

2021年9月份月度策略报告

2021-8-25

宏观分析

报告摘要:

投资经理 崔红建

- **核心观点:** 1) 经济回落压力加大,“共同富裕”或推动消费实质性修复。7月经济加速回落,尽管存在疫情和雨水天气的扰动,但经济回落的压力明显还是在逐渐增大的,地产增速的回落使得经济维稳失去了最重要的一根支柱。政府提出“共同富裕”的政策路线,可能会对刺激中低收入人群消费起到一定的作用,进而推动消费出现实质性修复; 2) 紧信用宽货币依然是短期方向,政策拐点尚待10月确认。8月央行实施缩量平价MLF政策,验证当前政策依然强调跨周期调节而非做快速主动的对冲,730中央政治局会议显示了政府对下半年经济稳增长压力的担忧,但防风险严监管依然是大方向。我们需要重点关注10月份召开的下一次中央政治局会议,观察政策信号是否明确转变; 3) **Delta病毒冲击逐渐消退,国内外疫情预计可控。**Delta变种过去两个月在全球范围内广泛传播,但从各国的防疫效果来看,尽管各国的防疫措施不同,但都取得了良好的防疫效果,本轮疫情的短暂冲击已逐渐消退; 4) **美国经济预计仍会回升,警惕美联储提前Taper的风险。**从就业数据看,7月份美国失业率表现加速好转,同时美国就业质量也大幅提升,预计3-4季度海外经济依然将保持强势。需要警惕美联储提前Taper带来的货币市场因素扰动的影响。 5) **市场预期震荡偏弱,静待政策预期明朗。**展望后市看,政策拐点尚不明朗,美联储Taper预期又在逐渐增强,将持续压制市场风险偏好,并且原材料价格依然处于高位,因此从资金和业绩层面均看不到明确的反转信号,我们需要静待政策明朗,政策底的出现。

投资经理 郭锋

研究员 边康祥
biankangxiang@shifengamc.com

联系人 胡晓天
021-61093233
sales@shifengamc.com

- **数据点评:** 7月份,宏观经济加速下行。需求端,投资、消费、出口数据全面回落,与疫情发酵及雨水天气较多有关。在地产投资受政策打压出现全面回落的背景下,基建、制造业、消费等领域的上托力量不足。社融方面,本月社融增速大幅回落,信贷数据同比少增,非标收缩加速,政府债券净发行规模减少,使得当月新增社融承压。海外方面,欧美经济回升有所放缓,美国就业率水平加速改善。
- **投资操作:** 本月没有特别的市场观点,延续上个月的观点。上月观点: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。

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..... 18

三、对未来宏观经济和证券市场的展望..... 19

四、未来操作思考..... 21

一、报告期内宏观经济分析

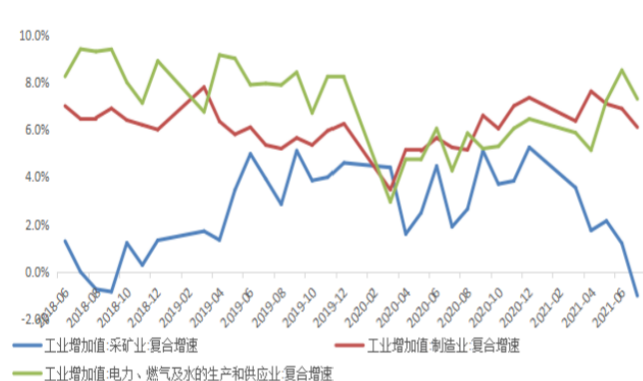
工业增加值回落。7 月份工业增加值同比上升 6.4%，较上月回落 1.9pct；1-7 月工业增加值累计同比增速 14.4%，较上月回落 1.5pct。复合增速看，7 月工业增加值两年复合增速为 5.6%，较上月回落 0.9pct，1-7 月累计复合增速 6.7%，较上月回落 0.3pct。其中，7 月采矿业工业增加值两年复合增速-1.0%，较上月回落 2.2pct；制造业两年复合增速 6.1%，较上月回落 0.8pct；电力燃气水供应两年复合增速 7.3%，较上月回落 1.2pct。7 月份工业生产各项指标全面下滑，或受到疫情扩散、极端天气等短期扰动因素的影响。

图表 1：工业增加值复合增速



资料来源：wind

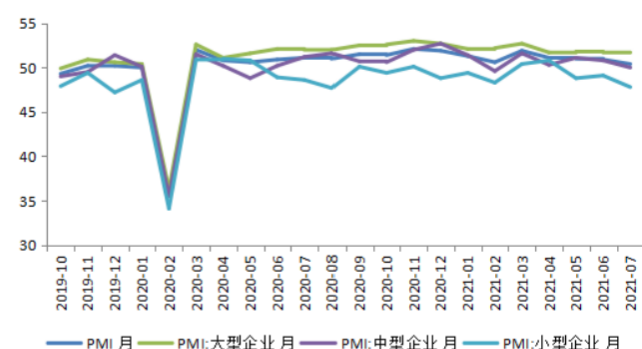
图表 2：工业增加值复合增速（分项）



资料来源：wind

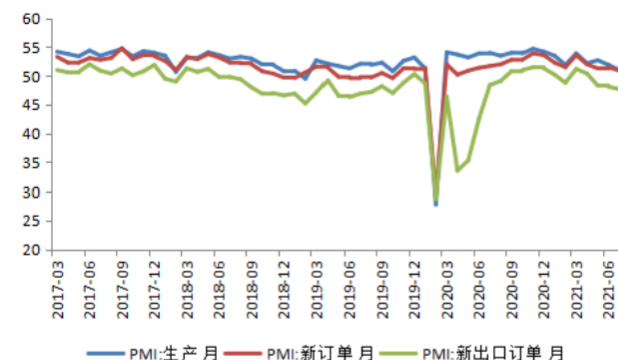
制造业 PMI 回落。7 月制造业 PMI 为 50.4，较上月回落 0.5，其中大企业 PMI 为 51.7，与上月持平；中型企业 PMI 为 50.0，较上月份回落 0.8；小型企业 PMI 为 47.8，较上月份回落 1.3，本月中小型企业 PMI 数据再度回落，经济压力加大。7 月非制造业 PMI 为 53.3，较上月回落 0.2，其中建筑业 PMI 为 57.5，较上月回落 2.6，服务业 PMI 为 52.5，较上月份回升 0.2。从结构上看，7 月 PMI 生产指数 51.0，较上月回落 0.9，PMI 新订单指数 50.9，较上月回落 0.6，其中新出口订单指数 47.7，较上月回落 0.4。库存方面，产成品库存 47.6，较上回升 0.5，原材料库存 47.7，较上月回落 0.3。价格方面，原材料购进价格指数 61.9，较上月回升 1.7，出厂价格指数 53.8，较上月回升 2.4，企业原材料的涨价压力依然高企。7 月份 PMI 数据看，原材料涨价对需求压制作用持续存在，企业库存累积，进而对企业生产供给造成压力，各项指标全面走弱。

图表 3: PMI 数据 (分企业)



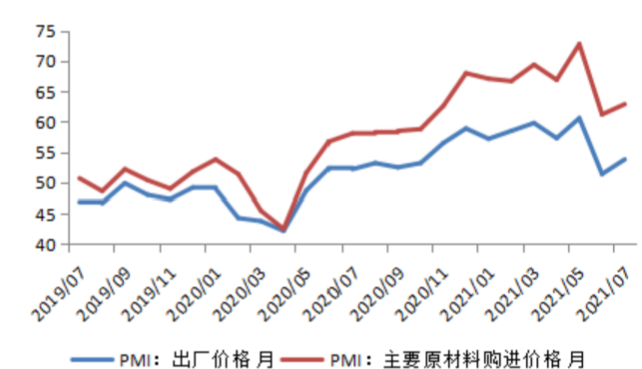
资料来源: wind

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

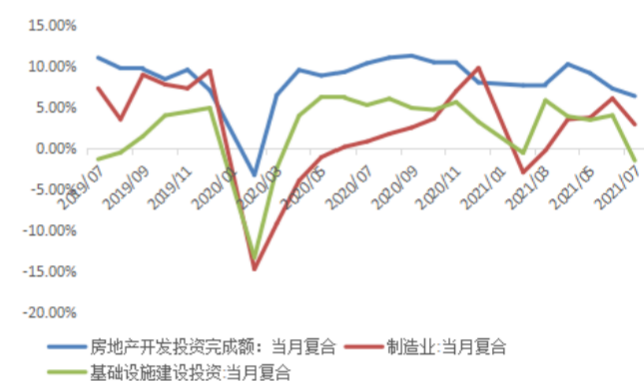
表 1: PMI 及 PMI 分项指标

指数类别	具体指数	当月值	上月值	方向变化
综合	PMI	50.40	50.90	收缩
生产端	PMI: 采购量	50.80	51.70	收缩
	PMI: 生产	51.00	51.90	收缩
需求端	PMI: 新订单	50.90	51.50	收缩
	PMI: 新出口订单	47.70	48.10	收缩
	PMI: 进口	49.40	49.70	收缩
库存	PMI: 产成品库存	47.60	47.10	扩张
	PMI: 原材料库存	47.70	48.00	收缩

价格	PMI: 购进价格	62.90	61.20	扩张
	PMI: 出厂价	53.80	51.40	扩张
就业	PMI: 从业人员	49.60	49.20	扩张

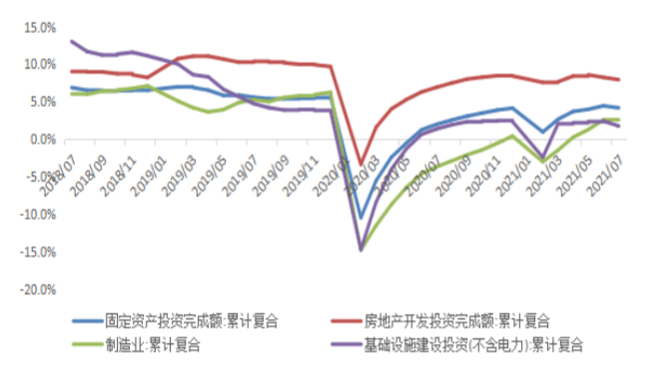
各项投资数据全面回落。7月固定资产投资增速-2.2%，1-7月累计增速-10.3%。从两年复合增速看，7月固定资产投资增速为2.5%，较上月回落3.2pct。分项目看，基建投资7月增速-10.1%，较19年两年复合增速-1.6%，复合增速较上月回落5.5pct；房地产投资7月增速1.2%，较19年两年复合增速6.3%，复合增速较上月回落1.0pct；制造业投资7月增速9.1%，较19年两年复合增速2.8%，复合增速较上月回落3.2pct。从复合增速看，7月份基建、地产、制造业投资增速全线回落，原材料价格上涨压制制造业投资信心，并且7月份受雨水天气影响，对地产和基建投资也造成了较大的影响。

图表7：投资分项单月复合增速



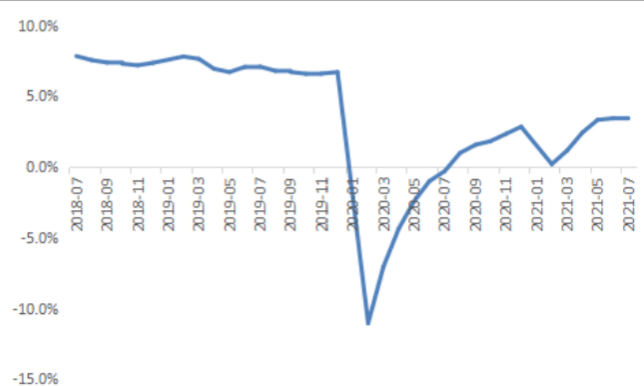
资料来源: wind

图表8：投资分项累计复合增速



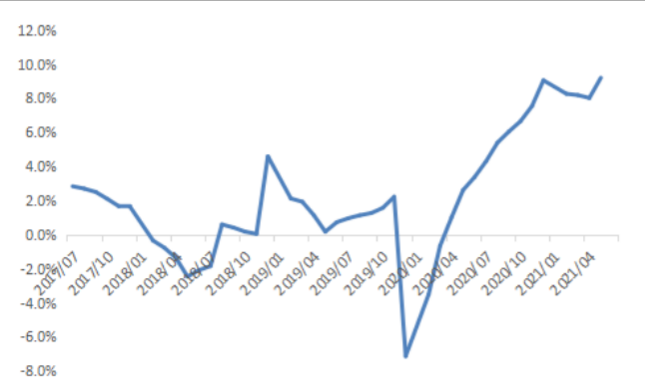
资料来源: wind

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

地产销售增速回落。7月销售面积增速-8.5%，较19年两年复合增速0.1%，复合增速较上月回落4.7pct；销售金额同比增速7.1%，较19年两年复合增速4.1%，复合增速较上月回落4.7pct；新开工面积同比增速-21.5%，较19年两年复合增速-6.5%，复合增速较上月回落8.8pct；竣工面积同比增速25.7%，较19年两年复合增速4.0%，复合增速较上月回落20.8pct。土地市场方面，土地购置面积同比增速2.8%，较19年两年复合增速0.5%，复合增速较上月回升4.8pct；土地成交价款同比增速-2.4%，较19年两年复合增速15.6%，复合增速较上月回升5.2pct。受土地政策两集中的影响，7月份土地市场土地出让面积和金额增速回升。资金方面，7月地产资金开发来源同比增速-7.2%，较19年两年复合增速3.9%，复合增速较上月回落4.7pct。其中国内贷款7月增速-17.2%，较19年两年复合增速-2.7%，复合增速较上月回落3.2pct；定金及预收款7月增速-9.2%，较19年两年复合增速2.3%，复合增速较上月回落11.7pct，房地产销售景气度下降，个人按揭贷款7月增速-13.4%，两年复合增速4.2%，较上月回落3.3pct。从地产数据来看，地产政策的收紧对地产销售及地产开发的压力逐渐凸显，预计下半年地产厂商将继续加快竣工销售回款，以应对资金压力。

图表 11：商品房销售面积增速



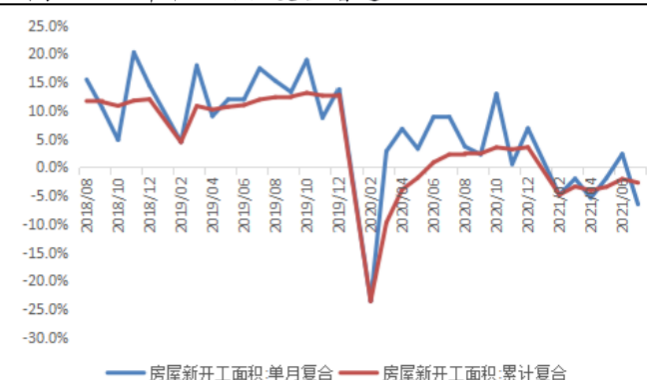
资料来源：wind

图表 12：商品房销售金额增速



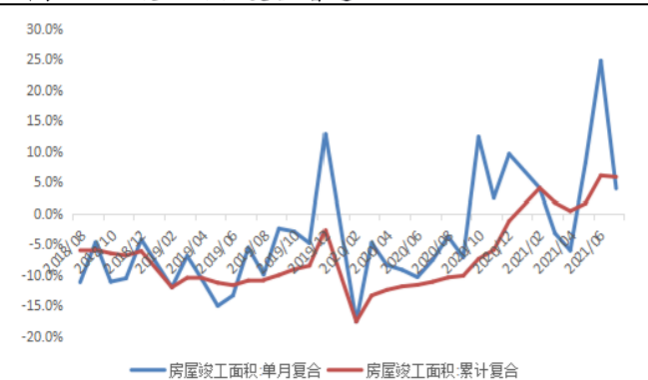
资料来源：wind

图表 13：新开工面积复合增速



资料来源：wind

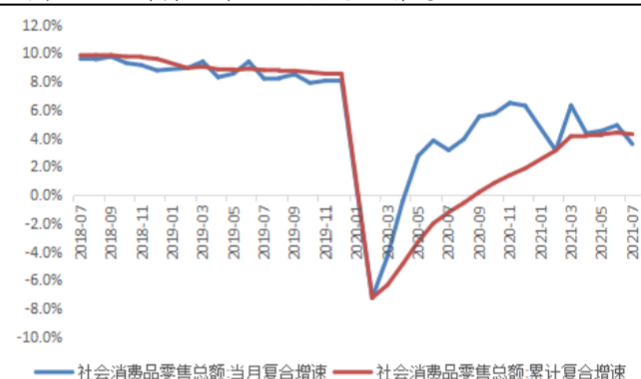
图表 14：竣工面积复合增速



资料来源：wind

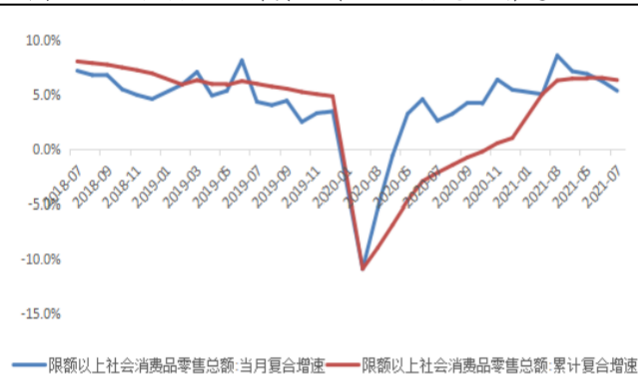
消费增速回落。7月社零增速8.5%，较19年两年复合增速3.6%，复合增速较上月回落1.3pct。限额以上社零增速8.5%，较19年两年复合增速5.3%，复合增速较上月回落0.9pct，消费数据边际走弱。网上商品和服务零售总额同比增速7%，较19年两年复合增速13.0%，复合增速较上月回落3.4pct，或与618消费节的虹吸效应有关。耐用消费品方面，汽车单月消费增速-1.8%，较19年两年复合增速5.0%，复合增速较上月回升7.1pct；家电两年复合增速2.9%，较上月回落6.5pct；家具两年复合增速3.3%，较上月回落2.5pct；通讯器材两年复合增速5.6%，较上月回落11.8pct。耐用消费品增速分化，汽车消费增速回暖，但家电家具等地产链消费走弱，或与地产销售走弱相关。非耐用消费品方面，粮油和食品复合增速9.1%，饮料复合增速15.6%，烟酒消费复合增速9.9%，服装纺织复合增速2.4%，石油制品消费复合增速2.8%，餐饮消费复合增速0.9%，非耐用品消费增速普遍呈现回落态势。

图表 15：消费品零售总额复合增速



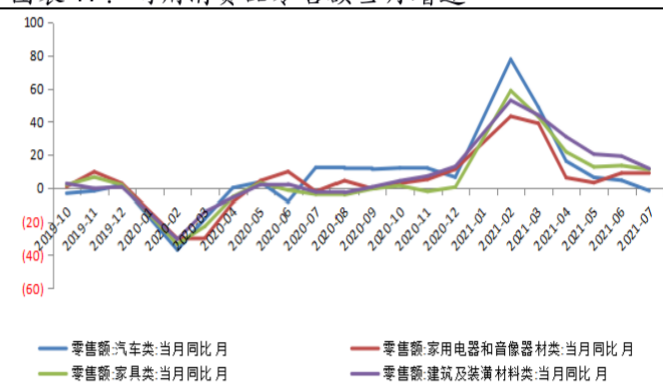
资料来源：wind

图表 16：限额以上消费品零售总额复合增速



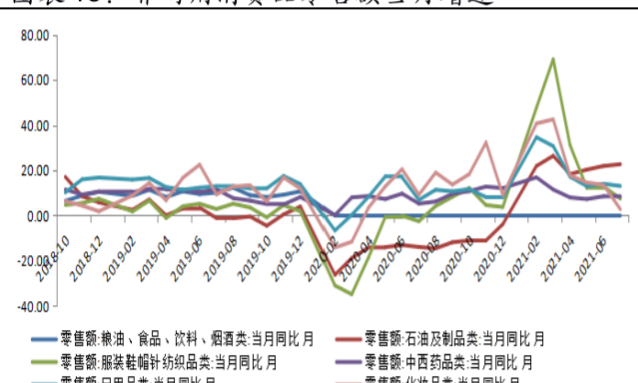
资料来源：wind

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		Jul-21	Jun-21	结构占比
耐用消费品	汽车	5.0	-2.1	28%
	家用电器	2.9	9.3	6%
	家具类	3.3	5.7	2%
	建筑装潢	4.3	10.3	2%
	金银珠宝	10.8	8.4	2%
	通讯器材	5.6	17.3	3%
非耐用消费品	食品	9.1	13.0	15%
	石油制品	2.8	3.0	13%
	服装鞋帽	2.4	6.2	10%
	中西药品	6.9	9.1	6%
	日用品类	10.0	15.4	4%
	文化办公	7.4	16.7	2%
	书报杂志	4.9	5.8	2%
	化妆品	6.0	16.9	1%
	体育娱乐	14.0	23.0	1%

进出口增速回落。7月进口增速 28.1%，较上月回落 8.6pct，出口增速 19.3%，较上月回落 12.9pct。复合增速看，7月进口数据两年复合增速为 12.8%，较上月回落 6.0pct；出口数据两年复合增速为 12.9%，较上月回落 2.2pct。分区域看，进口方面，对美进口两年复合增速 14.1%，较上月增速回落 9.7pct；对欧盟进口复合增速 4.1%，较上月回落 7.4pct；对日本进口复合增速 8.9%，较上月回落 6.1pct。出口方面，对美出口两年复合增速 13.0%，较上月回升 3.7pct；对欧盟出口复合增速 6.4%，较上月回落 3.5pct；对日本出口复合增速 5.1%，较上月回落 1.1pct。分产品看，与防疫相关产品的出口增速出现回落，纺织纱线产品出口复合增速为 4.2%，较上月回落 5.9pct。医疗器械出口复合增速 21%，较上月回落 5.4pct。高新技术产品出口两年复合增速 7.4%，较上月回落 3.5pct；机电产品出口复合增速 8.7%，较上月回落 5.9pct，纺织服装行业出口复合增速-0.5%，

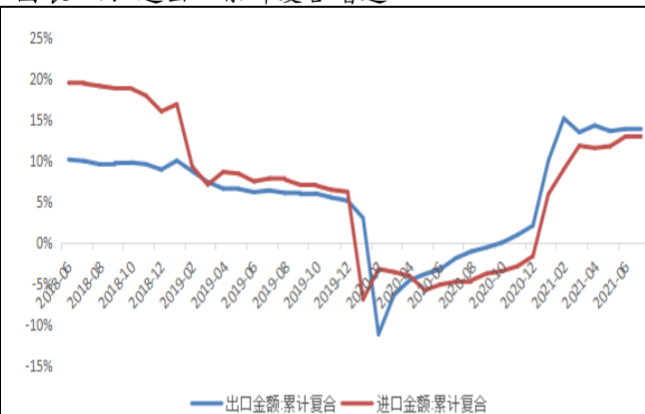
较上月回落 3.3pct。进口方面，7 月进口数据回落。分类别看，铜、原油、铁矿石进口数量同比增速分别为-44.3%、-19.6%、-21.4%，进口金额同比增速分别为-10.6%，51.5%，63.8%，大宗的商品进口数量增速显著回落，随着原材料涨价压力凸显，进口大宗商品的需求出现收缩迹象。

图表 19：进出口单月复合增速



资料来源：wind

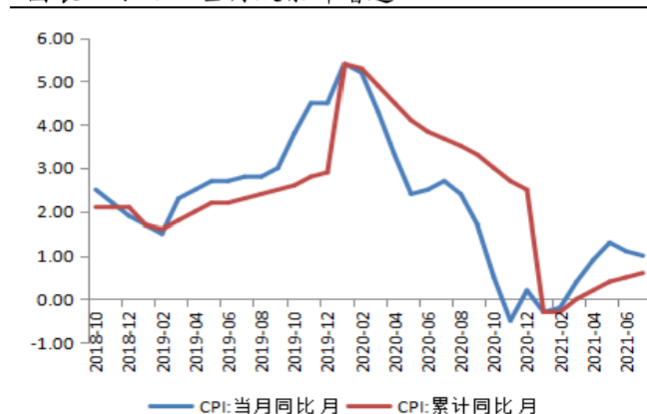
图表 20：进出口累计复合增速



资料来源：wind

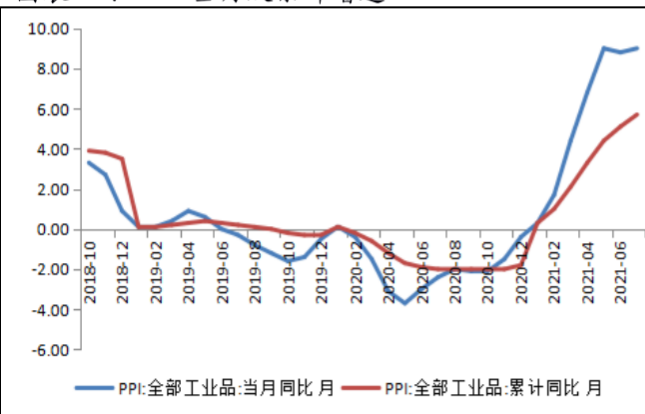
PPI 增速再度回升。7 月 CPI 同比为 1.0%，较上月回落 0.1pct，食品 CPI 同比增速-3.7%，较上月回落 2.0pct，其中，猪肉同比下跌 43.5%，环比下跌 1.9%，鲜果同比增速 5.2%，环比下降 2.1%，鸡蛋同比上升 15.6%，环比上升 0.9%，蔬菜同比下降 4.0%，环比上升 1.3%。7 月非食品 CPI 同比增速 2.1%，较上月上升 0.4pct，生活用品及服务、居住、交通通信、衣着等行业的价格数据均有不同程度上升。7 月 PPI 同比+9.0%，较上月回升 0.2pct，其中生产资料同比增速 12.0%，较上月回升 0.2，生活资料同比增速 0.3%，与上月持平。PPI 的增速回升，7 月上游原材料涨价压力再度凸显。

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



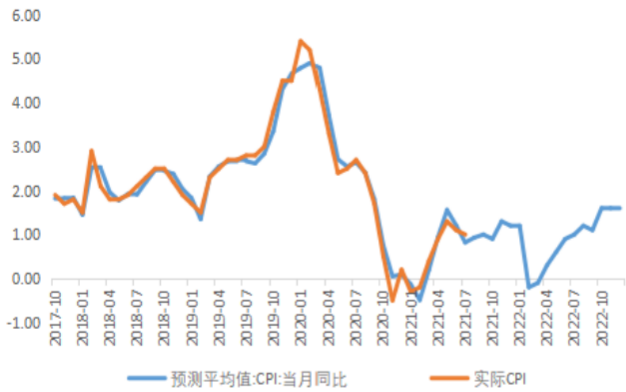
资料来源：wind

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

		202108F	Jul-21	Jun-21
生产	工业增加值		6.4%	8.3%
	PMI		50.4%	50.9%
	发电量		9.6%	7.4%
需求	社会消费品零售		8.5%	12.1%
	固定资产投资(累计)		10.3%	12.6%
	出口		19.3%	32.2%
	进口		28.1%	36.7%
	贸易顺差:亿美元		565.9	515.3
物价	CPI	0.9%	1.0%	1.1%
	PPI	8.8%	9.0%	8.8%
货币	M1 增速		4.90	5.50
	M2 增速		8.30	8.60
	剪刀差		-3.4	-3.1
	汇率: 美元/人民币		6.46	6.46
	社会融资规模: 亿元		10600	36689
财政	财政收入增速		11.1%	11.7%
	财政支出增速		-4.9%	7.6%

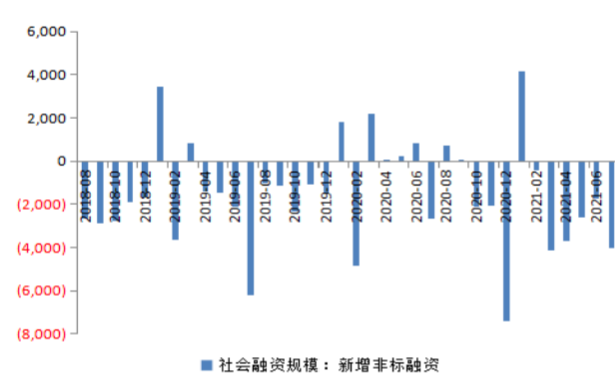
新增社融增速回落。7月新增社融1.06万亿，同比增速-37%，较2019年同期的两年复合增速为-9%，较上月回落27pct；1-7月累计新增社融同比增速-17%，较2019年同期的两年复合增速为9%，较上月回落1pct。从结构上看，新增非标融资合计为-4038亿，收缩速度较上月的-1740亿有所加快，其中新增委托贷款-151亿，同比降幅收窄1亿，新增信托贷款-1571亿，同比降幅扩大204亿，新增银行未贴现承兑汇票-2316亿，同比降幅扩大1186亿。新增人民币贷款8391亿，同比减少1830亿，新增政府债券1820亿，同比减少3639亿，新增企业债券2959亿，同比增加601亿。从社融数据看，增速出现显著回落，信贷数据同比少增，非标收缩加速，政府债券净发行规模减少，使得当月新增社融承压，其中政府债券净融资规模下降是主要影响因素。7月份政府债券的发行速度趋缓，但到期国债规模达8000亿元，使得国债净融资负增长，为主要拖累项。

图表 25：新增社融复合增速



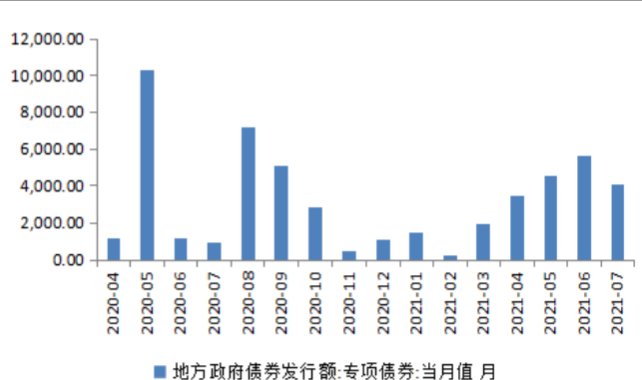
资料来源：wind

图表 26：新增非标融资规模



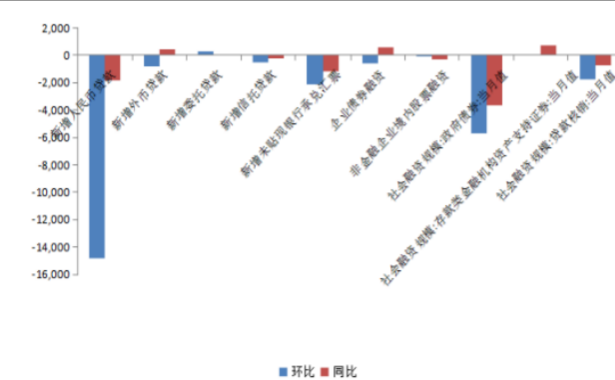
资料来源：wind

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

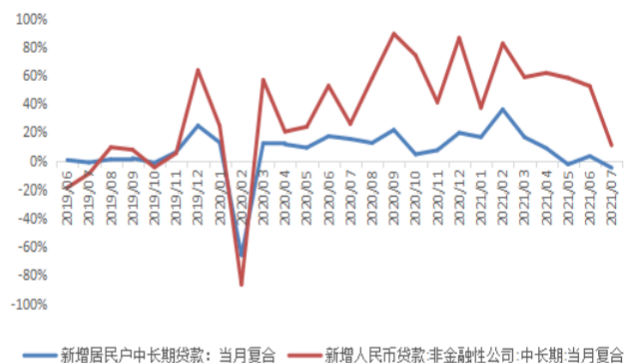


资料来源：wind

新增信贷增速下行。7月新增人民币信贷1.08万亿，同比增速9%，两年复合增速1%，较上月回落12pct。从结构上看，票据融资1771亿，同比上升2792亿，居民短贷85亿，同比下降1425亿，居民长贷3974亿，同比下降2093亿，企业短贷-2577亿，同比减少156亿，企业长贷

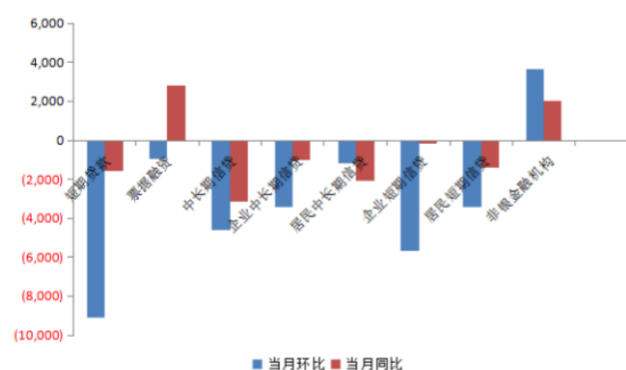
4937 亿，同比减少 1031 亿，非银金融机构贷款 1774 亿，同比增加 2044 亿。新增信贷整体回落，从复合增速看，7 月居民中长期贷款两年复合增速为-5%，短期贷款复合增速为-65%，居民端贷款受到地产政策调控影响，持续偏弱。企业中长期贷款 7 月复合增速为 16%，较上月回落 33pct。

图表 29：表内中长期贷款复合增速



资料来源：wind

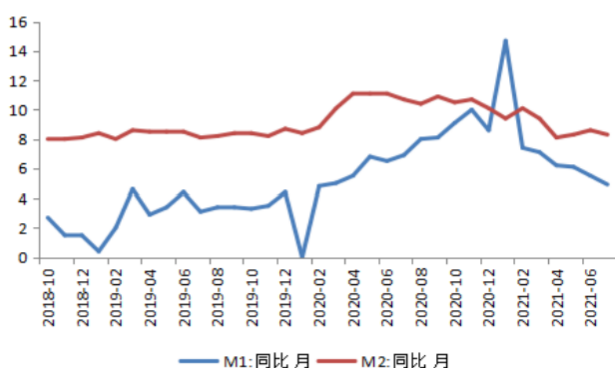
图表 30：表内贷款项目细分



资料来源：wind

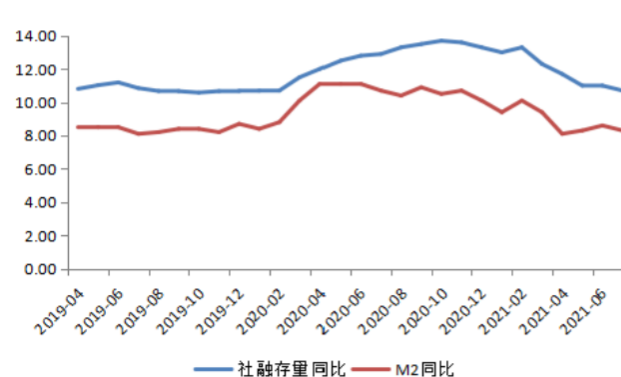
M1、M2 增速下降。7 月 M1 同比增速 4.9%，较上月份增速回落 0.6pct，其中流通中货币同比增速 6.1%，增速较上月回落 0.1pct，单位活期存款同比增速 4.8%，较上月回落 0.6pct；7 月份 M2 增速 8.3%，较上月回落 0.3pct。本月 M1、M2 增速双双回落，同时 M2-M1 增速重新走阔，也体现了当前实体经济的再度承压。

图表 31：M1、M2 增速



资料来源：wind

图表 32：社融存量及 M2 增速

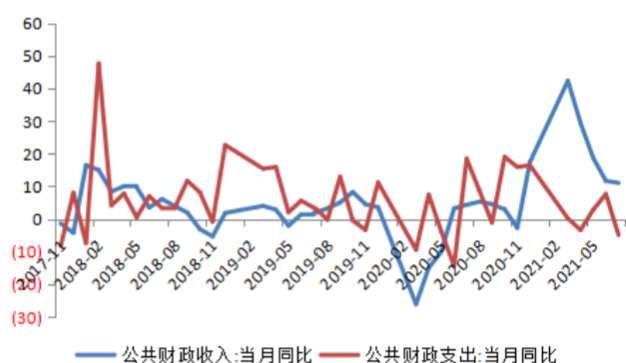


资料来源：wind

财政支出依然较弱。7 月份财政收入同比增速 11.1%，较 19 年同期两年复合增长率为 7.6%，较上月回升 0.2pct。其中，中央财政收入增速 8.7%，两年复合增速 6.6%，较上月回升 2.5pct；地

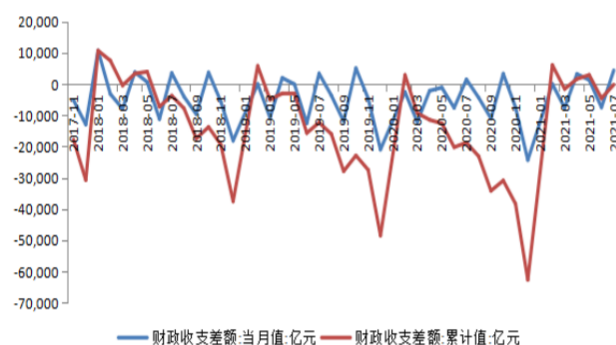
方财政收入增速 13.4%，两年复合增速 8.6%，较上月回落 1.3pct。从分项看，税收收入复合增速 9.3%，与上月持平，非税收入复合增速-4.9%，较上月回落 5.3pct。四大税种当中，企业所得税 7 月复合增速 13.4%，较上月回升 1.2pct，增值税收入复合增速 2.6%，较上月回落 3.4pct，个人所得税增速 18.9%，较上月回升 2.5pct，国内消费税增速 4.1%，较上月回升 5.5pct。财政支出方面，7 月财政支出同比-4.9%，两年复合增速 6.1%，较上月回升 10.1pct。其中，中央财政支出同比增速 3.0%，两年复合增速-0.1%，较上月回升 3.3pct，地方财政支出同比增速-6.3%，两年复合增速 7.5%，较上月回升 11.6pct。从支出的项目看（两年复合增速），社会保障和就业支出同比 13.5%，教育支出同比增速 11.8%，科学技术支出同比增速 4.8%，农林水事务支出同比增速-5.0%，交通运输部支出同比增速-26.7%，基建类支出增速大幅回落，或受到 7 月份雨水天气较多所致。7 月政府性基金收入增速 2.5%，两年复合增速 6.8%，增速较上月份回落 8.6pct，其中国有土地使用权出让收入同比增速 0.3%，两年复合增速 9.9%，较上月回落 9.4pct，土地市场景气度回落；政府性基金支出增速-1.4%，两年复合增速 2.5%，较上月回落 11.5pct，政府性基金支出增速回落。财政赤字方面，7 月份，一般公共预算和政府性基金合计盈余 4570 万亿，盈余规模同比上升 3188 亿元。

图表 33：公共财政收支当月增速



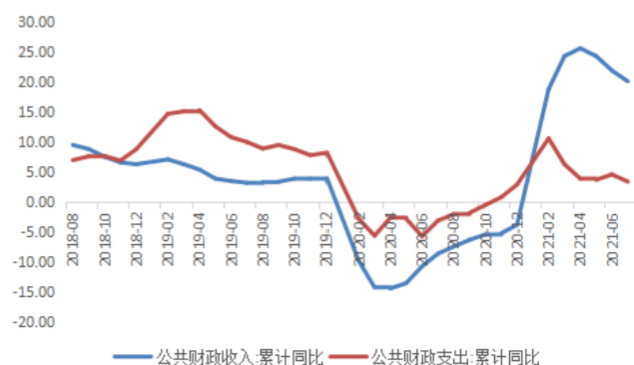
资料来源：wind

图表 34：财政收支差额



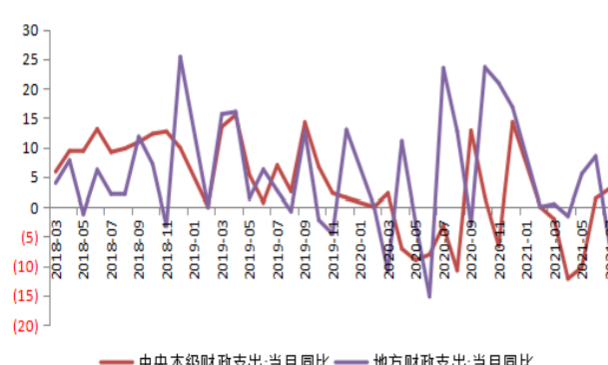
资料来源：wind

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



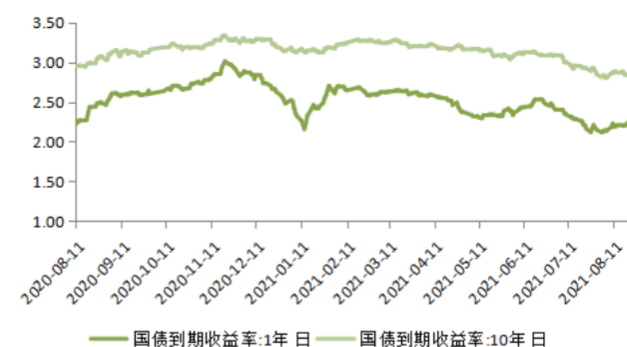
资料来源：wind

表 4： 信贷及财政收支

		Jul-21	Jun-21	Jul-20	同比
货币	社会融资规模	10600	36689	16928	-6328
	社融：新增人民币贷款	8391	23182	10221	-1830
	社融：新增委托贷款	-151	-474	-152	1
	社融：新增信托贷款	-1571	-1046	-1367	-204
	社融：未贴现银行承兑汇票	-2316	-220	-1130	-1186
	金融机构新增人民币贷款	10800	21200	9927	873
	金融机构：居民中长期贷款	3974	5156	6067	-2093
	金融机构：企业中长期贷款	4937	8367	5968	-1031
财政	财政收入	20600	20662	18549	2051
	财政支出	16252	28123	17088	-836
	收支差额	4348	-7461	1461	2887

利率保持平稳，MLF 缩量续作。截止 8 月 20 日，一年期国债利率 2.2393%，十年期国债利率 2.8449%，一年期 AAA 企业债到期收益率 2.6650%，十年期 AAA 企业债到期收益率 3.7164%。8 月 16 日，央行开展中期借贷便利（MLF）操作，向市场注入流动性 6000 亿元，考虑到到期的 MLF 金额为 7000 亿元。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 2.67%）。本次 MLF 为缩量平价操作，体现了货币政策尚未完全转向宽松态势。8 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。

图表 37：长短期国债收益率



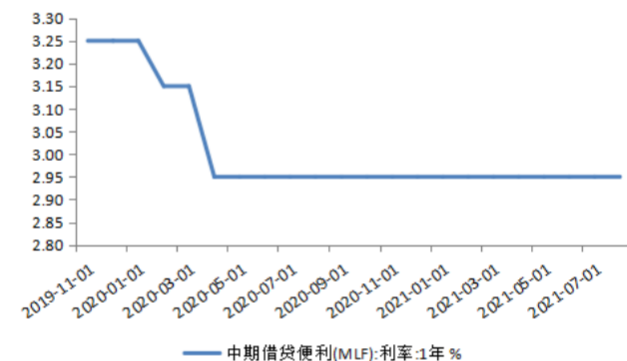
资料来源: wind

图表 38：长短期企业债收益率



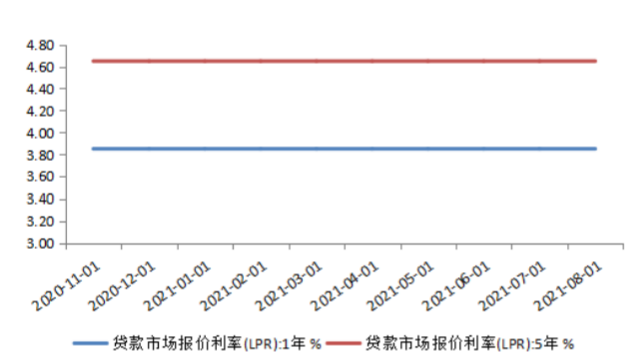
资料来源: wind

图表 39：MLF 利率走势



资料来源: wind

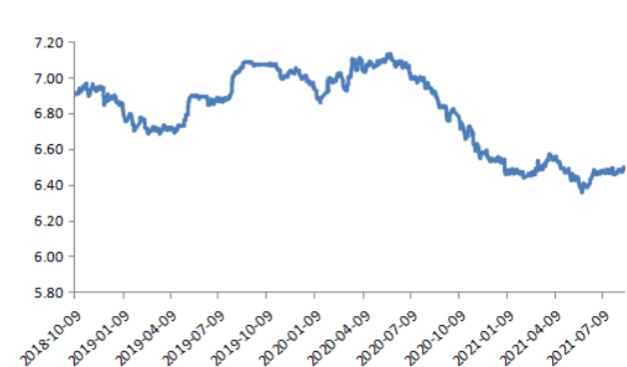
图表 40：LPR 报价



资料来源: wind

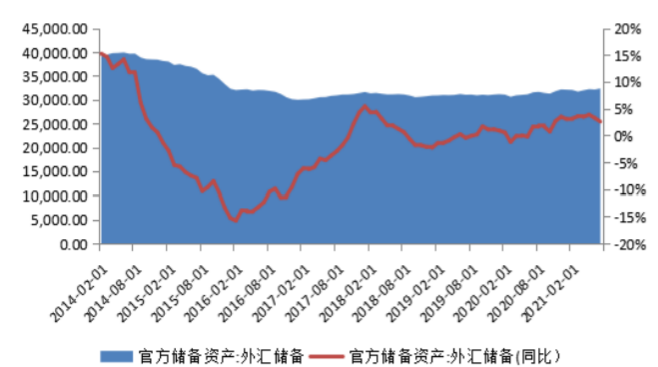
汇率保持平稳。截止 8 月 20 日，美元兑人民币即期汇率为 6.4984，美元兑人民币中间价为 6.5000，人民币汇率保持平稳。7 月份，外汇储备 3.23 万亿，环比上升 219 亿。

图表 43：美元兑人民币中间价



资料来源: wind

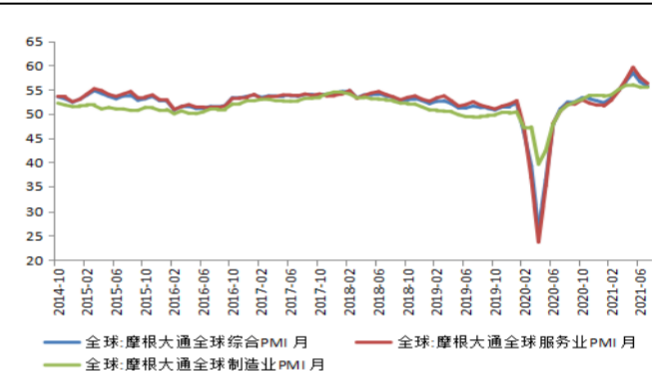
图表 44：我国外汇储备



资料来源: wind

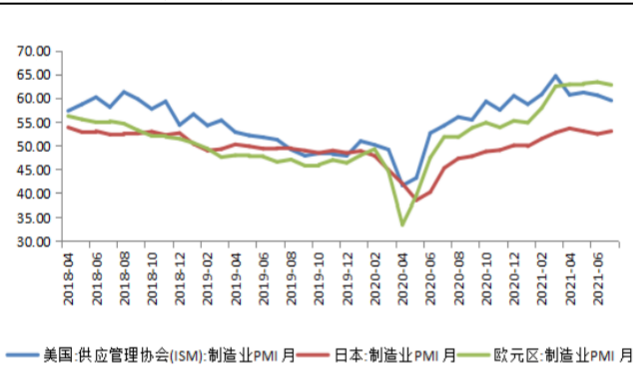
海外经济回升放缓。美国7月份制造业PMI为59.5，较上月回落1.1，CPI为5.4%，与上月持平，核心CPI为4.3%，较上月回落0.2pct。欧元区7月份制造业PMI为62.8，较上月回落0.6，CPI为2.2%，较上月回升0.3pct，核心CPI为0.7%，较上月回落0.2pct。日本7月份制造业PMI为53.0，较上月回升0.6。7月海外经济回升态势继续放缓，同时各国CPI数据维持高位。从非农就业来看，7月美国非农就业增加94万人，较上月回升9万人，7月份美国失业率5.4%，较上月回落0.5pct，失业率出现加速修复。国债收益率方面，截至8月20日，十年期美债收益率1.26%，近期美债收益率有所回升，随着美国财政存款压降逐渐结束，就业率恢复加快以及美联储议息会议释放Taper信号的影响，美债收益或重回上升通道。

图表 45：全球 PMI 数据



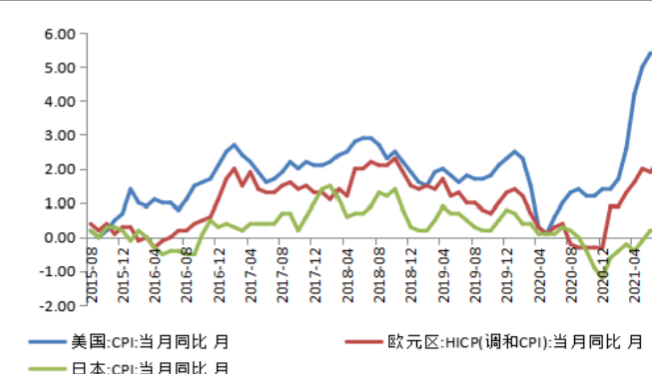
资料来源：wind

图表 46：美、欧、日 PMI 数据



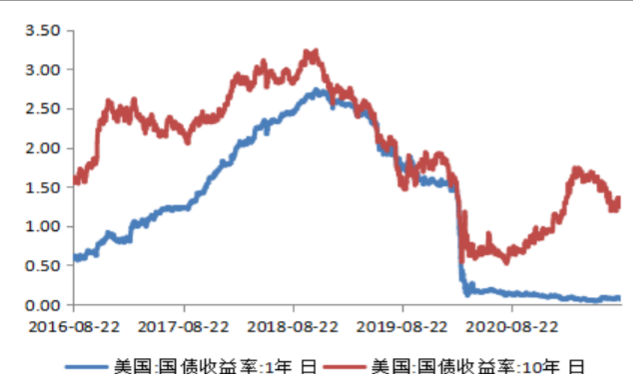
资料来源：wind

图表 47：美、欧、日 CPI 数据



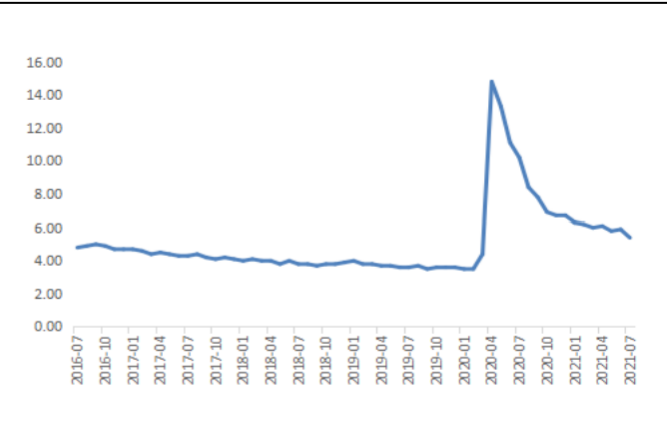
资料来源：wind

图表 48：长短期美债收益率



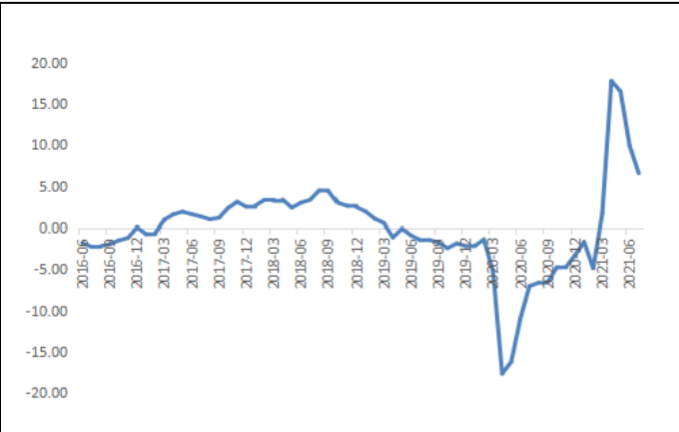
资料来源：wind

图表 49：美国失业率数据



资料来源：wind

图表 50：美国工业产出同比增速



资料来源：wind

指数方面，7 月上证综指下跌 5.44%，深证综指下跌 3.27%，创业板指下跌 1.06%，沪深 300 下跌 7.90%，上证 50 下跌 10.49%。行业方面，涨幅前三的行业分别为有色金属（申万）、钢铁（申万）、电气设备（申万），涨幅分别为 27.40%、17.59%、10.72%，跌幅靠前的行业为休闲服务（申万）、食品饮料（申万）、农林牧渔（申万），跌幅分别为 19.74%、19.21%、14.25%。7 月份以来(截止至 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

7 月市场行情		领涨行业		领跌行业	
上证指数	-5.44%	有色金属(申万)	27.40%	休闲服务(申万)	-19.74%
深证综指	-3.27%	钢铁(申万)	17.59%	食品饮料(申万)	-19.21%
创业板指	-1.06%	电气设备(申万)	10.72%	农林牧渔(申万)	-14.25%
8 月（截止 8 月 20 日）		领涨行业		领跌行业	
上证指数	0.88%	国防军工(申万)	12.01%	医药生物(申万)	-7.82%
深证综指	0.14%	建筑材料(申万)	8.45%	电子(申万)	-5.25%
创业板指	-7.2%	房地产(申万)	7.02%	食品饮料(申万)	-4.25%

二、对当期经济数据和市场数据点评

7 月份，宏观经济出现加速下行。投资、消费、出口增速全面回落，但考虑到 7 月份国内存在疫情发酵及雨水天气因素影响的扰动，经济的实际表现可能并非如数据显示般如此疲弱。具体数据看，生产端工业增加值两年复合增速较上月回落 0.9pct，采矿业和制造业生产加速下行，除了扰动因素之外，7 月份钢铁煤炭限产措施加严，原材料成本再度上涨，带来制造业生产积极性下降，也导致了工业生产的增速回落。需求端看，地产投资数据已连续数月显示出回落态势，地产政策对于地产销售及开发的压制效果越发凸显，并且地产的新开工、竣工、土地购置等指标也同样低迷，其中竣工的数据增速相对较快，房地产企业受政策打压影响之下，更多转向加快推盘周转以回笼资金的经营策略。同时，本月的基建数据单月增速转负，制造业投资增速回落 3.2pct，继上月短暂反弹后又再度大幅回落，其背后可能更多还是受到疫情防控及雨水天气的扰动。消费方面，本月汽车消费增速有所回升，但地产后周期产业链消费增速明显走弱，同时 618 促销也导致了 6-7 月份消费行为分化，导致 7 月份的食品、日用、化妆品等非耐用品消费增速的回落。外需方面，7 月出口增速回落，但绝对值水仍处于高位，其中对美出口增速还有上行。结构上看，防疫物资、机电类产品、高新技术类产品的出口增速均有下滑，Delta 病毒多少对海外经济活动造成了一定影响，但对全球经济复苏的干扰依然可控。整体而言，本月宏观经济各项指标均有失真的可能，尤其是投资和消费端的表面下滑数据可能显得过于悲观，但经济下行的压力的确正在加大，尤其是房地产投资的下行趋势正在加速，这也是下半年经济运行的主要风险点。

社融数据方面，7 月社融增速大幅回落，信贷数据同比少增，非标收缩加速，政府债券净发行规模减少，使得当月新增社融承压。表内贷款方面，地产调控对居民短期及中长期贷款的压制作用进一步显现，并且企业中长期贷款增速也有所走弱，在地产和基建两项需求增长动力源走弱的背景下，企业端的资本开支意愿也在下滑。

从海外看，欧美 PMI 数据回升速度继续放缓，美国 PMI 数据 59.5，较上月回落 1.1，欧洲 PMI 数据 62.8，回落 0.6。同时，海外主要经济体的通胀压力继续高企，7 月美国 CPI 同比增长 5.4%，消费者信心指数回落，新一轮疫情对美国经济的复苏存在扰动。但这种冲击还是节奏性的，美国 7 月失业率数据加速修复，美联储 7 月份议息会议纪要提到“大多数人认为成比例缩减住房抵押贷款支持证券和国债购买是有利的。”加强了市场对缩减购债速度的预期，部分美联储官员开始支持 10-12 月的某个时点就可以开始缩减购债。

市场方面，7 月份欧美经济修复放缓，美债收益率震荡小幅回升，美股市场呈现震荡，道琼斯指数月涨幅 1.25%，纳斯达克指数上涨 1.16%，双双创出历史新高。进入 8 月后，美国就业数据加速恢复，美联储释放鹰派信号，使得市场震荡回落。国内方面，7 月份经济数据下滑，叠加监管政策频出的影响，市场预期被打乱，北向资金大幅流出，休闲服务、食品饮料等板块领跌市场。

三、对未来宏观经济和证券市场的展望

(一) 经济回落压力加大，“共同富裕”或推动消费实质性修复

从7月份的数据表现看，经济出现加速回落，尽管存在疫情和雨水天气的扰动，但经济回落的压力明显还是在逐渐增大的。尤其是房地产数据方面，政策的打压使得地产销售和施工增速出现快速下滑，而地产投资又是上半年经济维稳的主要驱动力量，即经济维稳最重要的支柱被打破。与此同时，基建、消费、制造业的回升态势依然疲软，基建投资单月出现负增长，政府高杠杆率的约束叠加优质项目的缺乏使得基建投资很难再起到过往经济托底的作用，向上的推力十分有限。消费和制造业本身属于自发性较强的经济增长动力，在中小企业大量退出，地产基建前景承压的背景下，很难形成较强的上行力量。因此，当前经济数据呈现明显的青黄不接的格局，地产增速的回落使得经济维稳失去了最重要的一根支柱，回落压力显著加大。

从当前的政策导向看，对于推进碳中和及打压房地产依然没有明显变化，但最近政府还提出“共同富裕”的政策路线，由于本轮消费数据始终没有起色是中低收入人群的收入恢复较慢所致，而这类群体的边际消费倾向又是最高的，因此假如该政策落实到位，可能会对刺激中低收入人群的消费起到一定的作用，进而推动消费出现实质性修复。

(二) 紧信用宽货币依然是短期方向，政策拐点尚待10月确认

7月初央行实施降准政策，当时我们提出这轮降准背景较为复杂，货币维系宽松判断，但尚不能代表政策的全面快速转向，8月央行实施缩量平价MLF政策，也验证了当前政策依然强调跨周期调节而非做快速主动的对冲。同时，本轮上游原材料涨价背后的核心逻辑在于供给受限，通胀问题尚不构成政策抉择主要掣肘点，因此在经济下行压力加大的背景下，央行实施宽松货币政策的逻辑依然较顺。信用方面，房地产和基建作为两大信用派生的主要领域，短期看均不存在明显的政策拐点，730中央政治局会议显示了两大特征：1) 下半年稳增长压力加大，总基调偏宽松；2) 防风险严监管仍是大方向，体现出紧信用宽货币依然是短期的政策方向。

从历史经验看，中央政治局会议往往具备较强的政策指引作用，730的会议对经济增长压力担忧在增加，但政策拐点信号尚不明确。我们需要重点关注10月份召开的下一次中央政治局会议，随着三季度经济下行趋势的越发确立，稳增长压力越发凸显，政策拐点可能会在10月份进一步确认，届时信用端可能会有所放开。

(三) Delta病毒冲击逐渐消退，国内外疫情预计可控

Delta病毒自出现以来，由于其较强的传染性，在世界范围内广泛传播，先后在英美等国家爆发，英国单日新增确诊人数高点达到近5万人，美国单日新增确诊人数也已经超过15万。但从致死率看，由于疫苗接种的原因，感染Delta病毒患者的病症表现多为轻症，因此本轮疫情发酵对海外经济的冲击明显偏弱，美国、欧洲的PMI表现也仅是小幅回落。国内方面，尽管新增确诊的人

数反弹幅度不大，但疫情防控措施再次升级，多地再度实施封锁措施。

从各个国家的防控效果看，欧美采取了开放态势与病毒共存，并且按照英国疫情经验看，Delta 引发的疫情在 50 天左右达峰，并随后拐点向下，按此计算美国本轮疫情高点将出现在 8 月底。国内采取封锁措施，虽然对经济活动造成的干扰作用较大，但疫情控制效果良好，最新的新增确诊病例已大幅回落，因此全球范围来看本轮 Delta 病毒的冲击已经逐渐消退。

(四) 美国经济预计仍会回升，警惕美联储提前 Taper 的风险

从美国的经济表现看，7 月份零售总额季调同比增 15.8%，较上月继续回落，不及预期，主要受到汽车及电商消费增速回落的拖累，与疫情发酵及亚马逊 6 月大促销导致消费存在虹吸效应有关，这些更多是暂时性的影响因素。而从就业数据看，7 月份美国失业率表现加速好转，同时美国就业质量也大幅提升，临时工占比持续下滑，劳动力市场的恢复对于美国经济当中占比最高的服务类产业将会有显著的推升作用。

展望后续，随着美国地产、基建的持续高景气，及疫情后劳动力不足对于供给端的约束也在逐渐消退，届时美国服务业的修复有望提速，预计 3-4 季度海外经济依然将保持强势。在此背景下，美联储对于 Taper 的讨论将逐渐加快，对我国而言，则需要警惕美联储提前 Taper 带来的货币市场因素扰动的影响。

(五) 市场预计震荡偏弱，静待政策预期明朗

7 月份以来，由于政策出台频繁扰乱市场预期、美联储释放 Taper 信号等利空因素的影响，北向资金大量出逃。同时，经济增速回落，二季度以来原材料价格上涨也对上市公司中报盈利普遍造成了压力，估值与业绩的双杀使得市场出现较为明显的回调，尤其是高估值板块受到的影响更为显著。展望后市，政策拐点尚不明朗，美联储 Taper 预期又在逐渐增强，将持续压制市场风险偏好，并且原材料价格依然处于高位，甚至可能会有进一步上行，因此从资金和业绩层面均看不到明确的反转信号，我们需要静待政策明朗，政策底的出现。

四、未来操作思考

本月没有特别的观点，延续上个月的观点。

上月观点：

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。