

宏观环境定价合理，关注流动性变化和结构性机会

8月第4周资产配置报告

8月第3周各类资产表现：

权益市场持续高位震荡，全周 Wind 全 A 上涨 0.23%，成交量 4.99 万亿，基本与前期持平。食品饮料、电力和建材涨幅靠前；军工、家电和电子跌幅靠前。债券指数继续小幅震荡。

8月第4周各大类资产性价比和交易机会评估：

权益——宏观环境中性，缺乏自上而下的趋势，以业绩预期兑现的结构为主，短期偏向低估值和防御性板块

债券——流动性溢价回升，超储率处在历史低位，央行维持紧平衡，债市修复停滞

商品——建筑业施工淡季进入尾声，工业品价格持续回升，有色金属反弹，黄金保持震荡

汇率——人民币对一篮子货币低位震荡，对美元依旧偏强

风险提示：美股暴跌引发流动性危机；中美政治关系急剧恶化；国内货币政策进一步收紧；

证券研究报告

2020年08月23日

作者

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

林彦 联系人
linyan@tfzq.com

相关报告

1 《宏观报告：对三季度政策面和流动性环境的讨论 - 超储率的视角》

2020-08-19

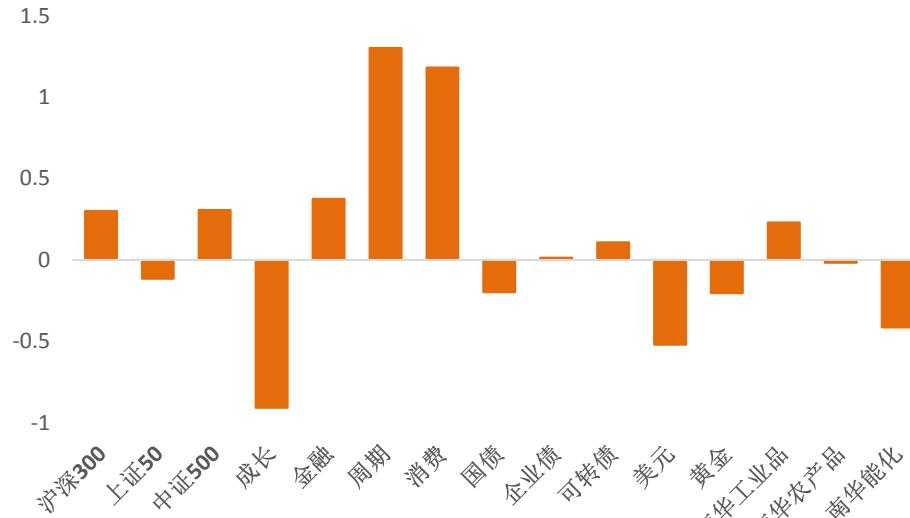
2 《宏观报告：美债利率回升，敲响宽松预期警钟-8月第3周资产配置报告》

2020-08-19

3 《宏观报告：经济复苏放缓的几个特征和亮点》 2020-08-15



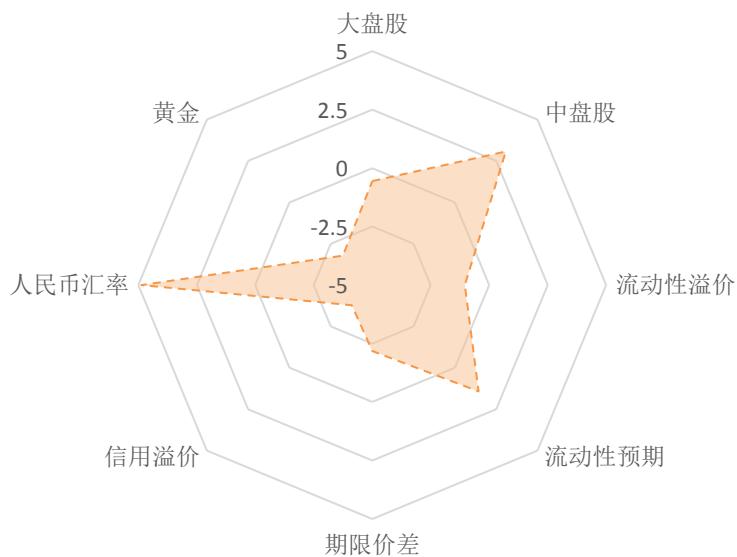
图 1：8月第3周各类资产收益率(%)



资料来源：Wind，天风证券研究所

8月第4周各大类资产性价比和交易机会评估

图 2：各类资产/策略的风险溢价



资料来源：Wind，天风证券研究所

1. 权益——宏观环境中性，缺乏自上而下的趋势，以业绩预期兑现的结构为主，短期偏向低估值和防御性板块

8月第3周，权益市场的估值水平整体处于中性位置，上证50和沪深300的风险溢价与前期持平（39%-44%分位），中证500的风险溢价保持高位（81%分位），估值分化没有明显收敛。分板块来看，周期的风险溢价保持在中位数上方（60%分位），成长和金融的风险溢价在中位数附近（48%和51%分位），而消费估值还是较贵（41%分位）。

权益市场短期策略拥挤度明显下降，上证50的拥挤度也回到了中位数附近，中证500和沪深300的拥挤度下降到了62-64%分位。周期、成长和消费板块仍然偏拥挤（67%分位以上），金融板块的拥挤度进一步回落到中位数下方（38%分位）。上证50和金融板块出现比较明显的价量齐跌，向下的趋势较强；其他板块和指数的量价相关性从低点有所回升，但相关性较低，说明多空力量较为平衡，市场震荡或许还将持续。

近期沪深 300 的基差有所回暖 (35%分位)，衍生品市场的情绪逐渐恢复正常；业绩爆雷指数收益继续回落，目前处于 69%分位。创业板注册制的存量改革对高风险偏好资金有一定抑制，我们构建的短期情绪指数显示 8 月第 3 周的情绪保持在 38%分位附近，整体市场情绪中性偏保守。

进入 3 季度，经济和政策进入平台期，前期基本面快速复苏和流动性快速收敛都有所停滞。最近一周，流动性溢价有所提升 (40%分位)，信用条件也随着对房地产企业融资监管的收紧而边际收敛。在宏观流动性条件整体中性略偏松、信用条件基本稳定但结构性收紧、风险偏好中性偏低的宏观环境下，权益市场缺乏自上而下的趋势性机会，更多以基于业绩预期兑现的结构性机会为主，短期偏向低估值和防御性板块。

2. 债券——流动性溢价回升，超储率处在历史低位，央行维持紧平衡，债市修复停滞

8 月第 3 周，流动性溢价有所提升 (40%分位)，当前流动性维持紧平衡。流动性预期继续维持在中性偏高的位置 (64%)，**市场对于远期流动性的预期逐渐趋于中性**。货币利率中枢的波动率较低，杠杆策略具有一定吸引力。利率债期限利差小幅回落 (38%分位)，信用溢价下降到了 12%分位，中低评级信用债目前估值较贵，债券市场对短期经济快速复苏和中期复苏斜率放缓的定价合理。利率债的短期策略拥挤度保持在较低位置震荡 (31%分位)，修复有所停滞。信用债的拥挤度已经上升到中位数附近 (46%)，情绪修复基本完成。可转债市场的情绪逐渐冷却，短期拥挤度回落到 69%。

今年 2 季度末金融机构超储率为 1.6%，较 1 季度末的 2.1%大幅回落，与季节性规律明显背离，主要原因是央行在 4 月初下调了超额准备金利率，推动银行将更多超储用于信贷投放、债券配置等资产扩张行为。我们测算的 7 月超储率已经下降到了 1.1%，处于历史极低位置。下半年政府债券发行量较大，尤其是 3 季度大概率仍然是年内净融资规模最高的季度，因此 3 季度末政府存款规模环比继续上升的概率较大，这将进一步降低超储率。

债市供需的变化可能进一步影响债券价格。所以央行将采用何种政策来应对流动性的边际收紧将成为后续债市最重要的变量。结合央行对“流动性合理充裕”的超储率水平的界定，我们认为大概率会保持流动性环境紧平衡，流动性价格保持震荡。

3. 商品——建筑业施工淡季进入尾声，工业品价格持续回升，有色金属反弹，黄金保持震荡

8 月第 3 周，工业品价格涨跌互现。钢材产能和消费都小幅回落，螺纹钢库存小幅补充，热卷库存小幅去化。南华螺纹钢指数下跌 0.4%，热轧卷板指数上涨 0.9%，焦煤、焦炭指数下跌 0.4%、2.1%；工业有色金属多数上涨，铜、锌、铝分别上涨 3.4%、3.5%、2.1%；布油价格环比下跌 1%，化工产品价格微幅上涨；建筑业施工淡季临近尾声，水泥价格开始震荡回升。国内外推动复工复产以来，工业品价格持续回升，但近期升势有所缓和，对工业品再通胀的强度和斜率要保持客观。PPI 同比进入上升通道，但年底转正的概率仍然偏低。

主要食品价格涨跌互现，7 月以来，肉价环比走平。鲜菜价格环比上涨 6.7%，可能与南方洪水影响供给有关，鲜果价格下跌 2.8%。随着 8 月开始猪价的同比基数开始急速上升，CPI 同比在 6-7 月连续小幅回升后大概率将进入快速回落的通道，底部将出现在明年年初。

乘用车销量保持了正增长的良好势头，产销相对通畅。出口集装箱运价指数有所回升，后续关注外需复苏的持续性和防疫物资出口的回落速度，进口继续小幅回落。土地溢价率高位震荡，回落速度较近两轮小周期偏慢，房企拿地积极性仍然较高，可能与推盘意愿强、需求景气度尚好有关。商品房和土地市场景气度正处于年内高点，预计全年呈现“倒 V 型”走势，年中附近达到高点后缓慢回落；新开工和施工则会转而加速回升，推动房地产投资进一步修复。

8 月第 3 周黄金价格宽幅震荡，维持在 1900 美元/盎司以上。美国新一轮财政刺激政策仍未推出，各州失业补贴目前也无法到位。截止 8 月 15 日，美国当周首次申请失业救

济人数重新突破 100 万关口至 110.6 万，威胁着脆弱的经济复苏势头。美国实际利率与名义利率再度小幅回落，对金价形成一定支撑，期货非商业净多头持仓占比保持在 65% 分位附近。从短期交易来看，黄金做多的情绪有所冷却，但是贵金属在配置上的价值依然明显。

其他大宗商品中，农产品和能化的风险溢价回落到 67%，工业品的风险溢价回落至 20% 分位，目前估值较贵。

4. 汇率——人民币对一篮子货币低位震荡，对美元依旧偏强

根据 EPFR 数据，资金五周以来第一次净流入中国市场（包括 H 股和 A 股）。8 月第 3 周，北向资金本周小幅净流出 41.64 亿元。从资金流向来看，短期人民币前期受到的贬值压力有所缓解。

8 月第 3 周，人民币汇率的性价比继续提升（99% 分位），人民币中期升值的动力依然强势。同时人民币的短期交易拥挤度连续几周保持在高位（90% 分位），对一篮子货币低位震荡，对美元保持震荡偏强。

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_2983

