

2021.07.05-2021.07.09

每周市场回顾与展望

【主要结论：】

- 宏观经济：经济增长方面，受表内贷款放量、企业债融资有所恢复等因素影响，6月新增社融回升至3.67万亿。通胀方面，6月CPI同比增速由1.3%下降至1.1%，其中食品价格是主要拖累。流动性方面，上周流动性仍维持宽松，货币市场利率回落。
- 权益市场：本次降准是否可以作为货币政策全面宽松的信号仍待进一步观察，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。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。
- 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主要不确定性来源。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。

正文内容：

一、市场回顾

(一) 宏观方面

1、经济增长：受表内贷款放量、企业债融资有所恢复等因素影响，6月新增社融回升至3.67万亿

6月社会融资规模3.67万亿元，预期增3.02万亿元，前值增1.92万亿元。6月M2同比增

8.6%，预期增8.3%，前值增8.3%；6月新增人民币贷款2.12万亿元，预期增1.77万亿元，前值增1.5万亿元。

上周中观生产指数较前周回升，主要受到铝价上行的影响。上周南华综合指数环比增速由1%升至1.5%，其中金属、工业品指数、农产品、贵金属、能化分别上行3%、1.7%、1.6%、1.3%、0.7%。上周水泥价格环比增速由-0.9%降至-2.2%，表现弱于季节性。上周螺纹钢价格环比增速由-0.9%升至1.8%，表现超过季节性。上周钢材库存环比增速由2.4%回落至2%，螺纹钢库存环比增速由3.2%回落至3.1%。

地产方面，上周30城地产成交面积四周移动平均增速由4.5%降至3.2%，连续九周下行。上周土地成交面积增速较前周继续下行，土地溢价率有所回升。

生产端，上周全国高炉开工率由42%回升至60%，焦化厂开工率由74%回升至79%。

注：以上数据来源于WIND资讯

点评：受表内贷款放量、企业债融资有所恢复等因素影响，6月新增社融回升至3.67万亿。在表外非标收缩、企业和政府债短期难明显放量的环境下，我们倾向于认为，表内贷款是监管层维持信用环境相对平稳的重要工具。从票据融资明显回升、贷款需求指数下行来看，当前贷款需求存在边际走弱的迹象。在上周央行宣布降准的情况下，我们认为防风险仍是目前宏观政策的重点。上周银保监会发15号文要求金融机构不得以任何形势新增地方政府隐性债务，对承担地方政府隐性债务的客户不得新提供流动资金贷款或为其参与地方政府专项债券项目配套融资。为此，未来将关注城投平台信用风险点状发生和财政发力节奏后置不及预期的风险。

2、通货膨胀：6月CPI同比增速由1.3%下降至1.1%，其中食品价格是主要拖累

6月CPI同比上涨1.1%，预期涨1.2%，前值涨1.3%。6月PPI同比上涨8.8%，预期8.5%，前值9%。

前周商务部公布的农产品价格环比增速由-1.3%升至0.9%，表现符合季节性。猪肉价格环比增速由-7.1%回升至8.6%，表现强于季节性。蔬菜价格环比增速由1.2%回落至-1.4%，表现弱于季节性。

点评：6月CPI同比增速由1.3%下降至1.1%，其中食品价格是主要拖累。6月核心CPI同比维持平稳，环比涨幅由之前的超季节性转为弱于季节性。往后看，虽然四季度CPI在基数作用下或将有所回升，但是考虑到猪价低位以及消费能力恢复相对较弱，预计短期CPI或压力有限。6月PPI环比增速由1.6%降至0.3%，同比增速由9%降至8.8%。分品类看，国际和国内定价相关工业品价格环比涨幅均有所回落，其中国内定价的黑色金属和煤炭行业环比回落幅度较

大。往后看，在美国增长扩张拐点临近、美元流动性面临调整压力，以及国内需求逐渐走弱的背景下，我们认为PPI环比、同比高点已过。不过考虑到供给端约束仍在，预计下半年PPI同比增速或仍处在相对高位。

3、流动性：上周流动性仍维持宽松，货币市场利率回落。7月7日国常会提出要适时降低存款准备金率，7月9日央行宣布7月15日下调金融机构存款准备金率0.5个百分点。考虑到当前内需存在走弱迹象、同时当前对地产和城投融资的严监管可能在下半年对整体信用条件继续带来收缩压力，我们倾向于认为，降准是在财政政策聚焦风险化解、金融稳定需要化解中小银行和信用违约风险情况下的政策选择。从降准的短期效果来看，预计降准或将降低7月中旬缴税时点资金面波动，短期市场流动性大概率将维持相对宽松

上周7天逆回购到期1100亿元，实施7天逆回购500亿元。央行合计净回笼资金600亿元。上周7天回购定盘利率周均值由2.6%回落至2.1%，R007周均值由2.7%回落至2.1%，DR007由2.3%回落至2.1%。

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6.48。

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3524.09点，上涨0.15%，深证成指报收14844.36点，上涨1.18%，中小板指上涨1.49%，创业板指上涨2.26%。

分行业来看，30个中信一级行业中19个行业上涨，其中有色金属、国防军工和基础化工分别上涨14.82%、7.66%和7.44%；11个行业下跌，其中消费者服务、食品饮料和医药分别下跌4.70%、4.13%和3.99%。

图 1：主要指数表现

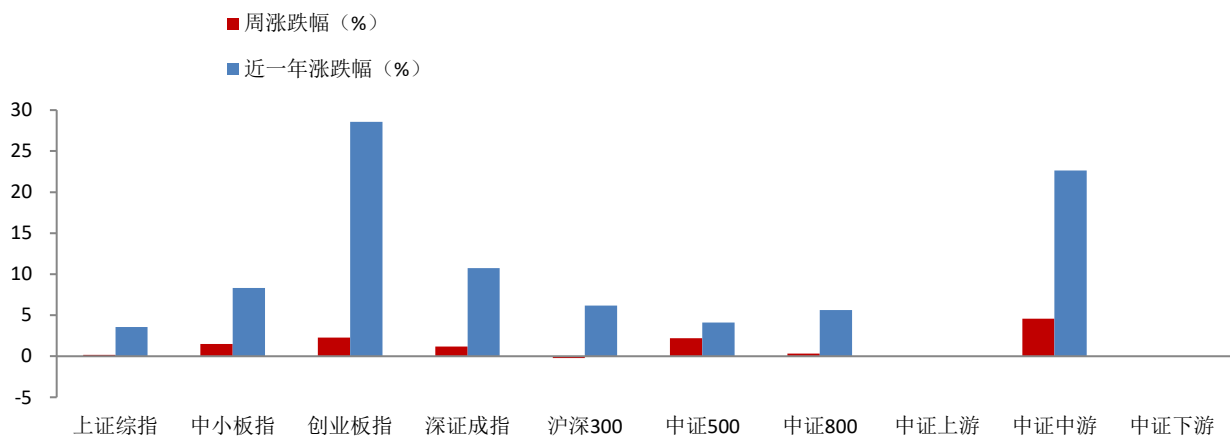
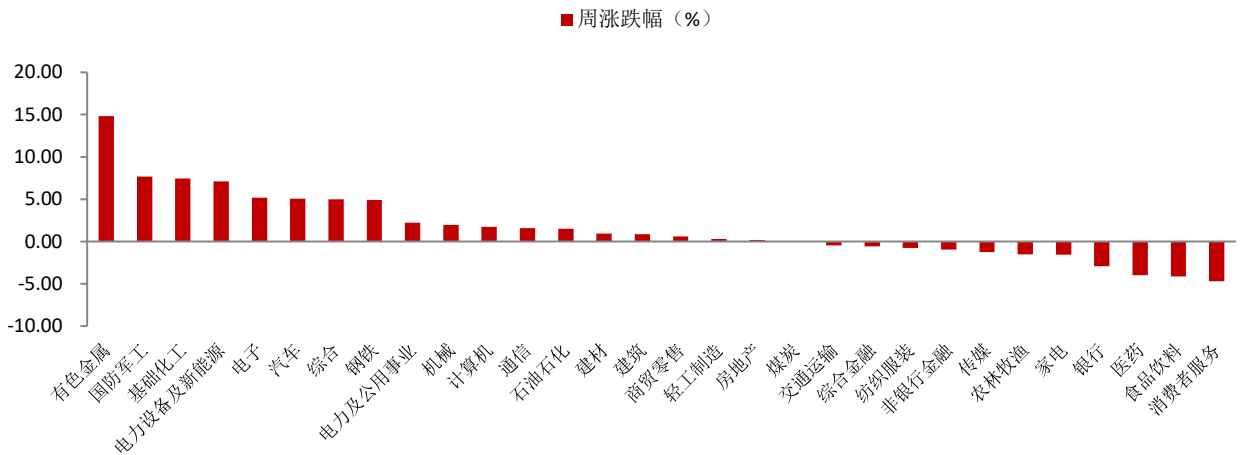


图 2：行业表现



注：数据来源于WIND资讯，工银瑞信整理，数据区间为2021年7月5日至2021年7月9日

(三) 固定收益方面

利率债方面，一年期国债收益率2.35%，较前一周上涨0.09%；三年期国债收益率2.74%，较前一周上涨0.15%；十年期国债收益率3.01%，较前一周上涨0.65%。一年期国开债收益率2.45%，较前一周上涨0.09%；三年期国开债收益率2.92%，较前一周上涨0.23%；十年期国开债收益率3.41%，较前一周上涨0.62%。

信用债方面，一年期AAA最新收益率2.88%，较前一周上涨0.11%；五年期AAA最新收益率3.55%，较前一周上涨0.56%；一年期AA+最新收益率2.98%，较前一周上涨0.13%；五年期AA+最新收益率3.79%，较前一周上涨0.47%；一年期AA最新收益率3.20%，较前一周上涨0.15%；五年期AA最新收益率4.36%，较前一周上涨0.39%；一年期城投债最新收益率3.08%，较前一周上涨0.16%；五年期城投债最新收益率4.16%，较前一周上涨0.51%。

图 3：各类债券持有期收益率

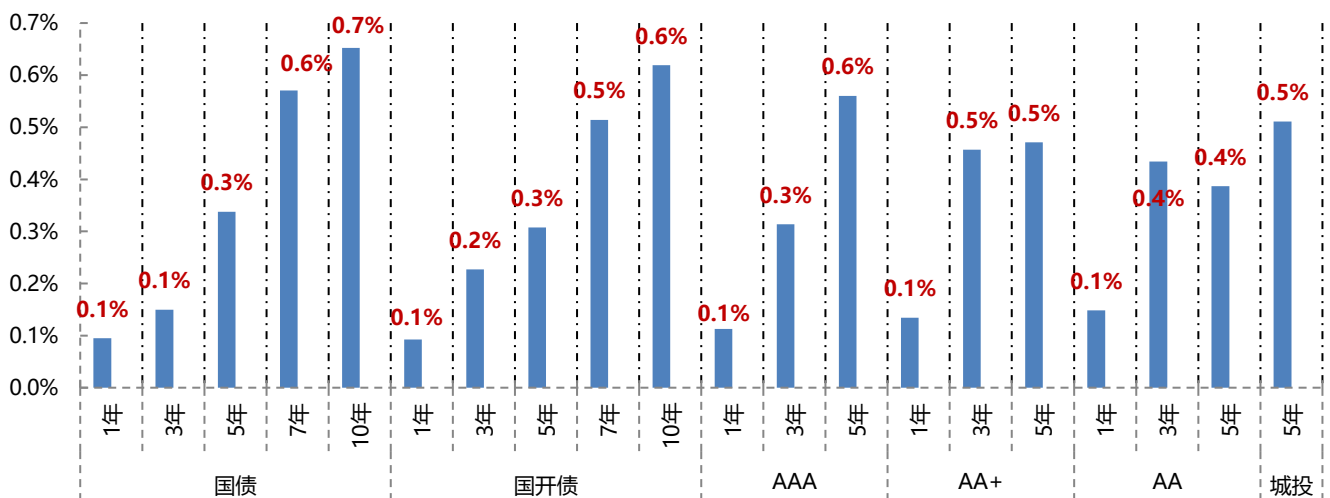
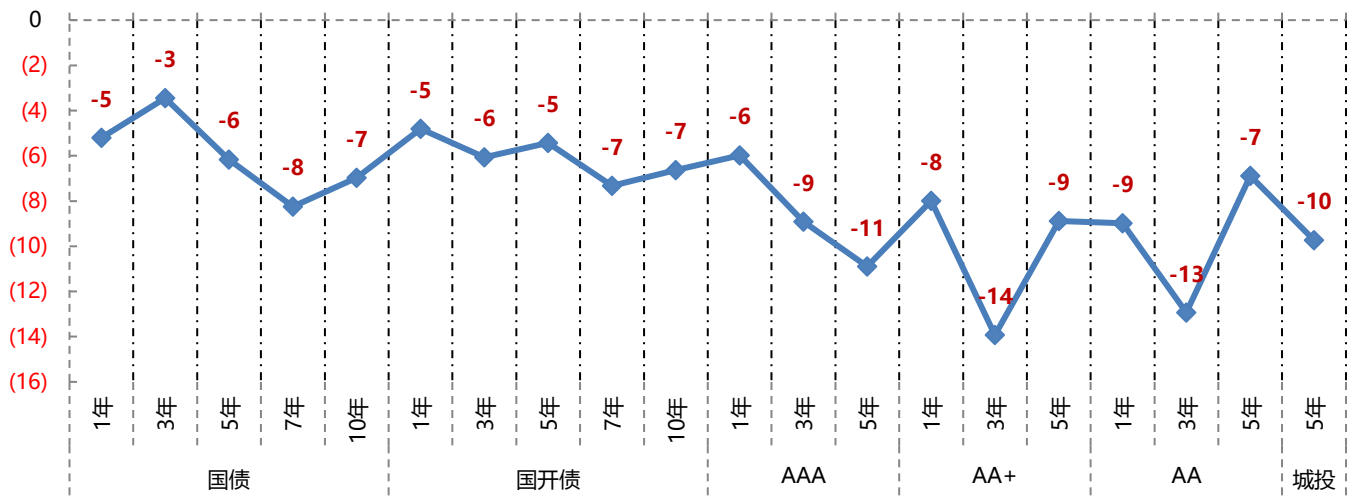


图 4：各类债券收益率变动



注：数据来源于 WIND 资讯，工银瑞信整理，数据区间为 2021 年 7 月 5 日至 2021 年 7 月 9 日

二、市场展望

宏观方面：经济增长方面，受表内贷款放量、企业债融资有所恢复等因素影响，6 月新增社融回升至 3.67 万亿。在表外非标收缩、企业和政府债短期难明显放量的环境下，我们倾向于认为，表内贷款是监管层维持信用环境相对平稳的重要工具。从票据融资明显回升、贷款需求指数下行来看，当前贷款需求存在边际走弱的迹象。在上周央行宣布降准的情况下，我们认为防风险仍是目前宏观政策的重点，未来将关注城投平台信用风险点状发生和财政发力节奏后置不及预期的风险。**通胀方面**，6 月 CPI 同比增速由 1.3% 下降至 1.1%，其中食品价格是主要拖累。6 月核心 CPI 同比维持平稳，环比涨幅由之前的超季节性转为弱于季节性。往后看，虽然四季度 CPI 在基数作用下或将有所回升，但是考虑到猪价低位以及消费能力恢复相对较弱，预计短期 CPI 或压力有限。6 月 PPI 环比增速由 1.6% 降至 0.3%，同比增速由 9% 降至 8.8%。分品类看，国际和国内定价相关工业品价格环比涨幅均有所回落，其中国内定价的黑色金属和煤炭行业环比回落幅度较大。往后看，在美国增长扩张拐点临近、美元流动性面临调整压力、以及国内需求逐渐走弱的背景下，我们认为 PPI 环比、同比高点大概率已过。不过考虑到供给端约束仍在，预计下半年 PPI 同比增速或仍处在相对高位。**流动性方面**，上周流动性仍维持宽松，货币市场利率回落。7 月 7 日国常会提出要适时降低存款准备金率，7 月 9 日央行宣布 7 月 15 日下调金融机构存款准备金率 0.5 个百分点。考虑到当前内需存在走弱迹象、同时当前对地产和城投融

资的严监管可能在下半年对整体信用条件继续带来收缩压力，我们倾向于认为，降准是在财政政策聚焦风险化解、金融稳定需要化解中小银行和信用违约风险情况下的政策选择。从降准的短期效果来看，预计降准或将降低7月中旬缴税时点资金面波动，短期市场流动性大概率将维持相对宽松。**汇率方面**，上周人民币汇率维持平稳。**海外方面**，美国6月服务业景气指数不及市场预期，10年期美债收益率延续下行并一度跌破1.3%。

权益方面：上周主要指数涨跌不一，北向资金净流入83.19亿元，市场日均成交额较前周回升，两融余额回升，成交占比下降。**基本面上**，6月社融数据超预期上行、央行全面降准0.5个百分点，预计下半年社融增速或将维持相对平稳的状态。**政策面上**，一是，央行决定于7月15日下调金融机构存款准备金率0.5个百分点，将释放长期资金约1万亿元。二是，政府继续释放金融严监管的政策取向。据媒体报道，中国网信办将牵头负责加强对海外上市、尤其是在美国挂牌中资企业的跨部门监管。与此同时，上周中办、国办联合印发《关于依法从严打击证券违法活动的意见》。三是，据报道7月2日唐山大部分钢企高炉复产，并开始执行7月2日至12月31日的限产30%的政策。

市场展望上，本次降准是否可以作为货币政策全面宽松的信号仍待进一步观察，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。

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主要不确定性来源。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。

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）