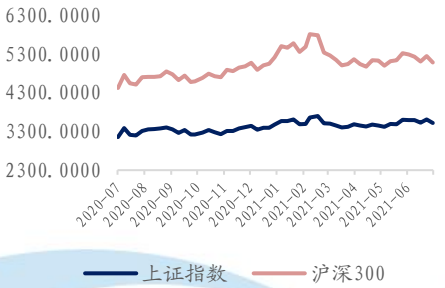
中航证券研究所
证券分析师 成果，CFA
证券执业证书号：S0640520070001
证券分析师 郑梓淳
证券执业证书号：S0640520120001
证券分析师：刘庆东
证券执业证书号：S0640520030001

电话：18611412292

百年庆典不会成为货币政策分水岭

策略周报　　2021 年 7 月 3 日

市场走势



近期报告

中航证券策略周报：《中国经济拐点初现，继续关注中小市值和成长》

中航证券策略周报：《经济见顶信号不断确认，科技军工和制造或是下半年胜负手》

中航证券策略周报：《科技和军工上涨非一蹴而就》

中航证券策略周报：《A 股继续向上突破需汇率和公募基金发行配合》

中航证券策略周报：《周期股已近尾声，科技军工高端制造配置正当时》

中航证券策略周报：《通胀尚不为惧，货币政策收紧可能性小》

中航证券策略周报：《通胀失控概率较小，货币尚不构成压制 A 股新因素》

中航证券策略周报：《震荡行情延续，边际改善已现端倪》

中航证券策略周报：《结构性机会为主，整体行情需要利率见顶》

核心观点：

本周各大指数普跌，上证指数周跌 2.46%，深证成指跌 2.22%；创业板指周跌 0.41%，沪深 300 指数周跌 3.03%，中小板指周跌 2.49%，中证 500 指数周跌 2.28%，上证 50 指数周跌 3.59%。中证 1000 指数周跌 1.31%。北向资金本周累计净流出 157.97 亿元，前一期为净流入 209.77 亿元。2021 年上半年 IPO 募集资金 2109.50 亿元，增发募集资金 3597.60 亿元。

近期市场上有一些对于百年庆典之后货币政策会转向收紧，从而导致股债双杀的担忧，我们认为这种可能性很小，百年庆典不会成为货币政策的分水岭。首先从公开市场操作方面，央行本周净投放 200 亿元，利率保持在 2.2%。结合上周央行帮助资金面平稳跨季，随后回归到每日投放 100 亿元逆回购的规模，体现了央行稳健中性的货币政策取向，也和 6 月 25 日央行第二季度例会中强调的“稳健的货币政策要灵活精准、合理适度，把握好政策时度效，保持流动性合理充裕，保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配，保持宏观杠杆率基本稳定，维护经济大局总体平稳，增强经济发展韧性”相一致，中期来看货币市场利率预计仍然围绕着政策利率的 2.2%上下波动。从国家财政收支角度，公共财政收支存在较明显的季节性规律，从图 1 可以看到每个季度的首月往往收入大于支出，每季度末月往往开支大于收入，从往年规律来看，七月往往是财政收大于支的月份，加上疫情后经济复苏使得税收和土地收入提升，从图 2 图 3 可以看到，2021 年 1 到 5 月财政收入明显高于往年水平，而财政支出则更接近往年水平，因此预计今年七月份财政将收大于支，对资金面造成一定冲击，更需要货币政策的配合来进行对冲。图 4 图 5 中，我们使用 GDP 支出法下的投资、净出口和消费等三个大类的经济数据，采用量化方式构建的中航中国经济周期指标显示中国经济在历经 1 年的扩张后，拐点初次显现，图 6 中我们将中航中国经济周期指标放在体现经济周期循环的四象限图中，横轴为中航中国经济周期指数，纵轴为指数的涨跌，这意味着当经济周期指数为负并在上行阶段时经济处于复苏时期，当指数由负转正后经济开始扩张，当指数筑顶回落代表着经济放缓，当指数跌至 0 以下经济开始衰退。中航中国经济周期指标显示中国在 2020 年初疫情期间经济处于衰退时期，在疫情得到控制后经济开始复苏、扩张，而最新的数据显示中国经济在历经了一年的扩张后开始放缓。叠加近期通胀压力减轻，货币政策短期内收紧的可能性不

股市有风险 入市须谨慎

中航证券研究所发布　证券研究报告

请务必阅读正文后的免责条款部分

联系地址：北京市朝阳区望京街道望京东园四区2号楼中航资本大厦中航证券有限公司
公司网址：www.avicsec.com
联系电话：010-59562524
传　　真：010-59562637

大，百年庆典不会成为货币政策的分水岭。截止 2021 年 7 月 2 日，DR007 收于 1.64%,较 6 月 25 日下降 36 个 BP,SHIBOR1W 收于 1.945%，较 6 月 18 日下行 25 个 BP 左右，货币市场利率稳中有降，显示市场资金面较为宽裕，利率的下降对中小盘股形成支持。同时，我们的量化多因子风险溢价模型也显示，目前大市值股票的性价比较低，我们认为代表中小市值公司的中证 1000 指数可能获得超额收益，板块配置方面我们继续建议关注军工、科技、高端制造。

6 月官方制造业 PMI51.0%，较 5 月下降 0.1PCTS，延续 4 月以来的下行趋势。非制造业 PMI53.5%，较上月下降 1.7 个百分点，制造业和非制造业 pmi 数据表明 6 月非制造业和制造业增长势头都有所减弱。从构成制造业 PMI 的五大指数看,新订单、从业人员和原材料库存是支撑项,生产和供应商配送时间是拖累项。非制造业中建筑业 PMI 指数为 60.1%，与上月持平。服务业商务活动指数为 52.3%，较上月下降 2.0 个百分点。

6 月新订单指数 51.5%，较 5 月上升+0.2PCTS，显示需求有一定好转，但结合较上月下降的进口指数、采购量指数和新出口订单指数看,好转力度相对有限。尤其是新出口订单指数,3 月至今分别为 51.2%、50.4%、48.3%和 48.1%，出现持续下滑，预示着 6 月我国出口可能进一步承压。从 6 月波罗的海干散货指数维持高位，以及传统出口强国德国、日本、韩国等二季度以来出口的持续的高增速，也可以看出海外供应链在持续恢复，再叠加上去年下半年我国出口的一个高基数，下半年我国出口增速可能持续承压。在内需并不强的情况下，外需走弱将进一步加大我国下半年经济增长的压力。

6 月生产指数 51.9%，较 5 月回落 0.8PCTS，显示生产增速放缓，和 6 月的高炉开工率、电炉开工率较 5 月都出现了下降相互印证。3 月至今，新订单-产成品库存指数分别为 6.9PCTS、5.2PCTS、4.8PCTS 和 4.4PCTS，显示新订单对库存的消化能力逐步下降，对未来的生产是一个偏负面的信号。如果从企业自身的预期来看，代表企业对未来三个月生产经营活动预期的 PMI 生产经营活动预期指数也从 2 月的 59.2%一路下降到 6 月的 57.9%,制造业企业的生产逐步走弱的趋势可能将延续。

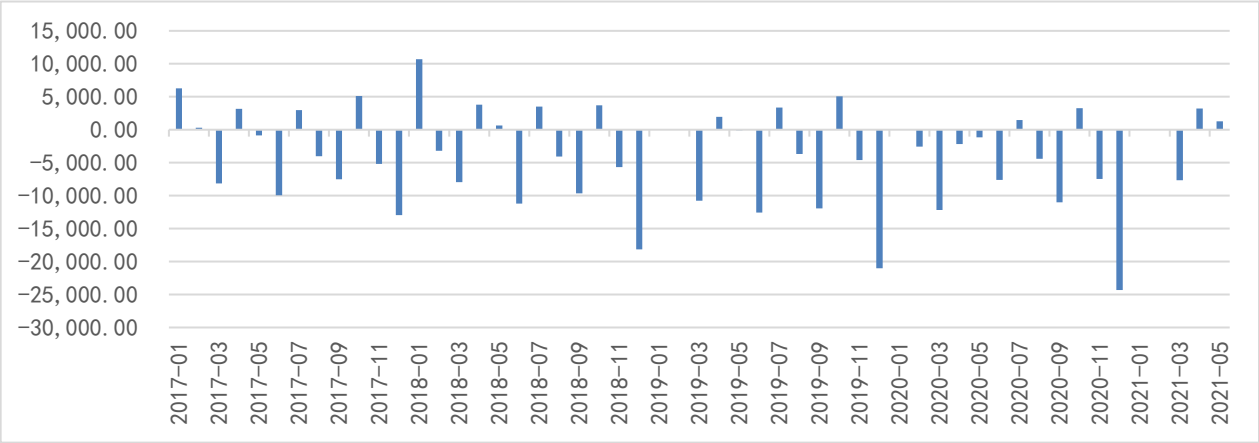
6 月 PMI 出厂价格指数 51.4%，较上月下降 9.2PCTS，主要原材料购进价格指数 61.2%,较上月下降 11.6PCTS,显示通胀压力有所减弱。一方面如煤炭、铁矿石、原油等大宗商品自身上涨势头在趋缓，另一方面，5 月下旬以来一系列保障供给，稳定大宗商品价格的政策措施也产生了作用。比如打击恶意涨价，以及国家粮食和物资储备局分批投放铜、铝、锌等国家储备，稳定有色金属价格等。因为 PMI 出厂价格指数和 PPI，PMI 原材料购进价格指数和 PPIRM 相关性比较强，我们简单回归一下，预计 6 月 PPI 和 PPIRM 环比较上月的 1.6%和 1.9%大幅降低。预计 6 月 PPI 和 PPIRM 同比和 5 月比较相近，仍然处在较高位置，受到了今年以来价格上涨幅度过大的影响。趋势上来说，随着后续月份 PPI 翘尾因素的逐渐减弱，PPI 和 PPI 同比大概率逐渐走低。

6 月 PMI 数据反映经济虽然仍在复苏，但动能减弱，同时通胀压力有所减轻。总体上，经济复苏高点大概率已过，但今年 6%以上的 GDP 增长目标实现难度不大，宏观调控重心预计不会很快转向稳增长，维持一定力度进行控杠杆、防风险的必要性依然较强，这意味着下半年货币政策很难出现明显的宽松。但通胀压力的减轻也意味着货币政策进一步收紧可能性低，预计下半年货币政策仍以稳健中性为主基调，保持流动性合理充裕。

海外方面，美国至 6 月 26 日当周初请失业金人数为 36.4 万人，续创 2020 年 3 月 14 日当周以来新低，预期 39 万人，前值自 41.1 万人修正至 41.5 万人。美国 6 月季调后非农就业人口增 85 万，预期增 70 万，前值由增 55.9 万修正为增 58.3 万。美国供应管理协会（ISM）周四发布数据显示，美国 6 月 ISM 制造业 PMI60.6，预期 61，前值 61.2。美国经济持续稳定复苏。美国旧金山联邦储备银行行长戴利表示，目前美国还没有接近充分就业目标，今年晚些时候、明年初考虑缩减购债规模是合适的；随着经济逐步恢复，美联储可以收回“一些”宽松政策。短期内，预计美联储宽松政策仍将延续，但若下半年经济数据超预期好转，不排除宽松政策的退出适度提前的可能。

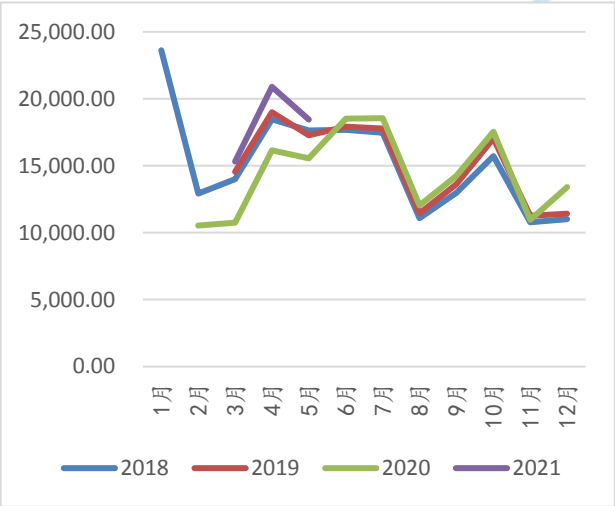
风险提示：宏观经济政策调整超预期，海外事件冲击

图 1：公共财政收支净额（亿元）



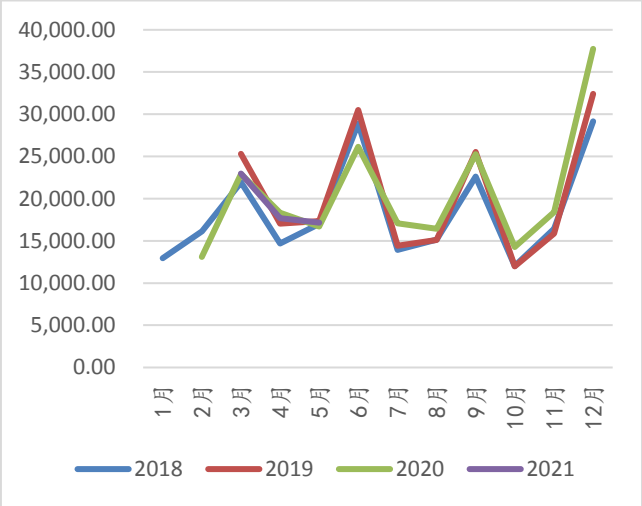
资料来源：Wind、中航证券研究所

图 2：近四年公共财政收入（亿元）



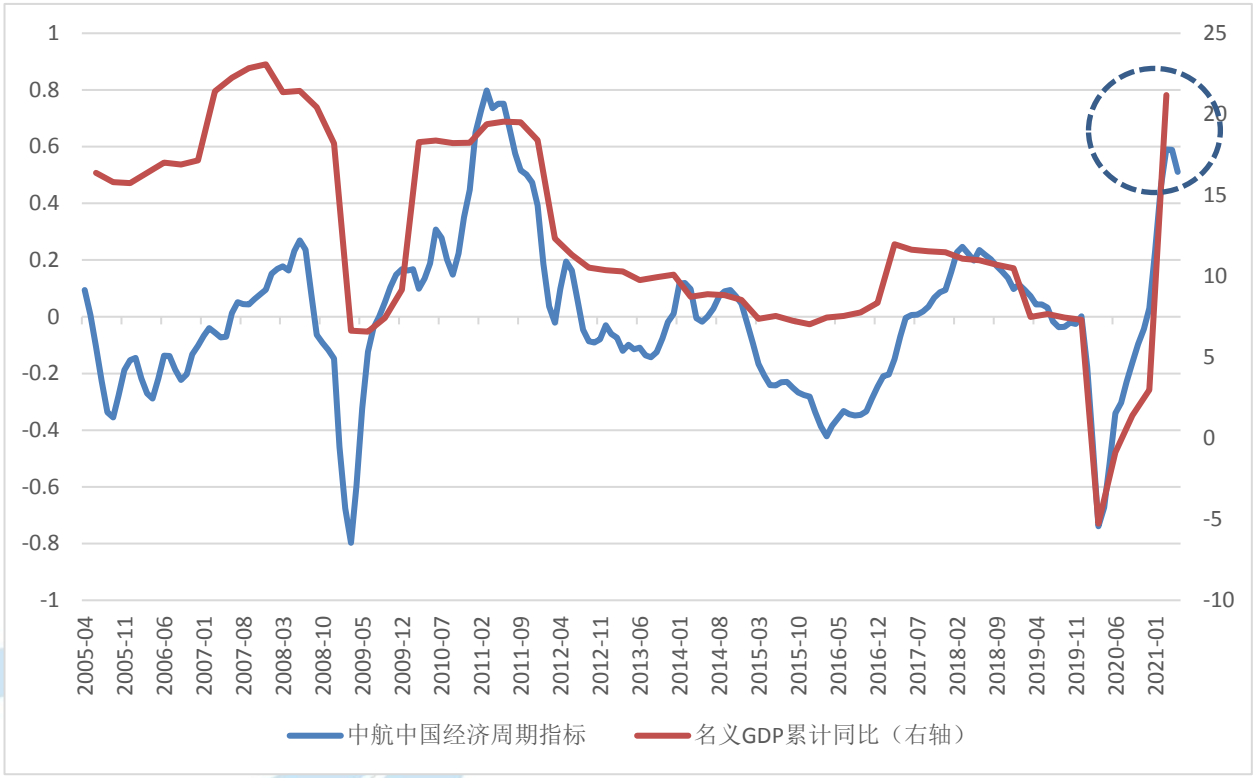
资料来源：Wind、中航证券研究所

图 3：近四年公共财政支出（亿元）



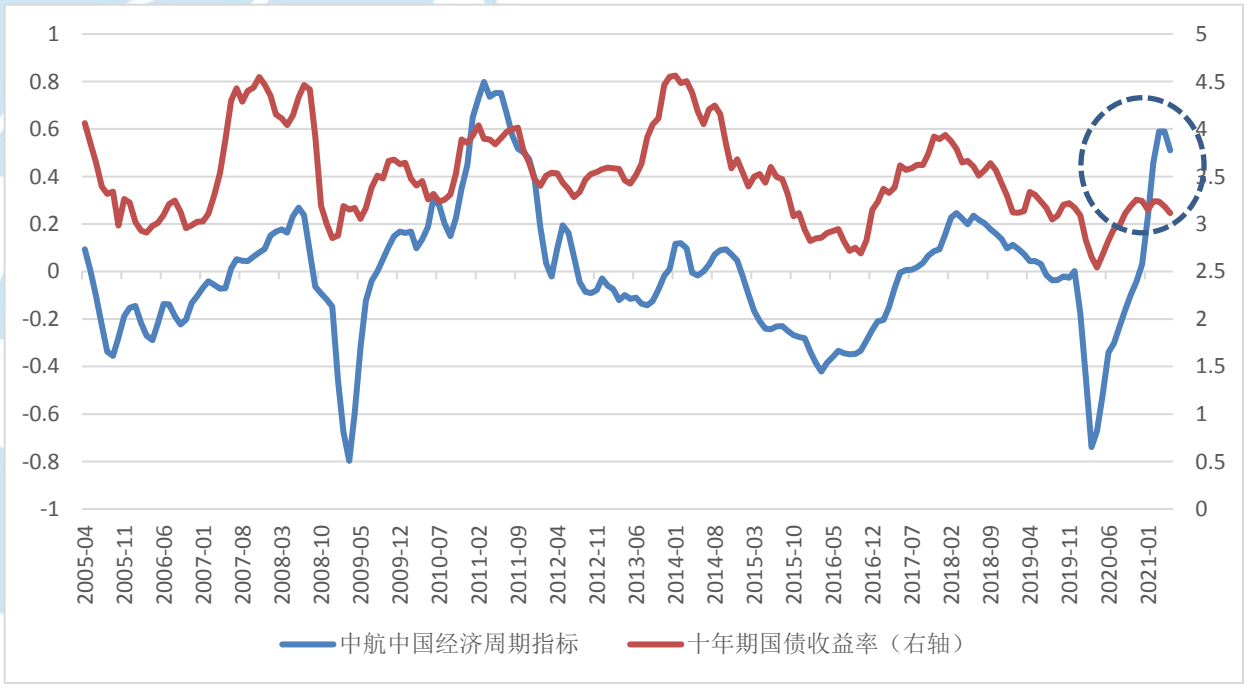
资料来源：Wind、中航证券研究所

图 4：中航中国经济周期指标与中国名义 GDP 累计同比



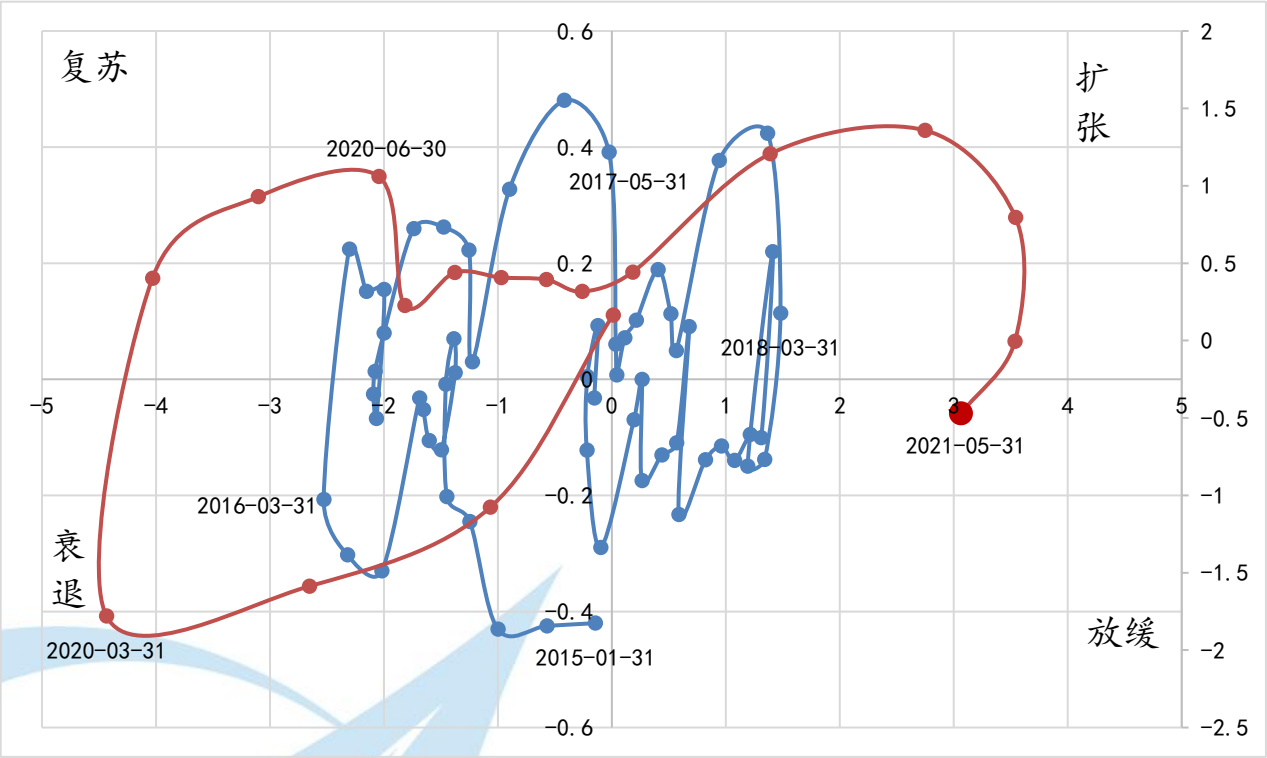
资料来源：Wind、中航证券研究所

图 5：中航中国经济周期指标与十年期国债收益率



资料来源：Wind、中航证券研究所

图 6：中航中国经济周期指标显示中国经济已迈入放缓期



资料来源：Wind、中航证券研究所

风险溢价因子

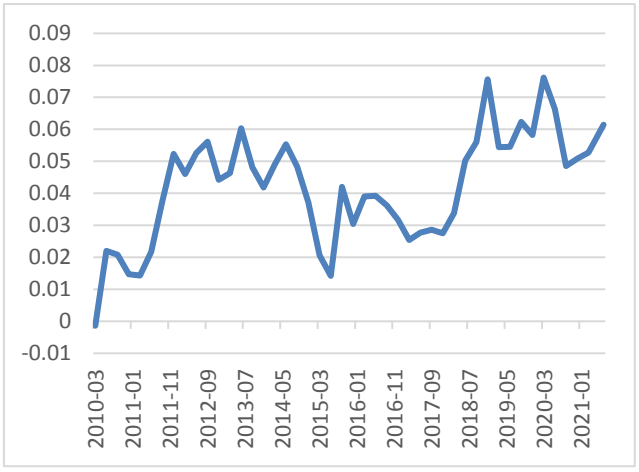
我们从量化因子库中选取了各类风格具有代表性的一些因子，并构建了各因子值前百分之三十等权重的股票组合来计算各因子的风险溢价。风险溢价等于投资组合收益率与无风险收益率的差额，我们使用整体法，即组合整体的归母净利润与总市值之比来代表因子的收益率，使用历史每个对应日期的中债国开债十年到期收益率作为无风险收益率。由于归母净利润以季度的频率披露，因此我们每个季度对组合进行一次调整，计算了从 2010 年第一季度到现在各因子的风险溢价。从本周各个风险溢价因子的走势来看，目前高股息低市盈率的股票性价比较高，大市值股票性价比较低。

图 7：股息率风险溢价

图 8：市盈率风险溢价

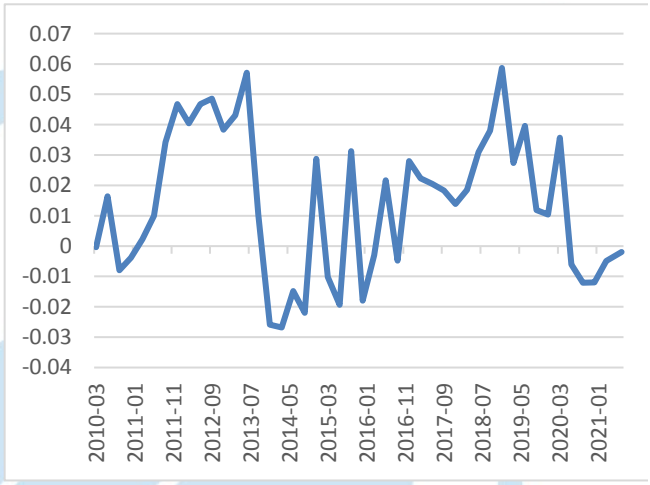


资料来源：Wind、中航证券研究所



资料来源：Wind、中航证券研究所

图 9：近 12 月累计收益率风险溢价



资料来源：Wind、中航证券研究所

图 10：净利增速风险溢价



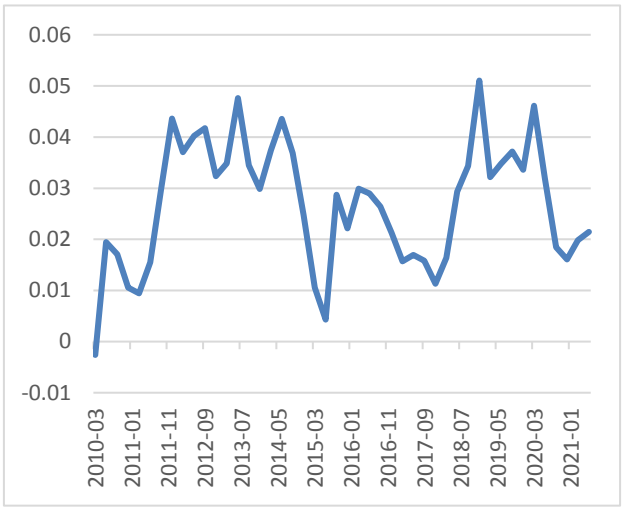
资料来源：Wind、中航证券研究所

图 11：净资产收益率风险溢价



资料来源：Wind、中航证券研究所

图 12：流通市值风险溢价

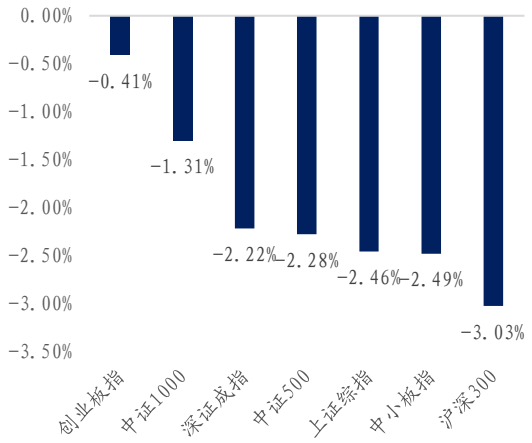


资料来源：Wind、中航证券研究所

一、 本周行情回顾

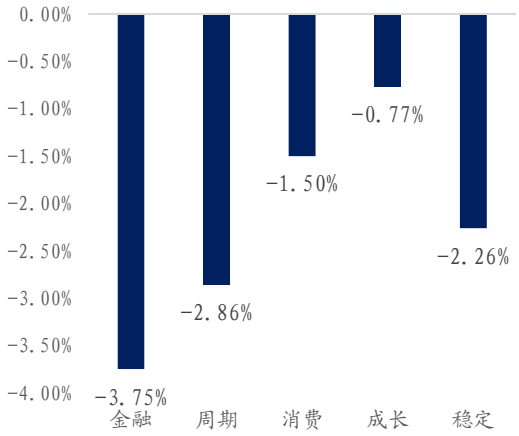
本周各大指数普跌，上证指数周跌 2.46%，深证成指跌 2.22%；创业板指周跌 0.41%，沪深 300 指数周跌 3.03%，中小板指周跌 2.49%，中证 500 指数周跌 2.28%，上证 50 指数周跌 3.59%。中证 1000 指数周跌 1.31%。风格上，本周金融股跌 3.75%，周期股跌 2.86%，消费股跌 1.50%，成长股跌 0.77%，稳定股跌 2.26%。行业表现方面，本周排名前三位的行业，分别是电气设备（2.04%）、纺织服装（1.46%）、商业贸易（0.71%），排名后三位的分别是国防军工（-7.41%）、采掘（-6.86%）、非银金融（-6.82%）。估值方面，本周全部 A 股市盈率为 20.39 倍，较上周下降 2.19%，剔除金融、石油石化股后市盈率为 33.10 倍，较上周下降 1.73%。海外方面，本周道指涨 1.02%，纳指涨 1.94%，标普 500 指数涨 1.67%。德国 DAX 指数涨 0.27%；法国 CAC40 指数跌 1.06%；英国富时 100 指数跌 0.18%。

图 13：本周主要指数涨跌幅



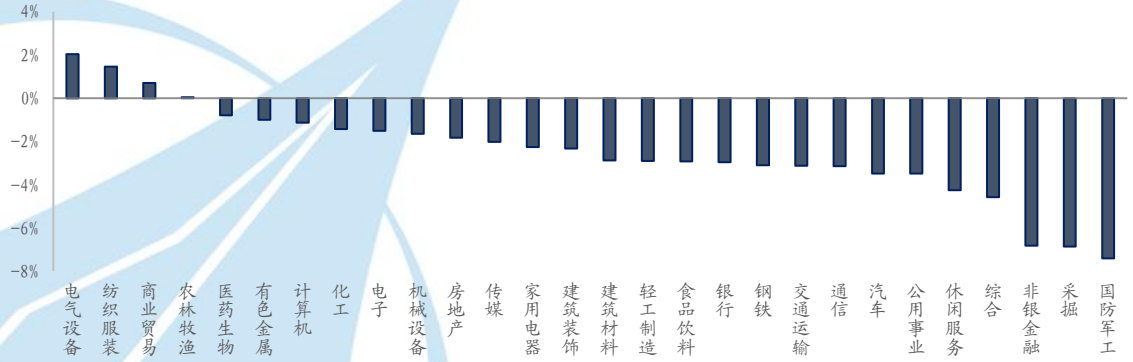
资料来源：Wind、中航证券研究所

图 14：本周各风格股票涨跌幅



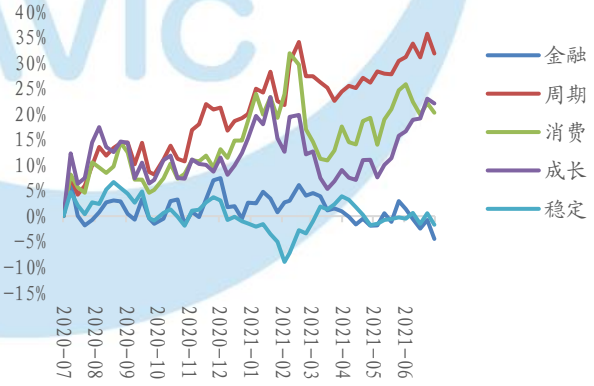
资料来源：Wind、中航证券研究所

图 15：本周行业涨跌幅



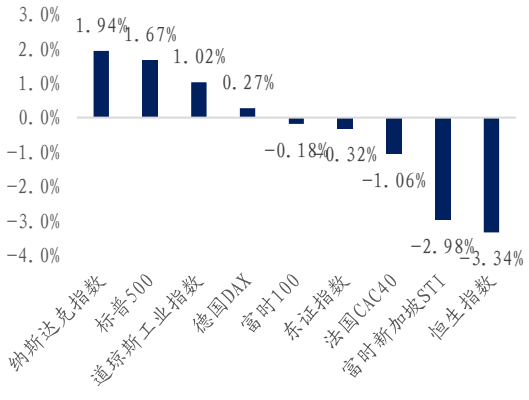
资料来源：Wind、中航证券研究所

图 16：各风格股票走势



资料来源：Wind、中航证券研究所

图 17：本周海外主要指数涨跌幅



资料来源：Wind、中航证券研究所

图 18：美国十年国债收益率走势



资料来源：Wind、中航证券研究所

图 19：美元指数走势

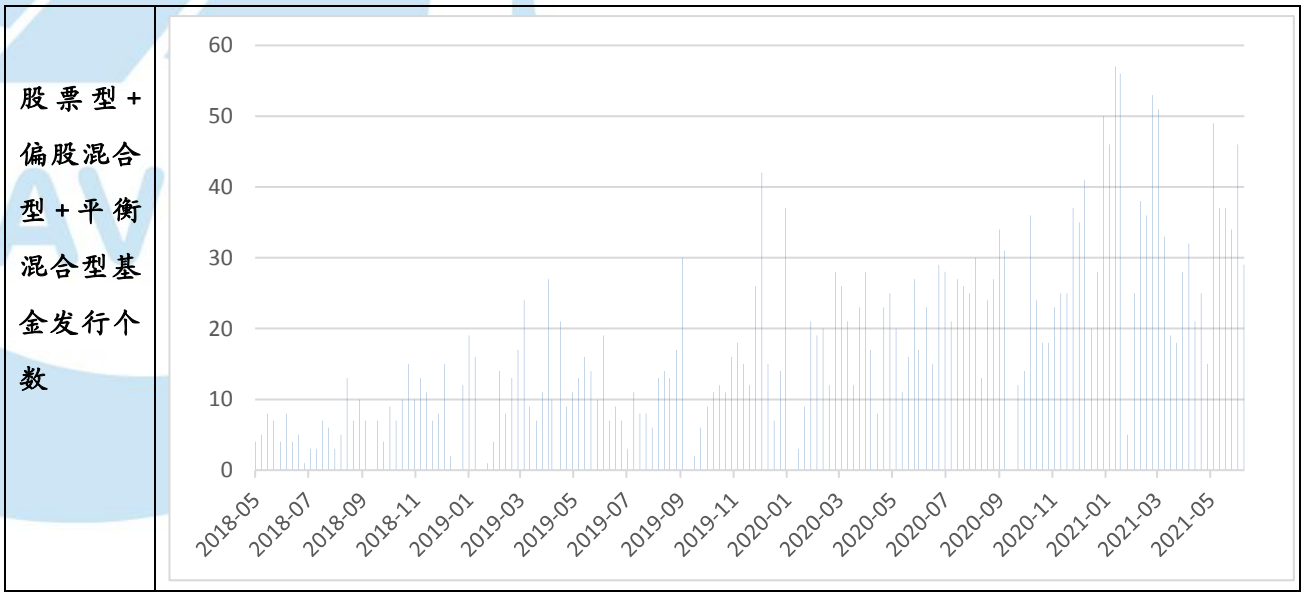


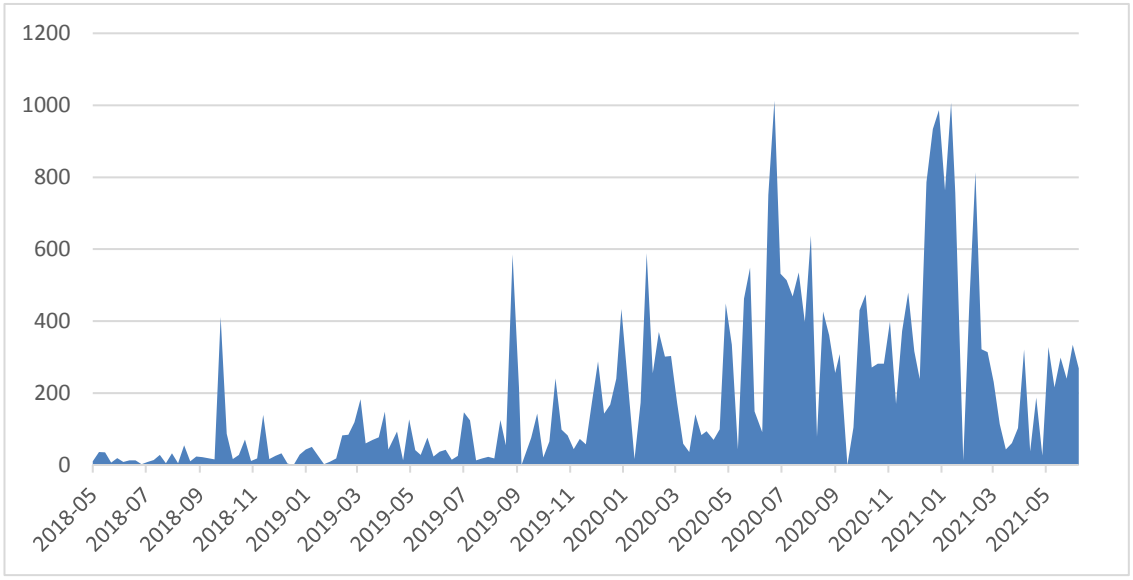
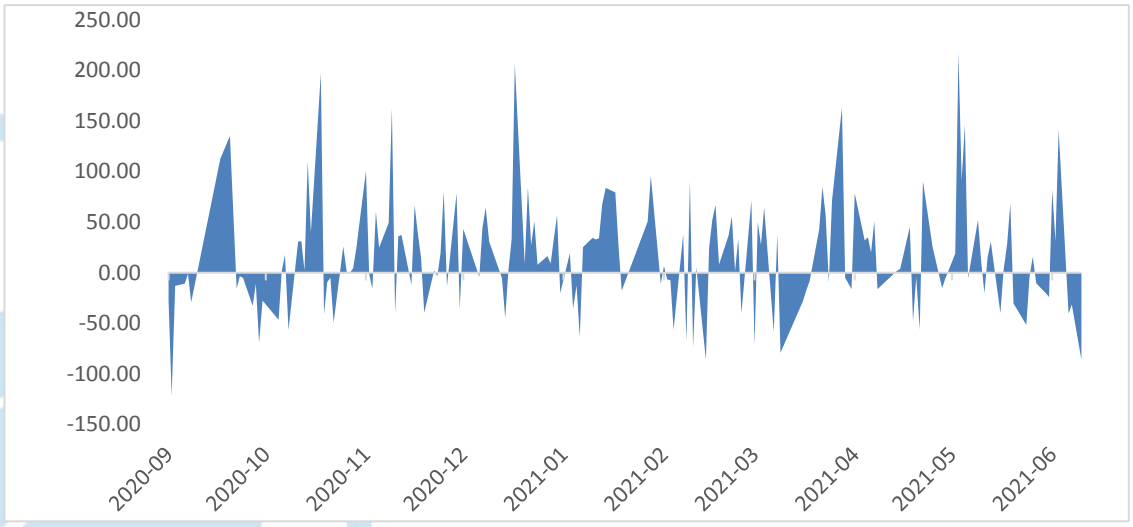
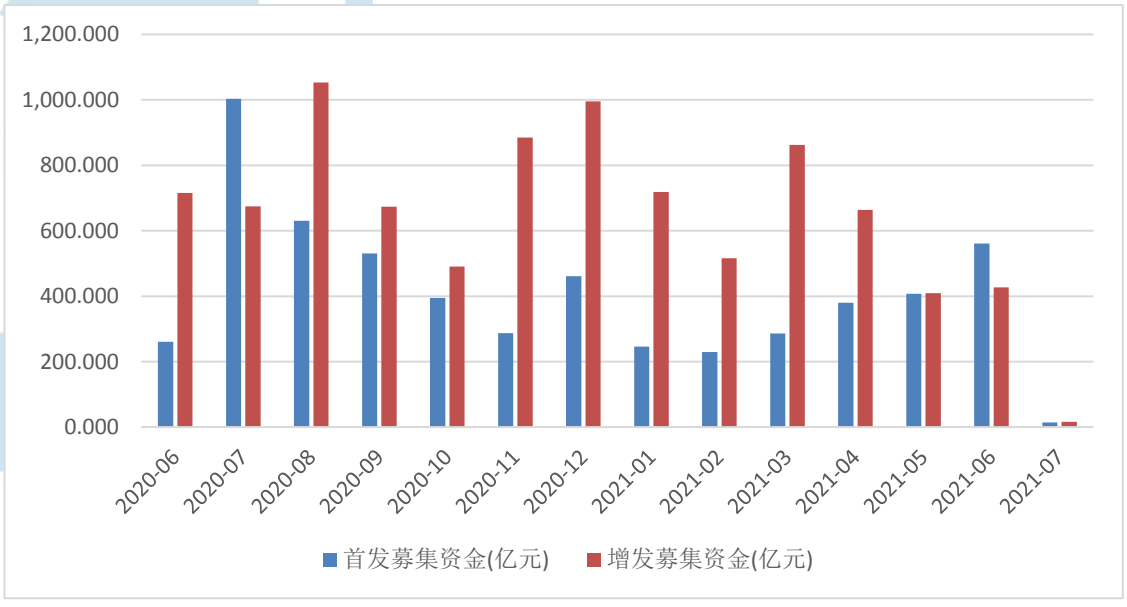
资料来源：Wind、中航证券研究所

二、 资金监控

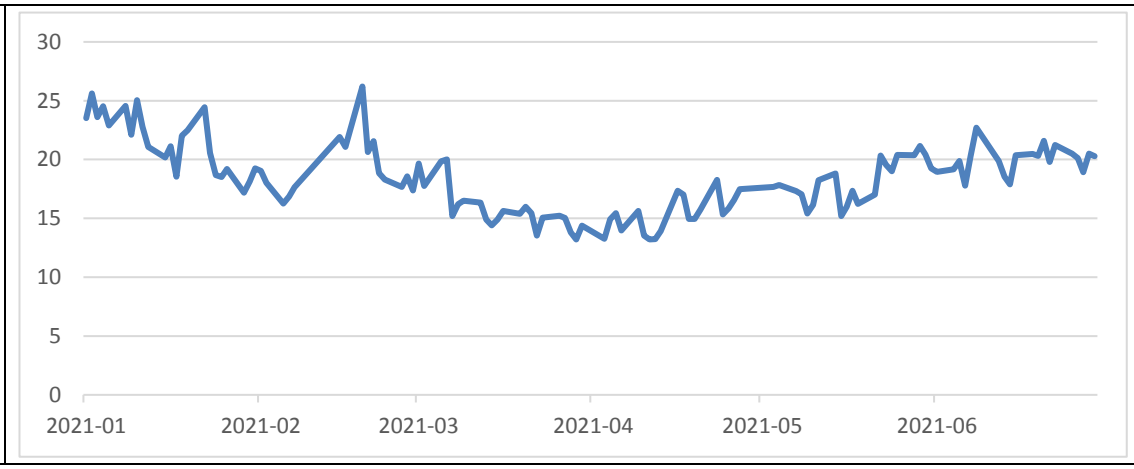
北向资金本周累计净流出 157.97 亿元，前一期为净流入 209.77 亿元。本周新发行的公募股票型+偏股混合型和平衡混合型基金个数为 29 个，上周为 46 个；本周新发行的公募股票型+偏股混合型+平衡混合型基金规模为 268.74 亿元，上周为 333.77 亿元。2021 年 7 月份截至 7 月 2 日 IPO 募集资金为 13.71 亿元，增发募集资金 16.11 亿元，2021 年上半年 IPO 募集资金 2109.50 亿元，增发募集资金 3597.60 亿元。交易费用本周为 100.36 亿元，上周为 103.44 亿元。

图表 20：资金监控



股票型+偏股混合型+平衡混合型基金发行规模（亿元）	
北向资金（亿元）	
股权融资规模（亿元）	

交易费用（亿元）

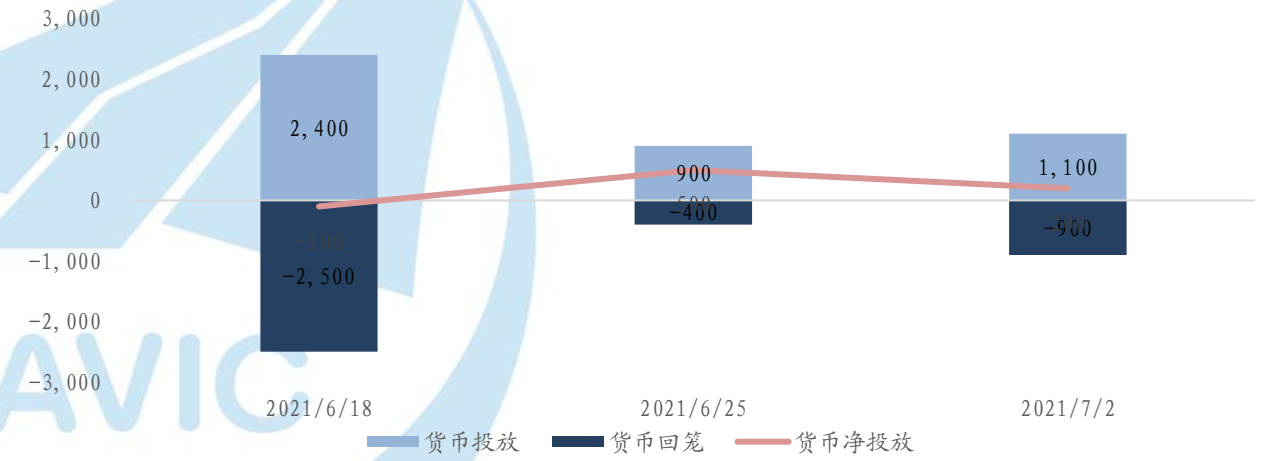


资料来源：Wind、中航证券研究所

四、宏观流动性监测

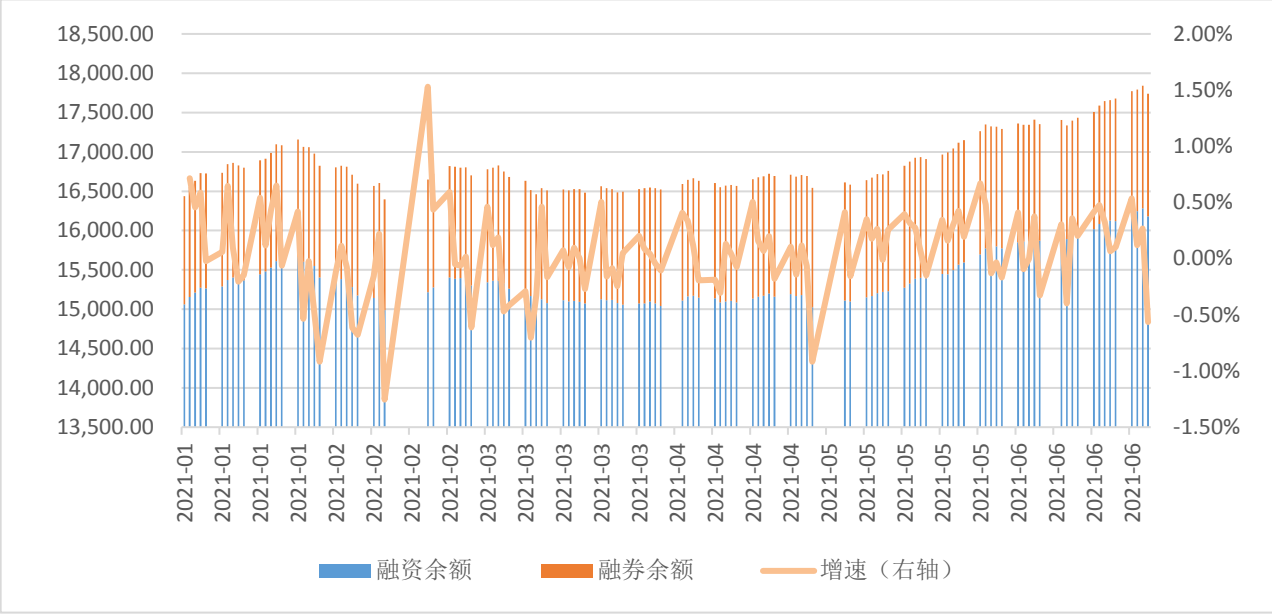
流动性方面，本周央行公开操作为净投放 200 亿元，上周净投放 500 亿元。融资余额为 16128.90 亿元，上周为 16181.05 亿元，融券余额 1559.33 亿元。

图 21：央行公开市场操作（单位：亿元）



资料来源：Wind、中航证券研究所

图 22：融资融券交易数据（亿元）

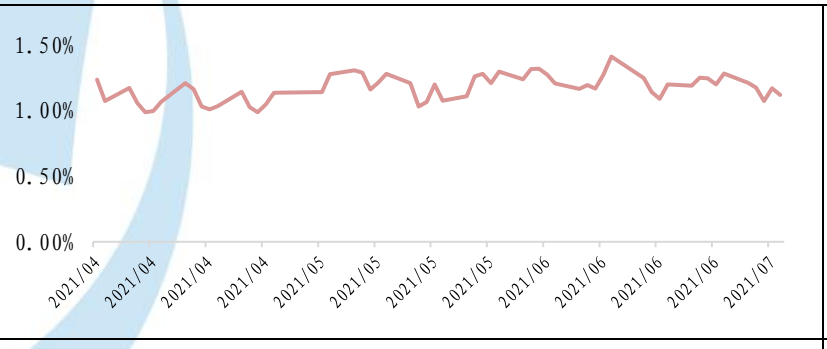
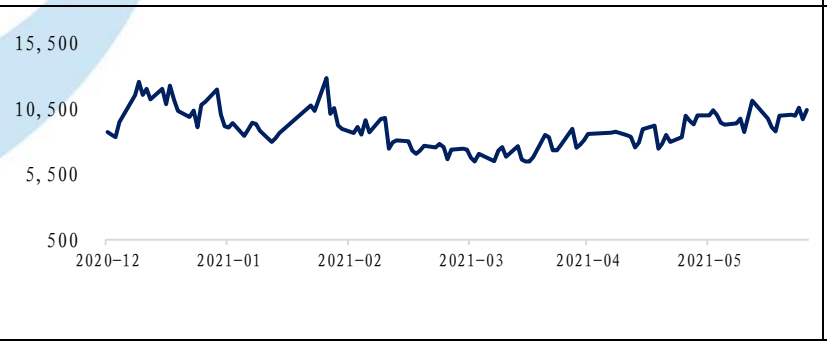


资料来源：Wind、中航证券研究所

五、市场情绪

市场情绪方面，本周日均换手率为 1.15%，较上周的 1.23%有所下降。A 股日均成交金额为 9839.18 亿元，较上周的 10141.24 亿元有所下降。

图表 23：市场情绪

换手率	本期 2021/7/2 1.15% 上期 2021/6/25 1.23%		
A 股日均成交金额（亿元）	本期 2021/7/2 9839.18 上期 2021/6/25 10141.24		

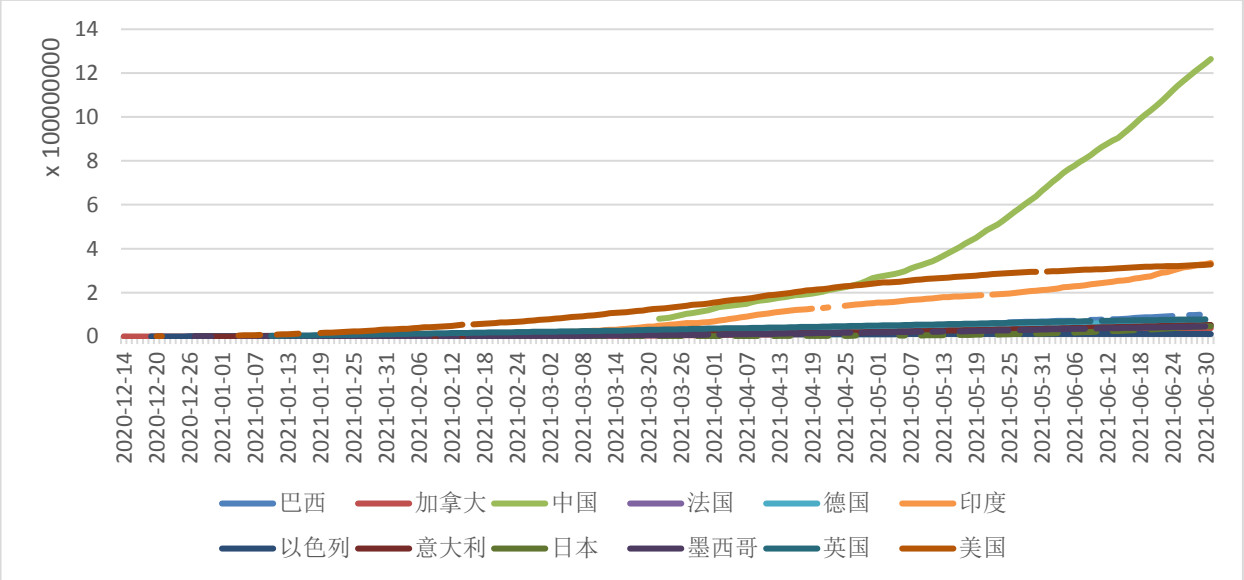
资料来源：Wind、中航证券研究所

表 24：重要经济日历

日期	国家/地区	指标名称
7 月 5 日	中国	7 月 05 日电解铝库存(万吨)
	中国	7 月 05 日锌锭库存(万吨)
	中国	6 月财新服务业 PMI:经营活动指数
7 月 6 日	美国	6 月 Markit 服务业 PMI:商务活动:季调
	美国	6 月非制造业 PMI
7 月 7 日	中国	6 月官方储备资产(亿美元)
	中国	6 月黄金储备(万盎司)
	中国	6 月外汇储备(亿美元)
	美国	5 月职位空缺数:非农:总计:季调
7 月 8 日	中国	7 月 08 日电解铝库存(万吨)
	中国	7 月 08 日锌锭库存(万吨)
	美国	6 月 26 日持续领取失业金人数:季调(人)
	美国	7 月 03 日当周初次申请失业金人数:季调(人)
	美国	7 月美联储将公布会议纪要
7 月 9 日	中国	7 月 08 日国内铁矿石港口库存量(万吨)
	中国	7 月 09 日氧化铝库存(万吨)
	中国	6 月 CPI:同比(%)
	中国	6 月 PPI:同比(%)
	美国	6 月制造业 PMI

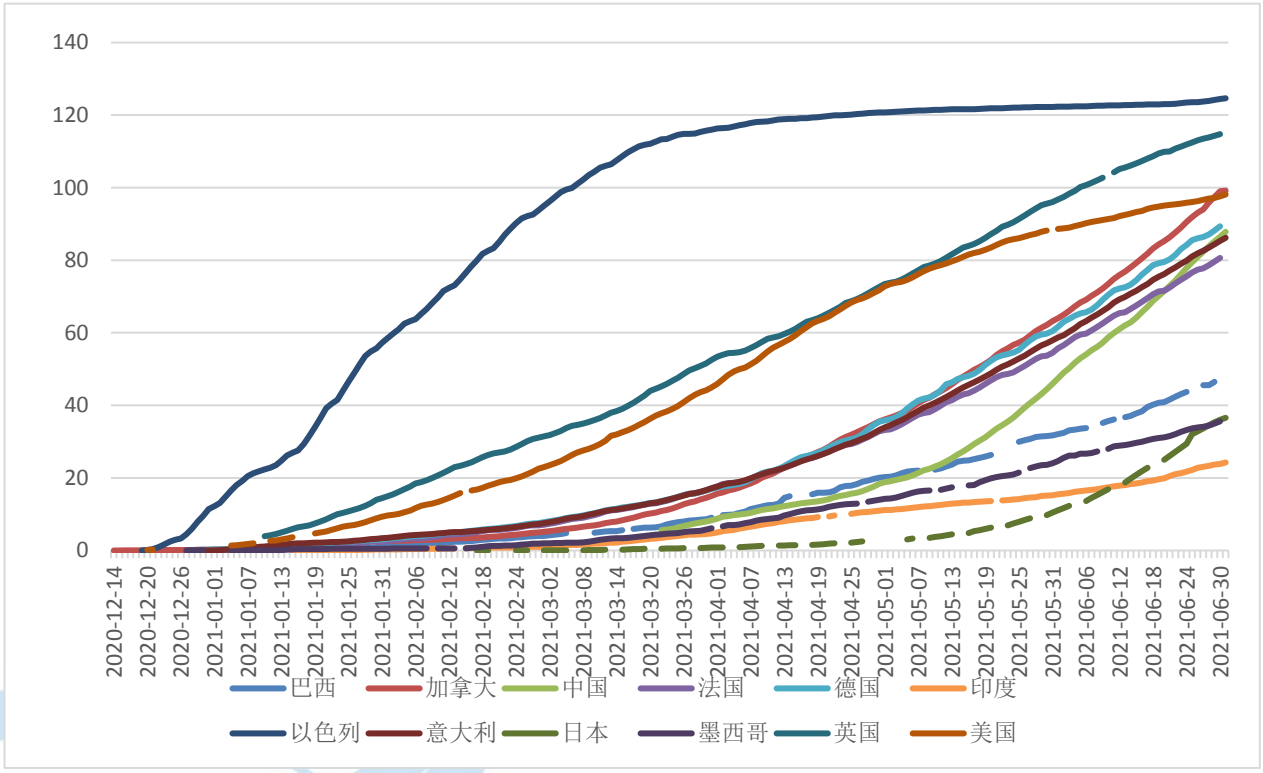
资料来源：Wind，中航证券研究所

图 25：全球主要国家疫苗接种总剂次（亿次）



资料来源：Our World in Data、中航证券研究所

图 26：全球主要国家每百人疫苗接种剂次



资料来源：Our World in Data、中航证券研究所

投资评级定义

我们设定的上市公司投资评级如下：

买入　　：未来六个月的投资收益相对沪深300指数涨幅10%以上。
持有　　：未来六个月的投资收益相对沪深300指数涨幅-10%-10%之间。
卖出　　：未来六个月的投资收益相对沪深300指数跌幅10%以上。

我们设定的行业投资评级如下：

增持　　：未来六个月行业增长水平高于同期沪深300指数。
中性　　：未来六个月行业增长水平与同期沪深300指数相若。
减持　　：未来六个月行业增长水平低于同期沪深300指数。

分析师简介

成果，CFA，SAC 执业证书号：S0640520070001，中航证券研究所首席策略分析师。

郑梓淳，SAC 执业证书号：　S0640520120001，中航证券研究所策略分析师。

刘庆东，SAC 执业证书号：S0640520030001，中航证券研究所宏观分析师。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示：投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

免责声明：

本报告并非针对意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示，否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权，不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议，而中航证券不会因接受本报告而视他们为客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠，但中航证券并不能担保其准确性或完整性。中航证券不对因使用本报告的材料而引致的损失负任何责任，除非该等损失因明确的法律或法规而引致。投资者不能仅依靠本报告以取代行使独立判断。在不同时期，中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析师个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑，本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易，向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意，及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。