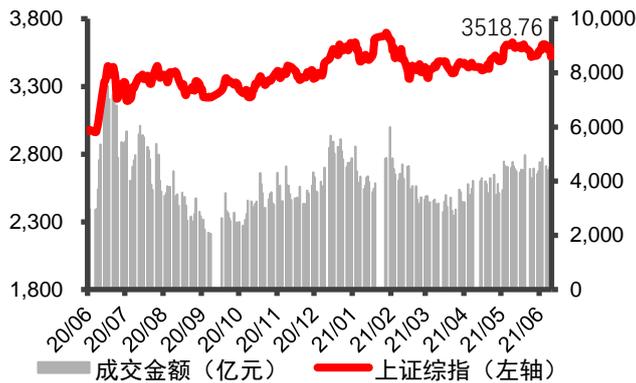


2021年7月19日

2021年第28期（总第854期）

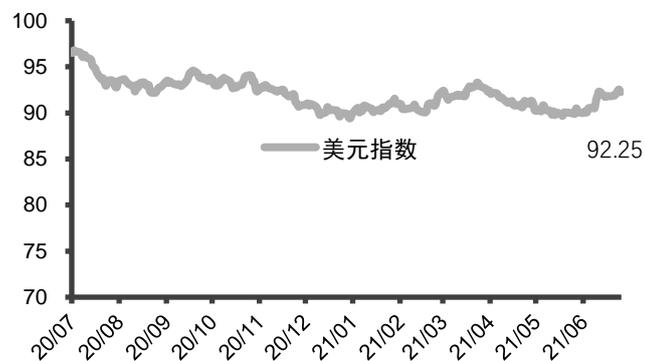
基金视窗

上证综合指数近一年走势图



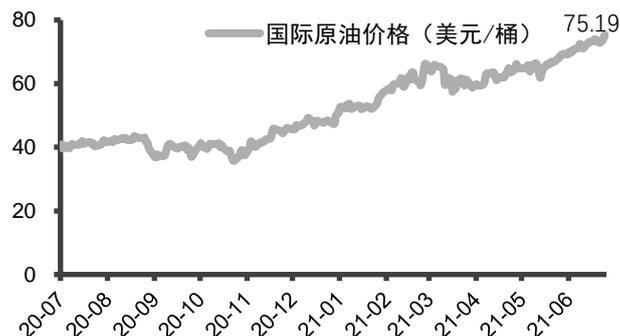
数据来源：万得，截止日期：2021.7.19

美元指数近一年走势图



数据来源：万得，截止日期：2021.7.19

国际原油价格近一年走势图



数据来源：万得，截止日期：2021.7.19

基金经理论市：经济数据好于预期，市场风格有望再平衡

上周股市延续震荡，全周上证指数上涨0.43%，沪深300上涨0.50%，创业板指上涨0.68%，科创50下跌3.69%。商品价格强势上涨叠加中报业绩高增，周期板块整体表现较好。行业方面，煤炭、钢铁、石化、食品饮料及军工涨幅居前；汽车、农业、电子、地产及交运跌幅居前。

统计局公布二季度及6月经济数据，二季度实际GDP同比7.9%（预期8.5%，前值18.3%），两年复合增速5.5%，较一季度抬升0.5个百分点。6月工业增加值同比增长8.3%，较上月下降0.5个百分点；两年复合增速6.5%，较上月下降0.1个百分点。细分行业中，金属制品、通用设备、专用设备、电气机械等行业同比增速均超过两位数，保持较高速增长。而汽车制造业同比增速下滑4.8个百分点至-4.3%，主要受芯片短缺、原材料价格上涨等不利因素拖累。6月份，社会消费品零售总额两年复合同比增速为4.9%，相比5月的4.5%小幅回升0.4%。社零分项来看，必需品消费表现好于非必需品消费，除了纺织品外，食品、饮料、烟酒、化妆品、金银珠宝、日用品等必需品消费表现均比较强势。整体来看，生产维持平稳，制造业投资继续回升，地产回落，基建平稳；消费延续复苏，好于市场预期。经济数据缓解了市场对短期经济下行压力较大的悲观预期。

过去两周前期强势的电子、新能源板块相继震荡调整，市场主线行业交易相对比较拥挤，细分行业表现分化，短期市场有望震荡调整。6月经济数据整体好于预期，结合前期成长价值的相对表现，短期风格有望均衡，周期板块及银行等价值股反弹有望延续。具体板块上，近期各省出台光伏规划，预计对新能源板块中的光伏仍有提振，受益下游扩产半导体设备景气度向好，建议回调布局；军工中报业绩大多超预期，股价表现相对滞涨，预计行业延续强势；前期超跌的银行在金融数据及中报业绩配合下，有望超跌反弹，周期板块重点关注化工、玻璃、电解铝等业绩高增长的行业。

专栏：货币政策微妙变化，但债券市场已过度乐观

本来二季度债券市场本就流动性过剩，债券发行量不多，机构处于欠配状态。在全面降准的带动下，更是高歌猛进，十年国债直接突破 3.0。

货币政策目标变化了吗？如果回顾去年以来的资金面波动。虽然基准利率未动，但关于银行间资金利率如隔夜价格利率，可以发现去年到现在资金面已经经历了几轮松紧，资金利率波动之大，在历史上是十分罕见的：1) 去年 2-4 月隔夜低于 1% 的超宽松时期。2) 去年 5-8 月的突然收紧。3) 去年 11 月-今年 1 月的再次缓解。4) 今年春节前最高 20% 资金利率，股份制银行也难借钱。5) 今年 3-6 月风平浪静，每天央行 100 亿回购的岁月静好。

以上的资金波动其实反应了货币政策的矛盾之处。我国疫情后经济形势复杂，分化，不均衡，货币政策的目标就更为复杂。这两年从央行表态来看考虑过以下目标：防系统性风险；控制宏观杠杆率和地方债务风险；防止资产价格泡沫；防止银行间高杠杆，资金套利；保持人民币汇率基本稳定；支持中小企业等。未来还会加入防通胀。

如果仅用几年前的周期视角看待降准，得出宽松周期开启的结论。是不符合当前分化的经济环境的。现阶段尚未看到国内经济基本面趋势性失速下滑，海外流动性亦有收紧的风险，贸然开启宽松周期反而会加速通胀预期的实现，流动性过松加剧资产泡沫。而当前经济主要体现为结构性问题，房地产领域过热，工业增长较快，消费和中小企业问题凸显。降准的初衷是支持小微企业，而非全面刺激经济，以免资金流入房地产等领域。央行在近日政策吹风会上也提到重点支持小微企业降成本。

因此降准虽然为总量型的宽松政策，却应理解为在结构性的货币政策目标下。主要目的可能有：一是货币政策现有的投放方式与过去不同，需要更低的准备金，减少公开市场操作量累计过大带来的效率损失。二是减少中小企业融资压力，也控制汇率升值趋势，为出口企业争取空间。在防风险环节上货币政策确实有微妙的变化。三是抢在美国收紧前行动，避免到时形成美国紧，中国松，造成资本流出压力加大。

然而在国债和地方债发行量不足，债券资产荒的环境下，又遇到降准，债市上演了只争朝夕的逼空行情。甚至认为出现了市场参与者看不到但实际压力很大的经济下行风险，这是一种对债过度乐观的心理。虽然近期支持债券上涨的乐观因素很多，但风险也正在积累。

（专栏作者：摩根士丹利华鑫基金固定收益投资部 施同亮）

风险提示：本周刊中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这固定性及完整性不作任何保证。在任何情况下本刊物中的信息或所表达的意见并不构成实际投资结果，也不构成任何对投资者的投资建议和担保。本周刊中专栏的观点、分析仅代表作者意见，不代表摩根士丹利华鑫基金管理有限公司立场。本刊物版权归摩根士丹利华鑫基金管有限公司所有，未获得本公司事先书面授权，任何人不得对本刊物内容进行任何形式的发布、复制。投资有风险，敬请谨慎选择。