

8月月度策略报告

2020-7-22

宏观分析

报告摘要：

- 核心观点：**1) 内外需共振向上，基建和可选消费趋势上行。6月份国内经济数据持续回升，生产数据修复至疫情前常态化水平，基建地产投资维持较高景气度，预计下半年基建和可选消费依然有进一步上升空间；2) 货币政策趋于收敛，财政下半年加速发力。随着宏观经济的进一步回暖，政策重点逐渐从“救急”转向“增长”，货币政策预计趋于收敛，而财政政策根据预算规划，下半年将进一步发力，企业盈利改善逻辑将得到进一步强化。3) 特朗普支持率大幅下滑，中美关系或面临更为严峻的考验。新冠疫情在美二次爆发，特朗普支持率从4月份的47.4%下滑至41.5%，其连任存在较大的不确定性，而若拜登当选，或将重组以美国为首的政治经济同盟，对华政策甚至可能会更加强硬，中美关系或面临更为严峻的考验。4) 全球反华情绪高涨，将倒逼中国加快对外开放。受到疫情和香港事件的影响，西方国家的反华情绪高涨，美国政坛对中国大肆攻击和抹黑，而对中国而言，香港这一对外通道受到损伤，将倒逼内地加快对外开放进程，向世界释放出中国对外开放的积极信号；5) 结构性行情延续，未来预计维持震荡和分化。短期看，国内外经济共振回暖，政策重点转向稳增长领域，市场开始进入经济改善带来企业盈利改善的逻辑，随着下半年财政政策的进一步发力，投资链和出口链有可能超预期回升，实体经济修复逻辑预计仍将持续一段时间。中长期看，优质的成长股依然是市场关注的重点方向，估值低的股票不能获得长期的成长价值，挑选周期与成长兼顾的标的或将是下一阶段市场所重点关注的方向。
- 数据点评：**从经济数据看，6月经济延续5月份回升态势，工业增加值数据修复至疫情前的常态化水平；需求端，投资、消费数据跌幅持续收窄，其中基建投资，地产投资维持高位，制造业投资则仍处于缓慢回升当中；从社融数据看，货币政策增速回落但整体依然处于相对宽松的环境当中；从海外来看，欧美发达国家在经历疫情“解封”，经济重启之后，PMI数据迅速回暖，疫情的常态化防控叠加宽松的货币政策，预计全球经济将是一个缓慢上升的过程。
- 投资操作：**结构性的机会仍然是未来需要重点思考的问题，但是面对下半年，上半年大幅上涨的方向很难在下半年获得超额收益，所以我们必须得站在下半年的角度来思考组合的调整，从连续几个月以来的宏观数据来看，下半年的基建和白酒仍然是我们需要特别关注的方向，或许低估值的周期股都存在机会，但是如何从中分辨出哪些是阿尔法，哪些是贝塔，才是我们最需要潜心研究的。

投资经理 崔红建

cuihongjian@shifengamc.com

投资经理 郭峰

guofeng@shifengamc.com

研究员 边康祥

biankangxiang@shifengamc.com

联系人 魏翔翔

021-61093233

office@shifengamc.com

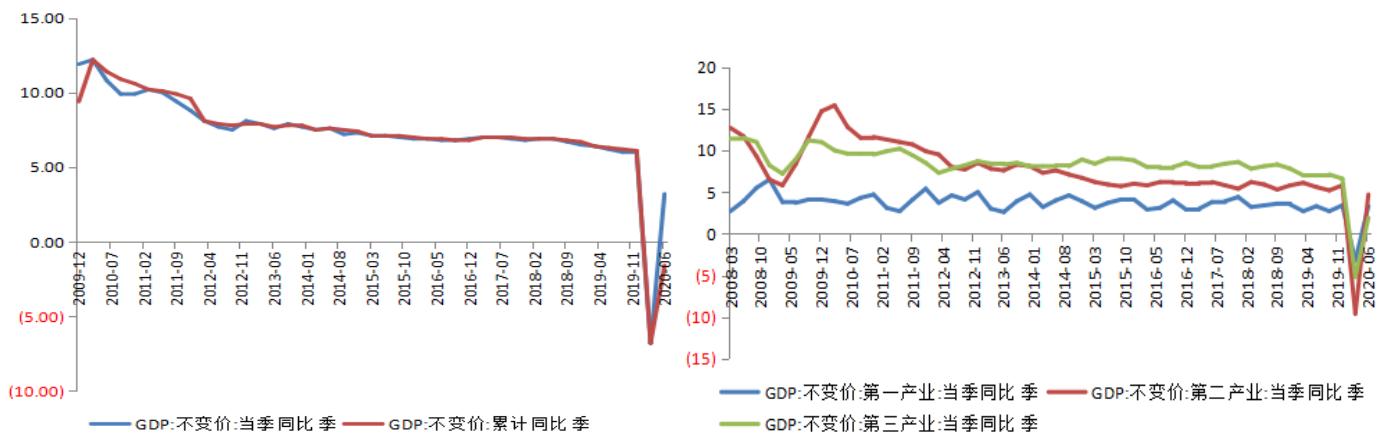
目录

一、报告期内宏观经济分析	3
二、对当月经济数据和市场数据点评	17
三、对未来宏观经济和证券市场的展望	18
四、操作结论	20

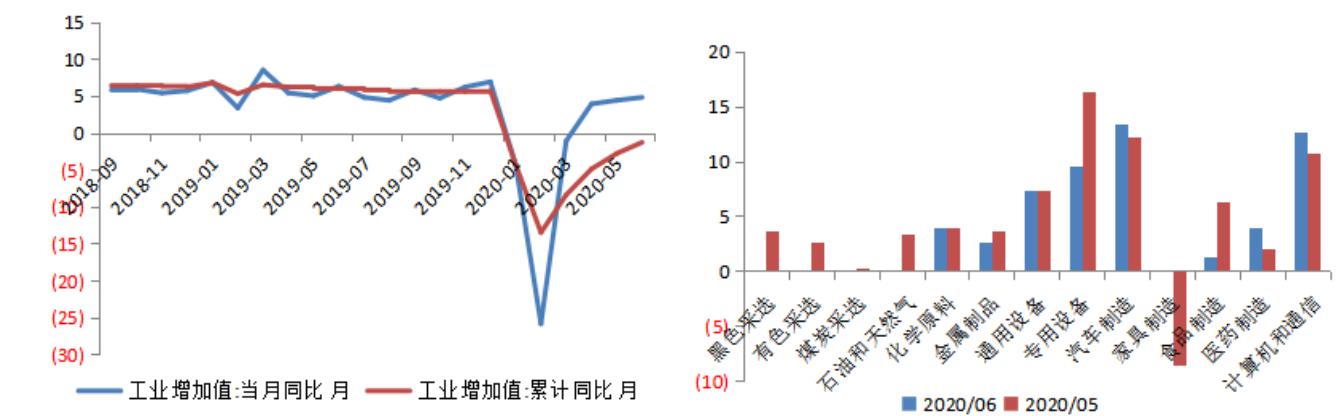
一、报告期内宏观经济分析

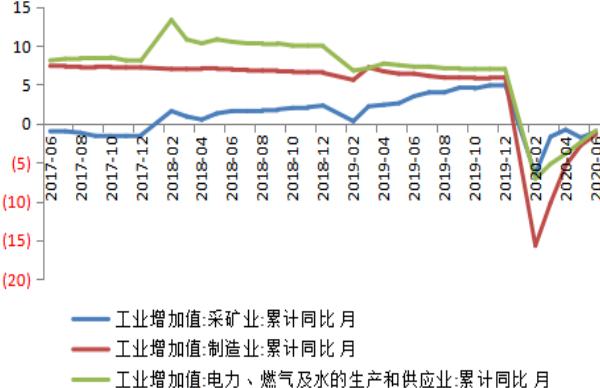
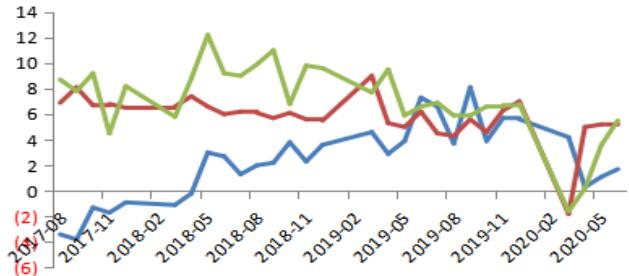
6月份经济继续回升，工业生产恢复至疫情前常态水平，基建投资、地产投资景气度维持高位，制造业和消费修复相对较慢，具体数据如下：

GDP 增速回正。二季度实际 GDP 同比上升 3.2%，名义 GDP 同比上升 3.1%，在经历一季度 GDP 增速的大幅下滑之后，二季度 GDP 增速明显回暖。其中，第一产业同比上升 3.3%，第二产业同比上升 4.7%，第三产业同比上升 1.9%，第二产业的恢复速度相对较快。



工业增加值继续回升。6月份工业增加值同比上升 4.8%，较 5 月份上升 0.4pct，1-6 月工业增加值累计同比下降 1.3%，较 1-5 月份降幅收窄 1.5pct。其中，6 月份采矿业工业增加值同比上升 1.7%，较 5 月份上升 0.6pct；电力、燃气和水供应增加值同比上升 5.5%，较 5 月份上升 1.9pct；制造业工业增加值同比上升 5.1%，较 5 月份回落 0.1pct。6 月份工业增加值的回升主要是受到了汽车制造、专用设备、计算机通信等行业的影响，其中汽车制造工业增加值增速 13.4%，较上月提升 1.2pct。





制造业 PMI 小幅回升。6 月制造业 PMI 为 50.9，较 5 月份回升 0.3，其中大企业 PMI 为 52.1，较 5 月份上升 0.5；中型企业 PMI 为 50.2，较 5 月份上升 1.4；小型企业 PMI 为 48.9，较 5 月份回落 1.9。6 月非制造业 PMI 为 54.4，较 5 月份回升 0.8，其中建筑业 PMI 为 59.8，较 5 月份回落 1.0，服务业 PMI 为 53.4，较 5 月份回升 1.1。从结构上看，PMI 供需双侧均呈现共振向上，PMI 生产指数 53.9，PMI 新订单指数 51.4，较上月分别回升 0.7 和 0.5。值得注意的是，PMI 新出口订单指数 42.6，较上月回升 7.3，出口需求虽然整体依然承压，但在边际上有明显的回暖趋势。此外，PMI 价格数据扩张，产品库存数据收缩而原材料库存扩张，表明企业经营主体的微观决策也在趋于扩大再生产。建筑 PMI 指数月小幅回落，或与 6 月东部地区雨水天气有关，而从建筑业活动预期指数看，6 月份为 67.8，较 5 月上升 0.3，待雨水天气结束，建筑业可能仍将保持较高的景气度。

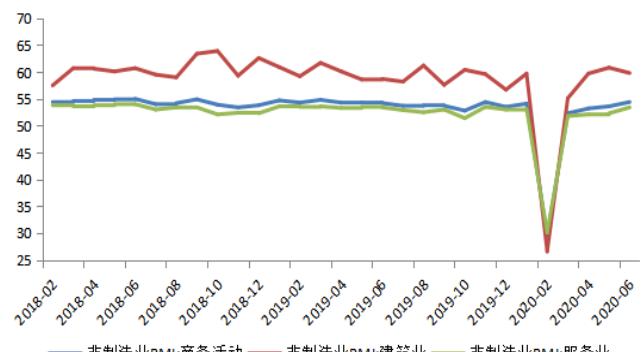
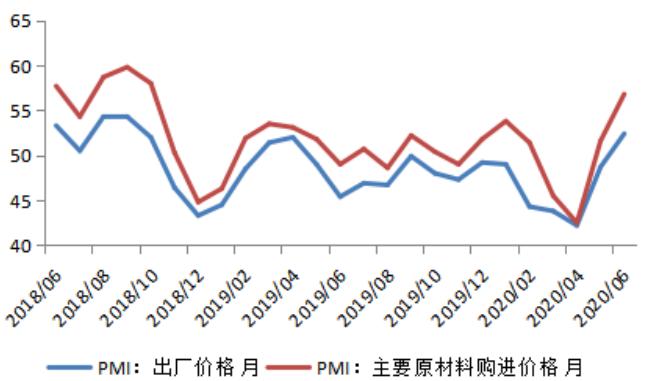
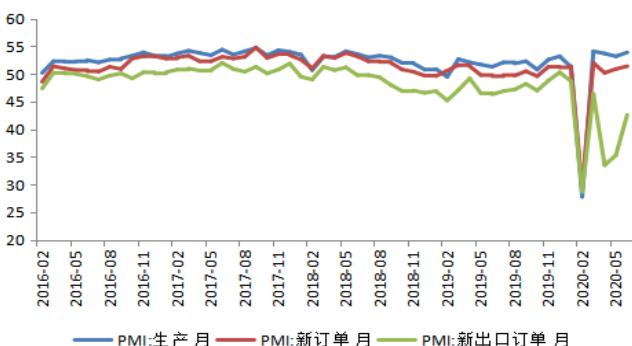
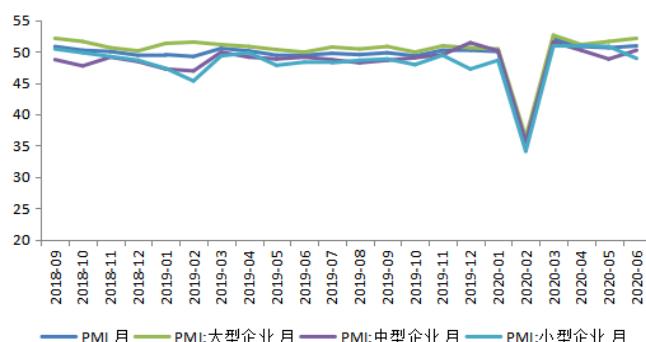
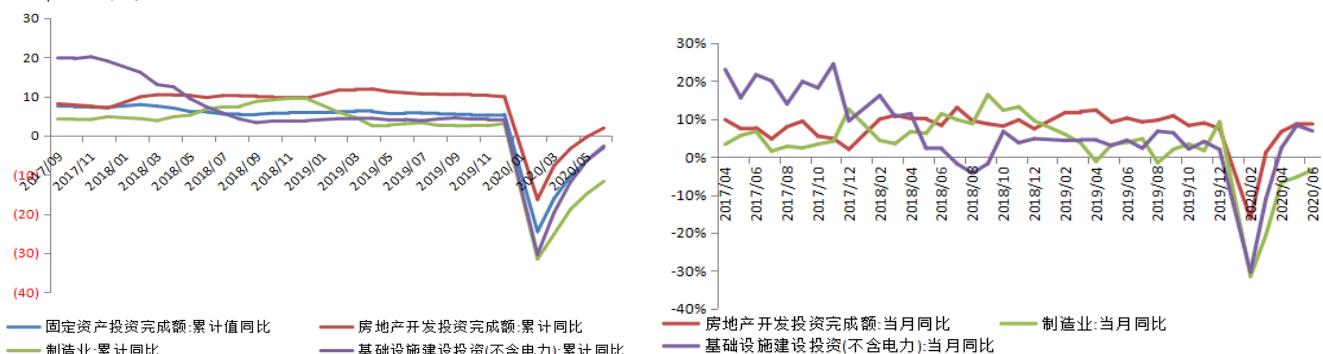
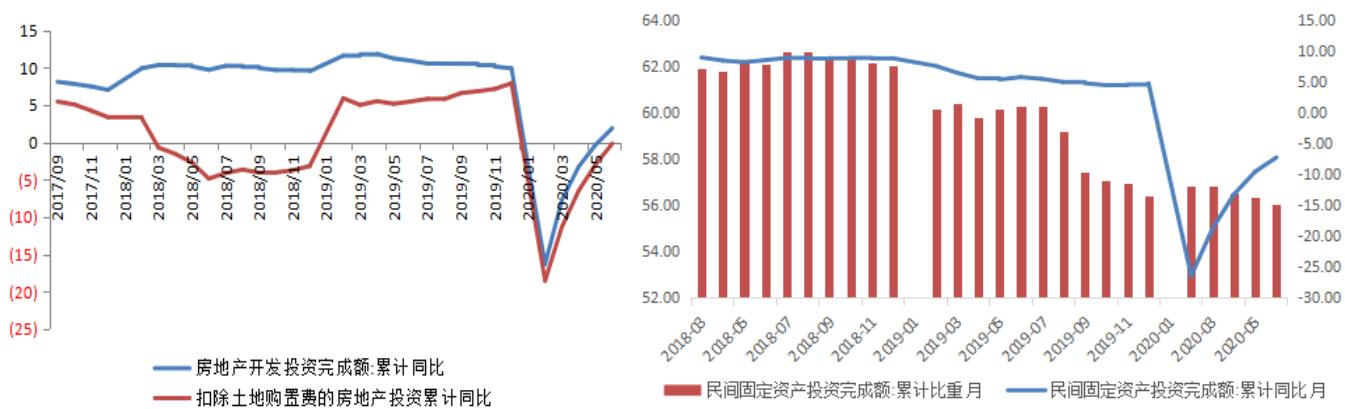


表 2: PMI 及 PMI 分项指标

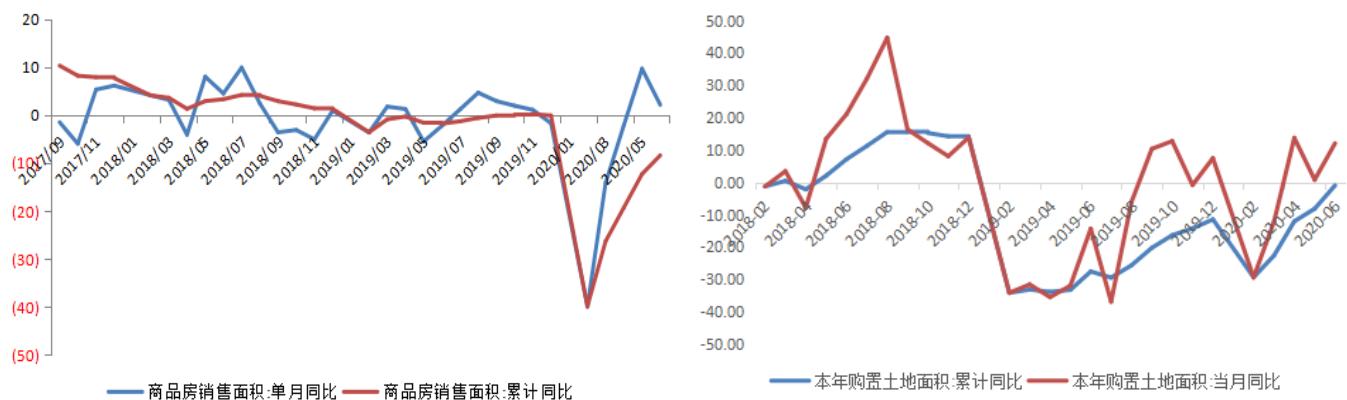
指数类别	具体指数	当月值	上月值	方向变化
综合	PMI	50.90	50.60	扩张
生产端	PMI: 采购量	51.80	50.80	扩张
	PMI: 生产	53.90	53.20	扩张
需求端	PMI: 新订单	51.40	50.90	扩张
	PMI: 新出口订单	42.60	35.30	扩张
库存	PMI: 进口	47.00	45.30	扩张
	PMI: 产成品库存	46.80	47.30	收缩
价格	PMI: 原材料库存	47.60	47.30	扩张
	PMI: 购进价格	56.80	51.60	扩张
就业	PMI: 出厂价	52.40	48.70	扩张
	PMI: 从业人员	49.10	49.40	收缩

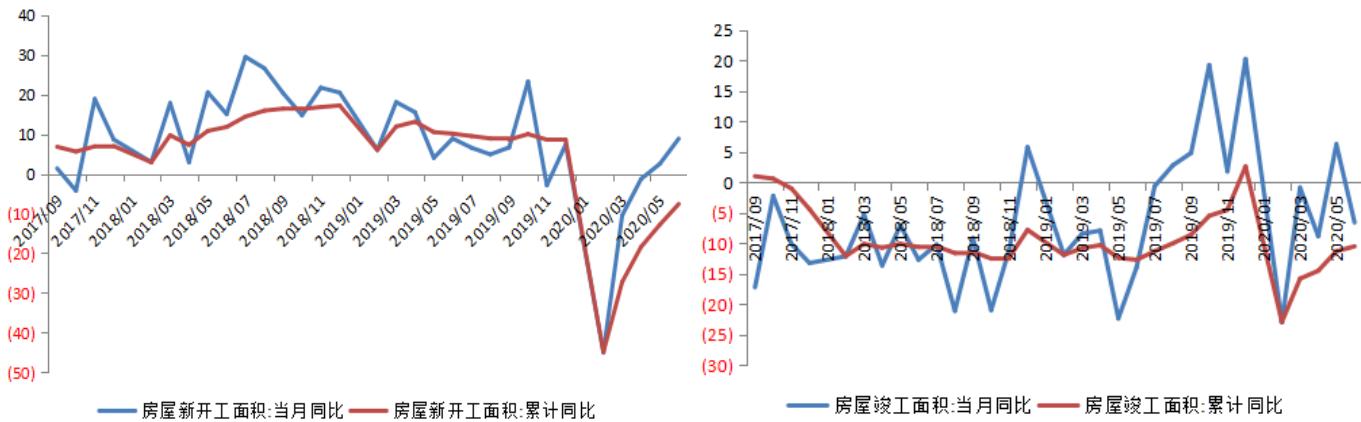
投资降幅继续收窄。1-6 月全国固定资产投资累计增速-3.1%，较 1-5 月降幅收窄 3.2pct。其中，地产投资累计增速 1.9%，较 1-5 月累计增速回升 2.2%；基建投资（不含电力）累计增速-2.7%，较 1-5 月累计降幅收窄 3.6pct；制造业累计增速-11.7%，较 1-5 月累计降幅收窄 3.1pct。1-6 月民间投资增速-7.3%，较 1-5 月份降幅收窄 2.3pct。从单月数据看，基建投资（不含电力）6 月增速 6.8%，较上月回落 1.5pct；房地产投资 6 月增速 8.5%，较上月回落 0.1pct；制造业投资 6 月增速 -3.5%，较上月跌幅收窄 1.9pct。制造业投资仍在缓慢恢复过程当中，而基建和地产 6 月份的投资增速稍有回落，或主要受到 6 月雨水天气较多及长江流域的洪涝灾害的影响，预计后续仍有逐步回升的可能。



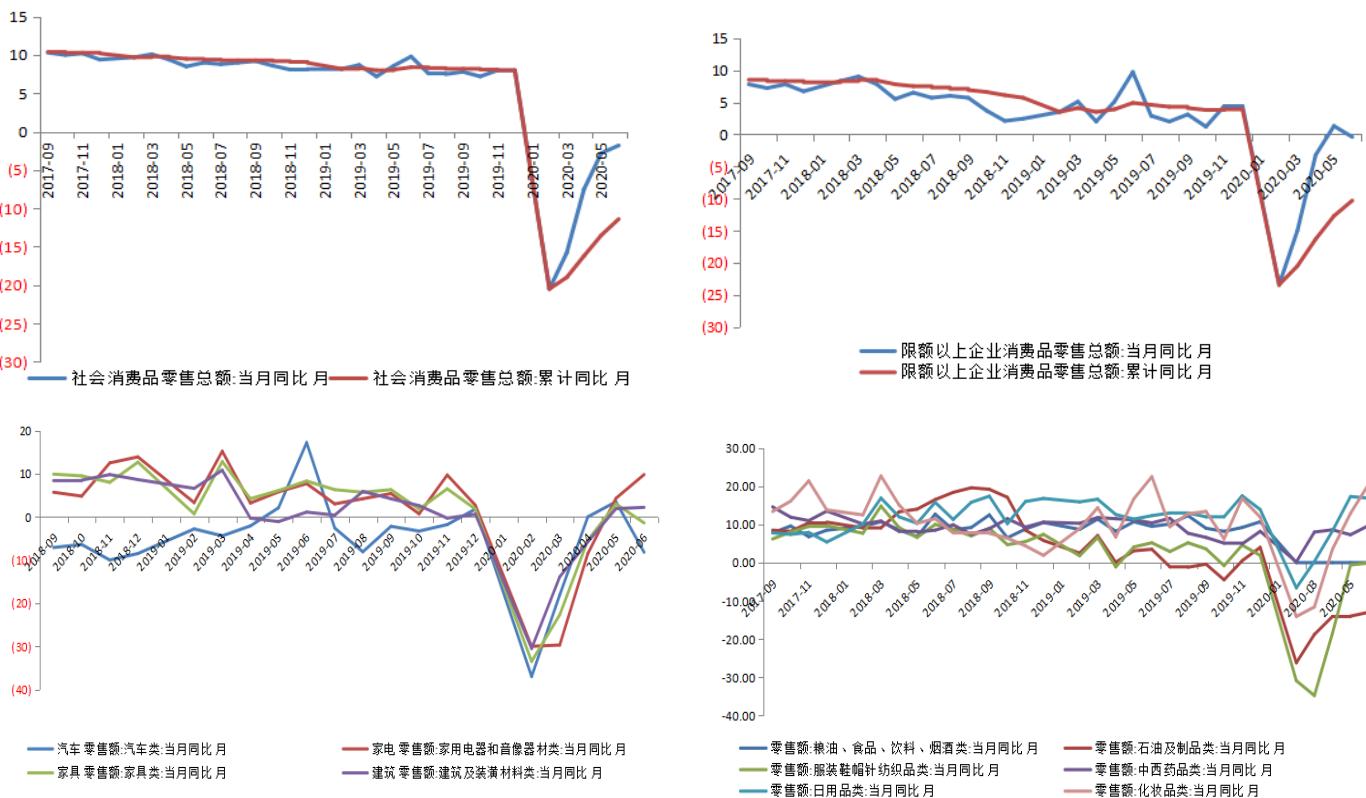


地产新开工回升。1-6月销售面积累计同比增速-8.4%，较1-5月降幅收窄3.9pct，6月单月销售面积增速2.1%，较上月回落7.5pct；销售金额累计同比增速-5.4%，较1-5月降幅收窄5.2pct，6月单月销售金额增速9%，较上月回落5.1pct；1-6月新开工累计同比增速-7.6%，较1-5月降幅收窄5.3pct，单6月新开工面积同比增速8.9%，较上月回升6.3pct；竣工面积累计同比增速-10.5%，较1-5月降幅收窄0.8pct，6月单月竣工面积同比增速-6.6%，较5月回落12.8pct，竣工数据重新转负；1-6月土地购置面积累计同比增速-0.9%，较1-5月降幅收窄7.2pct，6月土地购置面积同比上升12.1%，较5月回升11.3pct；1-6月土地成交价款同比增速5.9%，较1-6月回落1.2pct。1-6月房地产开发资金来源同比增速-1.9%，较1-5月份增速降幅收窄4.2pct，其中定金及预收款1-6月累计跌幅7.0%，较1-5月跌幅收窄6.0pct。从地产数据来看，6月份房地产竣工数据大幅回落，或受到局部地区的雨水天气影响，施工环节受阻。地产销售增速回落则主要源于5月地产销售在疫情之后的集中回补所导致的高基数。而从新开工和土地购置数据看，6月增速均有明显回升，预计下半年地产投资景气度仍将维持相对高位。





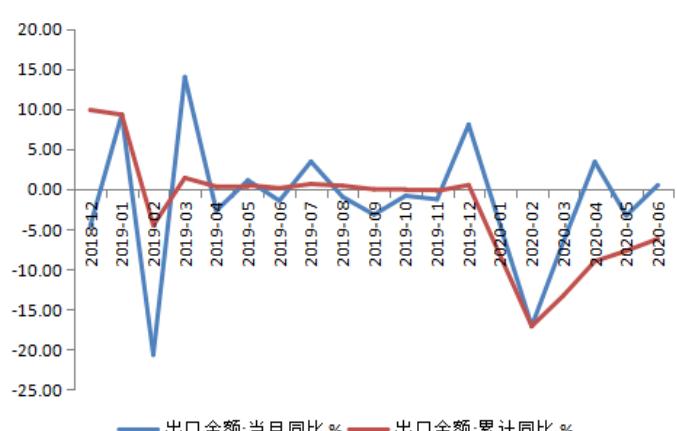
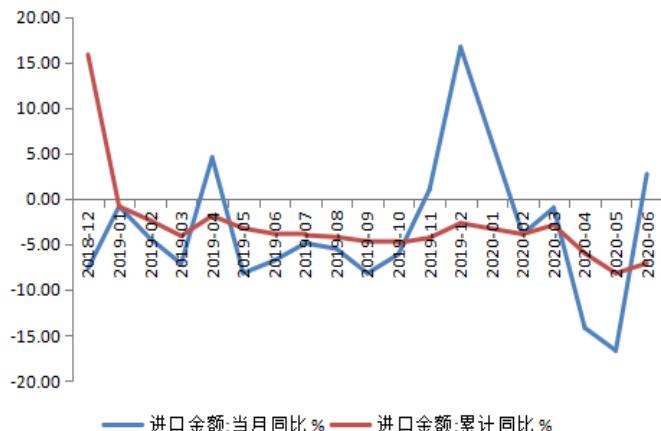
消费增速跌幅继续收窄。1-6月社零总额增速-11.4%，较1-5月降幅收窄2.1pct；单6月社零增速-1.8%，较5月降幅收窄1.0pct。1-6月限额以上社零总额增速-10.3%，较1-5月降幅收窄2.4pct；单6月限额以上社零增速-0.4%，较5月回落1.7pct。除此之外，6月份，网上商品和服务零售总额同比增速19%，较5月份上升3pct。耐用消费品方面，汽车单月消费增速-8.2%，较上月回落11.7pct，主要受到去年同期高基数的影响（国六标准切换，19年同期增速为17.2%）；家电单月消费增速9.8%，较上月回升5.5pct；家具6月增速-1.4%，较上月回落4.4pct；通讯器材6月增速18.8%，较上月回升7.4pct，耐用消费品表现分化。非耐用消费品方面，粮油和食品同比增长10.5%，饮料同比增长19.2%，烟酒消费同比增长13.3%，服装纺织同比下滑0.1%，石油制品消费增速仍大幅下滑13%。



		20-Jun	20-May	结构占比
耐用消费品	汽车	-8.2	3.5	28%
	家用电器	9.8	4.3	6%
	家具类	-1.4	3.0	2%
	建筑装潢	2.2	1.9	2%
	金银珠宝	-6.8	-3.9	2%
	通讯器材	18.8	11.4	3%
非耐用消费品	食品	10.5	11.4	15%
	石油制品	-13.0	-14.0	13%
	服装鞋帽	-0.1	-0.6	10%
	中西药品	9.7	7.3	6%
	日用品类	16.9	17.3	4%
	文化办公	8.1	1.9	2%
	书报杂志	17.0	10.8	2%
	化妆品	20.5	12.9	1%
	体育娱乐	19.8	15.4	1%

进出口回升。6月进口增速2.7%，较5月回升19.4pct，出口增速0.5%，较5月回升3.8pct。进口方面，对美进口增速11.3%，较5月增速回升24.9pct；对欧盟进口增速-7.2%，较5月降幅收窄21.8pct；对日本进口增速8.9%，较5月回升14.3pct。出口方面，对美出口增速1.4%，较5月回升2.6pct；对欧盟出口增速-5.0%，较5月降幅扩大4.3pct；对日本出口增速-10.5%，较5月回落21.7pct，美国、中国台湾、东南亚地区等地区出口增速转正。分产品看，高新技术产品、机电产品出口增速分别为4.9%和1.6%，前者较5月回落2.9pct，后者较5月增速回升3.9pct，服装及衣物出口增速-10.2%，降幅较5月收窄16.7pct。纺织纱线、织物及制品出口增速56.7%，较5月回落20.6pct，其中主要受到口罩等防疫物资出口增速有所回落的影响。进口方面，6月进口数据大幅回暖。分类别看，铜、原油、铁矿石进口数量分别同比+98.9%、+34.4%、+35.3%，进

口金额分别同比 74.2%、-39.5%、24.9%，大宗原材料进口增长迅速，预计下半年国内地产和基建投资需求较为旺盛。此外，大豆 6 月进口数量 71%，较 5 月增速回升 44pct，结合对美进口增速的跳升现象，预计与中美贸易协议的落实有关。



PPI 环比转正。6 月 CPI 同比为 2.5%，较 5 月份增速回升 0.1pct，食品 CPI 同比增长 11.1%，增速较 5 月份回升 0.5pct，其中，猪肉同比上升 81.6%，环比上升 3.6%，鲜果同比下降-29%，环比下降 7.6%，鸡蛋同比下降 13.6%，环比下降 3.7%，蔬菜同比上升 4.2%，环比上升 2.8%；6 月非食品 CPI 同比增速 0.3%，较 5 月回落 0.1pct，受油价处于低位影响，交通和通信同比和环比增速继续回落，教育文化和娱乐、医疗保健、其他用品和服务同比增速上行，衣着、居住同比增速回落。6 月 PPI 同比为-3.0%，较 5 月份降幅收窄 0.7pct，其中生产资料同比增速-4.2%，较 5 月份增速回升 0.9pct，生活资料同比增速 0.6%，较 5 月份增速回升 0.1pct。PPI 数据如预期环比转正，受原油、铜矿、铁矿石等价格上行的影响，石油和天然气开采、石油和煤炭加工、化学原料和化学制品、黑色冶炼和加工、有色冶炼和加工等行业 PPI 数据环比均有不同程度的上涨，并且结合最新的大宗原材料价格数据来看，本轮 PPI 下行周期的同比底部基本确认。而 CPI 数据尽管短期出现回升，但考虑到猪价的基数效应，预计仍无趋势性回升基础，通胀较为温和。

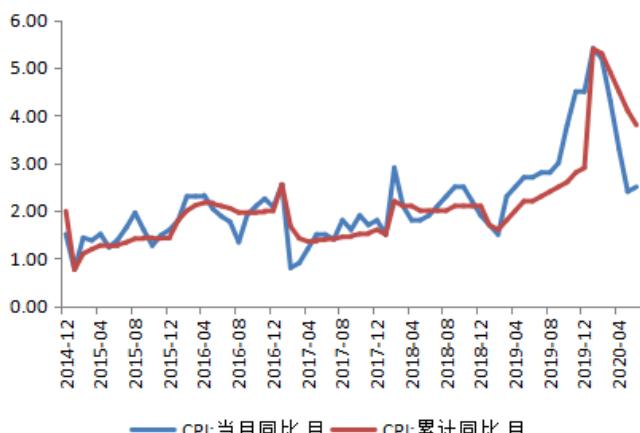
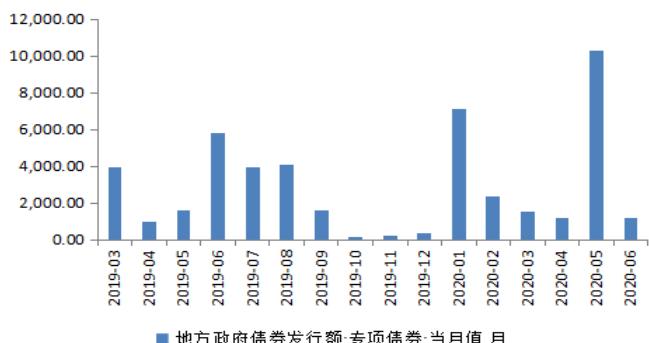
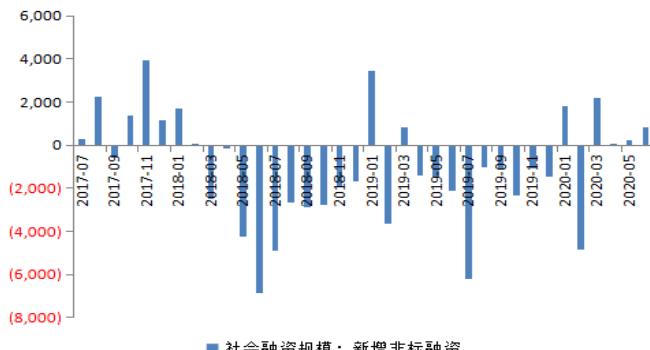
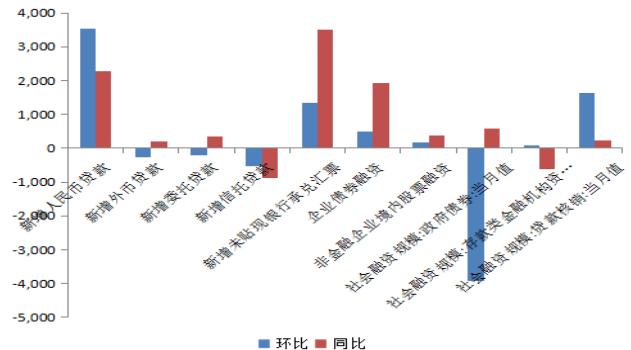
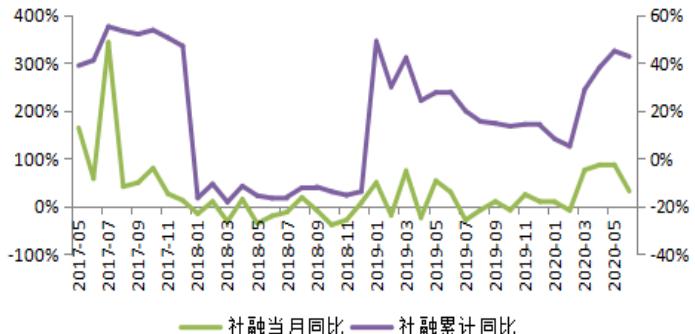


表 3：总体宏观数据及预测值

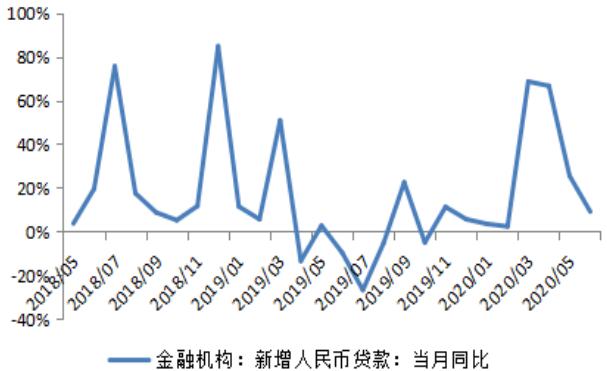
		202007F	Jun-20	May-20
生产	工业增加值	5. 5%	4. 8%	4. 4%
	PMI		50. 9%	50. 6%
	发电量		6. 5%	4. 3%
需求	社会消费品零售	2. 5%	-1. 8%	-2. 8%
	固定资产投资(累计)	-0. 9%	-3. 1%	-6. 3%
	出口	-4. 9%	0. 5%	-3. 3%
	进口	-5. 8%	2. 7%	-16. 7%
	贸易顺差:亿美元	0	464. 2	629. 3
物价	CPI	2. 3	2. 5	2. 4
	PPI	-2. 2	-3	-3. 7
货币	M1 增速		6. 50	6. 80
	M2 增速	10. 80	11. 10	11. 10
	剪刀差		(4. 60)	(4. 30)
	汇率: 美元/人民币	7. 04	7. 08	7. 13
	社会融资规模: 亿元	0	34342	31866
财政	财政收入增速		3. 2%	-10. 0%
	财政支出增速		-14. 4%	-3. 9%

新增社融持续放量。6 月新增社融 3.43 万亿，同比增长 31%，受益于新增社融的增加，1-6 月累计新增社融同比增长 43%，较 1-5 月份提升 2pct。从结构上看，新增非标融资合计为 854 亿，同比增加 2977 亿，其中新增委托贷款-484 亿，同比增加 343 亿，新增信托贷款-852 亿，同比下降 867 亿，新增银行未贴现承兑汇票 2190 亿，同比增加 3501 亿；新增人民币贷款 1.90 万亿，同比增加 2292 亿，新增政府债券 7450 亿，同比增加 583 亿，新增企业债券 3383 亿，同比增加 1944 亿。从社融数据看，人民币贷款依然维持相对较高的增速，非标融资保持扩张，企业债券持续放量，尽管社融增速边际回落，但整体货币政策依然维持相对宽松的格局。同时，政府债券 6 月发行趋缓，但根据财政预算，上半年政府债券发行 3.79 万亿，下半年仍有 4.7 万亿的发行额度，

下半年的发行速度仍将进一歩加速，政策重点或将从上半年的货币政策切换至下半年的财政政策为主。



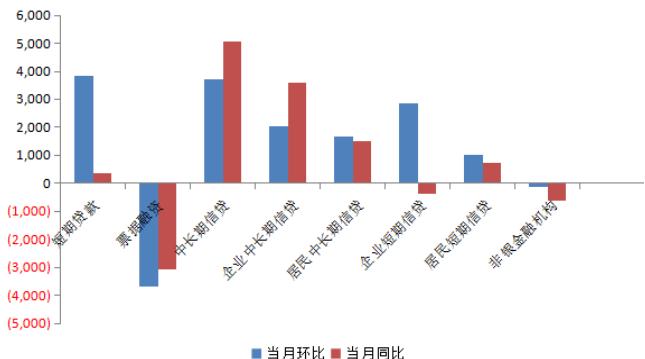
新增信贷高于预期。6月新增人民币信贷1.81万亿，同比增长1500亿。从结构上看，票据融资-2104亿，同比减少3065亿，居民短贷3400亿，同比增加733亿，居民长贷6349亿，同比增加1491亿，企业短贷4051亿，同比减少357亿，企业长贷7348亿，同比增加3595亿，非银金融机构贷款-790亿，同比减少629亿。信贷数据从总量和结构上看依然表现良好，尤其是企业中长期贷款数据表现依然优秀，随着政策发力，企业正常的经营活动延续复苏趋势。此外，6月18日易纲行长在陆家嘴论坛指出，“展望下半年，货币政策还将保持流动性合理充裕，预计将带动全年人民币贷款新增近20万亿元，社会融资规模的增量将超过30万亿元”，19年我国全年的新增人民币贷款为16.2万亿，按照2020年20万亿的指引计算，上半年新增12万亿，同比增2.4万亿，下半年预计新增人民币贷款8万亿，同比增约0.8万亿，表内信贷增速预计趋于收敛。



金融机构：新增人民币贷款：当月同比



金融机构:各项贷款余额:同比

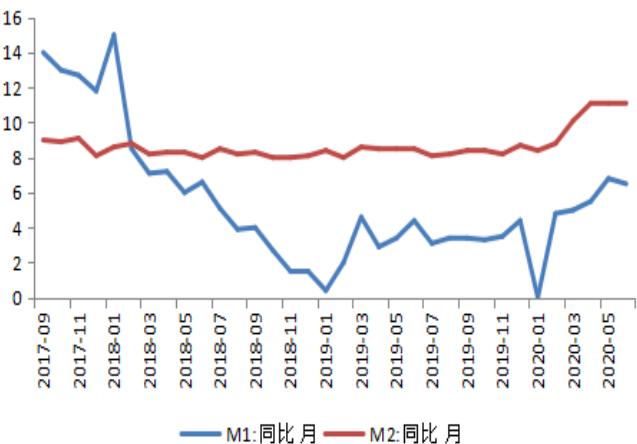


■当月环比 ■当月同比

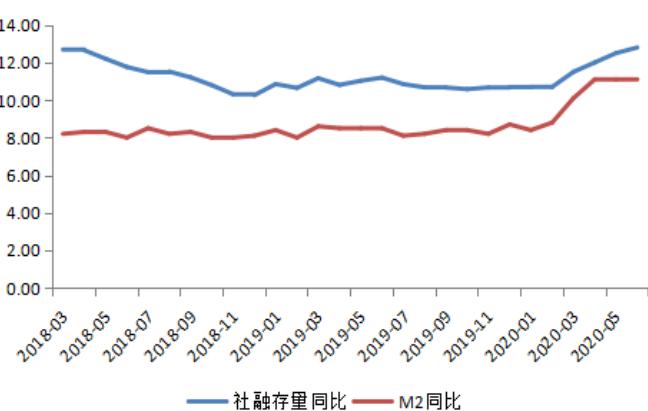


金融机构：新增居民户中长期贷款：当月同比
金融机构:新增人民币贷款:非金融性公司:中长期:当月同比

M1 短期回落。6 月 M1 同比增速 6.5%，较 5 月份增速回落 0.3pct，主要受到去年同期的高基数影响，其中流通中货币同比增速 9.5%，增速与 5 月持平，单位活期存款同比增速 6.0%，较 5 月份回落 0.3pct；6 月份 M2 增速 11.1%，与 5 月份增速持平，其中单位定期存款同比增速 10.2%，较 5 月份下降 0.7cpt，个人存款同比增速 14.3%，较 5 月份回升 1.1pct，其他存款同比增速 13.5%，较 5 月份回落 1.3pct。当前 M2 与 M1 的差值趋于收敛（M1 短期回落受到高基数影响），社融存量增速与 M2 的差值仍在扩大，表明资金逐渐流向实体经济领域，微观主体的盈利能力延续修复的趋势。



M1:同比月 M2:同比月



社融存增量同比 M2同比

财政缺口有所收敛。6月份财政收入同比增速3.2%，较5月增速回升13.2pct，其中中央财政收入增速1.9%，较5月份回升16.3pct；地方财政收入增速4.3%，较5月份回升9.9pct。从分项看，税收收入增速8.9%，非税收入同比-16.8%，税收收入当中，企业所得税6月增速22.4%，较上月回升33.8pct，增速大幅回暖，主要受到汇算清缴的一次性影响；增值税6月增速-2.7%，相对偏弱，个人所得税、消费税、房产税等税种增速转正，出口退税、车辆购置税、资源税等税种增速转负，整体看财政收入表现逐渐回暖。财政支出方面，6月财政支出同比-14.4%，较5月回落10.5pct，其中中央财政支出同比增速-8.1%，较5月份降幅收窄1pct；地方财政支出同比增速-15.2%，较5月份降幅扩大12.4pct。从支出的项目看，社会保障和就业支出同比-13.2%，教育支出同比增速-16.4%，科学技术支出同比增速-11.0%，农林水事务支出同比增长28.3%，交通运输支出同比增速6.1%。财政支出从疫情期间的稳民生稳就业逐渐转向稳投资支出。6月政府性基金收入增速11.4%，增速较5月份回落1.9pct，其中国有土地使用权出让收入同比增速21.1%，较5月回落0.4pct；政府性基金支出增速43.7%，增速较5月份回升31.7pct，主要受到5月政府债券大规模发行的滞后效应所致。财政赤字方面，6月份，一般公共预算和政府性基金合计赤字13144亿元，同比收缩1700亿元。1-6月累计，一般公共预算和政府性基金合计赤字3.4万亿元，同比扩张1.3万亿元，财政缺口有所收敛。上半年一般公共预算收入增速-10.8%，全年预算目标-5.3%，支出增速-5.8%，全年预算目标3.8%；上半年政府性基金收入增速-1.0%，全年预算目标-3.6%，支出增速21.7%，全年预算目标38%。预计下半年广义财政支出口径增速仍将进一步扩张提速。

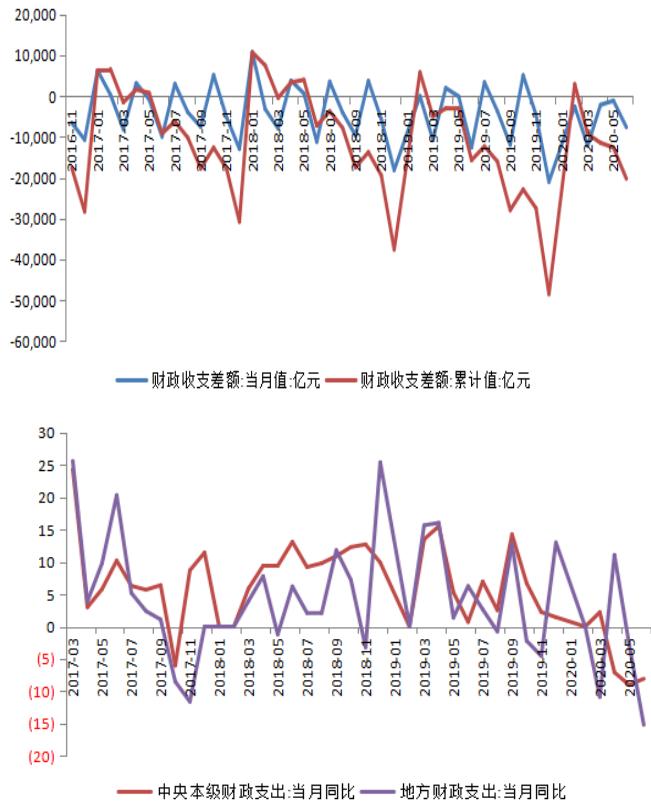
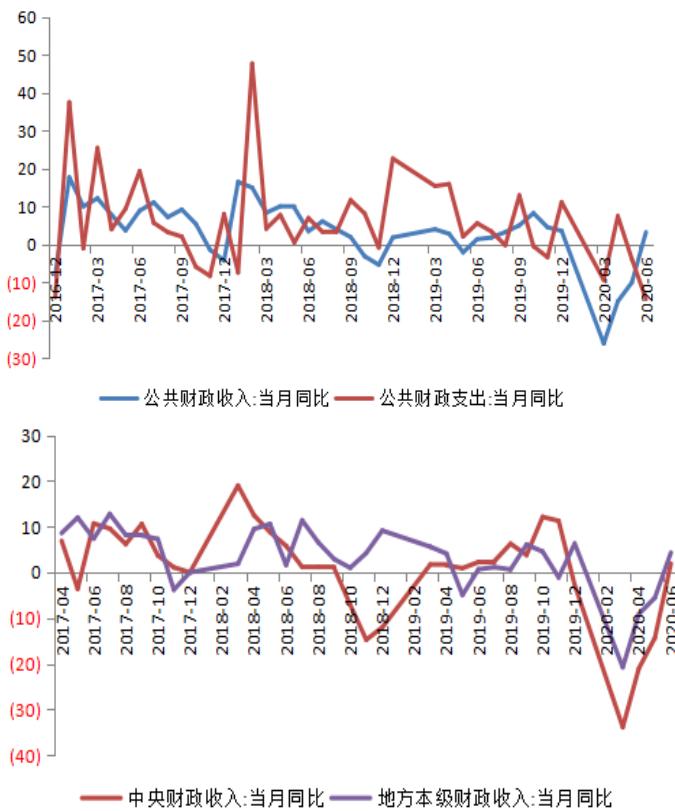
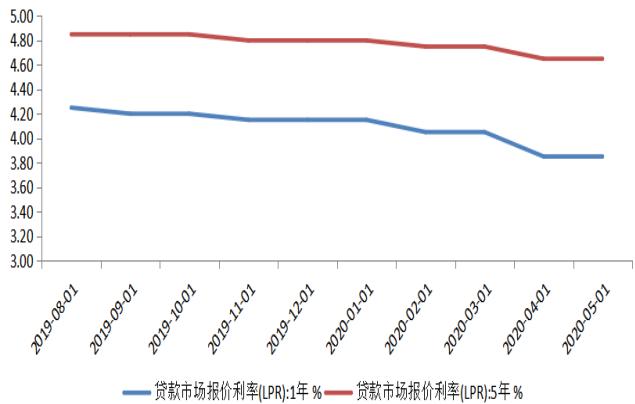
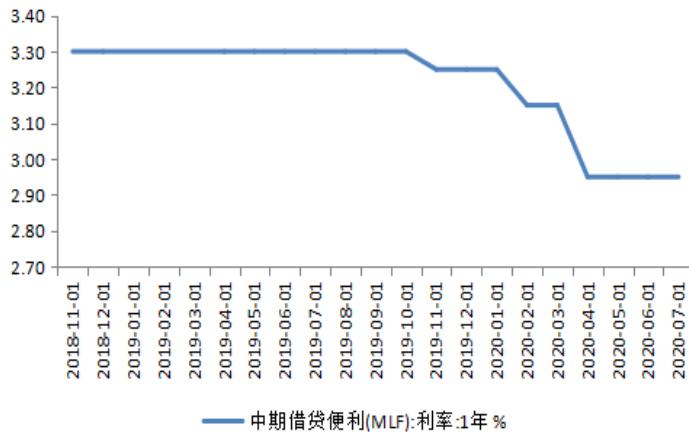


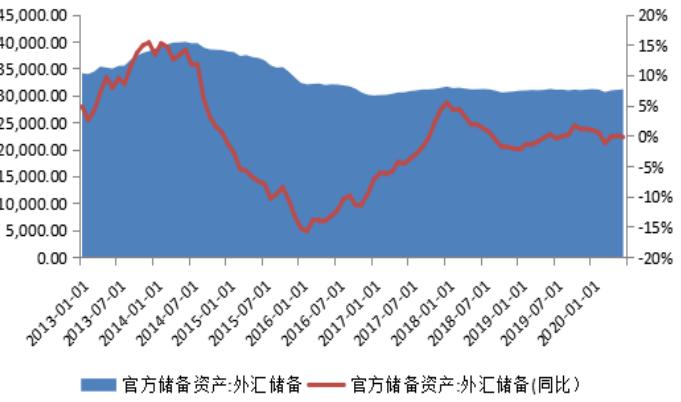
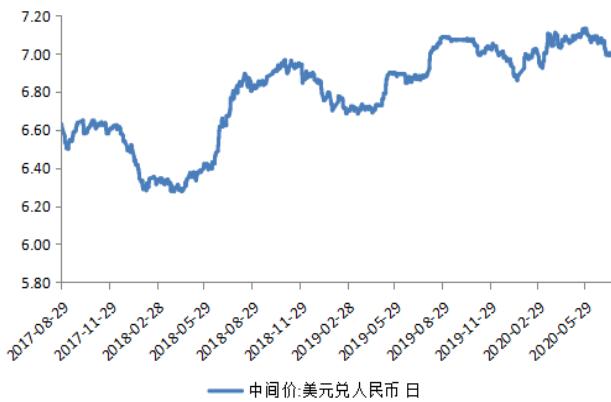
表 3：信贷及财政收支

		Jun-20	May-20	Jun-19	同比
货币	社会融资规模	34342	31866	26243	8099
	社融：新增人民币贷款	19029	15502	16737	2292
	社融：新增委托贷款	-484	-273	-827	343
	社融：新增信托贷款	-852	-337	15	-867
	社融：未贴现银行承兑汇票	2190	836	-1311	3501
	金融机构新增人民币贷款	18100	14800	16600	1500
	金融机构：居民中长期贷款	6349	4662	4858	1491
	金融机构：企业中长期贷款	7348	5305	3753	3595
财政	财政收入	18504	15539	17927	577
	财政支出	26130	16685	30515	-4385
	收支差额	-7626	-1146	-12588	4962

利率持续回升，MLF 按兵不动。截止 7 月 17 日，一年期国债利率 2.1860%，十年期国债利率 2.9510%，一年期 AAA 企业债到期收益率 3.0040%，十年期 AAA 企业债到期收益率 4.1122%。截止至 7 月 16 日，民营企业信用利差数据（中位数 320.6BP，较上月上升 19 个 BP，信用利差小幅回升。7 月 15 日，央行宣布开展 1 年期中期借贷便利（MLF）操作 4000 亿元（到期 4000 亿元），中标利率为 2.95%，已连续三个月保持不变。当前银行间的流动性已非常充裕，国股行 1 年期同业存单利率仅为 2.77% 左右，同时，6 月份经济数据延续企稳趋势，此时央行进一步下调 MLF 利率必要性不足。7 月 20 日，央行公布最新贷款市场报价利率（LPR），1 年期和 5 年期以上 LPR 分别为 3.85%、4.65%，均与上月持平。此外值得注意的是，7 月 13 日-7 月 19 日，央行四次开展 7 天逆回购操作，中标利率 2.20%，与此前持平，旨在维持一个相对宽松的货币环境。

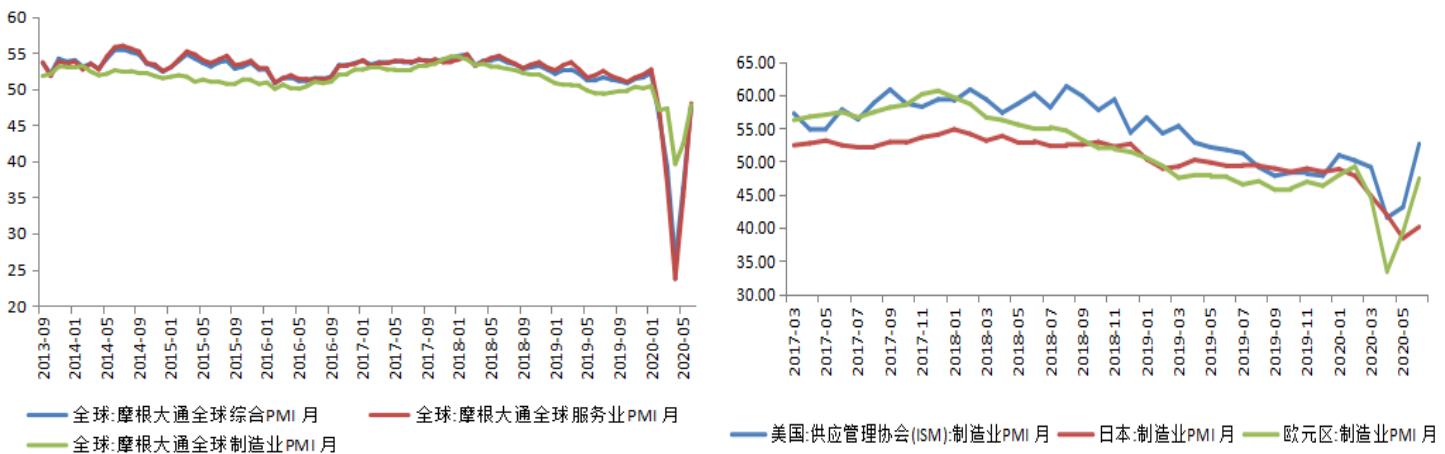


汇率小幅升值。截止 7 月 17 日，美元兑人民币即期汇率为 7.0002，美元兑人民币中间价为 7.0043，汇率波动整体保持稳定，小幅升值。6 月份，外汇储备 3.11 万亿，环比上升 106 亿，外汇占款 21.2 万亿，环比下降 60 亿。



海外需求探底回升。美国 6 月份制造业 PMI 为 52.6，较 5 月份回升 9.5，CPI 为 0.6%，较 5 月份回升 0.5pct，核心 CPI 为 1.2%，与 5 月份持平。欧元区 6 月份制造业 PMI 为 47.4，较 5 月份回升 8.0，CPI 为 0.3%，较 5 月份回升 0.2pct，核心 CPI 为 0.8%，较 5 月份回落 0.1pct。日本

6月份制造业PMI为40.1，较5月份回升1.7。随着欧美国家经济的逐步解封，PMI数据均出现明显回暖。从新增失业人数来看，6月份美国新增失业登记人数324万人，较5月回落114万人，从非农群体来看，6月美国非农就业增加480万人，较5月上升229万人。



指数方面，6月上证综指上涨4.64%，深证综指上涨10.58%，创业板指上涨16.85%，沪深300上涨7.68%，上证50上涨4.82%。行业方面，涨幅前三的行业分别为休闲服务（申万）、电子（申万）、医药生物（申万），涨幅分别为25.36%、19.16%、16.88%，跌幅前三的行业为建筑装饰（申万）、银行（申万）、建筑材料（申万），跌幅分别为-0.83%、-0.89%、-1.12%。7月份以来（截止至7月17日），上证综指上涨7.69%，深证综指上涨9.28%，创业板指上涨9.20%，沪深300上涨9.14%，上证50上涨8.29%。行业方面，涨幅前三的行业分别为休闲服务（申万）、国防军工（申万）、非银金融（申万），涨幅分别为21.39%、19.12%、15.21%，本月至今无下跌板块。

表5：主要指数及领涨领跌板块

6月市场行情		涨幅前三行业		涨幅后三行业	
上证指数	4.64%	休闲服务(申万)	25.36%	建筑装饰(申万)	-0.83%
深证综指	10.58%	电子(申万)	19.16%	银行(申万)	-0.89%
创业板指	16.85%	医药生物(申万)	16.88%	建筑材料(申万)	-1.12%
7月（截止7月17日）		领涨行业		领跌行业	
上证指数	7.69%	休闲服务(申万)	21.39%	银行(申万)	4.11%
深证综指	9.28%	国防军工(申万)	19.12%	纺织服装(申万)	4.04%
创业板指	9.20%	非银金融(申万)	15.21%	通信(申万)	3.34%

二、对当期经济数据和市场数据点评

6月份，经济延续5月份复苏态势。从国内数据看，生产端，工业增加值数据恢复至5%左右，接近疫情前的常态水平；需求端，投资、消费数据跌幅持续收窄，其中基建投资增速受到天气灾害的影响，回升速度有所减缓，地产投资维持高位，制造业投资则仍处于缓慢爬升当中。消费端，耐用消费品景气度有所分化，汽车消费受到去年同期高基数的影响，增速转负，而家电、建筑装潢等行业消费增速环比仍有提升。非耐用消费品则表现相对平稳，线上商品消费仍保持较快增长，单月增速较上月进一步提升，线下消费相对承压。出口数据小幅提升，外需环境逐渐改善，防疫物资出口贡献有所回落。从社融数据看，单月增速虽然有所回落，但整体的货币流动性依然保持相对宽松格局，从当前的政策方向来看，下半年货币政策或将边际趋于收敛但财政政策仍有进一步发力的可能，并且考虑到长江流域洪水灾害的愈演愈烈，灾后重建预期升温，下半年内需景气度预计仍将维持高位。从海外看，欧美发达国家在经历疫情“解封”，经济重启之后，PMI数据迅速回暖，美国非农就业、新增失业登记人数逐渐好转。尽管当前全球疫情仍在发酵，全球新增确诊人数屡创新高，美国地区疫情也出现二次爆发，单日新增确诊患者攀至7万人以上，但从经济层面看，全球触底迹象明显，疫情的常态化防控叠加宽松的货币政策，预计全球经济将是一个缓慢上升的过程，在疫苗研制成功之前，疫情对于全球经济的压制作用仍将持续存在。政策方面，美联储近一个月来资产负债表规模从7.2万亿美元收缩至6.97万亿美元，其中，正回购、贷款和央行流动性互换三项收缩，但美联储所持有的美债和MBS仍在减速攀升，前三者对应短期金融市场流动性的边际趋紧，后两者对实体经济长期的支持力度依然不减，政策重点同样也从稳金融市场流动性逐渐过渡至稳企业经营的角度。

市场方面，6月份欧美经济触底回升迹象明显，市场表现延续4月份以来的反弹趋势，道琼斯工业指数月涨幅1.7%，纳斯达克指数月涨幅6.00%，再创历史新高。国内方面，随着经济的进一步回暖，政策重点转向财政发力，流动性边际趋于收敛，上证指数大幅上涨，并且随着经济修复预期的升温，市场结构出现明显变化，前期行业估值分化现象出现逆转，权益市场出现新的结构性特征，尤其是进入7月以后，市场开始正式进入经济改善带来企业盈利改善的逻辑，金融、周期等行业领涨，受益于经济修复逻辑行业的市场关注度提升，而金融周期上涨也带来了更多高风险偏好的增量资金，市场波动逐渐加大。

三、对未来宏观经济和证券市场的展望

(一) 内外需共振向上，基建和可选消费趋势上行

6月份国内经济数据继续回升，生产端工业增加值已修复至接近疫情前的常态化水平，地产和基建投资持续保持高景气度，尤其是基建投资已超越疫情前的正常水平，制造业投资虽然仍处于负增长区间，但考虑到其滞后效应，预计后续也将逐渐回升转正，本次疫情对国内生产和投资领域的影响已基本消除。消费端，除了汽车行业受到高基数影响增速转负，家电、装潢、通讯器材等行业增速仍在上行，随着后续跨省组团旅游放开、电影院行业的逐渐解封，预计后续可选消费的修复依然存在上升空间。并且随着疫情脉冲效应的逐渐减弱，国内外政策重点均从“救急”转向“增长”逻辑。

下半年整体宏观经济将迎来内外需的共振向上，其中外需层面受疫情的影响，将长期处于低斜率的回升态势，内需方面依然是下半年政策重点，尤其是基建产业链和可选消费行业，将是下半年的重要增长点。

(二) 货币政策趋于收敛，财政下半年加速发力

上个月我们指出货币政策边际收紧，财政扩张预期升温的观点，本月受到长江流域雨水天气较多，局部地区出现洪水灾害的影响，财政扩张速度短期放缓，但从全年的财政预算看，一般公共预算支出增速 3.8%（上半年为 -5.8%），政府性基金支出增速 38%（上半年为 21.7%），预计下半年财政支出力度将加速扩张。根据财政部计划，1 万亿特别国债将于 7 月底前发行完毕（6 月共发行特别国债 2900 亿元），1-6 月国家发改委基建项目累计申报金额 22.8 万亿元，同比增长 97.5%，资金端的补充和项目的落地将对下半年基建投资形成强有力的支撑。同时，随着洪水灾害消退，灾后重建和赶工或对财政政策的发力提出更高的诉求。而货币方面，易纲行长作出全年新增人民币贷款近 20 万亿元的指引目标，对应下半年预计新增人民币贷款 8 万亿，同比增约 10%（上半年增速为 25%），下半年货币供给端的宽松幅度趋于收敛，而随着需求端实体经济的复苏，资金利率预计仍将缓慢上行，并且随着 PPI 的拐点出现，企业盈利改善逻辑将在下半年得到进一步强化。

(三) 特朗普支持率大幅下滑，中美关系或面临更为严峻的考验

4月以来，随着新冠疫情在美爆发，目前已造成接近 400 万人确诊，14 万人死亡，叠加近期美国种族矛盾的加剧，特朗普支持率出现大幅下滑，从 4 月份的 47.4% 下滑至 41.5%。从历史数据看，美国 1945 年以来共 12 位总统，仅卡特、老布什支持率在大选年出现民调数据的大幅下滑，并双双连任失败，因此特朗普的连任存在较大的不确定性。

特朗普当选期间，奉行美国优先的“孤立”主义，对华强硬同时也打击盟友，但其对“经济”层面的关注程度也较高，而若拜登当选，可能会一定程度上回归奥巴马的亚太平衡政策，重组以美国为首的政治经济同盟，对华政策甚至可能会更加强硬，中美关系或面临更为严峻的考验。

(四) 全球反华情绪高涨，将倒逼中国加快对外开放

7月14日，美国不顾中方的严正交涉，特朗普签署《香港自治法案》，同时全面撤销香港的特殊贸易地位，要求对协助北京实施“香港国安法”的中方官员和实体进行制裁，其中涉及对指定的个人或实体实施财产封锁制裁等措施。此外，加拿大宣布取消对香港的特殊待遇，暂停引渡条约，并更新对香港旅游警告；英国也出台新政，计划为近300万1997年出生的香港人延长英国居住时限，同时宣布决定在5G建设中停止使用华为设备；澳大利亚宣布可能对包括抖音海外版和微信在内的中国社交软件进行“安全调查”。

受到疫情和香港事件的影响，西方国家的反华情绪高涨，美国政坛对中国大肆攻击和抹黑，有意将国内矛盾向外转移至中国，而对中国而言，香港这一内地与海外联通的通道受到损伤，将倒逼内地加快对外开放进程，践行持续扩大对外开放承诺，向世界释放出中国对外开放的积极信号。

(五) 结构性行情延续，未来预计维持震荡和分化

短期来看，国内外经济共振回暖，政策重点转向稳增长领域，市场开始进入经济改善带来企业盈利改善的逻辑，整体主线呈现两条特征：1) 内需领域行业的贝塔属性增强，金融周期行业及部分可选消费品种领跑。2) 外需部分受益于海外需求复苏的行业也出现了明显反弹。并且随着下半年财政政策的进一步发力，投资链和出口链有可能超预期回升，实体经济修复逻辑预计仍将持续一段时间。

中长期看，优质成长股依然是市场关注的重点方向，估值低的股票不能获得长期的成长价值，挑选周期与成长兼顾的标的或将是下一阶段市场所重点关注的方向。

四、未来操作思考

结构性的机会仍然是未来需要重点思考的问题，但是面对下半年，上半年大幅上涨的方向很难在下半年获得超额收益，所以我们必须得站在下半年的角度来思考组合的调整，从连续几个月以来的宏观数据来看，下半年的基建和白酒仍然是我们需要特别关注的方向，或许低估值的周期股都存在机会，但是如何从中分辨出哪些是阿尔法，哪些是贝塔，才是我们最需要潜心研究的。

【免责声明】

本报告仅供上海石锋资产管理有限公司（以下简称“本公司”）内部及特定机构交流研讨使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

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、意见及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、价值及投资收入可升可跌。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、意见及推测不一致的报告。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。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者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任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“石锋资产研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担责任。