

8 月大类资产配置

证券研究报告
2019 年 08 月 14 日

作者

宋雪涛 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517090003
songxuetao@tfzq.com

相关报告

股票配置建议适度做多，仓位建议 60%，消息面利空充分发酵后，预计反弹仍以基本面和政策面为主线，创业板和上证 50 的反弹幅度高于中证 500。市场整体风格正在从核心资产向科技成长迁移，过程存在反复。8 月以业绩为主线，重点跟踪业绩见底或向上的行业。

内外因素对债市尚不构成利空，但货币政策暂时以结构性为主，月内降准降息概率较低，8 月 10 年国债收益率可能以 3.0 为中枢做平台延伸，突破平台向下可能需要货币宽松和避险情绪的催化。债券配置建议中性，仓位 20%，中短久期，结构以利率债和高等级信用债为主。

螺纹短期可能继续下探，底部由环保限产对产能约束的效果决定。现在是否已进入黑色商品熊市还不能下定论，如果风险资产反弹，螺纹钢和铁矿石可能还会有阶段性反弹。预计油价跌幅有限，如果全球风险资产反弹，可能突破 7 月中旬的高点，但突破 4 月中旬高点的难度较高。

黄金存在中长期向上逻辑。1500 美元可能是黄金中短期的中枢，金价在中枢上下 100 美元的范围里波动。未来 1 个月看，如果风险事件的发展越来越多，建议对黄金不止盈；如果利空因素开始平息，目前金银比再次接近 90，白银可能调整的幅度较小。

风险提示：中美摩擦预期不断反复；逆周期政策力度不及预期



8 月经济

经济仍在中长期的下行趋势中，但 2 季度下台阶后，3 季度末可能出现阶段性企稳。7 月实体经济数据平稳，社融信贷数据不及预期可能产生政策是否再加码的担忧；工业增加值和消费增速在 6 月脉冲式反弹后小幅回落，固投增速保持平稳，整体表现好于 4-5 月平均；进出口增速好于预期，但出口的中期风险尚未释放；CPI 已至阶段性高点，PPI 未来 1 个季度处于通缩状态，但接近阶段性底部。

8 月政策

7 月政治局会议的底线思维明确，短期稳增长、稳就业等政策目标优先度较高，叠加近期中美关系反复，预计后续逆周期总量政策将适度加码。央行二季度货币政策执行报告重提逆周期、仍未提“中性”，强调信贷政策的结构引导作用。下半年货币方面可能使用定向降准和 TMLF，通过利率并轨引导 LPR 下行，财政方面广义财政支出在 2 季度收敛后有望重新提速。

8 月股票（60%）

A 股本轮下跌幅度超出预期，已经跌破了 6 月初的低点，位于 2700-2900 震荡区间的下边缘。但主因不在国内，而是外部风险的传导。联储鹰派降息和美股波动率释放提供了情绪发酵的背景，8 月 1 日的“3000 亿”威胁触发了破 7 和汇率操纵国等一系列利空消息的连锁反应。

当前最主要的尚未完全释放的可见利空是美股，这个风险正在消化。然而 A 股在过去两个月表现弱于欧美股市，并没有跟随海外市场走强，并且中美经济周期和货币周期相对错位。因此 A 股在调整的表现也会相对独立于美股，更多以国内基本面和政策为主导。

A 股当前处于 4 月中旬以来的中期调整（N 字型第二笔）的末尾，本轮下跌可能是最后的调整。当前时点的经济政策背景和 4 月初不同，政策边际收敛和经济下台阶的风险明显小于 4 月（见第一段），指数回到年初低点的可能性极小。

上证综指的风险收益比已经回到了去年 12 月和今年 6 月初时的历史极端值，虽然不能排除短期仍会出现风险事件，但利空的冲击会越来越小，短期可能企稳后进入一波反弹。一旦贸易战和政策出现超预期利多，对系统性反转要有心理准备。

本月上证指数区间 2700-2900，配置建议适度做多，仓位建议 60%，全月节奏前低后高。月初：受海外市场和 3000 亿、破 7 的影响，消化利空。月中：超跌修复，宏观数据主导结构。CPI 的阶段性高点和 PPI 的阶段性底部，对应了库存周期的磨底期接近尾声；社融信贷可能不及预期；进出口虽然超预期，但由于中期风险仍在，所以不会有明显积极反应。月末：MSCI 和富时提升纳入比例。-

指数方面：本轮调整，创业板表现相对强势，高于 6 月初的低点；上证 50 和海外市场的相关性较高，8 月上旬受海外市场影响，接近 6 月初的低点；中证 500 与创业板出现结构分化，受大盘向下影响，已跌破 6 月初的低点。7 月政治局会议的政策面取向偏积极，如果消息面利空充分发酵后，预计反弹仍以基本面和政策面为主线，创业板和上证 50 的反弹幅度高于中证 500。

行业方面：整体风格正在从核心资产向科技成长迁移，过程存在反复。8 月以业绩为主线，重点跟踪业绩见底或向上的行业（消费电子、5G、半导体、PCB、光伏风电、军工等）；基建在政治局会议后迎来机遇（新型基建和老旧小区改造）；汽车银行地产等早周期主要是博弈经济见底，但弹性较弱，还没形成趋势。

8 月美股

美股的业绩风险尚未释放，但短期也未到大跌之时。一方面，贸易谈判并未中止；另一方面，虽然经济基本面走弱，但相对全球而言仍然强势。中期可能先走出反弹结构，挑战 7

月下旬的高点后，再进入较大幅度的调整。美联储 7 月降息 25bp 符合预期，但鲍威尔的鹰派言论（本次降息不是长期宽松周期的开始）并未影响市场的降息预期，美联储模糊不清的预期指引对美债市场已经失控。预计年内还有降息空间，随着经济基本面的回落，预防式降息可能向衰退式降息切换。7 月底-8 月初的调整中，纳指跌幅显著超过道指和标普，这个结构可能继续保持。

8 月债券（20%利率和高等级信用）

国内债市方面，国债在内外多重因素的催化下终于突破前期低点 3.06，距离 2016 年的低点还有 40bp 左右。美联储降息后，美债利率迅速下行，10 年期美债收益率突破 2.0 后下探到 1.7 附近，中美利差拉大到 130bp 以上。外部局势升级带来避险情绪升温，政治局会议和央行二季度报告均提到“保持流动性合理充裕”，内外因素对债市尚不构成利空。但 CPI 的阶段性高点对货币宽松预期有一定抑制，货币政策也以结构性信贷政策为主，月内降准降息的概率较低。因此，8 月 10 年期国债收益率可能以 3.0 为中枢做平台延伸，突破平台向下可能需要货币宽松和避险情绪的催化。债券配置建议中性，仓位 20%，中短久期，结构仍以利率债和高等级信用债为主。

8 月商品（10%原油和有色）

螺纹钢 7 月初见顶之后全月横盘整理，7 月末政治局会议首提“不将房地产作为短期刺激经济的手段”后，8 月螺纹下跌压力明显加大。需求端，监管收紧了房企前端融资和海外发债，开工需求被抑制。供给端，上半年螺纹产量增速较高，进入淡季后螺纹库存累计已超历史同期。进入开工旺季，需求的逻辑愈发成为主导，螺纹短期可能继续下探，本轮下跌的底部由环保限产对产能约束的效果决定。

铁矿石 7-8 月的下跌结构与螺纹类似，但原因是宏观和产业因素共振。产业方面，下半年淡水河谷 4200 万吨停产产能得以恢复；宏观方面，螺纹累库的悲观需求预期加重了下跌。现在是否已进入黑色商品熊市还不能下定论，如果风险资产反弹，螺纹钢和铁矿石可能还会有一波阶段性反弹，但如果有反弹，空间将与国内逆周期政策的预期有关，整体走势依然承压。

原油方面，全球需求预期疲弱、市场风好回落对油价有一定压制，但随着炼厂超季节性检修的结束，需求有望季节性回暖，再叠加 OPEC 限产和地缘政治等不确定因素频发，预计油价跌幅有限。如果全球风险资产反弹，原油和铜可能出现一轮阶段性反弹，有可能突破 7 月中旬的高点，但是突破 4 月中旬高点的难度较高。布伦特原油 55-65 美元/桶，伦敦铜 5500-6000 美元/吨。

8 月贵金属（10%）

黄金 7 月在 1380-1450 美元区间震荡，但 7 月底-8 月初的一连串风险事件引燃了 8 月以来的黄金行情。在美国实际利率下行趋势开启、贸易战不断侵蚀美元信用体系的背景下，黄金存在中长期向上的逻辑。短期风险事件连续发酵，黄金可能继续冲高。但联储连续降息预期可能出现阶段性回落，布拉德对降息发表“今年还有一次”的看法后，8 月美联储官员讲话进入真空期。1500 美元可能是黄金中短期的中枢，金价在中枢上下 100 美元的范围里波动。未来 1 个月看，如果风险事件的发展越来越多，建议对黄金不止盈；如果利空因素开始平息，目前金银比再次接近 90，白银可能调整的幅度较小。

8 月外汇

汇率在这个时点“破 7”可能是心理压力最小的时候。破“7”的客观原因是美元指数达到了过去两年的最高点 98+，主观原因可能是对美国“3000 亿极限施压”的回应。目前资本项目的外流压力较小，心理压力明显小于 15-16 年和 18 年。从央行答记者问来看，“破 7”的信号意义大于实际意义。预计汇率会在 6.9-7.1 附近震荡一段时间，7.2 可能是一个极限，大幅贬值的可能性较低。当前美元保持 95-98 的区间震荡，考虑到中美欧的经济周期彼此错位，中期而言美欧经济差收窄后，美元有望小幅走弱到 94-95 附近，人民币升值的可能

性更高。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。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。客户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、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估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，天风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。

天风证券的销售人员、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。天风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。天风证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/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一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下

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_10728

