

# 美债利率回升，敲响宽松预期警钟

证券研究报告

2020年08月19日

## 8月第3周资产配置报告

8月第2周各类资产表现：权益市场高位震荡小幅收跌，全周 Wind 全 A 下跌 0.66%，成交量 5.05 万亿，有所下降。房地产、银行、交运涨幅靠前，前期上涨较多的军工、有色、医药回落明显，跌幅靠前。中债国债指数小幅反弹，信用债指数也有所回升。

**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

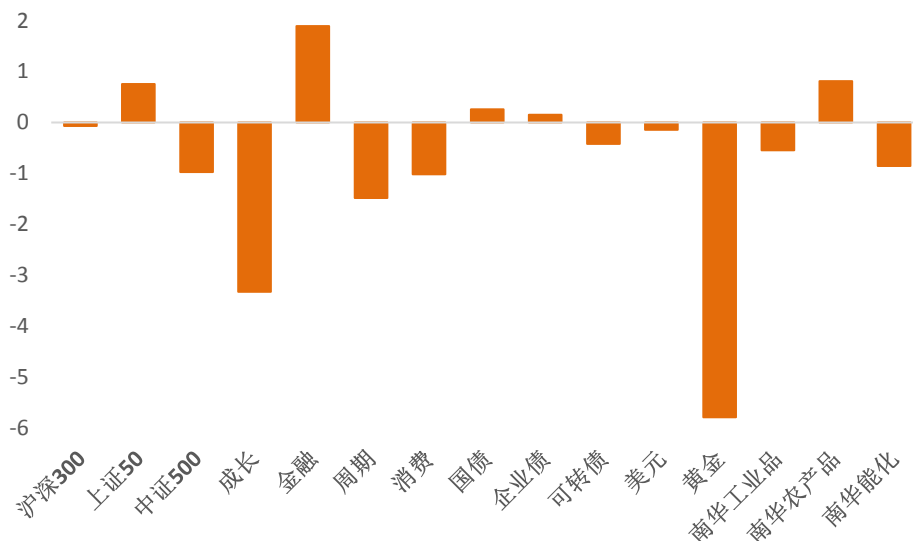
**宋雪涛** 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110517090003  
songxuetao@tfzq.com

**林彦** 联系人  
liny@tfzq.com

### 相关报告

- 1 《宏观报告：经济复苏放缓的几个特征和亮点》 2020-08-15
- 2 《宏观报告：从 7 月金融数据看下半年股债特征》 2020-08-13
- 3 《宏观报告：外部风险上升，金铜走势分化-8 月第 2 周资产配置报告》 2020-08-10

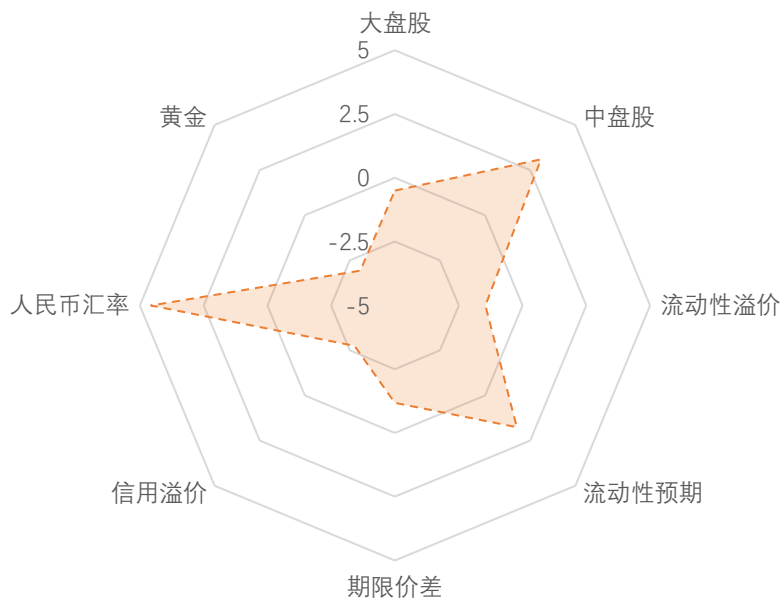
图 1：8 月第 2 周各类资产收益率(%)



资料来源：Wind，天风证券研究所

## 8 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——美债利率回升，宽松预期减弱，中国经济复苏斜率放缓，市场情绪转向保守，多空较为平衡，震荡将持续

8 月第 2 周全球权益市场的震荡主要来自于三件事：美国的财政救助法案继续在两党的拉锯中悬而未决；俄罗斯宣布率先注册全球首支新冠疫苗；美国疫情二次爆发后的趋势有所缓解，叠加 7 月非农就业与通胀数据超预期，实际利率和名义利率都有一定程度的反弹。归根到底，我们认为调整反映了投资者担忧支撑纳斯达克和黄金价格的宽松预期可能出现变化。

国内经济经济延续修复的方向没有改变，但是 7 月经济修复斜率偏低且明显不及市场预期，经济的恢复也存在结构上的不平衡。社零扣除汽车销售后，其他商品和服务的复苏

基本停滞；投资恢复主要依靠房地产和基建拉动，传统制造业恢复较慢；二产增速与前期持平，供给复苏快于需求的局面稍有改善，但仍然比较明显。好消息是调查失业率在高校毕业季没有出现上升，并且房地产新开工和施工面积的持续回升给地产投资增速提供韧性保障。

8月第2周，上证50和沪深300的风险溢价与前期持平（40%-45%分位），中证500的风险溢价较高（81%分位），市场依然表现出明显的估值分化。分板块来看，周期的风险溢价有所上升（60%分位），成长和金融的风险溢价在中位数附近（48%和54%分位），而消费依旧较贵（40%分位）。

权益市场短期策略拥挤度进一步下降，金融板块的短期拥挤度已经回到中位数水平，上证50的拥挤度下降到68%分位，中证300、沪深300、周期、成长和消费板块仍然比较拥挤（75%分位以上）。周期的价量出现较为严重的背离，其他板块和指数都从低点有所回升但相关性也相对较低，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的基差稳定在较低位置（22%分位），衍生品市场的情绪比较悲观；业绩爆雷指数收益进一步回落至74%分位。我们构建的短期情绪指数显示8月第2周的情绪回落到中位数以下（39%分位），整体市场情绪从中性转向保守。

## 2. 债券——超跌明显修复，基本面和流动性操作中略偏利多，悲观预期修正

7月社融信贷增量和增速均低于市场预期，金融数据低于预期的直接原因是企业短期类贷款和表外融资负增较多，根本原因是5月以来的货币政策收紧和信托业务监管加强。本轮信用扩张的顶点临近，下一阶段重点关注中长期贷款的情况。本周一央行续作7000亿MLF，操作略超市场预期，降低了市场对于货币政策进一步收紧的担忧。整体来看，偏松的货币和稳定的信用条件或将持续，直到疫情疫苗或外部环境出现变化。**当前政策更强调跨周期调节，货币信用政策组合持续双紧的概率不大，债券主要表现出政策主导的震荡行情。**

8月第2周，信用债和利率债的短期策略拥挤度进一步修复，目前已经上升到33%-34%分位水平，超跌幅度已有明显修复。流动性溢价小幅回升保持低位（35%分位），流动性预期也维持在中性偏高的位置（67%），**市场对于边际紧缩的悲观预期已经修正。货币利率中枢的波动率较低，杠杆策略具有一定吸引力。**利率债期限利差小幅回落（38%分位），信用溢价处于22%分位，中低评级信用溢价进一步回落，债券市场对未来经济复苏的预期中性略偏保守。可转债随权益市场降温，短期拥挤度回落到77%。

## 3. 商品——风险事件驱动黄金调整

8月第2周，工业品价格多数下跌。布油价格环比上涨0.9%，带动化工产品价格小幅上涨；黑色商品中，焦煤焦炭价格跌幅高于螺纹热卷；金属中，前期强势的金融属性强的贵金属和铜下跌幅度远超工业属性强的基本金属。国内外逐渐推动复工复产以来，工业品价格持续回升，但本周升势暂缓，工业品再通胀的强度和斜率与基本面复苏的斜率和节奏相关。

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，汛期强降水对食品价格的扰动趋弱，8月开始猪价的同比基数开始急速上升，随着近期猪价菜价走平，蛋价在食品CPI中的权重较低，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至年底。

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。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2周黄金价格大幅调整，周中下探1900美元/盎司。美国新一轮财政刺激政策

未能推出，美国 7 月就业数据改善，美国第二波疫情趋势回落叠加俄罗斯注册新冠疫苗，共同导致美国实际利率与名义利率底部回升，驱动目前估值已经很贵的贵金属盈利盘获利回吐，期货非商业净多头持仓占比已经下降到了 63%分位附近。从短期交易来看，黄金做多的动能有所下降，但是贵金属在配置上的价值依然明显。

其他大宗商品中，农产品和能化品的风险溢价较高，工业品的风险溢价小幅回升（28%分位）。

#### 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，资金连续四周小幅流出中国市场（包括 H 股和 A 股）。8 月第 2 周，北向资金本周净流入 66.65 亿元，结束了连续四周净流出。从资金流向来看，短期人民币持续一定的贬值压力。

8 月第 2 周，人民币汇率的性价比还有小幅提升（95%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较高（90%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\\_3058](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_3058)

