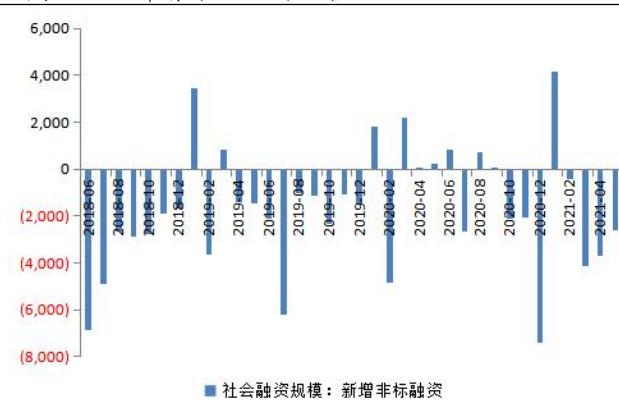
新增社融复合增速回升。5月新增社融1.92万亿，同比增速-40%，较2019年同期的两年复合增速为6%，较上月回升1.0pct；1-5月累计新增社融同比增速-19%，较2019年同期的两年复合增速为8%，与上月持平。从结构上看，新增非标融资合计为-2629亿，同比降幅扩大2855亿，其中新增委托贷款-408亿，同比降幅扩大135亿，新增信托贷款-1295亿，同比降幅扩大958亿，新增银行未贴现承兑汇票-926亿，同比降幅扩大1762亿。新增人民币贷款1.43万亿，同比收缩1208亿，新增政府债券6701亿，同比减少4661亿，新增企业债券-1336亿，同比减少4215亿。从社融数据看，整体增速呈现逐渐企稳态势，一方面政府债券发行逐渐提速，另一方面非标收缩速度有所放缓。

图表 25：新增社融复合增速



资料来源：wind

图表 26：新增非标融资规模



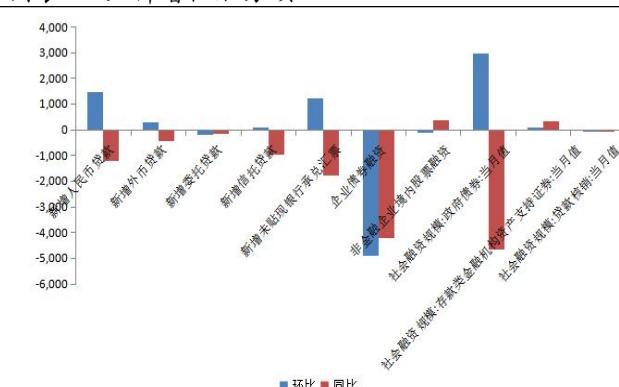
资料来源：wind

图表 27：地方政府专项债发行额



资料来源：wind

图表 28：新增社融分项



资料来源：wind

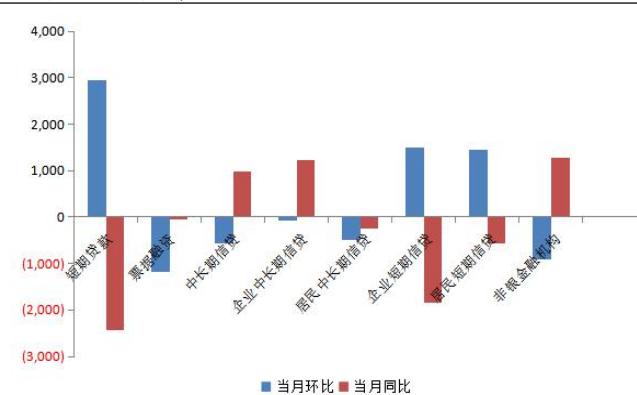
新增信贷回落。5月新增人民币信贷1.50万亿，同比增速1.4%，两年复合增速13%，较上月回落7.0pct。从结构上看，票据融资1538亿，同比下降48亿，居民短贷1806亿，同比下降575亿，居民长贷4426亿，同比下降236亿，企业短贷-644亿，同比减少1855亿，企业长贷6528亿，同比增加1223亿，非银金融机构贷款624亿，同比增加1284亿。新增信贷整体维持回落态势，主要受到居民长短期贷款大幅回落的影响，从复合增速看，5月居民中长期贷款两年复合增速为-3%，短期贷款复合增速为-4%，或受到地产调控政策加码的影响。但企业中长期贷款增速依然保持强势，5月复合增速为61%，较上月进一步上升12pct，一方面实体经济的融资需求依然较强，另一方面非标项目的收缩也导致部分表外资金转向表内。

图表 29：表内中长期贷款复合增速



资料来源：wind

图表 30：表内贷款项目细分



资料来源：wind

M2 增速回升。5 月 M1 同比增速 6.1%，较上月份增速回落 0.1pct，其中流通中货币同比增速 5.6%，增速较上月回升 0.3pct，单位活期存款同比增速 6.2%，较上月回落 0.1pct；5 月份 M2 增速 8.3%，较上月回升 0.2pct，其中单位定期存款同比增速-0.5%，较上月回落 1.0pct，个人存款同比增速 11.8%，较上月回落 0.5pct，其他存款同比增速 16.1%，较上月回升 6.4pct。

图表 31：M1、M2 增速



资料来源：wind

图表 32：社融存量及 M2 增速



资料来源：wind

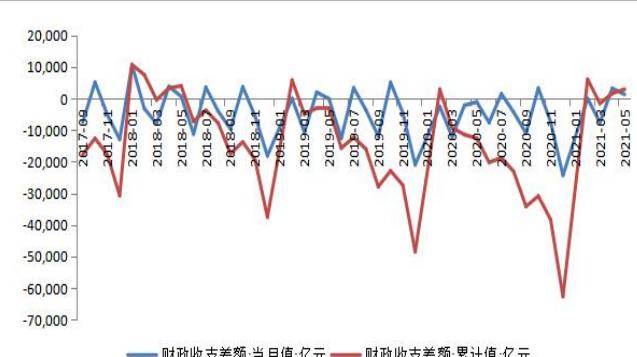
财政支出依然偏弱。5 月份财政收入同比增速 18.7%，较 19 年同期两年复合增长率为 3.4%，较上月回落 1.5pct。其中，中央财政收入增速 21.43%，两年复合增速 2.0%，较上月回落 0.3pct；地方财政收入增速 16.2%，两年复合增速 4.7%，较上月回落 2.6pct。从分项看，税收收入复合增速 5.2%，非税收入复合增速-8.5%。税收收入当中，企业所得税 5 月复合增速-0.2%，增值税收入复合增速 6.4%，个人所得税增速 16.6%，国内消费税增速 12.0%，四大税种当中增值税、消费税以及个人所得税的两年复合增速较上月有所回升，但企业所得明显回落了 13.5pct。此外，5 月土地增值税收入两年复合增速 5.6%，较上月回落 18.8pct，地产市场景气度有所回落。财政支出方面，5 月财政支出同比 2.83%，两年复合增速-0.6%，较上月回落 2.5pct。其中，中央财政支出同比增速-10.2%，两年复合增速-9.6%，与上月持平，地方财政支出同比增速 5.52%，两年复合增速 1.3%，较上月回落 3.3pct。从支出的项目看（两年复合增速），社会保障和就业支出同比 14.6%，教育支出同比增速 1.8%，科学技术支出同比增速-9.7%，农林水事务支出同比增速-2.2%，交通部运输支出同比增速-11.2%，基建类支出两年复合增速降幅有所收窄，但整体依然偏弱。5 月政府性基金收入增速-7.6%，两年复合增速 2.3%，增速较上月份回落 1.5pct，其中国有土地使用权出让收入同比增速-9.6%，两年复合增速 4.9%，较上月回升 0.5pct，土地市场景气度有所回升；政府性基金支出增速 3.9%，两年复合增速 7.9%，较上月回落 21.9pct，政府性基金支出增速回落。财政赤字方面，5 月份，一般公共预算和政府性基金合计盈余 391 亿，同比增加 1756 亿元。今年以来财政支出增速相对较弱，导致财政盈余状况明显改善。

图表 33：公共财政收支当月增速



资料来源：wind

图表 34：财政收支差额



资料来源：wind

图表 35：公共财政收支累计增速



资料来源：wind

图表 36：中央及地方财政收入增速



资料来源：wind

表 4：信贷及财政收支

		May-21	Apr-21	May-20	同比
货币	社会融资规模	19205	18502	31866	-12661
	社融：新增人民币贷款	14294	12840	15502	-1208
	社融：新增委托贷款	-408	-213	-273	-135
	社融：新增信托贷款	-1295	-1328	-337	-958
	社融：未贴现银行承兑汇票	-926	-2152	836	-1762
	金融机构新增人民币贷款	15000	14700	14800	200
	金融机构：居民中长期贷款	4426	4918	4662	-236
	金融机构：企业中长期贷款	6528	6605	5305	1223
财政	财政收入	18446	20893	15539	2907
	财政支出	17157	17693	16685	472
	收支差额	1289	3200	-1146	2435

利率小幅回升，MLF 等量续作。截止 6 月 18 日，一年期国债利率 2.4672%，十年期国债利率 3.1275%，一年期 AAA 企业债到期收益率 3.0172%，十年期 AAA 企业债到期收益率 4.0363%。6 月 16 日，央行宣布开展中期借贷便利（MLF）操作，向市场注入流动性 2000 亿元，考虑到到期的 MLF 金额为 2000 亿元，本次 MLF 操作为等量续作。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 2.9%，本次 MLF 操作体现当前货币政策依然处于中性状态，以稳为主）。6 月 21 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。值得注意的是，虽然与房贷利率挂钩的 5 年期 LPR 并未发生变化，但居民房贷利率已出现小幅上调，5 月全国首套房贷款平均利率为 5.33%，环比上涨 2BP；二套房贷款平均利率为 5.61%，环比上涨 2BP。

图表 37：长短期国债收益率



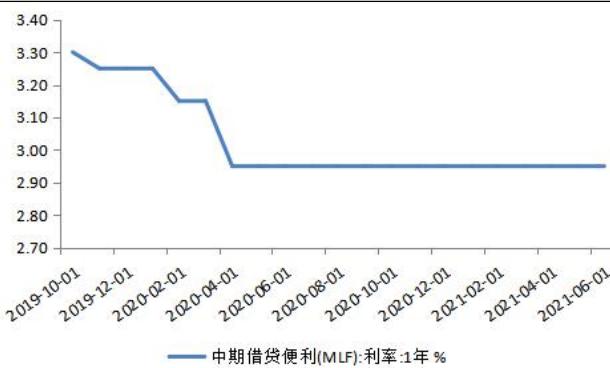
资料来源：wind

图表 38：长短期企业债收益率



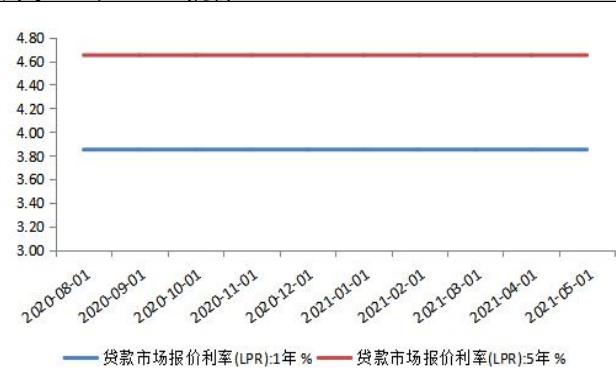
资料来源：wind

图表 39：MLF 利率走势



资料来源：wind

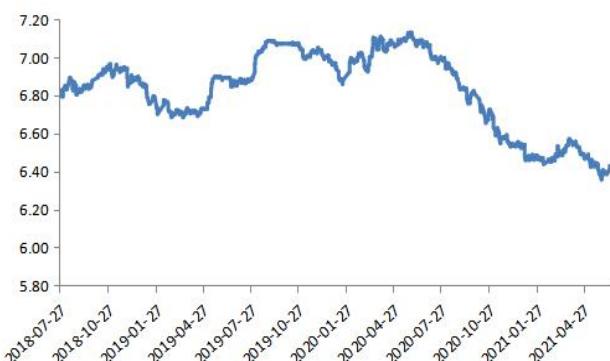
图表 40：LPR 报价



资料来源：wind

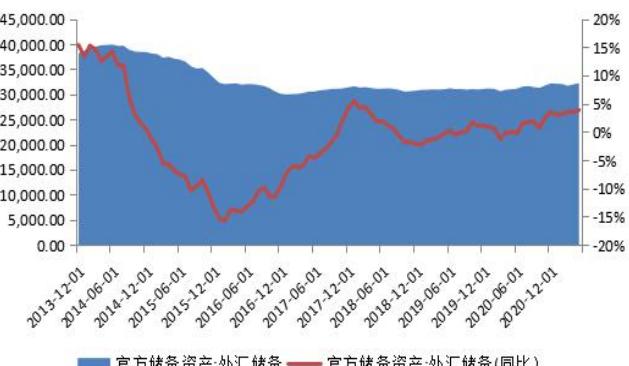
汇率小幅升值。截止 6 月 16 日，美元兑人民币即期汇率为 6.3974，美元兑人民币中间价为 6.4078，人民币汇率小幅升值。5 月份，外汇储备 3.22 万亿，环比上升 236 亿。

图表 41：美元兑人民币中间价



资料来源：wind

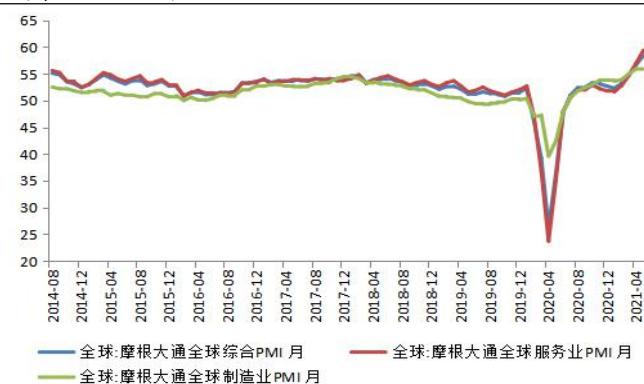
图表 42：我国外汇储备



资料来源：wind

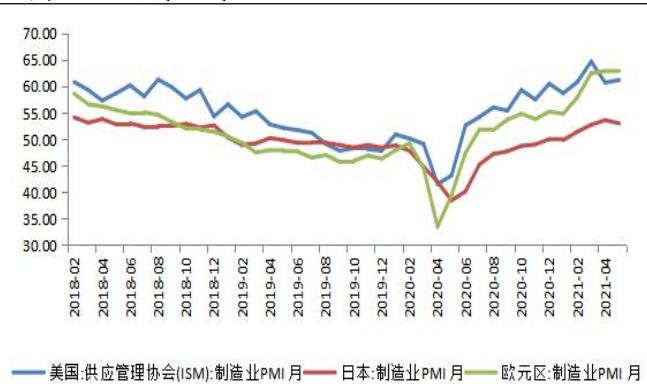
海外经济仍在回升。美国5月份制造业PMI为61.2，较上月回升0.5，CPI为5.0%，较上月上升0.8pct，核心CPI为3.8%，较上月上升0.8pct。欧元区5月份制造业PMI为63.1，较上月上升0.2，CPI为2.0%，较上月上升0.4pct，核心CPI为0.9%，较上月上升0.2pct。日本5月份制造业PMI为53.0，较上月回落0.6。5月海外经济依然保持回升态势，且回升速度逐渐放缓，同时各国CPI数据也在迅速提升，在经济复苏的背景下，海外经济体的通胀压力进一步凸显。从非农就业来看，5月美国非农就业增加55.9万人，较上月回升29.3万人，5月份美国失业率5.8%，较上月回落0.3pct，失业率整体呈现好转态势。国债收益率方面，截至6月16日，十年期美债收益率1.57%，近期美债收益率回落，主要受到美国财政加速支出的影响，1.9万亿刺激政策落地之后，美国财政部在美联储账上的存款规模快速下行，从2月初的1.63万亿美元快速下行至6000亿美元附近，月均下降2500亿美元左右，加上美联储1200亿美元的月资产购买力，月均实际流动性投放量在3700亿美元，充裕的流动性推动金融机构加杠杆以及借短投长等行为，导致长端利率通胀和政策预期走势出现下行。

图表43：全球PMI数据



资料来源：wind

图表44：美、欧、日PMI数据



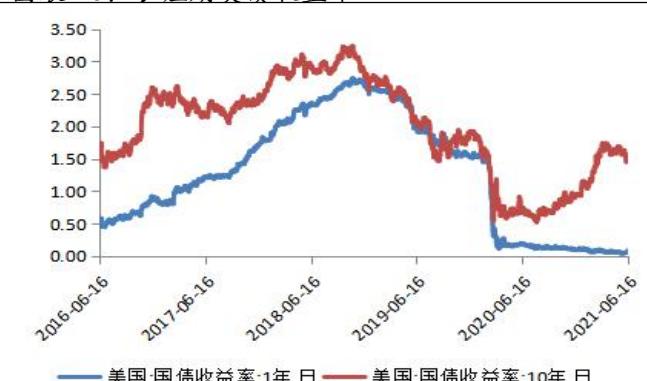
资料来源：wind

图表45：美、欧、日CPI数据



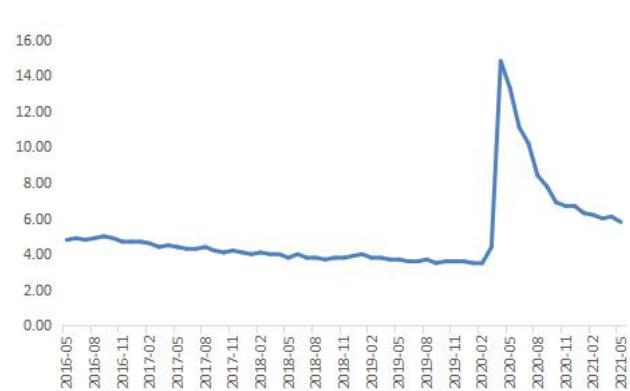
资料来源：wind

图表46：长短期美债收益率



资料来源：wind

图表 47：美国失业率数据



资料来源：wind

图表 48：美国工业产出同比增速



资料来源：wind

指数方面，5月上证综指上涨4.89%，深证综指上涨5.26%，创业板指上涨7.04%，沪深300上涨4.06%，上证50上涨4.50%。行业方面，涨幅前三的行业分别为国防军工（申万）、食品饮料（申万）、有色金属（申万），涨幅分别为13.07%、9.22%、8.42%，跌幅靠前的行业为钢铁（申万）、家用电器（申万）、农林牧渔（申万），跌幅分别为0.88%、1.39%、4.72%。6月份以来（截止至6月18日），上证综指下跌2.50%，深证综指下跌1.70%，创业板指下跌2.11%，沪深300下跌4.30%，上证50下跌5.36%。行业方面，涨幅前三的行业分别为综合（申万）、汽车（申万）、通信（申万），涨幅分别为7.62%、6.78%、5.00%，跌幅前三的行业分别为建筑材料（申万）、有色金属（申万）、休闲服务（申万），跌幅分别为6.87%、7.52%、11.50%。

表 5：主要指数及领涨领跌板块

5月市场行情		领涨行业		领跌行业	
上证指数	4.89%	国防军工(申万)	13.07%	钢铁(申万)	-0.88%
深证综指	5.26%	食品饮料(申万)	9.22%	家用电器(申万)	-1.39%
创业板指	7.04%	有色金属(申万)	8.42%	农林牧渔(申万)	-4.72%
6月（截止6月18日）		领涨行业		领跌行业	
上证指数	-2.50%	综合(申万)	7.62%	建筑材料(申万)	-6.87%
深证综指	-1.70%	汽车(申万)	6.78%	有色金属(申万)	-7.52%
创业板指	-2.11%	通信(申万)	5.00%	休闲服务(申万)	-11.50%

二、对当期经济数据和市场数据点评

5月份，宏观经济较上月略有回落。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落，制造业生产承压，或与原材料成本压力较大所致。需求端看，房地产和出口依然是需求的主要支撑，但景气度有边际回落，基建投资依然低迷，制造业投资虽有小幅回升，但从绝对值上看仍然较低。其中，地产投资的回落主要受到土地购置费下降的影响，建安投资依然维持高景气，出口的回落或主要受到人民币升值影响，且外需复苏近期有所趋缓所致。消费端，本月消费数据回升，耐用消费品当中，地产后周期产业链景气度有所恢复，汽车消费增速有所回落。非耐用品方面，受益于后疫情时代修复的餐饮、服装、旅游等居民外出半径扩大的领域板块恢复进一步加快。整体而言，本月宏观数据当中，地产投资韧性超出市场预期，建安投资的支撑将对下半年地产投资形成较好的支撑，而出口端后续的分歧有所加大，人民币升值及海外产能的恢复增加了下半年出口的不确定性。

社融数据方面，5月社融增速小幅回升，本月非标融资收缩有所放缓，政府债券发行提速，为社融提供了主要的增量支撑。表内贷款方面，居民中长期及短期贷款增速持续回落，地产调控政策作用仍在显现，而企业中长期贷款增速进一步加速上行，在非标收缩背景下，部分表外贷款加速转向表内，但整体制造业的融资规模回升有限，对应制造业投资数据持续低迷。

从海外看，欧美PMI数据回升速度放缓，美国PMI数据61.2，较上月回升0.5，欧洲PMI回升0.2。同时，海外主要经济体的通胀压力大幅上升，5月美国CPI同比增长5.0%，核心CPI同比增长3.8%。通胀超预期的原因主要有三：一是疫苗普及带动居民出行需求增加，消费需求回升。二是受芯片短缺有限，美国二手车价格飙升，5月交通运输项CPI同比增长20%。三是弱就业下背景下，劳动力供应短缺加剧，工资加速上升，推升服务价格。但与快速上升的通胀形成明显反差的是美国当前依然低迷的就业数据，美国5月份失业率5.8%，较疫情前的4%左右水平依然有较大差距。美联储6月议息会议宣布基准利率及资产购买计划不变，符合市场预期。但于此同时，美联储主席鲍威尔发表声明称“通货膨胀可能会比我们预期的更高、更持久”，4、5月CPI超预期，令部分联储官员对通胀的看法逐渐转向警惕。此外，美联储将超额存款准备金利率(IOER)和隔夜逆回购利率(ON RRP)分别上调了5bp，也体现美联储货币政策趋紧的趋势。

市场方面，5月份欧美经济维持修复态势，美债收益率回落，市场继续上涨，道琼斯指数月涨幅1.93%，再创历史新高，纳斯达克指数小幅回调1.53%。美联储6月议息会议逐渐转向鹰派，同时随着美国财政存款的回落，美债收益率预计将重回上升趋势，进入6月后道琼斯指数出现边际走弱。国内方面，5月份市场保持反弹态势，国防军工、食品饮料板块领涨，但6月后，随着全球流动性收缩预期逐渐加强，市场也有所转弱。

三、对未来宏观经济和证券市场的展望

(一) 经济回落但韧性仍存，基建投资三季度或将企稳

从5月份的经济数据表现看，投资、出口增速边际回落，消费增速回升。投资端，房地产投资的回落主要受到土地购置的影响，建安投资增速维持高景气，经历了三道红线、打击经营贷等不断加严的政策调控之后，地产销售依然强势，地产投资韧性超预期。基建投资今年以来持续低迷，主要系地方专项债发行速度低于预期所致，3-5月专项债发行规模仅达到全年限额16%，显著落后于往年水平（2019, 32%; 2020, 29%）。但从历史经验看，2015-2019年地产专项债的未发满额度年均仅100亿，专项债当年发行情况与下一年债券额度分配挂钩，为来年融资可得性考虑，地方政府也有较强动力用完其额度，因此预计三季度的专项债发行将有明显提速，对基建投资会有一定支撑作用，但同时我们也要认识到，当前由于政府杠杆率及项目质地的问题，基建投资向上弹性不足。同时，制造业和消费的回升尽管幅度较小，但预计还有一定的上升空间，尤其是消费端的餐饮、旅游等领域将继续受益于疫苗接种普及率的提升。出口端，下半年的出口分歧较大，一方面是人民币升值、市场份额回落的压力会加剧，另一方面是海外经济继续上行的利好，预计出口仍会维持相对高位，回落幅度可控。

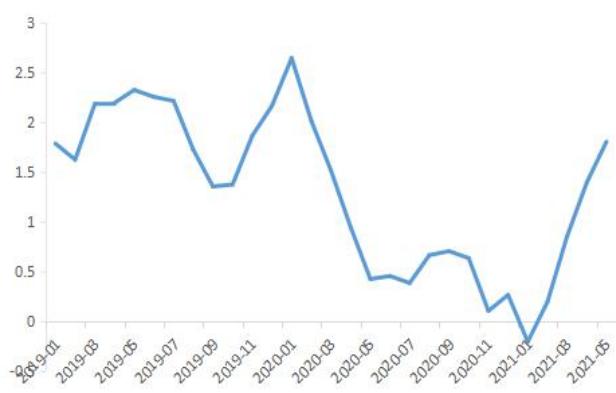
综合看，我国经济下半年依然存在回落压力，但投资消费出口各项均有不同程度的韧性所在，经济下行有支撑，我们维持经济运行节奏仍将是缓慢回落而不失速的判断。

(二) 货币流动性或将逐渐收缩，通胀风险并未解除

今年以来，整体宏观流动性出现较为明显的分化，一方面是社融增速的显著下行，反映了后疫情时代收信用稳杠杆的特征。但另一方面，货币市场流动性却表现相对宽裕，DR007利率今年以来一直围绕7D MOM政策利率波动，尤其是4-5月份，DR007均值低于政策利率中枢，体现出边际宽松特征。其背后的主要原因是在债务集中到期阶段防范信用风险扩散的需求，并且年初以来政府债券发行进度较慢，也将部分流动性滞留在银行体系之内。但从下半年看，该两项逻辑均有弱化趋势，三季度政府债券预计将加速发行，届时或对银行流动性造成一定压力，7月后MLF到期压力每月至少4000亿元，并且6月后地方债、信用债的到期规模均有回落，央行控信用风险的必要性也在逐渐下降，在经济运行无失速风险的背景下，下半年货币市场流动性大概率会有收缩。从6月以来的DR007数据看，出现2.2%的政策中枢利率以上的概率也在明显增加，验证了流动性逐渐收缩的判断。

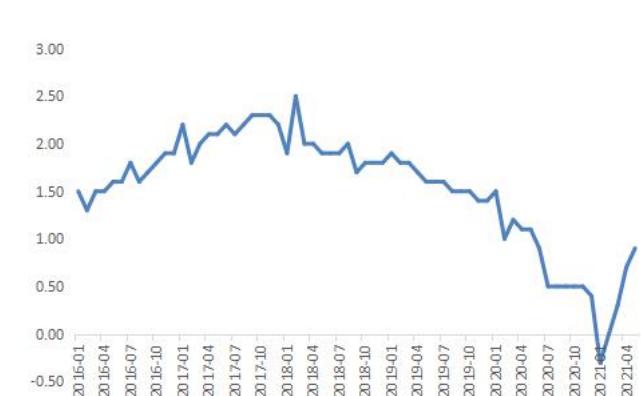
此外，通胀问题也是下半年货币政策所关注的重要变量，PPI由于基数原因同比增速预计于5月份见顶，CPI则受到猪肉价格下跌的运行，全年上升压力不大。但这些由于基数以及单一因素影响所导致的通胀压力回落的实际意义可能有限，原材料价格大涨所带来的企业经营压力、非猪肉价格上涨带来的居民生活成本压力或更受到货币当局的关注，从核心CPI数据看，5月我国核心CPI已上破0.9%，正处于迅速回升态势，通胀未来或将成为货币政策转向的关键变量。

图表 49：非猪肉 CPI



资料来源：wind

图表 50：核心 CPI



资料来源：wind

(三) 海外疫情即将实现全民免疫，美联储 Taper 将是下半年最大风险

从海外看，欧美经济体的经济恢复仍在进行当中，疫苗接种普及率进一步上升，截止 6 月 18 日，美国完全接种疫苗人数占比 44%，英国人数占比为 46%。从以色列的接种效果来看，当疫苗接种普及率超 50%，疫情的控制将会基本完成，预计 7 月美国和英国都将逐渐实现全面免疫。短期看，欧美经济体仍将继续回升，经济约束消除后，有望进入进一步的冲高阶段。

美联储方面，尽管 6 月份议息会议依然维持宽松态势，但美联储官员对通胀的态度转向警惕，同时上调了对 2021GDP 增速预期（6.5% 上调至 7%），后疫情时代供给弹性的下降对美国通胀的持续性和深度超出预期。在经济加速回暖及通胀压力渐显的背景下，美联储何时宣布 Taper 将是下半年海外市场面临的主要风险。从历史经验看，进入 Taper 预期发酵阶段后，美债收益率将会有加速上行，同时，拜登政府的加税政策也将在下半年逐渐落地，届时也会对企业 eps 造成压力。对我国而言，海外流动性的收缩，可能也会对国内外资造成流出压力，进而对国内政策形成掣肘。

(四) 市场预计保持震荡，公司业绩决定个股走势

5 月经济数据依然呈现回落而不失速的状况，货币环境整体偏向宽松，市场整体延续反弹走势，国防军工及食品饮料领跑市场。进入 6 月后，随着货币流动性边际收敛，市场逐渐转向震荡，并且展望三季度看，经济的低位震荡运行依然是趋势，货币政策收紧幅度预计相对有限。海外方面，美联储 taper 的信号将在三季度释放，届时美元指数和美债利率预计也会有所上升，但这并不意味着市场一定会进入到持续下跌的过程当中，只要美国通胀没有出现持续的超预期或者国内经济没有出现快速回落，市场预计仍将维持震荡的格局。对我们而言，更为重要的是需要对公司中报业绩进行细致的跟踪，未来市场更多还是以结构性机会为主。

四、未来操作思考

我们认为 2021 年的 3-4 季度将是近年来最复杂的两个季度，海内海外相互纠缠，国内政策收紧放松难以确定，唯一确定的是国内经济已走入缓慢的经济衰退周期，在这个周期里，股市难以出现大幅的下跌，大概率走震荡行情，结构性机会将会和结构性风险并存。

从投资的角度来讲，我们仍将是严格按照上市公司业绩增长的质量和速度作为依据，严格挑选股票进行投资。

【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”）内部及特定对象交流研讨使用。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。

本报告的引用的信息、数据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并具有最终解释权，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。