

核心观点

韦志超

首席分析师

SAC 执业编号: S0110520110004

weizhichao@sczq.com.cn

电话: 86-10-56511920

王蔚然

研究助理

wangweiran@sczq.com.cn

电话: 86-10-56511796

- 降准后，资本市场经历了一段时间的消化期，最近表现平稳，股债商品均在窄幅震荡。最近的变化主要集中在疫情上，中外均有所恶化。疫情的恶化没有背离之前的规律，因此影响不算很大，美股也基本修复。但疫情的变化仍然是最需要关注的变量。
- 德尔塔毒株肆虐，部分国家新增病例骤增。但由于疫苗普及，死亡率大幅下降，英国在疫情逐渐加剧的时点坚持解封，表明欧美国家已经将新冠病毒视作“大号流感”。市场再度交易疫情，美欧新增病例差与美元指数相关性提升，资本市场 Risk Off 之后再度反弹，发达市场整体强于新兴市场。
- 外需延续磨顶，欧洲制造业已现疲态。7月欧洲制造业 PMI 下行 0.8，是今年以来首次下降，日本则在 5 月出现向下拐点，各国恢复分化延续，整体继续磨顶。从各国钢铁价格来看，中美热卷价差仍然保持在高位，但中欧热卷价差七月下降近 100 美元，欧洲制造业显现疲态。韩国前 20 日出口额与上月基本持平，但弱于 2018 年同期水平。外需延续磨顶趋势。
- 今年以来，多国长债收益率均呈现先上后下的趋势，由于疫情反弹，通胀预期见顶，大宗商品价格走弱，市场对于经济修复动能担忧加强，全球长端利率加速下行。受益于贴现率下行，中美成长股均跑赢价值股，而中国股市风格分化趋势更加显著。近期成长大幅领跑，周期股受益于上半年业绩提升走强。板块方面，中证 500 目前正处于历史估值低位。下半年外盘整体震荡的环境下，外资定价的沪深 300 估值压力较大，中证 500 有望迎来估值回归。
- 商品方面，由于限产预期仍在延续，为确保实现 2021 年全国粗钢产量同比下降，高炉开工率七一后延续下行，市场交易限产预期，螺纹钢期货价格上涨，铁矿石期货价则下跌。
- 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。

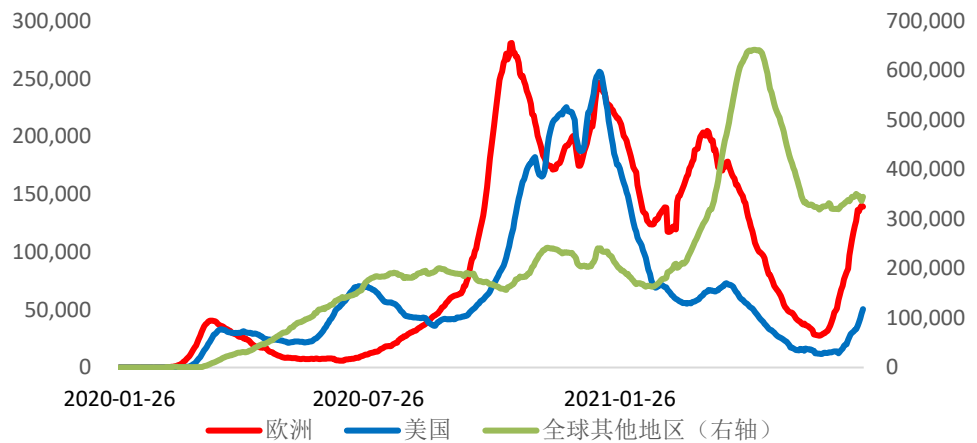
风险提示：经济下行超预期，疫情超预期

降准后，资本市场经历了一段时间的消化期，最近表现平稳，股债商品均在窄幅震荡。最近的变化主要集中在疫情上，中外均有所恶化。疫情的恶化没有背离之前的规律，因此影响不算很大，美股也基本修复。但疫情的变化仍然是最需要关注的变量。

疫情复发冲击市场

德尔塔毒株肆虐，部分国家新增病例骤增。近期，美欧疫情出现明显的反复。美国日新增病例突破 5 万例，欧洲解封导致日新增病例从 3 万左右上升到 34 万。但由于疫苗普及，死亡率大幅下降，英国在疫情逐渐加剧的时点坚持解封，表明了欧美国家已经将新冠病毒视作“大号流感”。

图 1：新增确诊病例



资料来源：Wind, 首创证券

近期市场再度交易疫情，美欧新增病例差与美元指数相关性提升，欧洲疫情恶化速度更快，欧元明显更弱。

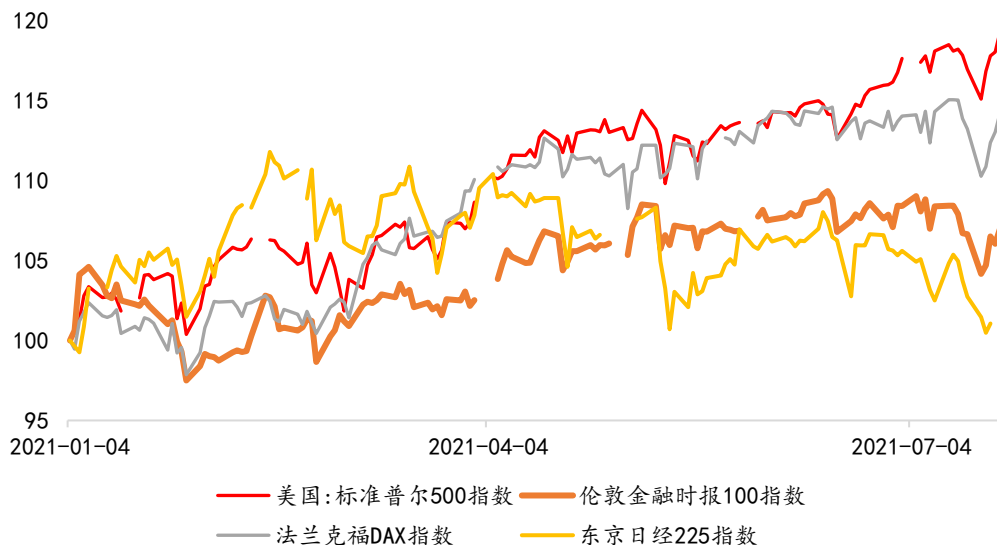
图 2：欧美新增病例与美元指数



资料来源: Wind, 首创证券

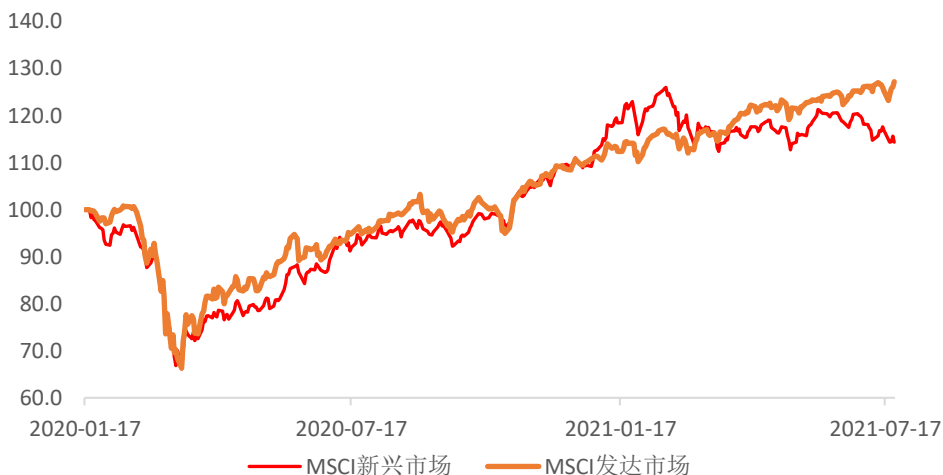
由于疫情蔓延, 上周资本市场再度上演恐慌行情。但市场 Risk Off 之后再度反弹, 美国最为强势, 发达市场整体强于新兴市场。从股市反应来看, 市场认为新兴市场疫苗接种率相对较低, 疫情对于经济冲击更明显。其中越南日新增病例由四月份的个位数上升到五千例, 河内封城, 胡志明指数 3 周内下跌超过 12%。

图 3: 外盘整体走势



资料来源: Wind, 首创证券

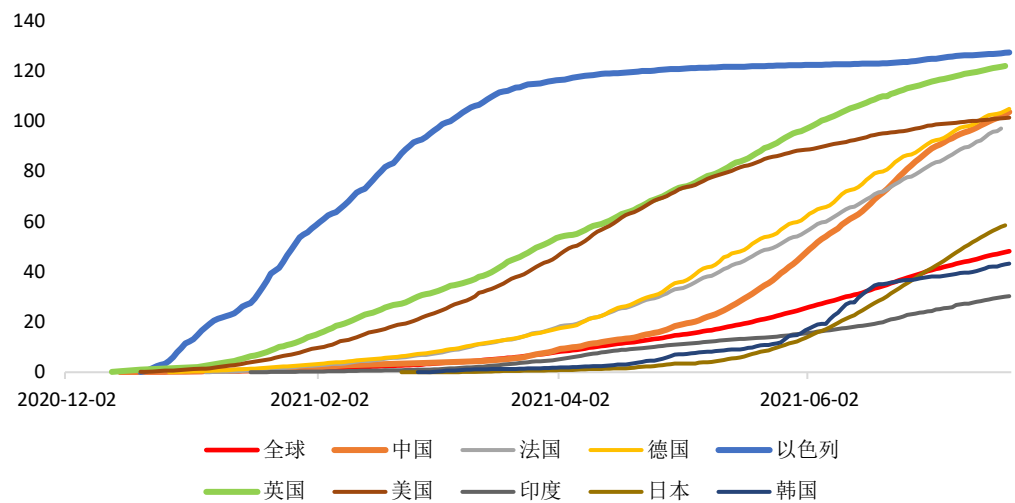
图 4: MSCI 新兴与发达市场



资料来源: Wind, 首创证券

从总体接种情况来看, 美国和以色列都进入瓶颈期, 接种量相对停滞, 中国和欧洲接种速度仍然较快, 日韩和印度接种速度近期显著提升。

图 5：每百人新冠疫苗接种量

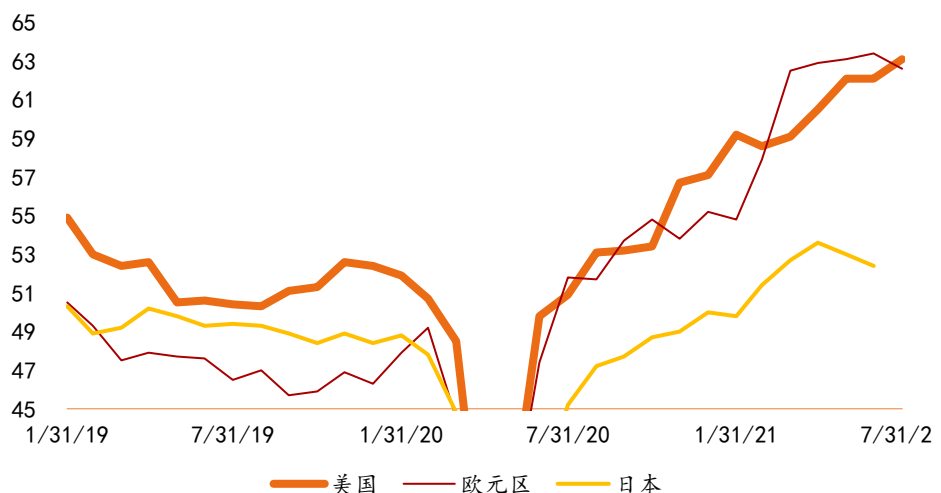


资料来源：Wind, 首创证券

外需延续磨顶，欧洲制造业已现疲态

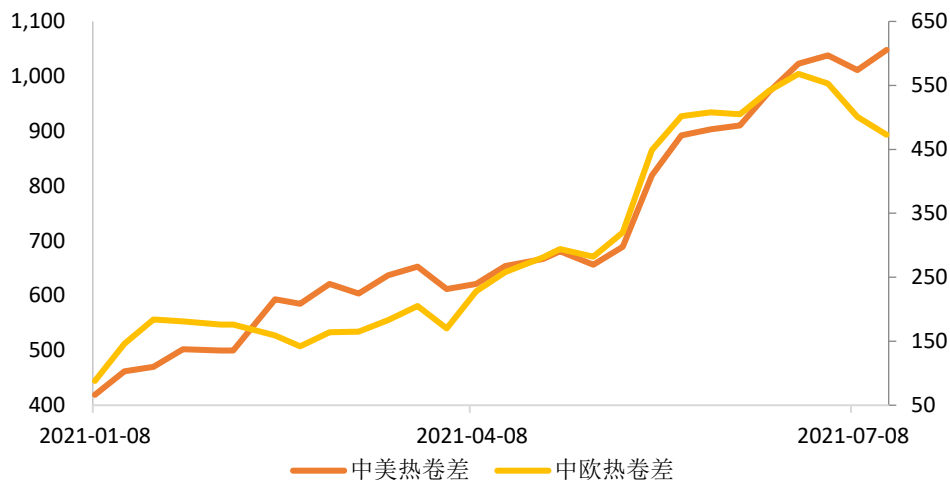
外需延续磨顶，美国 7 月制造业 PMI 再度上冲，但欧洲制造业 PMI 下行 0.8，是今年以来首次下降，日本则在 5 月出现向下拐点，各国恢复分化延续，整体继续磨顶。从各国钢铁价格来看，中欧热卷价差自七月起下降近 100 美元，而中美热卷价差仍然保持在高位。从东亚出口来看，韩国前 20 日出口额与上月基本持平，但弱于 2018 年同期水平。

图 6：制造业 PMI



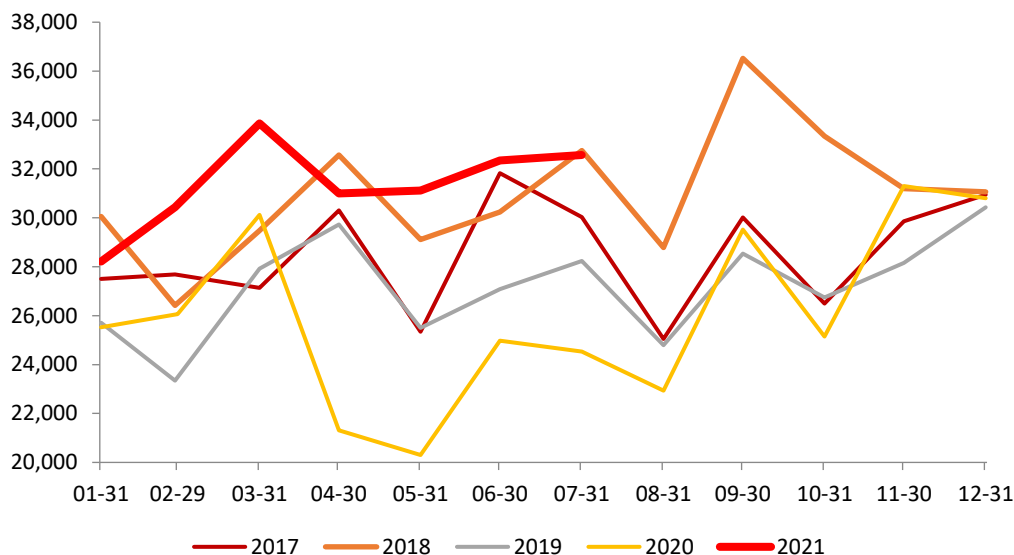
资料来源：Wind, 首创证券

图 7：中外热卷价差



资料来源：Wind, 首创证券

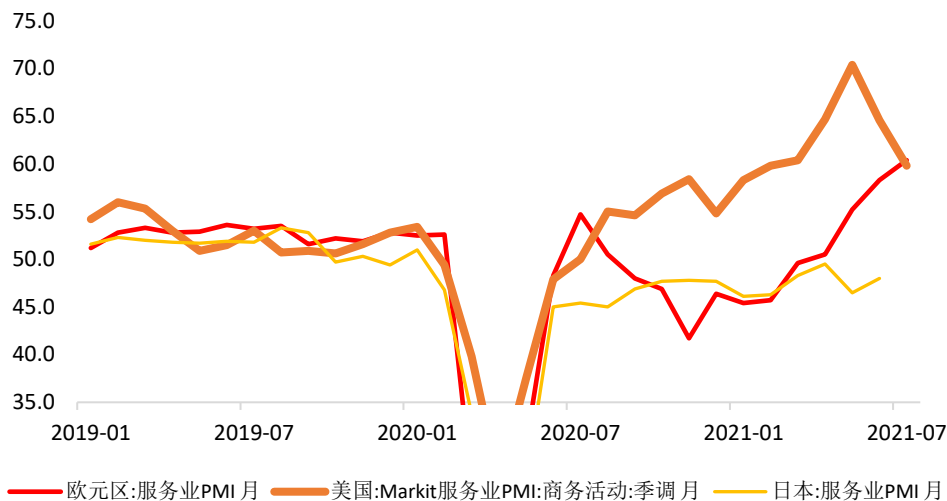
图 8：韩国：出口总额：前 20 日（百万美元）



资料来源：Wind, 首创证券

服务业 PMI 方面，美国自五月冲高后连续两个月回落，欧洲由于持续解封，服务业修复速度加快。疫情再次来袭后，市场对于服务业修复预期下行，布油自 7 月 6 日起 10 个交易日下跌 11%，随后再度反弹。

图 9：服务业 PMI

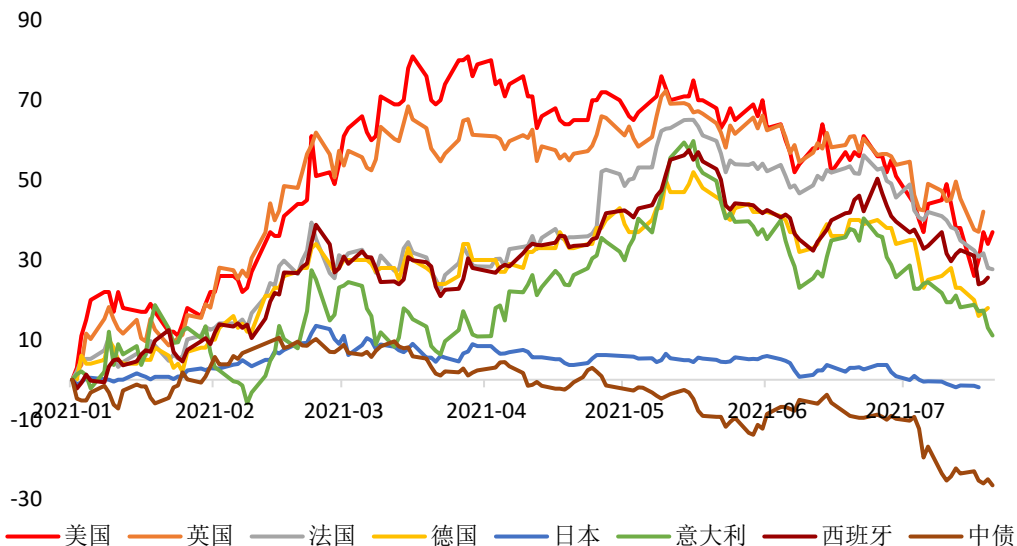


资料来源: Wind, 首创证券

市场结构分化延续

今年以来，各国长债收益率均呈现先上后下的趋势，五月起，由于疫情反弹，通胀预期见顶，大宗商品价格走弱，市场对于经济修复动能担忧加强，德尔塔毒株传播速度超预期，经济修复仍然存在波折。中国也在 7 月实施降准，市场预期下半年经济下行压力增大，全球长端利率加速下行。

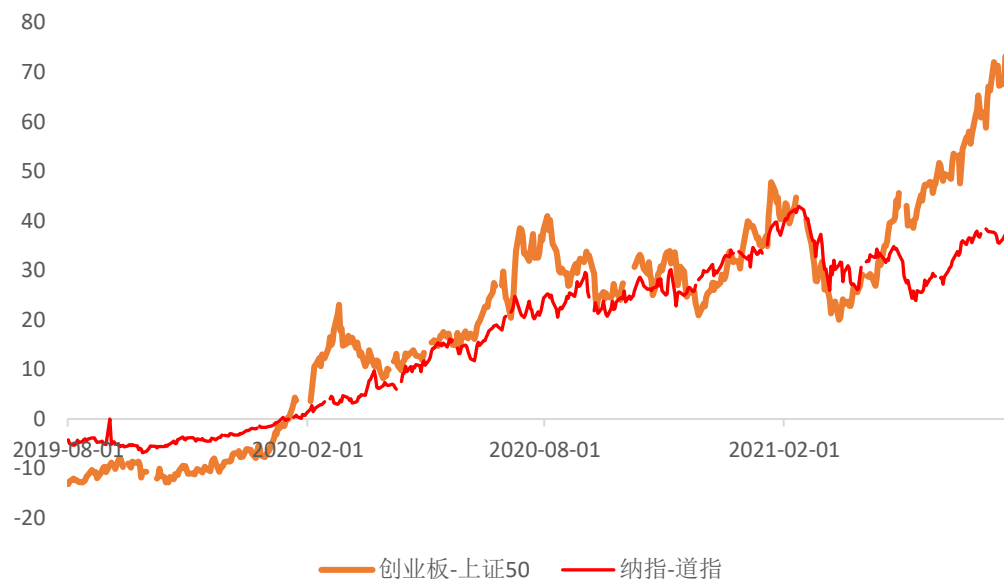
图 10：各国 10 年国债收益率波动 (BP) (与 2021-1-4 对比)



资料来源: Wind, 首创证券

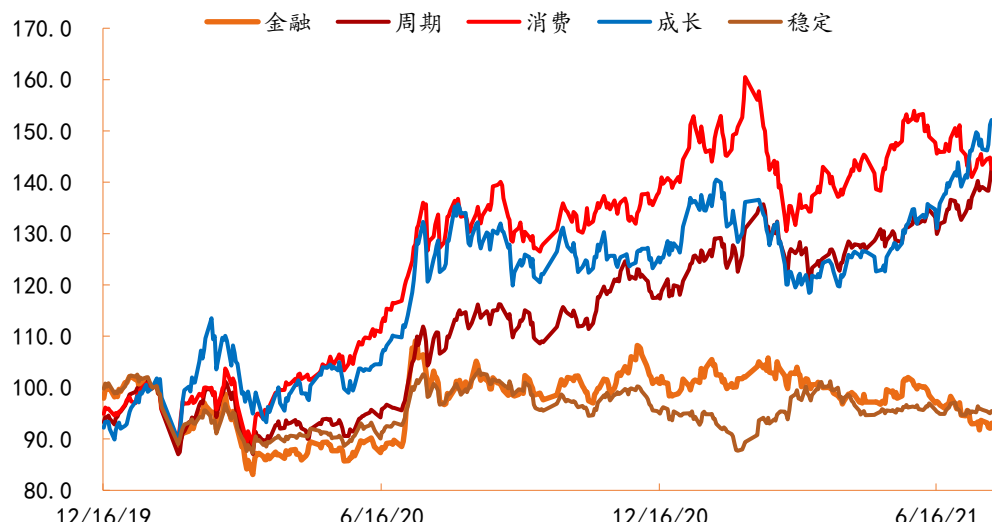
由于成长股受益于贴现率下行，大幅跑赢价值股，中美都表现出相同的风格，纳斯达克指数跑赢道琼斯指数，创业板指跑赢上证 50，中国股市分化趋势更加显著。成长大幅领跑，周期股受益于上半年业绩提升走强，上半年消费整体恢复较慢的情况下消费股走弱。

图 11: 中美市场风格相近, 但中国更趋于极致



资料来源: Wind, 首创证券

图 12: 成长周期领跑



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_22400

