

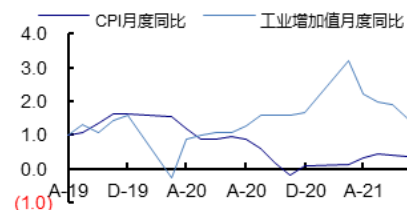
证券研究报告—宏观月报

宏观经济

大类资产配置月报

2021 年 08 月 31 日

CPI 与工业增加值月度同比增速



宏观数据

固定资产投资累计同比	10.30
社零总额当月同比	8.50
出口当月同比	19.30
M2	8.30

相关研究报告:

《国信证券-宏观固收·大类资产配置月报: 美元下挫几时休?》——2021-06-02
 《国信证券-宏观固收·大类资产配置月报: 资产都贵的时候怎么买?》——2021-07-02
 《国信证券-宏观固收·大类资产配置月报: Risk-off 情绪会持续多久?》——2021-08-03

证券分析师: 王开

电话: 021-60933132

E-MAIL: wangkai8@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码: S0980521030001

证券分析师: 董德志

电话: 021-60933158

E-MAIL: dongdz@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码: S0980513100001

宏观月报

黄金前景并不悲观

● 商品分结构, 金价不悲观

结合短、中、长期的定价逻辑, 我们对金价并不悲观。短期视角下, 全球负利率债券的规模扩容, 实际利率的一再降低, 都给黄金这类不生息资产留存了利好空间。中期的视角来看, 美国“拜登基建”计划下债务高企并突破二战以来水平, 美元作为全球储备货币的地位趋弱, 是疫情以来金价上涨的主要逻辑。从长期视角来看, 黄金储备并未有明显的变化, 在投资和消费需求平稳的前提下, 金价没有长期上涨或下跌动能。最近 7 年和前 7 年相比, 黄金与美股波动性的相关系数已经从 0.75 下滑到了 0.58, 黄金单纯意义上的“避险属性”已经有所减弱, 因此近期的美国疫情再度反弹、海外地缘风险事件等对金价的拉涨, 相对本世纪初的相似场景已经弱化了。

● Taper 是加息的“替代品”, 晚出场=给加息腾挪时间

十年期美债利率在八月迎来小幅上涨, 主要是实际利率贡献的。截至 8 月 29 日, 十年期美债到期收益率较一个月前上行 8.94bp, 其中短期实际利率上升 8.68bp, 通胀预期上升 1.62bp, 期限溢价下降 1.09bp。期限溢价中实际利率风险溢价上升了 1.62bp, 通胀风险溢价下降 2.71bp。Taper 若提前到来, 则对通胀形成压制, 反而可能延迟加息的步伐; 反之, Taper 若“迟到”则给未来加息的前置创造了条件。8 月全球央行年会并未创造增量信息, 伴随当月申领失业金数据整体向好, 市场倾向于交易第二种预期, 造成实际利率抬升。

● 技术手段分析大类资产势能: 美股强、中股处于中性状态

根据技术手段的分析, 截至 2021 年 8 月 27 日, 美国和法国股市表现依然强势, 海外 REITs 资产也处于强势的地位, 日本和中国香港股市略显弱势, 而其他类资产 (中国股市、美元、商品等) 均处于中性状态。和上个月同期相比, 大宗商品指数和原油出现了强势转为弱势的切换, 其他资产状态并未出现变化。

● 主动配置策略下的投资建议

回溯三季度以来的趋势, “利率-利差”一降一升的趋势基本形成, 对于股票和商品来说都相对被动的局面, 但成长和周期受益于盈利周期向上取得了较好的回报, 在国内投资风格中仍出处于首选板块。海外方面, 如果以 3 月以后相对确定的趋势来看, 美国的“利率-信用利差”轮盘呈现“利率降+利差降”的第三象限。股票牛市确定性的机会较强, 成长板块显著跑赢价值板块的历史规律相符。

● 被动配置策略调整建议

被动配置角度, 基于“利率-利差”和“货币-信用”的全天候策略, 均建议减少农产品配置比例, 提升当月债券配置仓位。

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

内容目录

1.短、中、长期视角看黄金定价的逻辑	5
2. 国内外大类资产月度复盘	7
2.1 国内大类资产回报排序及归因	7
2.2 海外大类资产走势复盘	10
2.3 国内外大类资产估值分析	11
2.4 国内外大类资产间比价	14
3.全球央行和通胀预期观察	16
4.市场隐含宏观信息和情绪分析	17
4.1 大类资产强势、中势和弱势的技术分析	17
4.2 美股的技术型指标	19
4.3 商品期货市场隐含的信息解读	20
4.4 全球资金流向复盘	22
5.未来大类资产市场展望	25
5.1 八月经济基本面跟踪	25
5.2 “利率-利差”等框架下的主动配置观点	25
5.3 被动配置的成分和比例调整	26
国信证券投资评级	29
分析师承诺	29
风险提示	29
证券投资咨询业务的说明	29

图表目录

图 1: 名义利率、实际利率和金价走势	5
图 2: 美债收益率和黄金价格相关性处在历史低位	5
图 3: 美国债务高企是黄金价格持续上涨的支撑点	6
图 4: 黄金价格和美元指数的镜面效果	6
图 5: 美股波动性和黄金 ETF 隐含波动率的变迁	6
图 6: 美国黄金储量和黄金价格长期走势	6
图 7: 8 月国内大类资产回报月度复盘	7
图 8: A 股回报拆分	7
图 9: 股票及其风格指数在 8 月的表现	7
图 10: 人民币汇率和美元指数表现	8
图 11: 南华各分项指数 8 月回报率对比	8
图 12: 国债收益率和期限利差走势	8
图 13: 信用债收益率和信用利差走势	8
图 14: 债市情绪指数	8
图 15: 债市预警指数	8
图 16: 中国历年各资产回报率热力图	9
图 17: 中资美元债市场中观层面各行业对比	9
图 18: 海外市场年内各月大类资产回报率排序	10
图 19: 美国历年各大类资产回报情况排序	11
图 20: 十年期美国国债收益率的拆分	11
图 21: 美国国债收益率期限结构的拆分	11
图 22: 中国大类资产估值分位数	12
图 23: 中国大类资产波动率估值分位数	12
图 24: 海外大类资产估值分位数	12
图 25: 海外大类资产波动率估值分位数	12
图 26: 美股各行业估值横纵向比较 (BP)	13
图 27: 美国债务类资产估值横纵向比较 (BP)	13
图 28: 主要经济体股票和债券性价比横纵向比较 (BP)	13
图 29: 中国股债性价比走势	14
图 30: 美国股债性价比走势分析	14
图 29: 美股回报拆分: 盈利贡献为主, 风险贡献收敛	14
图 30: 美债利率走高加剧了美股成长和价值的分化	14
图 32: 美国股票 vs 商品比价	15
图 33: 美、欧股指比价	15
图 34: 铜金比价和美债收益率	15
图 35: 美国国债净发行和净购买的对比	15
图 36: 非美经济体收益率走势及与美国利差	15
图 37: 金砖国家收益率走势及与美国利差	15
图 38: 全球主要央行货币分歧指数跟踪	17
图 39: 美日欧央行持有国债的占比	17

图 40: TIPS 和掉期隐含的全球通胀预期水平	17
图 41: 全球主要资产的表现划分	18
图 42: 美国标普 500 指数技术分析	18
图 43: 标普 500 指数 KST 动量	18
图 44: 沪深 300 指数技术分析	18
图 45: 沪深 300 指数 KST 动量	18
图 46: 美元指数走势技术分析	19
图 47: 美元指数 KST 动量分析	19
图 48: 黄金价格技术分析	19
图 49: 黄金 KST 动量分析	19
图 50: 美国股市一年期信心指数	20
图 51: 美国股市崩盘预期指数	20
图 52: 美国股市价值信心指数	20
图 53: 美国股市反弹信心指数	20
图 54: 美元非商业和商业持仓的多空比差值与美元	21
图 55: 黄金期货非商业和商业持仓多空比差值与金价	21
图 56: 黄金商业与非商业多空比	21
图 57: 美元商业与非商业多空比	21
图 58: 期货市场隐含的 9 月底金价分布	21
图 59: 期货市场隐含 9 月底金价的累计概率	21
图 60: 期货市场隐含的 9 月底布伦特原油价格分布	22
图 61: 期货市场隐含 9 月底布油价格的累计概率	22
图 62: 国内市场主要大宗商品价格相关性矩阵 (过去 1 年)	22
图 63: 海外市场主要大宗商品价格相关性矩阵 (过去 1 年)	22
图 64: CFTC 主要品种商品的持仓信息	23
图 65: 外资流入、流出新兴市场的月度跟踪	23
图 66: 新兴市场资金流动情况	23
图 68: 全球主要基金分板块资金流向 (8 月)	24
图 69: 国信高频宏观扩散指数 A 在 8 月贴近季节性高位	25
图 70: 标准化处理的定基指数 B 向历史区间内逐步恢复	25
图 71: 中国商品配置轮盘	25
图 72: 美国商品配置轮盘	25
图 73: 中国股市配置轮盘	26
图 74: 美国股市配置轮盘	26
图 75: 中国价格缺口-产出缺口模型路径预测	26
图 76: 中国产出缺口-产出变动模型路径预测	26
图 77: 中国各类资产构成的有效前沿	27
图 78: 美国各类资产构成的有效前沿	27
图 79: 各类资产配置框架下的净值对比	27
图 80: 各类资产配置框架下的最大回撤	27
图 81: “利率-利差”全天候策略下各类资产配置比重	28
图 82: “货币-信用”框架下各类资产配置比重	28
图 83: 自上而下视角对各类资产配置建议	28

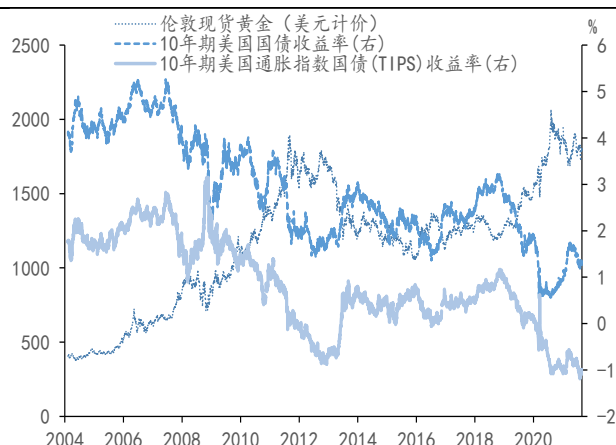
1.短、中、长期视角看黄金定价的逻辑

结合短、中、长期的定价逻辑，我们对金价并不悲观，预计未来还有缓慢上涨的空间。伦敦金价格8月上旬跌至1723美元/盎司，较6月初的1900美元/盎司有所下滑，虽然中下旬大部分收复失地，但市场开始关心黄金价格是否开启了下跌。

黄金价格短期看实际利率，中期看美国债务，长期看黄金储备与消费（供需）。

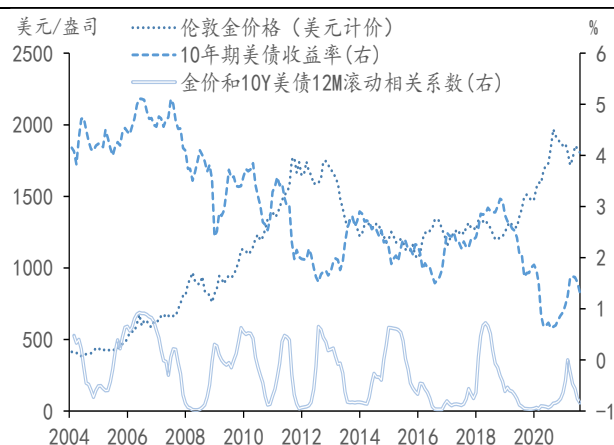
短期视角下，全球负利率债券的规模扩容，实际利率的一再降低，都给黄金这类不生息资产留存了利好空间。8月10年期美国TIPS到期收益率曾触及-1.19%的历史低点，截至8月中旬，全球负利率债券（含政府债和企业债）的规模已经达到16.4万亿美元，较两个月之前上涨了23.2%。目前黄金价格和美债收益率处在历史负相关的强位置，基于实际利率的黄金定价逻辑奏效。

图1：名义利率、实际利率和金价走势



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理。

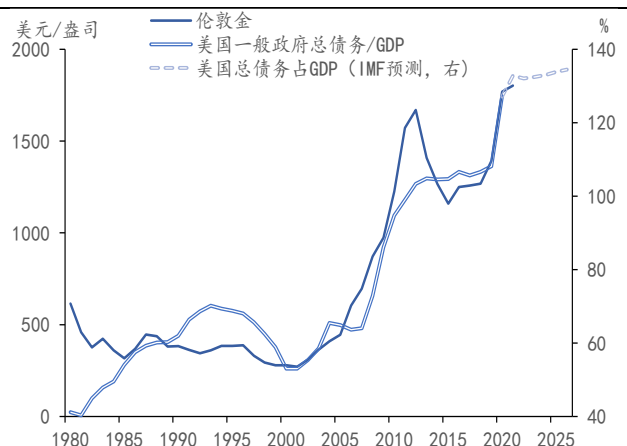
图2：美债收益率和黄金价格相关性处在历史低位



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理。

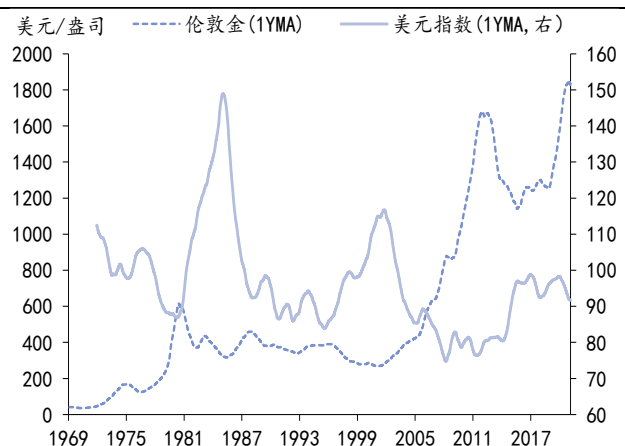
中期的视角来看，美国“拜登基建”计划下债务高企并突破二战以来水平，是疫情以来金价上涨的主要逻辑。历史上三次著名的金价重估（大萧条后重估，布雷顿森林体系崩溃和石油危机下重估，互联网泡沫、次贷危机和欧洲危机下重估）都是美国主体信用遭受冲击、全球本位币信用资质折损导致的。而根据IMF对美国债务/GDP的估测，经历了2020年大幅走高后有望在未来六年保持平稳、缓慢上涨。这对黄金价格大幅上涨构成了天花板，但也足以支持黄金价格难以出现持续下跌。

图 3：美国债务高企是黄金价格持续上涨的支撑点



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理。

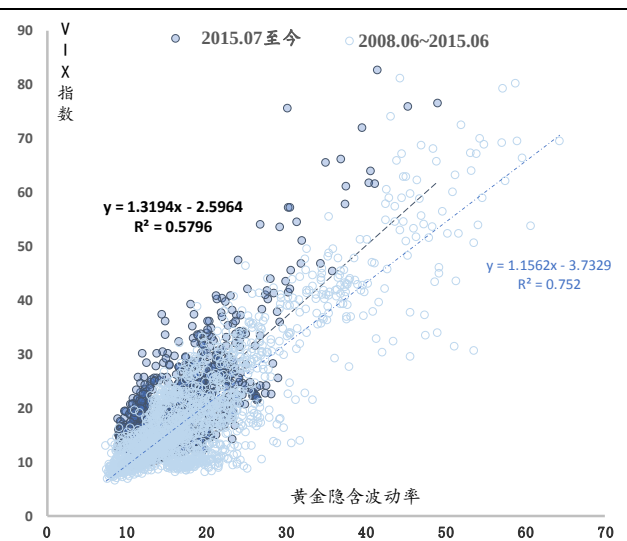
图 4：黄金价格和美元指数的镜面效果



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理。

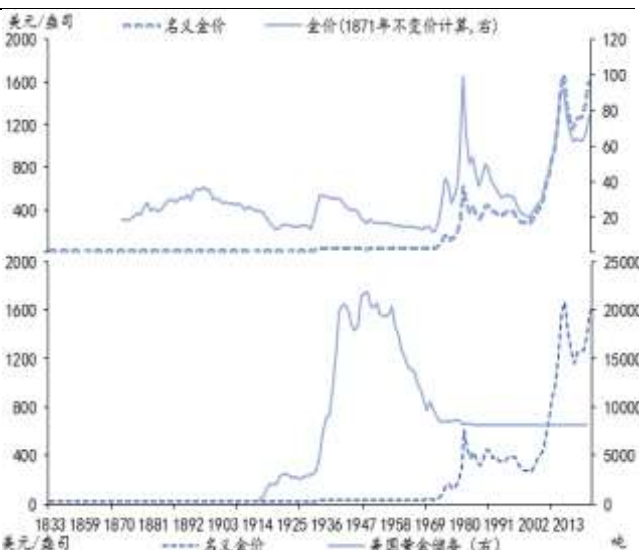
从长期逻辑来看，黄金储备并未有明显的变化，金价预计保持平稳。根据国际黄金协会的统计，美国是目前全球黄金储备最高的经济体，其储备量远超出排在第二位的德国，我们以美国黄金储备作为衡量其供给的变量，在 40~60 年代储备量大幅下滑的期间，黄金价格的名义值和实际值均有不同程度的提升。在美国黄金供给量持续 40 年平稳的状态下，消费需求和投机需求也并未有显著的改变，黄金的价格波动长期逻辑并未改变。此外，从避险的逻辑出发，很难区分黄金的避险属性是哪个宏观因子驱动的，如风险情绪发酵、经济衰退期间，货币政策压低实际利率、财政政策扩大债务规模，从短期和中期的逻辑都对金价有助力。我们以美国股市的波动情况（VIX）指数衡量相对单纯的避险特征，则最近 7 年和前 7 年相比，黄金与美股波动性的相关系数已经从 0.75 下滑到了 0.58，黄金单纯意义上的“避险属性”已经有所减弱，因此近期的美国疫情再度反弹、海外地缘风险事件等对金价的提振因素，和本世纪初的相似场景相比已经明显弱化了。

图 5：美股波动性和黄金 ETF 隐含波动率的变迁



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理。

图 6：美国黄金储量和黄金价格长期走势



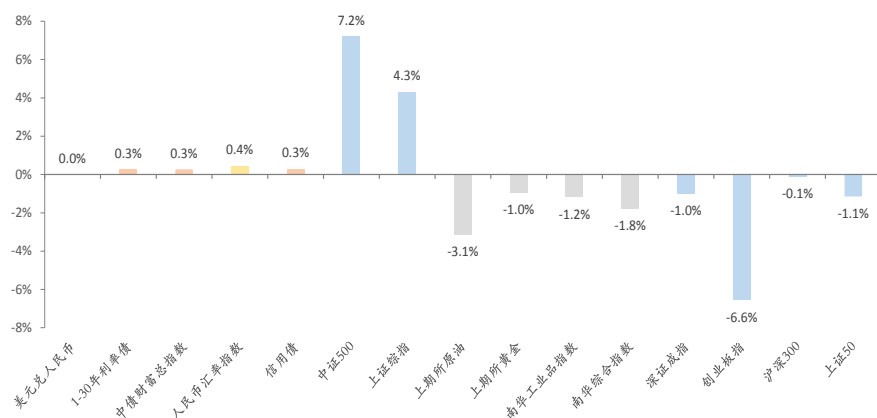
资料来源：万得，国信证券经济研究所整理。

2. 国内外大类资产月度复盘

2.1 国内大类资产回报排序及归因

8月国内大类资产复盘：债券指数和人民币指数略微提升，商品下跌，权益市场结构分化。(1) 股市方面：沪深300指数下跌0.12个百分点，创业板指下跌6.6个百分点，而中证500和上证综指分别上涨7.2%和4.3%。中信风格指数下各个板块全月回报排序为：周期>稳定>金融>成长>消费，周期全月录得两位数的涨幅，消费板块录得负回报率。(2) 债券方面：8月中债口径十年期国债到期收益率收于2.85%，上升1bp，短端(1Y)利率提高18bp，期限利差降低17bp，收益率曲线平坦化；信用利差分评级有所分化，5年期AAA/AA+/AA-/AA-级中票信用利差分别上升6.5、9.5、11.5、22.5bp。(3) 商品方面：国内主要商品整体收跌，上期所原油、黄金分别录得3.1%和1%的跌幅。分类别看南华分项指数：能化>农产品>有色>黑色>工业品>综合>贵金属>金属。(4) 汇率方面：8月底美元兑人民币汇率中间价收于6.4679，和7月底的6.4602相比变化轻微，美元指数上升0.65%，收于92.7。

图7：8月国内大类资产回报月度复盘



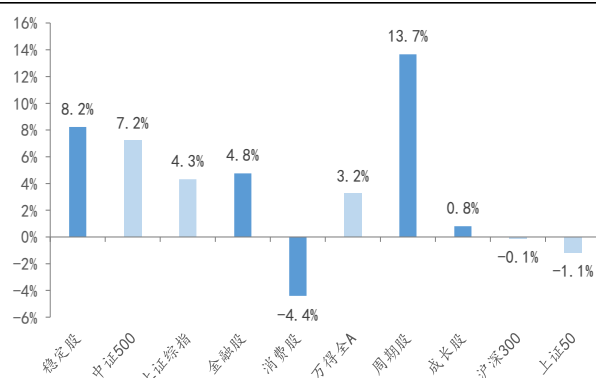
资料来源：万得，国信证券研究所整理。

图8：A股回报拆分



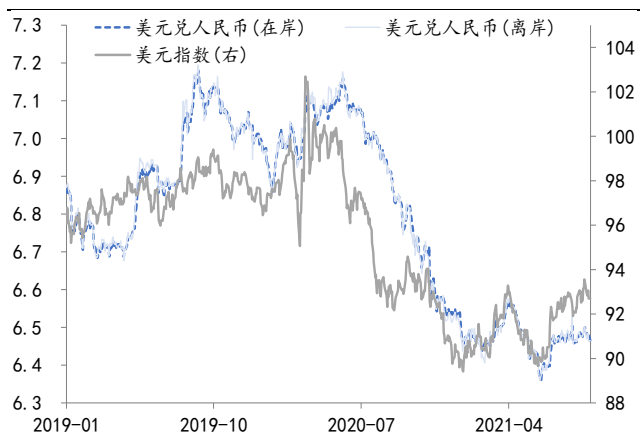
资料来源：万得，国信证券经济研究所整理。

图9：股票及其风格指数在8月的表现



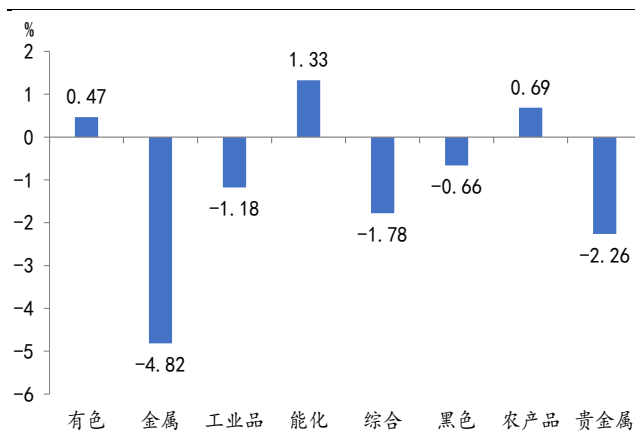
资料来源：万得，国信证券经济研究所整理。

图 10：人民币汇率和美元指数表现



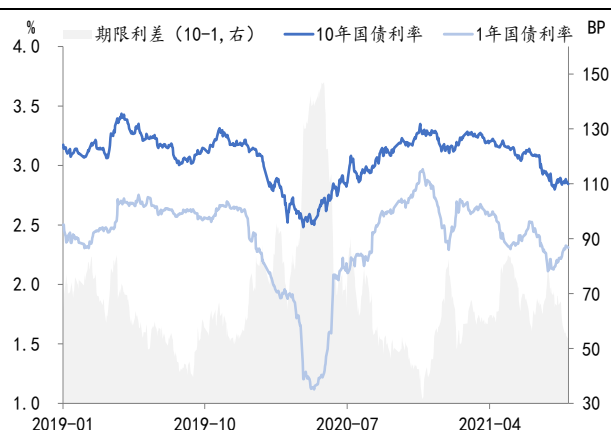
资料来源：万得，国信证券经济研究所整理。

图 11：南华各分项指数 8 月回报率对比



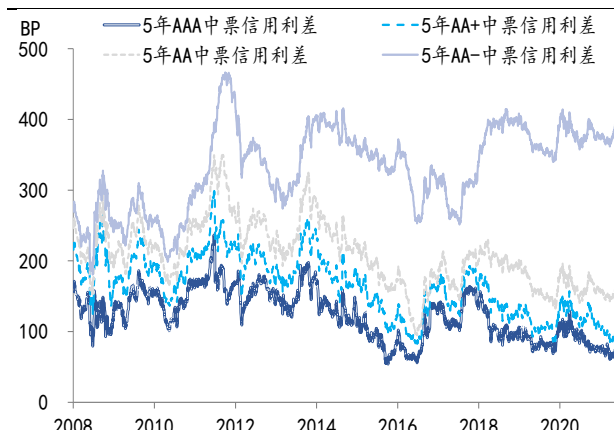
资料来源：万得，国信证券经济研究所整理。

图 12：国债收益率和期限利差走势



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理。

图 13：信用债收益率和信用利差走势



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理。

图 14：债市情绪指数

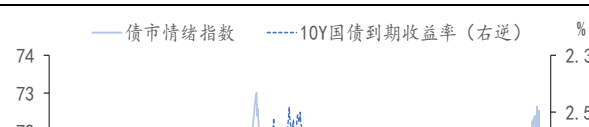
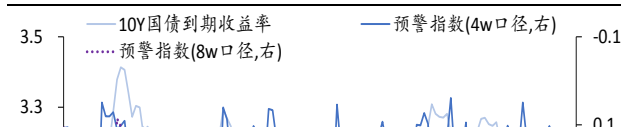


图 15：债市预警指数



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_26115

