

# 经济线索清晰，关注政策摆布

华泰研究

2021年8月28日 | 中国内地

固定收益月报

研究员 **张继强**  
SAC No. S0570518110002 zhangjiqiang@htsc.com  
SFC No. AMB145

联系人 **张大为**  
SAC No. S0570119080165 zhangdawei@htsc.com

联系人 **吴靖, PhD**  
SAC No. S0570121070124 wujing018437@htsc.com

## 核心观点

7月经济数据呈现四大特征：一是，经济数据全面走弱但通胀高于预期，“类滞胀”特征明显；二是，内外动能依旧悬殊；三是，PPI-CPI剪刀差又创新高；四是，社融增速下行，结构表现不佳。往前看，经济短期扰动因素在缓解，但中期随着地产和出口风险显露，可能还处在放缓趋势。经济线索相对清晰、博弈政策调整成为关键，下行程度和时间决定跨周期调节。长期来看，“效率与公平并重”开始成为政策底层逻辑，民生减负、缩小分化可能成为更多政策设计出发点，诸多行业逻辑和股票估值都在重塑的过程中。

## 生产端：工业和服务业生产双双走弱

工业方面，今年7月工业增加值同比增长6.4%，两年复合增长5.6%，较6月下降0.9个百分点。出口链条边际略走弱但维持相对韧性，地产链条受到供需两弱拖累明显，中游设备类行业生产多数仍处于相对景气区间，汽车制造业小幅改善，必选消费链条景气度仍较低。极端天气、缺芯缺电、疫情扩散等临时性因素可以在很大程度上解释7月的生产下行，其冲击已有所收敛，8-9月工业生产或有所回归；但8月仍是线下服务业冲击最显著时期。

## 需求端：外需结构切换，内需阻力增大

今年7月出口继续维持高韧性，但结构正切换至中间品、资本品和社交出行类消费品，美国耐用品消费退坡仍是主要风险；房地产销售明显降温、前端开发疲软、融资政策约束，地产投资短期难改下行趋势；极端天气和隐债监管冲击叠加，基建明显走弱，但近期稳增长压力有所升温，料下半年基建边际改善但力度不高估；制造业投资方面，上游行业拖累明显，中游设备类行业延续改善，下游消费类行业多数下滑，后续制造业投资仍有恢复空间，但经济放缓压力+被动补库存+抗疫持久战的背景之下，阻力明显增大；疫情冲击、生产缺芯与需求透支等多重压力之下，7月消费也有所下滑。

## 通胀：PPI仍在高位磨顶期

7月CPI同比1%，回落0.1个百分点，环比略强于季节性，一是猪价继续压制食品CPI、但油价偏强提振非食品CPI，二是家用器具等耐用消费品价格涨幅偏强，三是暑期出行消费对服务业价格有所带动。预计CPI短期平稳，中期温和回升。7月PPI同比9%，回升0.2个百分点，环比0.5%，涨幅扩大0.2个百分点。PPI小幅反弹、回到前高点，生产资料与生活资料环比均有所上涨，主要是能源化工产业链涨价明显，基本金属产业链上游涨势收敛、下游仍有传导压力。预计PPI短期仍高，年底压力渐缓。

## 市场启示

经济动能放缓，四季度到明年上半年压力可能相对明显，实际情况看政策硬度力度。政策方面，货币政策关注结构性政策落地、信贷额度调整，四季度有降准可能；财政逐季发力，明年前置特征或更明显；监管关注资管新规过渡期倒计时、隐债监管文件。市场方面，经济动能放缓+货币稳中偏松+欠配压力仍大=债市顺风，但市场走在政策前面；业绩预期弱化+退出QE预期+国内广义流动性不松，股市难现趋势性机会，关注宏观与产业逻辑变化；黑色系商品供需平衡，有色上涨压力或继续缓解，油价或延续慢涨快跌；预计短期美元震荡偏强，人民币中期存贬值压力。

风险提示：出口或地产超预期回落、国内疫情扩散。

## 正文目录

经济压力渐增、政策取向微调 .....	3
生产：工业和服务业生产双双走弱 .....	4
出口：高位回落，结构切换 .....	6
房地产：销售明显降温，下半年投资弱而不衰 .....	8
基建：负面冲击叠加，下半年改善但不高估 .....	9
制造业：恢复阻力增大，中下游投资仍有韧性 .....	10
消费：疫情冲击、生产缺芯与需求透支压力交织 .....	11
就业：失业率走高，但略好于季节性，关注行业整顿冲击 .....	13
通胀：PPI 仍在高位磨顶期 .....	14
CPI 强于预期，主因油价等成本端推涨 .....	14
PPI 小幅反弹，能源化工产业链涨价明显 .....	15
金融：严监管冲击显现 .....	17
市场启示 .....	18
风险提示 .....	18

## 经济压力渐增、政策取向微调

**7 月经济数据呈现四大特征：**一是，经济数据全面走弱（工业/服务业/出口/消费/投资及三大分项/就业），也与景气指标 PMI、金融指标社融等下滑交相印证，唯通胀指标高于市场预期，“类滞胀”特征明显，制造业处在“被动补库”阶段；二是，内外动能依旧悬殊。外需边际弱化但还未出现实质压力，内需放缓更为明显；三是，PPI 依旧高企、PPI-CPI 剪刀差又创新高，反映制造业压力不减；四是，社融增速下行，结构表现不佳，既有严监管影响、也显示实体融资需求乏力。

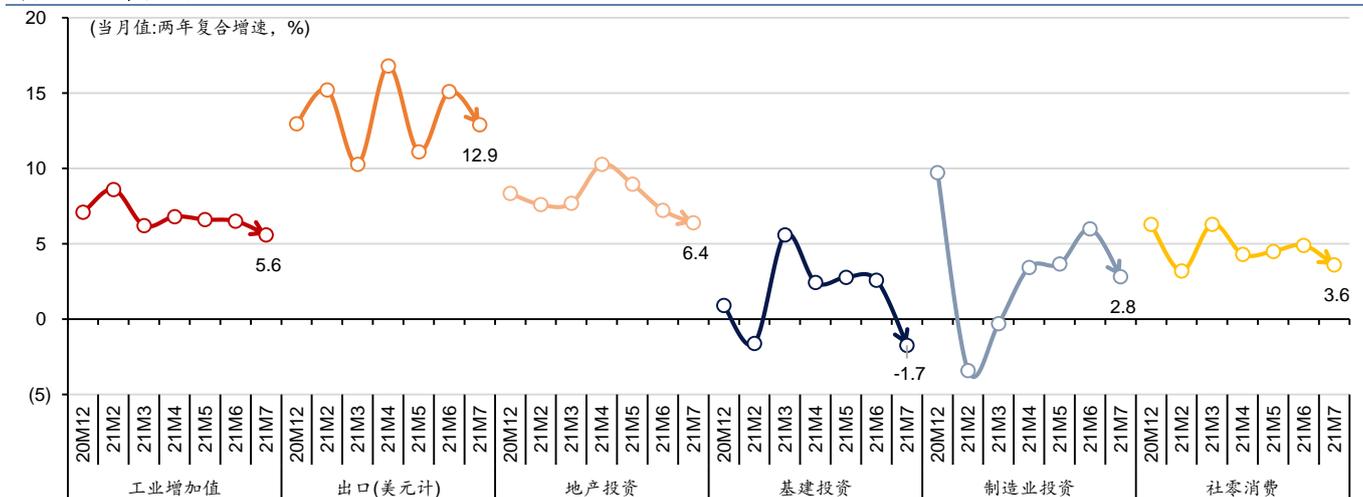
**中观层面看：**1) 上游，限产政策影响逐渐显现；2) 中游，外围产能修复以及内部资本开支仍对设备类有支撑作用，汽车生产小幅改善；3) 下游，疫情冲击社交经济消费，电子产品面临需求透支和缺芯影响，地产后周期消费受益于竣工相对有韧性。

**7 月经济走弱有内因和外力、短期扰动和长期压力两个层面，其中极端气候、缺芯缺电、疫情扩散等短期冲击比较大，8 月边际略有好转迹象：**一是，随着雨季消退，建筑业由淡季转旺，叠加灾后重建需求，近期螺纹/水泥/沥青等需求有回暖迹象，地方债发行也在加速，基建或边际发力；二是，国内疫情在 8 月中旬开始收敛，经济影响或趋于淡化；三是，车胎生产边际改善，或反映缺芯问题略有缓解。不过，周期性风险逐步显露，经济动能还在放缓趋势。一是出口新订单连续 3 个月收缩，二是地产销售弱化，房企拿地开工乏力。

**经济压力和线索已相对清晰，接下来关注点是博弈政策如何应对。下行程度和时间决定跨周期调节。**近期稳增长的政策权重有所提高，一是公布 7 月经济数据当晚国常会提出“加强”跨周期调节，比上次“做好”的提法更进一步，二是中央财经委员会第十次会议提出要“处理好稳增长和防风险的关系，巩固经济恢复向好势头”。不过，我们认为眼前经济压力掺杂了较多的短期扰动因素，出口和地产风险还未实质落地，所以政策表述也是“跨周期调节”、还没有到“逆周期”的紧迫性，重点是做好政策储备，从提早储备项目和预留专项债额度等要求可见一斑。方式上，我们预计货币政策短期保持合理充裕基调，关注结构性政策落地与信贷额度调整，四季度仍有可能降准对冲 MLF 到期等导致的流动性缺口；财政逐季发力，相比于今年后置，明年前置特征更加明显；监管存在微调空间，但改革不走回头路，下半年资管新规过渡期倒计时、隐债监管文件落地实施等冲击仍需关注、关注房地产政策。

**长期来看，经济迈入新发展阶段，从“全面小康”到“共同富裕”，新的 KPI 已经提出，**决定了政策底层逻辑正在从“效率优先，兼顾公平”过渡到“效率与公平并重”，科技创新、绿色低碳加大支持，而民生减负（教育、医疗、住房等）、缩小分化（反垄断、税制改革等）可能成为更多政策设计的出发点，诸多行业逻辑和股票估值都在重塑的过程中。

图表1：经济分项表现

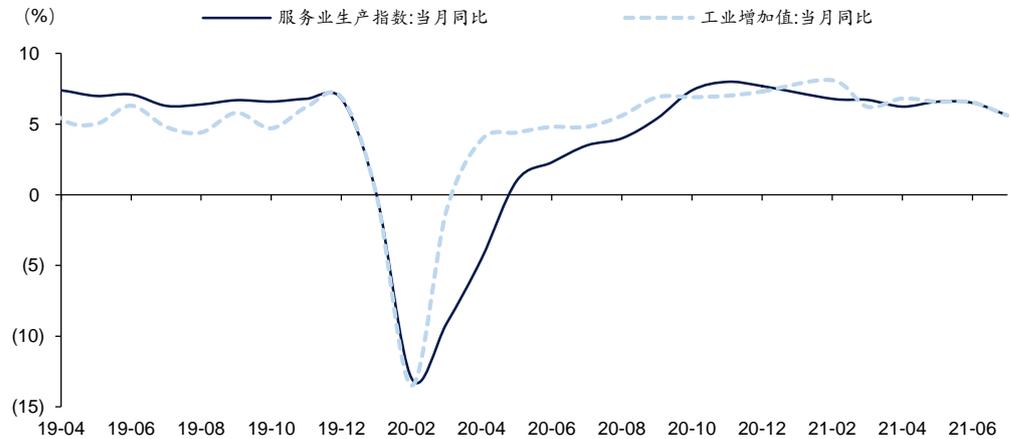


资料来源：Wind，华泰研究

## 生产：工业和服务业生产双双走弱

工业方面，今年7月工业增加值同比增长6.4%，两年复合增长5.6%，较6月下降0.9个百分点；7月工业增加值季调后环比增长0.3%，较5-6月的0.53%、0.56%明显走弱；服务业方面，7月服务业生产指数两年复合增长5.6%，也较6月下降0.9个百分点。

图表2：工业增加值增速与服务业生产指数增速



注：2021年1-7月增速为两年复合增长率，其余数据为当月同比。

资料来源：Wind，华泰研究

图表3：制造业行业工业增加值增速

行业	Δ上月 (pct)	21/07	21/06	21/05	21/04	21/03	20/12	19/12	19/06
<b>工业增加值</b>	<b>-0.9</b>	<b>5.6</b>	<b>6.5</b>	<b>6.6</b>	<b>6.4</b>	<b>8.3</b>	<b>7.3</b>	<b>6.9</b>	<b>6.3</b>
石油煤炭加工	-0.4	2.9	3.3	3.0	1.9	-0.4	1.7	7.3	4.1
黑色金属加工	-2.7	2.5	5.2	6.9	-2.6	4.1	10.7	10.7	13.7
有色金属加工	-0.1	2.4	2.6	3.4	2.3	2.4	3.8	5.0	12.9
非金属矿物品	-2.2	4.5	6.7	6.5	5.9	8.7	7.5	8.4	9.5
化学原料	-1.2	5.6	6.9	6.2	6.6	9.8	7.5	7.7	5.4
农副加工	-1.7	1.8	3.4	3.3	5.9	9.6	1.5	-0.3	2.5
木材加工	-2.2	1.4	3.6	3.2	6.7	9.3	2.4	4.6	6.7
通用设备	-2.0	8.6	10.6	10.5	7.6	13.9	11.1	4.9	2.6
专用设备	-2.3	7.7	10.0	11.0	5.3	10.5	8.7	6.5	5.3
电气机械	1.1	12.9	11.8	12.6	10.3	15.0	15.6	12.4	11.3
仪器仪表	-1.3	8.1	9.5	8.4	6.9	12.4	8.7	3.4	8.5
运输设备	-1.2	1.6	2.7	5.0	4.6	6.8	8.7	-6.8	14.5
汽车	1.3	5.5	4.2	6.2	-8.5	-4.3	9.7	10.4	-2.5
食品	-0.5	3.4	3.9	4.9	5.0	6.6	2.4	4.6	6.7
酒水饮料	0.4	2.3	1.9	2.9	6.4	2.6	0.8	7.9	10.4
烟草制品	7.9	6.8	-1.0	-1.0	11.8	-3.9	-3.1	6.9	2.4
化纤	-0.2	6.0	6.2	4.5	4.5	4.5	8.0	9.8	8.8
纺织	0.3	0.9	0.6	2.2	2.2	2.2	5.2	0.2	1.6
服装服饰	-0.3	-1.8	-1.5	-0.6	8.1	7.7	-3.6	0.0	3.9
皮制品	-1.6	-4.3	-2.7	-2.5	4.6	6.9	-5.4	-1.5	2.1
家具	-1.4	3.7	5.0	5.1	9.2	19.8	2.1	4.3	0.6
纸制品	-1.9	1.9	3.8	4.0	1.4	5.5	3.9	5.2	4.8
印刷媒介	-0.9	3.4	4.3	5.9	7.8	12.2	2.4	1.3	2.1
文教娱乐	-3.2	1.5	4.7	5.8	9.2	19.6	3.5	-1.4	-1.4
医药	-3.6	13.8	17.3	16.9	25.3	32.5	16.9	5.3	5.9
通信电子	-0.6	12.4	13.0	11.7	13.0	13.4	11.4	11.6	10.4
塑料制品	-2.2	4.5	6.7	6.5	5.9	8.7	7.5	8.4	9.5
金属制品	-0.9	2.4	3.3	4.3	1.1	3.9	5.9	3.7	4.8

注：2021年数值是以2019年同期值为基期计算的两年复合增速。

资料来源：Wind，华泰研究

从驱动力来看，多数行业增加值 7 月两年复合同比增速较上月走弱：其一，通信电子、医药等出口链条边际略走弱但维持相对韧性，与出口金额走势相一致。其二，地产链条受到供需两弱拖累明显，需求端地产投资回落，供给端各地相继部署粗钢减产方案，非金属矿物和黑色金属加工行业增加值两年复合增速显著走弱，钢材和水泥产量两年复合增速同样降低明显。其三，中游行业涨跌互现，与全球生产恢复与投资周期相关的设备类生产多数略走弱但仍处于相对景气区间，或体现国内外疫情反复的影响，电气机械相对表现最强；汽车制造业两年复合增速较上月小幅提高，或反映缺芯问题小幅边际改善。其四，必选消费链条景气度边际变化不大，景气度仍较低，消费复苏不充分仍是经济面临的主要问题。

临时性因素可以在很大程度上解释 7 月的生产下行：一是集中设备检修与洪涝等极端天气影响对部分行业和部分地区的工业生产形成扰动。二是供应瓶颈仍然严峻，部分行业生产受到缺芯片缺电影响。三是疫情反复对服务业形成扰动，疫情级别上：武汉>南京>北京新发地>广州，但影响可能仍还未完全体现在 7 月数据中。

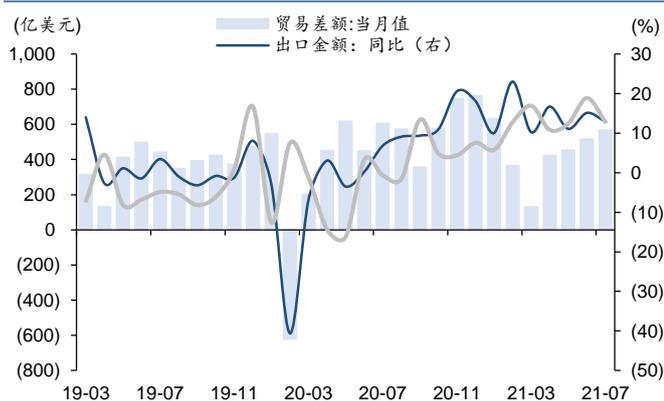
往前看，随着雨季消退、疫情收敛、缺芯等供应链问题边际改善，影响生产的短期冲击有所收敛，8-9 月工业生产或有所回归；但 8 月上半月仍是疫情最为严峻时期，线下服务业和消费活动受到的冲击或更为明显，8 月服务业生产或维持低迷。中长期看，地产、出口风险逐步显露，经济内生动能放缓，基建或边际发力但托而不举，生产难改震荡下行走势。

## 出口：高位回落，结构切换

中国7月（以美元计）出口2,826.6亿美元，同比增长19.3%，前值32.2%；进口2,260.7亿美元，同比增长28.1%，前值36.7%；贸易顺差565.8亿美元，前值515.3亿美元。

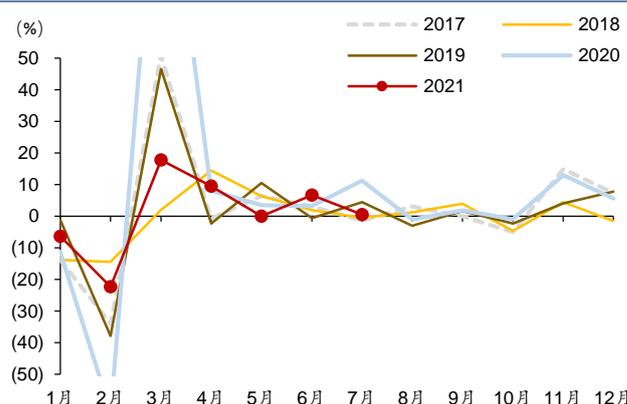
出口方面，我国7月出口较上月略微走弱，但仍维持在近年来的较高水平。从水平值来看，7月出口金额由上月的2814亿美元小幅上升至2,826.6亿美元，水平值创历史新高。从同比增速来看，出口两年平均同比增速为12.9%，较6月的15.1%有所下滑，但仍维持在近年来的高位水平。从环比增速来看，7月出口环比增长0.4%，低于19、20年的7月环比增速，接近于17、18年的7月环比增速，季节性表现略弱于常年水平。

图表4：进出口增速



注：2021数据为两年平均同比增速，其他为同比增速  
资料来源：Wind，华泰研究

图表5：出口环比增速



资料来源：Wind，华泰研究

出口商品结构上，呈现出一定的结构切换趋势：一是中间品和资本品出口替代消费品，7月通用机械设备、集成电路、钢材及铝材等中间品和资本品出口同比增速显著高于整体出口增速，主要受到价格因素、海外复工以及资本开支增加的带动，其持续性料有支撑；二是消费品中的社交出行类替代耐用品类，7月手机、汽车、家具、家电等耐用品出口金额呈现环比负增长，同比增速也显著下滑，但纺织服装等商品环比保持较高增速，反映海外接触式商品消费继续常态化回归；此外，7月防疫物资出口仍显著高于2-3月水平，Delta毒株影响下的全球新一波疫情仍对我国防疫物资出口形成支撑。

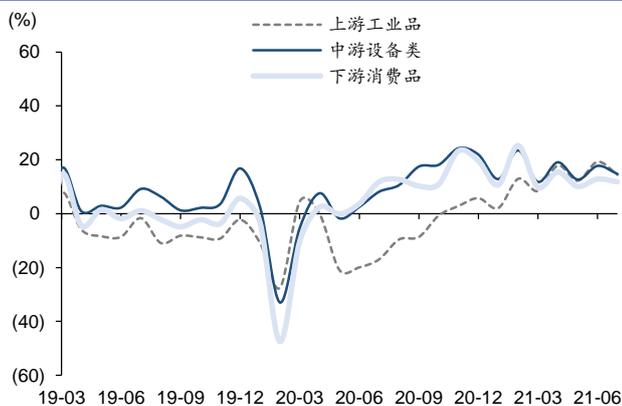
图表6：重点出口商品出口增速

分项	7月环比增速	同比增速(%)						水平值(亿元)					
		21-07	21-06	21-05	21-04	21-03	21-02	21-07	21-06	21-05	21-04	21-03	21-02
<b>出口金额</b>	<b>6.6</b>	<b>19.3</b>	<b>32.2</b>	<b>27.8</b>	<b>32.2</b>	<b>30.5</b>	<b>154.7</b>	<b>2,826.6</b>	<b>2,814.2</b>	<b>2,638.3</b>	<b>2,636.5</b>	<b>2,409.0</b>	<b>2,047.6</b>
<b>防疫物资</b>													
纺织纱线、织物及制品	-6.5	-26.8	-22.5	-41.3	-16.8	8.4	284.8	117.0	125.2	121.2	121.5	96.7	90.6
医疗仪器及器械	-2.8	-17.1	-19.5	-17.6	6.6	39.0	222.0	16.7	17.2	17.1	16.1	14.8	12.5
<b>纺织服装</b>													
箱包及类似容器	3.0	31.7	39.2	45.5	47.3	15.0	256.2	24.8	24.0	22.0	20.2	14.8	16.1
服装及衣着附件	9.4	8.2	17.7	37.0	65.0	42.2	320.9	165.8	151.5	122.0	111.2	92.5	105.1
玩具	15.6	14.3	40.5	68.9	66.8	36.7	333.0	40.5	35.0	31.3	30.2	25.5	19.4
<b>地产后周期</b>													
家具及其零件	-2.2	9.3	25.3	50.5	59.6	48.9	384.2	60.4	61.8	62.9	62.4	52.0	44.6
灯具、照明装置及类似品	9.3	11.4	22.4	30.5	35.0	52.1	502.2	43.5	39.8	37.7	33.6	24.9	32.8
家用电器	-0.1	25.8	47.3	56.5	60.2	83.5	322.3	82.7	82.9	82.5	83.1	81.5	65.9
<b>机电产品</b>													
机电产品	0.6	18.1	31.2	27.0	30.3	35.4	146.3	1,638.1	1,628.0	1,533.4	1,547.3	1,457.1	1,246.8
通用机械设备	-6.9	17.9	30.4	28.3	16.9	15.1	158.7	43.1	46.3	44.5	42.8	37.7	34.3
中间品&资本品													
集成电路	12.4	25.5	32.1	25.1	38.3	33.0	18.9	134.4	119.6	112.7	117.3	116.9	88.7
汽车零件	-2.4	32.9	70.0	78.8	50.7	21.0	150.9	61.7	63.2	59.8	60.0	59.5	53.9
<b>消费品</b>													
手机	-2.5	-9.3	11.3	12.9	37.9	30.6	105.2	100.3	102.8	96.6	111.1	109.1	94.5
自动数据处理设备及其零部件	5.7	11.5	13.5	-4.0	0.7	45.9	136.6	213.7	202.1	188.1	192.8	203.0	160.1
汽车和汽车底盘	-4.3	128.9	149.8	129.9	88.9	127.9	203.3	29.2	30.5	27.6	25.9	21.2	21.6
<b>金属中间品</b>													
钢材	-8.4	123.4	98.2	40.3	207.6	41.7	-9.7	75.9	82.9	60.2	61.5	50.9	34.6
未锻造的铝及铝材	5.3	64.1	32.3	5.1	142.8	8.3	-10.3	16.3	15.5	14.4	14.0	13.7	11.6

资料来源：Wind，华泰研究

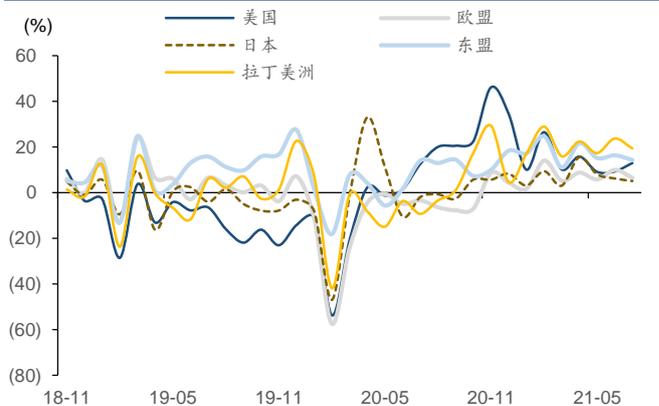
出口地域结构上，除对美出口的两年复合增速提高外，对其他主要地区出口的两年复合增速均较上月降低。对美出口逆势走高，体现了在耐用品出口仍维持一定韧性的背景下，非耐用品、中间品和资本品开始成为拉动我国出口新的结构性因素。我国对其他主要地区出口有所走弱，但基本与 5 月的两年复合增速持平，并非趋势性回落，数据显示疫情反复对欧美需求以及东南亚生产的影响相对有限。

图表7：进出口增速



注：2021 数据为两年平均同比增速，其他为同比增速  
资料来源：Wind，华泰研究

图表8：重点出口地域出口增速



注：2021 数据为两年平均同比增速，其他为同比增速  
资料来源：Wind，华泰研究

进口方面，7 月我国（以美元计）进口同比增长 28.1%，低于 Wind 一致预期的 31.8%，前值 36.7%。我们认为，进口增速放缓存在价格和结构两方面因素。价格上，伴随着大宗商品度过涨幅最快阶段，价格因素对进口金额的提振开始减弱。结构上，三类产品成为我国进口的主要拖累：一是农产品尤其是粮食进口环比降低，可能与美国极端干旱之下粮价高企对进口形成压制，主要体现在进口数量大幅降低；二是集成电路进口金额环比降低，对应至手机、电脑、家电等芯片终端产品的出口同样对整体出口增速形成拖累；三是汽车及其零部件进口环比降幅明显，或与汽车产业的供应链瓶颈有关。

往前看，美国商品消费向服务消费切换过程中对我国机电产品的进口需求或有所降低，是我国出口面临的最主要风险，但我们预计在高额储蓄和场景修复仍不充分的背景之下其退坡速度料较为温和。此外，出口仍存在不少的正面支撑因素，其一，海外复工与出行修复之下，接触式商品消费（如线下服装消费等）预计仍有修复空间，其二，全球生产与资本开支拉动下中间品和资本品出口具有可持续性；其三，地域层面，欧洲供需共振复苏对我国出口或形成支撑。此外，近期 Delta 毒株疫情反复一方面干扰海外供需修复，对我国出口造成不利影响；但另一方面则通过出口替代效应对我国出口形成支撑，其影响有待继续观察。

综合而言，我们认为，全球最主要需求国美国的商品消费支出常态化回归的背景之下，后续出口增速整体仍是“易下难上”，短期运价显示出口韧性，中期存温和下行压力，但失速风险相对可控，呈现高位回落状态。

## 房地产：销售明显降温，下半年投资弱而不衰

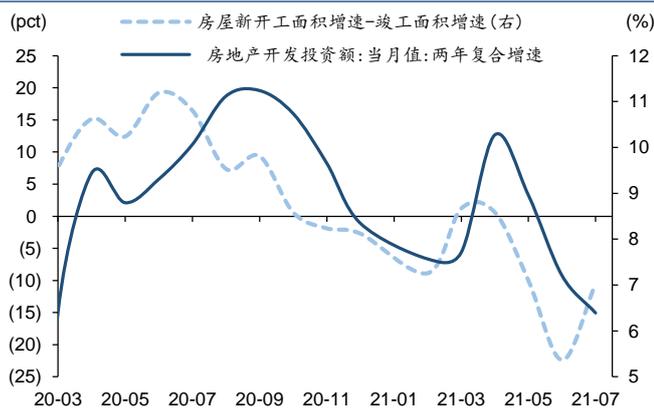
1-7月房地产开发投资累计同比12.7%，两年复合增长8%，我们测算7月两年复合增速为6.4%，较前值下降0.8个百分点。受房贷额度管控与多地楼市调控收紧影响，7月商品房销售额两年复合增速为4.1%，较6月下滑4.7个百分点。房企开发资金来源中，销售回款的支撑明显弱化，7月两年复合增速为2.9%，较6月下滑9.2个百分点。

房地产已步入下行周期，可能是未来基本面最大的风险点之一，也是影响政策取向调整和力度拿捏的关键。我们在8月24日报告《房地产投资弱而不衰》中做出分析，简言之，从前端开发疲软、融资政策约束、销售回款弱化等角度看，地产投资短期难改下行趋势。

但短期可能仍有韧性，存在如下因素：一是开发商库存低、对需求下滑免疫力强，二是短期刚性的复工投资有支撑，三是近期土拍规则调整改善房企利润空间与开发预期。

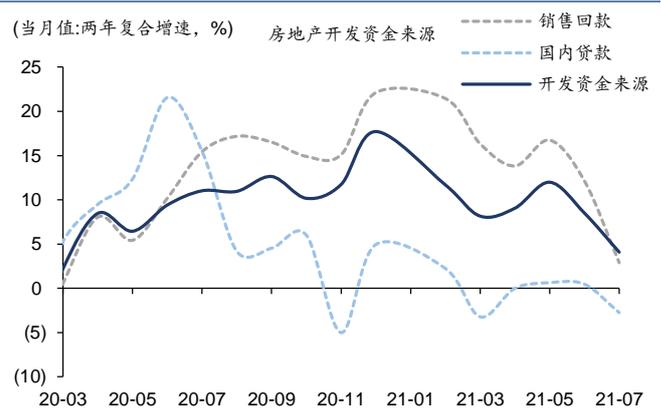
目前地产下行压力很大程度是由政策定向严控所致，如今监管对房企资金面松紧的掌控力强，仍可适度放松房贷额度、调整土地出让政策等来平滑风险。不过，下半年房产税仍有可能扩大试点并加大房地产市场短期波动。我们预计下半年（8-12月）商品房销售额与房地产投资完成额的两年复合增速分别为5%和6%左右，由于去年同期基数高，隐含同比分别为-8%和1%左右。

图表9：开工竣工增速剪刀差收窄，地产投资步入下行周期



资料来源：Wind，华泰研究

图表10：房企融资条件紧、销售回款也开始弱化



资料来源：Wind，华泰研究

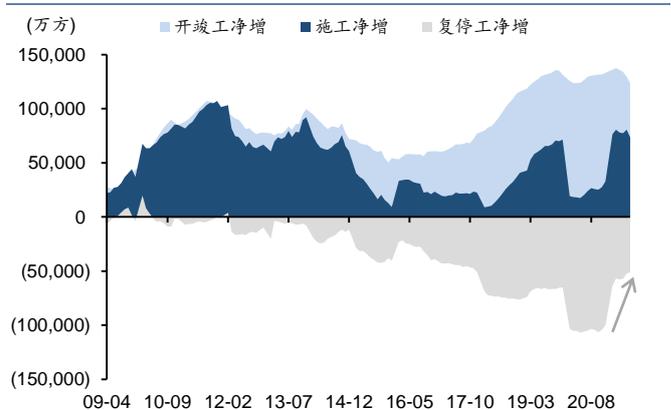
图表11：但是低库存背景下，地产投资有韧性



注：2021年房地产投资同比为两年复合增速

资料来源：Wind，华泰研究

图表12：被动复工可能是近两年开发商面临的刚性约束



资料来源：Wind，华泰研究

## 基建：负面冲击叠加，下半年改善但不高估

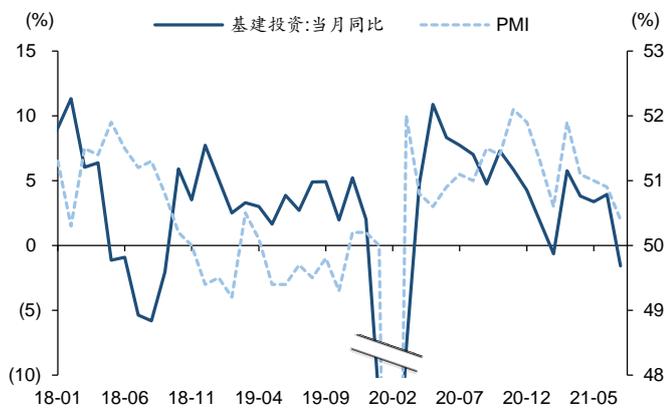
1-7月基建投资累计同比4.6%，两年复合增长0.9%，我们测算7月份同比增速为-10.5%、较前值下降9个百分点、两年复合增速为-1.7%，较前值下降4.3个百分点。一方面极端气候影响大。土木工程活动以室外作业为主，7月受河南暴雨、烟花台风等影响显著。另一方面7月隐性债务监管文件下发，基建相关贷款可能受到影响。

近期稳增长压力有所升温，财政和基建关注度也在提高。我们在8月20日报告《基建投资改善但不高估》中基于逆周期诉求、广义财政空间以及项目储备等角度做出分析，简言之：

从逆周期诉求角度看，近期经济压力增大，但其中掺杂了较多的短期扰动因素。跨周期调节的要求在加强，但逆周期的表述还未出现。我们认为今年三季度中央对经济压力可能还有一定容忍度，但需要适度预调，四季度更需要做适度平滑、托底，明年更有赖基建发挥稳定经济的作用。从狭义财政角度看，下半年一般公共预算支出增速较低，政府性基金又面临土地收入下滑与专项债预留额度结转，支出难及预算数。狭义财政对基建正向拉动作用有限。从广义财政角度看，严监管力度或适度纠偏、但改革不走回头路，隐债扩张有难度。从项目储备角度看，缺优质项目是个长期问题、严控“两高”项目亦存负面影响。新型基建是近年来政策重点支持领域，但体量尚小、短期对经济的拉动效果可能不明显。

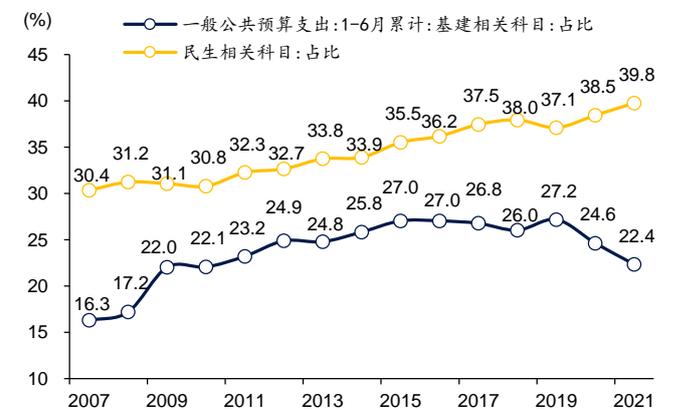
总之，我们对下半年基建投资看法是，边际改善但力度不高估、四季度好于三季度，预计下半年同比增长2%左右，依旧托而不举。由于今年底地方债发行规模高于往年、稳增长压力也在增大，我们预计明年初基建投资会更加有力。即相比于今年后置，明年财政与基建前置的特征会更加明显。但如果出口和地产下行压力偏早或偏强，政策组合也可能进一步向宽松调整，下半年基建同比可能提高到4%左右，以平滑经济硬着陆风险。

图表13：稳增长压力升温，基建仍乏力



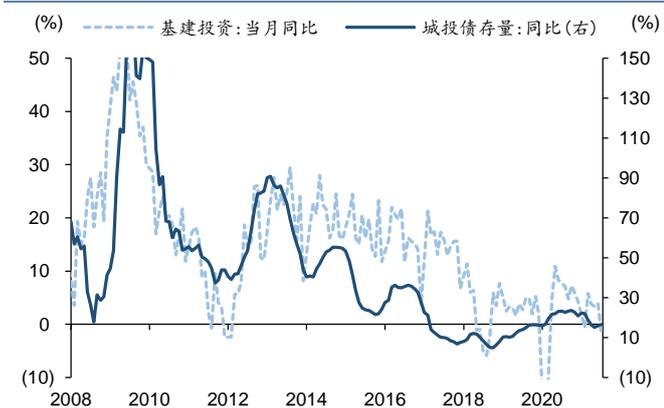
资料来源：Wind，华泰研究

图表14：今年上半年一般公共预算支出中基建科目占比下降



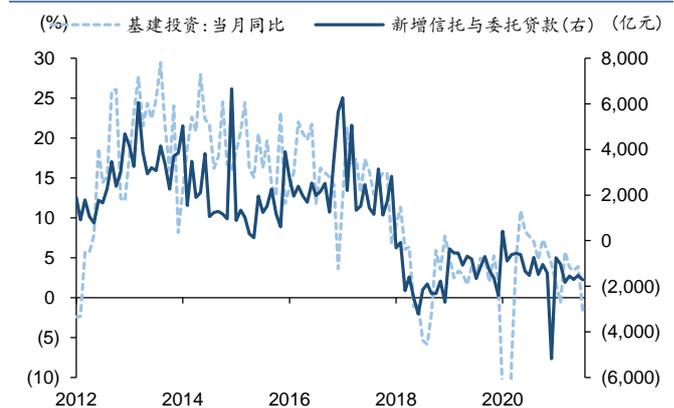
资料来源：Wind，华泰研究

图表15：基建投资增速与城投债存量增速



资料来源：Wind，华泰研究

图表16：基建投资增速与非标贷款



资料来源：Wind，华泰研究

## 制造业：恢复阻力增大，中下游投资仍有韧性

1-7月制造业投资累计同比17.3%，两年复合增长3.1%，我们测算7月两年复合增速为2.8%，较前值下滑3.2个百分点。行业层面，以两年复合增速看，上游行业拖累明显，中游设备类行业延续改善，下游消费类行业多数下滑。具体而言：

1) 石油煤炭加工以及黑色金属加工行业投资增速下滑明显，与需求端走弱与供给端限制有关；2) 外围产能修复过程中，设备出口仍有韧性，运力紧张也支撑船舶等运输设备订单，中游设备类投资延续改善趋势，通用与运输设备均有1个百分点以上改善幅度，专用设备、电气机械行业投资增速同样有所改善；3) 下游消费类行业投资下滑较多，国内疫情反复对消费行业信心冲击较为明显，但海外接触式商品消费修复之下，化纤、纺织以及服装服饰行业投资增速小幅改善。

往前看，我们预计制造业投资仍有恢复空间，但阻力明显增大。一方面，企业盈利、政策与融资成本仍对制造业投资形成支撑，但另一方面，下半年经济放缓压力仍存在，从7月PMI数据看到制造业开始出现“被动补库存”特征，预示着制造业投资改善阻力有所加大。此外，抗疫成为持久战，也在一定程度上制约企业资本开支意愿。

结构上，投资继续分化。中下游行业面临内需占比提升、政策支持等正面因素，订单仍有稳定性；但上游行业可能受制于行业政策以及需求下滑压力，投资拐点或逐渐显现。

图表17：制造业投资分行业表现

投资增速(%)	Δ上月(pct)	21/07	21/06	21/05	21/04	21/03	21/02	20/12	19/12	19/07
石油煤炭加工	-2.5	7.7	10.2	6.4	5.1	7.2	4.3	9.4	12.4	11.6
黑色金属加工	-2.2	17.1	19.3	22.3	25.1	28.1	34.7	26.5	26.0	37.8
有色金属加工	0.0	2.7	2.6	4.4	5.3	5.0	3.2	-0.4	1.2	-3.8
非金属矿物品	0.1	2.2	2.1	1.3	0.9	-0.9	-2.0	-3.0	6.8	9.0
化学原料	-0.4	5.2	5.7	4.1	2.5	1.4	4.6	-1.2	4.2	9.4
农副加工	0.9	4.8	3.9	1.9	-0.7	-2.0	-2.9	-0.4	-8.7	-7.6
木材加工	0.6	-10.9	-11.5	-13.5	-13.4	-13.9	-11.6	-18.0	-6.0	2.0
通用设备	1.2	-3.5	-4.8	-6.6	-8.5	-10.1	-10.3	-6.6	2.2	2.1
专用设备	0.2	6.1	5.9	4.6	2.3	0.3	1.1	-2.3	9.7	7.2
电气机械	0.6	2.1	1.5	-0.3	-1.2	-4.1	-4.2	-7.6	-7.5	-7.5
仪器仪表	-1.1	10.5	11.6	11.1	8.9	5.2	10.5	-7.1	50.5	18.2
运输设备	1.3	6.2	4.9	2.6	3.3	-1.5	-8.1	2.5	-2.5	-10.4
汽车	0.0	-12.1	-12.1	-14.0	-13.5	-16.1	-17.2	-12.4	-1.5	1.8
食品	0.6	0.6	-0.1	-2.3	-3.8	-5.6	-5.5	-1.8	-3.7	-1.4
酒水饮料	-0.6	-0.9	-0.3	-1.2	-1.6	-1.0	-2.9	-7.8	6.3	4.2
烟草制品	-0.7	-6.5	-5.8	-4.4	3.3	10.2	-10.3	-18.8	-0.2	7.9
化纤	1.5	-0.1	-1.6	-3.3	-2.7	-5.9	-14.6	-19.4	-14.1	-10.2
纺织	1.8	-3.7	-5.5	-7.0	-8.9	-13.8	-16.4	-6.9	-8.9	-2.6
服装服饰	0.6	-18.3	-18.9	-18.9	-19.9	-20.3	-21.2	-31.9	1.8	-0.3
皮制品	0.2	-11.0	-11.2	-10.9	-9.3	-8.7	-5.2	-15.8	-2.6	-6.2
家具	-0.3	-10.8	-10.6	-12.1	-12.1	-13.9	-10.7	-15.8	-0.7	5.8
纸制品	0.1	0.0	-0.1	-3.4	-3.4	-3.9	-1.4	-5.1	-11.4	-8.2
印刷媒介	-0.8	-11.8	-11.0	-11.8	-11.9	-11.7	-10.4	-20.5	4.6	0.0
文教娱乐	0.1	-11.4	-11.5	-13.4	-12.7	-12.8	-14.4	-26.5	-2.4	-1.2
医药	-0.4	16.7	17.1	15.2	13.8	12.1	13.0	28.4	8.4	6.9
通信电子	-0.7	17.8	18.5	16.8	15.0	12.3	14.0	12.5	16.8	10.5
塑料制品	1.1	2.2	1.1	0.7	-1.6	-3.2	-3.1	-1.2	1.0	0.0
金属制品	-0.3	-1.6	-1.3	-3.3	-5.0	-7.9	-8.7	-8.2	-3.9	-5.2

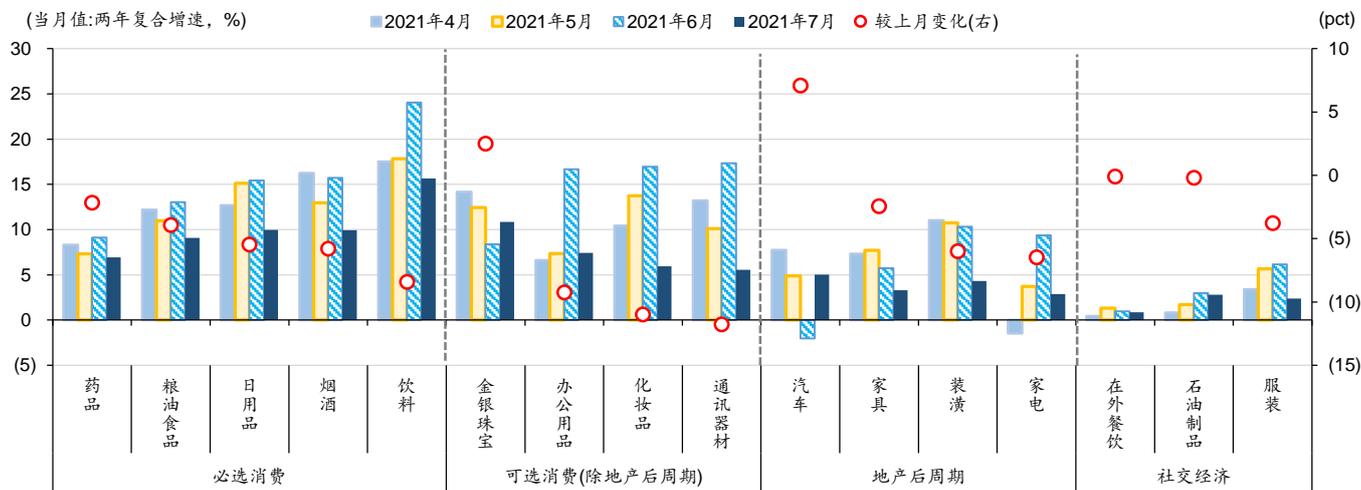
注：投资增速为累计值同比增速，2021年数值是以2019年同期值为基期计算的两年复合增速；增速数值超过10%为红底色，介于0-10%为黄底色，介于-5%-0为白底色，低于-5%为蓝底色。

资料来源：Wind，华泰研究

## 消费：疫情冲击、生产缺芯与需求透支压力交织

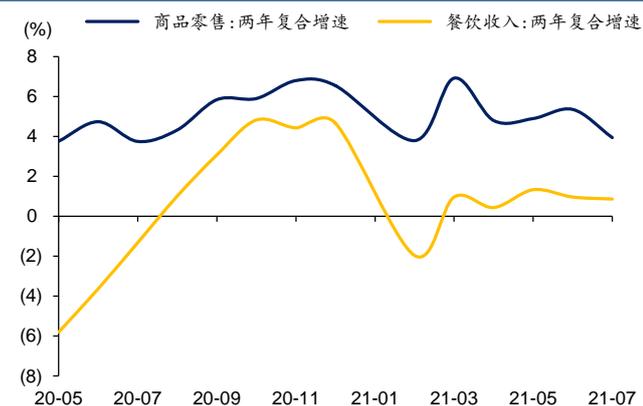
7月社会消费品零售总额同比8.5%，较6月下滑3.6个百分点，低于市场预期（Wind一致预期为11.6%），两年复合增速为3.6%，较6月下滑1.3个百分点。

图表18：消费分项表现

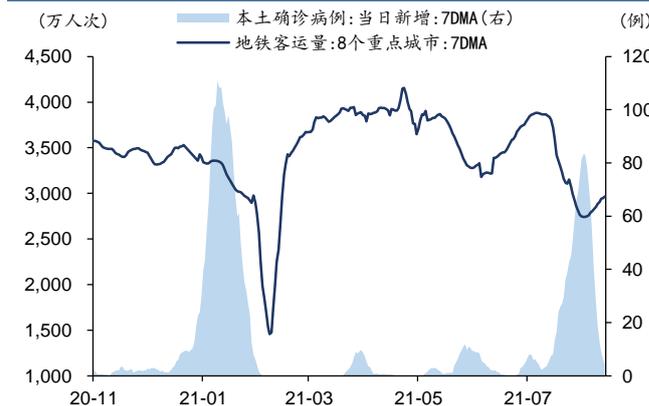


**观察一：商品消费比服务消费降幅大，说明7月疫情影响主要是信心层面和物流供应方面，8月服务消费可能还有补跌压力。**以两年复合增速看，7月商品零售增速比6月下滑1.4个百分点，而餐饮收入增速仅下滑0.1个百分点（与7月服务业PMI不弱是互证的），即7月社零消费主要是被非接触式的商品消费拖累。那么如何理解疫情影响？一是消费意愿冲击具有即时性，而疫情主要影响疫情所在地的服务消费，随着疫情扩散和防疫措施提升才会更加明显，本轮疫情扩散主要在7月底，8月服务消费有补跌压力。二是本轮疫情主要从南京扩散，而江浙是商品物流重要枢纽，因此对商品消费有影响，7月PMI供应商配送时间环比大幅升高1个百分点有所体现。

图表19：7月商品消费下滑幅度更大

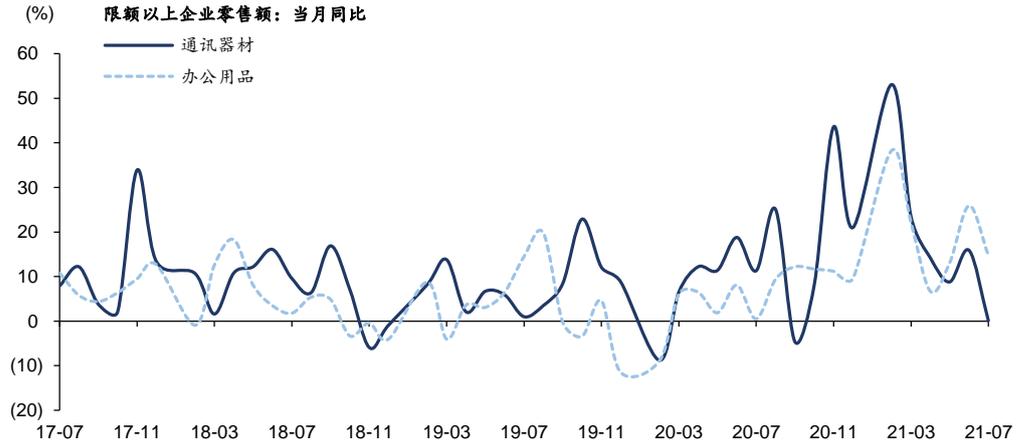


图表20：疫情与出行



**观察二：可选消费降幅较大，疫情因素之外，电子消费品可能存在需求透支和缺芯影响。**7月通讯器材与办公用品的同比或两年复合增速比6月降幅都接近甚至超过10个百分点。去年电子消费品受益于疫情催生的宅经济消费，事实上销量增速是远超过疫情之前的，其中通讯器材（含手机等智能设备）2020年销量增速12.9%，是2015年以来新高，办公用品（含电脑）2020年销量增速5.8%，也是2018年以来新高，需求难免有透支。今年6月份618电器促销可能也加剧了短期透支因素。此外，还有供应端缺芯问题，与汽车类似。

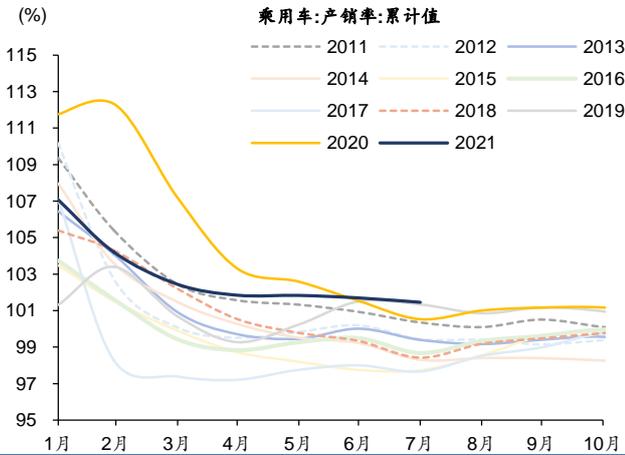
图表21: 电子消费品可能存在需求透支



资料来源: Wind, 华泰研究

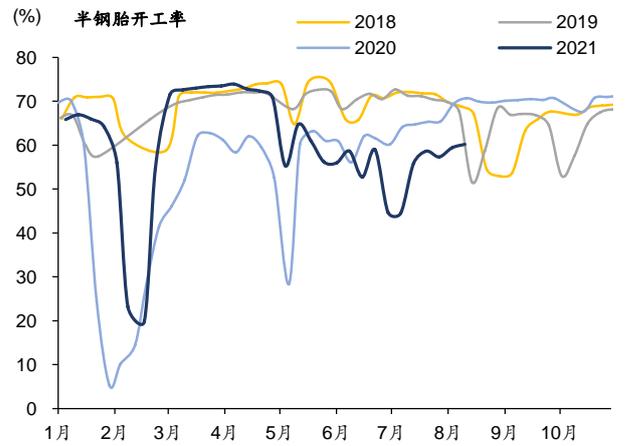
**观察三: 汽车消费同比由正转负, 供应端影响为主, 8月生产看似有所改善。**7月汽车消费两年复合增速看似有所改善, 其实与2019年“国五转国六”导致的6、7月异常基数有关, 同比已由正转负、与历史季节性相比也是低迷的。与电子消费品相比, 国内汽车销量已经历2018-2020三年负增长, 难以归因于需求不足, 主要是供应端缺芯影响比较显著, 据中汽协数据, 今年截至7月国内乘用车产销率为101.5%, 为近十年来同期最高值, 也说明是供给紧。二季度仍有库存销售, 三季度开始传导至零售端。不过, 从8月高频数据看, 汽车生产开始向上爬坡, 预计汽车消费将在四季度有所改善。

图表22: 汽车产销率创近十年同期最高值



资料来源: Wind, 华泰研究

图表23: 车胎生产在边际改善



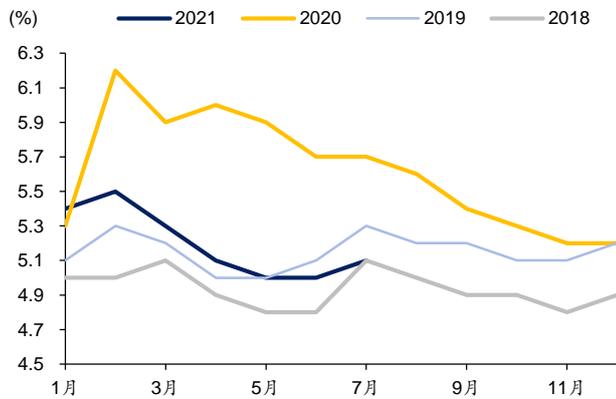
资料来源: Wind, 华泰研究

## 就业：失业率走高，但略好于季节性，关注行业整顿冲击

7月全国城镇调查失业率为5.1%，较6月提高0.1个百分点，比上年同期下降0.6个百分点。其中，本地户籍人口调查失业率为5.1%，外来户籍人口调查失业率为5.0%。16-24岁人口、25-59岁人口调查失业率分别为16.2%、4.2%。1-7月份，全国城镇新增就业822万人，完成全年目标的74.7%。

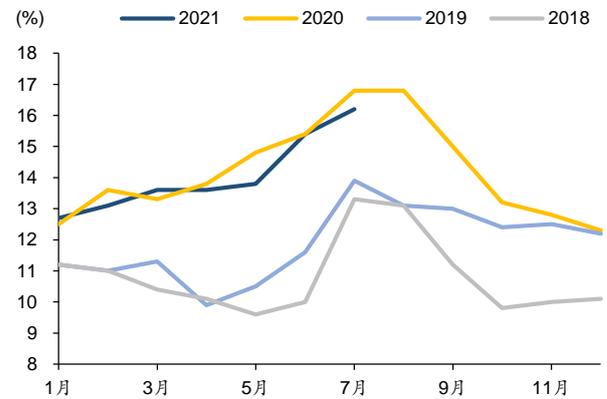
7月失业率走高主要在于季节性因素。7月25-59岁人口的失业率与上月持平，与18和19年的季节性表现一致；7月16-24岁人口失业率为16.2%，较上月提高0.8个百分点，但提高幅度低于往年的季节性水平，2018-2020年7月青年群体失业率分别较6月提高3.3%、2.3%和1.4%。总体而言，7月就业环比表现相对平稳，季节性表现好于往年，但16-24岁人口的失业水平值仍然严峻，叠加近期如教培、互联网等行业政策可能在短期内冲击相关业态就业，后续青年群体的就业压力仍需持续的政策关注。

图表24：7月调查失业率环比走高0.1个百分点



资料来源：Wind，华泰研究

图表25：青年群体就业压力仍旧严峻（16-24岁人口调查失业率）



资料来源：Wind，华泰研究

## 通胀：PPI 仍在高位磨顶期

### CPI 强于预期，主因油价等成本端推涨

7 月 CPI 同比 1%，回落 0.1 个百分点，其中翘尾因素为 0.5%；CPI 环比 0.3%，略强于季节性（历史同期均值为 0.2%）。核心 CPI 同比 1.3%，回升 0.4 个百分点。CPI 继续回调但强于市场预期、核心 CPI 环比略强于季节性。首先，猪价继续压制食品 CPI、但油价偏强提振非食品 CPI。进一步剔除食品能源来看，家用器具等耐用消费品价格涨幅偏强，主要系成本推动。此外，暑期出行消费对服务业价格有所带动，疫情对价格影响尚待体现。

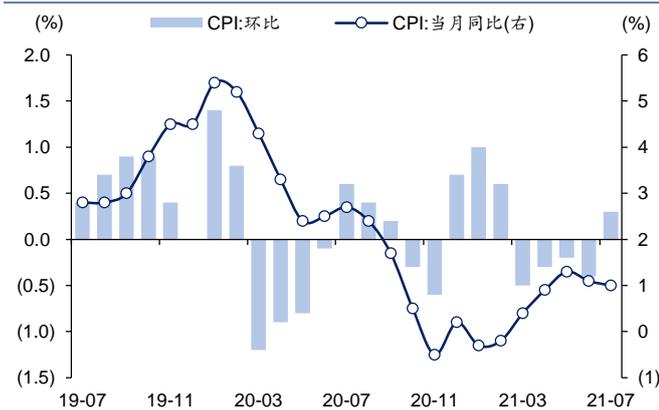
分项来看：7 月 CPI 食品同比-3.7%，回落 2 个百分点，环比-0.4%（历史同期均值为 0.3%）。

（1）猪价跌幅缩窄，环比-1.9%，基数因素下同比降幅扩大 7 个百分点，国家收储起到稳价效果，养殖户恐慌出栏情绪有所缓解，月内猪肉价格基本走平，结束了连续 5 个月单边下跌行情；（2）夏季瓜果供给充足，鲜果价格继续季节性回落，环比-2.1%；（3）菜价由跌转涨，环比 1.3%，河南暴雨、烟花台风等极端天气影响鲜菜供给，近期国内疫情反弹下的物流管控及恐慌性购买或也一定程度推升菜价，7 月下旬以来菜价涨势偏强。

7 月 CPI 非食品同比 2.1%，回升 0.4 个百分点，环比 0.5%（历史同期均值为 0.2%）。其中，交通通信、生活用品与服务、居住分项的环比涨幅高于季节性均值，主要是国内汽柴油价格涨幅较大、家用器具环比涨幅创新高，成本推动效应明显。教育文娱等服务价格环比接近季节性水平，疫情影响尚待体现，同时去年低基数大幅推高同比值。

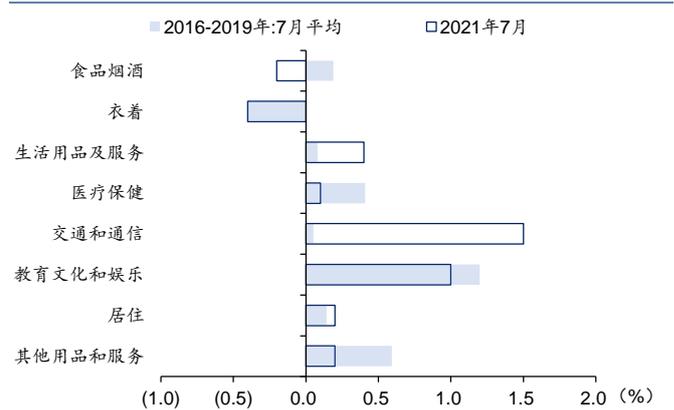
预计 CPI 短期平稳，中期温和回升。考虑到短期疫情影响、下半年经济放缓压力以及基数因素，我们预计 CPI 同比在 8 月基本稳定、9-11 月回升。核心 CPI 缓慢走高、年底或仅达 1.5% 左右。具体食品方面，短期国内疫情扩散导致生鲜供应运输承压、囤货需求有所增长，鲜菜等仍有涨价压力。猪肉仍供过于求、产能出清至少到明年，但收储政策有助于猪价保持稳定。结合基数看，9-11 月食品 CPI 同比有抬升压力。非食品方面，本轮国内疫情扩散级别仅次于武汉疫情，短期消费难免下滑、服务业修复再遭阻力，下半年需求承压格局之下，成本传导有限，虽然有低基数，预计非食品 CPI 与核心 CPI 回升态势较为缓慢。

图表26：CPI 同比



资料来源：Wind，华泰研究

图表27：CPI 环比分项



资料来源：Wind，华泰研究

## PPI 小幅反弹，能源化工产业链涨价明显

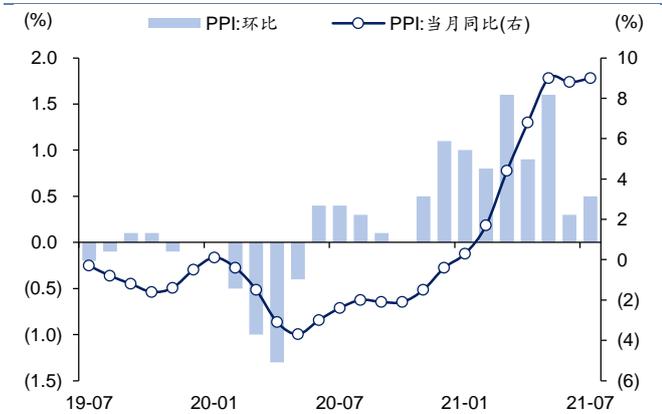
7月 PPI 同比 9%，回升 0.2 个百分点，其中翘尾因素约为 2.1%；PPI 环比 0.5%，涨幅扩大 0.2 个百分点。PPI 小幅反弹、回到前高点，生产资料与生活资料环比均有所上涨，主要是能源化工产业链涨价明显，基本金属产业链上游涨势收敛、下游仍有传导压力。

分项来看：

**PPI 生产资料环比 0.6%，涨幅扩大 0.1 个百分点，同比 12%。**分商品看，(1) 能源（环比 3.2%）涨幅领先，动力煤涨价系夏季用电高峰而电厂煤炭库存处在历史低位，国际油价慢涨快跌，近期 Delta 毒株全球扩散抑制需求、又有 OPEC+ 协议增产，但国际油价到国内油价的传导大约有 1 个月时滞；(2) 黑色金属（1.1%）继续上涨，与钢铁减产政策推进、安全及环保检查等供给抑制有关，但地产基建等需求弱，钢材社会库存高企，此外，粗钢减产抑制铁矿石需求；(3) 有色金属（0%）涨幅收窄 0.7 个百分点，受国家抛储压制，并且近期南美疫情控制好于欧美，供需错位边际改善。**PPI 生活资料环比 0.1%，扩大 0.3 个百分点，同比 0.3%。**其中衣着和耐用消费品环比正增长，食品和日用品环比持平。

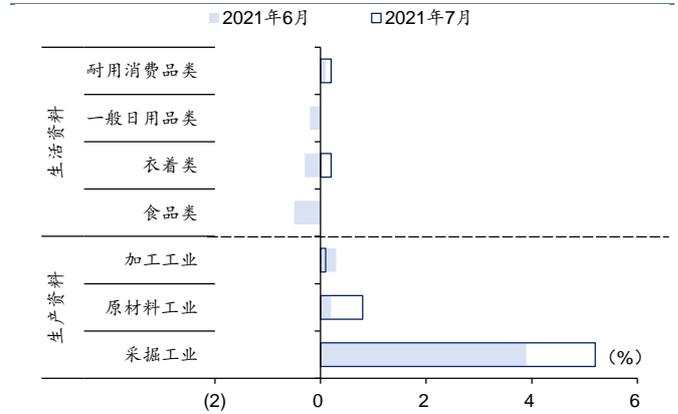
**预计 PPI 短期仍高，年底压力渐缓。**我们预计下半年大宗商品在需求放缓下走势偏震荡，结合基数看，PPI 同比三季度仍高、9-10 月还有反弹可能性、年底回落。具体而言，基本金属涨价空间可能不大，需求端美国耐用品消费存在透支、国内地产投资继续走弱，供给端南美疫情正趋稳定、矿产恢复，国内纠正运动式减碳、支持大宗商品保供等。不过，中美低碳转型背景下，部分有色黑色品种价格可能居高难下。油价继续慢涨快跌，全球社交经济有待恢复，交通用油和化工品需求仍有较大修复空间，但近期 Delta 病毒压制复苏和边境放开节奏、供给受 OPEC+ 和美伊核谈等非连续因素影响。政策层面，美联储 Tapper QE 不断接近，美元或阶段性强势压制大宗商品价格表现，美国新财政刺激方案也或扰动大宗。

图表28： PPI 同比



资料来源：Wind，华泰研究

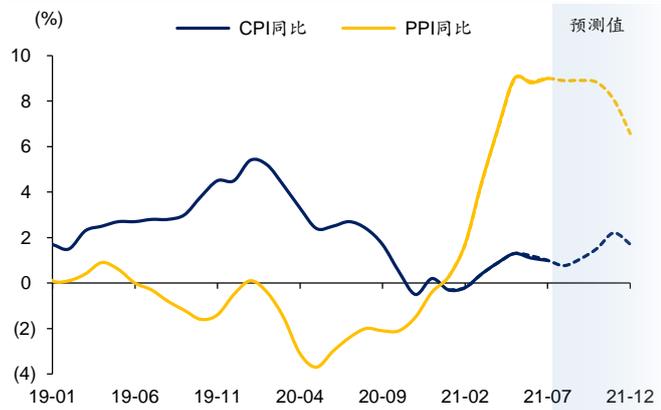
图表29： PPI 环比分项



资料来源：Wind，华泰研究

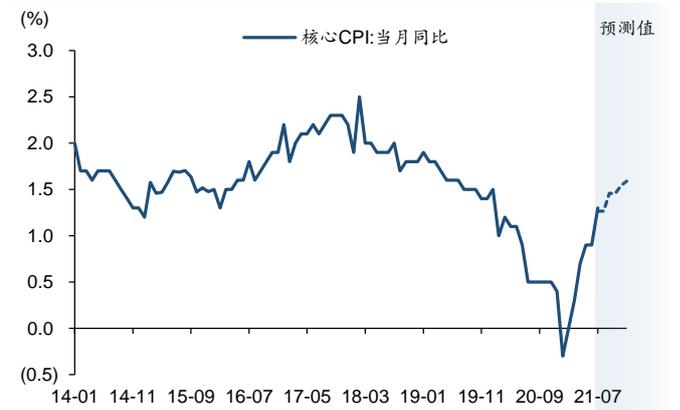
PPI-CPI 剪刀差再创新高，制造业企业压力不减。我们此前提示本轮 PPI 压力主因外部供需因素、短期将高位运行，CPI 受制于内需不强、上行缓慢，剪刀差收敛速度将慢于以往周期。对政策而言，需求羸弱，通胀仍不是主要矛盾，但 7 月政治局会议在货币政策部分提到大宗商品涨价（虽然思路是保供），随后央行发布的二季度货币政策执行报告中增加了通胀着墨，我们预计三季度 PPI 高企等会在一定程度掣肘全面降准与降息操作，而四季度 PPI 回落，仍有降准空间。此外，PPI-CPI 剪刀差高企意味着结构性支持政策还不能缺位。

图表30: CPI 与 PPI 预测



资料来源: Wind, 华泰研究预测

图表31: 核心 CPI 预测



资料来源: Wind, 华泰研究预测

## 金融：严监管冲击显现

7月金融数据有三大特征：第一，社融增速下行，政府债拖累大、非标和表内贷款也不佳，既有严监管影响、也显示实体融资需求乏力；第二，结构上，企业中长期贷款下滑，居民与政府融资均明显减速；第三，新增存款超季节性下降，财政资金大幅回笼。

**特征一：社融增速下行，严监管与弱需求并存。**7月社融规模1.06万亿，同比少增6362亿元，低于市场预期的1.52万亿，社融存量同比增速10.7%，较6月回落0.3个百分点，剔除政府债的增速为9.8%，回落0.1个百分点。7月新增人民币贷款1.08万亿元，同比多增905亿，基本持平于市场预期值。当月社融下滑主因政府债拖累大，但非标和表内贷款（剔除非银部分）也较为乏力。一方面有城投、地产严监管政策影响，表现在企业与居民中长期贷款下滑幅度大，另一方面实体融资需求乏力也较为明显，表现在表内外票据的分化。

**特征二：企业中长期贷款下滑、居民与政府融资减速。**

1) 企业端，7月非金融企业贷款新增4334亿元，同比多增1689亿元。其中，中长期贷款同比少增1031亿元、下滑幅度较大，一是受到隐性债务监管收紧影响，二是极端气候影响到局部基建投资与相关融资，三是制造业资本开支放缓。相比历史同期，短贷较低、票据融资较高。7月非标融资-4038亿元，同比多减1389亿元。委托与信托贷款仍受融资类信托监管+理财整改+房地产融资监管等政策综合影响，下半年资管新规过渡期进入倒计时，阶段性压降压力可能较大。未贴现银行承兑汇票融资减少2316亿元，作为贸易流融资工具显示经济活力不足。

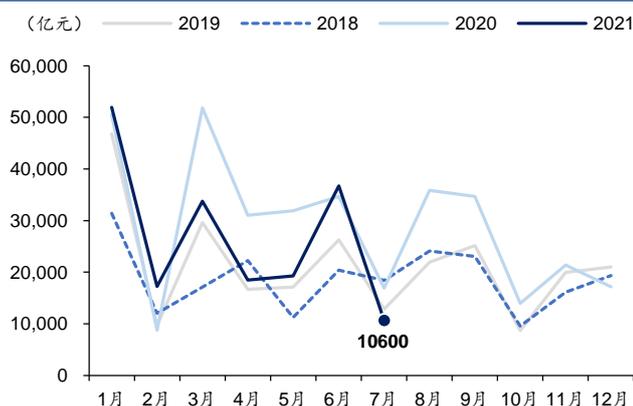
7月企业债券融资2959亿元，同比多增601亿元。7月全面降准带动债市行情演绎，一定程度上对冲了严监管的影响。7月城投融资环比略降但仍保持正增长，后续政策补丁或缓解收缩担忧。而受近期地产调控收紧叠加行业评级下调等影响，7月地产债净融资为负。

2) 居民端，7月贷款新增4059亿元，同比少增3519亿元。其中，中长期贷款同比少增2093亿元，增量低于近5年同期，受房贷额度收紧、房贷利率上行、购房政策收紧等影响。

3) 政府端，7月政府债券融资1820亿元，同比少增3639亿元，主要是当月国债到期量较大。我们测算截至7月底，国债供给进度仅为13.8%、明显落后于往年同期，下半年国债发行压力较大。地方债方面，8-9月可能是发行高峰，此外可能预留20%左右的专项债额度在12月发行，以落实“做好两年政策衔接、今年底明年初形成实物工作量”的要求。

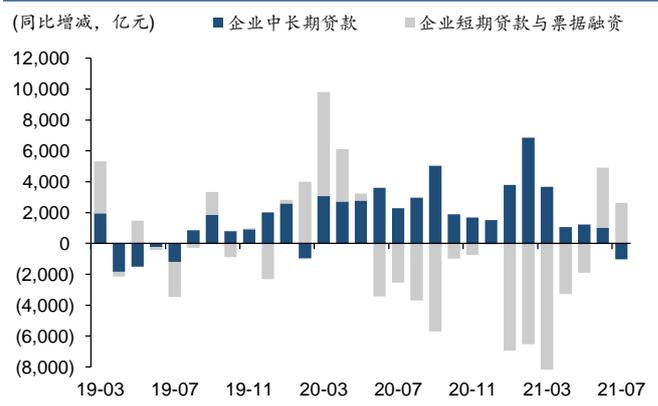
**特征三：新增存款超季节性下降，财政大幅回笼。**7月M2同比8.3%，较上月下降0.3个百分点；M1同比4.9%，较上月下降0.6个百分点。存款结构上，居民和企业存款分别减少1.36万亿元、1.31万亿元，同比分别多减6405亿元、少减2400亿元。财政资金整体净回笼，同比多增1136亿元。7月是缴税大月，财政存款通常季节性上升，去年7月在特别国债直达机制下财政资金拨付较快，今年支出进度相对偏慢，导致财政存款同比多增。

图表32：新增社会融资规模



资料来源：Wind，华泰研究

图表33：企业贷款期限结构不佳



资料来源：Wind，华泰研究

## 市场启示

宏观环境来看，经济动能放缓，预计四季度到明年上半年压力相对明显，实际情况要看政策应对的力度。通胀方面，预计短期 CPI 平稳、PPI 仍高，中期 CPI 温和回升、PPI 在年底压力渐缓，PPI-CPI 剪刀差将经历高位盘整到快速下降过程。政策方面，稳增长权重有所提高，货币政策短期保持合理充裕基调，关注结构性政策落地，财政逐季发力，明年前置特征更加明显，监管可能微调，但下半年资管新规过渡期倒计时、隐债监管文件落地实施等冲击仍需关注、关注房地产政策。

债市：经济动能放缓+货币稳中偏松+欠配压力仍大=顺风，趋势尚未逆转。但市场走在政策的前面，叠加 9 月份地方债供给、疫情与经济数据略好转、摊余成本理财整改容易带来小扰动。中期关注政策调整带来的宽信用效果和美联储 QE 退出节奏等。

股市：经济动能放缓弱化业绩预期，美联储 QE 退出预期不利于北上资金，国内狭义流动性不紧、但广义流动性还不松，还难以出现趋势性机会，不过经济压力加大也在打开政策博弈空间。近期市场大幅波动背后，宏观与产业逻辑变化更值得关注。从“全面小康”到“共同富裕”，新 KPI 已经提出，关注“中国版 ESG”框架下的新赛制与估值重估。

商品：黑色系方面，地产投资走弱但粗钢减产推进，供需平衡博弈，需求通常定方向、供给加大波动；有色系方面，商品消费向服务消费转移+美联储 QE 退出接近+全球制造业扩张见到拐点，上涨压力或继续缓解；油价方面，近期 Delta 毒株全球扩散对油价形成压制，但随着新疫苗获批，疫情可能再次收敛并改善全球社交经济，油价或延续慢涨快跌走势。

汇率：美国两大财政法案、缩减 QE 均有望在年内落地，对美元指数形成支撑，但短期内疫情扰动以及流动性预期之下的风险偏好仍左右摇摆，维持美元短期在 90-94 间内震荡偏强的判断。在我国经济动能放缓+货币稳中偏松的背景下，人民币或面临一定的贬值压力，但在经济尤其是出口走弱趋势实质确立前，料人民币仍将维持窄幅区间内双向波动。

## 风险提示

1. 出口或地产超预期回落：若出口金额或房地产投资增速超预期回落，稳增长压力加大，政策可能提前调整。
2. 国内疫情扩散：近期国内疫情尚未清零，依存在扩散风险。

## 免责声明

### 分析师声明

本人，张继强，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

### 一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司及其关联机构（以下统称为“华泰”）对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，华泰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。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。华泰不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司不是 FINRA 的注册会员，其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华泰及作者均不承担任何法律责任。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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

华泰及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，华泰可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰的销售人员、交易人员或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。华泰没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰的资产管理部门、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。投资者应当考虑到华泰及/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。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人（无论整份或部分）等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并需在使用前获取独立的法律意见，以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求，同时注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

### 中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作，在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题，请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

### 香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。更多信息请参见下方“美国-重要监管披露”。

### 美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934年证券交易法》（修订版）第15a-6条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受FINRA关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

### 美国-重要监管披露

- 分析师张继强本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括FINRA定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

### 评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后6至12个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普500指数），具体如下：

#### 行业评级

- 增持：**预计行业股票指数超越基准
- 中性：**预计行业股票指数基本与基准持平
- 减持：**预计行业股票指数明显弱于基准

#### 公司评级

- 买入：**预计股价超越基准15%以上
- 增持：**预计股价超越基准5%~15%
- 持有：**预计股价相对基准波动在-15%~5%之间
- 卖出：**预计股价弱于基准15%以上
- 暂停评级：**已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策
- 无评级：**股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

**法律实体披露**

**中国:** 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J

**香港:** 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809

**美国:** 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231

**华泰证券股份有限公司****南京**

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码: 210019

电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521

电子邮件: ht-rd@htsc.com

**深圳**

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码: 518017

电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062

电子邮件: ht-rd@htsc.com

**北京**

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层/  
邮政编码: 100032

电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275

电子邮件: ht-rd@htsc.com

**上海**

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码: 200120

电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068

电子邮件: ht-rd@htsc.com

**华泰金融控股(香港)有限公司**

香港中环皇后大道中99号中环中心58楼5808-12室

电话: +852-3658-6000/传真: +852-2169-0770

电子邮件: research@htsc.com

<http://www.htsc.com.hk>

**华泰证券(美国)有限公司**

美国纽约哈德逊城市广场10号41楼(纽约10001)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

<http://www.htsc-us.com>

©版权所有2021年华泰证券股份有限公司