

# 风险可能来自哪里？

证券研究报告

2020 年 07 月 14 日

## 7 月第 3 周资产配置报告

7 月第 2 周各类资产表现：权益市场除了周五出现调整以外，A 股继续高歌猛进，Wind 全 A 上周上涨 9.03%，五天成交额突破 9 万亿，各种风格轮番大涨。权益市场风险偏好的快速提升，股市赚钱效应显著导致近期居民大量赎回场内货币基金，进入股市。股债市场的资金流向差异导致股债市场明显出现跷跷板效应，国债和企业债延续过去两个月的下跌走势。

**风险提示：**美股二次暴跌引发投机性外资流出；国内监管政策收紧；货币政策进一步收紧；

### 作者

宋雪涛

分析师

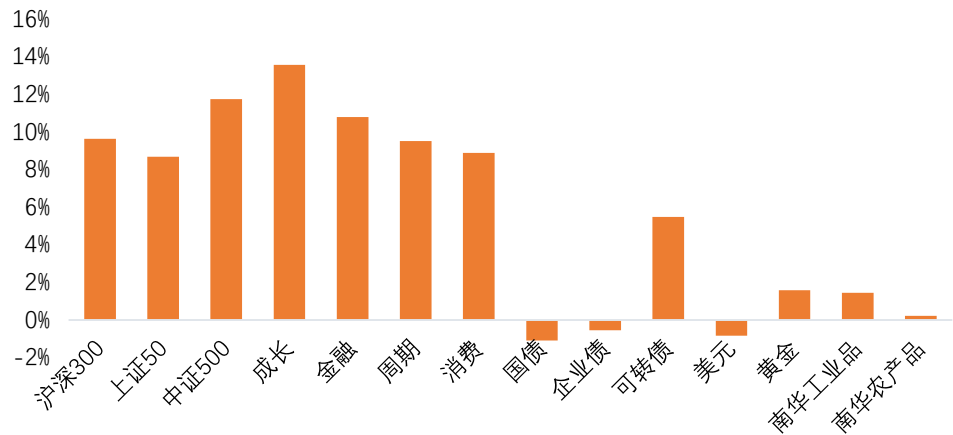
SAC 执业证书编号：S1110517090003  
songxuetao@tfzq.com

### 相关报告

- 1 《宏观报告：7 月：GDP 重回正增长，关注复苏斜率变化》 2020-07-08
- 2 《宏观报告：下半年海外宏观展望 - 与大类资产配置》 2020-07-08
- 3 《宏观报告：从 618 看消费恢复的状态和特征》 2020-07-08



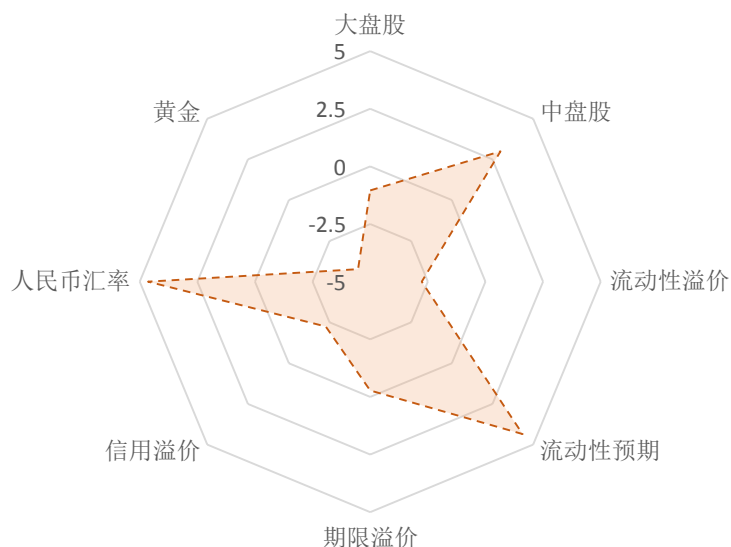
图 1：7 月第 2 周各类资产收益率



资料来源：Wind，天风证券研究所

## 7 月第 3 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——短期市场状态出现超涨，基本面支撑风格再平衡，资金流入尚未结束，情绪处于狂热初期，短期或转入震荡

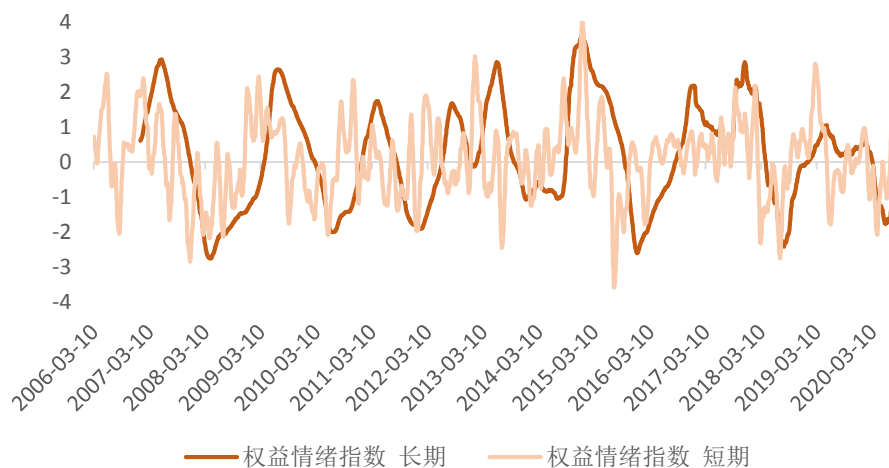
7 月第 2 周公布的 6 月信贷社融数据略超预期，PPI 同比和环比回升，宏观数据继续支持价值股的估值修复，在偏弱的基本面数据出来之前，短期的风格再平衡仍有较强驱动，但是尚不支持趋势性的风格切换，除非基本面较快复苏的势头能够持续。7 月以来的市场显示出资金和情绪相互强化的正反馈，市场情绪指标和散户开户数的快速上升已经让市场状态表现出牛市泡沫期的特征。在泡沫期与牛共舞，应及时调整交易思路，趋势大于结构，仓位大于资产，策略大于行业，应对大于预测；交易路标更适合技术指标，结合政策态度和风险事件。内部风险主要来自监管层对于资产泡沫的态度和央行的流动性管理，周末监管层面发出抑制之声可能让市场情绪出现降温，但是短期股市场外流动性充裕，预计在赚钱效应驱动下资金将继续流入股市。外部风险主要来自美国疫情和政治：虽然美国疫情曲线失控，但目前重症率较低尚不构成封锁，需要关注近期美联储资产负债表收缩的影响和第四轮财政救助计划的出台情况；7 月中将迎来中美第一阶段贸易协议的半年考核，9 月底

美国总统大选电视辩论开始，届时可能出现外部风险事件的共振。

7月以来，大盘股（上证50和沪深300）风险溢价已经从历史中位数降到了40%分位以下，进入了估值较贵的区域，中盘股（中证500）风险溢价的下降幅度低于大盘股，目前还在75%分位以上，处于估值较低（79%分位）的区域。成长、消费、金融的短期拥挤度都在80%分位以上，周期股的短期拥挤度在75%分位以上。其中消费板块最为拥挤（90%分位以上），金融板块的拥挤度上升最快（55%分位上升到80%分位）。**市场处于超涨状态，如果情绪和资金出现降温，短期可能转入震荡或回调。**

从我们构建的权益市场长期情绪指数显示当前市场情绪处于狂热的初期，刚刚从底部开始回升，目前ST股和业绩暴雷指数的收益率还处在相对较低的区域，开放式基金的股票仓位也处在中位数附近。但近期短期市场情绪上升较快，上周权益市场短期情绪指数从40%分位迅速上升到80%分位，**但是周末监管层面发出抑制之声可能让市场情绪出现降温，比如货币政策强调要更适度；银保监表示将严控资金违规流入股市，严禁银行保险机构违规参与场外配资；证监会表示将严查场外配资；多部门联合成立“打击资本市场违法活动协调工作小组”等。**月底政治局会议是另一个临近的政策观察点。

图3：权益市场情绪指数



资料来源：Wind，天风证券研究所

## 2. 债券——市场状态超跌，短期胜率较低、赔率较高，等待基本面斜率放缓信号和货币政策再加码，短期维持震荡

当前基本面、货币政策、信用环境对于债券的短期胜率仍偏利空。7月第2周公布的6月经济数据强化了经济回暖预期，CPI和PPI同比均出现回升；广义信用维持扩张同时信贷结构改善，M1增速回落有基数原因不用过度解读，M2增速走平未来可能见顶回落；央行金融数据发布会的态度偏鹰，比如对于1.5万亿金融让利实体的解读暗示进一步降息空间有限。

债券市场的调整已经比较充分。从短期拥挤度来看，目前投资者对信用债和利率债市场非常悲观，拥挤度都在10%分位以下。可转债跟随权益市场，长期和短期的拥挤度都处在较高位置，上周短期拥挤度从40%分位以下迅速上升到70%分位左右。目前流动性溢价已经从极低水平迅速回升（从6%分位到22%分位附近），整体依然宽松但边际收紧。市场对未来流动性进一步收紧的预期明显上升（从72%分位上升到了90%分位以上）。期限溢价上周略有上升，长端市场利率对于经济基本面的定价基本处在中性水平。信用溢价上周小幅上升，目前依旧处在历史较低位置（27%分位）。

### 3. 商品——金融属性大于工业属性，黑色维持多头趋势，能化震荡，贵金属震荡偏强，短期可能调整

7 月第 2 周，可能受汛期洪水影响施工进度，螺纹钢和热轧卷板供给转弱，库存回补速度与 18-19 年同期持平或略快，同时下游建筑行业需求较弱。随着流动性环境边际收紧，今年商品房销售和土地成交可能在年中前后达到高点后缓慢回落，新开工和施工可能加速回升推动房地产投资进一步修复，黑色维持多头趋势。农产品供给受季节性、汛期和疫情影响，价格已经从 3-5 月的单边回落转向上涨，汛期后如果生产恢复正常，农产品价格将在 8-9 月后回落。出口集装箱运价指数明显回升，出口货运景气度改善，随着欧美主要经济体逐渐复工复产，外需的拐点有可能已经出现，有色的工业属性恢复。

黄金相对估值依然在极高位置，黄金期货非商业净多头持仓占比达到 85.8%，虽然相较于三四月份已经有所降温，但目前短期拥挤度仍然较高（历史 80%分位以上）。工业品和农产品的短期拥挤度都来到了历史上的较高位置（70%分位以上）。目前来看，大宗商品的主要投资逻辑是贵金属和有色的金融属性，黑色的工业属性和农产品的供给弹性。

### 4. 汇率——人民币维持多头趋势，短期震荡或向上

根据 7 月第 2 周的 EPFR 数据，资金持续从美股流出，转为流入新兴市场，其中中国市场流入明显。上周北向资金净流入 282 亿元。7 月第 2 周公布的宏观数据显示中国经济复苏并未受北京新发地疫情的影响，随着对中国权益市场风险偏好的上升，近期人民币升值的胜率有所升高。

人民币的风险溢价自六月初的高点回落，但距离四月底的低点还有距离，目前的人民币的风险溢价在 90%分位以上，属于明显低估；长期拥挤度处于历史中位数附近，近期波动不大；短期拥挤度随近期美元调整，已经迅速来到较高的位置。人民币维持多头趋势，短期随权益市场风险偏好震荡或由基本面改善驱动继续向上。

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\\_3902](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_3902)

