

核心观点

韦志超
首席经济学家
SAC 执证编号: S0110520110004
weizhichao@sczq.com.cn
电话: 86-10-56511920

杨亚仙
联系人
yangyaxian@sczq.com.cn
电话: 86-10-56511883

相关研究

- 中期策略报告: 以逸待劳, 静待良机
- 6月经济数据点评: 经济保持低位平稳
- 政策宽松的拐点

- 二季度 GDP 两年平均增速为 5.5%，略高于一季度（5.0%），但显著低于去年 4 季度及疫情前。尽管 6 月单月数据略好于 5 月，但 GDP 增速依然疲弱，三产仍是经济中较大的拖累。因此，尽管短期经济下行不明显，但上半年经济整体疲弱是政府转向宽松的最重要原因。社融季调环比增速在 2021 年上半年平稳，决定了下半年经济走势是大体平稳的基调。政策已经在 7 月开始维稳经济。因此，下半年经济大概率保持平稳走势。
- 7 月 15 日，央行缩量续作 1000 亿元 MLF，利率维持不变，说明央行的货币政策基调仍然偏稳。从历史经验来看，LPR 与 MLF 利率的联动性较强，因此 LPR 降息概率极小。此前，市场普遍认为因央行降准带来的流动性宽松预期将致使银行让利，导致银行板块大幅回调。此次降准但未降息对银行构成实质性利好。
- 央行宣布降准后，债市红火、股市表现略为平淡。上周 10 年国债收益率累计下行 7BP，沪深 300 累计上涨 0.5%。其中，中证 500 和国证 2000 指数分别上涨 1.8% 和 1.3%，大幅好于沪深 300、上证 50 以及茅指数。
- 对于 A 股而言，在下半年经济平稳、流动性维稳的环境下，最大的风险来自于外盘，如果外盘不出现明显调整，北上资金维持净买入，A 股下跌空间也相对有限。从估值角度来看，目前沪深 300、上证 50 处于历史高位，而中证 500 和国证 2000 仍处低位。由于沪深 300 定价权主要在北上资金手中，下半年外盘整体震荡的环境下，沪深 300 估值压力较大，估值较低的中证 500 股票在流动性宽松环境下存在一定优势。
- 对于债市而言，中美利差相对友好，中国十年国债利率已经回落至 3% 以下，对比历史上十年国债利率的低位区间，当前的经济基本面并未大幅走弱。结合历史点位，我们认为国债收益率低点落在 2.9% 左右较为合理，利率进一步大幅下行的空间相对有限。值得注意的是，转债指数与国证 2000 走势相近，因估值较低或有结构性机会。
- 在政策的呵护下，2021 年下半年的经济大体维持平稳，流动性环境保持中性略松。全球经济缓慢修复，美债利率缓慢上行。在此背景下，股债整体维持震荡的概率较大，中证 500 则由于估值较低有一定的上行机会。资本市场的胜负手和不确定性依然是疫情走势，建议紧密跟踪疫情变化，以逸待劳，静观其变。

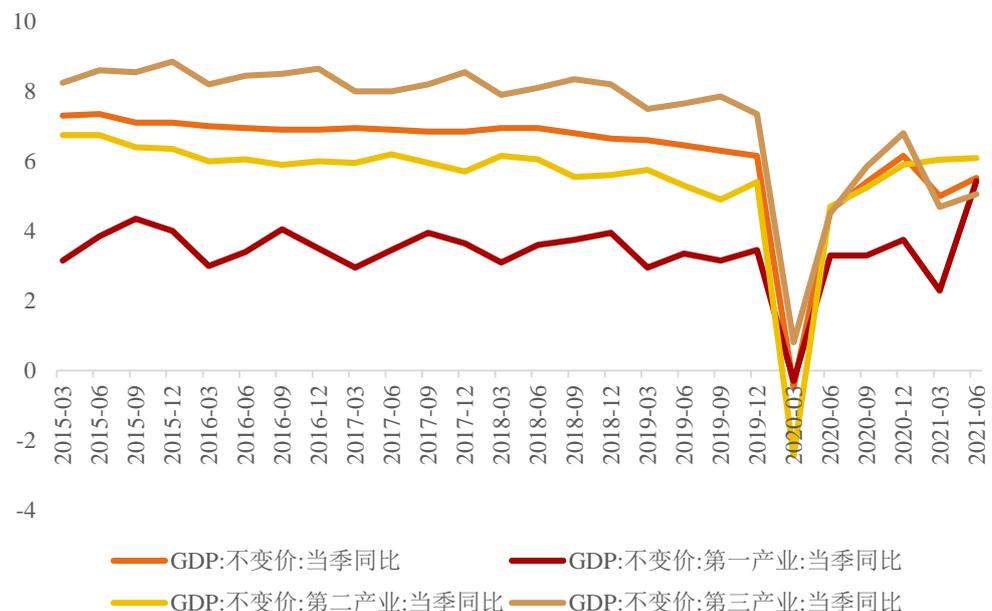
风险提示：经济下行超预期，疫情超预期

1 上半年经济疲弱是政府转向宽松的主要原因

二季度经济数据公布，GDP 两年平均增速为 5.5%，略高于一季度的 5.0%，但显著低于 2020 年 4 季度的 6.1% 以及疫情前 6.5% 左右的水平。其中二产仍保持较高增速 6.1%，比一季度的 6.0% 小幅提升 0.1 个百分点，略高于 2020 年 4 季度以及疫情前；三产两年平均增速为 5.1%，快于一季度的 4.7%，但远低于去年 4 季度以及疫情前的 7%-8%，受制于疫情防控的常态化以及局部地区疫情的接连发生，三产恢复最慢，未来的修复空间很大。但一产大幅提升至 5.4%，远高于一季度的 2.3%，并大大超过疫情前水平，疫情前保持在 3% 左右。

7 月 9 日，央行宣布全面降准，并于 2021 年 7 月 15 日下调金融机构存款准备金率 0.5%，央行降准的意图众说纷纭。尽管从 6 月单月数据看，出口和投资表现均略好于 5 月，但 GDP 增速依然疲弱，二季度复合同比仅比一季度略有提升，三产仍是经济中较大的拖累，与 2020 年四季度的水平依然有一定的差距。2021 年上半年除了出口和工业增加值保持高增外，其他分项均有所减弱，整体恢复情况弱于 2020 年下半年和 2019 年下半年。因此，我们认为，尽管短期经济下行不明显，但上半年整体经济疲弱是政府转向宽松的最重要原因。

图 1：三产依然形成对经济的显著拖累



资料来源：Wind, 首创证券

图 2：2021 年上半年整体较弱

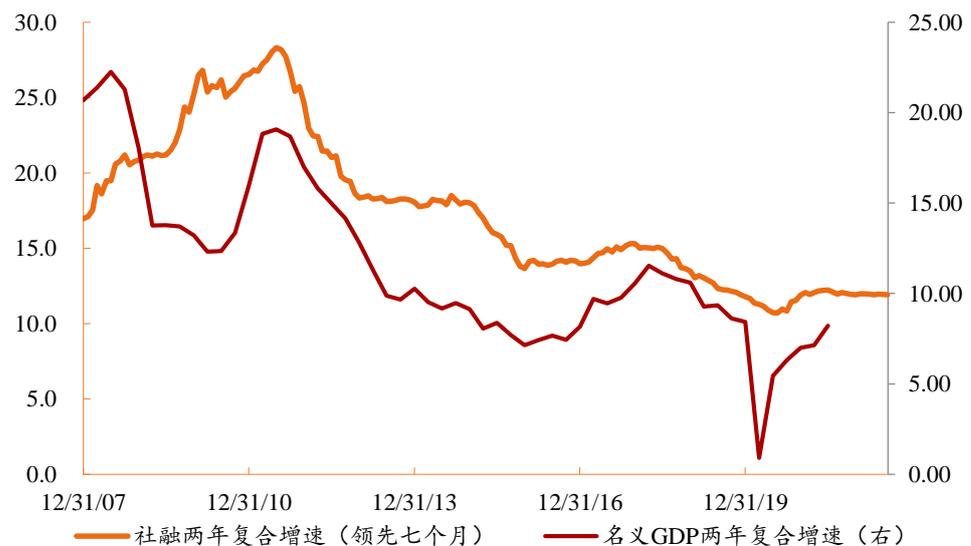


资料来源：Wind, 首创证券

注：2021 年数据取前半年累计复合增速，2020 年下半年和 2019 年下半年取 7-12 月各月复合增速的平均值。

中国经济主体的决定因素是社融。为了应对疫情，2020 年 3-5 月社融大幅放量，根据社融领先 7 个月的规律，经济在 2020 年四季度达到高峰；然而，社融季调环比增速在 2021 年上半年平稳，决定了 2021 年下半年的经济走势是大体平稳的基调。政策已经在 7 月开始维稳经济。因此，下半年经济大概率保持平稳走势。

图 3：社融复合增速领先名义 GDP 复合增速 7 个月

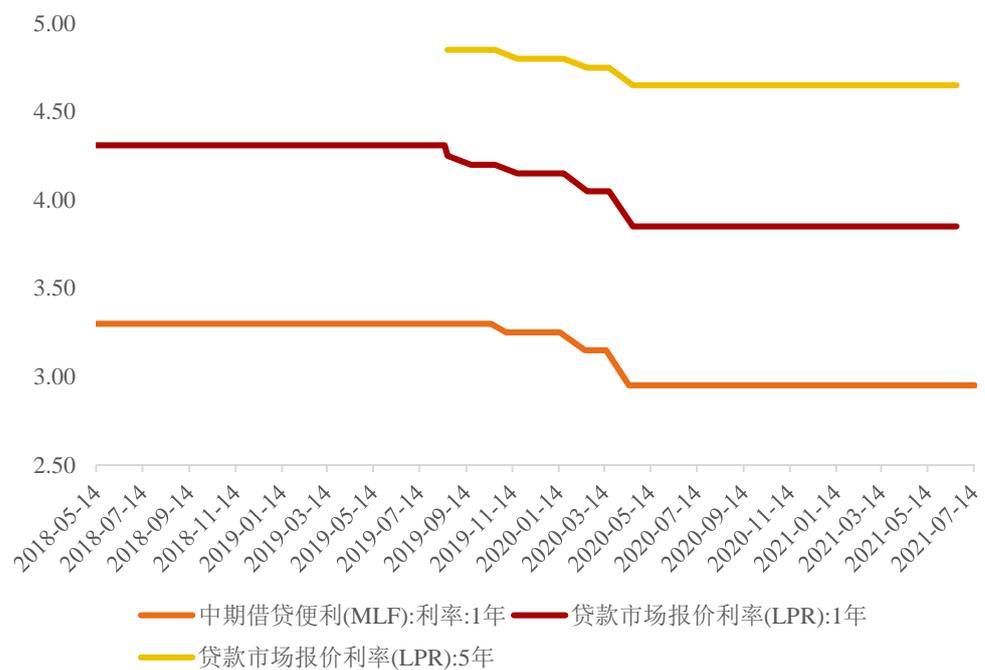


资料来源：Wind, 首创证券

2 全面降准后债火股淡

降准但未降息对银行构成实质性利好。7月15日，央行缩量续作1000亿元MLF，利率维持不变。MLF利率未降，说明央行的货币政策基调仍然偏稳，没有所谓的大水漫灌，但规模上略超预期。从历史经验来看，LPR与MLF利率的联动性较强，如果没有MLF降息，LPR降息概率极小。此前，市场普遍认为因央行降准带来的流动性宽松预期将致使银行让利，或压制银行板股价格，导致银行板块大幅回调。

图4：LPR基本跟随MLF利率变动



资料来源：Wind, 首创证券

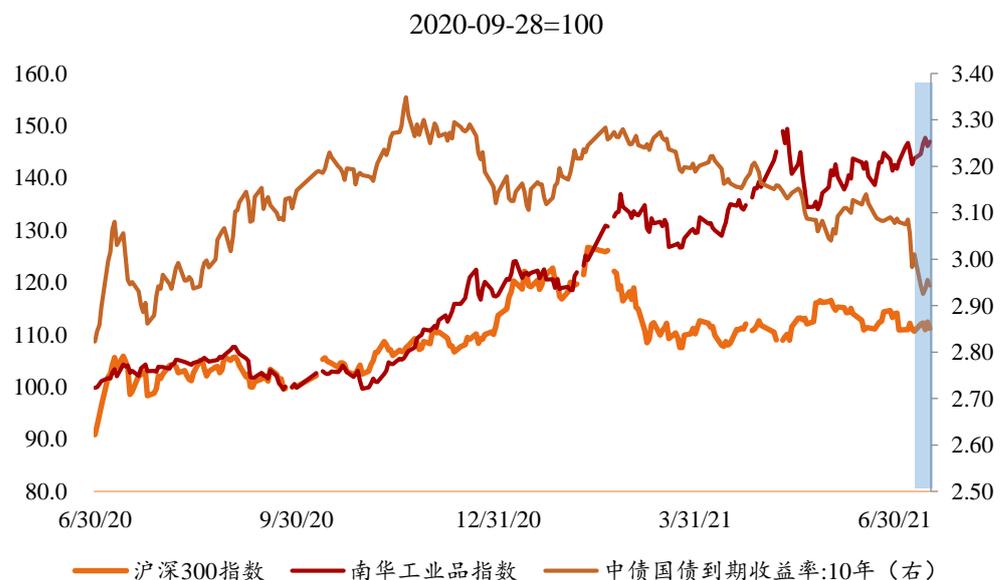
图 5：9 日宣布降准后，银行板块连续下跌，15 日宣布 MLF 利率不变，银行板块大涨



资料来源：Wind, 首创证券

央行宣布降准后，债市红火、股市表现略为平淡。上周 10 年期国债收益率累计下行 7BP，沪深 300 指数呈现震荡走势，累计上涨 0.5%，南华工业品指数累计上涨 2.3%。其中，中证 500 和国证 2000 指数分别累计上涨 1.8% 和 1.3%，大幅好于沪深 300(0.5%)、上证 50 (0.3%) 以及茅指数 (0.3%)。

图 6：降准后，债市红火，股市平淡

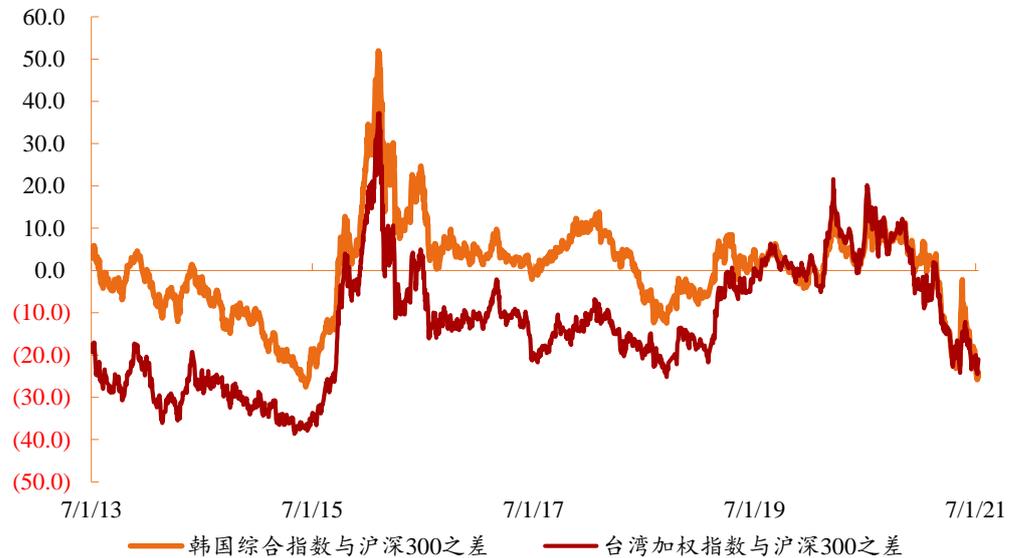


资料来源：Wind, 首创证券

对于 A 股而言，在下半年经济平稳、流动性维稳的环境下，最大的风险来自于外盘，如果外盘不出现明显调整，北上资金维持净买入，A 股下跌空间也相对有限，从历史角度来看，A 股与中国台湾和韩国股市涨幅差过大后往往会出现收敛。美债利率为多种大

类资产的定价锚，下半年美联储预计将紧缩 QE 规模，美债利率可能面临上行压力，随着美国经济逐渐见顶回落，市场通胀预期持续走弱，综合来看下半年美债利率将逐步上行，但需要的时间可能比较长，美股预计将出现震荡调整。

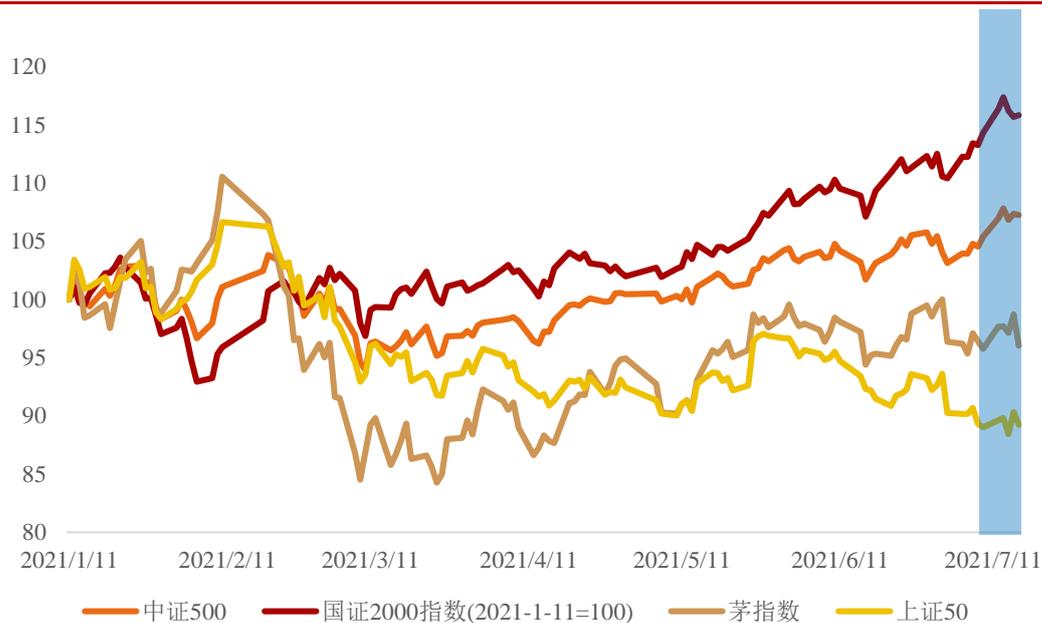
图 7：与外盘走势分歧扩大后将出现收敛



资料来源：Wind, 首创证券

从估值角度来看，目前沪深 300、上证 50 处于历史高位，而中证 500 和国证 2000 仍处低位。3 月起中证 500 逐步走强，明显跑赢大盘权重股，估值低位的中小盘股票相对更加强势。由于沪深 300 定价权主要在北上资金手中，下半年外盘整体震荡的环境下，沪深 300 估值压力较大，估值较低的中证 500 股票在流动性宽松环境下存在一定优势，有望迎来估值回归。

图 8：中证 500 和国证 2000 表现大幅好于上证 50、茅指数



资料来源：Wind, 首创证券

图 9：中证 500 估值历史分位数



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_22273



云报告
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告
<https://www.yunbaogao.cn>