

外部风险上升，金铜走势分化

证券研究报告

2020年08月10日

8月第2周资产配置报告

8月第1周各类资产表现：权益市场高位震荡，全周 Wind 全 A 上涨 1.13%，成交量 6.41 万亿，成交量有明显回升。前期上涨较多的消费者服务、食品饮料回调；军工周涨幅 17.62%，有色周涨幅 5.71%。中债国债指数小幅下跌，信用债指数走平。

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；

作者

宋雪涛

分析师

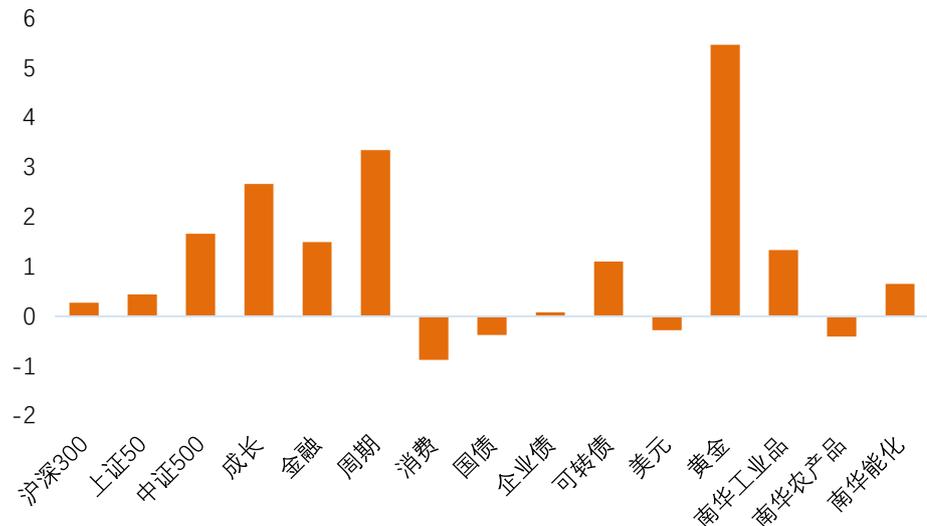
SAC 执业证书编号：S1110517090003
songxuetao@tfzq.com

相关报告

- 1 《宏观报告：8月：预期内的复苏，不确定的斜率》 2020-08-09
- 2 《宏观报告：宏观-8月资产配置报告》 2020-08-05
- 3 《宏观报告：下半年利率展望-难见单边趋势，交易机会为主》 2020-08-05



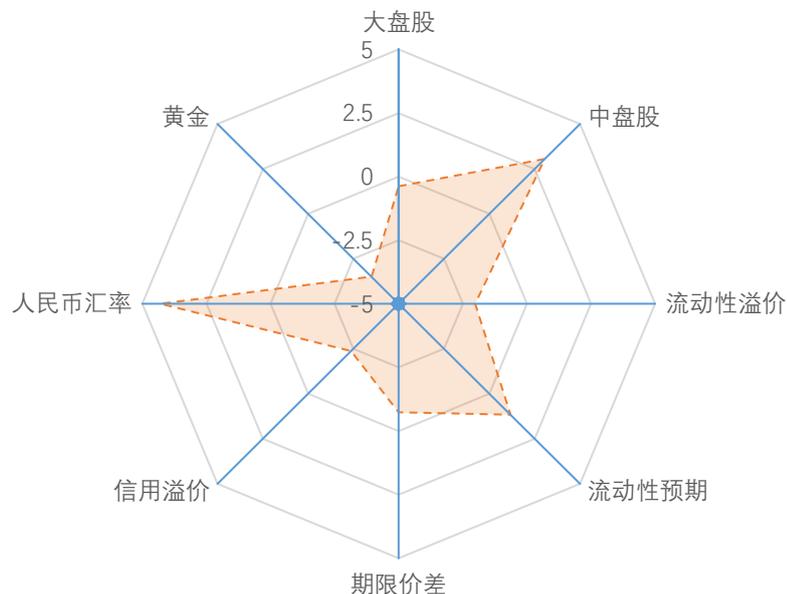
图 1: 8 月第 1 周各类资产收益率(%)



资料来源: Wind, 天风证券研究所

8 月第 1 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——外部风险（美股和中美关系）上升，震荡加大

我们 7 月 14 日在《风险可能来自哪里》中提到，权益市场内部风险主要来自于流动性管理和监管对泡沫态度，外部风险主要来自于疫情下的美股和中美关系。目前来看，国内政策预期相对稳定，美股和中美关系的宏观风险上升。

第一，最近特朗普政府广泛使用行政命令的方式，绕开司法机构直接对中国企业进行施压和威胁，明显是想要利用中美关系为大选制造议题，拉拢右翼保守选民影响选情。8 月 5 日，美国国务院发布了题为“宣布扩大清洁网络以保护美国资产”的新闻声明，点名了中国移动、华为、百度和阿里巴巴等中国科技企业，敦促美国各执法机构限制这些“不受信

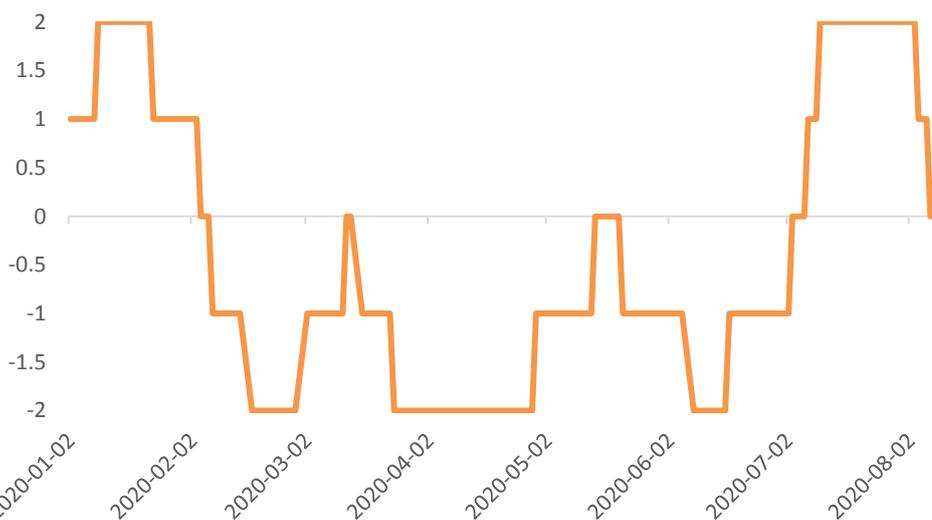
任的”中国公司在美国或者国际上开展业务，包括撤销并终止电信服务的授权，禁止华为竞标海底光缆，封杀 TikTok 和微信等应用。目前来看这种做法后续牵连的中国企业数量和影响程度有进一步加大的趋势。

第二，纳斯达克创历史新高很大程度上依赖投资人对于货币财政双宽松的积极预期。然而美国国会休会期已至，新一轮财政救助法案在两党的拉锯中迟迟没有出台，甚至可能难产。联邦失业补助的发放目前为止已经暂停一周以上，3000 万失业人群^[1]目前只能依靠各州的失业补助生存。而各州的失业补助数目差距较大并且普遍低于联邦补助的每周 600 美金，后续将给美国的消费支出带来压力。如果新一轮救助计划落空，将对美股流动性和风险偏好构成重大利空。美股表现对于 A 股流动性和风险偏好的影响更大，根据 8 月第 1 周的 EPFR 数据，资金已经持续三周小幅流出中国市场（包括 H 股和 A 股），其中北向资金连续 4 周净流出，全周净流出 44.49 亿，较前几周流出速度有所放缓。

8 月第 1 周，上证 50 和沪深 300 的风险溢价小幅回落（40%-46%分位）。中证 500 的风险溢价较高（80%分位）。分板块来看，成长、消费、金融和周期的风险溢价变化不大。成长和周期的风险溢价在中位数附近，金融相对便宜，消费相对较贵。

权益市场短期策略拥挤度有所下降，依旧维持相对拥挤的状态（在 80%-93%分位）。价量相关系数处在低位，说明多空分歧加大，市场没有明确方向。近期沪深 300 的基差已经下降到了 22%分位，衍生品市场的情绪明显降温。两融余额暂停了快速上升的势头，目前维持在较高位置（16 年以来 94%分位），业绩爆雷指数收益小幅回落至 84%分位。我们构建的短期情绪指数显示 8 月第 1 周的情绪从上一周的 86%分位，回落到 55%分位。整体市场情绪逐渐转为中性。

图 3：年初至今短期情绪指数



资料来源：Wind，天风证券研究所

注[1] 实际初领失业救济人数=常规初领失业救济人数+疫情失业救济申请 (Pandemic Unemployment Assistance claims, PUA)

2. 债券——经济持续恢复，债市超跌缓慢修复，流动性悲观预期修正

7 月出口再超预期，防疫物资走弱，常规外需开始改善。PMI 整体超预期，制造业供需两升，进出口表现较好，外需正在回归正轨，内需基本持平 6 月，非制造业复苏仍然以建筑业拉动为主。结构上，小企业景气度与总体恢复趋势背离，和就业依然承压。

预计 7 月工业生产有望基本复原；受汛期强降雨影响，建筑业施工强度上升势头暂缓，制造业投资继续缓慢回升，投资需求增速整体较 6 月当月稍有回落；汽车消费明显改善，服务类消费缓慢复苏，社零增速有望年内首次转正；PPI 低斜率回升，CPI 阶段性反弹，下半年大概率重新回落。

政策方面，当前货币市场的流动性环境已经回归去年 4 季度的平均水平，3 季度将是地方债券的放量发行期，规模约为 1.5 万亿，利率债净融资规模将超过 2 季度。央行二季度货币政策执行报告的整体表述偏中性，对经济的判断为“下半年有望回到潜在增长水平”，对政策的描述以“跨周期”取代“逆周期”，更加强调政策的“直达性”。

8 月第 1 周，信用债和利率债的短期策略拥挤度有所上升，正在从超跌状态缓慢修复。流动性溢价维持在较低位置（29%分位），流动性预期也维持在中性偏高的位置（61%），市场对于边际紧缩的悲观预期已经基本修正。货币利率中枢的波动率较低，杠杆策略具有一定吸引力。利率债期限利差回到中位数附近（45%分位），信用溢价处于 26%分位，中低评级信用溢价回落较多，市场对经济恢复的预期较为中性。可转债短期拥挤度从前期高点下降到了 84%。

3. 商品——金融属性大于工业属性，黑色需求回暖，贵金属与有色出现分化

8 月第 1 周，工业品价格普涨，原油价格上涨带动化工产品小幅上涨，淡季进入尾声，钢材水泥消费有所回暖。螺纹钢基差小幅上升，处在较高位置（78%分位）。有色金属中，铜铝小幅下跌，锌环比上涨，PPI 进入上升通道。主要食品价格多数上涨，猪肉价格与菜价走平，CPI 预计将在 6-7 月短期回升后重新进入下降的中期通道至年底。乘用车销量同比较六月有明显改善，产销相对通畅。出口集装箱运价指数小幅回落，而进口货运景气度有所改善。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 1 周黄金价格突破 2000 美元/盎司。8 月 7 日美国公布非农数据略超预期，黄金价格随之出现较大幅度调整。黄金相对估值依旧保持在极高位置，但短期拥挤度有所下降，黄金期货非商业净多头持仓占比已经下降到了 70%分位附近。贵金属和有色走势出现分化，铜出现回调，金银表现依然强势，大宗商品的金融属性强于工业属性的特点继续强化。

其他大宗商品中，农产品和能化品的风险溢价较高，工业品的风险溢价进一步下降。本周贵金属高配、有色黑色标配、能化低配的配置策略维持不变。

4. 汇率——人民币对一篮子货币有所调整，对美元依旧偏强

根据 EPFR 数据，资金连续三周小幅流出中国市场（包括 H 股和 A 股）。北向资金连续四周净流出。8 月第 1 周净流出 44.49 亿。从资金流向来看，短期人民币有一定的贬值压力。

8 月第 1 周，人民币汇率的性价比维持在历史高位（93%分位），人民币中期升值的动力依然较强。同时人民币的短期交易拥挤度高（92%分位），对一篮子货币有所调整，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_3292

