

2021.07.12-2021.07.16

每周市场回顾与展望

【主要结论：】

- 宏观经济：经济增长方面，二季度及6月数据显示当前经济增长呈现温和回落态势，结构分化仍较为明显。通胀方面，初步预计7月CPI同比增速约为0.7%，较6月下行0.4个百分点；PPI同比增速约为8.5%，较6月下行0.3个百分点。流动性方面，上周央行缩量续作MLF并维持利率不变。此外，上周央行正式下调准备金率，货币市场利率基本维持平稳。
- 权益市场：目前我们维持短期A股震荡的判断不变。投资线索上，一是聚焦中报盈利高增速标的；二是在中长期成长性方向中关注估值和业绩增长较匹配的消费电子、新能源汽车、医药等，同时关注景气持续向好的半导体；三是关注低估值的金融板块。风险方面，关注美债收益率上行、美股波动性加大等。就短期而言，上周交易拥挤度指标继续突破临界值，从历史上看，一旦交易拥挤度指标触及临界值，前期交易额较大的股票之后一个季度的涨跌幅往往会反转，明显跑输其余股票，且往往触发大小市值风格切换。
- 固定收益市场：我们认为当前债券收益率上行风险下降，胜率有所提升。经济增长和货币政策对债市影响中性偏利好，通胀影响中性，尽管下半年地方债发行放量对市场存在供给冲击，但在货币政策保持稳定的情况下可能难以构成核心矛盾。与此同时，我们认为目前做多策略赔率较低、收益率进一步下行空间也相对有限。当前债券估值整体较贵。综合考虑以上因素，策略建议久期保持中性。

正文内容：

一、市场回顾

(一) 宏观方面

1、经济增长：二季度及6月数据显示当前经济增长呈现温和回落态势，结构分化仍较为明显。

中国6月出口（以美元计）同比增32.2%，前值27.9%；进口增36.7%，前值增51.1%；贸易

顺差515.3亿美元，前值455.3亿美元。

二季度GDP同比增7.9%，预期增8.5%，一季度增速为18.3%。6月规模以上工业增加值同比增长8.3%，前值增8.8%。6月社会消费品零售总额同比增长12.1%，前值增12.4%。1-6月固定资产投资同比增长12.6%，前值增15.4%。6月城镇调查失业率维稳于5%。

上周中观生产指数较前周有所回落，主要受到玻璃价格回落的影响。上周南华综合指数环比增速由1.5%回落至0.4%。上周水泥价格环比增速基本维稳于-2%，表现继续弱于季节性。上周螺纹钢价格环比增速由1.8%升至4.3%，表现继续超过季节性。上周钢材库存环比增速由2%降至1%，螺纹钢库存环比增速由3.1%降至1.7%。

地产方面，上周30城地产成交面积四周移动平均增速由3.2%回升至5.2%。上周土地成交面积增速较前周继续下行，土地溢价率亦有所回落。

生产端，七月上旬发电量增速由6月下旬的9.8%升至11.5%。

注：以上数据来源于WIND资讯

点评：国常会提降准后市场对经济下行的担忧明显增加，此后二季度经济数据疲弱和降息预期不断影响市场。实际公布数据整体好于此前市场悲观预期。数据显示当前经济增长仍然呈现温和回落态势，结构分化较为明显。6月工业生产和服务业生产指数均稳中略落；二季度实际GDP两年复合年均增速较一季度上行0.5个百分点，但考虑到，一是一产增加值上行贡献了0.2个百分点，二是二产增加值受到低基数的影响，三是推测一季度GDP存在一定低估，因此我们倾向于认为当前经济复苏已经显出疲态。

分结构来看，向好的方面：一是6月消费和制造业投资的复苏节奏较4、5月略有加速迹象，二季度城乡一体化调查居民消费增速明显回升，表现好于月度社零和高频跟踪的服务消费数据。二是6月出口仍然强劲支撑相关行业工业生产。偏弱的方面：一是6月地产销售和投资出现走弱迹象，二是基建投资增速仍处低位。6月城镇失业率5%，与上月持平。上半年城镇新增就业人数698万，弱于15-19年同期的732万。结合农民工务工人数和工资数据、中低端服务价格数据以及国务院常务会议、企业家座谈会上总理对“优先就业”的强调，推测当前就业恢复情况可能仍不乐观。

我们预计下半年经济增长或将延续温和回落态势。货币政策维持宽松、财政政策后置发力将对下半年经济起到对冲和托底作用，出口增速回落幅度是重要的不确定性因素。政策方面，央行货币政策司司长孙国峰表示，下一步我国货币政策将坚持稳字当头，以我为主，主要根据国内经济形势和物价走势，把握好政策力度和节奏。李克强总理召开经济形势专家和企业家座

谈会强调，要求应对好可能发生的周期性风险，要统筹今年下半年和明年经济运行，着力保持在合理区间。

2、通货膨胀：初步预计7月CPI同比增速约为0.7%，较6月下行0.4个百分点；PPI同比增速约为8.5%，较6月下行0.3个百分点。

前周商务部公布的农产品价格环比增速由0.9%降至-0.5%，表现略弱于季节性。猪肉价格环比增速维稳于8.6%，表现强于季节性。蔬菜价格环比增速由-1.4%降至-1.7%，表现弱于季节性。

点评：初步预计7月CPI同比增速约为0.7%，较6月下行0.4个百分点；PPI同比增速约为8.5%，较6月下行0.3个百分点。

3、流动性：上周央行缩量续作MLF并维持利率不变。此外，上周央行正式下调准备金率，货币市场利率基本维持平稳。

上周7天逆回购到期500亿元，实施7天逆回购500亿元。此外，上周准备金率正式下调，与此同时央行缩量续作MLF（净回笼资金3000亿元）并维持利率不变。上周央行合计净回笼资金（不含降准）3000亿元。上周7天回购定盘利率周均值由2.1%回升至2.2%，R007周均值由2.1%回升至2.2%，DR007由2.1%回升至2.2%。

上周人民币汇率中间价均值维稳于6.47，离岸汇率周均值维稳于6.47，NDF汇率维稳于6.64。

注：以上数据来源于WIND资讯

（二）权益方面

截至上周收盘，上证综指报收3539.30点，上涨0.43%，深证成指报收14972.21点，上涨0.86%，中小板指上涨0.03%，创业板指上涨0.68%。

分行业来看，30个中信一级行业中18个行业上涨，其中煤炭、钢铁和石油石化分别上涨6.39%、6.23%和5.27%；12个行业下跌，其中汽车、农林牧渔和电子分别下跌4.01%、2.97%和2.70%。

图 1：主要指数表现

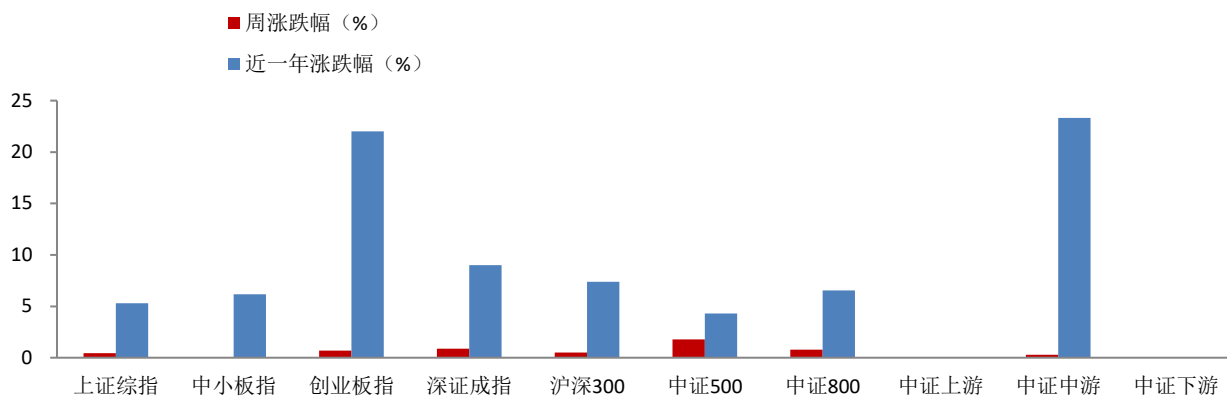
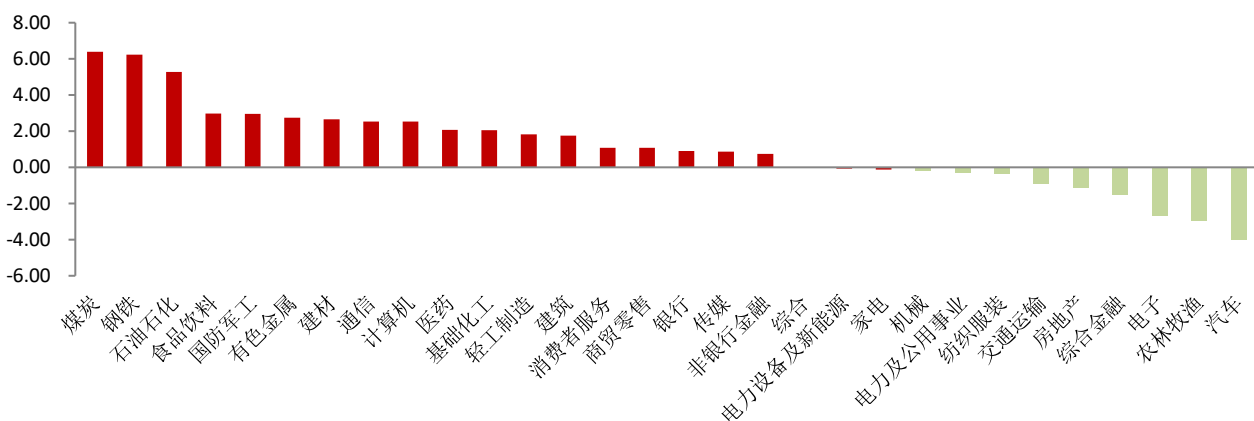


图 2: 行业表现



注：数据来源于WIND资讯，工银瑞信整理，数据区间为2021年7月12日至2021年7月16日

(三) 固定收益方面

利率债方面，一年期国债收益率2.27%，较前一周上涨0.12%；三年期国债收益率2.63%，较前一周上涨0.36%；十年期国债收益率2.94%，较前一周上涨0.63%。一年期国开债收益率2.39%，较前一周上涨0.10%；三年期国开债收益率2.86%，较前一周上涨0.22%；十年期国开债收益率3.34%，较前一周上涨0.67%。

信用债方面，一年期AAA最新收益率2.76%，较前一周上涨0.17%；五年期AAA最新收益率3.43%，较前一周上涨0.61%；一年期AA+最新收益率2.89%，较前一周上涨0.15%；五年期AA+最新收益率3.66%，较前一周上涨0.66%；一年期AA最新收益率3.09%，较前一周上涨0.17%；五年期AA最新收益率4.25%，较前一周上涨0.57%；一年期城投债最新收益率2.96%，较前一周上涨0.18%；五年期城投债最新收益率4.05%，较前一周上涨0.56%。

图 3：各类债券持有期收益率

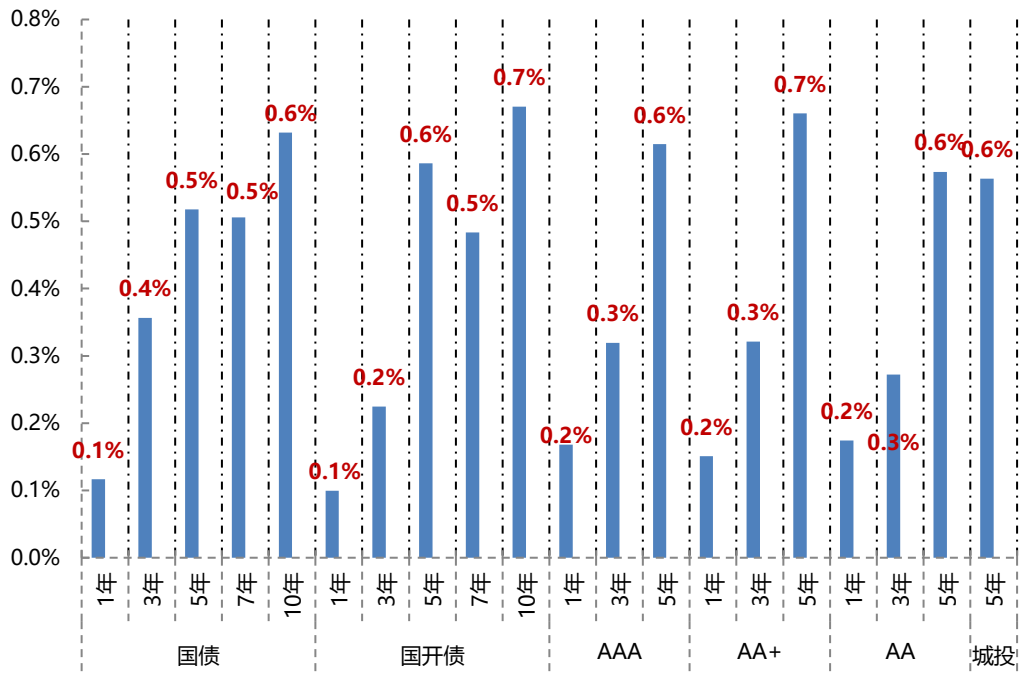
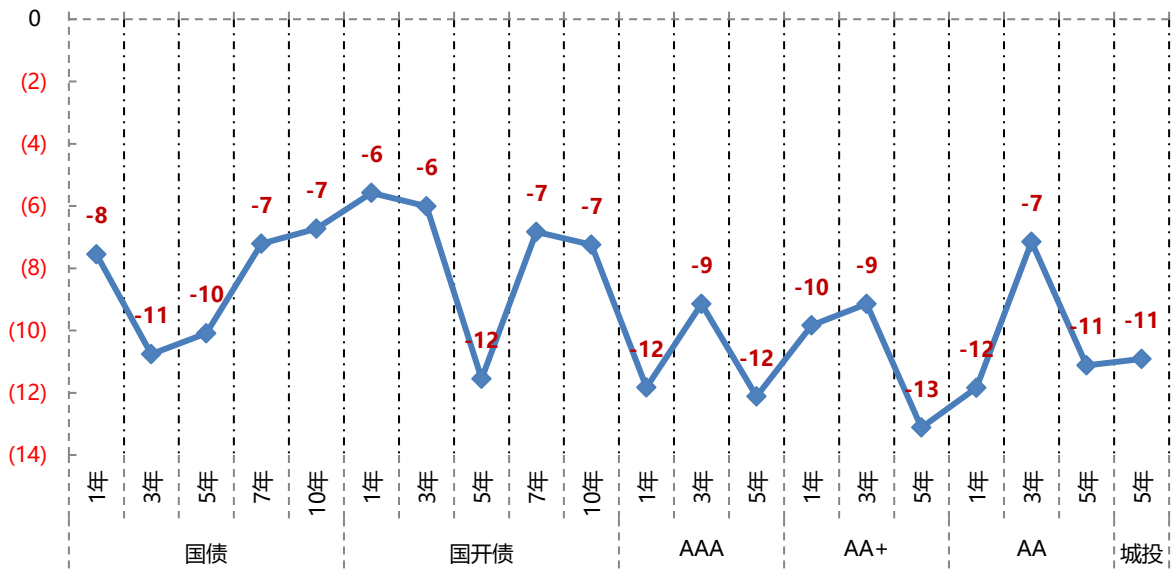


图 4：各类债券收益率变动



注：数据来源于 WIND 资讯，工银瑞信整理，数据区间为 2021 年 7 月 12 日至 2021 年 7 月 16 日

二、市场展望

宏观方面：经济增长方面，二季度及6月数据显示当前经济增长呈现温和回落态势，结构分化仍较为明显。虽然二季度实际GDP两年复合年均增速较一季度上行0.5个百分点，但一产增加值和二产低基数的贡献，结合6月工业生产和服务业生产指数也均稳中略落，我们倾向于认为当前经济复苏已经显出一定疲态。分结构来看，6月消费和制造业投资有所改善，出口维持强劲。不过6月地产销售和投资出现走弱迹象，基建投资增速则仍处低位。此外，结合农民工务工人数和工资数据、中低端服务价格数据以及国务院常务会议、企业家座谈会上总理对“优先就业”的强调，我们推测当前就业恢复仍面临一定压力。预计下半年经济增长或将延续温和回落态势，货币政策中性偏松、财政政策后置发力或将对下半年经济起到对冲和托底作用。**政策方面**，央行货币政策司司长孙国峰表示，下一步我国货币政策将坚持稳字当头，以我为主，主要根据国内经济形势和物价走势，把握好政策力度和节奏。李克强总理召开经济形势专家和企业家座谈会强调，要求应对好可能发生的周期性风险，要统筹今年下半年和明年经济运行，着力保持在合理区间。**通胀方面**，初步预计7月CPI同比增速约为0.7%，较6月下行0.4个百分点；PPI同比增速约为8.5%，较6月下行0.3个百分点。**流动性方面**，上周央行缩量续作MLF并维持利率不变。此外，上周央行正式下调准备金率，货币市场利率基本维持平稳。**汇率方面**，上周人民币汇率维持平稳。**海外方面**，上周海外疫情有所抬头。**经济数据方面**，美国6月通胀数据再度超过市场预期，市场反映相对平淡。鲍威尔与耶伦仍然认为通胀上行是暂时的。此外，加拿大央行宣布继续缩减量化宽松规模。

权益方面：上周主要指数涨跌不一，北向资金净流入16.69亿元，市场日均成交额较上周回升，两融余额及成交占比回升。**基本面上**，6月和二季度实体经济数据显示当前内需延续温和回落态势，外需对经济增长贡献仍强。**政策面上**，一是改革开放类政策继续推进。上周新华社授权发布关于支持上海浦东新区高水平改革开放，打造社会主义现代化建设引领区的意见，措施包括支持浦东发展人民币离岸交易，试点允许合格境外机构投资者使用人民币参与科创板股票发行交易等。二是政策稳增长权重略有抬升。上周李克强总理召开经济形势专家和企业家座谈会强调，要求应对好可能发生的周期性风险，反对垄断和不正当竞争，综合施策缓解大宗商品价格上涨压力。三是碳中和相关政策推进。7月16日全国碳排放权交易市场启动上线交易。此外，上周央行货币政策司司长表示，美联储货币政策转向对中国货币政策、金融市场影响较小。

市场展望上，目前我们维持短期 A 股震荡的判断不变。投资线索上，一是聚焦中报盈利高增速标的；二是在中长期成长性方向中关注估值和业绩增长较匹配的消费电子、新能源汽车、医药等，同时关注景气持续向好的半导体；三是关注低估值的金融板块。风险方面，关注美债收益率上行、美股波动性加大等。就短期而言，上周交易拥挤度指标继续突破临界值，从历史上看，一旦交易拥挤度指标触及临界值，前期交易额较大的股票之后一个季度的涨跌幅往往会反转，明显跑输其余股票，且往往触发大小市值风格切换。

固定收益方面：我们认为当前债券收益率上行风险下降，胜率有所提升。经济增长和货币政策对债市影响中性偏利好，通胀影响中性，尽管下半年地方债发行放量对市场存在供给冲击，但在货币政策保持稳定的情况下可能难以构成核心矛盾。与此同时，我们认为目前做多策略赔率较低、收益率进一步下行空间也相对有限。当前债券估值整体较贵：1) 绝对估值方面，各期限债券收益率均处于历史偏低分位数水平，即便考虑利率中枢下移，采用过去 3 年/5 年滚动历史分位数来看，国开债也处于 20%以下的分位数水平；2) 从相对估值来看，若 R007 利率中枢保持在 2.4%附近水平，参考历史经验看，目前 10-1 年利差进一步压缩空间也比较有限。综合考虑以上因素，策略建议久期保持中性。

重要提示：

本材料为客户服务材料，不构成任何投资建议或承诺，本材料并非基金宣传推介材料，亦不构成任何法律文件。投资有风险，过往业绩并不代表其未来表现，基金管理人管理的其他基金的业绩不构成新基金业绩表现的保证，有关数据仅供参考，不构成任何承诺。

工银瑞信在本材料中的所有观点仅代表工银瑞信在本材料成文时的观点，工银瑞信有权对其进行调整。若本材料转载第三方报告或资料，转载内容仅代表该第三方观点，并不代表工银瑞信的立场。除非另有明确说明，本材料的版权为工银瑞信所有。未经工银瑞信的书面许可，任何机构和个人不得以任何形式转发、复制或修改。

公司地址：**北京市西城区金融大街5号新盛大厦A座6-9层**

邮政编码：100033

客服热线：400-811-9999（免长途费）