

权益分歧加大，债市预期修复

证券研究报告

2020年07月27日

7月第5周资产配置报告

7月第4周各类资产表现：权益市场在经历了连续反弹之后，周五（7月24日）再次大幅下杀。全周Wind全A下跌0.72%，成交量5.92万亿，量能较前两周有明显下降。其中食品饮料、金融、TMT继续领跌；军工异军突起，周涨幅8.34%。中债国债指数继续反弹，涨幅较第3周有所提升。信用债紧随其后，本周五连阳。

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；

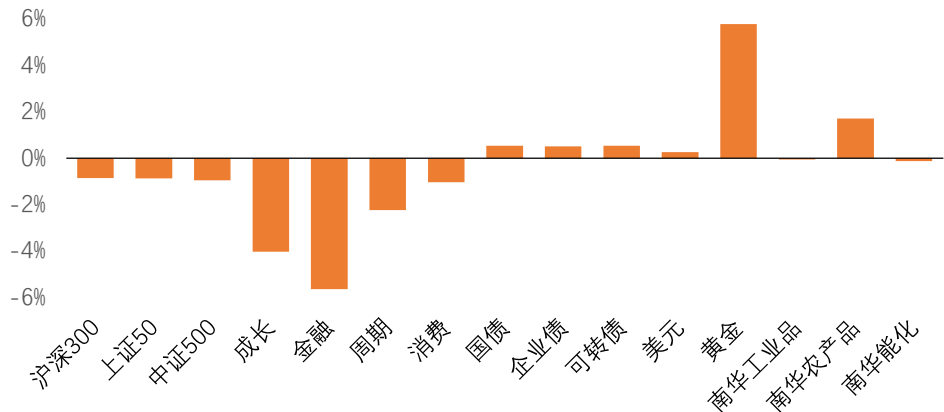
作者

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：热局难散-7月第4周资产配置报告》 2020-07-21
- 2 《宏观报告：经济复苏的特征、亮点、风险和若干问题》 2020-07-18
- 3 《宏观报告：为什么出口韧性这么强？》 2020-07-15

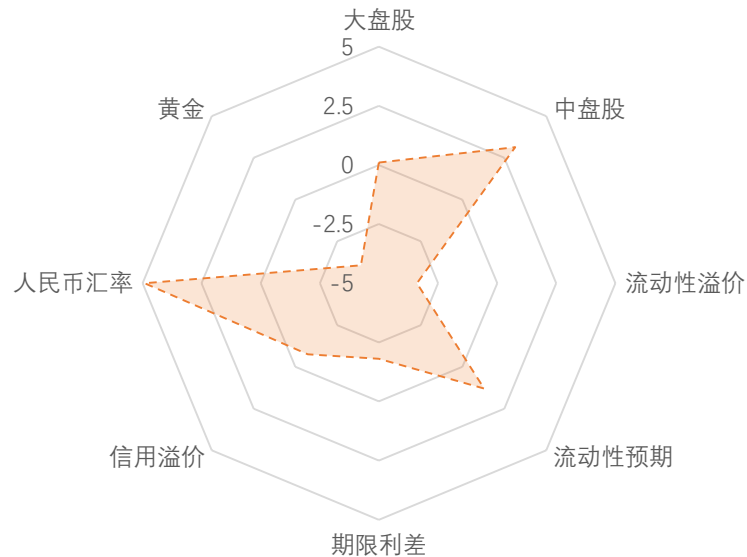
图 1：7 月第 4 周各类资产收益率



资料来源：Wind，天风证券研究所

7 月第 5 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——分歧进一步加大，情绪明显降温，中美关系非主要矛盾，关注美股泡沫晚期表现

对于泡沫化的市场，关键路标是流动性和风险偏好。我们 7 月 14 日在《风险可能来自哪里》中提到，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。

从市场的表现来看，中美问题不是当前市场的主要矛盾。具体来看，市场认为对情绪影响较大的事件是领事馆风波和蓬佩奥讲话。但在领事馆风波的消息发生和发酵时的 7 月 22 日和 23 日，A 股反应平淡维持震荡，A50 也在下跌后很快收回。而蓬佩奥 24 日在尼克松图书馆的讲话内容，不仅模仿了彭斯 2018 年 10 月在哈德逊研究所的讲话，也和今年 5 月 20 日白宫发布的《美国对中国战略方针》以及 2017 年 10 月白宫发布的《国家战略安全报告》基本一致，影响几乎可以忽略。

相比之下，美股对 A 股的资金和情绪的影响可能更大，根据 7 月第 4 周的 EPFR 数据，本周资金小幅流出中国市场（包括 H 股和 A 股），其中北向资金全周净流出 247.51 亿。近期纳斯达克的高位下跌值得注意，热门公司如特斯拉的股价已经高位回调超过 20%。美国疫情二次扩散之后，美国就业市场和消费服务业的恢复已经再次掉头向下。对于处在泡沫晚

期的美股而言，政策托底的重要性大于基本面的改善程度，因此本月底参众两院能否就新一轮财政刺激计划达成一致对美股走势至关重要。

7月第4周，上证50和沪深300的风险溢价有小幅修复，但仍然在中位数以下，中证500的风险溢价依旧保持在高位（80%）。大跌之后，各风格板块的风险溢价都有所上升。其中，成长和消费的增长最为明显，各自上涨12%分位和10%分位。成长，金融，周期的风险溢价都已经来到了60%分位附近，消费的风险溢价也来到了中位数附近。

策略拥挤度方面，权益市场短期来看还比较拥挤（都在90%分位上下），但价量相关性已经从七月初的高度正相关（量价齐升）迅速回落至负相关（量价背离），分歧进一步加大，情绪明显降温。目前沪深300的短期基差已经降至中位数以下，衍生品市场上的空头力量开始逐渐上升。两融余额占比在上一周创下2017年以来新高之后，出现小幅下降（94%分位降至88%分位）。综合来看，泡沫化市场的一个风险路标已经出现，**权益市场维持大幅震荡或回调**。

图3：7月以来权益指数价量相关性热图

日期	沪深300价量相关系数	上证50价量相关系数	中证500价量相关系数	成长价量相关系数	金融价量相关系数	周期价量相关系数	消费价量相关系数
2020-07-01	0.410	0.438	0.395	0.518	0.472	0.314	0.386
2020-07-02	0.592	0.665	0.344	0.349	0.684	0.415	0.390
2020-07-03	0.682	0.758	0.479	0.341	0.837	0.613	0.346
2020-07-06	0.708	0.777	0.531	0.345	0.853	0.714	0.365
2020-07-07	0.877	0.919	0.769	0.629	0.946	0.893	0.513
2020-07-08	0.688	0.680	0.674	0.634	0.638	0.698	0.570
2020-07-09	0.640	0.611	0.720	0.716	0.598	0.690	0.491
2020-07-10	0.580	0.497	0.728	0.772	0.471	0.719	0.585
2020-07-13	0.310	0.265	0.490	0.496	0.280	0.417	0.390
2020-07-14	0.330	0.254	0.577	0.562	0.241	0.516	0.572
2020-07-15	0.135	0.107	0.294	0.320	0.145	0.319	0.272
2020-07-16	0.069	0.081	0.148	0.139	0.102	0.199	0.260
2020-07-17	-0.009	0.045	0.068	0.098	0.066	0.153	0.058
2020-07-20	-0.008	0.039	0.051	0.028	0.042	0.113	0.028
2020-07-21	0.056	0.095	0.104	-0.032	0.040	0.097	0.084
2020-07-22	0.025	0.065	0.080	-0.017	0.011	0.049	0.076
2020-07-23	0.012	0.043	0.073	-0.012	-0.030	-0.013	0.101
2020-07-24	-0.013	0.041	0.019	-0.060	-0.024	-0.094	0.068

资料来源：Wind，天风证券研究所

2. 债券——反弹兑现但仍然超跌，流动性预期大幅修复，开始定价经济复苏斜率放缓

我们在7月14日《风险可能来自哪里》中判断债市将维持震荡或反弹之后，中债国债指数和中债企业债指数已经出现连续修复。本周债市反弹幅度较大，一是因为股市风险偏好回落，股债跷跷板出现反向；二是因为流动性环境和流动性预期继续改善，7月第4周，流动性溢价继续小幅回落（22%分位到16%分位），而流动性预期大幅回落（92%分位到63%分位），央行7月15日提前续作了4000亿MLF之后，前期的货币紧缩预期已经大幅修正。7月第4周，债市的期限利差出现下跌（32%分位），信用溢价小幅上升（42%分位），整体来看，目前利率市场对于基本面的定价是经济在弱复苏的路径上出现修复斜率放缓，过去两周的高频数据也显示出生产进度放缓、库存累积超季节性、需求恢复较慢的宏观特征。

与可转债的调整有所滞后于权益市场，短期策略拥挤度仍在高位（89%分位）。信用债和利率债的短期策略拥挤度仍在底部，债市整体仍然是超跌状态，**维持震荡偏强或反弹**。关注月底政治局会议对于货币信用和金融风险的表态。

3. 商品——金融属性大于工业属性，黑色需求转弱，黄金震荡偏强

7月第4周，工业品价格多数上涨，化工产品价格震荡走平，受汛情影响农产品价格上升较多；强降雨导致淡季更淡，水泥价格保持下跌态势。工业品价格环比继续上涨，PPI同比进入上升通道，预计年内依然较难转正。螺纹钢产量微幅回落，库存回补速度快于18年、持平于19年同期，下游建筑业需求小幅回落，或与南方汛期强降雨影响项目施工有

关。热轧卷板产量小幅回升，库存回补速度同样快于 18 年、持平于 19 年同期，下游需求稍有改善。总的来看，近期钢材需求有所减弱，螺纹钢减弱程度稍高于热轧卷板。

黄金相对估值依旧保持在极高位置，7 月第 4 周还有小幅上涨。黄金期货非商业净多头持仓占比重新回升至 80%分位附近，目前黄金的短期和长期交易都处在拥挤的状态。**大宗商品价格上涨的主要原因是商品资产化的金融属性**，而不是实际需求驱动的工业属性，因此金融属性强的金银铜的价格表现好于工业属性强的原油、能化、黑色等。黄金和美国实际利率高度负相关，当前实际利率（TIPS）已经回到了 2011 年的低点，金价也到了当时的高点（1900 美元/金衡盎司），但是当前美联储资产负债表规模比 GDP 远高于 2011 年，美元进一步走弱，黄金维持震荡偏强。

其他大宗商品中，工业品溢价有所回升，目前风险溢价来到了 40%分位附近，农产品和能化估值较低，风险溢价水平在 60%-75%分位。

4. 汇率——对一篮子货币震荡，人民币兑美元震荡偏强

根据 7 月第 4 周的 EPFR 数据，本周资金小幅流出中国市场（包括 H 股和 A 股）。北向资金全周净流出 247.51 亿。其中 7 月 24 日净流出 163.57 亿元，仅次于 7 月 14 日的 173.84 亿，是互联互通开通以来北向单日净流出资金第二多的交易日。从资金流向来看，短期人民币延续一定的贬值压力。

中期人民币的升值动力依旧存在，中美利差维持在中性偏高的位置上（60%-65%分位）。美国目前新冠确诊人数接近 420 万，没有任何好转的趋势，美国经济复苏一波三折。相较之下，中国经济的生产生活活动已经逐渐恢复常态。

7 月第 4 周，人民币风险溢价水平已经来到了历史的绝对高位（99%分位）。同时人民币的短期交易也很拥挤（92%分位）。**随着权益市场的震荡调整，人民币对一篮子货币保持震荡态势，人民币兑美元保持震荡偏强。**

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_3681

