

5 月经济持续回升

报告摘要：

- 核心观点：**1) 内需持续回升，可选消费加速修复。5 月份国内经济数据持续回升，从生产端的修复逐渐转向需求端投资消费的修复。其中基建和可选消费的回升速度相对较快，是 5 月份经济数据主要亮点；2) 货币政策边际收紧，财政扩张预期升温。随着宏观经济的逐渐企稳，货币政策边际出现转向，政策重点从宽货币、稳流动性预期往宽财政、稳实体经济需求的方向过渡，财政扩张预期在下半年进一步升温，将接棒货币政策成为下半年内需维稳的主要政策方向；3) 海外“放弃治疗”，经济难以正常化，政策宽松是常态。疫情从欧美发达国家向印度、巴西等发展中国家进一步扩散，全球新增确诊病例居高不下，并且随着欧美经济的重启，疫情二次爆发的风险上升，海外的政策宽松预计将长期维持；4) 资本市场改革加快，市场信心得到提振。近一年以来外资限制放开、科创板的开通、创业板注册制落地，加上近期上证指数修订，彰显了国家层面深化资本市场改革的决心，为了适应高端技术和高科技产业升级，打造活跃的资本市场是未来相当长时间内的政府的核心任务；5) 结构性行情延续，未来预计维持震荡和分化。短期来看，国内经济触底回升但斜率较缓，外需依然面临不确定性，预计内需依然是政策主线。市场方面，随着经济的修复，权益市场反弹主线切换，可选消费行业逐渐领跑；中期来看，政策重点逐渐转向财政政策的信用扩张，估值溢价进一步上升难度较大，市场将更加聚焦基本面修复，基建产业链以及可选消费产业链将是下半年的重点关注方向。
- 数据点评：**从经济数据看，5 月经济延续 4 月份企稳态势，工业增加值数据修复至 4% 以上区间；需求端，投资、消费数据跌幅持续收窄，其中基建投资回升速度较快，地产投资维持高位，制造业投资则仍处于缓慢爬升当中；从社融数据看，货币政策保持宽松，但边际上有收紧迹象；从海外来看，欧美重启经济计划陆续推出，经济初步企稳，但疫情的二次爆发风险上升，预计海外经济的复苏将是较为缓慢的过程。
- 投资操作：**国内下半年，市场风格将会财政政策收益重于货币政策收益，所以要更加关注基建链条和白酒品种。但是由于股票市场的流动性刺激减弱，市场的结构可能会更加重要，各个行业内部的分化会更加严重。因为中国和海外可能会长期处于“物流人不流”的特征，而海外也基本放弃了治疗，所以我们认为海外需求会慢慢恢复，应该适当做一些海外需求的投资，但是国内需求仍然是重中之重

2020-6-23

宏观分析

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

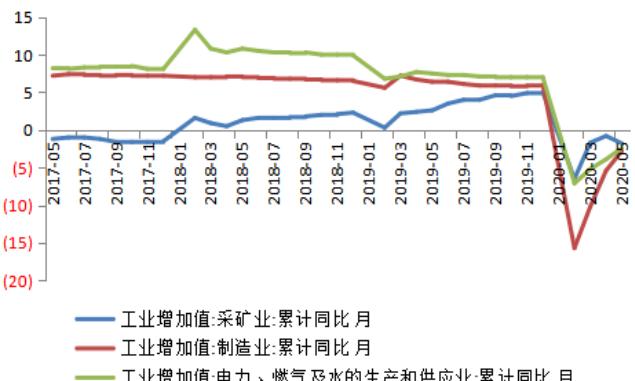
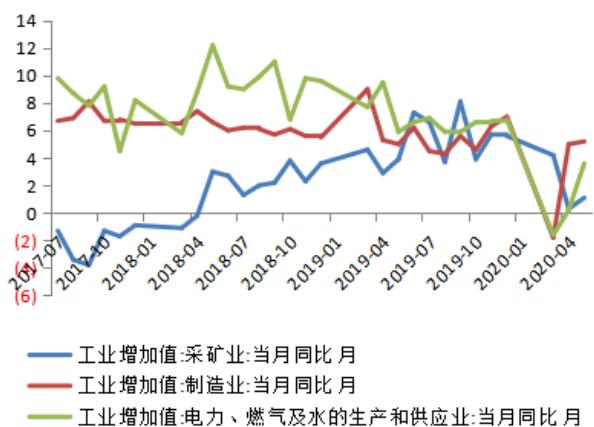
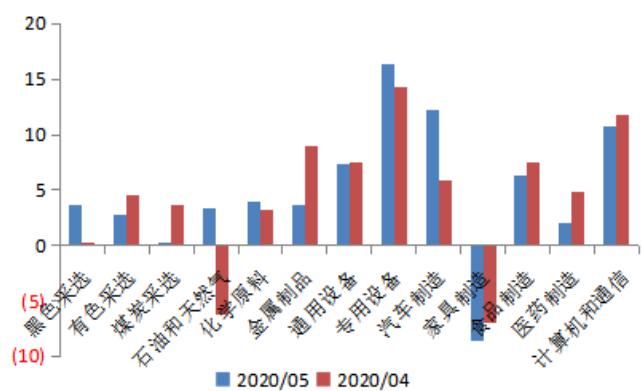
目录

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

5月份经济延续上月趋势修复，工业生产持续回升，基建投资快速回暖，地产景气度维持高位，制造业和消费修复相对较慢，具体数据如下：

工业增加值平稳回升。5月份工业增加值同比上升4.4%，较4月份上升0.5pct，1-5月工业增加值累计同比下降2.8%，较1-4月份降幅收窄2.1pct。其中，5月份采矿业工业增加值同比上升1.1%，较4月份上升0.8pct；电力、燃气和水供应增加值同比上升3.6%，较4月份上升3.4pct；制造业工业增加值同比上升5.2%，较3月份上升0.2pct。5月份工业增加值的修复主要是受到了汽车产业链、高技术行业（专用设备）和地产基建链条（黑色金属）的拉动，上中下游共振回暖。



制造业 PMI 小幅回落。5月制造业PMI为50.6，较4月份回落0.2，其中大企业PMI为51.6，较4月份上升0.5；中型企业PMI为48.8，较4月份回落1.4；小型企业PMI为50.8，较4月份回落0.2。5月非制造业PMI为53.6，较4月份回升0.4，其中建筑业PMI为60.8，较4月份回升1.1，服务业PMI为52.3，较4月份回升0.2。从结构上看，PMI需求指标环比修复，但进出口订单依然处于荣枯线以下；PMI生产指标环比回落，景气度有所下行；PMI价格数据环比回升，库存数据回落。整体而言，疫情的影响在逐渐消退，5月PMI数据呈现需求回升、生产减弱的趋势，库存与价格数据边际上均有改善，但整体而言需求仍未完全恢复，尤其是新出口订单的PMI

仅为 35.3，海外需求或依然面临较大压力。此外，建筑业 PMI 已回升到 60 以上，建筑行业景气度依然较高。

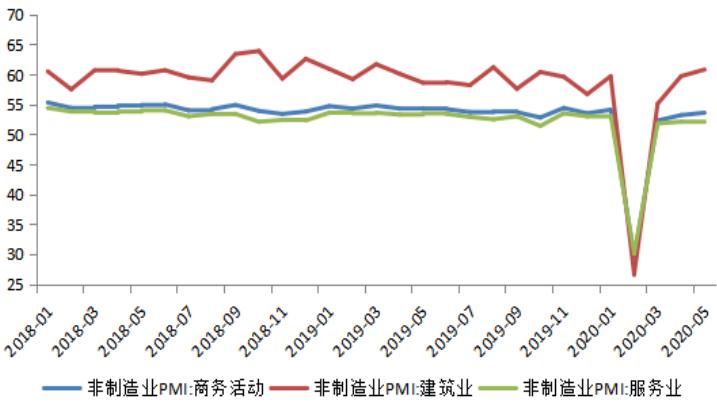
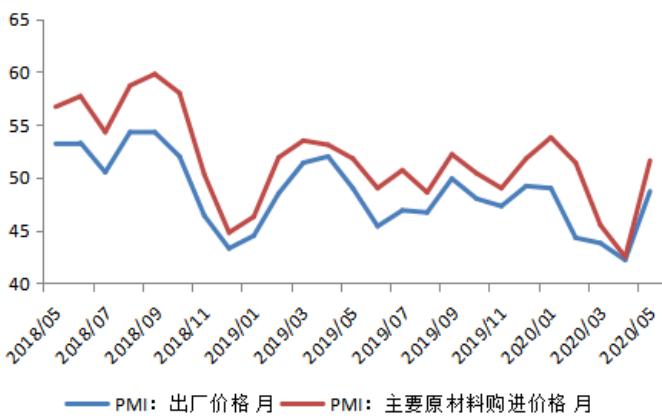
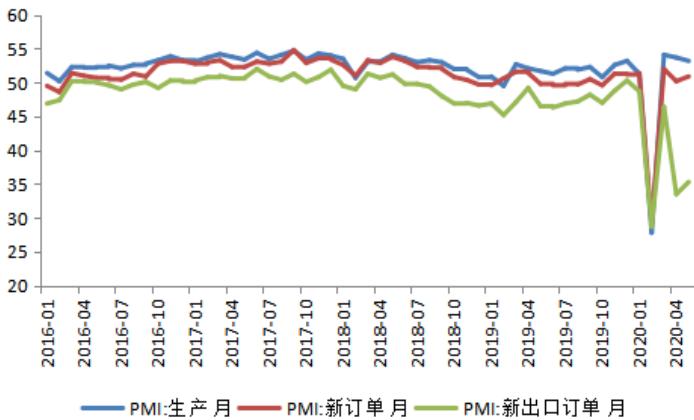
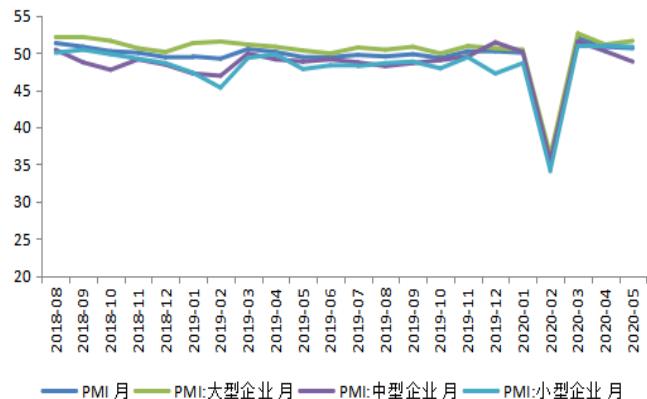
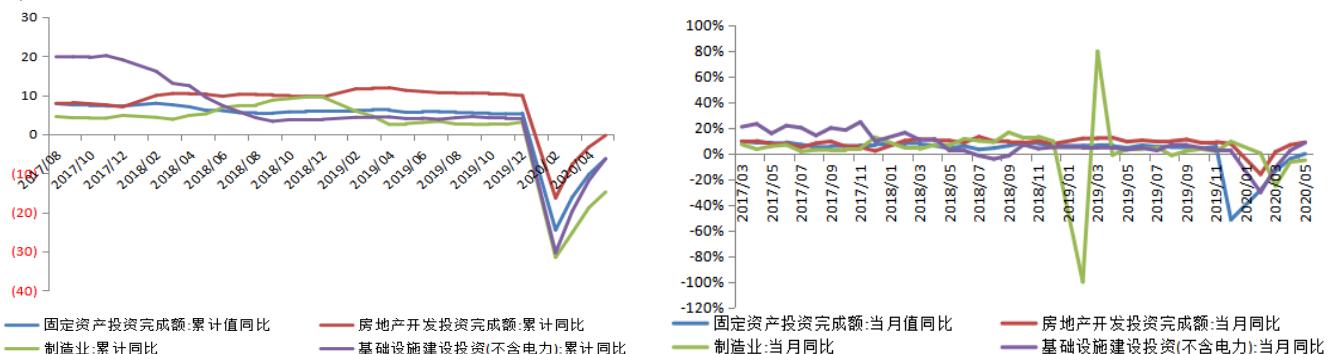
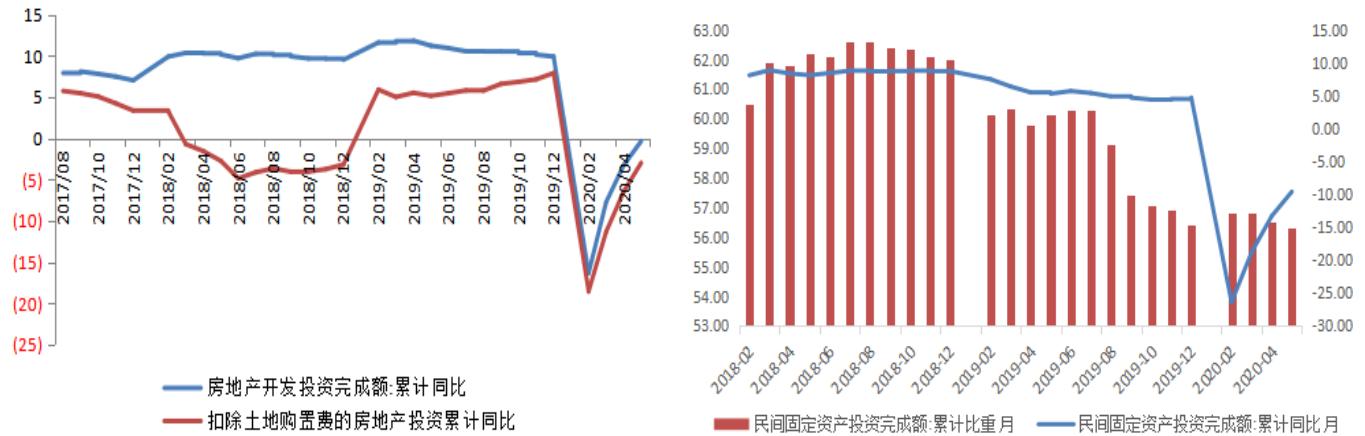


表 2: PMI 及 PMI 分项指标

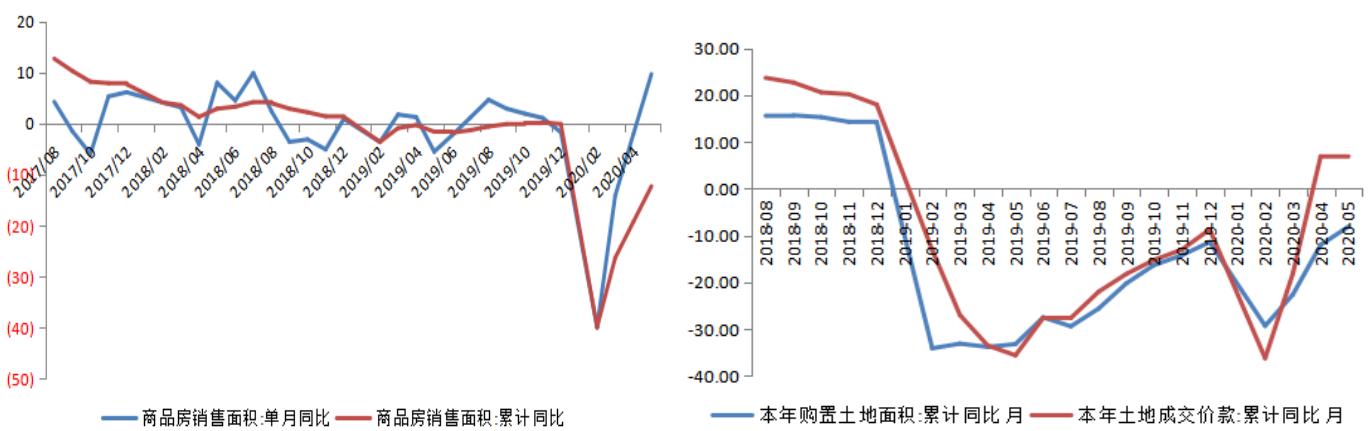
指数类别	具体指数	当月值	上月值	方向变化
综合	PMI	50.60	50.80	收缩
生产端	PMI: 采购量	50.80	52.00	收缩
	PMI: 生产	53.20	53.70	收缩
需求端	PMI: 新订单	50.90	50.20	扩张
	PMI: 新出口订单	35.30	33.50	扩张
	PMI: 进口	45.30	43.90	扩张
库存	PMI: 产成品库存	47.30	49.30	收缩
	PMI: 原材料库存	47.30	48.20	收缩
价格	PMI: 购进价格	51.60	42.50	扩张
	PMI: 出厂价	48.70	42.20	扩张
就业	PMI: 从业人员	49.40	50.20	收缩

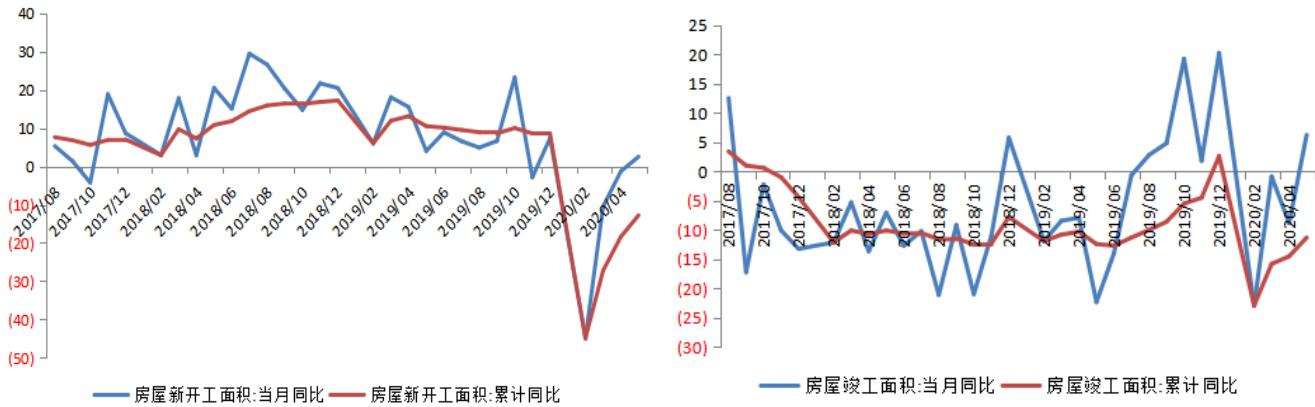
投资降幅继续收窄。1-5 月全国固定资产投资累计增速-6.3%，较 1-4 月降幅收窄 4.0pct。其中，地产投资累计增速-0.3%，较 1-4 月累计降幅收窄 3.0%；基建投资（不含电力）累计增速-6.3%，较 1-4 月累计降幅收窄 5.5pct；制造业累计增速-14.8%，较 1-4 月累计降幅收窄 4pct。1-5 月民间投资增速-9.6%，较 1-4 月份降幅收窄 3.7pct。相较而言，基建投资（不含电力）的恢复最为明显，单月投资增速上升至 8.3%，较上月提升 6pct；房地产投资单月增速 8.6%，较上月提升 2pct，维持较高的景气度；制造业投资单月增速-5.3%，较上月降幅收窄 1.4pct，仍处于缓慢修复当中。基建和地产作为维稳经济的主要抓手，托底作用已明显显现，制造业投资后续预计也会有逐步回升的可能。



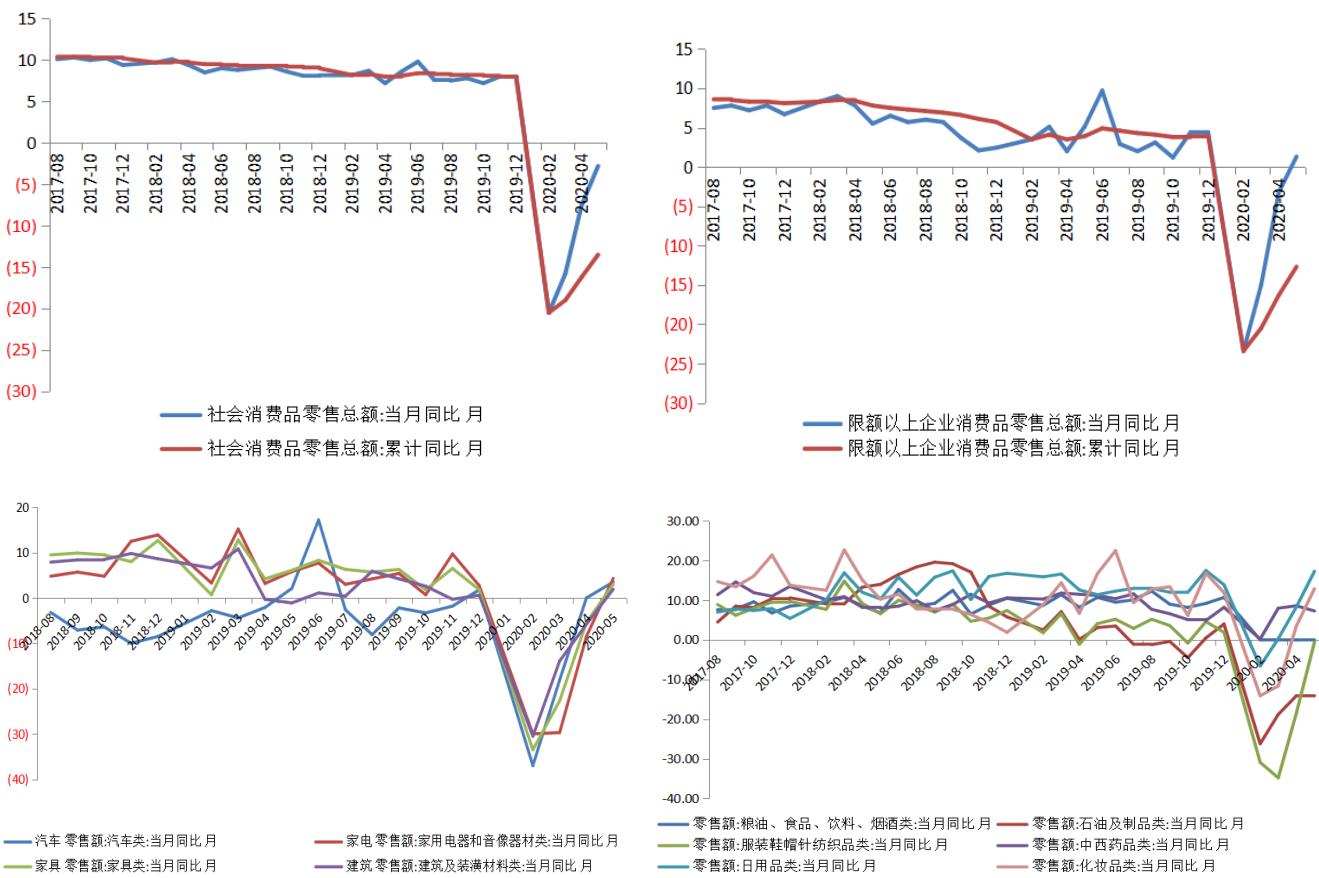


地产销售降幅收窄。1-5月销售面积累计同比增速-12.3%，较1-4月降幅收窄7.0pct；销售金额累计同比增速-10.6%，较1-4月降幅收窄8.0pct。1-5月新开工累计同比增速-12.8%，较1-4月降幅收窄5.6pct；竣工面积累计同比增速-11.3%，较1-4月降幅收窄3.2pct，5月单月竣工面积同比增速6.2%，较4月回升15.1pct，竣工数据重新转正。1-5月土地购置面积累计增速-8.1%，较1-4月降幅收窄4.0pct，5月土地购置面积同比上升0.9%，较4月回落12.9pct；1-5月土地成交价款同比增速7.1%，较1-4月上升0.2pct。1-5月房地产开发资金来源同比增速-6.1%，较1-4月份增速降幅收窄4.3pct，其中定金及预收款1-5月累计跌幅13.0%，较1-4月跌幅收窄5.9pct。从地产数据来看，5月份房地产销售、新开工、竣工面积同比增速全部转正，但土地购置面积、土地成交价款增速有所回落，在疫情压力下，房地产行业的恢复对经济维稳起到了重要作用，而随着经济数据的逐渐修复，房地产先行指标土地市场的景气度已经有所回落，或影响后续地产数据的继续回升。但在外需不确定性仍存的情况下，地产作为托底经济的重要力量之一，预计仍将维持较高景气度。





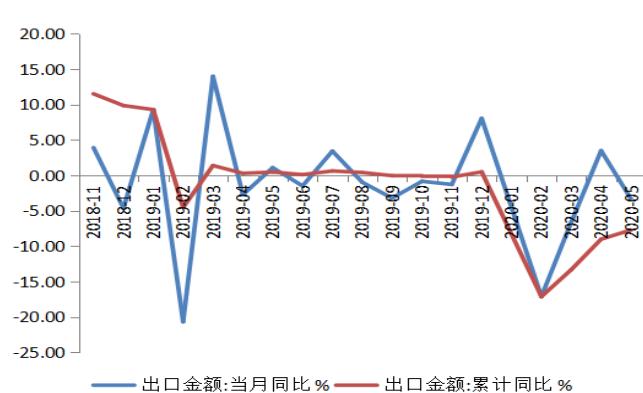
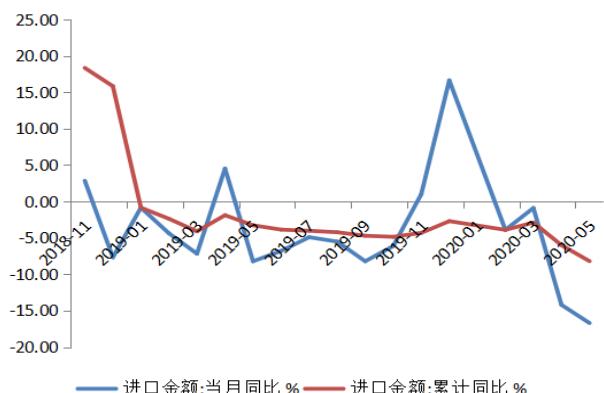
消费增速跌幅继续收窄。1-5月社零总额增速-13.5%，较1-4月降幅收窄2.7pct；单5月社零增速-2.8%，较4月降幅收窄4.7pct。1-5月限额以上社零总额增速-12.7%，较1-4月降幅收窄3.6pct；单5月限额以上社零增速1.3%，较4月回升4.5pct。除此之外，5月份，网上商品和服务零售总额同比增速16%，较4月份上升10pct。耐用消费品方面，汽车、家电、家具、建筑装潢行业增速转正，通讯器材增速小幅回落；非耐用消费品方面，粮油和食品同比增长11.4%，饮料同比增长16.7%，烟酒消费同比增长10.4%，服装纺织同比下滑0.6%，石油制品消费增速仍大幅下滑。



		May-20	Apr-20	结构占比
耐用消费品	汽车	3. 5	0. 0	28%
	家用电器	4. 3	-8. 5	6%
	家具类	3. 0	-5. 4	2%
	建筑装潢	1. 9	-5. 8	2%
	金银珠宝	-3. 9	-12. 1	2%
	通讯器材	11. 4	12. 2	3%
非耐用消费品	食品	11. 4	18. 2	15%
	石油制品	-14. 0	-14. 1	13%
	服装鞋帽	-0. 6	-18. 5	10%
	中西药品	7. 3	8. 6	6%
	日用品类	17. 3	8. 3	4%
	文化办公	1. 9	6. 5	2%
	书报杂志	10. 8	-11. 5	2%
	化妆品	12. 9	3. 5	1%
	体育娱乐	15. 4	11. 6	1%

进出口回落。5月进口增速-16.7%，较4月降幅扩大2.5pct，出口增速-3.3%，增速转负，较4月下跌6.8pct。进口方面，对美进口增速-13.5%，较4月降幅扩大2.5pct；对欧盟进口增速-29%，较4月降幅扩大7.7pct；对日本进口增速-5.4%，较4月回落0.1pct。出口方面，对美出口增速-1.2%，较4月回落3.5pct；对欧盟出口增速-0.7%，较4月降幅收窄3.9pct；对日本出口增速11.2%，较4月回落21.8pct。5月出口数据小幅回落，一方面受到去年同期基数较高的影响，另一方面，中国香港、台湾、东南亚等地区出口增速明显回落，或受到疫情在全球持续发酵，逐渐扩散到发展中国家的影响。分产品看，高新技术产品、机电产品出口增速分别为7.8%和-2.3%，较4月分别回落3.1pct和7.7pct，服装及衣物出口增速-26.9%，降幅较4月收窄3.4pct。值得注意的是，5月份纺织纱线、织物及制品出口增速77%，较4月上升28.1pct，其中主要受到口罩等防疫物资大量

出口的影响。进口方面，5月进口数据进一步下跌，但依然受到大宗原材料价格层面的影响较大。分类别看，铜、原油、铁矿石进口数量分别同比+21.1%、+19.2%、+3.9%，而进口金额分别同比-0.4%、-55.1%、-2.0%。从目前的情况看，出口表现出较强的韧性，我国全产业链制造的优势使出口数据在结构上不乏亮点，但疫情的影响或导致外需无法再短时间内快速恢复，整体依然承压，因此内需将依然是政策所聚焦的方向，并且从5月铜、铁、原油等大宗原材料进口数量看，随着相关政策的逐渐落地，内需后续的支撑力度依然较强。



通胀持续回落。5月CPI同比为2.4%，较4月份增速回落0.9pct，食品CPI同比增长10.6%，增速较4月份回落4.2pct，其中，猪肉同比上升81.7%，环比下降8.1%，鲜果同比下降-19.3%，环比下降0.8%，鸡蛋同比下降12.3%，环比下降4.1%，蔬菜同比下降8.5%，环比下降12.5%；5月非食品CPI同比增速0.4%，与4月份持平，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。5月PPI同比为-3.7%，较4月份增速回落0.6pct，其中生产资料同比增速-5.1%，较4月份增速回落0.6pct，生活资料同比增速0.5%，较4月份增速回落0.4pct。PPI的持续回落与石油价格下跌的滞后效应有关。但值得注意的是，6月份以来原油价格和猪肉价格均有回升迹象，随着国内疫情缓解，所导致的供给端集中释放高峰期的逐渐消退，以及需求端的缓慢回升，CPI的下行趋势或将放缓，PPI则有望触底回升。

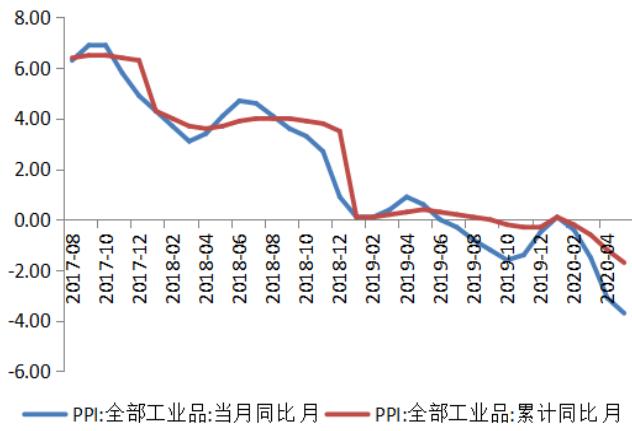
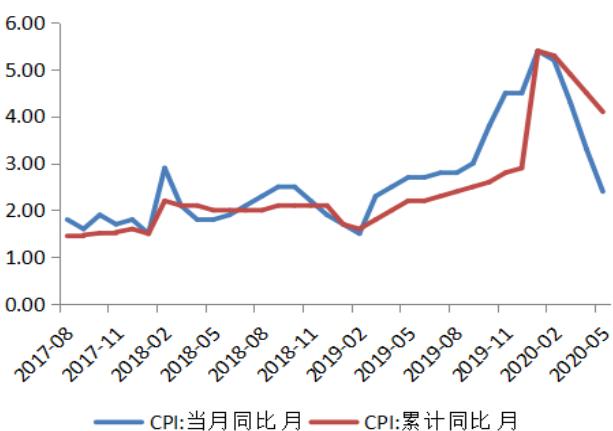
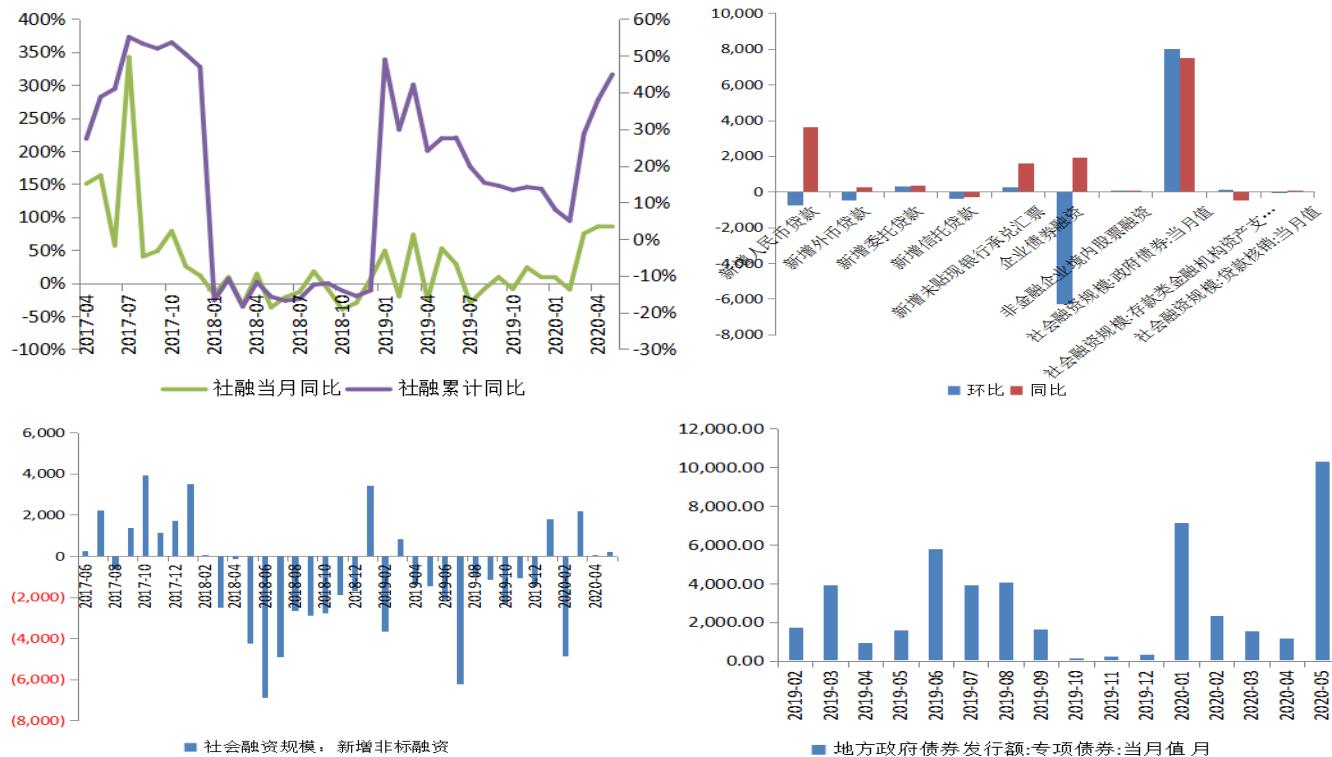


表 3：总体宏观数据及预测值

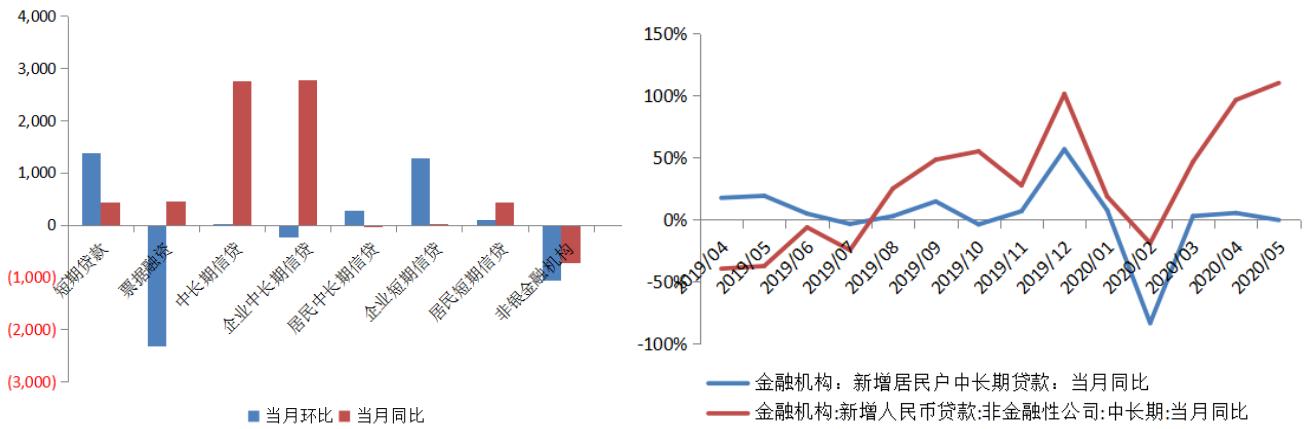
		202006F	May-20	Apr-20
生产	工业增加值	0.7%	4.4%	3.9%
	PMI		50.6%	50.8%
	发电量		4.3%	0.3%
需求	社会消费品零售	-0.3%	-2.8%	-7.5%
	固定资产投资(累计)	-1.8%	-6.3%	-10.3%
	出口	-4.5%	-3.3%	3.5%
	进口	-13.0%	-16.7%	-14.2%
	贸易顺差:亿美元	0	629.3	453.3
物价	CPI	2.4	2.4	3.3
	PPI	-3.1	-3.7	-3.1
货币	M1 增速		6.80	5.50
	M2 增速	11.10	11.10	11.10
	剪刀差		(4.30)	(5.60)
	汇率: 美元/人民币	7.08	7.13	7.06
	社会融资规模: 亿元	0	31907	31042
财政	财政收入增速		-10.0%	-15.0%
	财政支出增速		-3.9%	7.5%

新增社融持续放量。5月新增社融 3.19 万亿，同比增长 86%，大幅超出市场预期 2.83 万亿，受益于新增社融的增加，1-5 月累计新增社融同比增长 45%，较 1-4 月份提升 7pct。从结构上看，新增非标融资合计为 226 亿，同比增加 1677 亿，其中新增委托贷款-273 亿，同比增加 358 亿，新增信托贷款-337 亿，同比下降 285 亿，新增银行未贴现承兑汇票 836 亿，同比增加 1604 亿；新增人民币贷款 1.55 万亿，同比增加 3647 亿，新增政府债券 11362 亿，同比增加 7505 亿，新增企业债券 2971 亿，同比增加 1938 亿。从社融数据看，人民币贷款、企业债券、非标融资均呈现较高的同比增速，积极的托底政策逐渐落实。政府债券出现大幅放量，主要受到专项债扩容及发行前倾的影响。当前流动性环境依然维持非常宽松的环境，但政策重点转向政府债券的发行，进一步落实稳定就业和稳定民生的目标。

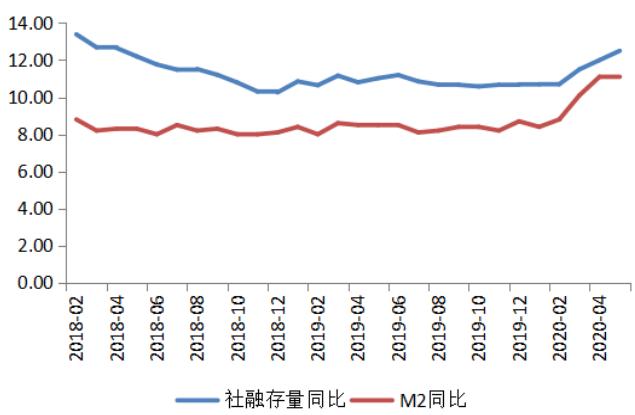
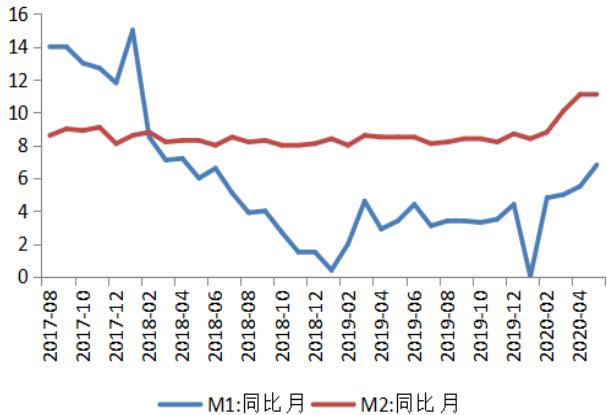


新增信贷高于预期。5月新增人民币信贷1.48万亿，同比增长3000亿，高于市场预期1.42万亿。从结构上看，票据融资1586亿，同比增加454亿，居民短贷2381亿，同比增加433亿，居民长贷4662亿，同比下降15亿，企业短贷1211亿，同比增加2亿，企业长贷5305亿，同比增加2781亿，非银金融机构贷款-660亿，同比减少718亿。信贷数据从总量和结构上看依然表现良好，尤其是企业中长期贷款数据表现优秀，在疫情的得到控制和缓解之后，政策发力，企业正常的经营活动开始逐渐复苏。





M1 与 M2 缺口收敛。5 月 M1 同比增速 6.8%，较 4 月份增速上升 1.3pct，其中流通中货币同比增速 9.5%，较 4 月份回落 0.7pct，单位活期存款同比增速 6.3%，较 4 月份上升 1.6pct；5 月份 M2 增速 11.1%，与 4 月份增速持平，其中单位定期存款同比增速 10.9%，较 4 月份下降 0.2cpt，个人存款同比增速 13.2%，较 4 月份回升 0.3pct，其他存款同比增速 14.8%，较 4 月份回落 4.4pct。当前 M2 与 M1 的差值有所收敛，社融存量增速与 M2 的差值扩大，表明资金逐渐流向实体经济领域，微观主体的盈利能力得到修复。



财政缺口进一步加大。5 月份财政收入同比增速 -10.0%，跌幅较 4 月收窄 5.0pct，其中中央财政收入同比下滑 14.4%，较 4 月份回落 6.7pct；地方财政收入下滑 5.6%，较 4 月份跌幅收窄 3.6pct。从分项看，税收收入同比下滑 7.2%，非税收入同比下滑 26.6%，主要的税种增值税、企业所得税、个人所得税等税收收入跌幅有所收窄，消费税、关税、出口退税、土地增值税等税收收入增速回落，整体看财政收入依然表现较弱。财政支出方面，5 月财政支出同比 -3.9%，较 4 月回落 11.3pct，其中中央财政支出同比增速 -9.0%，较 4 月份增速回落 1.9pct；地方财政支出同比增速 -2.7%，较 4 月份增速回落 13.8pct。从支出的项目看，社会保障和就业支出同比增长 20.4%，教育支出同比增速 -6.4%，科学技术支出同比增速 -3.1%，农林水事务支出同比增长 12.1%，交通部运输支出同比下降 19.2%。当前财政支出项目以稳定民生就业为主。5 月政府性基金收入增速 13.3%，增速较

4月份上升14.6pct, 其中中国有土地使用权出让收入同比增速21.5%, 较4月回升17.3pct; 政府性基金支出增速12.0%, 增速较4月份回落57.9pct, 增速的回落主要源于3、4月份政府性基金支出大幅上升之后的阶段性回落以及地方政府等待两会政策指引的影响。财政赤字方面, 5月份, 一般公共预算和政府性基金合计赤字1365亿元, 同比扩张1022亿元。1-5月累计, 一般公共预算和政府性基金合计赤字2.08万亿元, 同比扩张1.46万亿元, 财政缺口进一步加大。

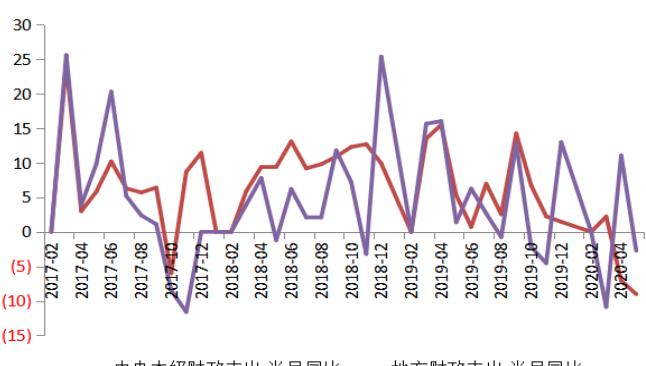
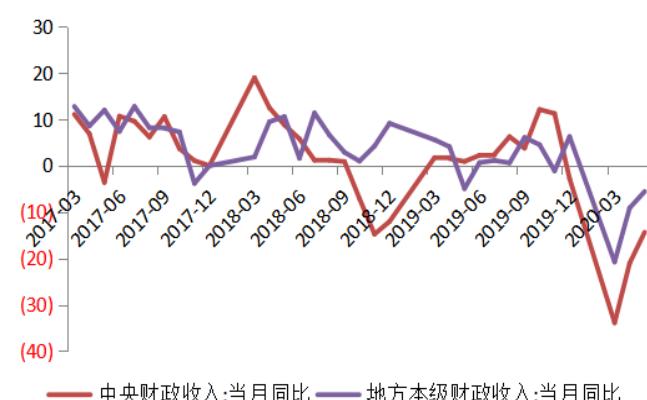
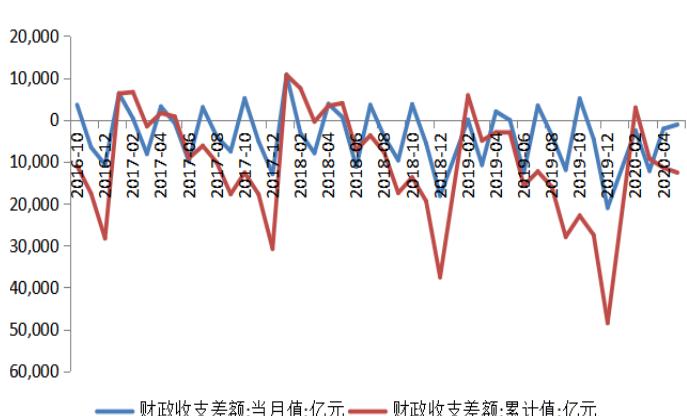
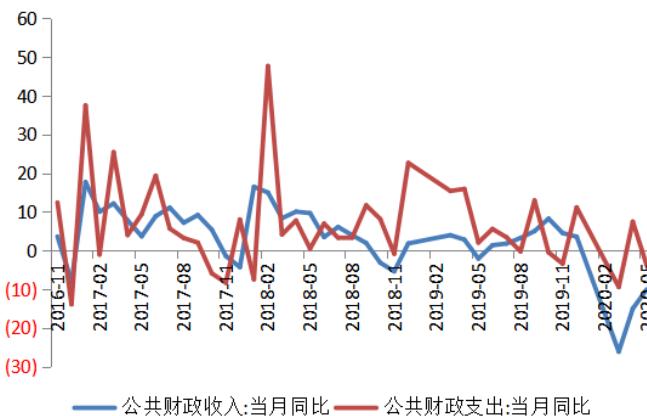
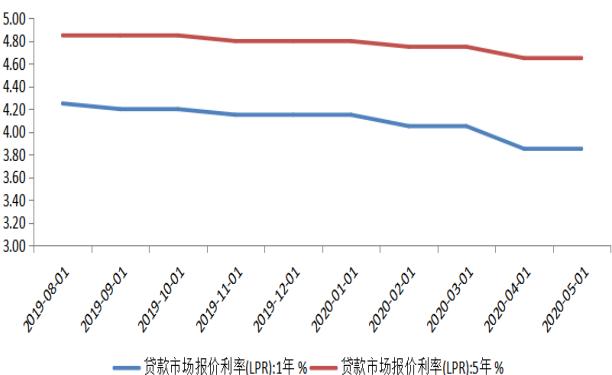


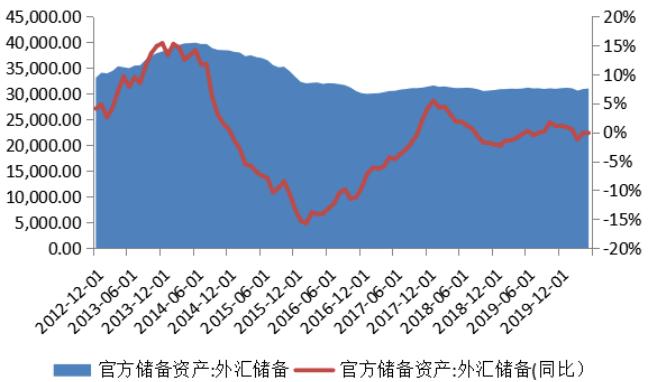
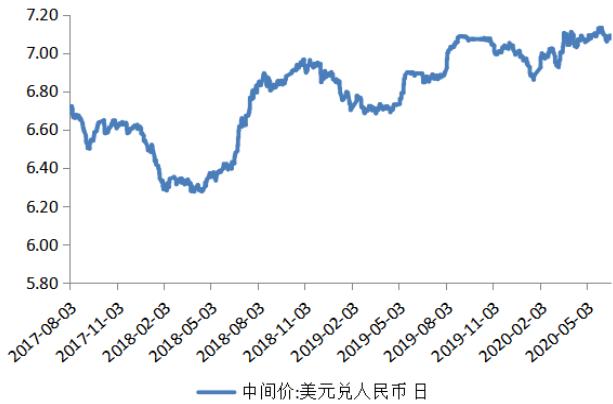
表 3：信贷及财政收支

		May-20	Apr-20	May-19	同比
货币	社会融资规模	31907	31042	17124	14783
	社融：新增人民币贷款	15502	16239	11855	3647
	社融：新增委托贷款	-273	-579	-631	358
	社融：新增信托贷款	-337	23	-52	-285
	社融：未贴现银行承兑汇票	836	577	-768	1604
	金融机构新增人民币贷款	14800	17000	11800	3000
	金融机构：居民中长期贷款	4662	4389	4677	-15
	金融机构：企业中长期贷款	5305	5547	2524	2781
财政	财政收入	15539	16149	17268	-1729
	财政支出	16685	18312	17356	-671
	收支差额	-1146	-2163	-88	-1058

利率低位回升，MLF 量缩价平。截止 6 月 19 日，一年期国债利率 2.2092%，十年期国债利率 2.8704%，一年期 AAA 企业债到期收益率 2.5933%，十年期 AAA 企业债到期收益率 4.0965%。截止至 6 月 18 日，民营企业信用利差数据（中位数）292.7BP，较上月下降 8.3 个 BP，信用利差小幅回落。6 月 15 日，央行宣布开展 1 年期中期借贷便利（MLF）操作 2000 亿元（到期 7400 亿元），中标利率为 2.95%，与 4 月持平。MLF 维持“价平量缩”的操作，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 2.42% 左右，同时，5 月份经济数据延续企稳趋势，此时央行不急于进一步下调 MLF 利率，以稳定市场预期。6 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。但值得注意的是，6 月 18 日，央行时隔 4 个月重启 14 天逆回购操作，操作金额 700 亿元，操作利率为 2.35%，较前次下调 20 基点，为近期持续上涨的市场利率“降温”。

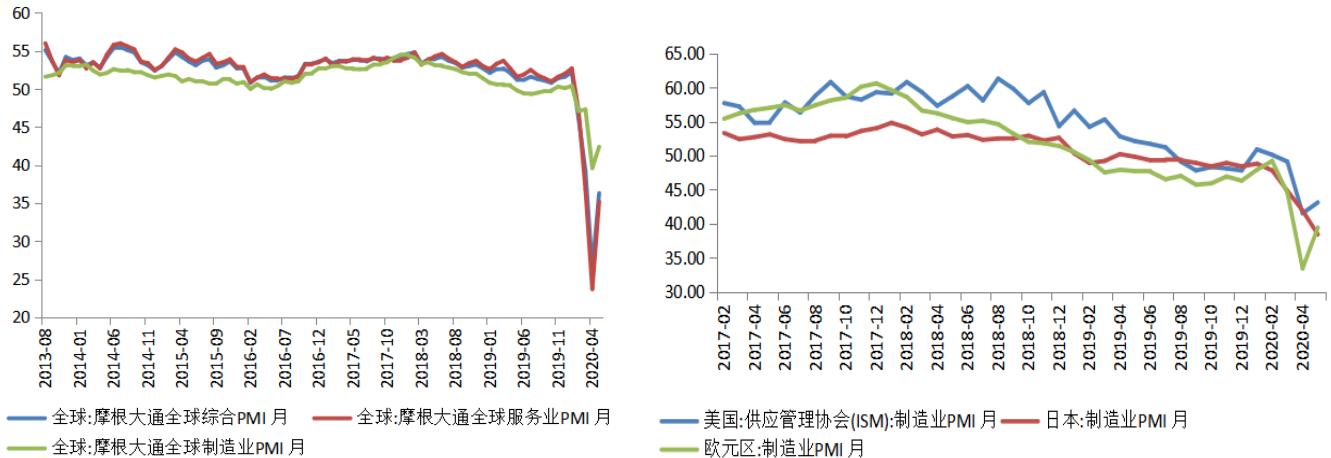


汇率保持相对稳定。 截止 6 月 19 日，美元兑人民币即期汇率为 7.0780，美元兑人民币中间价为 7.0913，汇率波动整体保持稳定。5 月份，外汇储备 3.10 万亿，环比上升 102 亿，外汇占款 21.2 万亿，环比下降 112 亿。



海外需求探底回升。 美国 5 月份制造业 PMI 为 43.1，较 4 月份回升 1.6，CPI 为 0.1%，较 4 月份回落 0.2pct，核心 CPI 为 1.2%，较 4 月份回落 0.2pct。欧元区 5 月份制造业 PMI 为 39.4，较 4 月份回升 6.0，CPI 为 0.1%，较 4 月份回落 0.2pct，核心 CPI 为 0.9%，与 4 月持平。日本 5 月份制造业 PMI 为 38.4，较 4 月份回落 3.5pct。疫情对欧美经济体的影响在逐渐消退，从新增失业人数来看，5 月份美国新增失业登记人数 209 万人，较 4 月回落 1802 万人，从非农群体来看，

5月美国非农就业增加250万人，较4月回升2300万人。



指数方面，5月上证综指下跌0.27%，深证综指上涨1.31%，创业板指上涨0.83%，沪深300下跌1.16%，上证50下跌1.93%。行业方面，涨幅前三的行业分别为食品饮料（申万）、商业贸易（申万）、休闲服务（申万），涨幅分别为9.07%、7.25%、6.66%，跌幅前三的行业为农林牧渔（申万）、非银金融（申万）、通信（申万），跌幅分别为-4.38%、-4.56%、-5.85%。6月份以来（截止至6月19日），上证综指上涨4.04%，深证综指上涨8.09%，创业板指上涨11.16%，沪深300上涨5.99%，上证50上涨4.25%。行业方面，涨幅前三的行业分别为休闲服务（申万）、电子（申万）、传媒（申万），涨幅分别为15.07%、13.28%、13.01%，涨幅后三行业分别为建筑装饰（申万）、建筑材料（申万）、银行（申万），涨跌幅分别为1.39%、0.45%、-0.38%。

表5：主要指数及领涨领跌板块

5月市场行情		涨幅前三行业		涨幅后三行业	
上证指数	-0.27%	食品饮料(申万)	9.07%	农林牧渔(申万)	-4.38%
深证综指	1.31%	商业贸易(申万)	7.25%	非银金融(申万)	-4.56%
创业板指	0.83%	休闲服务(申万)	6.66%	通信(申万)	-5.85%
6月（截止6月19日）		领涨行业		领跌行业	
上证指数	4.04%	休闲服务(申万)	15.07%	建筑装饰(申万)	1.39%
深证综指	8.09%	电子(申万)	13.28%	建筑材料(申万)	0.45%
创业板指	11.16%	传媒(申万)	13.01%	银行(申万)	-0.38%

二、对当期经济数据和市场数据点评

5月份，经济延续4月份企稳态势。从国内数据看，生产端，工业增加值数据修复至4%以上区间；需求端，投资、消费数据跌幅持续收窄，其中基建投资回升速度较快，地产投资维持高位，制造业投资则仍处于缓慢爬升当中，部分行业或存在库存压力，对需求回暖的反应相对滞后。消费端，耐用消费品景气度明显提升，房地产产业链及汽车产业链增速转正，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，线下消费依然承压。出口数据方面重新回落，一方面受到去年同期基数较高的运行，另一方面，外需整体依然承压。从社融数据看，货币流动性依然保持非常宽松，但资金利率出现明显回升。当前政策重点从宽货币、稳定流动性预期逐渐向财政政策发力、稳定实体经济的需求过度，货币政策进一步加码的必要性下降，但考虑到外需压力仍存的情况下，内需依然是短期政策所关注的重点，货币环境预计仍将维持相对宽松的区间内。从海外看，欧美发达国家受疫情“解封”、经济重启的影响，经济运行逐渐触底回升，美国非农就业人数重新转正，但巴西、印度、墨西哥等地区的单日确诊人数仍在持续上升，全球新增确诊病例居高不下，并且随着经济运行的常态化，疫情的“二次爆发”风险逐渐上升，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。美联储6月议息会议声明，表示维持当前基准利率及扩表节奏，以应对疫情对于经济的长期负面影响，点阵图预示未来两年不加息。

市场方面，5月份欧美主要经济体陆续推出解封和重启计划，对疫情的防控逐渐转向常态化，叠加美联储货币政策的宽松预期，欧美市场延续4月份以来的反弹趋势，道琼斯工业指数月涨幅4.26%，纳斯达克指数月涨幅6.75%，创出历史新高，但随后由于对于疫情二次扩散的担忧，出现回落调整。国内方面，两会召开，提出以保就业保民生为主要任务，货币、财政政策以托底为主，不走强刺激路线，低于市场预期，指数小幅回调，同时，受到中美贸易摩擦升级的影响，通信行业跌幅相对较大。进入6月份，随着经济数据的进一步回暖，以及相关政策的持续加码，如重启地摊经济以托底就业，国务院常务会议提出金融系统全年向各类企业合理让利1.5万亿元等多项措施，资本市场6月份重回升势，并且行业出现较为明显的分化，休闲服务、电子、传媒等行业受益于“后疫情”时代的修复逻辑，领跑市场。

三、对未来宏观经济和证券市场的展望

(一) 内需持续回升，可选消费加速修复

5月份国内经济数据持续回升，从生产端的修复逐渐转向需求端投资消费的修复。投资端，基建投资发力，地产投资维持高位，制造业投资虽然修复较慢，但考虑到其滞后效应，预计后续也将逐渐回升。消费端，耐用消费品的增速回升较快，汽车和地产产业链消费增速转正，可选消费的集中修复是5月份经济数据的一大亮点。海外方面，出口依然呈现结构分化特征，防疫物资出口贡献主要增量，尽管海外经济体陆续推出经济重启计划，但疫情的影响依然在持续发酵，外需的下滑仍是我国在相当长一段时间内所面临的宏观环境之一。因此内需的重要性依然较高，随着政府债券的加速发行，资金脱虚入实速度加快，基建投资预计仍将保持上升趋势，而地产投资由于其先行指标土地市场的景气度回落，其景气度较难进一步提升，因此相对而言基建行业依然是政策以及市场的主要关注方向之一。同时，随着疫情脉冲效应的减弱，可选消费的修复依然存在上行空间，但需要警惕北京局部疫情的反复，是否会带来二次的疫情防控措施的升级。

(二) 货币政策边际收紧，财政扩张预期升温

5月份以来，随着宏观经济的逐渐企稳，货币政策边际出现转向，资金利率快速回升，政策重点从宽货币、稳流动性预期往宽财政、稳实体经济需求的方向过渡，并且随着政府债券在5月份加速发行，后续实体经济的资金需求仍将持续上行，货币利率难以继续保持低位，政策目标将以维持相对宽松为主，进一步宽松可能性较小。而财政方面，政府两会提出了“预算内财政赤字率3.6%以上+专项债3.75万亿+1万亿特别国债”的组合拳，1-5月基建项目申报同比增近100%，叠加近期专项债的扩容落地，财政扩张预期在下半年进一步升温，将接棒货币政策成为下半年内需维稳的主要政策方向，预计基建产业链仍将维持较高的景气度。

(三) 海外“放弃治疗”，经济难以正常化，政策宽松是常态

5月以来，疫情的发展呈现两条主线。一方面是从欧美发达国家进一步往巴西、印度、墨西哥等国家地区扩散，这类发展中国家由于检测能力的限制以及防控能力相对较弱，新增确诊人数迅速上升。另一方面，随着欧美经济体的逐渐解禁，疫情二次爆发风险上升。以美国为例，多个州的疫情状况在快速复工后显著恶化，单日新增确认人数从2万人重新回升至3万人左右。全球单日新增确诊人数从10万人上升至15万人的水平，因此预计在疫苗研制成功之前，疫情或将对全球经济造成较长时间的压制。

美联储6月议息会议重申鸽派姿态，维持低利率及资产负债表的扩张；欧盟提出7500亿欧元（相当于欧盟GDP的5%）纾困计划，其中5000亿欧元将以救助款形式分配给欧盟成员国，2500亿欧元用于放贷；日本政府宣布第二轮刺激计划、规模为117万亿日元（约为GDP的20%）。世界各国政府依然延续加码其经济刺激计划。

(四) 资本市场改革加快，市场信心得到提振

从方向层面看，近期陆家嘴论坛传递资本市场改革积极信号。在国务院副总理刘鹤的书面致辞中，提出“建制度、不干预、零容忍”，在强调资本市场功能性的同时，加强对财务造假等违法违规行为的打击力度。在改革方面，易会满指出，将“支持资本市场重大改革创新措施在上海先行先试”，加速科创板再融资、做市商等制度完善，增强市场融资活力；

从执行层面看，近期创业板改革并试点注册制相关制度规则正式落地。创业板的改革涉及到存量改革，意味着资本市场改革已经进入深水区。创业板注册制的快速推进，对于全部A股市场存量公司来说，也是一个新试点，

过去一年以来外资限制放开、科创板的开通、创业板注册制落地，加上近期上证指数修订，都彰显了国家层面深化资本市场改革的决心，年初监管层提出，资本市场不仅仅是融资市场，也是投资市场，表明资本市场的定位已经发生重大的转变。未来的产业升级需要依靠强大和活跃的资本市场，传统的银行系统不能适应高端技术和高科技产业升级，打造活跃的资本市场是未来相当长时间内的政府的核心任务

(五) 结构性行情延续，未来预计维持震荡和分化

短期来看，国内经济依然维持低斜率回升态势，海外经济虽有企稳，但疫情仍存在二次爆发的可能，预计修复速度较慢，外需依然承压。我国所面临的宏观环境虽然至暗时刻已过，但尚未完全摆脱疫情的影响，因此内需的托底维稳作用依然必要。同时，随着经济的逐渐修复，权益市场的反弹主线也出现切换，可选消费行业逐渐领跑，“后疫情”时期的经济修复逻辑成为主线。

中期来看，货币流动性最宽松的时期或已过去，并且随着实体经济的修复，金融市场的流动性可能将边际收敛，估值溢价进一步上行难度较大，市场将更加聚焦业绩修复逻辑。主线一：政策逐渐转向财政政策的信用扩张，基建行业景气度在下半年或将进一步上行。主线二：疫情的影响将导致人流和物流的分离，高端消费回流国内，大众消费转向线上，聚焦基本面好的可选消费。

四、未来操作思考

国内下半年，市场风格将会财政政策收益重于货币政策收益，所以要更加关注基建链条和白酒品种。但是由于股票市场的流动性刺激减弱，市场的结构可能会更加重要，各个行业内部的分化会更加严重。

因为中国和海外可能会长期处于“物流人不流”的特征，而海外也基本放弃了治疗，所以我们认为海外需求会慢慢恢复，应该适当做一些海外需求的投资，但是国内需求仍然是重中之重。

【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。