

# 经济回落慢于预期，债市收益率继续下行

## 一、重要信息点评

6 月和二季度宏观数据公布，上半年国内生产总值同比增长 12.7%，比一季度回落 5.6 个百分点；两年平均增长 5.3%，两年平均增速比一季度加快 0.3 个百分点，具体分季度看，一季度 GDP 同比增长 18.3%，两年平均增长 5.0%；二季度 GDP 同比增长 7.9% 环比增长 1.3% 两年平均增长 5.5%。按人民币计，中国 6 月出口同比增长 20.2%，预期增长 15.1% 前值增长 18.1%。6 月固定资产投资累计同比 12.6% 前值为 15.4%，两年平均增长 4.46%，前值 3.99%；

社会消费品零售总额当月同比 12.10%，两年平均增长 4.92%，前值为 4.52%，工业增加值当月同比 8.3%，两年平均增长 6.54%，前值 6.58%，继续向下波动。从边际变化来看，出口延续强势超预期；工业向下波动；投资、消费继续回升，还未恢复到疫情前水平；投资分项中，地产已现疲态，基建、制造业投资对冲了地产影响。总之，经济已过前期高点，但回落速度慢于市场预期。

本周央行正式实施降准同时等价缩量续作 1000 亿 MLF，基本符合市场预期。

## 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 |
|----------|---------|---------|---------|
| 中小板指     | 0.03    | -1.83   | 1.76    |
| 上证50     | 0.25    | -3.68   | -7.44   |
| 沪深300    | 0.50    | -2.47   | -2.24   |
| 创业板指     | 0.68    | -1.28   | 15.72   |
| 万得全A     | 0.84    | -0.23   | 5.21    |
| 偏股混合型基金指 | 0.93    | -0.05   | 8.92    |
| 中证500    | 1.77    | 1.72    | 8.76    |

上周 A 股主要宽基指数均出现上涨，其中，中证 500 涨幅最大，涨幅为 1.77%。

中小板指涨幅最小，涨幅为 0.03%，偏股基金指数涨 0.93%。

今年以来，小盘指数表现优于大盘指数，其中创业板和中证 500 分别涨 15.72%和 8.76%，上证 50 和沪深 300 分别跌 7.44%和 2.24%。，偏股基金指数涨 8.92%

|        | 本周以来涨跌幅 | 本月以来涨跌幅 | 今年以来涨跌幅 |
|--------|---------|---------|---------|
| 低市净率指数 | -0.61   | -1.95   | 2.64    |
| 低市盈率指数 | -0.42   | -2.86   | -6.68   |
| 茅指数    | 0.27    | -3.45   | 4.21    |
| 大盘指数   | 0.50    | -2.60   | -0.88   |
| 高市净率指数 | 0.91    | -1.94   | 9.38    |
| 绩优股指数  | 1.04    | -5.00   | -4.69   |
| 高市盈率指数 | 1.09    | 0.66    | 20.03   |
| 小盘指数   | 1.69    | 3.13    | 9.65    |

上周低估值指数表现较差，下跌 0.61%，小盘指数、高估值指数、绩优股指数表现较好，分别涨 1.69%、1.09%、1.04%。

今年以来，高估值资产涨幅较高，实现涨幅 20.03%，低估值资产和绩优股表现较差，分别跌 6.68%、4.69%

|      | 本周以来涨跌幅 |      | 本月以来涨跌幅 |      | 今年以来涨跌幅 |
|------|---------|------|---------|------|---------|
| 汽车   | -3.62   | 休闲服务 | -7.10   | 非银金融 | -18.41  |
| 农林牧渔 | -2.58   | 农林牧渔 | -5.60   | 家用电器 | -17.92  |
| 电子   | -2.07   | 银行   | -4.43   | 农林牧渔 | -12.92  |
| 房地产  | -1.65   | 非银金融 | -4.33   | 房地产  | -10.77  |
| 交通运输 | -1.21   | 食品饮料 | -3.79   | 传媒   | -10.48  |
| 食品饮料 | 3.07    | 采掘   | 2.36    | 采掘   | 20.07   |
| 化工   | 3.22    | 电气设备 | 3.68    | 电气设备 | 28.39   |
| 采掘   | 3.92    | 化工   | 7.23    | 化工   | 30.24   |
| 通信   | 4.21    | 钢铁   | 9.70    | 有色金属 | 30.84   |
| 钢铁   | 6.22    | 有色金属 | 16.31   | 钢铁   | 35.61   |

行业上，上周钢铁、通信、采掘、化工、食品饮料行业表现较好，其中钢铁行业涨幅最高，单周上涨 6.22%。汽车、农林牧渔、电子、房地产、交运跌幅靠前，分别跌 3.62%、2.58%、2.07%、1.65%、1.21%。

今年以来，电气设备和钢铁、有色、化工等上游行业表现较好，非银金融、家电、农林牧渔行业表现较差。

| 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       | -8  | -11 | -10 | -7  | 国债       | -16 | -15 | -16 | -13 | 国债       | -20 | -19 | -16 | -20 |
| 国开债      | -6  | -6  | -12 | -7  | 国开债      | -12 | -14 | -17 | -15 | 国开债      | -16 | -12 | -18 | -20 |
| AAA信用债   | -9  | -8  | -10 | -   | AAA信用债   | -21 | -22 | -23 | -   | AAA信用债   | -39 | -33 | -36 | -   |
| AA+信用债   | -5  | -7  | -10 | -   | AA+信用债   | -15 | -24 | -21 | -   | AA+信用债   | -41 | -52 | -56 | -   |
| AA信用债    | -10 | -8  | -6  | -   | AA信用债    | -21 | -17 | -16 | -   | AA信用债    | -54 | -43 | -31 | -   |
| AA-信用债   | -10 | -8  | -6  | -   | AA-信用债   | -21 | -17 | -16 | -   | AA-信用债   | -46 | -39 | -34 | -   |

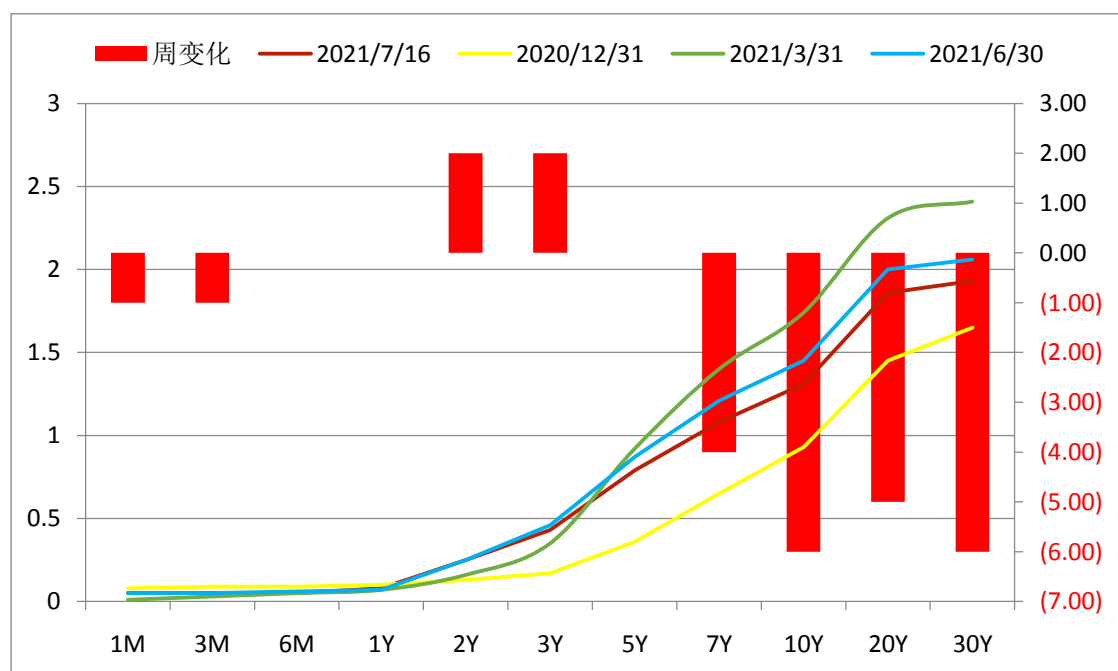
债券市场方面，上周主要券种利率均出现下行，5年期高等级债券利率下行更为明显，1年期低等级债券利率下行更加明显。

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，1-5年期信用债下行31—56bp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 | -4.56   | -5.62   | 15.96   |
| 标普中盘400 | -3.31   | -2.94   | 13.45   |
| 纳斯达克指数  | -1.87   | -0.53   | 11.94   |
| 标普500   | -0.97   | 0.69    | 15.20   |
| 道琼斯工业指数 | -0.52   | 0.54    | 13.33   |

美股方面，主要指数均出现下跌，其中标普小盘600和标普中盘400跌幅较大，分别跌4.56%、3.31%，道指和标普500相对跌幅较小，分别下跌0.52%、0.97%。

今年以来，美股主要指数实现涨幅11%--16%不等，其中标普小盘600涨15.96%，涨幅靠前。



上周美国短期国债利率和长期国债利率走势相反，短期国债利率上行，2 年期和 3 年期国债利率上行 2bp,长期国债利率出现下行,7-10 年期利率下行 4-6bp。

### 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   | ↘    |
| 工业增加值: 当月同比: 两年平均          | 9.54    | 6.27    | 6.23    | 6.81    | 6.58    | 6.54    | ↘    |
| GDP: 不变价: 累计同比             |         |         | 5.00    |         |         | 5.31    | ↗    |
| 固定资产投资完成额: 累计同比: 两年平均      |         | 0.96    | 2.65    | 3.71    | 3.99    | 4.46    | ↗    |
| 固定资产投资完成额: 制造业: 累计同比: 两年平均 |         | -3.02   | -1.47   | 0.26    | 1.28    | 2.59    | ↗    |
| 房地产开发投资完成额: 累计同比: 两年平均     |         | 7.59    | 7.67    | 8.44    | 8.60    | 8.25    | 拐头向下 |
| 社会消费品零售总额: 累计同比            |         | 3.14    | 4.14    | 4.21    | 4.27    | 4.39    | ↗    |
| 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   |

本周公布的经济数据表明我国经济高点已过，但回落速度慢于市场预期。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     | 2.27 | 2.63 | 2.79 | 2.94 | 国债       | 0.19 | 0.18 | 0.17 | 0.17 |
| 国开债    | 2.39 | 2.86 | 3.08 | 3.34 | 国开债      | 0.14 | 0.15 | 0.15 | 0.16 |
| AAA信用债 | 2.72 | 3.16 | 3.40 | -    | AAA信用债   | 0.09 | 0.14 | 0.13 | -    |
| AA+信用债 | 2.91 | 3.37 | 3.65 | -    | AA+信用债   | 0.09 | 0.14 | 0.13 | -    |
| AA信用债  | 3.22 | 3.84 | 4.30 | -    | AA信用债    | 0.13 | 0.19 | 0.15 | -    |
| AA-信用债 | 5.42 | 6.04 | 6.50 | -    | AA-信用债   | 0.30 | 0.35 | 0.32 | -    |

虽然 6 月份经济回落速度慢于市场预期，但上周末的降准大幅催化了债券收益率下行。加之 6 月 CPI、PPI 均出现拐头向下，通胀对债券市场的制约因素暂时缓解。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 |
| 上证50  | 11.94 | 11.24 | 1.46 | 5.04  | 0.83  | 0.88 | 0.91 | 0.37  |
| 沪深300 | 14.31 | 12.81 | 1.70 | 3.65  | 0.77  | 0.86 | 0.91 | 0.47  |
| 中小板指  | 32.57 | 26.09 | 4.55 | -0.27 | 0.58  | 0.84 | 0.90 | 0.59  |
| 创业板指  | 61.70 | 49.23 | 9.23 | -1.72 | 0.84  | 0.99 | 0.99 | 0.46  |
| 中证500 | 22.29 | 17.14 | 2.03 | 1.15  | 0.15  | 0.15 | 0.44 | 0.92  |
| 万得全A  | 20.66 | 17.69 | 2.05 | 1.50  | 0.64  | 0.87 | 0.75 | 0.55  |

| 利润增长预期 | 2021/3/31 | 2021/6/30 | 2021/7/16 |
|--------|-----------|-----------|-----------|
| 上证50   | 2.56      | 16.34     | 16.62     |
| 沪深300  | 7.68      | 20.33     | 20.63     |
| 中小板指   | 33.66     | 34.66     | 33.41     |
| 创业板指   | 45.65     | 42.11     | 42.17     |
| 中证500  | 2.30      | 47.95     | 48.82     |
| 万得全A   | 11.91     | 29.27     | 29.93     |

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 29.93%，万得全 A 预测 PE 17.69 倍，处于 87%分位水平。由于债券收益率较低，股权溢价率处于 55%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，经济回落慢于市场预期，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。