

2021 年 8 月份月度策略报告

2021-7-26

宏观分析

报告摘要:

投资经理 崔红建

● **核心观点:** 1) 经济阶段性反弹, 地产投资或是经济下行的主要风险。

投资经理 郭锋

从 6 月份的数据表现看, 经济出现阶段性反弹, 从内在驱动因素看, 其持续性有所不足, 我们继续保持下半年经济回落的判断, 其中地产投资或是经济下行的主要风险点; 2) **全面降准释放政策信号, 通胀压力或将继续增大。**央行宣布全面降准释放 1 万亿流动性, 从数量和时间节奏上均超出市场预期, 释放出较为强烈的政策宽松信号。就降准的各个目的看, 解决原材料成本压力问题是政策的主要出发点, 但实际效果可能存疑, 降准的落地使得市场对于下半年流动性环境担忧趋缓, 对于资本市场而言仍是利好; 3) **Delta 病毒扩散但致死率较低, 预计对经济回升影响有限。**6 月中旬以来, 全球新增确诊病例出现明显的新一轮反弹, 主要原因是 Delta 病毒的不断传播, 但从死亡率看, 英国 Delta 毒株的病死率仅为 0.3%, 因此我们预计本轮 Delta 病毒的流行对全球经济回升影响有限; 4) **美国通胀非短期现象, 警惕美联储提前退出宽松货币政策的风险。**美国 6 月 CPI 通胀数据创出 08 年以来的新高水平, 连续三个月超出市场预期, 疫情对美国乃至全球经济的影响将是漫长修复的过程。高通胀压力下美联储政策提前结束宽松依然是下半年资本市场可能面临的主要风险; 5) **市场预计保持震荡, 中报将成为公司质地的试金石。**政策层面推出全面降准的措施, 表明货币当局对经济下行的重视度较高, 减缓了市场对下半年流动性趋势收紧的担忧, 预计市场短期仍将保持震荡行情。中报业绩表现将更加凸显优质标的对下游的议价能力, 后续需要对中报做详细跟踪。

研究员 边康祥

biankangxiang@shifengamc.com

联系人 胡晓天

021-61093233

sales@shifengamc.com

● **数据点评:** 6 月份, 宏观经济表现较为稳健。出口和制造业投资增速的回升超出市场预期, 但存在较多的阶段性扰动因素, 同时, 下半年地产投资压力将进一步加大, 经济仍将保持回落态势。社融数据方面, 6 月社融增速大幅回升, 本月非标融资收缩继续放缓, 政府债券发行提速, 为社融提供了主要的增量支撑, 表内企业中长期贷款增速依然维持高位。海外方面, 欧美经济回升速度放缓, 通胀压力逐渐凸显。

● **投资操作:** 虽然经济数据显示出了疲态, 但是 7 月份的降准给投资带来了明确的信号, 更加确定市场进入了震荡格局, 但是市场震荡也不代表着容易赚钱, 因为和总量相关的公司压力会明显加大, 机会多来自结构性。上市公司的中报进入密集的披露期了, 今年的二季报还是值得花更多的精力去研究, 要去观察在中国罕见的类滞胀经济状态下, 各类公司不同的经营表现, 挑出真正优秀的公司。

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 20

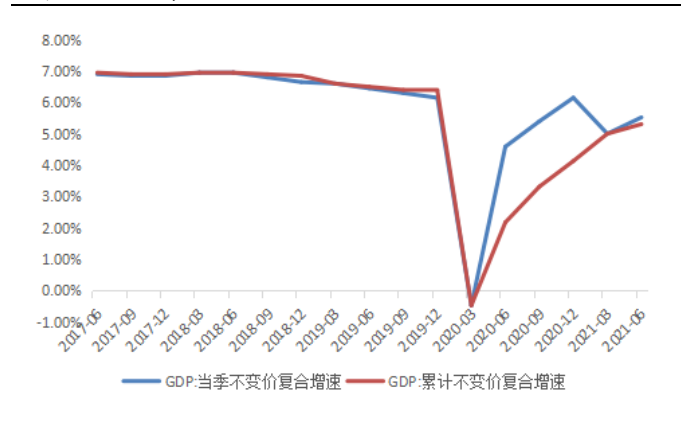
三、对未来宏观经济和证券市场的展望 21

四、未来操作思考 24

一、报告期内宏观经济分析

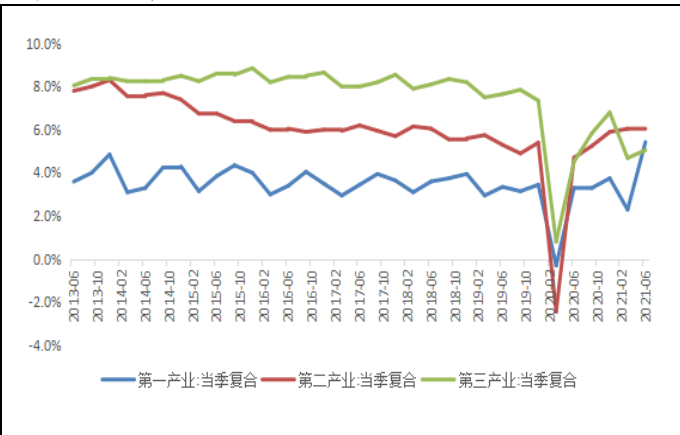
GDP 复合增速回升。二季度实际 GDP 同比上升 7.9%，较 2019 年二季度两年复合增速为 5.5%，较一季度回升 0.5pct，GDP 增速保持稳健态势。其中，第一产业复合增速 5.4%，较上季度回升 3.1pct；第二产业复合增速 6.1%，与上季度持平；第三产业复合增速 5.1%，较上季度回升 0.4pct。产业结构上看第一产业及第三产业继续修复，而第二产业保持相对稳定。

图表 1：分季度 GDP 增速



资料来源：wind

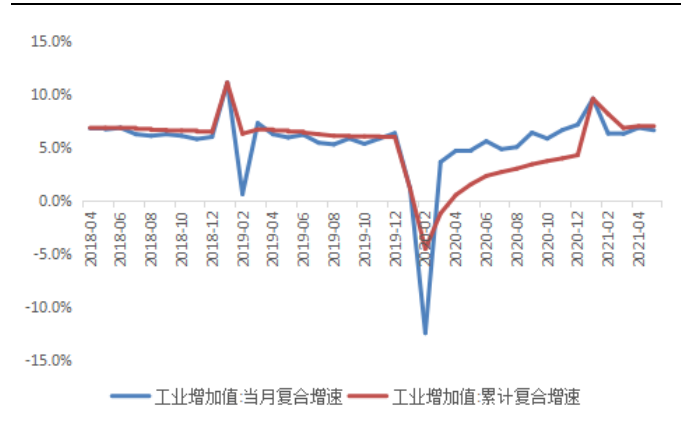
图表 2：分产业 GDP 增速



资料来源：wind

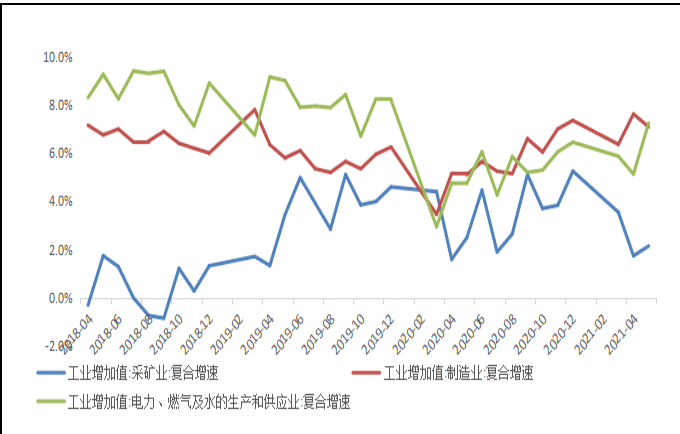
工业增加值回落。6 月份工业增加值同比上升 8.3%，较上月回落 0.5pct；1-6 月工业增加值累计同比增速 15.9%，较上月回落 1.9pct。复合增速看，6 月工业增加值两年复合增速为 6.5%，较上月回落 0.1pct，1-6 月累计复合增速 7.0%，与上月持平。其中，6 月采矿业工业增加值两年复合增速 1.2%，较上月回落 0.9pct；制造业两年复合增速 6.9%，较上月回落 0.2pct；电力燃气水供应两年复合增速 8.5%，较上月回升 1.3pct。6 月份工业生产景气度小幅回落，主要受到采矿业和制造业生产项目景气度回落的影响。

图表 3：工业增加值复合增速



资料来源：wind

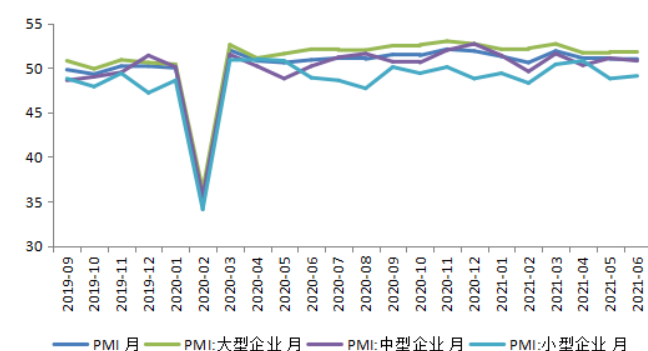
图表 4：工业增加值复合增速（分项）



资料来源：wind

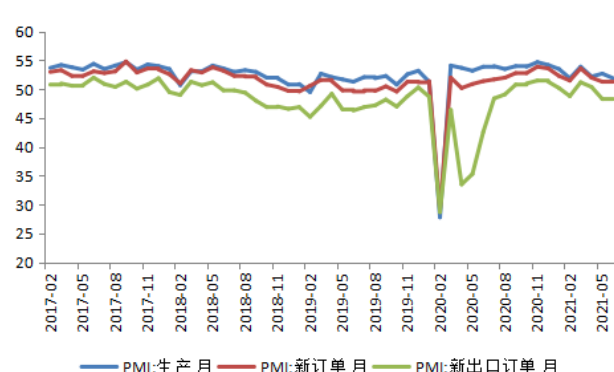
制造业 PMI 回落。6 月制造业 PMI 为 50.9，较上月回落 0.1，其中大企业 PMI 为 51.7，较上月回落 0.1；中型企业 PMI 为 50.8，较上月份回落 0.3；小型企业 PMI 为 49.1，较上月份回升 0.3，本月大中型企业 PMI 数据出现回落，小企业回升。6 月非制造业 PMI 为 53.5，较上月回落 1.7，其中建筑业 PMI 为 60.1，与上月持平，服务业 PMI 为 52.3，较上月份回落 2.0。从结构上看，6 月 PMI 生产指数 51.9，较上月回落 0.8，PMI 新订单指数 51.5，较上月回升 0.2，其中新出口订单指数 48.1，较上月回落 0.2，外需状况回落而内需表现回升。库存方面，产成品库存 47.1，较上月回升 0.6，原材料库存 48.0，较上月回升 0.3。价格方面，原材料购进价格指数 61.2，较上月回落 11.6，出厂价格指数 51.4，较上月回落 9.2，企业原材料的涨价压力边际缓解但依然较大。6 月份 PMI 数据看，原材料涨价对生产端的压力依然存在，外需订单持续偏弱，内需边际提升，但从库存水平依然上升的情况来看，整体需求端的 PMI 表现同样偏弱。

图表 5：PMI 数据（分企业）



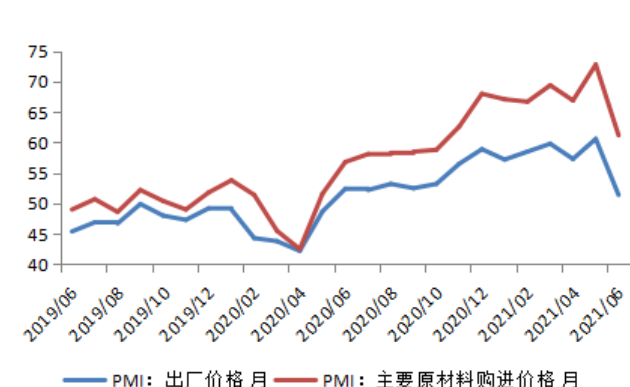
资料来源：wind

图表 6：PMI 生产、订单数据



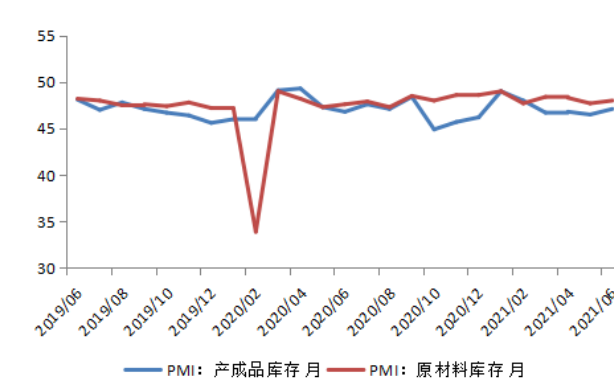
资料来源：wind

图表 7：PMI 价格数据



资料来源：wind

图表 8：PMI 库存数据



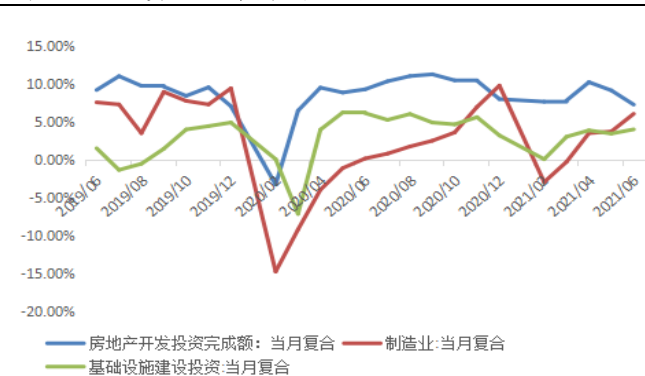
资料来源：wind

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	50.90	51.00	收缩
生产端	PMI：采购量	51.70	51.90	收缩
	PMI：生产	51.90	52.70	收缩
需求端	PMI：新订单	51.50	51.30	扩张
	PMI：新出口订单	48.10	48.30	收缩
	PMI：进口	49.70	50.90	收缩
库存	PMI：产成品库存	47.10	46.50	扩张
	PMI：原材料库存	48.00	47.70	扩张
价格	PMI：购进价格	61.20	72.80	收缩
	PMI：出厂价	51.40	60.60	收缩
就业	PMI：从业人员	49.20	48.90	扩张

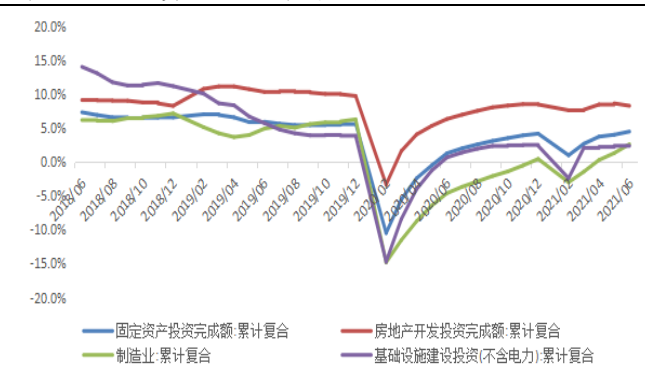
制造业及基建增速回升。6月固定资产投资增速6.0%，1-6月累计增速5.7%。从两年复合增速看，6月固定资产投资增速为5.7%，较上月回升1.0pct。分项目看，基建投资6月增速-0.3%，较19年两年复合增速3.9%，复合增速较上月回升0.6pct；房地产投资6月增速6.0%，较19年两年复合增速7.2%，复合增速较上月回落1.9pct；制造业投资6月增速16.4%，较19年两年复合增速6.0%，复合增速较上月回升2.3pct。从复合增速看，地产投资增速下滑，基建和制造业投资增速出现回升，其中基建投资的回升或与政府债券的集中发行相关，制造业投资或受益于6月以来的原材料价格回落及疫情后全球经济复苏的逻辑。

图表 9：投资分项单月复合增速



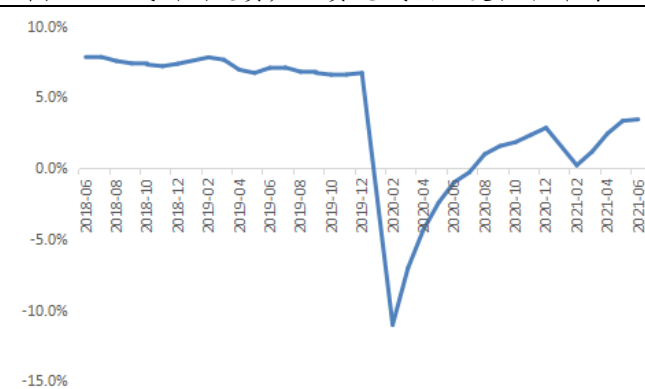
资料来源：wind

图表 10：投资分项累计复合增速



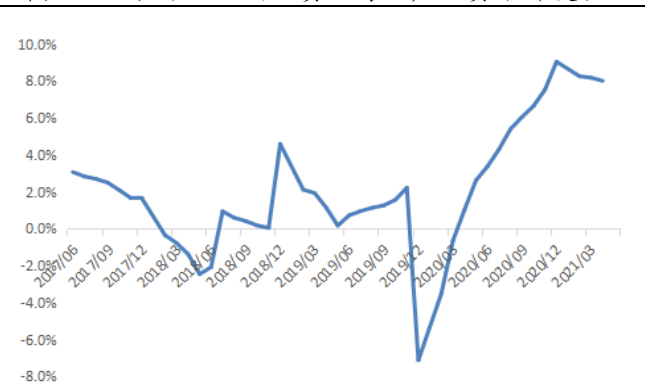
资料来源：wind

图表 11：民间固定资产投资完成额：复合累计同比



资料来源：wind

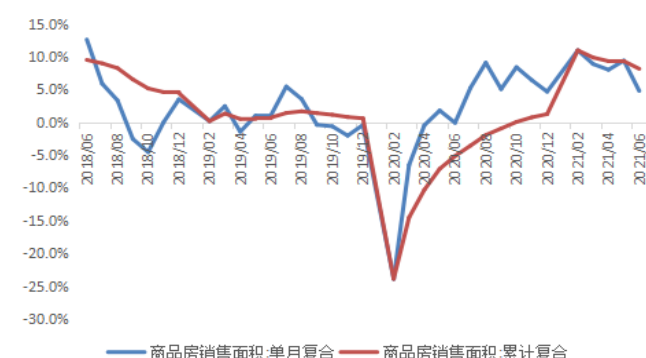
图表 12：扣除土地购置费的房地产投资累计复合



资料来源：wind

地产销售增速回落。6月销售面积增速7.5%，较19年两年复合增速4.8%，复合增速较上月回落4.6pct；销售金额同比增速8.6%，较19年两年复合增速8.8%，复合增速较上月回落7.0pct；新开工面积同比增速-3.8%，较19年两年复合增速2.3%，复合增速较上月回升4.2pct；竣工面积同比增速66.6%，较19年两年复合增速24.7%，复合增速较上月回升16.6pct。土地市场方面，土地购置面积同比增速-18.3%，较19年两年复合增速-4.3%，复合增速较上月回升12.7pct；土地成交价款同比增速16.8%，较19年两年复合增速10.3%，复合增速较上月回升6.9pct，土地成交均价同比增速43%。受土地政策两集中的影响，6月份土地市场购置面积和成交金额均有回暖。资金方面，6月地产资金开发来源同比增速3.9%，较19年两年复合增速8.6%，复合增速较上月回落3.4pct。其中国内贷款6月增速-16.1%，较19年两年复合增速0.5%，复合增速较上月回落0.2pct；定金及预收款6月增速12.7%，较19年两年复合增速14.0%，复合增速较上月回落5.7pct。房地产销售景气度边际回落，个人按揭贷款6月增速-3.1%，两年复合增速7.5%，较上月回落2.0pct。从地产数据来看，房地产资金链的收紧逐渐传导至销售端，地产销售的火爆有所降温，但同时，土地数据、新开工、竣工数据有所好转，尤其是竣工增速出现大幅跳升，在银行贷款持续承压背景下，开发商加速竣工来回笼资金。

图表 13: 商品房销售面积增速



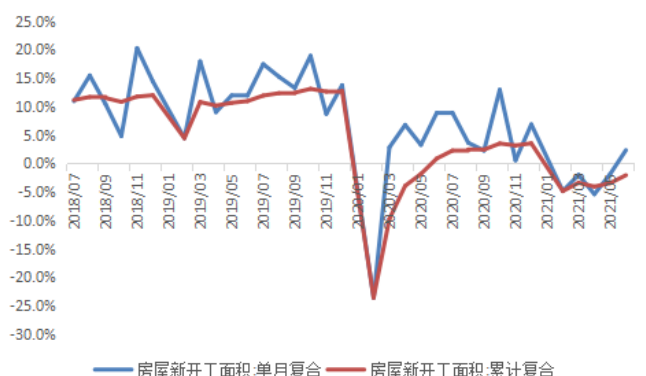
资料来源: wind

图表 14: 商品房销售金额增速



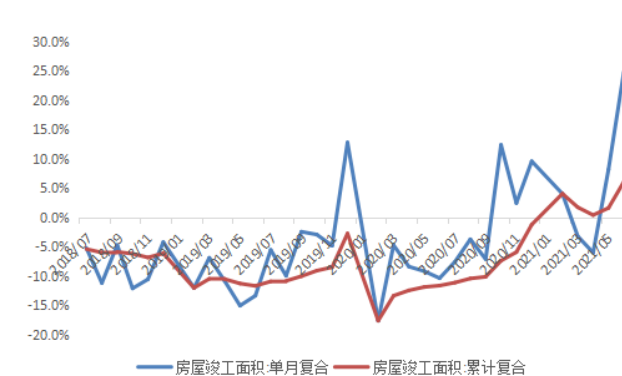
资料来源: wind

图表 15: 新开工面积复合增速



资料来源: wind

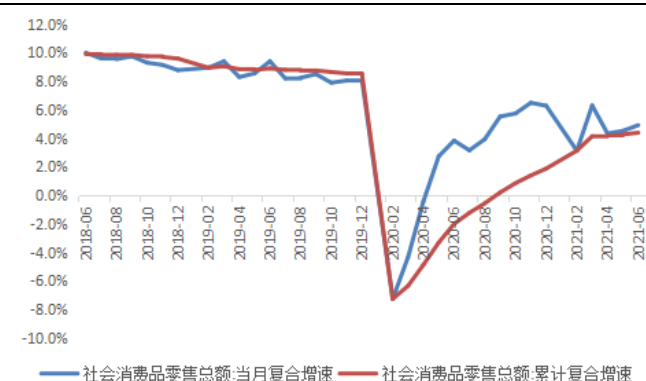
图表 16: 竣工面积复合增速



资料来源: wind

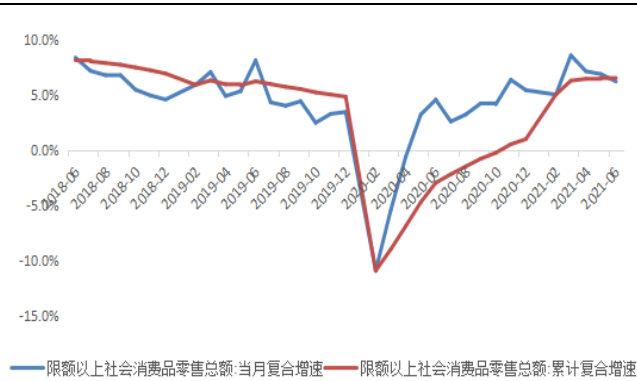
消费增速回升。6月社零增速12.1%，较19年两年复合增速4.9%，复合增速较上月上升回升0.4pct。限额以上社零增速13.2%，较19年两年复合增速6.2%，复合增速较上月回落0.7pct，消费数据边际走强，其中中小企业的恢复速度加快。网上商品和服务零售总额同比增速14%，较19年两年复合增速16.4%，复合增速较上月上升2.7pct，线上消费增速回升。耐用消费品方面，汽车单月消费增速4.5%，较19年两年复合增速-2.1%，复合增速较上月回落6.9pct；家电两年复合增速9.3%，较上月回升5.7pct；家具两年复合增速5.7%，较上月回落2.0pct；通讯器材两年复合增速17.3%，较上月回升7.2pct。耐用消费品增速分化，汽车消费增速大幅回落，或与汽车缺芯有关，家电增速回升，可能受到6.18电商促销的影响。非耐用消费品方面，粮油和食品复合增速13.0%，饮料复合增速24.1%，烟酒消费复合增速15.7%，服装纺织复合增速6.2%，石油制品消费复合增速3.0%，餐饮消费复合增速1.0%，非耐用品消费增速普遍有所回升。

图表 17：消费品零售总额复合增速



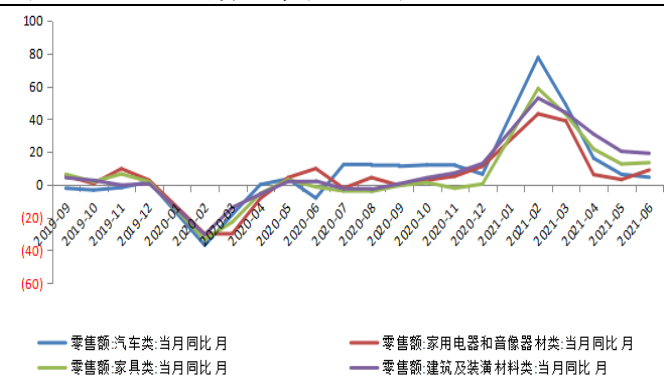
资料来源：wind

图表 18：限额以上消费品零售总额复合增速



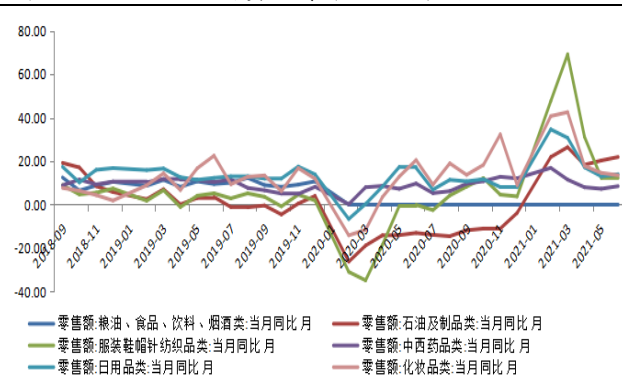
资料来源：wind

图表 19：耐用消费品零售额当月增速



资料来源：wind

图表 20：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		Jun-21	May-21	结构占比
耐用消费品	汽车	-2.1	4.9	28%
	家用电器	9.3	3.7	6%
	家具类	5.7	7.7	2%
	建筑装潢	10.3	10.7	2%
	金银珠宝	8.4	12.4	2%
	通讯器材	17.3	10.1	3%
非耐用消费品	食品	13.0	11.0	15%
	石油制品	3.0	1.7	13%
	服装鞋帽	6.2	5.7	10%
	中西药品	9.1	7.3	6%
	日用品类	15.4	15.1	4%
	文化办公	16.7	7.4	2%
	书报杂志	5.8	11.0	2%
	化妆品	16.9	13.7	1%
	体育娱乐	23.0	19.6	1%

出口增速回升。6月进口增速36.7%，较上月回落14.4pct，出口增速32.2%，较上月回升4.3pct。复合增速看，6月进口数据两年复合增速为18.8%，较上月回升6.4pct；出口数据两年复合增速为15.1%，较上月回升4.0pct。分区域看，进口方面，对美进口两年复合增速23.8%，较上月增速回升13.5pct；对欧盟进口复合增速11.6%，较上月回升5.8pct；对日本进口复合增速15.0%，较上月回升2.6pct。出口方面，对美出口两年复合增速9.3%，较上月回升0.1pct；对欧盟出口复合增速9.9%，较上月回升4.2pct；对日本出口复合增速6.2%，较上月回落1.9pct。分产品看，与防疫相关产品的出口增速出现回升，纺织纱线产品出口复合增速为10.2%，较上月回升8.1pct。医疗器械出口复合增速27%，较上月回升2.0pct。高新技术产品出口两年复合增速11.0%，较上月回升3.4pct；机电产品出口复合增速14.5%，较上月回升1.8pct；纺织服装行业出口复合增速2.8%，

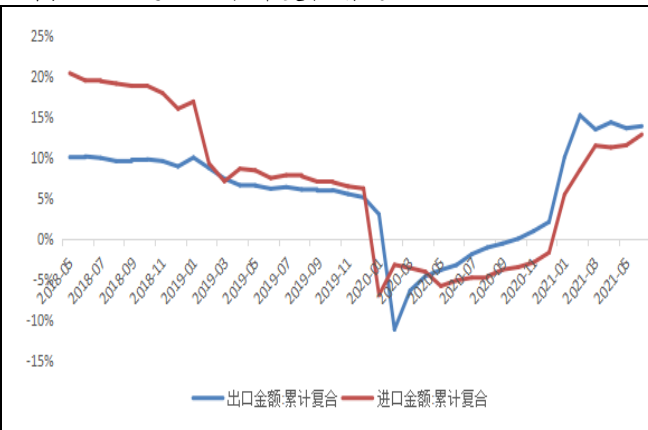
较上月回升 2.8pct。进口方面，6 月进口数据回落。分类别看，铜、原油、铁矿石进口数量同比增速分别为-34.7%、-24.5%、-12.1%，进口金额同比增速分别为 15.2%，62.8%，83.3%，大宗商品进口数量增速显著回落，随着原材料涨价压力凸显，进口大宗商品的需求出现收缩迹象。

图表 21：进出口单月复合增速



资料来源：wind

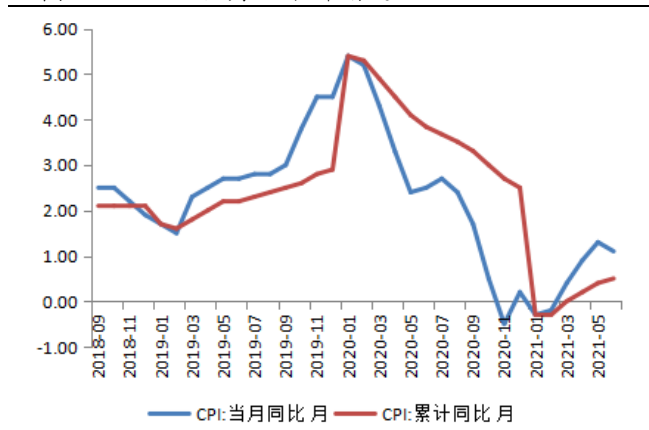
图表 22：进出口累计复合增速



资料来源：wind

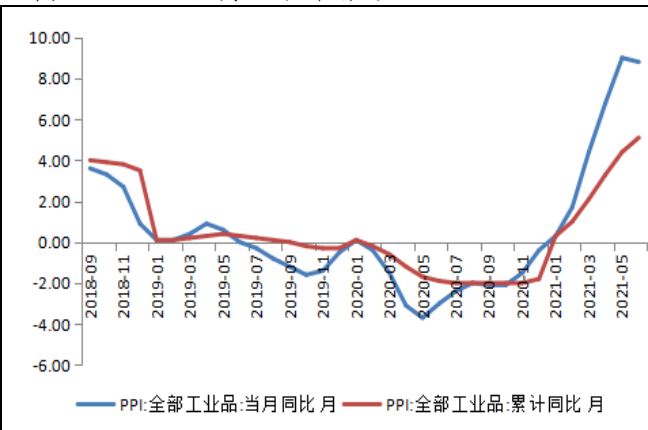
PPI 见顶回落。6 月 CPI 同比为 1.1%，较上月回落 0.2pct，食品 CPI 同比增速-1.7%，较上月回落 2.0pct，其中，猪肉同比下跌 36.5%，环比下跌 13.6%，鲜果同比增速 3.1%，环比下降 4.5%，鸡蛋同比上升 17.9%，环比下降 0.6%，蔬菜同比上升 0.1%，环比下降 2.3%。6 月非食品 CPI 同比增速 1.7%，较上月回升 0.1pct，生活用品及服务、居住、交通通信、衣着等行业的价格数据均保持相对平稳。6 月 PPI 同比+8.8%，较上月回落 0.2pct，其中生产资料同比增速 11.8%，较上月份回落 0.2pct，生活资料同比增速 0.3%，增速较上月回落 0.2pct。PPI 的增速放缓一方面是去年同期基数的底部抬升所致，另一方面，6 月以来原材料涨价势头有所缓解，但从绝对值看依然处于相对高位。

图表 23：CPI 当月及累计增速



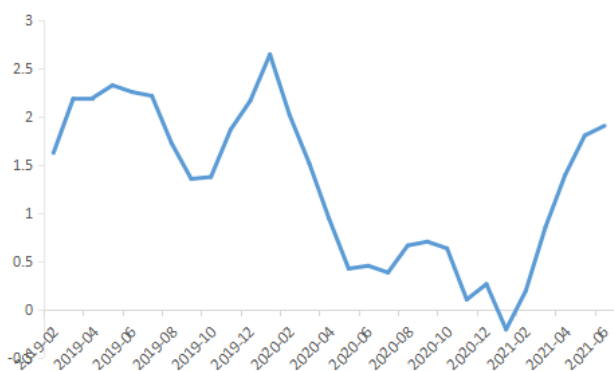
资料来源：wind

图表 24：PPI 当月及累计增速



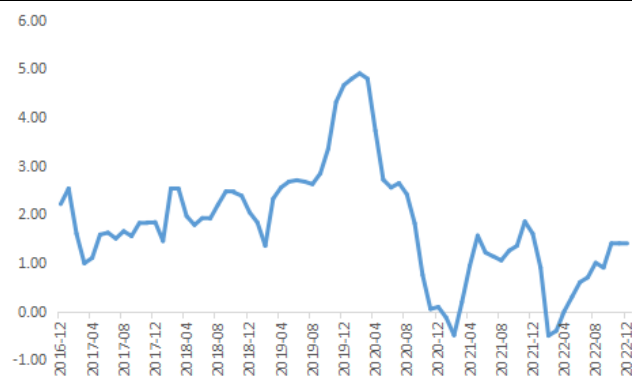
资料来源：wind

图表 25: 非猪肉 CPI



资料来源: wind

图表 26: CPI 走势预测



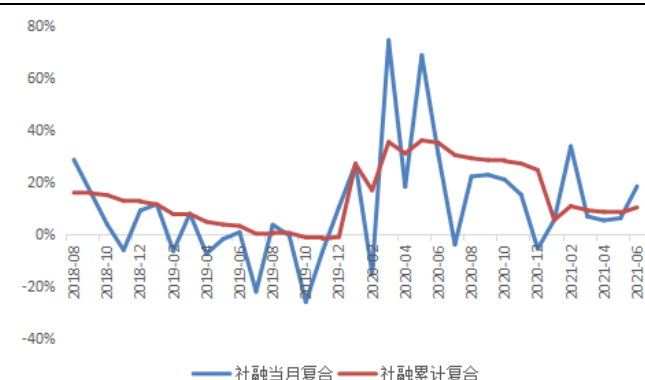
资料来源: wind

表 3: 总体宏观数据及预测值

		202107F	Jun-21	May-21
生产	工业增加值		8.3%	8.8%
	PMI		50.9%	51.0%
	发电量		7.4%	7.9%
需求	社会消费品零售		12.1%	12.4%
	固定资产投资(累计)		12.6%	15.4%
	出口		32.2%	27.9%
	进口		36.7%	51.1%
	贸易顺差:亿美元		515.3	455.3
物价	CPI	1.1	1.1	1.3
	PPI	8.2	8.8	9
货币	M1 增速		5.50	6.10
	M2 增速		8.60	8.30
	剪刀差		-3.1	-2.2
	汇率: 美元/人民币		6.46	6.37
	社会融资规模: 亿元		36689	19263
财政	财政收入增速		11.7%	18.7%
	财政支出增速		7.6%	2.8%

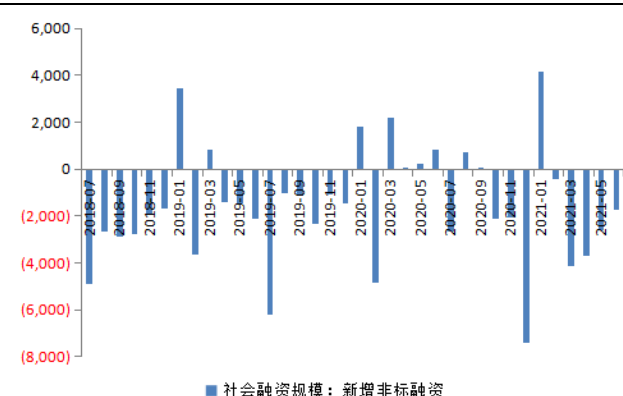
新增社融复合增速回升。6月新增社融3.67万亿，同比增速6%，较2019年同期的两年复合增速为18%，较上月回升12pct；1-6月累计新增社融同比增速-15%，较2019年同期的两年复合增速为10%，较上月回升2pct。从结构上看，新增非标融资合计为-1740亿，收缩速度较上月的-2629亿有所减缓，其中新增委托贷款-474亿，同比降幅收窄10亿，新增信托贷款-1046亿，同比降幅扩大194亿，新增银行未贴现承兑汇票-220亿，同比降幅扩大2410亿。新增人民币贷款2.3万亿，同比增加4153亿，新增政府债券7508亿，同比增加58亿，新增企业债券3570亿，同比减少116亿。从社融数据看，整体增速呈现逐渐企稳态势，政府债券顺利发行，非标收缩放缓，表内贷款增速回升。

图表 27：新增社融复合增速



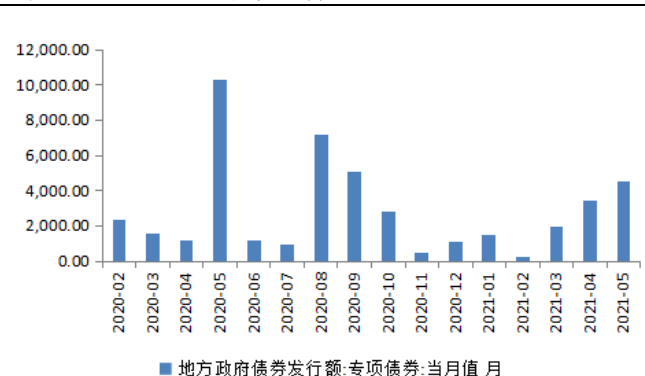
资料来源：wind

图表 28：新增非标融资规模



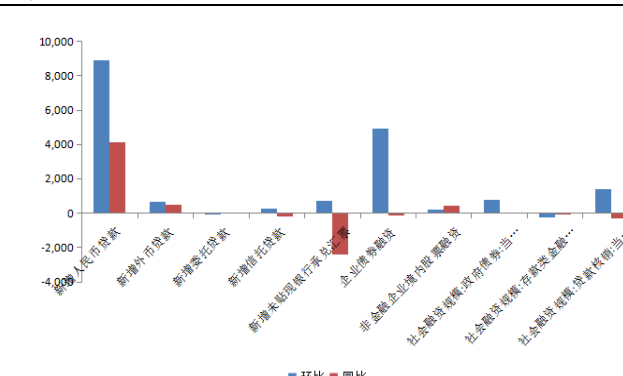
资料来源：wind

图表 29：地方政府专项债发行额



资料来源：wind

图表 30：新增社融分项

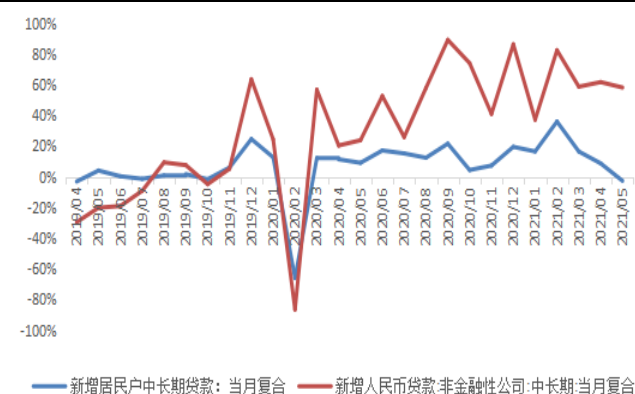


资料来源：wind

新增信贷增速持平。6月新增人民币信贷2.1万亿，同比增速17%，两年复合增速13%，与上月持平。从结构上看，票据融资2747亿，同比上升4851亿，居民短贷6591亿，同比下降860亿，居民长贷5156亿，同比下降1193亿，企业短贷3091亿，同比减少960亿，企业长贷8367

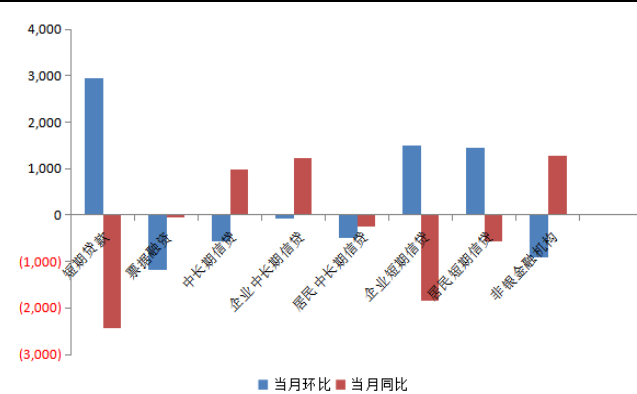
亿，同比增加 1019 亿，非银金融机构贷款-1906 亿，同比减少 1116 亿。新增信贷整体维持平稳，从复合增速看，6 月居民中长期贷款两年复合增速为 3%，短期贷款复合增速为 15%，居民端贷款受到地产政策调控影响，持续偏弱。企业中长期贷款增速依然保持强势，6 月复合增速为 49%，结合制造业投资增速回升的表现看，当前实体经济表现依然相对平稳。

图表 31：表内中长期贷款复合增速



资料来源：wind

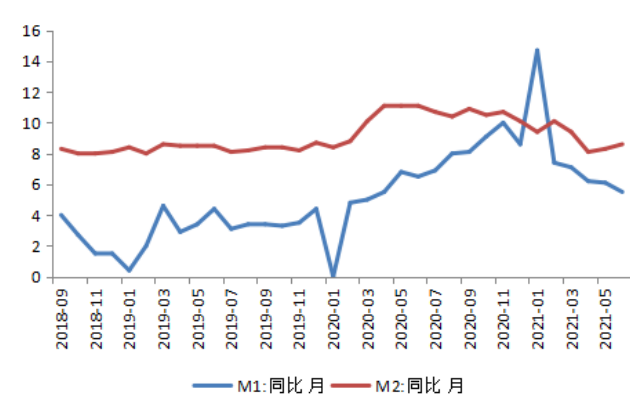
图表 32：表内贷款项目细分



资料来源：wind

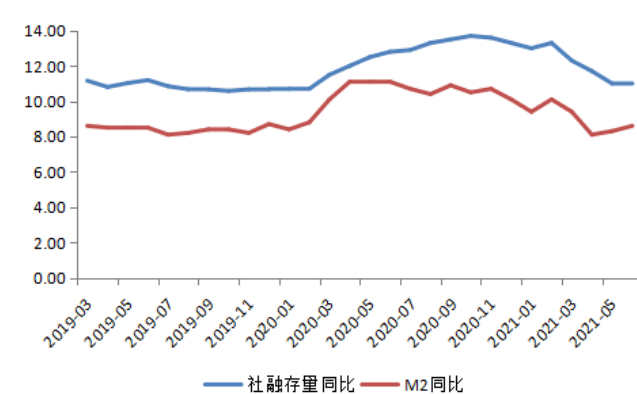
M2 增速继续回升。6 月 M1 同比增速 5.5%，较上月份增速回落 0.6pct，其中流通中货币同比增速 6.2%，增速较上月回升 0.5pct，单位活期存款同比增速 5.4%，较上月回落 0.8pct；6 月份 M2 增速 8.6%，较上月回升 0.3pct，其中单位定期存款同比增速 1.2%，较上月回升 1.7cpt，个人存款同比增速 11.6%，较上月回落 0.2pct，其他存款同比增速 17.6%，较上月回升 1.4pct。

图表 33：M1、M2 增速



资料来源：wind

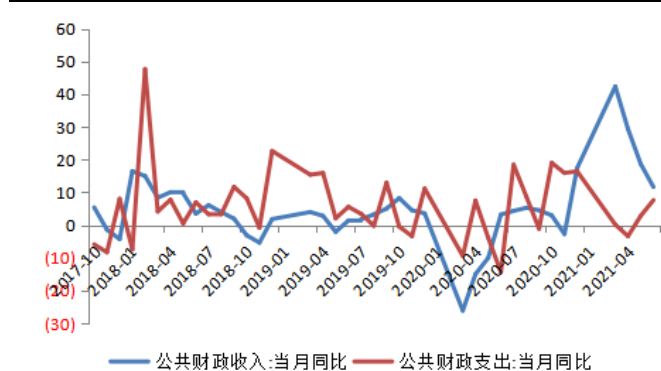
图表 34：社融存量及 M2 增速



资料来源：wind

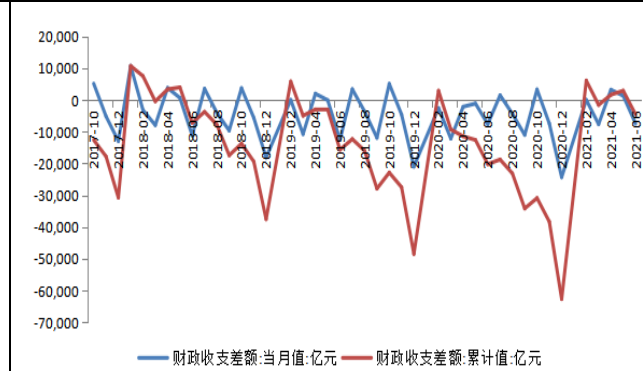
财政支出依然偏弱。6 月份财政收入同比增速 11.6%，较 19 年同期两年复合增长率为 7.4%，较上月回升 4.0pct。其中，中央财政收入增速 6.5%，两年复合增速 4.2%，较上月回升 2.2pct；地方财政收入增速 15.9%，两年复合增速 10.0%，较上月回升 5.2pct。从分项看，税收收入复合增速 9.3%，较上月回升 4.1pct，非税收入复合增速 0.4%，较上月回升 9.0pct。四大税种当中，企业所得税 6 月复合增速 12.2%，较上月回升 12.5pct，是税收收入增速回升的主要驱动力，增值税收入复合增速 6.1%，个人所得税增速 16.4%，国内消费税增速-1.4%。财政支出方面，6 月财政支出同比 7.63%，两年复合增速-4.0%，较上月回落 3.4pct。其中，中央财政支出同比增速 1.4%，两年复合增速-3.5%，较上月回升 9.2pct，地方财政支出同比增速 8.5%，两年复合增速-4.1%，较上月回落 5.4pct。从支出的项目看（两年复合增速），社会保障和就业支出同比 0.2%，教育支出同比增速-7.0%，科学技术支出同比增速-5.8%，农林水事务支出同比增速 17.5%，交通部运输支出同比增速 15.5%，基建类支出两年复合增速明显回升，与基建投资增速企稳呼应。6 月政府性基金收入增速 19.6%，两年复合增速 15.4%，增速较上月份回升 13.1pct，其中国有土地使用权出让收入同比增速 17.9%，两年复合增速 19.3%，较上月回升 14.4pct，土地市场景气度有所回升；政府性基金支出增速-9.5%，两年复合增速 14.0%，较上月回升 6.2pct，政府性基金支出增速回升。财政赤字方面，6 月份，一般公共预算和政府性基金合计赤字 1.0 万亿，赤字规模同比下降 2972 亿元。6 月份财政支出有所加速，但同比看依然处于相对低迷态势。

图表 35：公共财政收支当月增速



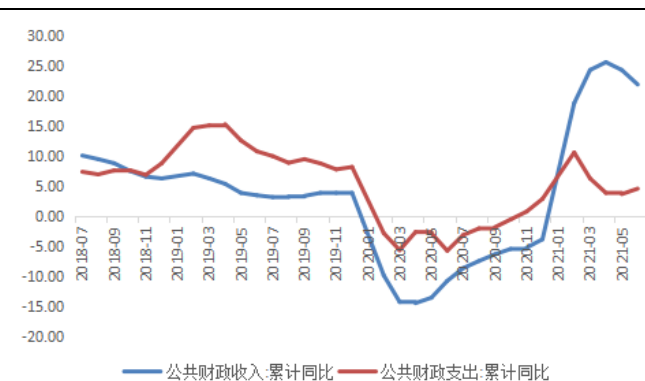
资料来源：wind

图表 36：财政收支差额



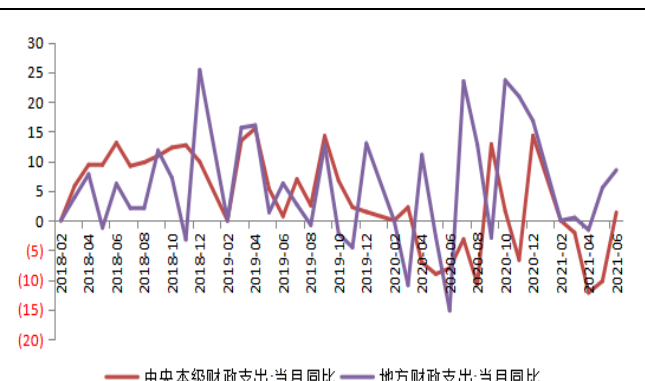
资料来源：wind

图表 37：公共财政收支累计增速



资料来源：wind

图表 38：中央及地方财政收入增速



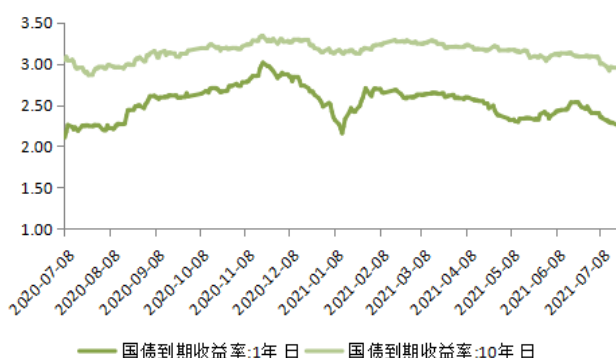
资料来源：wind

表 4：信贷及财政收支

		Jun-21	May-21	Jun-20	同比
货币	社会融资规模	36689	19263	34681	2008
	社融：新增人民币贷款	23182	14294	19029	4153
	社融：新增委托贷款	-474	-408	-484	10
	社融：新增信托贷款	-1046	-1295	-852	-194
	社融：未贴现银行承兑汇票	-220	-926	2190	-2410
	金融机构新增人民币贷款	21200	15000	18100	3100
	金融机构：居民中长期贷款	5156	4426	6349	-1193
	金融机构：企业中长期贷款	8367	6528	7348	1019
财政	财政收入	20662	18446	18504	2158
	财政支出	28123	17157	26130	1993
	收支差额	-7461	1289	-7626	165

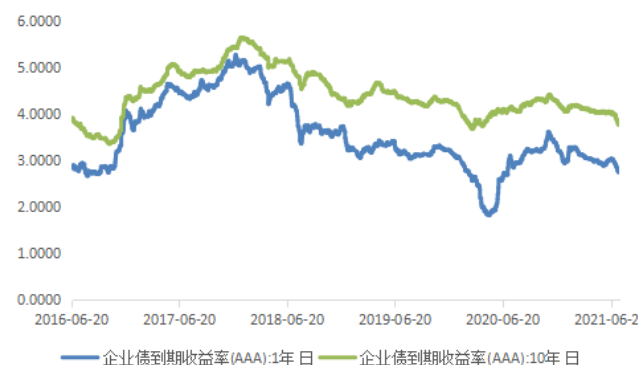
利率小幅下降，央行释放全面降准。截止7月19日，一年期国债利率2.2600%，十年期国债利率2.9502%，一年期AAA企业债到期收益率2.7385%，十年期AAA企业债到期收益率3.7485%。7月15日，央行宣布全面降准释放1万亿流动性，同时开展中期借贷便利（MLF）操作，向市场注入流动性1000亿元，考虑到到期的MLF金额为4000亿元，本次央行货币操作宽松信号明显。操作价格方面，此次MLF利率维持在2.95%（当前国股行的1年期同业存单利率约2.75%，本次MLF操作体现当前货币政策并非从数量到价格的全面转向宽松）。7月20日，央行公布最新贷款市场报价利率（LPR），1年期和5年期以上LPR分别为3.85%、4.65%，保持不变。但是，虽然与房贷利率挂钩的5年期LPR并未发生变化，但从全国首套房平均利率水平看，2月以来已陆续上升11BP，二套房房贷利率上升8BP。

图表 39：长短期国债收益率



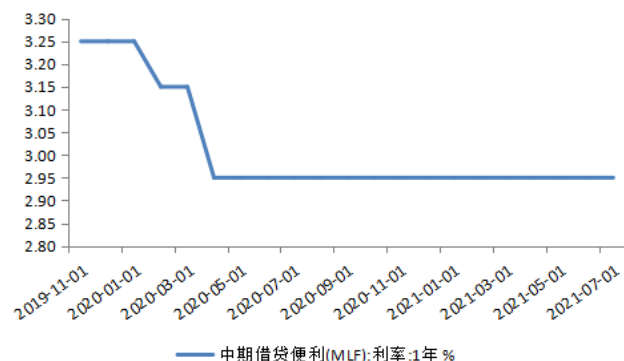
资料来源：wind

图表 40：长短期企业债收益率



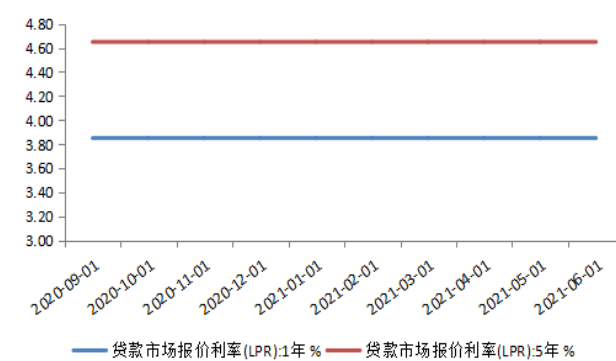
资料来源：wind

图表 41：MLF 利率走势



资料来源：wind

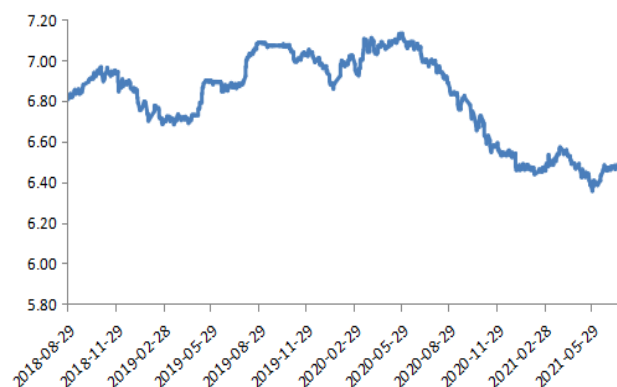
图表 42：LPR 报价



资料来源：wind

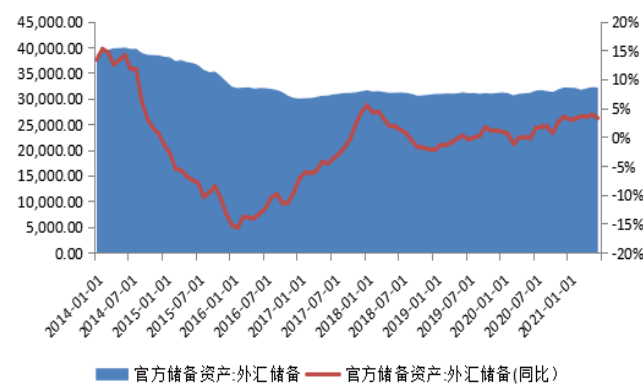
汇率小幅贬值。截止 7 月 20 日，美元兑人民币即期汇率为 6.4835，美元兑人民币中间价为 6.4855，人民币汇率小幅贬值。6 月份，外汇储备 3.21 万亿，环比下降 78 亿。

图表 43：美元兑人民币中间价



资料来源：wind

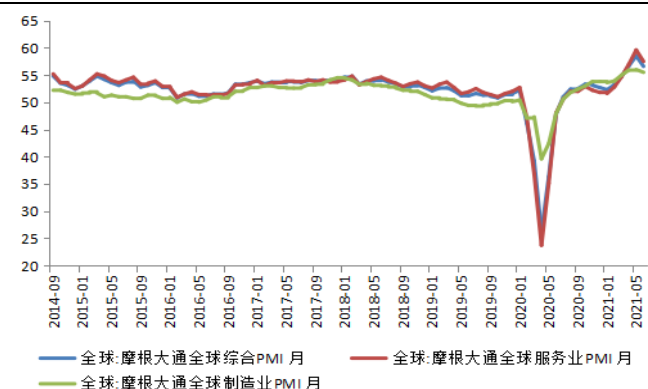
图表 44：我国外汇储备



资料来源：wind

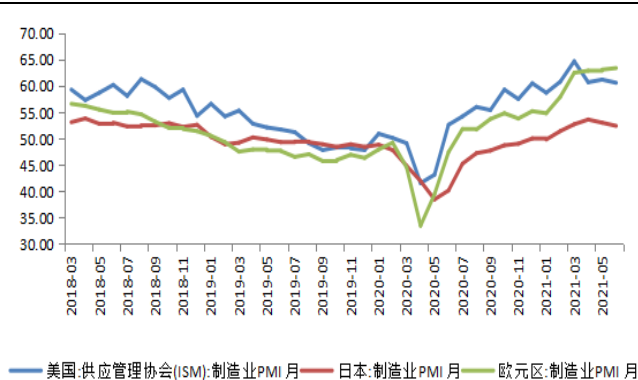
海外经济回升放缓。美国 6 月份制造业 PMI 为 60.6，较上月回落 0.6，CPI 为 5.4%，较上月上升 0.4pct，核心 CPI 为 4.5%，较上月上升 0.7pct。欧元区 6 月份制造业 PMI 为 63.4，较上月上升 0.3，CPI 为 1.9%，较上月回落 0.1pct，核心 CPI 为 0.9%，较上月回落 0.1pct。日本 6 月份制造业 PMI 为 52.4，较上月回落 0.6。6 月海外经济回升态势放缓，同时各国 CPI 数据也在迅速提升，在经济复苏的背景下，海外经济体的通胀压力进一步凸显。从非农就业来看，6 月美国非农就业增加 85 万人，较上月回升 29.1 万人，6 月份美国失业率 5.9%，较上月回升 0.1pct，失业率表现弱于预期。国债收益率方面，截至 7 月 19 日，十年期美债收益率 1.19%，近期美债收益率大幅回落，一方面受到美国财政支出加速的影响，向市场释放充裕流动性，另一方面，当前新冠变种病例 Delta 病毒开始大面积传播，影响了全球经济复苏的进程，如英国新增确诊病例当中 100% 是 Delta 病例，其单日新增确诊病例已接近前期高点。

图表 47：全球 PMI 数据



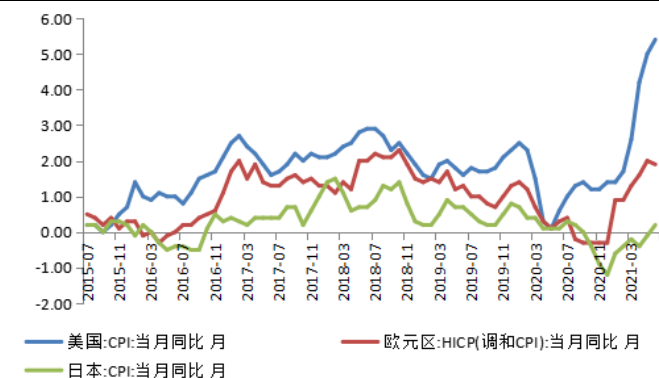
资料来源：wind

图表 48：美、欧、日 PMI 数据



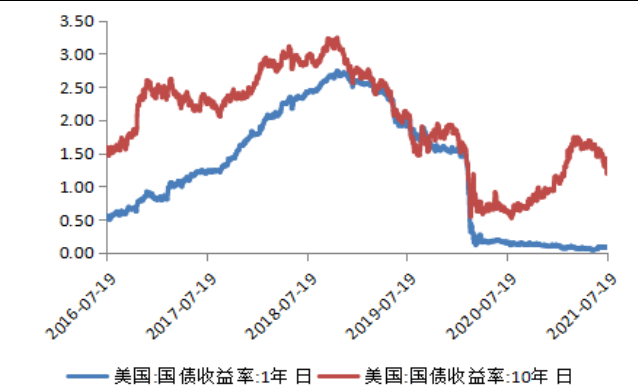
资料来源：wind

图表 49：美、欧、日 CPI 数据



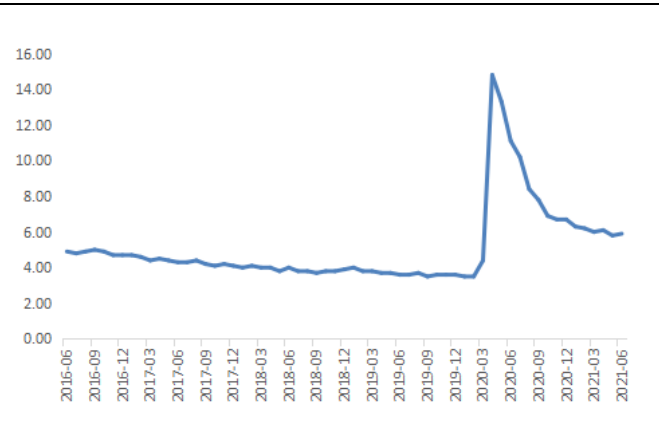
资料来源：wind

图表 50：长短期美债收益率



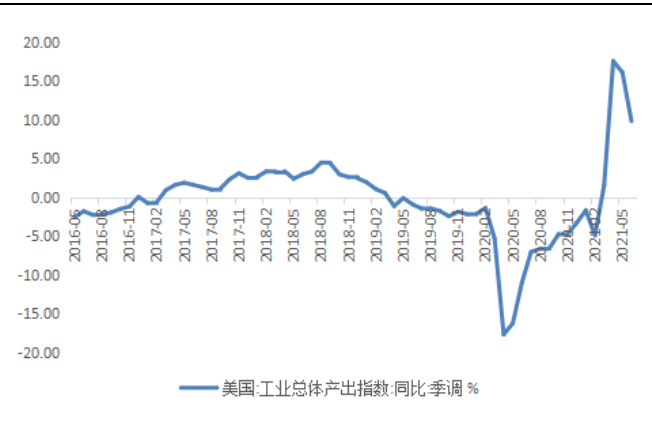
资料来源：wind

图表 51：美国失业率数据



资料来源：wind

图表 52：美国工业产出同比增速



资料来源：wind

指数方面，6 月上证综指下跌 0.67%，深证综指上涨 1.92%，创业板指上涨 5.08%，沪深 300 下跌 2.02%，上证 50 下跌 4.15%。行业方面，涨幅前三的行业分别为电气设备（申万）、电子（申万）、综合（申万），涨幅分别为 13.55%、11.82%、9.86%，跌幅靠前的行业为休闲服务（申万）、房地产（申万）、建筑材料（申万），跌幅分别为 8.67%、8.06%、6.73%。7 月份以来（截至 7 月 19 日），上证综指下跌 1.45%，深证综指下跌 0.56%，创业板指下跌 0.80%，沪深 300 下跌 2.12%，上证 50 下跌 3.24%。行业方面，涨幅前三的行业分别为有色金属（申万）、钢铁（申万）、化工（申万），涨幅分别为 15.82%、8.01%、5.63%，跌幅前三的行业分别为农林牧渔（申万）、非银金融（申万）、银行（申万），跌幅分别为 6.45%、4.75%、4.56%。

表 5：主要指数及领涨领跌板块

6 月市场行情		领涨行业		领跌行业	
上证指数	-0.67%	电气设备(申万)	13.55%	休闲服务(申万)	-8.67%
深证综指	1.92%	电子(申万)	11.82%	房地产(申万)	-8.06%
创业板指	5.08%	综合(申万)	9.86%	建筑材料(申万)	-6.73%
7 月（截止 7 月 19 日）		领涨行业		领跌行业	
上证指数	-1.45%	有色金属(申万)	15.82%	农林牧渔(申万)	-6.45%
深证综指	-0.56%	钢铁(申万)	8.01%	非银金融(申万)	-4.75%
创业板指	-0.80%	化工(申万)	5.63%	银行(申万)	-4.56%

二、对当期经济数据和市场数据点评

6 月份，宏观经济表现较为稳健。剔除基数效应从复合增速看，生产端工业增加值两年复合增速较上月小幅回落，采矿业及制造业生产承压，供给端刚性依然较强，原材料成本压力较大压制制造业生产意愿。需求端看，内需方面，此前表现较强的房地产投资增速出现连续下行，地产调控政策对地产销售的影响逐渐显现，新开工、施工、土地购置等指标较前期有所加快但绝对值上看依然较为低迷。同时，基建和制造业投资本月出现景气度上行，政府债券加速发行带动基建投资增速出现边际修复，原材料成本涨势放缓及海外疫情加剧则为制造业投资回升提供了支撑。消费增速较上月改善，其中汽车消费受到缺芯问题及原材料价格上涨影响成为拖累项，但家电、通讯及多数非耐用品的消费增速明显回暖，或受到 618 促销的影响，对当月消费形成扰动。外需方面，6 月出口增速回升，受到 Delta 病毒传播的影响，我国防疫物资的出口增速再度上升，同时，我国机电类产品、高新技术类产品出口增速仍在上行，表明全球疫后复苏的进程依然保持良好。整体而言，本月宏观经济各项指标当中，出口和制造业投资增速的回升超出市场预期，而地产投资的下行速度和幅度可能是下半年经济运行的主要风险点。

社融数据方面，6 月社融增速大幅回升，本月非标融资收缩继续放缓，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，地产调控政策作用仍在显现，居民中长期贷款和短期贷款增速低迷，而企业中长期贷款增速依然保持高位，非标转表内的进程仍在继续，同时制造业投资需求也表现良好。

从海外看，欧美 PMI 数据回升速度放缓，美国 PMI 数据 60.6，较上月回落 0.6，欧洲 PMI 数据 63.4，回升 0.3。同时，海外主要经济体的通胀压力继续上升，6 月美国 CPI 同比增长 5.4%，核心 CPI 同比增长 4.5%，美国通胀数据连续 3 个月超出预期。其中住房和交通依然是美国 CPI 超预期上升的主要原因，疫情好转使得美国酒店、租金分项拉动幅度较大，而汽车缺芯又使得二手车价格显著上行。与此同时，美国就业数据仍未显著好转，6 月美国失业率 5.9%，较上月上升 0.1pct，低迷的就业水平对货币政策形成掣肘。此外，美联储 6 月议息会议纪要显示，美联储官员普遍认为，未来开始缩减购债规模的时间点将会比预计的更早，但就具体时间及缩减方式美联储内部尚有较大的分歧。

市场方面，6 月份欧美经济修复放缓，美债收益率回落，市场呈现震荡，道琼斯指数月跌幅 0.08%，纳斯达克指数上涨 5.49%。美国财政存款的压降为市场注入了大量的流动性，推动成长风格再度演绎。进入 7 月后，随着美国超预期的通胀数据公布，市场对货币收缩预期逐渐增强，各大指数进入回调阶段。国内方面，6 月份市场保持震荡，电气设备领跑市场，但进入 7 月后，随着全球流动性收缩预期逐渐加强，市场也进入调整阶段。

三、对未来宏观经济和证券市场的展望

（一）经济阶段性反弹，地产投资或是经济下行的主要风险

从 6 月份的数据表现看，经济出现阶段性反弹，投资、出口和消费均有增速回升的表现，但从内在驱动因素看，其持续性都有所不足。投资端，本月投资增速回升主要受到基建及制造业投资增速回升的影响，而从中长期看，基建投资面临着政府杠杆率或高及优质项目匮乏的问题，预计回升幅度有限，制造业投资则依然面临着高企的原材料成本压力，在盈利端无法修复的背景下，继续加大资本开支的动力较弱。出口端，出口是去年以来我国修复的重要支撑力量，但下半年将面临出口份额下降的不确定性 & 高基数压力，不过考虑到全球经济的修复，出口增速预计回落幅度可控。消费端，本月消费增速的回升受到 618 购物节的影响，对家电、通讯器材及部分必选消费品形成需求支撑，而从下半年看，中小企业退出带来的中低收入人群收入下降的影响尚未消除，消费增速的持续回升难言乐观。

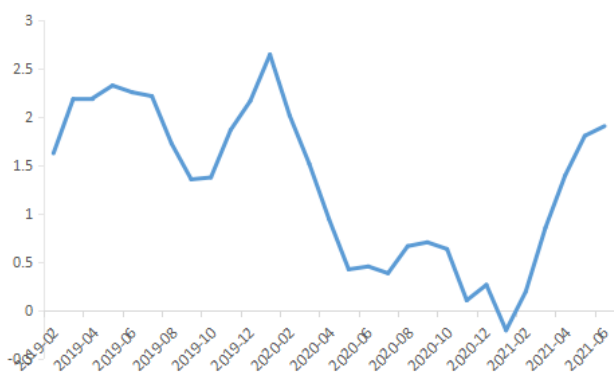
综合看，经济增长推动项目当中，下半年基建和消费增速大幅回升可能性较低，出口和制造业投资将是主要的经济支撑力量，但两者均有自身的逻辑瑕疵，其力度可能较小。而在此背景下，地产调控政策对地产销售端的影响已经逐渐显现，随着销售增速下行，新开工、施工、土地购置等指标存在回落压力，因此我们继续保持下半年经济回落的判断，其中地产投资或是经济下行的主要风险点。

（二）全面降准释放政策信号，通胀压力或将继续增大

7 月 9 日央行宣布全面降准 0.5 个百分点，释放长期资金约 1 万亿人民币。降准原因主要有 1) 减小国内中小企业成本压力。在原材料持续涨价的背景下，降低企业融资成本以提高企业盈利水平。2) 跨周期调节以应对下半年可能出现的经济加速下行风险。3) 对冲下半年显著增大的 MLF 到期压力，引导利率水平走低。4) 中美经济周期错配，为应对后续美联储收水预留中国央行的政策空间。本次降准从数量和时间节奏上均超出市场预期，释放出较为强烈的政策宽松信号。

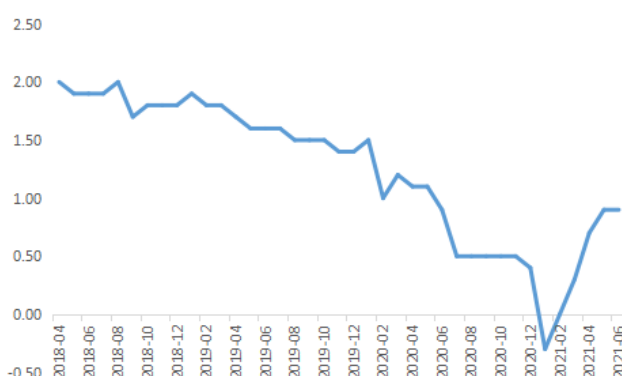
就降准的各个目的看，解决原材料成本压力问题是政策的主要出发点，但同时我们也需要认识到，本轮的大宗材料涨价并非是一轮传统的需求驱动周期，除了需求支撑之外，更多存在的是供给端的问题，近年全球范围上游企业资本开支下降导致供给释放偏刚性，同时疫苗接种进度在资源国偏慢也进一步加剧了短期的供需不匹配问题。而通过降准刺激企业需求非但解决不了原材料供给问题，甚至可能会进一步推升原材料涨价的空间，因此本轮降准的实际作用存疑，预计我国后续的通胀压力可能会进一步增大。整体而言，本次降准的背景较为复杂，但不论怎么说，降准的落地使得市场对于下半年流动性环境担忧趋缓，对于资本市场而言仍是利好，而从中期看，假如通胀率真的再度上行，可能又会引发市场对长期政策更大力度的收缩预期，这一点需要对后续 CPI 保持跟踪。

图表 53：非猪肉 CPI



资料来源：wind

图表 54：核心 CPI



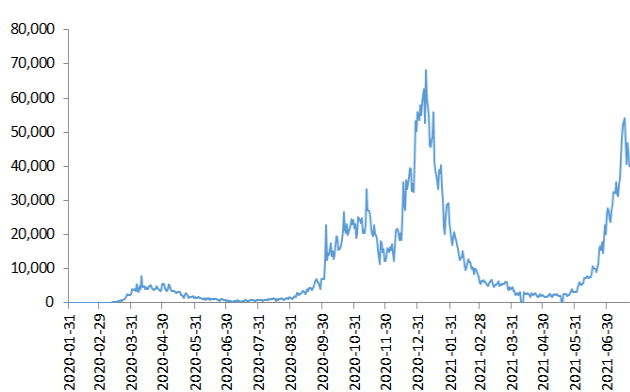
资料来源：wind

（三）Delta 病毒扩散但致死率较低，预计对经济回升影响有限

6 月中旬以来，全球新增确诊病例出现明显的新一轮反弹，主要原因是 Delta 病毒的不断传播，Delta 病毒是迄今为止发现最具有传播性的变种，且感染后容易出现重症病例。美国新增确诊从 7 月初的日均 1 万多上升到 7 月 22 日的日均近 7 万水平，7 月 21 日美国疾控中心表示，其中 83% 的患者感染的是 Delta 病毒；英国新增确诊从 6 月中旬的 1 万左右上升到 7 月中旬 4 万以上的水平，6 月 11 日英格兰公共卫生署即表示新增病例 99% 均为 Delta 病毒；发展中国家如印度尼西亚、南非、墨西哥均有出现疫情的明显反弹。

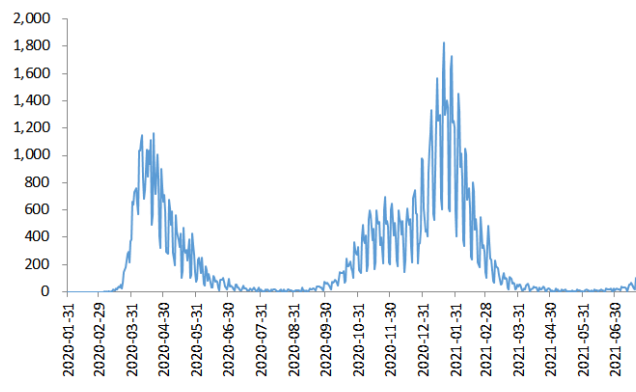
但值得注意的是，从死亡率看，英国 Delta 毒株的病死率仅为 0.3%，远低于去年冬季英国第二波疫 Alpha 变种 2% 的死亡率，疫苗的大规模接种降低了新冠的致死率，英国政府也在 7 月 19 日宣布全面解封，因此，我们预计本轮 Delta 病毒的流行对全球经济回升影响有限。

图表 55：英国新增单日确诊人数回升



资料来源：wind

图表 56：英国新冠单日死亡人数维持低位



资料来源：wind

(四) 美国通胀非短期现象，警惕美联储提前退出宽松货币政策的风险

美国 6 月 CPI 通胀数据创出 08 年以来的新高水平，连续三个月超出市场预期，年初以来美联储对外口径表示通胀是短期的，当疫苗接种率提高之后，供给端的瓶颈会逐步打开。但从目前的状况来看，疫苗在发展中国家的接种速度明显偏慢，导致大宗材料供给端释放进度较慢，同时美国劳动力短缺现象却越发严重，带来通胀水平的居高不下。往后看，疫情对美国乃至全球经济的影响将是漫长修复的过程，以美国为代表的发达国家的通胀叠加众多发展中国家的滞胀组合或将持续较长时间。

对于美联储而言，当前面临着较强的两难境地，一方面是劳动力成本高使得就业恢复慢，同时 Delta 病毒蔓延也增加了市场情绪的不稳定性，实体经济修复进入放缓阶段。另一方面，通胀压力在逐渐增大，又对美联储货币收缩提出了要求。6 月 FOMC 会议纪要显示了部分联储官员对尽快开启 Taper 的讨论，同时随着美国财政存款压降在 7 月结束，美债收益预计将逐渐回到上升通道当中。虽然当前美联储对就业的关注度高于通胀，但高通胀压力下美联储政策提前结束宽松依然是下半年资本市场可能面临的主要风险。

(五) 市场预计保持震荡，中报将成为公司质地的试金石

6 月份在经济表现尚好的背景下，政策层面推出全面降准的措施，表明货币当局对经济下行的重视度较高，在美联储尚未收缩，国内通胀压力较低的契机下，率先进行跨周期的调节，减缓了市场对下半年流动性趋势收紧的担忧。但同时，我们也需认识到，当前货币政策也并非全面快速转向，MLF 利率仍维持原位，政策对经济下行做了提前对冲，但也正因为提前了，因此后续宽松政策的继续跟进可能较慢，预计市场短期仍将保持震荡行情。

对于个股而言，从另一方面看，二季度原材料成本的高涨压力也为我们筛选优质标的提供了较好的观察窗口，中报业绩表现将更加凸显优质标的对下游的议价能力，后续需要对中报做详细跟踪。

四、未来操作思考

虽然经济数据显示出了疲态，但是 7 月份的降准给投资带来了明确的信号，更加确定市场进入了震荡格局，但是市场震荡也不代表着容易赚钱，因为和总量相关的公司压力会明显加大，机会多来自结构性。

上市公司的中报进入密集的披露期了，今年的二季报还是值得花更多的精力去研究，要去观察在中国罕见的类滞胀经济状态下，各类公司不同的经营表现，挑出真正优秀的公司。

【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的投资建议，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。