

9月月度策略报告

2020-8-24

宏观分析

报告摘要：

- 核心观点：**1) 内需短期回落，基建与可选消费仍将进一步回升。7月份国内经济数据回升斜率放缓，需求端基建、制造业投资和消费数据相对疲软，内需主要依赖房地产投资的高景气度。但随着洪涝灾害的消退，下半年基建和部分可选消费仍将上行；2) 财政政策蓄势待发，内循环将成为政策的基本出发点。7月财政支出重点转向保民生领域，而对基建投资支出边际回落，财政扩张不及预期。但从预算口径看，下半年依然有较大规模的赤字空间。“内循环”作为我国十四五期间经济发展的重要战略方向，将成为未来相关政策的基本出发点；3) 新冠疫苗推出提上日程，全球经济有望共振上行。第一款用于预防新冠感染的疫苗有望在今年年底或明年年初上市。将逐渐消除疫情对于经济的压制作用，尤其是对于部分消费的抑制作用，全球经济或将迎来阶段性的共振上行；4) 中美矛盾进一步激化，我国外贸环境或将变得更为复杂。中美矛盾是我国长期所面临的问题之一，美国大选则是短期加剧了中美问题的升级。从当前的竞选形式看，拜登如若上台，或将使得我国长期所面临的外贸环境变得更为复杂；5) 结构性行情延续，未来预计维持震荡和分化。短期来看，国内经济回升斜率有所放缓，货币政策边际趋紧而财政政策尚未加大发力，市场进入震荡行情，今年以来涨幅较大的高估值品种出现明显回调，领涨行业主要集中在金融周期等低估值领域，同时，随着中报的密集披露，相关绩优股逐渐领跑市场。中长期看，本轮经济复苏的持续性尚无法判断，但内循环将是未来很长一段时间的政策出发点，以内需为主的优质成长股或将持续受到市场的重点关注。
- 数据点评：**从经济数据看，7月经济延续6月份回升态势，但斜率有所放缓。工业增加值数据已修复至疫情前的常态化水平；需求端，基建、制造业投资以及消费数据相对疲软，房地产景气度持续上行。从社融数据看，货币政策已出现边际收敛，预计下半年货币政策的力度将弱于上半年。从海外来看，欧美发达国家经济迅速回升，而CPI数据尚且较低，随着疫苗研发逐渐提上日程，预计全球经济后续将是一个持续上升的过程
- 投资操作：**未来的重点仍然是紧抓结构性机会，随着半年报和三季报的披露，这些连续披露的数据将会为未来一年提供众多的投资机会。未来最需要防范的风险是流动性收缩，但是从现在数据来看，还未出现明显的迹象，但是需要保持对货币政策动向的跟踪。

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

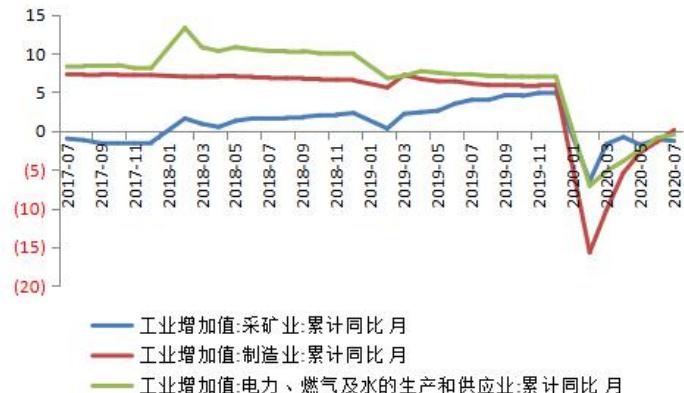
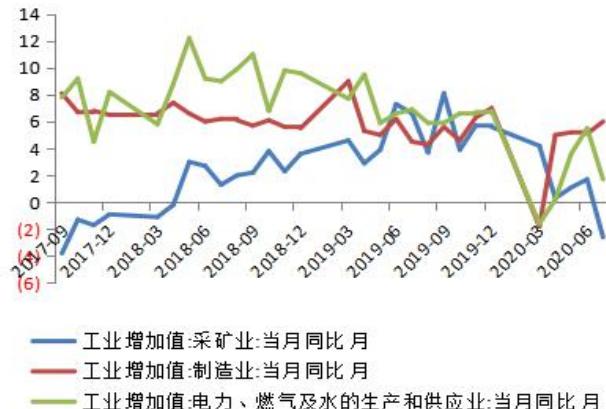
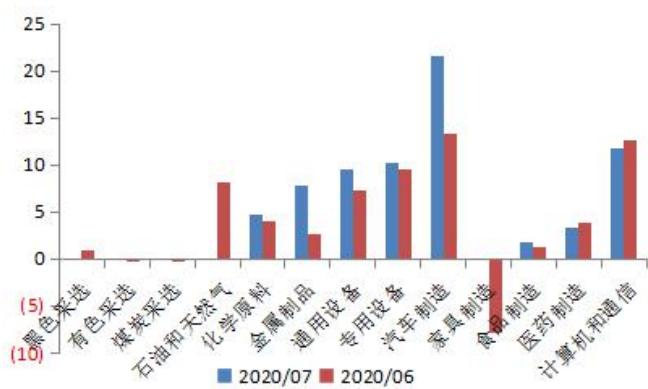
目录

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.....	18
三、对未来宏观经济和证券市场的展望.....	19
四、操作结论.....	21

一、报告期内宏观经济分析

7月份经济回升斜率放缓，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：

工业增加值持平。7月份工业增加值同比上升4.8%，与6月增速持平，1-7月工业增加值累计同比下降0.4%，较1-6月份降幅收窄0.9pct。其中，7月份采矿业工业增加值同比下降2.6%，较6月份下降4.3pct；电力、燃气和水供应增加值同比上升1.7%，较6月份回落3.8pct；制造业工业增加值同比上升6.0%，较6月份上升0.9pct。7月份工业增加值表现与上月持平，但结构上呈现采矿业回落而制造业回升的现象，表明实体经济的复苏继续往下游传导，制造业逐渐成为经济修复的主要推动力。



制造业 PMI 小幅回升。7月制造业PMI为51.1，较6月份回升0.2，其中大企业PMI为52.0，较6月份回落0.1；中型企业PMI为51.2，较6月份上升1.0；小型企业PMI为48.6，较6月份回落0.3。7月非制造业PMI为54.2，较6月份回落0.2，其中建筑业PMI为60.5，较6月份回升0.7，服务业PMI为53.1，较6月份回落0.3。从结构上看，PMI供需双侧依然呈现共振向上，PMI生产指数54.0，PMI新订单指数51.7，较上月分别回升0.1和0.3。PMI新出口订单指数48.4，较上月回升5.8，出口需求连续两个月迅速回暖。此外，PMI库存数据扩张，原材料采购价格扩张，

仅有出厂价格略有回落，整体 PMI 数据表现良好，显示经济修复仍在继续，企业主体经营逐渐趋于扩大再生产。值得注意的是，小型企业的 PMI 数据已连续三个月出现背离走低，一方面可能与服务业的恢复速度较慢有关，另一方面，疫情对小型企业的伤害力更大，而在经济修复的阶段，小型企业的恢复能力又弱于中大型企业，从而表现出两者的背离。

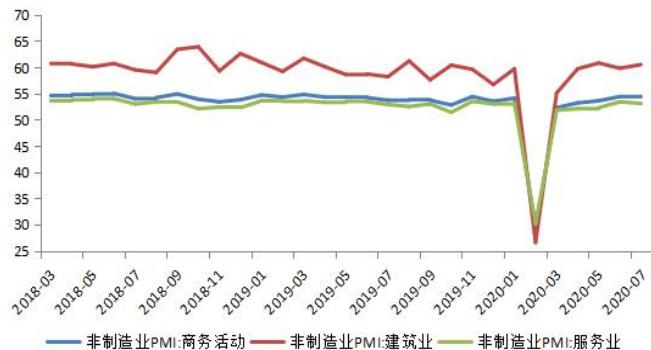
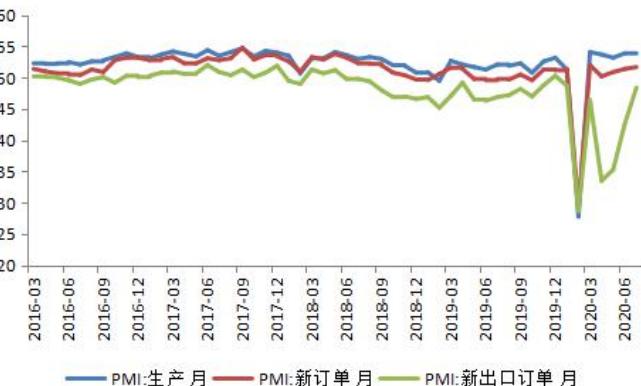
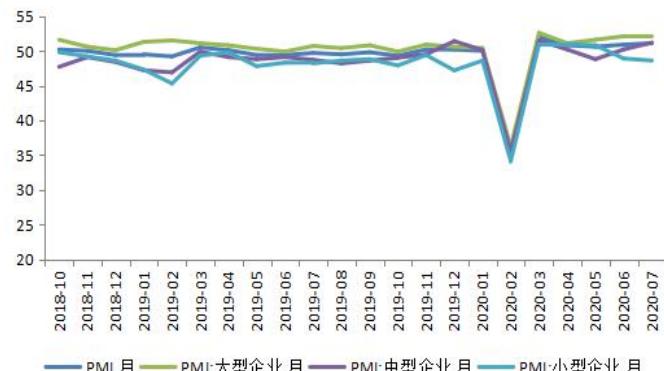


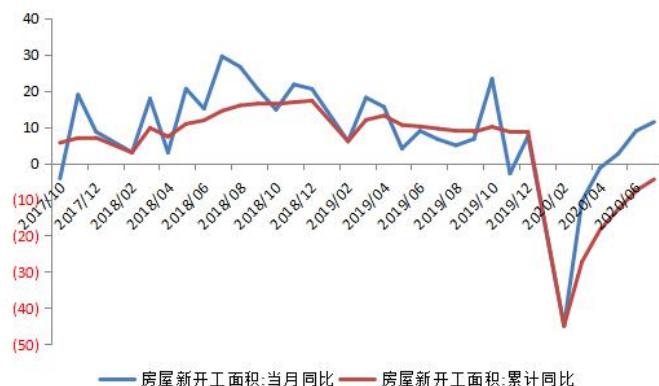
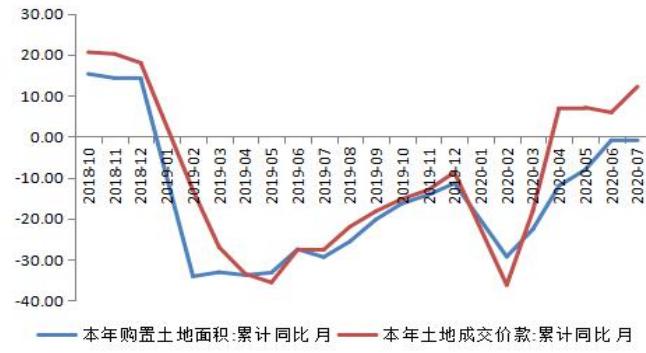
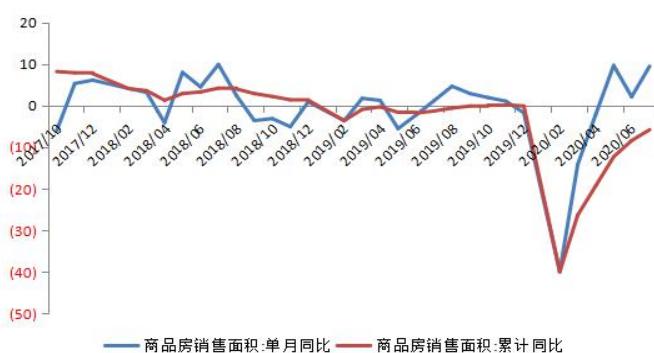
表 2: PMI 及 PMI 分项指标

指数类别	具体指数	当月值	上月值	方向变化
综合	PMI	51.10	50.90	扩张
生产端	PMI: 采购量	52.40	51.80	扩张
	PMI: 生产	54.00	53.90	扩张
需求端	PMI: 新订单	51.70	51.40	扩张
	PMI: 新出口订单	48.40	42.60	扩张
	PMI: 进口	49.10	47.00	扩张
库存	PMI: 产成品库存	47.60	46.80	扩张
	PMI: 原材料库存	47.90	47.60	扩张
价格	PMI: 购进价格	58.10	56.80	扩张
	PMI: 出厂价	52.20	52.40	收缩
就业	PMI: 从业人员	49.30	49.10	扩张

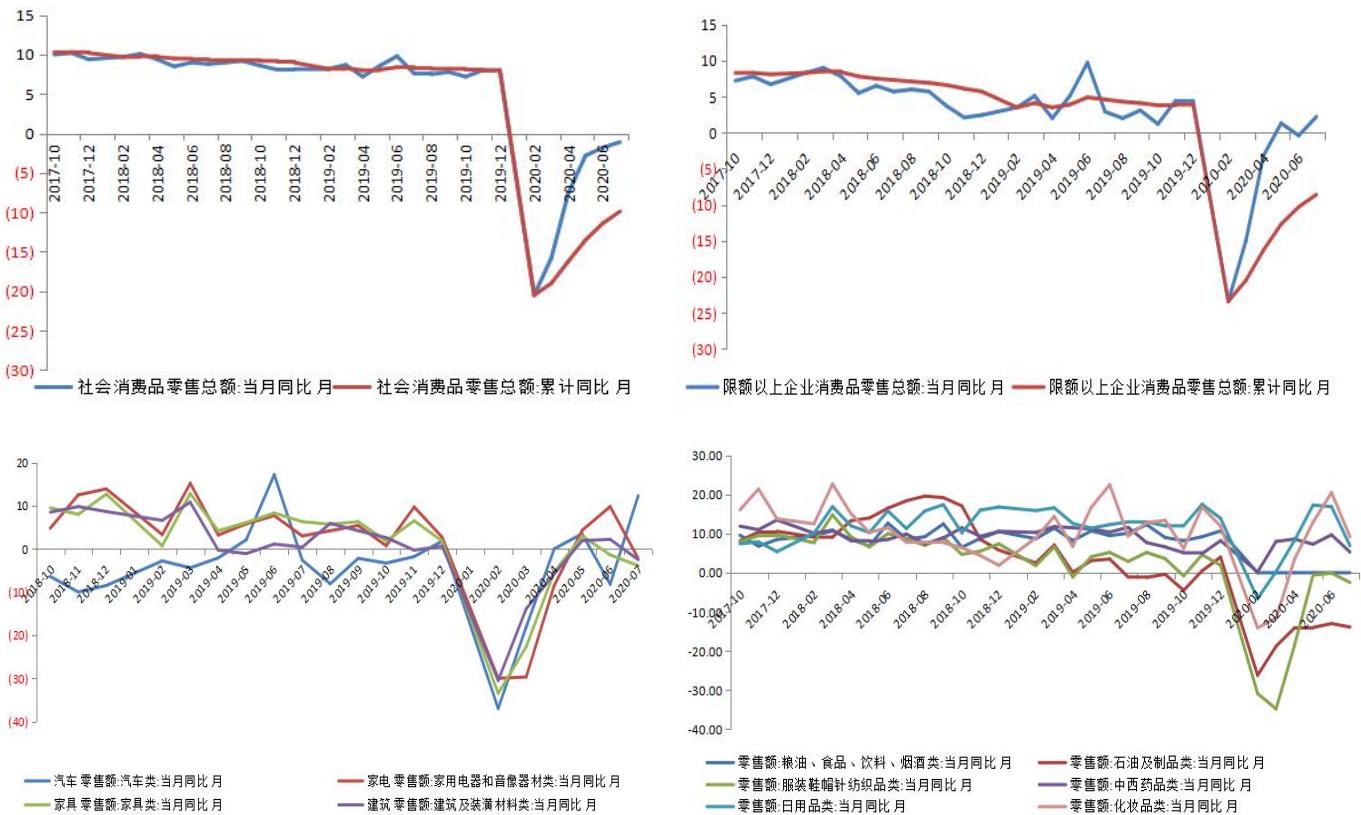
投资累计降幅继续收窄。1-7月全国固定资产投资累计增速-1.6%，较1-6月降幅收窄1.5pct。固定资产投资降幅收窄速度有所放缓。从单月数据看，基建投资7月增速7.7%，较上月回落0.6pct；房地产投资单月增速11.1%，较上月上升2.6pct；制造业投资单月增速-3.1%，较上月跌幅收窄0.4pct，依然处于负增长。7月基建投资增速环比回落，制造业投资依然疲软，而地产投资增速却有进一步上升，已达两位数水平，投资数据较为依赖房地产的支撑。



地产景气再度上升。7月单月销售面积增速9.5%，较上月回升7.3pct；销售金额同比增速16.6%，较上月回升7.6pct；新开工面积同比增速11.3%，较上月回升2.5pct；竣工面积同比增速-14.0%，较6月回落7.4pct，竣工数据大幅回落；土地购置面积同比-1.8%，较6月回落13.9pct；土地成交价款同比+36.8%。资金方面，7月地产资金开发来源同比增速16.2%，较上月上升2.8pct。其中定金及预收款7月增速15.2%，个人按揭贷款7月增速25.3%，与当前地产销售较好形成呼应。从地产数据来看，房地产投资、销售持续上行，新开工和竣工再次背离，侧面印证当前地产投资的高景气度。但从拿地指标看，7月土地购置面积增速回落而成交价格大幅上升，或与土地供给边际收紧相关。此外，7月24日的房地产座谈会再次强调房主不炒以及防控违规资金入市的定论，地产市场下半年景气度预计仍将维持高位，但进一步回升空间或将有限。



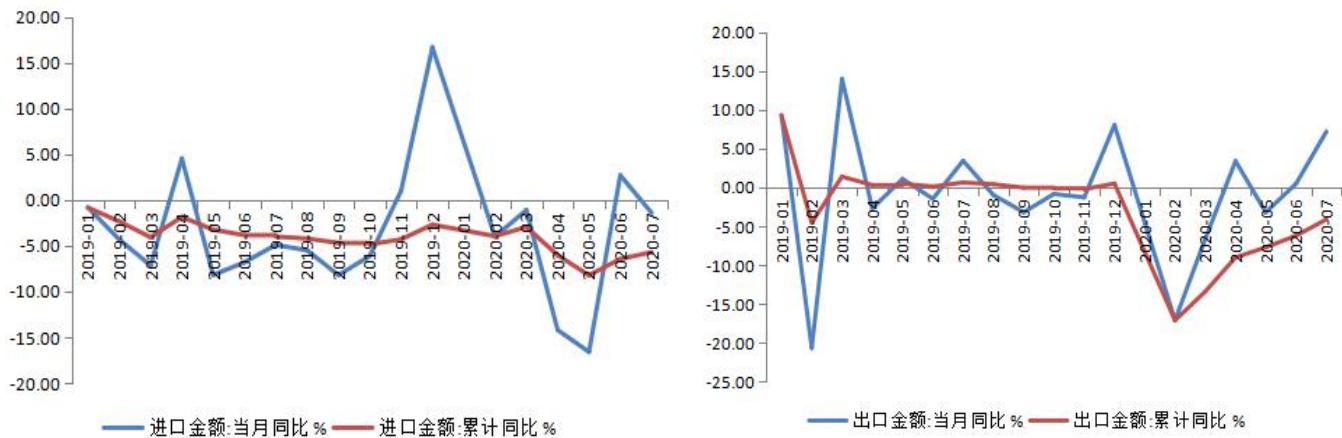
消费增速全面回落。7月社零增速-1.1%，较6月降幅收窄0.7pct。限额以上社零增速2.2%，较6月回升2.6pct。其中网上商品和服务零售总额同比增速19%，与6月持平，依然维持高位，线下消费相对承压。耐用消费品方面，汽车单月消费增速12.3%，较上月回升20.5pct，主要受到去年同期低基数的影响（国六标准切换，7月同期基数较低）；家电单月消费增速-2.2%，较上月回落12.0pct；家具单月增速-3.9%，较上月回落2.5pct；通讯器材单月增速11.3%，较上月回落7.5pct，耐用消费品表现分化，汽车消费一枝独秀。非耐用消费品方面，粮油和食品同比增长6.9%，饮料同比增长10.7%，烟酒消费同比增长5.0%，服装纺织同比下滑2.5%，石油制品消费增速仍大幅下滑13.9%。消费增速较为疲软，一方面受到小企业的拖累（限额以上企业恢复速度较快），另一方面，疫情所导致的餐饮端消费下滑仍未完全恢复，7月餐饮行业收入同比-11%，较6月跌幅收窄4.2pct。



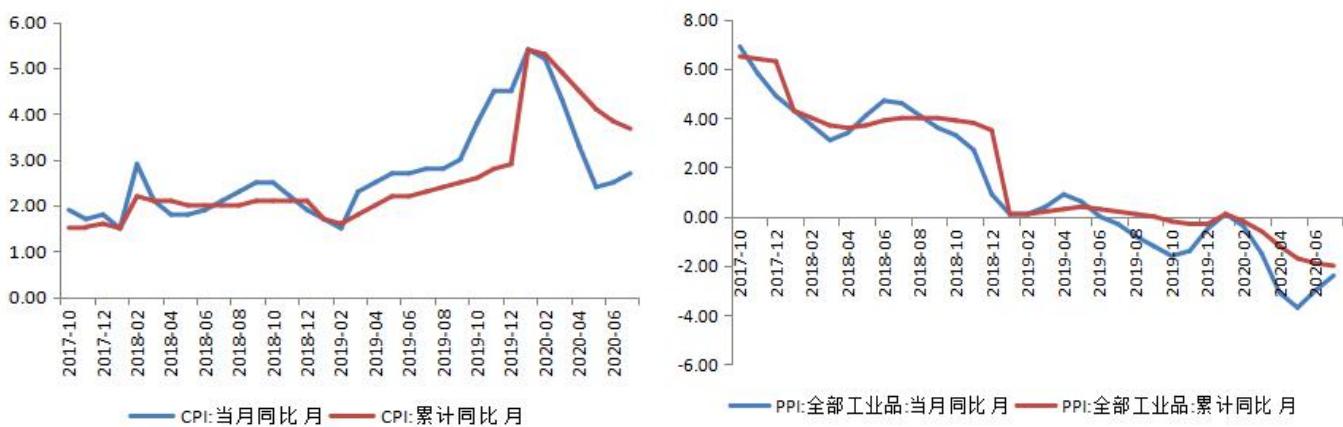
		20-Jul	20-Jun	结构占比
耐用消费品	汽车	12.3	-8.2	28%
	家用电器	-2.2	9.8	6%
	家具类	-3.9	-1.4	2%
	建筑装潢	-2.5	2.2	2%
	金银珠宝	7.5	-6.8	2%
	通讯器材	11.3	18.8	3%
非耐用消费品	食品	6.9	10.5	15%
	石油制品	-13.9	-13.0	13%
	服装鞋帽	-2.5	-0.1	10%
	中西药品	5.3	9.7	6%
	日用品类	6.9	16.9	4%
	文化办公	0.5	8.1	2%
	书报杂志	12.8	17.0	2%
	化妆品	9.2	20.5	1%
	体育娱乐	7.6	19.8	1%

出口结构改善。7月进口增速-1.4%，较6月回落4.1pct，出口增速7.2%，较6月回升6.7pct。进口方面，对美进口增速3.6%，较6月增速回落7.7pct；对欧盟进口增速-9.5%，较6月回落2.3pct；对日本进口增速5.1%，较6月回落3.9pct。出口方面，对美出口增速12.6%，较6月上升11.2pct；对欧盟出口增速-3.4%，较6月降幅收窄1.6pct；对日本出口增速-2.0%，较6月跌幅收窄8.6pct。分产品看，与防疫相关产品的出口增速进一步回落，医疗仪器出口增速78%，较上月回落22pct，纺织纱线出口增速48.4%，较上月回落8.3pct。高新技术和机电产品出口增速回升，前者7月出口增速15.6%，较6月回升10.7pct，后者出口增速10.2%，较6月回升8.6pct。服装及衣物出口增速-8.5%，降幅较6月收窄1.7pct，全球贸易逐渐恢复，出口结构持续改善。进口方面，7月进口数据重新回落。分类别看，铜、原油、铁矿石进口数量分别同比+81.5%、+25.0%、+23.8%，进口金额分别同比+72.0%、-26.8%、+10.6%，大宗原材料进口增长依然迅速，下半年国内地产和

基建投资需求较为旺盛，进口数据的回落主要还是受到价格因素的影响。机电类产品进口同比+5.3%，较上月回落6.1pct，高新技术产品进口同比5.0%，较上月回落9.4pct，国内投资端需求依然相对更为旺盛。



PPI环比继续回升。7月CPI同比为2.7%，较6月份增速回升0.2pct，食品CPI同比增长13.2%，增速较6月份回升2.1pct，其中，猪肉同比上升85.7%，环比上升10.3%，鲜果同比下降-27.7%，环比下降4.4%，鸡蛋同比下降14.5%，环比上升3.1%，蔬菜同比上升7.9%，环比上升6.3%。7月非食品CPI同比增速0.0%，较6月回落0.3pct，受油价回升的影响，交通和通信环比转正，教育文化和娱乐、医疗保健、其他用品和服务同比增速较为稳定，衣着、居住同比增速回落。7月PPI同比为-2.4%，较6月份降幅收窄0.6pct，其中生产资料同比增速-3.5%，较6月份增速回升0.7pct，生活资料同比增速0.7%，较6月份增速回升0.1pct。PPI数据如预期环比继续回升，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数据跌幅均有不同程度收窄，并且最新的大宗原材料价格数据依然维持相对高位，PPI数据仍有进一步改善空间。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。



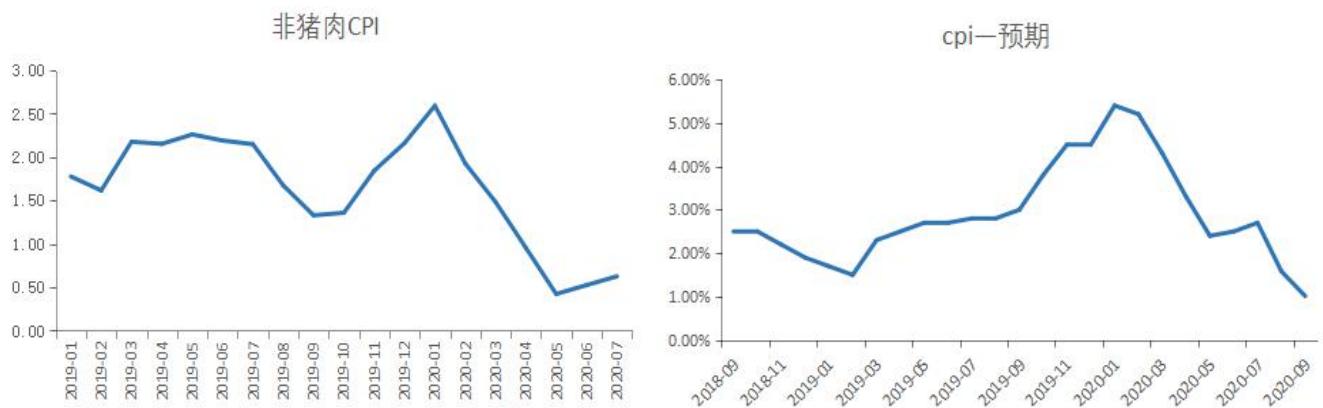
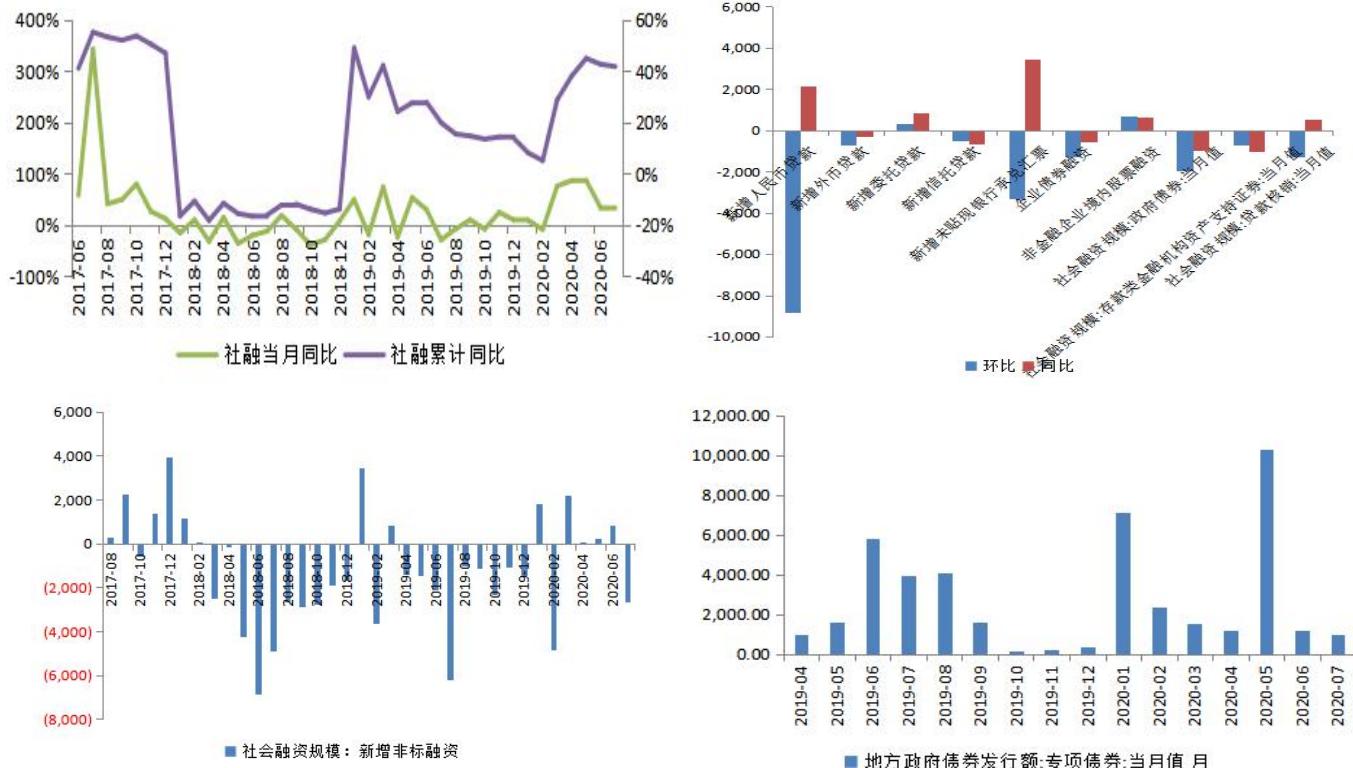


表 3：总体宏观数据及预测值

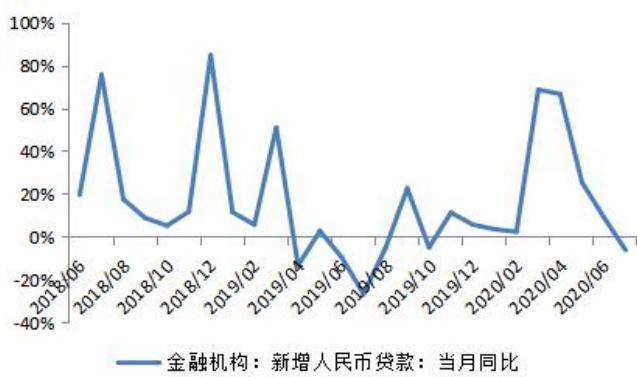
		202008F	Jul-20	Jun-20
生产	工业增加值	6.4%	4.8%	4.8%
	PMI		51.1%	50.9%
	发电量		1.9%	6.5%
需求	社会消费品零售	3.5%	-1.1%	-1.8%
	固定资产投资(累计)	3.2%	-1.6%	-3.1%
	出口	7.0%	7.2%	0.5%
	进口	1.0%	-1.4%	2.7%
	贸易顺差:亿美元	457.6	623.3	464.2
物价	CPI	2.4	2.7	2.5
	PPI	-2	-2.4	-3
货币	M1 增速		6.90	6.50
	M2 增速	12.00	10.70	11.10
	剪刀差		(3.80)	(4.60)
	汇率: 美元/人民币	7.02	6.98	7.08
	社会融资规模: 亿元		16940	34679
财政	财政收入增速		4.3%	3.2%
	财政支出增速		18.5%	-14.4%

新增社融增速放缓。7月新增社融1.69万亿，同比增长32%，1-7月累计新增社融同比增长42%，较1-6月份回落1pct。从结构上看，新增非标融资合计为-2649亿，同比降幅收窄3576亿，其中新增委托贷款-152亿，同比降幅收窄835亿，新增信托贷款-1367亿，同比下降691亿，新增银行未贴现承兑汇票-1130亿，同比降幅收窄3432亿；新增人民币贷款1.02万亿，同比增加2135亿，新增政府债券5459亿，同比减少968亿，新增企业债券2383亿，同比减少561亿。从社融数据看，社融整体增速有所放缓，企业债和政府债同比少增，而信托非标收缩有所加快，此为主要拖累项。企业债和政府债发行减缓一方面受到7月债券市场收益率整体处于较高水平，使得企业债融资量小幅回落，另一方面，特别国债在7月大规模发行导致地方债发行减缓。而非标收缩加快则主要受到资管新规过渡期即将到期的影响，最新政策已将过渡期从2020年底延长至2021年底，预计非标收缩后续压力将有所减弱。参考易纲行长在陆家嘴论坛上的表述，2020年新增社融超30万亿，同比增17%以上，而1-7月的新增社融增速高达42%，预计后续社融增速将进一步放缓，货币宽松逐渐转向财政发力，重点观察政府债券后续的发行节奏。



新增信贷低于预期。7月新增人民币信贷9927亿，同比减少673亿。从结构上看，票据融资-1021亿，同比减少2305亿，居民短贷1510亿，同比增加815亿，居民长贷6067亿，同比增加1650亿，企业短贷-2421亿，同比减少226亿，企业长贷5968亿，同比增加2290亿，非银金融机构贷款-270亿，同比减少2598亿。值得注意的是，社融中表内贷款口径同比多增，而新增信贷同比少增，两者差异主要体现在7月非银贷款出现明显下滑，或与市场利率整体上行，监管趋严有关，而社融信贷不包括非银贷款。由此，可看出7月银行机构对实体经济支持力度实际并

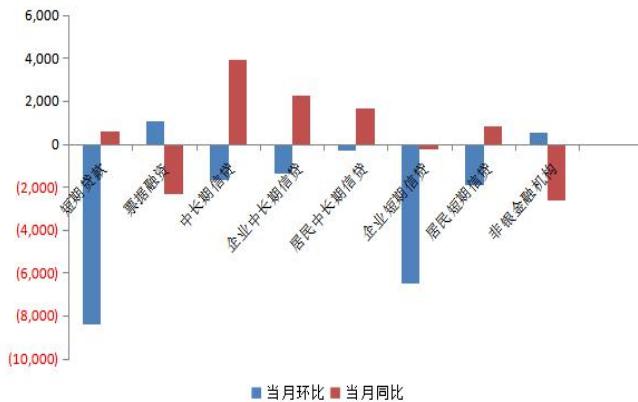
未明显减少。并且从结构上看，信贷构成依然表现良好，企业中长期贷款依然维持高位，并且近期居民中长期贷款持续回升，或与房地产市场销售较旺有关。1-7月新增信贷13万亿，同比增22%，按照易纲行长全年20万亿新增信贷的指引计算，7-12月预计新增信贷7万亿，同比增14%，下半年新增信贷增速整体趋于收敛，但7月的数据有受到非银贷款的扰动，预计后续货币环境仍将以相对宽松为主，以支撑实体经济的进一步恢复。



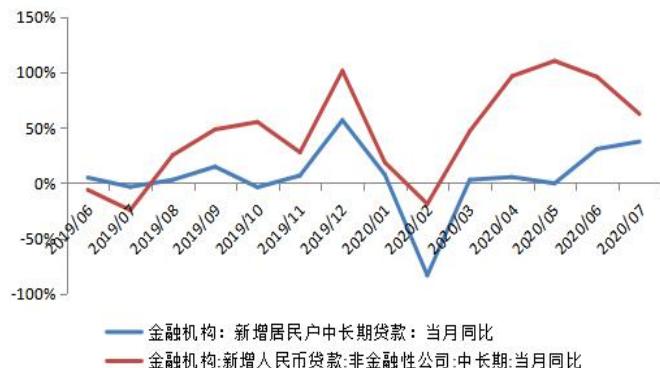
—— 金融机构: 新增人民币贷款: 当月同比



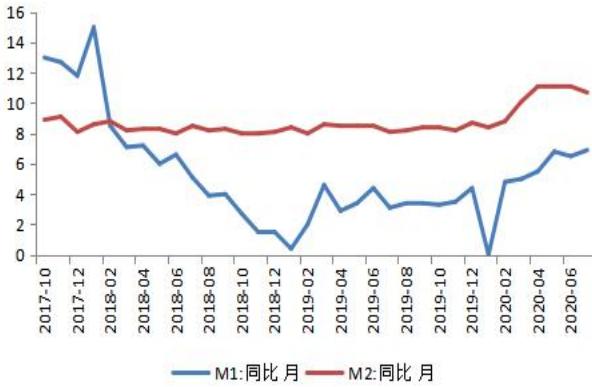
—— 金融机构: 各项贷款余额:同比



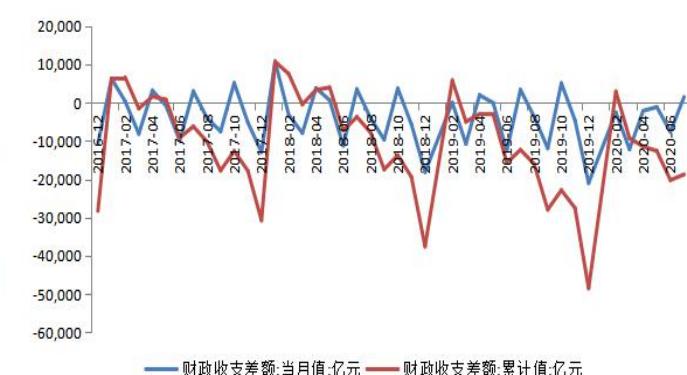
■ 当月环比 ■ 当月同比



M1、M2 走势背离。7月M1同比增速6.9%，较6月份增速回升0.4pct，主要受到去年同期的低基数影响，其中流通中货币同比增速9.9%，增速较上月提升0.4pct，单位活期存款同比增速6.4%，较6月份提升0.4pct；7月份M2增速10.7%，较6月份下降0.4pct，其中单位定期存款同比增速9.5%，较6月份下降0.6cpct，个人存款同比增速13.5%，较6月份下降0.8pct，其他存款同比增速12.3%，较6月份回落1.1pct。7月M1与M2出现背离，M2-M1剪刀差进一步收窄，社融存量与M2的缺口则继续拉大，均表明资金在加速流向实体经济，社会资金总需求正赶超资金总供给，微观主体的盈利能力仍延续修复的趋势。



财政缺口有所收敛。7月份财政收入同比增速4.3%，较6月增速回升1.1pct，其中中央财政收入增速4.6%，较6月份回升2.7pct；地方财政收入增速4.1%，较6月份回落0.2pct。从分项看，税收收入增速5.7%，非税收入同比-5.8%，税收收入当中，企业所得税7月增速1.6%，较上月下降21pct，增速回落；增值税7月增速-3.0%，相对偏弱，个人所得税、消费税、土地增值税等税种增速进一步上行，企业所得税、增值税、房产税等税种增速回落，整体看财政收入表现逐渐回暖。财政支出方面，7月财政支出同比18.5%，较6月上升32.8pct，其中中央财政支出同比增速-3.2%，较6月份上升4.5pct；地方财政支出同比增速23.4%，较6月份增速回升38.7pct。从支出的项目看，社会保障和就业支出同比+87.9%，教育支出同比增速24.7%，科学技术支出同比增速26%，农林水事务支出同比-13.5%，交通部运输支出同比增速-25.3%。财政支出重新转向稳就业稳民生领域，基建类支出再次回落，或与当期雨季、洪涝灾害有关。7月政府性基金收入增速11.3%，增速较6月份回落0.1pct，其中国有土地使用权出让收入同比增速20.2%，较6月回落0.9pct；政府性基金支出增速6.5%，增速较6月份回落37.2pct，政府性基金支出放缓，与基建类财政支出增速回落对应，或受到极端天气的影响作用。财政赤字方面，7月份，一般公共预算和政府性基金合计盈余1382亿元，同比收缩1584亿元。1-7月累计，一般公共预算和政府性基金合计赤字3.3万亿元，同比扩张1.4万亿元，财政缺口小幅收敛。从预算口径看，今年剩余5个月仍有8.0万亿的财政赤字空间，远高于19年同期的3.7万亿，并且8月以来的政府债券净融资额已超1万亿，环比7月份大幅上升，积极的财政政策下半年有望加速落地。



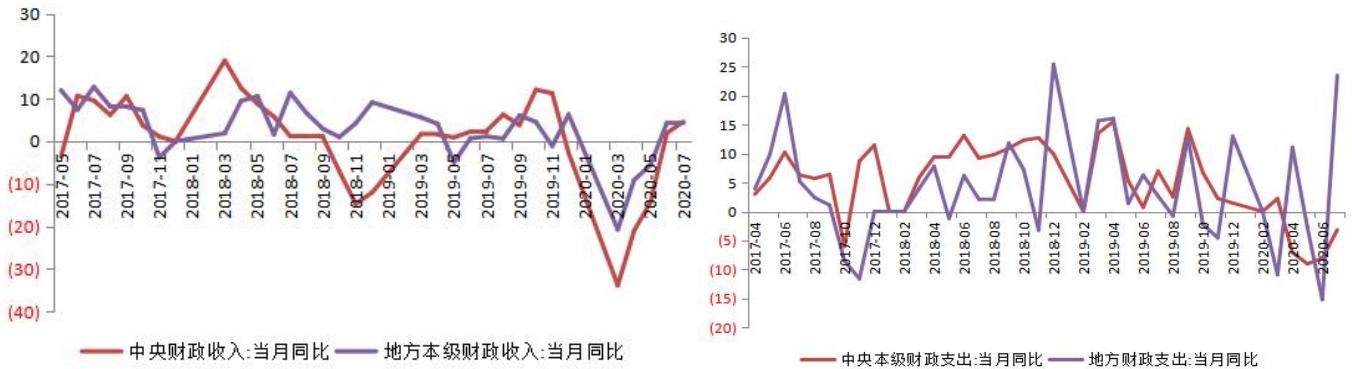
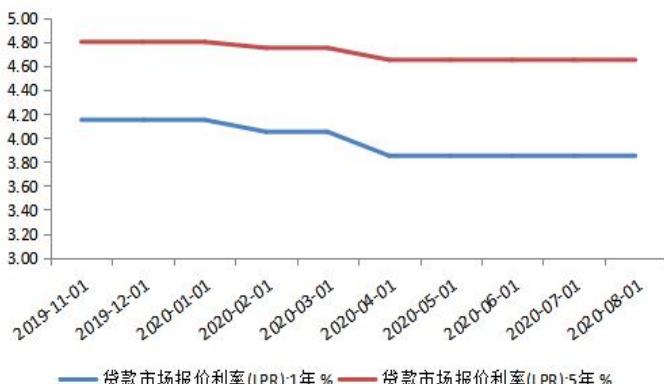
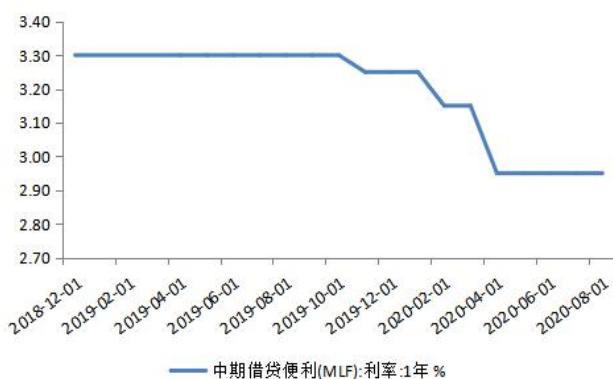


表 3：信贷及财政收支

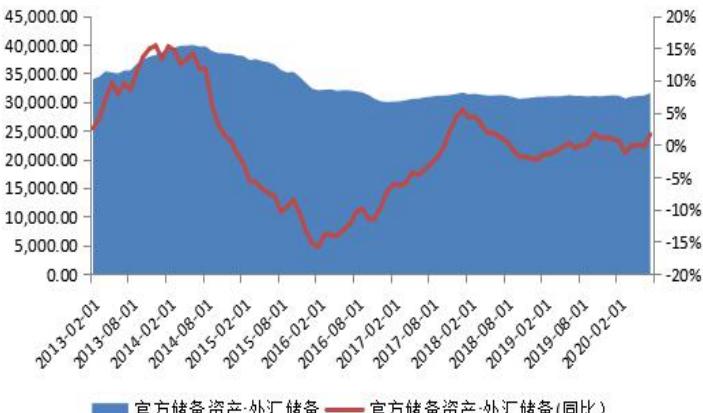
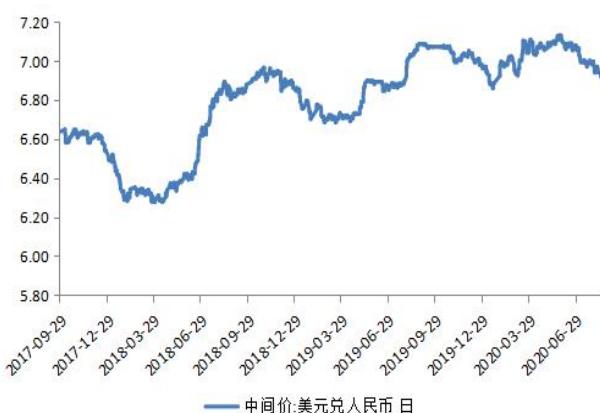
		Jul-20	Jun-20	Jul-19	同比
货币	社会融资规模	16940	34679	12872	4068
	社融：新增人民币贷款	10221	19029	8086	2135
	社融：新增委托贷款	-152	-484	-987	835
	社融：新增信托贷款	-1367	-852	-676	-691
	社融：未贴现银行承兑汇票	-1130	2190	-4562	3432
	金融机构新增人民币贷款	9927	18100	10600	-673
	金融机构：居民中长期贷款	6067	6349	4417	1650
	金融机构：企业中长期贷款	5968	7348	3678	2290
财政	财政收入	18549	18504	17777	772
	财政支出	17088	26130	14425	2663
	收支差额	1461	-7626	3352	-1891

利率持续回升，MLF 按兵不动。截止 8 月 18 日，一年期国债利率 2.2823%，十年期国债利率 2.9673%，一年期 AAA 企业债到期收益率 2.9493%，十年期 AAA 企业债到期收益率 4.0681%。截止至 8 月 17 日，民营企业信用利差（中位数）300.2BP，较上月下降 20 个 BP，信用利差小幅回落。8 月 17 日，央行宣布开展中期借贷便利（MLF）操作，此次 MLF 操作是对本月两笔 MLF 到期的一次性续做，分别是 8 月 15 日 MLF 到期 4000 亿，8 月 26 日 MLF 到期 1500 亿，这意味着此次 MLF 为超额续做，向市场注入了 1500 亿元流动性资金，释放了积极信号。同时，本次 MLF 利率为 2.95%，持平于上次（目前国股行 1 年期同业存单利率为 2.91% 左右，依然低于 MLF 利率）

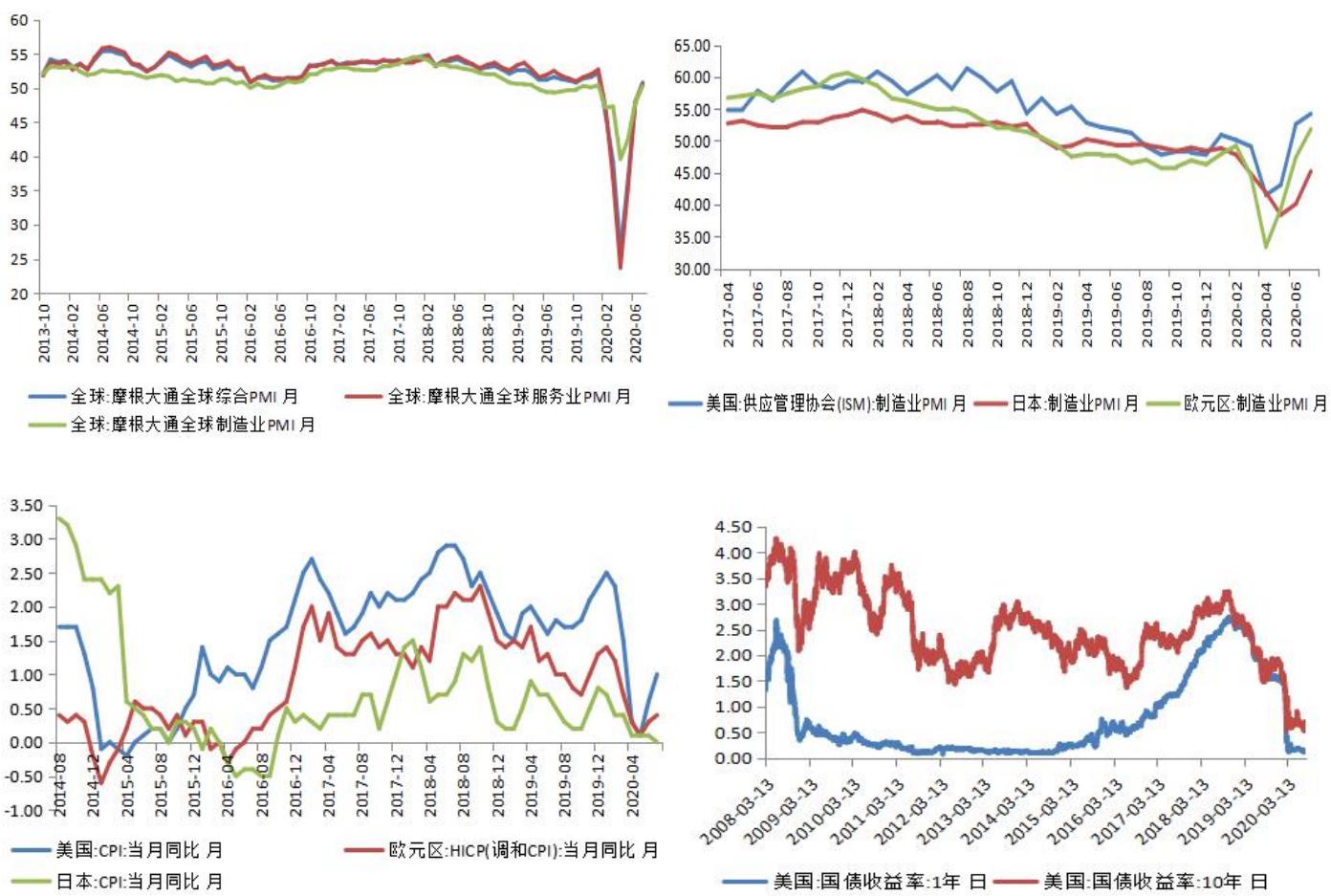
8月20日，央行公布最新贷款市场报价利率（LPR），1年期和5年期以上LPR分别为3.85%、4.65%，均与上月持平。值得注意的是，8月中下旬以来，央行在公开市场货币投放有所加速，8月21日时隔2个月重启了14天逆回购，预计下半年货币政策边际收紧但仍将维持相对宽松的环境。



汇率小幅升值。截止8月18日，美元兑人民币即期汇率为6.9257，美元兑人民币中间价为6.9325，汇率波动小幅升值。7月份，外汇储备3.15万亿，环比上升421亿，外汇占款21.2万亿，环比下降19亿。



海外需求探底回升。美国7月份制造业PMI为54.2，较6月份回升1.6，CPI为1.0%，较6月份回升0.4pct，核心CPI为1.6%，较6月回升0.4。欧元区7月份制造业PMI为51.8，较6月份回升4.4，CPI为0.4%，较6月份回升5.1pct，核心CPI为1.2%，较6月份回升0.4pct。日本7月份制造业PMI为45.2，较6月份回升5.1。欧美经济在疫情解封之后迅速回暖，伴随着极度宽松的货币政策，目前PMI甚至已经超越疫情前的水平，同时通胀率有初步抬头。从新增失业人数来看，7月份美国新增失业登记人数-141万人，较6月回落182万人，从非农群体来看，7月美国非农就业增加176万人，较6月回落304万人。



指数方面, 7月上证综指上涨 10.90%, 深证综指上涨 14.24%, 创业板指上涨 14.65%, 沪深 300 上涨 12.75%, 上证 50 上涨 10.44%。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)、建筑材料(申万), 涨幅分别为 41.39%、27.80%、23.92%, 涨幅靠后的行业为钢铁(申万)、通信(申万)、银行(申万), 涨幅分别为 5.69%、3.28%、1.02%, 7月份无下跌行业。8月份以来(截止至 8月 20 日), 上证综指上涨 1.63%, 深证综指下跌 1.38%, 创业板指下跌 7.42%, 沪深 300 下跌 0.34%, 上证 50 上涨 0.47%。行业方面, 涨幅前三的行业分别为国防军工(申万)、银行(申万)、建筑装饰(申万), 涨幅分别为 9.02%、4.39%、4.20%, 跌幅前三的行业分别为电气设备(申万)、医药生物(申万)、休闲服务(申万), 跌幅分别为 -3.47%、-6.87%、-13.06%。

表 5: 主要指数及领涨领跌板块

7月市场行情		涨幅前三行业		涨幅后三行业	
上证指数	10.90%	休闲服务(申万)	41.39%	钢铁(申万)	5.69%
深证综指	14.24%	国防军工(申万)	27.80%	通信(申万)	3.28%
创业板指	14.65%	建筑材料(申万)	23.92%	银行(申万)	1.02%
8月(截止 8月 20 日)		领涨行业		领跌行业	
上证指数	1.63%	国防军工(申万)	9.02%	电气设备(申万)	-3.47%
深证综指	-1.38%	银行(申万)	4.39%	医药生物(申万)	-6.87%
创业板指	-7.42%	建筑装饰(申万)	4.20%	休闲服务(申万)	-13.06%

二、对当期经济数据和市场数据点评

7月份，经济延续6月份回升趋势，但斜率有所放缓。从国内数据看，生产端，工业增加值数据稳定在5%左右，已恢复至19年同期的水平；需求端，投资、进口数据略有回落，主要受到基建投资放缓和制造业投资依然负增长的影响，或与地方洪水灾害有关，而地产投资仍在进一步上行，目前已达10%以上的增速。消费端，耐用消费品增速全面回落，仅有汽车消费增速上行，主要受到去年同期低基数的影响。非耐用品消费增速同样全面转弱，但线上商品消费依然保持较快增长，单月增速维持高位，线下消费相对承压。出口数据迅速提升，外需环境逐渐改善，从结构上看，防疫物资出口贡献回落，全球经济处于共振复苏态势。社融数据方面，7月社融整体不及预期，总量边际收缩，但结构上依然呈现较好态势，企业中长期贷款持续扩张，考虑到7月长江流域所出现洪涝灾害及特别国债的密集发行，对地方政府债发行形成一定制约，预计8月政府债券发行将有明显好转。展望下半年看，随着政策再次强调严控资金违规流入房市以及灾后重建预期升温，货币政策预计仍将边际趋于收敛而财政政策仍有进一步发力的可能，并且随着政策逐渐重点强调“内循环”，预计下半年内需将依然维持较高景气度。从海外看，欧美经济体在经济重启之后，PMI数据迅速回暖，其中美国制造业PMI甚至已超越疫情前的常态化水平，非农就业、新增失业登记人数持续好转，CPI数据同步回升，但目前依然处于相对低位，对货币政策的制约尚不明显，考虑到疫苗研发进程的逐渐明朗，预计全球将维持目前宽松货币政策叠加经济上行的组合。政策方面，美联储近一个月来资产负债表规模从6.97万亿美元回升至7.01万亿美元，7月议息会议美联储宣布维持联邦基金目标利率0%-0.25%不变，表示仍按当前速度购买美国国债、机构住房抵押贷款支持证券（MBS）以及商业抵押贷款（CMBS），在疫情消除之前，预计美联储将依然维持宽松的货币政策。

市场方面，7月份欧美经济持续回升，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2.38%，纳斯达克指数月涨幅6.82%，再创历史新高。国内方面，市场对财政发力的预期进一步升温，7月上证指数大幅收涨，权益市场内需相关板块领跑市场。进入8月后，疫苗研发的正面消息频出，全球摆脱疫情影响的时间表逐渐提上日程，并且，随着货币政策的边际收敛，高估值个股波动率加大，前期疫情受损的顺周期板块以及半年报绩优股领涨。

三、对未来宏观经济和证券市场的展望

(一) 内需短期回落，基建与可选消费仍将进一步回升

7月份国内经济回升斜率放缓，受到雨水天气的影响，需求端基建投资短期回落，制造业投资依然处于低位，投资端主要依赖房地产景气度的进一步上行。消费数据全面转弱，仅有汽车消费在低基数的作用下增速有所回升，疫情对于消费的影响仍未完全消除，线上消费维持高景气度，线下消费依然承压，餐饮行业依然处于10%以上的负增长。但随着近期跨省组团旅游放开、电影院行业的逐渐解封，预计线下部分可选消费将逐渐上行。

下半年宏观经济预计仍将保持向上趋势，考虑到近期相关地产融资政策进一步趋严，政府再三强调“房主不炒”的政策指引，叠加8月份以来政府债券的加速发行，下半年投资端的主要推动力将从地产逐渐转向基建。并且，随着疫苗推出时间表逐渐明朗，线上消费或将逐渐转回至线下，部分疫情受损的可选消费下半年仍有较大的修复空间。

(二) 财政政策蓄势待发，内循环将成为政策的基本出发点

7月份受到洪涝灾害影响，财政支出重点转向保民生领域，而对基建投资支出边际回落，财政扩张不及预期。但从8月份的政府债券融资规模看，环比和同比均有大幅度上升，结合此前的广义财政预算口径（一般公共预算+政府性基金），今年剩余5个月仍有8.0万亿的财政赤字空间，远高于19年同期的3.7万亿，积极的财政政策下半年有望加速落地。货币政策方面，7月份已出现边际收缩，近期政策又频繁强调严控违规资金流入房地产市场，或也将对货币政策形成一定制约，预计后续货币政策将整体维持相对宽松格局，以精准滴灌、直达实体为主要政策方向。因此，下半年将是一个经济上行叠加货币中性的格局。

中长期看，当前我国所面临的国际环境发生了巨大变化，7月30日中央政治局会议明确提到要加快形成以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局，“内循环”或将是十四五期间我国经济发展的重要战略方向，扩大内需和推动创新将是未来政策的主要着力点，相关配套政策预计将逐渐推出，以促进消费升级，产业结构调整。

(三) 新冠疫苗推出提上日程，全球经济有望共振上行

8月6日，世卫组织召开新冠肺炎例行发布会，指出目前全球约有165种疫苗处于试验阶段，26种进入临床试验阶段，6种已处于三期临床试验阶段，第一款用于预防新冠感染的疫苗有望在今年年底或明年年初上市。疫苗上市将逐渐消除疫情对于经济的压制作用，尤其是对于部分消费的抑制作用，全球经济或将迎来阶段性的共振上行，并且当外生变量消除后，经济回升斜率可能也会相对偏高，相关货币宽松政策也将陆续退出。

(四) 中美矛盾进一步激化，我国外贸环境或将变得更为复杂

随着美国大选的临近，美国对华制裁不断升级，双方争锋相对关闭了对方领事馆，美国航母战斗群在中方附近海域巡逻挑衅，并且宣布取消最新一轮的中美经贸协议谈判。同时，美国对华为制裁进一步升级，特朗普颁布行政签署令要求字节跳动剥离其在美 TikTok 业务。在疫情的背景下，中美关系成为美国共和党和民主党总统候选人的主要竞票筹码之一，中美矛盾进一步激化。

此前我们曾指出中美矛盾将为未来我国长期所面临的问题之一，美国大选其实是短期加剧了中美问题的升级。而中长期看，目前民调支持率领先的民主党拜登如若当选，或将重组以美为首的政治经济同盟来遏制中国发展，我国所面临的外贸环境将更为复杂，外需的不确定性将成为相关政策重点考虑的问题。

(五) 结构性行情延续，未来预计维持震荡和分化

短期来看，国内经济回升斜率有所放缓，货币政策边际趋紧而财政政策尚未加大发力，市场进入震荡行情，今年以来涨幅较大的高估值品种出现明显回调，领涨行业主要集中在金融周期等低估值领域。并且，随着中报的密集披露，相关绩优股逐渐领跑市场，如食品饮料、公共事业、建材等，整体的市场运行从估值扩张切换至业绩增长逻辑。考虑到下半年至明年上半年宏观经济或将持续处于上升态势，PPI 数据环比上行，行业贝塔对于资产价格的影响将有所加大，市场将更加聚焦企业盈利的修复逻辑。

中长期看，本轮经济复苏的持续性尚无法判断，但内循环将是未来很长一段时间的政策出发点，以内需为主的优质成长股或将持续受到市场的重点关注。

四、未来操作思考

未来的重点仍然是紧抓结构性机会，随着半年报和三季报的披露，这些连续披露的数据将会为未来一年提供众多的投资机会。

未来最需要防范的风险是流动性收缩，但是从现在数据来看，还未出现明显的迹象，但是需要保持对货币政策动向的跟踪。

【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。