

货币政策立场不变 商品板块继续分化

事件：

中国经济“半年报”出炉。上半年 GDP 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%。上半年，全国规模以上工业增加值同比增长 15.9%，两年平均增长 7.0%，比一季度加快 0.2 个百分点。上半年，全国固定资产投资（不含农户）同比增长 12.6%，两年平均增长 4.4%，其中房地产开发投资同比增长 15%，两年平均增长 8.2%，比 1-5 月份略降。

上半年，社会消费品零售总额同比增长 23%，两年平均增长 4.4%，比一季度加快 0.2 个百分点。6 月全国城镇调查失业率为 5.0%，与 5 月份持平。上半年全国居民人均可支配收入 17642 元，同比名义增长 12.6%，扣除价格因素同比实际增长 12%，较前值小幅回落。

点评：

7 月至今股、商走势分化。7 月至今新兴市场股指有所调整，MSCI 新兴市场录得下跌 2%，而在全面降准的利好下，沪深 300 指数仍录得下跌 1.39%，发达经济体股指仍有上行趋势，MSCI 美国和欧洲分别录得上涨 1.5%、1.3%。Wind 商品录得上涨 5.27% 表现偏强，分项来看，油脂油料、焦煤钢矿领涨整体商品，分别录得上涨 7.3%、4%，受欧佩克增产不确定性影响，布油、化工板块整体震荡，有色、黄金分别录得上涨 1.3%、3.4%，美元指数基本走平。

二季度和 6 月经济数据不改整体温和放缓的判断。二季度和 6 月经济数据整体偏强：1、从两年平均增速来看，工业增加值、消费、固定资产投资均好于 5 月数据，在政府持续调控政策下，房地产销售增速表现出一定韧性，而局部的疫情封锁也并未使得零售和服务业明显承压；2、6 月出口再超预期，在欧美逐渐解封限制政策的背景下，中国 6 月出口在机电产品、纺织服装分项的拉动下继续超预期，但由于后续出口基数将迅速抬升，同比增速将难以避免出现回落。目前来看，国内宏观杠杆率稳步走低，出口份额回落等逻辑仍未改变，因此我们延续下半年国内经济温和放缓的判断。

偏强的经济数据指向本轮降准主要是对冲后续流动性到期。7 月 9 日，央行宣布全面降准，将在 2021 年 7 月 15 日下调金融机构存款准备金率 0.5 个百分点，本次意外的全面降准令市场对“新一轮宽松周期开启”预期明显上升。结合近期稳健的经济增速和通胀均不构成全面宽松的理由，那么对冲下半年到期的 4.15 万亿 MLF 流动性到期冲击才是对全面降准的正确解读。从 7 月 15 日降准正式落地后股指和期债表现偏弱，以及 4000 亿 MLF 到期续作 1000 亿来看，我们认为“新一轮宽松周期开启”的判断不成立。

短期股指偏谨慎，商品板块分化或将加剧。随着美联储官宣 Taper 时间的持续临近，需要警惕新兴市场股指的“抢跑”风险——根据我们对历史上的 Taper 分析来看，当美联储官

投资咨询业务资格：

证监许可【2011】1289 号

研究院 FICC 组

侯峻

从业资格号：F3024428

投资咨询号：Z0013950

研究员

蔡劭立

☎ 0755-23887993

✉ caishaoli@htfc.com

从业资格号：F3063489

投资咨询号：Z0014617

联系人：

彭鑫

☎ 010-64405663

✉ pengxin@htfc.com

从业资格号：F3066607

高聪

☎ 021-60828524

✉ gaocong@htfc.com

从业资格号：F3063338

宣 Taper 后是风险资产调整最快的阶段。对于政策路径，我们预计美联储可能会在 8 月杰克森霍尔央行会议上公布 Taper 信息，并且在年底正式公布 Taper 的时间表，因此我们对三季度新兴市场股指持谨慎观点。商品板块则分化将加剧，国内各省压降产能政策对钢材价格构成一定支撑；原油和能化板块目前仍在面临欧佩克增产不确定性的影响，目前阿联酋和沙特仍未达成最终协议，但我们继续看好后续原油需求；能化板块继续受到海外宏观面改善的支撑，目前美债利率维持低位震荡，市场认为财政部一般存款账户仍会进一步下降，将继续向市场投放流动性，并且拜登的基建计划近期也取得一定进展。

图 1: 全球大类资产涨跌幅一览

单位: %

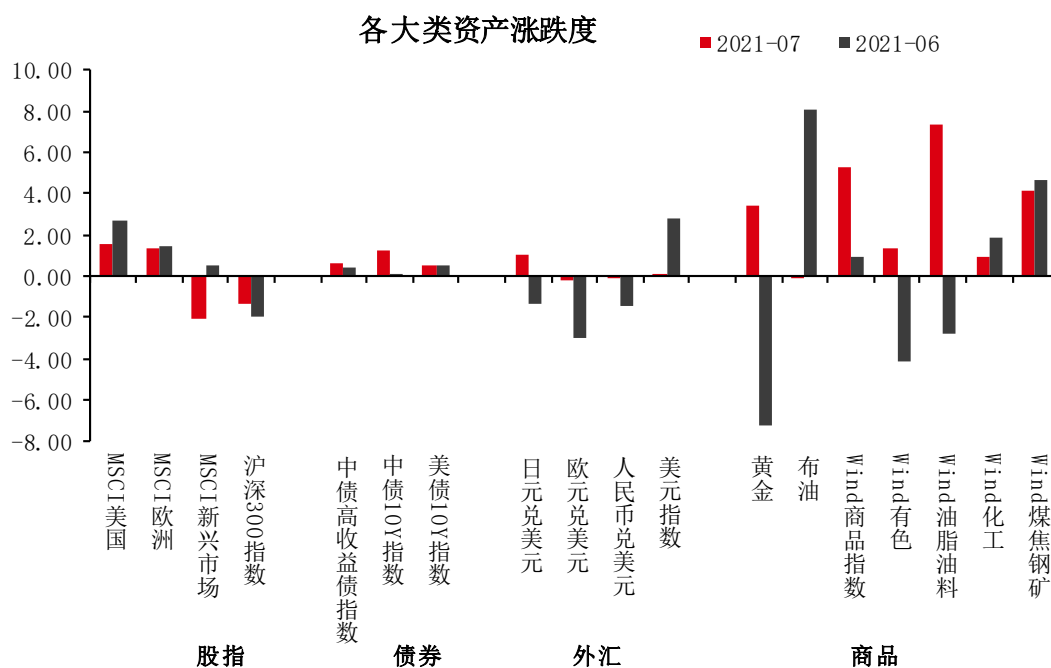


图 2: 国内 GDP 增速

单位: %

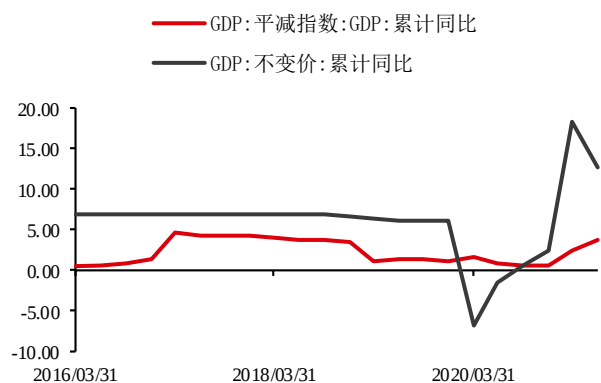


图 3: 三大产业对 GDP 贡献率

单位: %

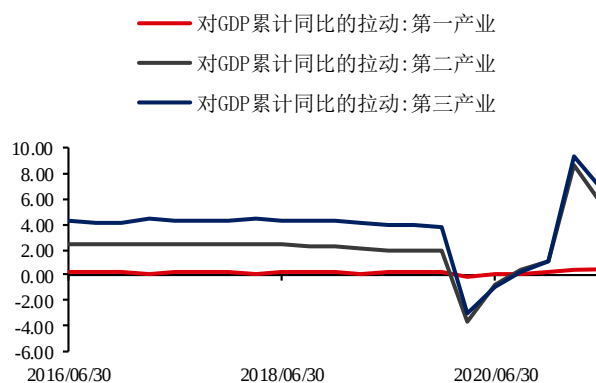
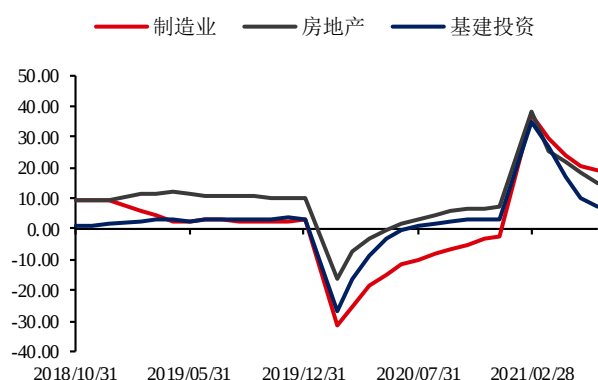
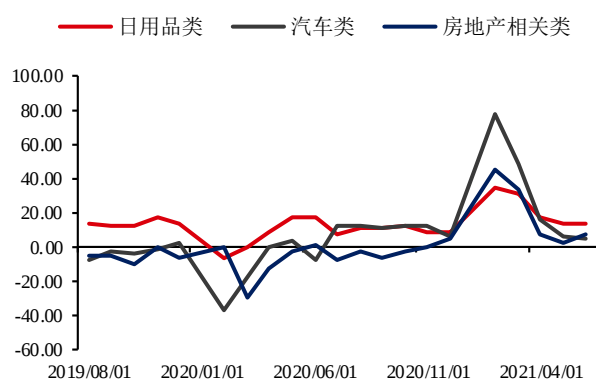


图 4: 固定资产投资分项累计同比 单位:%



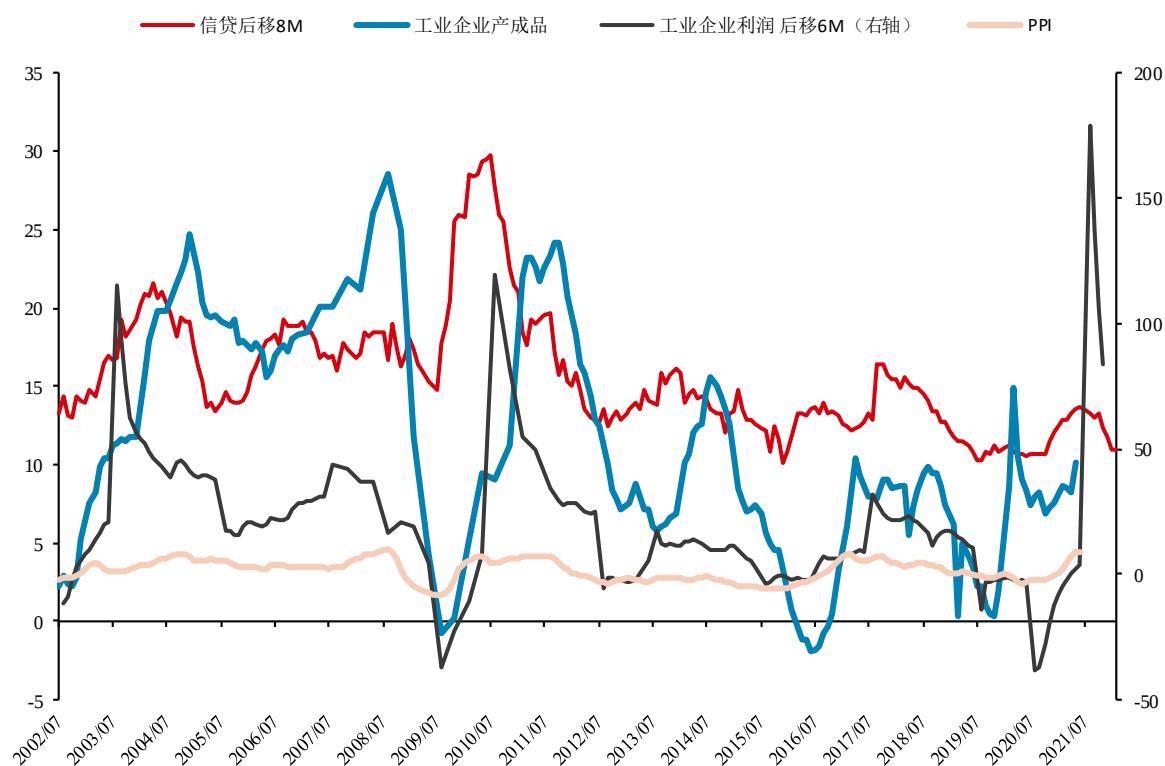
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 5: 社会零售销售分项累积同比 单位: %



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 6: 国内库存周期基本见顶 单位: %



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 7: 国内专项债发行节奏偏慢

单位: 亿元

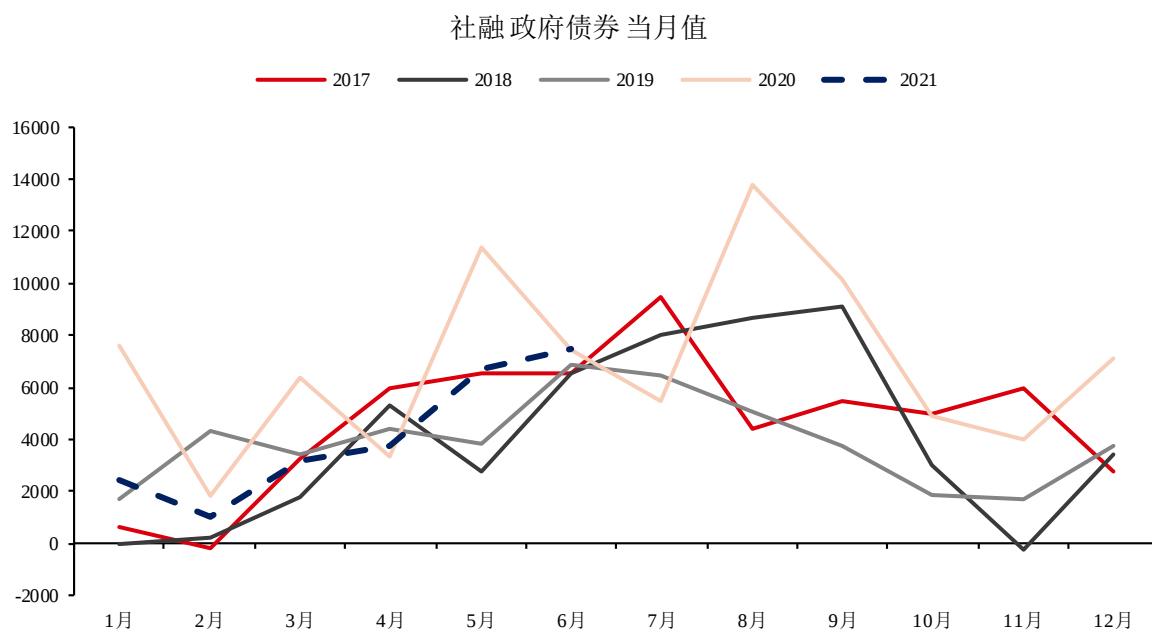
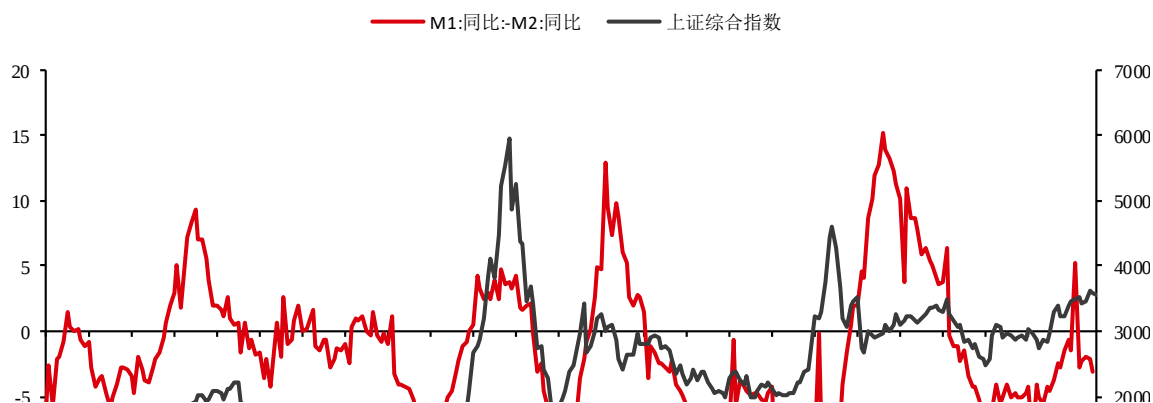


图 8: M1-M2 剪刀差略微领先股指

单位: %



预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_22198

