

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：86-10-81152692

黄煜阳

研究助理

huangyuyang@sczq.com.cn

电话：86-10-81152672

相关研究

- 宏观经济周报：端午热度下滑，外部不确定性抬升
- 宏观经济周报：短期或震荡，中期有机会？
- 5月经济数据点评：5月经济数据的一些积极特征

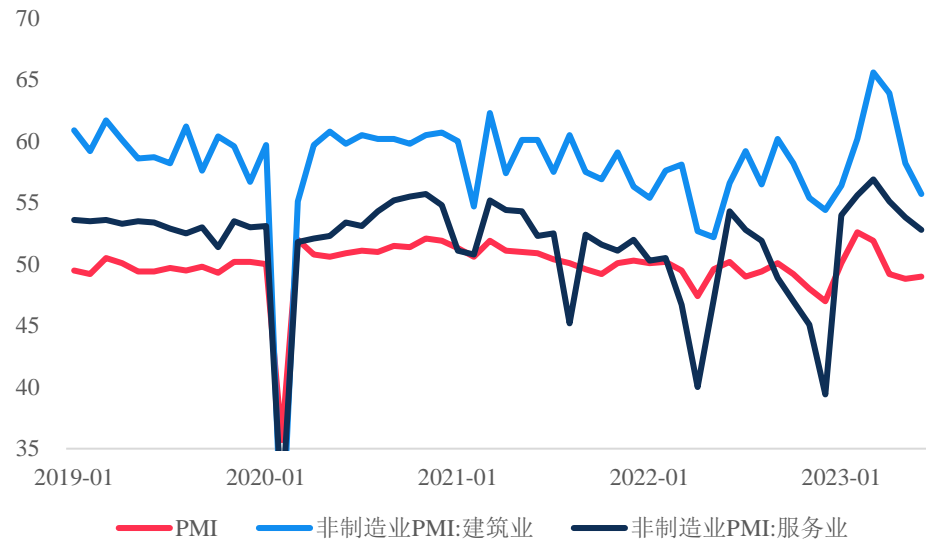
- 国内经济基本面变化不大，6月制造业 PMI 比5月略有上升，但非制造业 PMI 走弱，市场预期经济复苏还需要时间。高频数据方面，国际航班数延续明显回升，但房地产市场依然低迷。经济整体维持低位平稳的态势。
- **基本面平稳，市场维持震荡。**6月制造业 PMI 较前值小幅回升，建筑业和服务业 PMI 仍然处于扩张区间，但延续了下行趋势。制造业 PMI、建筑业 PMI、服务业 PMI 分别录得 49.0%、55.7%和 52.8%，较前值分别上升 0.2、下降 2.5 和下降 1.0 个百分点。总体看，经济维持低位平稳，股债商整体维持震荡，债市略强，周内万得全 A 上涨 0.36%，南华工业品指数下跌 0.14%，中债 10 年期国债收益率下行约 4BP。
- **海外经济偏强，外盘股表现较好。**6月29日美国公布一季度 GDP 修正数据，最终美国一季度 GDP 环比折年率为 2%，较此前公布的初值大幅上修 0.7%，超出市场预期，显示美国经济比此前市场估计的更具韧性。全球服务业 PMI 二季度均值延续了今年一季度的反弹趋势，二季度海外发达市场的消费可能依然维持强劲，受益于基本面的提振，外盘股表现较好。
- **后市展望。**A 股与美股的背离继续扩大，当前两者之差已达到较大数值，考虑到全球经济联系紧密，因此，如果美股不明显下跌，短期 A 股下跌的空间不大，上行概率更高。市场当前对经济下行及政策博弈的预期较足，建议观望等待。
- **风险提示。**疫情发展超预期，政策不及预期，海外扰动超预期。

国内经济基本面变化不大,6月制造业PMI比5月略有上升,但非制造业PMI偏弱,市场预期经济复苏还需要时间。高频数据方面,国际航班数延续明显回升,但房地产市场依然低迷。经济整体维持低位平稳的态势。

1 基本面平稳, 市场维持震荡

6月制造业PMI较前值小幅回升,建筑业和服务业PMI仍然处于扩张区间,但延续了下行趋势。制造业PMI、建筑业PMI、服务业PMI分别录得49.0%、55.7%和52.8%,较前值分别上升0.2、下降2.5和下降1.0个百分点。总体看,经济维持低位平稳,市场预期经济复苏还需要时间。

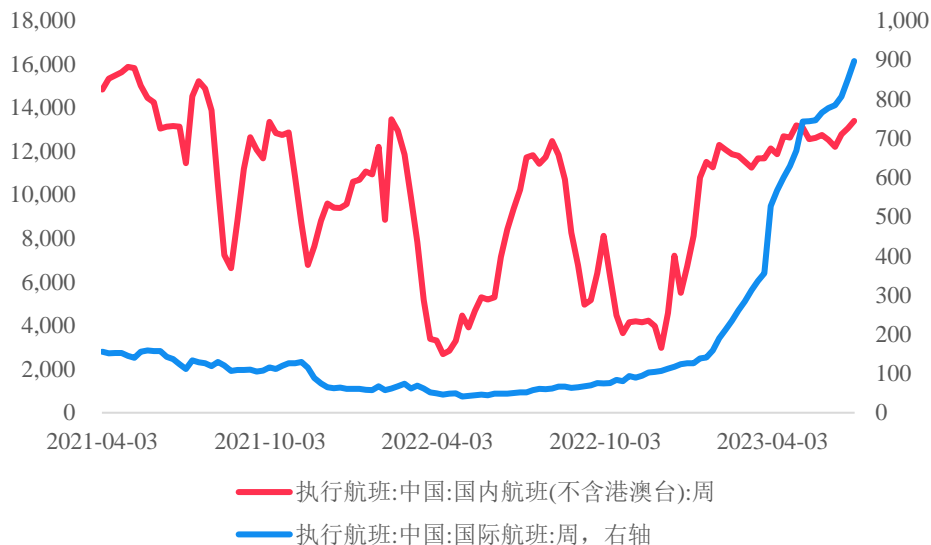
图 1: 制造业 PMI 小幅反弹, 非制造业下行 (%)



资料来源: Wind, 首创证券研究发展部

高频数据方面,国际航班数延续明显回升,但房地产市场依然低迷。

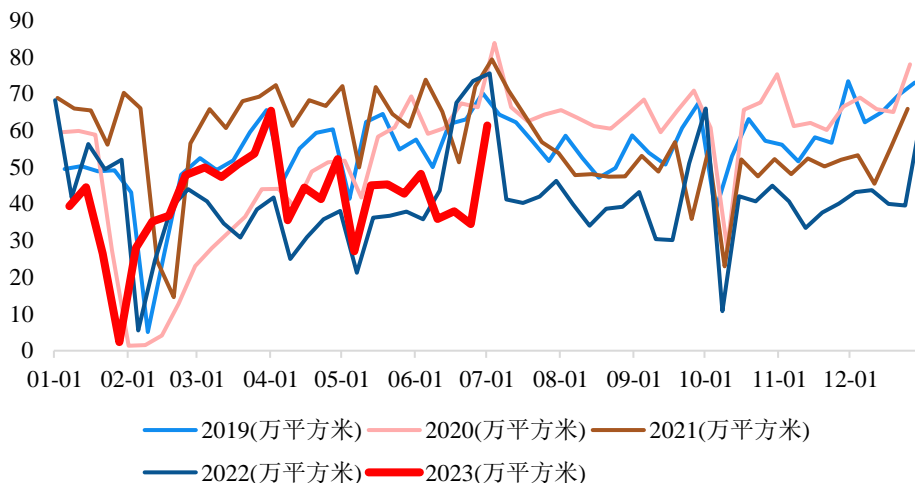
图 2：执行航班（架次）



资料来源：Wind, 首创证券研究发展部

图 3：30 大中城市:商品房成交面积:周

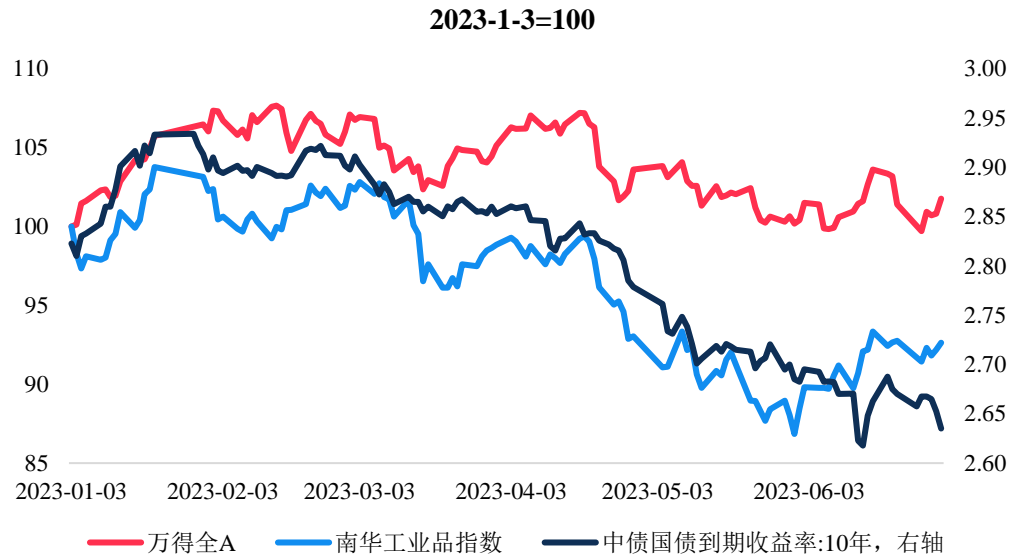
30大中城市:商品房成交面积:周



资料来源：Wind, 首创证券研究发展部

由于经济维持平稳，股债商整体维持震荡，债市略强，周内万得全 A 上涨 0.36%，南华工业品指数下跌 0.14%，中债 10 年期国债收益率下行约 4BP。

图 4：股债商走势（%）

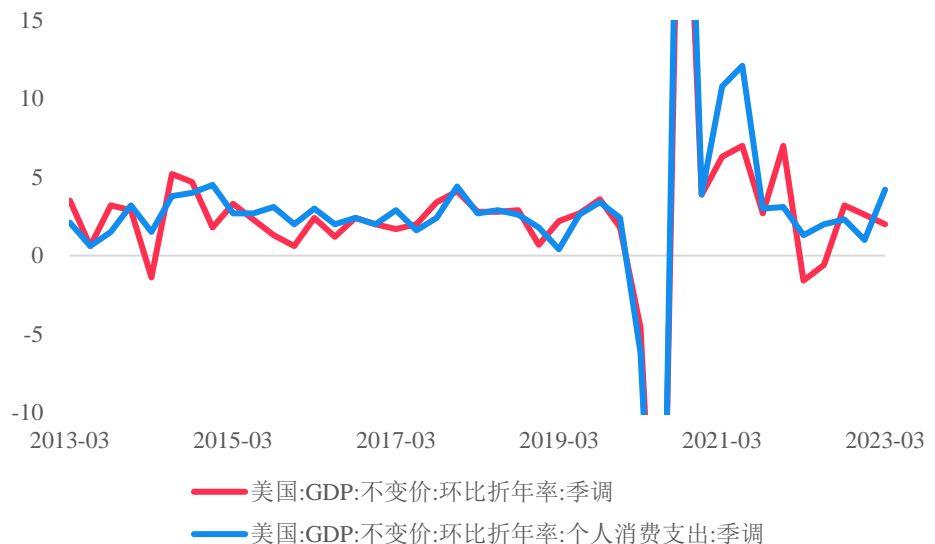


资料来源：Wind, 首创证券研究发展部

2 海外经济偏强，外盘股表现较好

6月29日美国商务部公布美国一季度GDP最终修正数据，美国一季度GDP环比折年率为2%，较此前公布的初值大幅上修0.7%，超出市场预期，显示美国经济比此前市场估计的更具韧性。

图 5：美国一季度 GDP 环比折年率上修，消费强劲（%）

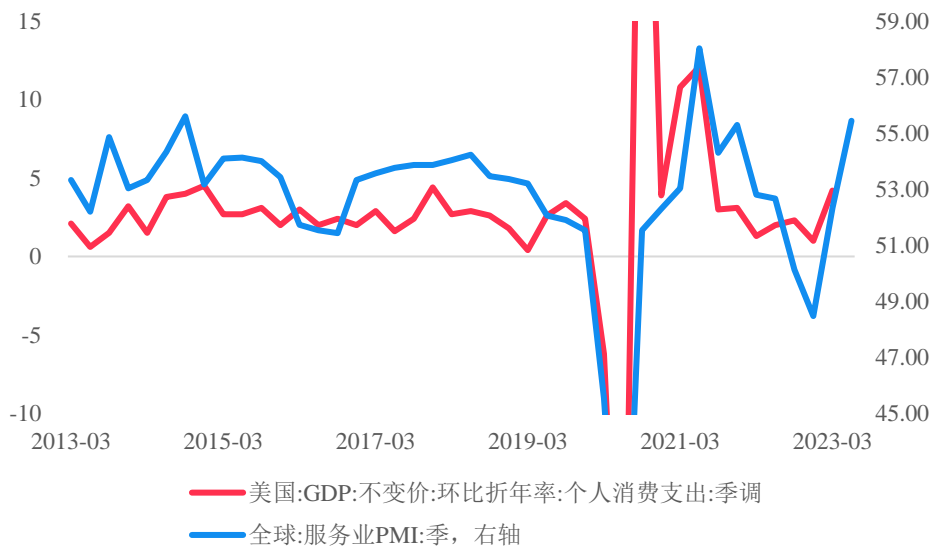


资料来源：Wind, 首创证券研究发展部

全球服务业 PMI 二季度均值延续了今年一季度的反弹趋势，二季度海外发达市场

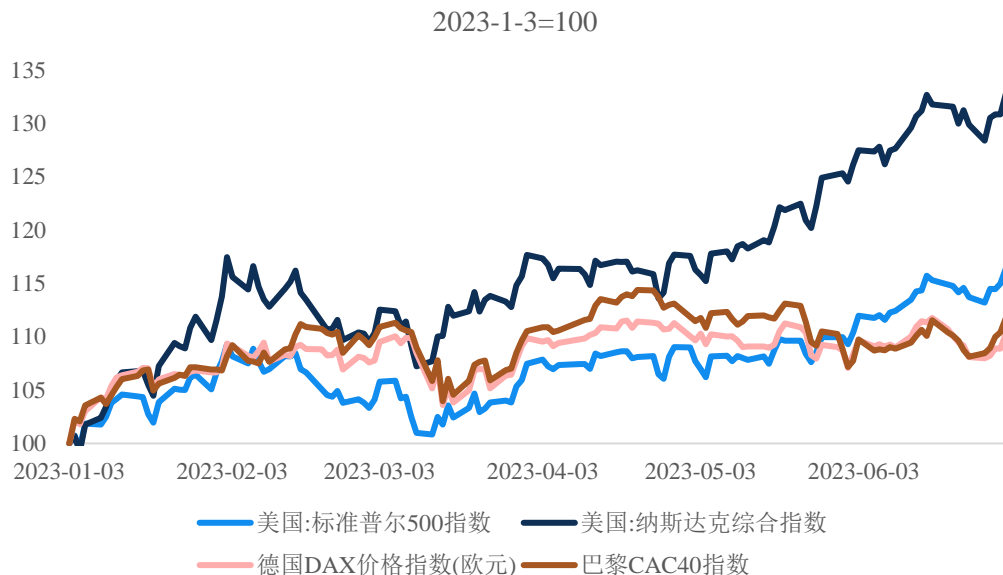
的消费可能依然强劲，受益于基本面的良好表现，外盘股表现较好。

图 6: 全球服务业 PMI 大幅反弹 (%)



资料来源: Wind, 首创证券研究发展部

图 7: 美、欧股市今年以来表现较强 (%)



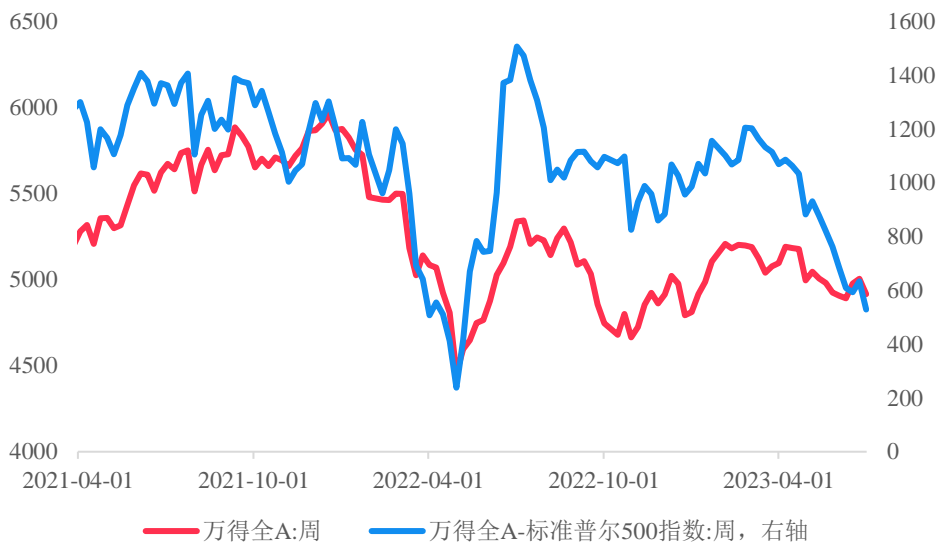
资料来源: Wind, 首创证券研究发展部

3 后市展望

A 股与美股的背离继续扩大，当前两者之差已达到较大数值，考虑到全球经济联系紧密，因此，如果美股不明显下跌，短期 A 股下跌的空间不大，上行概率更高。市场当

前对经济下行及政策博弈的预期较足，建议观望等待。

图 8：A 股与美股背离

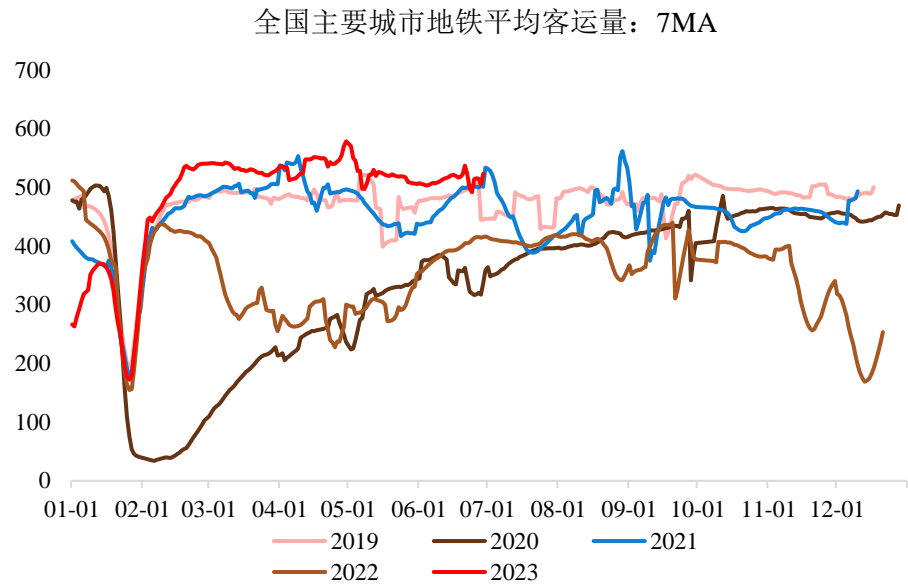


资料来源：Wind, 首创证券研究发展部

4 高频数据扫描

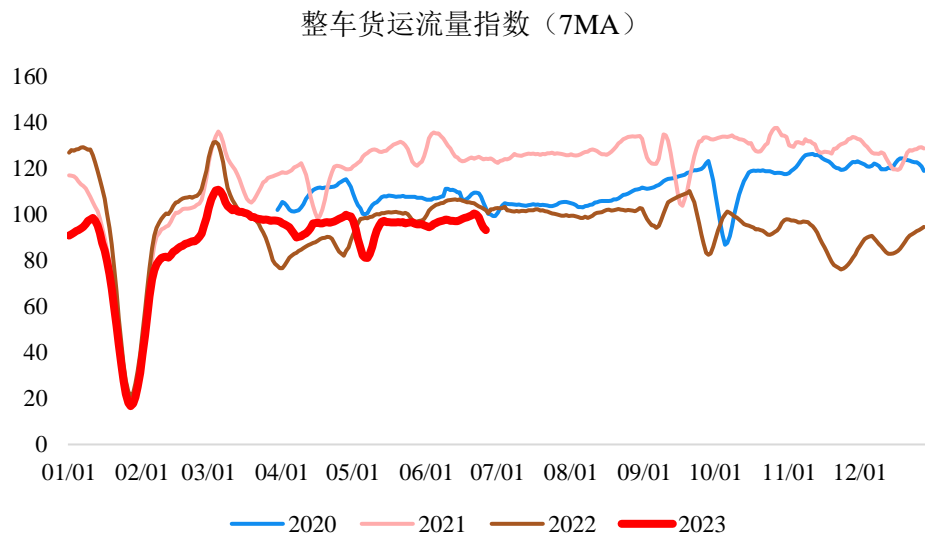
高频数据显示经济略有企稳，但结构上有分化，与服务业更相关的指标如全国主要城市地铁平均客运量边际走弱，与生产更相关的指标如石油沥青开工率、高炉开工率边际走强，因此南华商品指数跌势有所缓解。总体上，高频数据与 PMI 显示的经济形势较为一致。

图 9：全国主要城市地铁平均客运量（万人次）



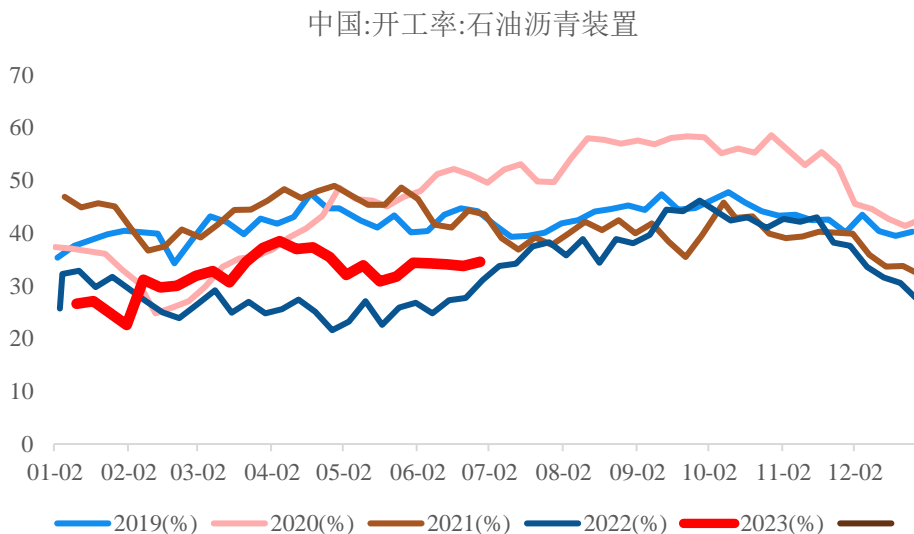
资料来源：Wind, 首创证券研究发展部

图 10：整车货运流量指数



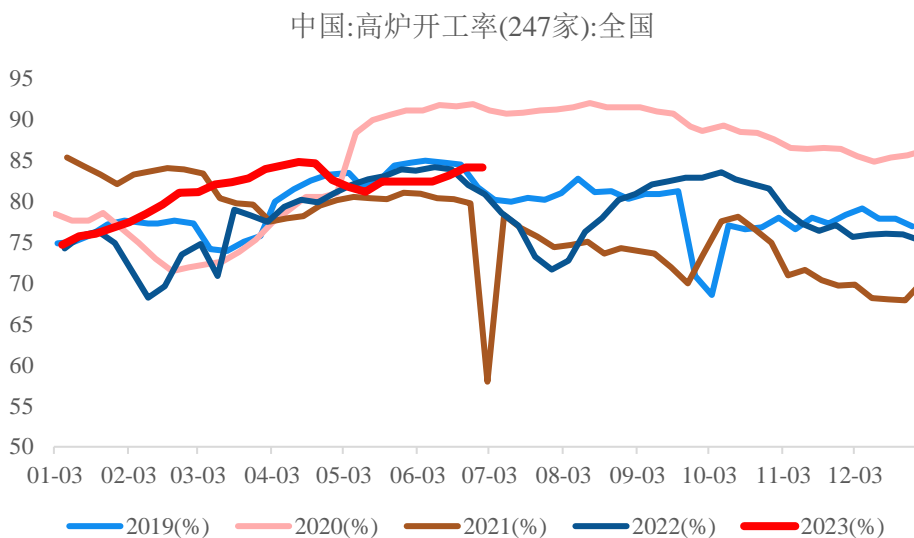
资料来源：Wind, 首创证券研究发展部

图 11: 中国:开工率:石油沥青装置



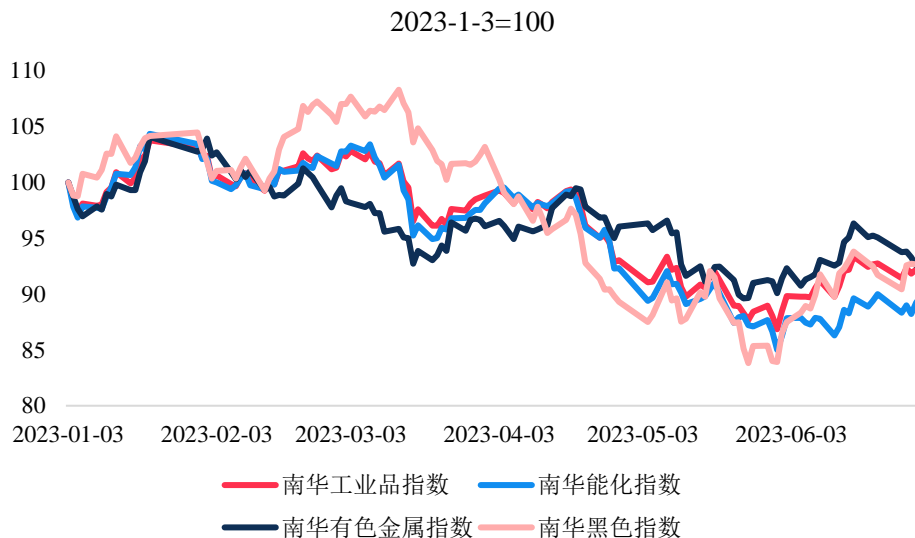
资料来源: Wind, 首创证券研究发展部

图 12: 中国:高炉开工率(247家):全国 (%)



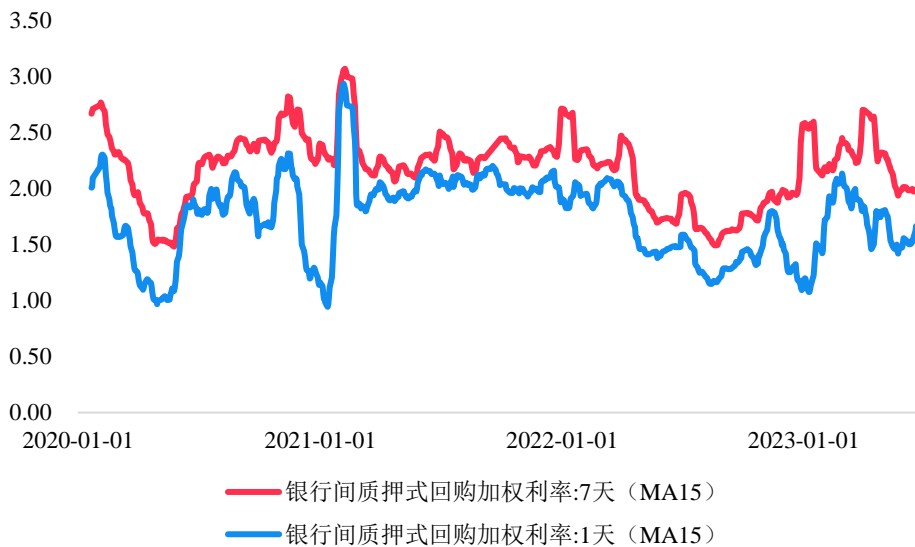
资料来源: Wind, 首创证券研究发展部

图 13: 南华商品指数 (%)



资料来源: Wind, 首创证券研究发展部

图 14: 银行间质押式回购加权利率 (%)



资料来源: Wind, 首创证券研究发展部

5 风险提示

疫情发展超预期，政策不及预期，海外扰动超预期。

分析师简介

韦志超，首创证券首席经济学家，董事总经理。美国布朗大学经济学博士。曾在国泰君安、华夏基金及安信证券担任宏观负责人。2020年11月加入首创证券研究发展部。

黄煜阳，研究助理，北京大学经济学硕士，2021年7月加入首创证券研究发展部。

分析师声明

本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者将对报告的内容和观点负责。

免责声明

本报告由首创证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告所在资料的来源及观点的出处皆被首创证券认为可靠，但首创证券不保证其准确性或完整性。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，首创证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告所载的信息、材料或分析工具仅提供给阁下作参考用，不是也不应被视为出售、购买或认购证券或其他金融工具的要约或要约邀请。该等信息、材料及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，首创证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

首创证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。首创证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。首创证券的自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

在法律许可的情况下，首创证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到首创证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

本报告的版权仅为首创证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级

以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准

	评级	说明
股票投资评级	买入	相对沪深300指数涨幅15%以上
	增持	相对沪深300指数涨幅5%-15%之间
	中性	相对沪深300指数涨幅-5%-5%之间
	减持	相对沪深300指数跌幅5%以上
行业投资评级	看好	行业超越整体市场表现
	中性	行业与整体市场表现基本持平
	看淡	行业弱于整体市场表现