

宏观

证券研究报告

2020年08月05日

8月资产配置报告

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:中美贸易协议的执行进度更新》 2020-08-03
- 2 《宏观报告:铁幕重现?七问七答金融制裁》 2020-08-02
- 3 《宏观报告:如何理解跨周期调节?》 2020-07-31

经济: 7月制造业与非制造业 PMI 数据显示经济持续修复,但是回复斜率减缓,结构上小企业恢复较差。从高频数据来看, PPI 同比进入上升通道,但年底较难转正,预期7月 PPI 同比下降 2.5%;随着猪价涨势消退,食品价格反弹势头有所减弱,下半年 CPI 同比持续回落的局面不会改变。7月工业增加值回升幅度有限;后续地产景气度或有所下降。

政策: 7月政治局会议第一次将“跨周期”的战略放入最高层会议的通稿中。意味着在接下来的政策中中央或将把更多的注意力放在经济发展的中长期问题上。货币政策上,会议没有释放出将进一步收紧或重新放松的明确信号。后续货币信用政策的主要观察指标包括:失业率、经济复苏斜率、信用扩张、工业品再通胀程度、中美关系和疫情等。财政政策上,2020年下半年将以存量空间为主且更加注重实效。下半年的财政剩余空间仍然比较可观,考虑到后续经济增速回升将带动税收增速回升,下半年财政支出力度或将强于上半年。

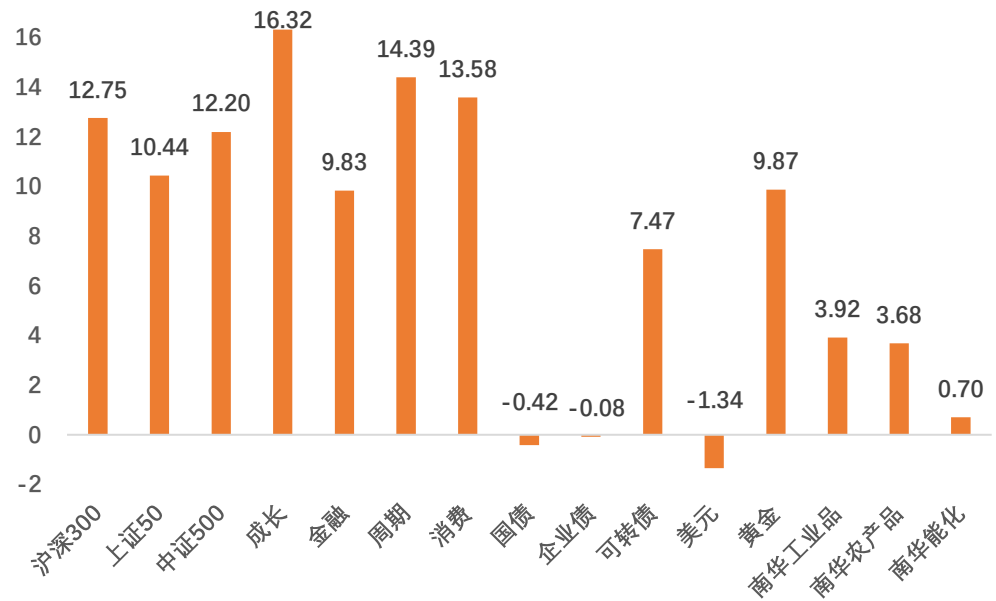
市场: 7月上旬权益市场在情绪的驱动下放量冲高,中下旬在高位宽幅震荡。万得全 A 上涨 13.06%,两市月成交额近 30 万亿,创下 15 年牛市之后的新高。30 个一级行业中,消费者服务,国防军工和建材涨幅领先;传媒,银行和通信表现相对靠后。权益风险溢价方面除了中证 500 处在较高位置,其他指数和风格都在中位数附近。债券与权益的资金跷跷板效应明显,7月信用债和利率债经历了大跌到反弹再到震荡的走势。国债短期限占优长长期,信用利差收窄,流动性溢价从宽裕转向边际收紧。商品普涨,但是能化,工业品和农产品的涨跌幅不如贵金属,体现了当前商品上涨主要是受金融属性驱动,而不是受较强的通胀预期驱动。外汇市场上,受疫情反复和部分州复工复产暂停的影响,美元指数持续走弱。人民币兑美元小幅升值。受益欧洲复兴计划落地,并且当前疫情控制情况较好,人民币与美元相对欧元都有一定程度的贬值。

配置策略: 权益高配,8月宏观风险较高,市场情绪也较高,预计指数大幅震荡。大盘风险溢价处于中低水平,配置上仓位高配,应当平衡风格,均衡配置科技、医药、可选消费、非银金融。**债券标配,**信用溢价中低,期限利差中低,流动性溢价低,配置上仓位中性,偏向于短久期高评级信用债,可适度加杠杆。**标配商品:** 低配原油,标配黑色、有色,超配黄金。

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

7月市场回顾

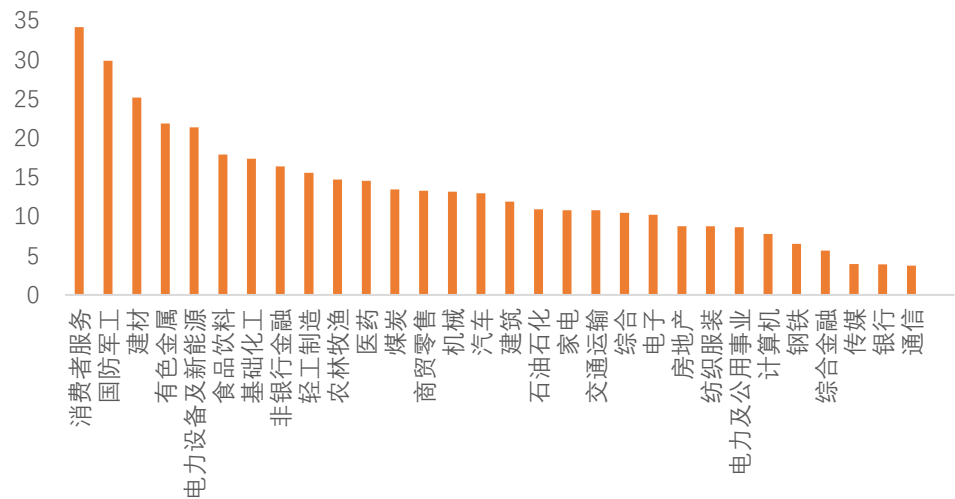
图 1：7月各类资产收益率（%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

权益市场：7月上半月权益市场在情绪的驱动下放量冲高，下半月高位回落后宽幅震荡。万得全A月上涨13.06%，两市月成交额近30万亿，创下15年之后的新高。在A股30个一级行业中，消费者服务、国防军工和建材涨幅领先；传媒、银行和通信表现靠后。从沪深港通的资金流向来看，7月资金净流出719.61亿，市场下半月出现较大调整。

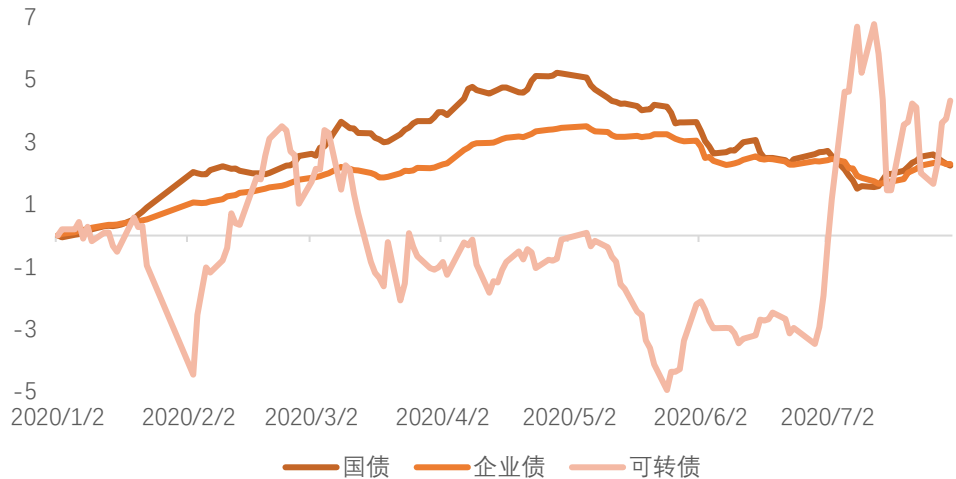
图 2：7月A股行业收益率（%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

债券市场：债券市场与权益市场的跷跷板效应仍然明显，7月信用债和利率债经历了大跌到反弹再到震荡的过程。7月中下旬，债市开始修复但幅度有限，资金面围绕公开市场操作利率波动。

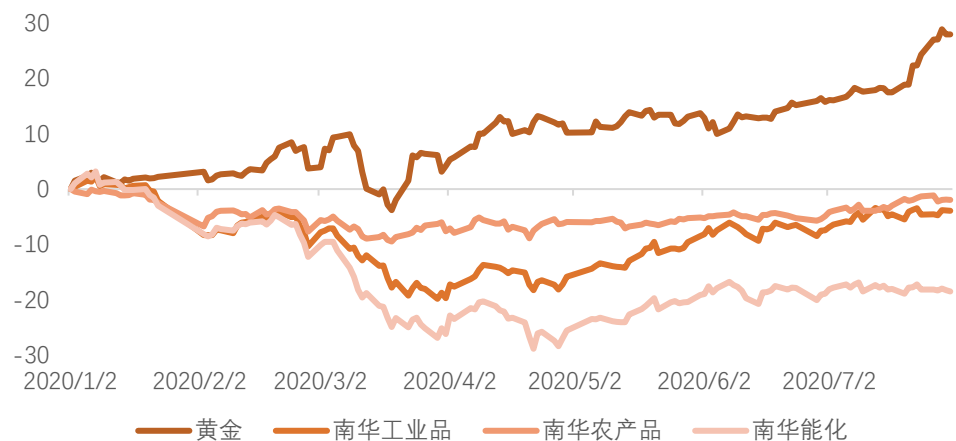
图 3：年初至今债券累计涨跌幅（%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

商品市场：7月大宗商品普涨，但是能化、工业品和农产品的涨幅落后于贵金属，反映了商品上涨主要是受宽松流动性主导的金融属性驱动，而不是受需求主导的工业属性和通胀预期驱动。

图 4：年初至今商品指数累计涨跌幅（%）

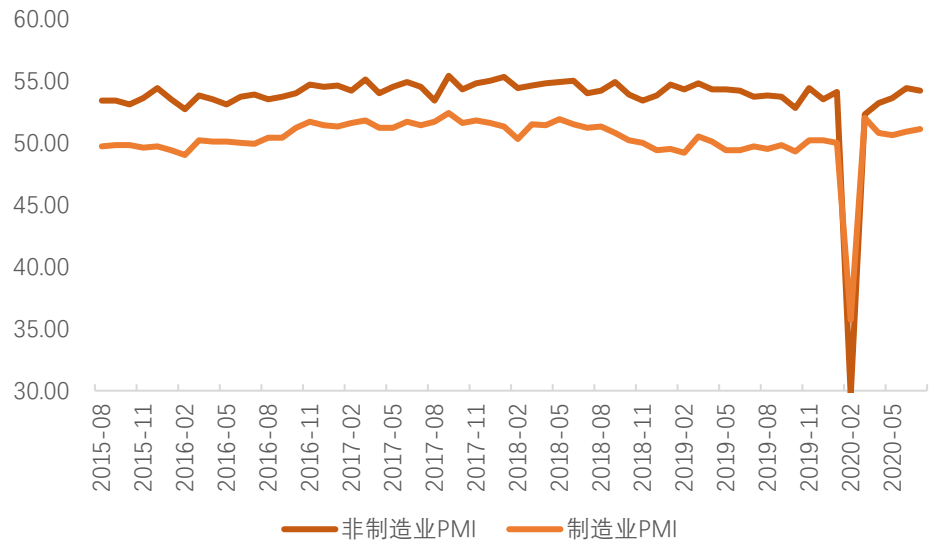


资料来源：Wind，天风证券研究所

外汇市场：受疫情反复和复工部分暂停的影响，7月美国经济复苏停滞，美国新一轮财政救助计划未在7月底出台，同时欧洲复苏基金落地，美元指数持续走弱，人民币兑美元小幅升值，但人民币对欧元贬值。

8月基本面

图 5：制造业 PMI 与非制造业 PMI



资料来源：Wind，天风证券研究所

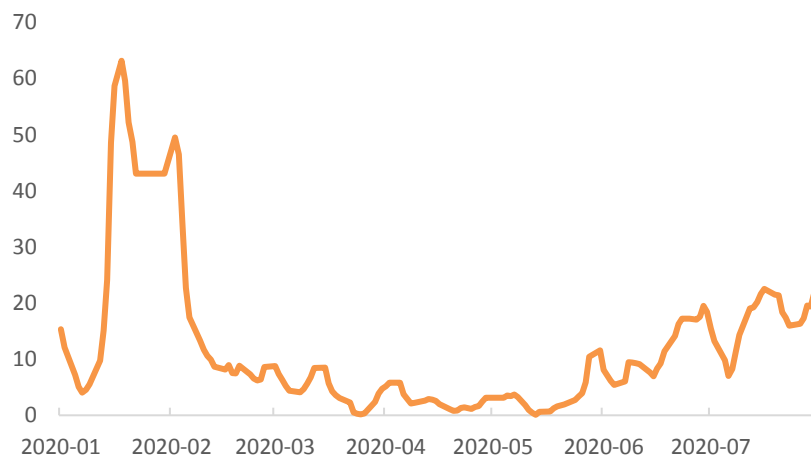
制造业 PMI 连续 5 个月站上荣枯线，7 月制造业 PMI 供需两升：生产指数达到 54，维持在较高水平；新出口订单指数创下今年 2 月以来新高。非制造业保持复苏，仍然是以建筑业拉动为主。值得注意的是疫后 PMI 走势表现出了“无就业复苏”，并且和小企业的经营状况出现背离。

高频数据方面，7 月钢材品种产量与 6 月相近，PMI 数据回升幅度减缓，工业增加值回升幅度可能有限。乘用车零售销量同比增长 5%，批发销量同比增长 8%，较 6 月有一定改善。出口集装箱运价指数继续回升，出口货运景气度稍有改善。但进口干散货船运价指数大幅回落，进口货运景气度回落。30 大中城市商品房成交面积同比增长 7.2%，整体增速较 6 月稍有回落。随着货币政策逐渐收紧、楼市把控趋严，预计 7 月地产景气度正处于年内高点。

综合来看，7 月制造业与非制造业 PMI 数据显示经济持续修复，但是修复斜率放缓，结构上小企业和就业恢复较差。从高频数据来看，PPI 同比进入上升通道，但年底较难转正，预期 7 月 PPI 同比下降 2.5%；随着猪价涨势消退，食品价格反弹势头有所减弱，下半年 CPI 同比持续回落的局面不会改变。7 月工业增加值回升幅度有限；后续地产景气度或有所下降。

8 月政策面

图 6：年初至今的流动性溢价分位数 (%)



资料来源：Wind，天风证券研究所

5月以来总量的宽松政策已经陆续退出，近期流动性环境已经回归去年4季度的水平，剩余的结构性的政策例如再贷款再贴现、延期还本付息、银行减费让利等继续执行。7月底会议没有释放出货币政策将进一步收紧和重新放松的明确信号。

政治局会议对于财政政策的基调保持了“更加积极有为”，增加了“注重实效”的要求；没有提及新的财政政策工具，下半年的财政剩余空间仍然比较可观，以财政预算报告中已经确定的存量政策空间为主。

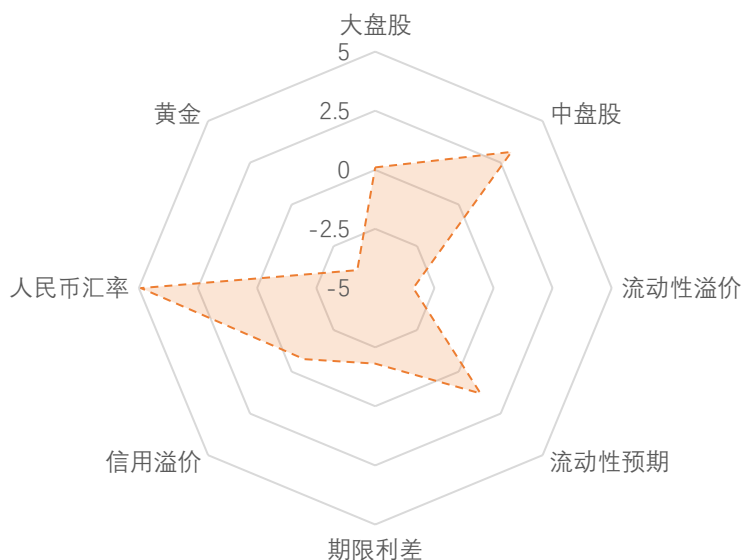
信用政策方面，会议在货币政策“更加灵活适度”的基础上，增加了有结构性意味的“精准导向”，要求“货币供应量和社会融资规模合理增长”，而不是央行一季度货币政策执行报告中的“增速与名义GDP增速基本匹配并略高”，说明信用政策不会更松，未来将以结构性宽信用政策为主。

8月风险

8月的海外宏观风险可能上升。美股依靠较强的宽松预期支撑，但7月底失业补助到期后，两党就后续刺激政策争执不下。若美财政政策宽松力度不能达到预期，美股或有较大调整。随着大选临近，中美关系可能成为特朗普试图影响选情的重要工具，权益市场的风险将会上升。

8月各大类资产配置建议

图7：截止7月31日，各类资产/策略的风险溢价



资料来源：Wind，天风证券研究所

图8：8月各类资产配置建议

大类资产	空仓/做空	低配	标配	高配	超配
股票					
债券					
商品					
股票大类	空仓	低配	标配	高配	超配
周期					
消费					
成长					
金融					

债券大类	空仓	低配	标配	高配	超配
利率					
信用					
拉久期					
加杠杆					
信用下沉					
商品大类	空仓	低配	标配	高配	超配
黑色					
有色					
贵金属					
原油					

资料来源：Wind，天风证券研究所

权益——高配

国内经济延续修复态势，但后续经济修复斜率或有所放缓。随着 5 月以来宽松政策逐渐退出，目前流动性已经回到疫情前的水平，7 月政治局会议没有给出未来货币政策的明确方向。

上证 50 和沪深 300 的风险溢价维持在中位数以下，中证 500 的风险溢价依旧保持在高位。成长的风险溢价在历史中位数附近（52%分位），而消费的风险溢价更低（42%分位）。短期策略拥挤度很高（90%分位），市场月底上涨后股指期货基差回到历史中位数水平，总体上市场情绪稳定。

8 月宏观风险较高，市场情绪也较高，预计指数大幅震荡。大盘风险溢价处于中低水平，配置上仓位高配，应当平衡风格，均衡配置科技、医药、可选消费、非银金融。

债券——标配

基本面尚未出现明显放缓信号，等待 7 月宏观数据和 8 月高频的判断。流动性溢价仍然较低，但本月专项债供给上升对流动性有一定压力。宏观风险较高的环境对于债市可能存在风险偏好的支撑。

信用债和利率债的短期策略拥挤度从底部小幅提升，债市整体仍然是超跌状态。信用溢价已经回到了较低位置，期限利差小幅上涨但处于历史中低水平，流动性溢价小幅提升但仍处于低位，流动性预期从略紧转为中性。

信用溢价中低，期限利差中低，流动性溢价低，配置上仓位中性，偏向于短久期高评级信用债，可适度加杠杆。

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_3447



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn