

通胀下行、全面降准利好债市，债券市场多配

一、重要信息点评

央行宣布于 2021 年 7 月 15 日下调金融机构存款准备金率 0.5 个百分点，此次采取全面降准而非定向降准超出了市场预期。央行宣称此次降准的主要目的是缓解下游小微企业经营压力、缓解成本上涨对小微企业产生的冲击，同时缓解 MLF 到期压力，优化银行资金结构。此次降准对股市、楼市的影响偏中性，对债市影响偏正面。

央行公布金融数据，社融、信贷、M2 均超预期改善，国内信用收缩步伐放缓，企业债券、政府债券发行改善，信贷结构持续优化。6 月社融规模增量为 3.67 万亿元，比上年同期多 2,008 亿元，同比增速 11% 止跌。人民币贷款规模的回升、社融增速 4 个月以来首度企稳及 M2 增速连续两个月反弹表明紧信用过程可能进入尾声阶段，央行稳增长、稳信贷的政策优先级明显上升，后续信用收缩态势或将趋于缓和，预计社融增速大幅下行的阶段或已过去，大概率进入震荡期。

二、上周市场回顾

	本周以来涨跌幅	本月以来涨跌幅	今年以来涨跌幅
上证50	-1.37	-3.92	-7.66
沪深300	-0.23	-2.96	-2.72
万得全A	1.44	-1.06	4.34
中小板指	1.49	-1.86	1.74
偏股混合型基金指	1.52	-0.98	7.92
中证500	2.20	-0.05	6.87
创业板指	2.26	-1.95	14.94

上周 A 股小盘指数表现仍然整体好于大盘指数。上证 50、沪深 300 分别跌 1.37%、0.23%，其余主要指数不同程度上涨，创业板和中证 500 涨幅较大，分别上涨 2.26% 和 2.20%，偏股基金指数涨 1.52%。

今年以来，指数表现同样是小盘指数领先于大盘指数，其中创业板和中证 500 分别涨 14.94%和 6.87%，上证 50 和沪深 300 分别跌 7.66%和 2.72%。，偏股基金指数涨 7.92%

	本周以来涨跌幅	本月以来涨跌幅	今年以来涨跌幅
绩优股指数	-2.87	-5.97	-5.66
低市盈率指数	-1.69	-2.44	-6.28
低市净率指数	-1.11	-1.35	3.27
茅指数	-0.63	-3.71	3.93
大盘指数	-0.28	-3.09	-1.38
高市净率指数	0.59	-2.82	8.39
高市盈率指数	3.14	-0.43	18.73
小盘指数	3.48	1.42	7.83

上周除大盘指数外 A 股绩优股、低估值指数、茅指数同样表现较差 跌 0.28%--2.87%不等，小盘指数和高估值指数表现较好，其中小盘指数涨 3.48%。

今年以来，高估值资产涨幅较高，实现涨幅 18.73%，低估值资产和绩优股表现较差，分别跌 6.28%、5.66%

	本周以来涨跌幅		本月以来涨跌幅		今年以来涨跌幅
休闲服务	-4.91	休闲服务	-9.84	非银金融	-19.00
食品饮料	-4.38	食品饮料	-6.66	家用电器	-18.29
医药生物	-4.05	医药生物	-6.05	国防军工	-12.19
银行	-3.48	非银金融	-5.02	传媒	-11.15
传媒	-2.21	银行	-4.23	农林牧渔	-10.62
电子	5.05	汽车	1.33	综合	18.53
国防军工	6.80	钢铁	3.28	化工	26.18
化工	6.94	电气设备	3.62	钢铁	27.67
电气设备	7.16	化工	3.89	有色金属	27.85
有色金属	14.03	有色金属	13.66	电气设备	28.31

行业上，上周有色、电气设备、化工、军工、电子行业表现较好，其中有色行业涨幅最高，单周上涨 14.03%。休闲服务、食品饮料、医药、银行、传媒跌幅靠前，分别跌 4.91%、4.38%、4.05%、3.48%、2.21%。

今年以来，电气设备和钢铁、化工等上游行业表现较好，非银金融、军工、家电行业表现较差。

本周以来利率变动					本月以来利率变动					今年以来利率变动				
	1年	3年	5年	10年		1年	3年	5年	10年		1年	3年	5年	10年
国债	-5	-3	-6	-7	国债	-8	-4	-6	-7	国债	-13	-8	-6	-13
国开债	-5	-6	-5	-7	国开债	-6	-8	-5	-8	国开债	-11	-6	-7	-12
AAA信用债	-10	-12	-10	-	AAA信用债	-11	-14	-13	-	AAA信用债	-30	-25	-26	-
AA+信用债	-9	-14	-8	-	AA+信用债	-9	-17	-11	-	AA+信用债	-36	-45	-46	-
AA信用债	-9	-7	-7	-	AA信用债	-10	-9	-10	-	AA信用债	-44	-35	-25	-
AA-信用债	-10	-8	-7	-	AA-信用债	-10	-9	-10	-	AA-信用债	-36	-31	-28	-

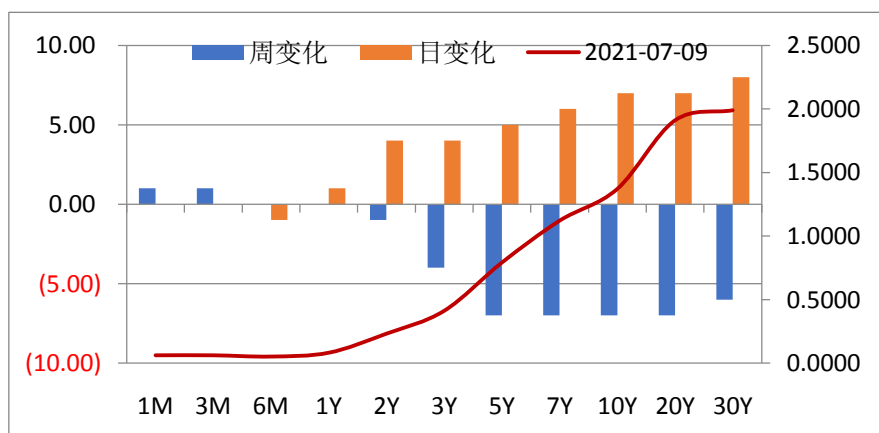
债券市场方面，上周主要券种利率下行明显，其中 AAA 级和 AA+ 级信用债利率下行较多，1—5 年期下行 8-14bp，利率债也出现下行，利率曲线平行移动。

今年以来，债券市场利率均出现下行，其中信用债下行幅度大于利率债，短端下行幅度大于长端。1-5 年期信用债下行 25—46bp 不等。

	本周以来涨跌幅	本月以来涨跌幅	今年以来涨跌幅
标普小盘600	-0.74	-1.11	21.51
标普中盘400	-0.12	0.38	17.33
道琼斯工业指数	0.24	1.07	13.93
标普500	0.40	1.68	16.33
纳斯达克指数	0.43	1.36	14.07

美股方面，纳斯达克指数、标普 500 上周分别小幅上涨 0.43%、0.40%，继续创新高，道指继 6 月上半月美股调整反弹后继续上行，上周实现涨幅 0.24%，标普小盘 600 和中盘 400 分别下跌 0.74% 和 0.12%。

今年以来 美股主要指数实现涨幅 14%--22% 不等，其中标普小盘 600 涨 21.51%，涨幅靠前。



上周美国主要期限国债利率走势先下后上，导致出现整周来看主要期限国债利率下行，周五单日主要期限国债利率上行的形态。

三、资产配置观点

指标	2021-01	2021-02	2021-03	2021-04	2021-05	2021-06	趋势
PMI	51.30	50.60	51.90	51.10	51.00	50.90	↘
社融存量:同比	13.00	13.30	12.30	11.70	11.00	11.00	低位
M2:同比	9.40	10.10	9.40	8.10	8.30	8.60	低位
社融-M2	3.60	3.20	2.90	3.60	2.70	2.40	↘
CPI:当月同比	-0.30	-0.20	0.40	0.90	1.30	1.10	拐头向下
PPI:全部工业品:当月同比	0.30	1.70	4.40	6.80	9.00	8.80	高位

度量经济增长的同步指标 PMI 确认我国经济运行的下行拐点。上周公布的社融和上月持平 超市场预期 社融增速从 2020 年 11 月确认高点以来从 13.70%下行至 11% , 后续信用收缩态势或将趋于缓和。

收益率					收益率5年分位数				
	1年	3年	5年	10年		1年	3年	5年	10年
国债	2.35	2.74	2.89	3.01	国债	0.22	0.24	0.21	0.19
国开债	2.45	2.92	3.20	3.41	国开债	0.17	0.16	0.17	0.18
AAA信用债	2.82	3.23	3.49	-	AAA信用债	0.12	0.16	0.15	-
AA+信用债	2.96	3.43	3.74	-	AA+信用债	0.10	0.16	0.15	-
AA信用债	3.32	3.91	4.35	-	AA信用债	0.17	0.22	0.17	-
AA-信用债	5.52	6.11	6.55	-	AA-信用债	0.41	0.47	0.37	-

6 月 CPI、PPI 均出现拐头向下 ,前期市场预期的通胀在 5 月份达到高点得到印证。通胀对债券市场的制约因素暂时缓解。加之国常会对降准、降低实体经济利率的表述 , 债券市场开启了新一轮收益率下行。

指数	指标值				5年分位数			
	PE	预测PE	PB	股权溢价率	PE	预测PE	PB	股权溢价率
中证500	21.88	16.92	2.00	1.16	0.12	0.11	0.38	0.93
中小板指	32.63	25.98	4.55	-0.35	0.61	0.85	0.91	0.55
沪深300	14.33	12.85	1.68	3.57	0.80	0.88	0.89	0.45
万得全A	20.60	17.69	2.03	1.44	0.63	0.86	0.70	0.53
上证50	11.97	11.28	1.43	4.94	0.85	0.90	0.89	0.34
创业板指	61.38	49.14	9.17	-1.78	0.85	1.00	0.99	0.42

利润增长预期	2021/3/31	2021/6/30	2021/7/8
中证500	2.30	47.95	48.29
中小板指	33.66	34.66	34.25
沪深300	7.68	20.33	20.73
万得全A	11.91	29.27	29.84
上证50	2.56	16.34	16.39
创业板指	45.65	42.11	41.69

从静态收益率来看，A 股估值偏高，市场预期 2021 年全年上市公司利润增长一直处于上行趋势，目前预期 2021 年利润增长是 29.84%，万得全 A 预测 PE 17.69 倍，处于 86 分位水平。由于债券收益率较低，股权溢价率处于 53 分位水平。考虑 2021 年上市公司利润增长 A 股估值处于合理水平。

综上，经济拐点得到确认，通胀下行拐点出现，信用紧缩暂时缓解，股票市场中性，有局部机会；债券开启新一轮收益率下行。债券市场多配，股票市场中性配置，同时风格规避高估值因子，同时注意其他风格因子的平衡配置。

风险提示：本材料的信息均来源于已公开的资料，对信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本材料中的观点、分析仅代表公司研究团队观点，在任何情况下本文中的信息或表达的意见并不构成实际投资结果，也不构成任何对投资人的投资建议和担保。任何媒体、网站、个人未经本公司授权不得转载。