日期：2021 年 07 月 05 日

耐心应对曲折反复的防御战

上海证券 SHANGHAI SECURITIES

分析师： 蔡钧毅
Tel： 021-53686158
E-mail： caijunyi@shzq.com
SAC 证书编号： S0870514070001

报告编号：

相关报告：

首次报告日期：2015 年 10 月 16 日

二季度机构资金逢高减持

A 股市场在 7 月的前两个交易日表现不振，创业板在 7 月 2 日的跌幅达到 3.5%，极大的干扰市场信心。但市场的核心在于权重指数的颓废，低估值+顺周期龙头中国平安，再一次创出了新低，且放量跌破了 2019 年 2 月的低点。而由点到面看，中证 100 和上证 50 成为拖累市场的重要元凶。

主流资金方向上，北上资金的大幅流出，上周北上资金合计净流出 158 亿元，金额创近九个月新高。主动权益类公募基金整体在二季度的资金流为-1215 亿元，呈净流出状态。数据并显示，二季度样本基金整体净赎回率达到 5.2%，高于历史上一般 2%左右的季度净赎回率，且 4-6 月呈逐月增加趋势，6 月单月的月度净赎回率即达到 3.2%。第三方调研数据显示，6 月中旬开始，规模在百亿以上的大型私募单周环比呈大幅减仓状态，截至 6 月 18 日百亿私募仓位指数为 84.80%，环比减仓 2.68ppts，创下今年以来单周减仓之最。二季度，随着市场上涨，机构实际上是在逢高卖出的。

复苏斜率趋缓

从基本面看，美联储紧缩预期的发酵加速了北上资金流出。5 月国内经济复苏斜率也出现了放缓的迹象，地产周期走弱，工业生产与消费复苏的停滞引发市场对于下半年国内经济下行担忧。此前 5 月国内生产、投资、消费数据全面放缓并低于预期。而从近期公布的 6 月 PMI 来看，制造业 PMI 指数 50.9 继续下滑。结构上，生产指数下滑 0.8 个百分点至 51.9，新出口订单指数回落 0.2 个百分点并连续 2 个月低于临界值，指向外需降温或已在向生产端传导。因此，整体经济复苏的驱动力已在弱化。与此同时，近期除原油等少数外，主要大宗商品价格均已大幅回落，通胀压力减小。

优势制造业奠定国本

同时，工信部、证监会等六部门发布《关于加快培育发展制造业优质企业的指导意见》，在资本市场助力方面，意见要求，加强企业融资能力建设和上市培育，支持符合条件的优质企业在资本市场上市融资和发行债券；可以通过兼并重组、资本运作、战略合作等方式整合产业资源，提升产业链竞争力和抗风险能力。制造业大国向制造业强国

迈进的基础已然具备，政策赋予更为强劲的契机，未来优势制造业业主线值得市场关注。

温和收紧的货币政策或带来微观层面信用压力

在货币政策方向，货币政策“稳”字当头，加强精准调节注重预期引导，伴随我国经济逐步复苏，货币政策并未出现“急转弯”。今年前5个月，新增人民币贷款达10.6万亿元，保持同比多增态势，显示货币信贷政策支持力度依然稳固;利率水平稳定、流动性合理充裕，为实体经济营造了良好的货币环境。国内下半年经济驱动力进一步弱化，叠加通胀见顶回落，货币政策也很难系统性收紧。下阶段货币政策，在总量适度前提下，央行将更注重结构性货币政策工具的运用，加大普惠金融、绿色金融等领域的支持力度，进一步服务好实体经济；人民币汇率有望在合理均衡水平上保持基本稳定。但存在部分微观企业在复苏节奏有所趋缓的背景下，信用风险暴露担忧上升，近期强制平仓和减持股份的公司数量上升，其背后就是信用风险的结果，典型的如苏宁易购。该风险在经济中的负面影响也不容小视。

资本市场是直接融资主战场，巨量IPO或有压力

上半年A股IPO家数翻番,资本市场服务实体经济能力持续提升。上半年，在经济加快复苏的宏观背景下，A股IPO家数及募资额同比均有显著增长。数据显示，按发行日口径统计，上半年A股共有253只新股发行，是去年同期的两倍;共募集资金逾2000亿元，同比增五成。注册制改革正进一步发挥积极影响，资本市场服务实体经济的效能大幅提升。周末大型公司先正达预告其即将登陆市场，募集资金约650亿，短期对市场形成一定的扰动和影响。

以防御策略应对更为纯粹的下蹲

结合诸多因素看，7-8月间的再度下蹲将更为纯粹地反映市场预期，虽然经济、货币、资本市场总体稳定，韧性依旧，但扰动因素不少，类似信用风险需要市场细细消化，从中期角度看，预计市场整体上没有系统性风险，仍在大区间波动范畴之中，本次下蹲强度将低于今年2-3月份的调整幅度，但结构性质更为复杂曲折。从操作上看，建议总体先行防御为主，利用好每一次波动带来买入机会。在平淡中寻找新意，定向捕捉结构性机会，结构性机会仍精彩纷呈，建议围绕中报挖掘业绩超预期、市场关注度不足的科创“小巨人”。从行业分布看，当前市场预期净利润增速较大的板块主要集中在科技（计算机、电子、通信等）和顺周期（有色、化工、钢铁等）。战略方向，锁定双创和国潮新品主线。

分析师声明

蔡钧毅

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告，并保证报告采用的信息均来自合规渠道，力求清晰、准确地反映作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。此外，作者薪酬的任何部分不与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级	定　义
增持	股价表现将强于基准指数 20%以上
谨慎增持	股价表现将强于基准指数 10%以上
中性	股价表现将介于基准指数±10%之间
减持	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级	定　义
增持	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数±5%
减持	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责声明

本报告仅供上海证券有限责任公司(以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告版权归本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。如经过本公司同意引用、刊发的，须注明出处为上海证券有限责任公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

在法律许可的情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供多种金融服务。

本报告的信息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、意见和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、价值或投资收入可升可跌。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、意见或推测不一致的报告。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。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或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责，投资者据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，也不应当认为本报告可以取代自己的判断。