2021.06.28-2021.07.2

每周市场回顾与展望

【主要结论：】

- 宏观经济：经济增长方面，6 月制造业 PMI 由 51%略降至 50.9%，服务业 PMI 由 54.3%降至 52.3%。通胀方面，预计 6 月 CPI 同比增长 1.1%，较前周下调原因主要是后两周食品价格降幅较大。流动性方面，上周货币市场利率上行，企业债和地方债发行继续边际提速。人民银行二季度货币政策委员会例会表示要防范外部冲击、促进内外平衡、推动经济在更高水平上均衡。

- 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，一是随着中报预告的逐渐披露，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：在国内逆周期政策不急转弯、美国财政刺激对出口构成支撑的背景下，经济基本面仍维持相对平稳；且海外大宗商品价格上涨具有一定的持续性，中期而言通胀风险与货币政策应对仍是债券市场面临的最大不确定性。但收益率面临的上行风险较前期有所降低。从近期市场微观结构来看，短期资金面和债市的不稳定性可能有所上升。估值方面，收益率分位数略低于中性水平。在基本面下行压力相对可控的基准情形下，综合考虑上述因素，我们预计短期收益率可能以震荡为主，策略建议保持中性。

正文内容：

一、市场回顾

（一）宏观方面

1、经济增长：6月制造业PMI由51%略降至50.9%，服务业PMI由54.3%降至52.3%

中国6月官方制造业PMI 50.9，预期50.8，前值51。中国6月官方非制造业PMI 53.5，预期55.3，前值55.2。中国6月官方综合PMI 52.9，前值54.2。

上周中观生产指数较前周下行，主要受到锌价和铝价下行的拖累。上周南华综合指数环比增速由-0.37%回升至1%，其中农产品、金属、工业品分别上行2.2%、2%、0.3%，能化、贵金属分别下行0.6%、0.2%。上周水泥价格环比增速由-2.6%回升至-0.9%，表现符合季节性。上周螺纹钢价格环比增速由-3.3%回升至-0.9%，表现符合季节性。上周钢材库存环比增速由1.5%升至2.4%，螺纹钢库存环比增速由1.4%回升至3.2%。

地产方面，上周30城地产成交面积四周移动平均增速由12%降至4.5%，连续八周下行。上周土地成交面积增速较前周继续下行，土地溢价率亦有所走弱。

生产端，6月下旬发电量日均同比由6月中旬的8.6%回升至9.1%。合并6月来看，发电量增速由上个月的12%进一步降至9.1%。（两年复合增速由8.4%降至8.2%）。上周全国高炉开工率由61%降至42%，焦化厂开工率由81%降至74%。

注：以上数据来源于WIND资讯

点评：6月制造业 PMI由 51%略降至50.9%，服务业PMI由 54.3%降至52.3%。当月景气度回落确实受到暂时性因素的扰动：一是与当月广东疫情散发有关，据中采调研信息，广东疫情散发对制造业出口、生产以及空运输、住宿、餐饮等服务业均产生一定的负面冲击。二是芯片、运输、安全等供给端限制也一定程度制约了企业生产的开展。不过，我们认为数据仍然体现了经济扩张走过高点后周期温和下行的态势：一是新出口订单指数连续 3个月下行，3个月移动平均指数由上月的 50%进一步降至 49%；二是建筑业订单、中上游原材料行业订单回落显示前期金融条件的收紧已经在制约建安投资的增长。下半年，需关注出口以及地产相关产业链的回落幅度。

2、通货膨胀：预计6月CPI同比增长1.1%，较前周下调原因主要是后两周食品价格降幅较大

上周商务部公布的农产品价格环比增速由-1.8%回升至-1.3%，表现依然弱于季节性。猪肉价格环比增速由-6.3%降至-7.1%，表现依然弱于季节性。蔬菜价格环比增速由-2.8%回升至1.2%，表现符合季节性。

点评：预计6月CPI同比增长1.1%，较5月回落0.2个百分点，下调原因主要是后两周食品价格降幅较大。PPI同比增长8.9%左右，较5月略回落。上调原因主要是PMI原材料构进价格指数显示的工业品价格环比增速高于此前预期，推测可能与上游原材料涨价不断向流通部门传

导所致。

3、流动性：上周货币市场利率上行，企业债和地方债发行继续边际提速。人民银行二季度货币政策委员会例会表示要防范外部冲击、促进内外平衡、推动经济在更高水平上均衡。三季度社融增速将延续回落态势，但市场对回落幅度存在分歧。

上周7天逆回购到期900亿元，实施7天逆回购110亿元。央行合计净投放资金200亿元。上周7天回购定盘利率周均值由2.45%续升至2.6%，R007周均值由2.5%升至2.7%，DR007维稳于2.3%。

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。

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3518.76点，下跌2.46%，深证成指报收14670.71点，下跌2.22%，中小板指下跌2.49%，创业板指下跌0.41%。

分行业来看，30个中信一级行业中4个行业上涨，其中电力设备及新能源、纺织服装和商贸零售分别上涨2.96%、1.04%和1.00%；26个行业下跌，其中煤炭、国防军工和非银行金融分别下跌8.58%、7.61%和6.25%。

图 1：主要指数表现

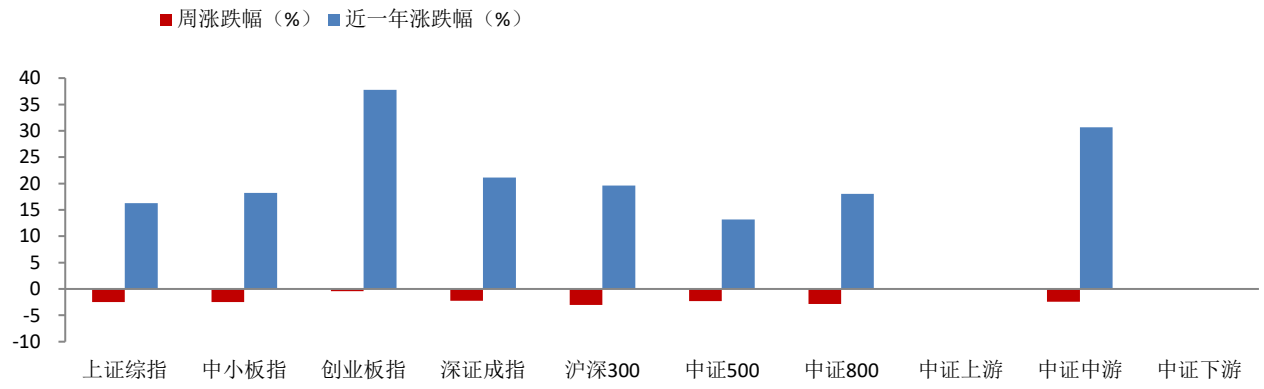
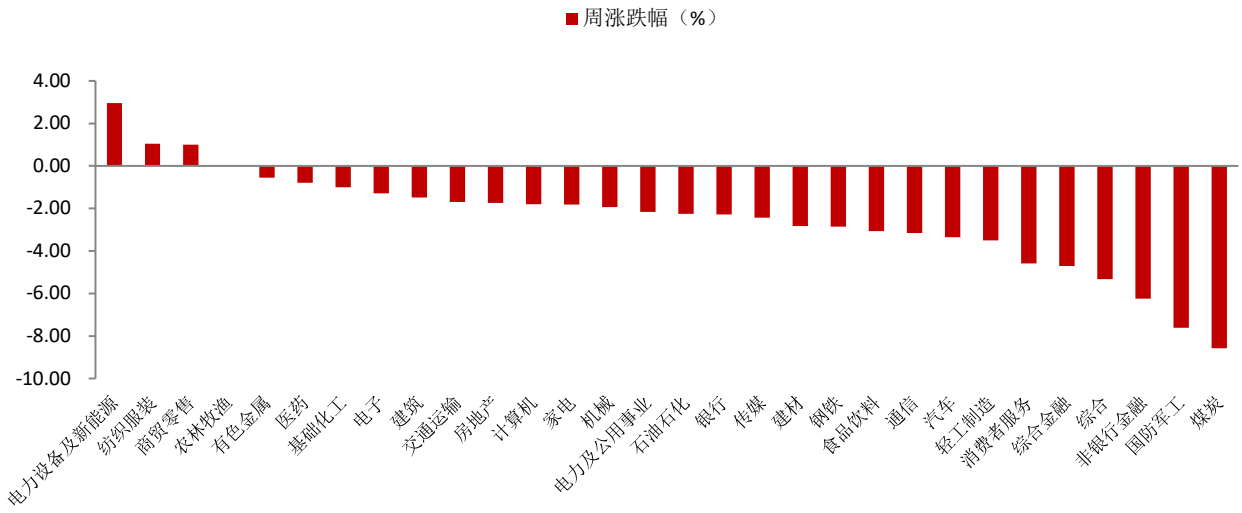


图 2：行业表现



注：数据来源于WIND资讯，工银瑞信整理，数据区间为2021年6月28日至2021年7月2日

（三）固定收益方面

利率债方面，一年期国债收益率2.40%，较前一周上涨0.09%；三年期国债收益率2.77%，较前一周上涨0.02%；十年期国债收益率3.08%，较前一周上涨0.08%。一年期国开债收益率2.50%，较前一周上涨0.06%；三年期国开债收益率2.98%，较前一周上涨0.18%；十年期国开债收益率3.48%，较前一周上涨0.18%。

信用债方面，一年期AAA最新收益率2.94%，较前一周上涨0.12%；五年期AAA最新收益率3.66%，较前一周上涨0.42%；一年期AA+最新收益率3.06%，较前一周上涨0.10%；五年期AA+最新收益率3.88%，较前一周上涨0.34%；一年期AA最新收益率3.29%，较前一周上涨0.09%；五年期AA最新收益率4.43%，较前一周上涨0.30%；一年期城投债最新收益率3.19%，较前一周上涨0.10%；五年期城投债最新收益率4.26%，较前一周上涨0.34%。

图 3：各类债券持有期收益率

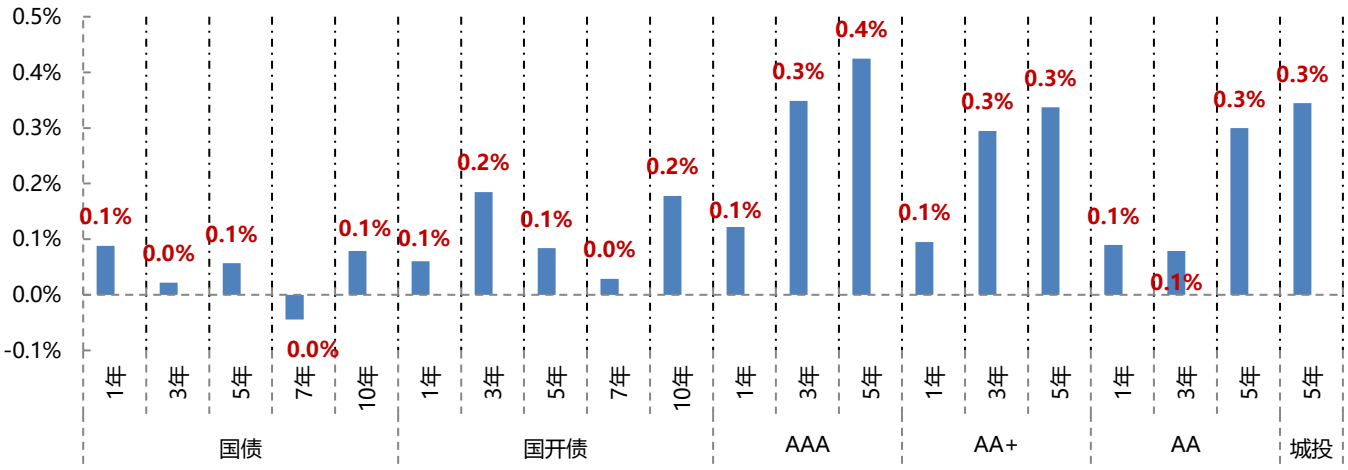
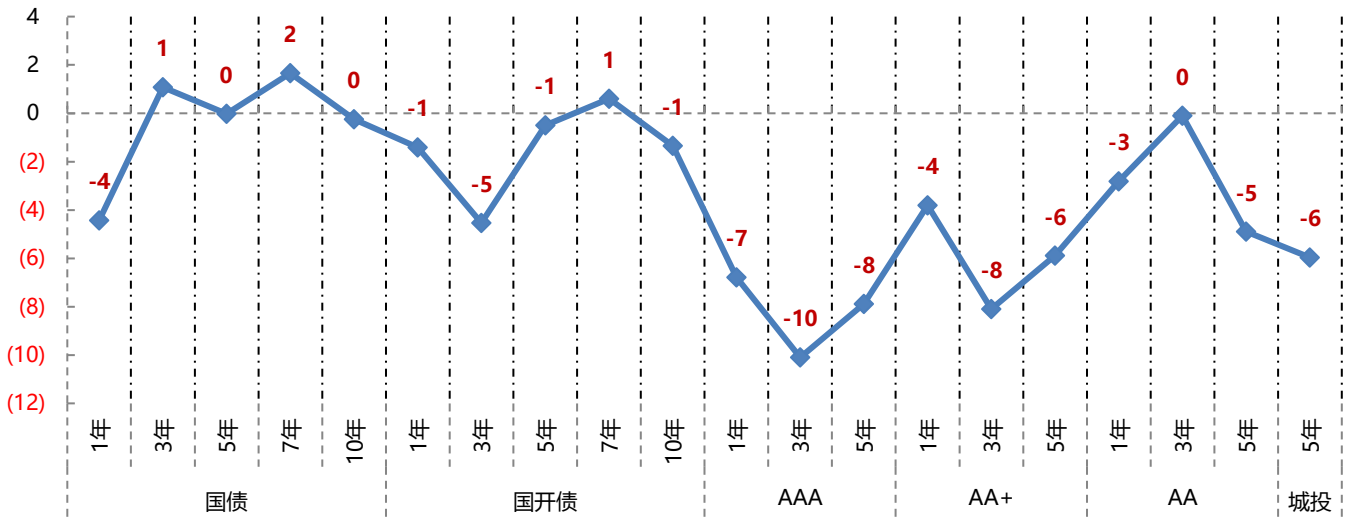


图 4：各类债券收益率变动



注：数据来源于 WIND 资讯，工银瑞信整理，数据区间为 2021 年 6 月 28 日至 2021 年 7 月 2 日

二、市场展望

宏观方面：经济增长方面，6 月制造业 PMI 由 51%略降至 50.9%，服务业 PMI 由 54.3%降至 52.3%。当月景气度回落受一些暂时性因素的扰动，一是当月广东疫情散发有关，据中采调研信息，广东疫情散发对制造业出口、生产以及空运输、住宿、餐饮等服务业均产生一定的负面冲击。二是芯片、运输、安全等供给端限制也一定程度制约了企业生产的开展。不过，我们认为数据仍然体现了经济扩张走过高点后温和下行的态势：一是新出口订单指数连续 3 个月下行，3 个月移动平均指数由上月的 50%进一步降至 49%；二是建筑业订单、中上游原材料行业订单回落显示前期金融条件的收紧已经在制约建安投资的增长。下半年，需关注出口以及地产相关产业链的回落幅度。**通胀方面，**预计 6 月 CPI 同比增长 1.1%，较前周下调原因主要是后两周食品价格降幅较大。PPI 同比增长 8.9%左右，较前周上调原因主要是 PMI 原材料构进价格指数显示的工业品价格环比增速高于此前预期。**流动性方面，**上周货币市场利率上行，企业债和地方债发行继续边际提速。人民银行二季度货币政策委员会例会表示要防范外部冲击、促进内外平衡、推动经济在更高水平上均衡。**汇率方面，**上周人民币汇率维持平稳。**海外方面，**一是疫情方面，英国和以色列新增感染人数继续上行，Delta 病毒扩散的不确定性是当前市场关注的一个焦点。二是，美国 6 月新增就业大幅回升，幅度超出市场预期。

权益方面：上周主要指数涨跌不一，北向资金净流出 157.97 亿元，市场日均成交额较前周回落，两融余额及成交占比回升。基本面上，6 月 PMI 显示受疫情等因素扰动 6 月经济景气边际放缓。政策面上，一是二季度货币政策例会强调要防范外部冲击，搞好跨周期政策设计，继续释放贷款市场报价利率改革潜力，推动实际贷款利率进一步降低。二是，据报道央行等监管部门将“三道红线”试点房企的商票数据纳入其监控范围。三是，投顾备案函的获得群体进一步扩大。四是，据财新网，今年以来地方政府专项债券发行进度明显放缓，一个重要原因是财政部门对发行时间限制放宽。国际方面，美国非农就业数据超过市场预期预期，但是失业率延续上行。

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，一是随着中报预告的逐渐披露，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：在国内逆周期政策不急转弯、美国财政刺激对出口构成支撑的背景下，经济基本面仍维持相对平稳；且海外大宗商品价格上涨具有一定的持续性，中期而言通胀风险与货币政策应对仍是债券市场面临的最大不确定性。但一方面，根据央行表态，短期货币政策对通胀风险做出明确应对的概率不高；另一方面，近期城投相关监管政策的执行力度以及可能带来的下行风险需进一步跟踪和评估，因此收益率面临的上行风险较前期有所降低。

从近期市场微观结构来看，考虑到地方债发行持续放量、公开市场到期量增大、单日回购成交量明显上行等因素，短期资金面和债市的不稳定性可能有所上升。

估值方面，收益率整体位于 08 年以来 15-35%分位数、考虑利率中枢下移之后也略低于中性水平。在基本面下行压力相对可控的基准情形下，综合考虑上述因素，预计短期收益率可能以震荡为主，策略建议保持中性。

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）