

热局难散

证券研究报告

2020 年 07 月 21 日

7 月第 4 周资产配置报告

7 月第 3 周，权益市场战况惨烈，Wind 全 A 下跌 4.51%，全周成交额依旧保持在 7.4 万亿以上，价量分歧拉大，多空厮杀激烈。其中 7 月 16 日当天下跌了 4.5%，前期抱团的食品、医药、科技、券商等板块领跌。股债依旧维持较强的跷跷板效应，债券市场迎来喘息，中债国债指数录得四连阳，信用债的表现相对滞后，但也逐渐开始反弹。

风险提示：美股高估值大幅下跌带动国内风险偏好回落；中美关系在大选临近前存在较高风险；洪灾如果持续可能形成短期类滞胀格局

作者

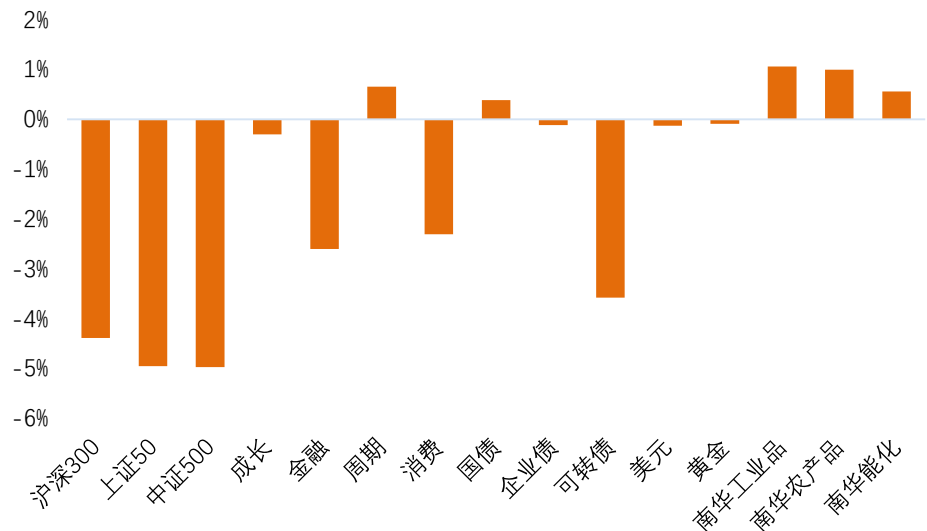
宋雪涛 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517090003
songxuetao@tfzq.com

相关报告

- 1 《宏观报告：为什么出口韧性这么强？》 2020-07-15
- 2 《宏观报告：风险可能来自哪里？-7 月第 3 周资产配置报告》 2020-07-14
- 3 《宏观报告：7 月：GDP 重回正增长，关注复苏斜率变化》 2020-07-08



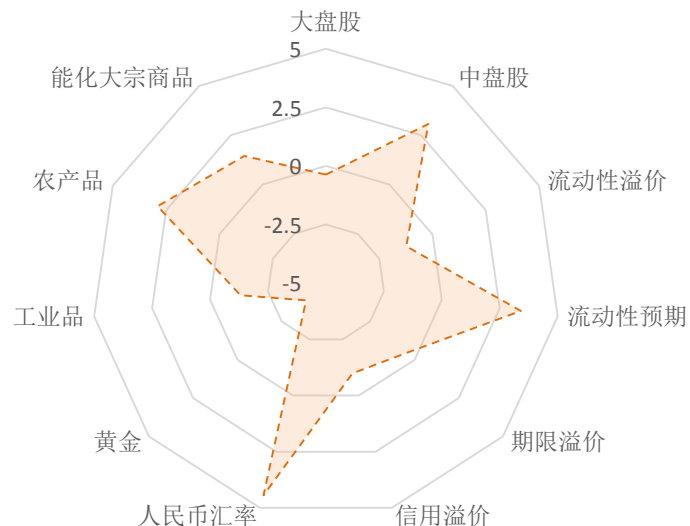
图 1：7 月第 3 周各类资产收益率



资料来源：Wind，天风证券研究所

7 月第 4 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——房地产施工反弹和流动性溢价回升继续支撑风格再平衡，短期分歧加大但情绪仍然较高，回调兑现后震荡

7 月第 3 周公布了 GDP 等宏观数据显示 2 季度是疫后经济复苏的高光时刻。其中，6 月房地产数据出现了一些重要变化，新开工面积加速回升，施工面积触底反弹，建筑业对投资复苏的贡献进一步增强。基建投资 6 月稍有回落，可能与汛期强降雨影响施工进度有关，下半年增速有望继续保持在 10% 以上。但是基建地产投资和消费制造投资的复苏分化特征依然突出，后续经济复苏的斜率可能放缓并存在低于预期的可能，因此基本面尚不支持趋势性的风格切换。

7 月第 3 周，流动性溢价明显回升到 38% 分位，高估值板块的调整压力上升，低估值价值股的短期风格再平衡仍有较强驱动。经过 7 月第 3 周的调整，大盘股、成长和消费的风险溢价有所回升，但是还没有回到中位数以上，估值相对较贵，消费的风险溢价还在 40% 分位以下。金融、周期的风险溢价已经回到了历史中位数以上，中盘股的溢价水平仍在 80%

分位以上，估值相对便宜。

目前各板块的短期交易拥挤度都处于 80%分位以上的较高水平，整体呈现超涨特征。7 月第 3 周，市场的价量相关性从前一周的 90%分位明显下降，反映市场的短期交易拥挤度回落，资金对于快速上涨的板块出现分歧。但是成长和周期板块的价量相关性仍在 70%以上，金融和消费的价量相关性回到了中位数附近，尚未出现严重的价量背离。

在泡沫化的市场中，大涨大跌比较常见，情绪和资金是观察市场状态的主要路标。情绪方面，沪深 300 的主力合约基差已经从升水转为贴水，但两融余额继续上升，当前处于 2016 年至今的 96%分位。上周五公布的险资可投权益资产比例提高到 45%的消息暂时安抚了暴跌后的市场情绪。资金方面，7 月第 3 周开放式基金的股票仓位有所上升，但仍处于历史中位数附近，可能是 7 月以来的新发行基金尚未完成建仓。短期交易拥挤度高位回落，资金的分歧有所加大，但价量指标尚未出现严重背离，市场情绪仍然较高，机构资金的拥挤度也未达到高点，“泡沫”状态尚未结束。

2. 债券——过度悲观的紧缩预期有所修正，短期震荡或反弹

股债维持较强的跷跷板效应，股市风险偏好回落后，中债国债指数录得四连阳，信用债的表现相对滞后，但也开始反弹。7 月第 3 周，流动性溢价继续回升到 38%分位，当前流动性整体宽松但边际收紧的状态没有改变，但市场对于未来流动性进一步收紧的预期有所回调（从 93%分位下降到了 84%分位），过度悲观的紧缩预期有所修正。

债券市场目前反弹的幅度有限，信用债和利率债的短期交易拥挤度还在底部，整体市场状态呈现超跌。期限溢价的波动不大，目前长端利率市场对经济基本面的定价相对中性。信用溢价进一步上升到了 40%分位，滞后反映了流动性趋向收紧的市场预期。可转债的短期和长期交易拥挤度目前还在高位（分别在 85%和 66%的分位），与股票基本一致。

债市的显性利空因素和潜在利多因素并存，基本面复苏较快、PPI 回升和流动性溢价上升仍然是利空债券的因素，同时复苏结构分化的特征也预示了后续复苏斜率可能出现放缓，流动性进一步收紧的悲观预期开始修正，趋势性紧缩的预期尚未形成。短期债市继续维持震荡或反弹，需要观察月底政治局会议的信用政策倾向和近期股市的风险偏好演变。

3. 商品——金融属性大于工业属性，黑色维持多头趋势，供需受降水影响，短期震荡或回调

7 月第 3 周，工业品价格多数上涨，化工产品价格随油价震荡走平；强降水导致淡季更淡，水泥价格单边回落。工业品价格环比继续上涨，PPI 同比进入上升通道，但年底较难转正。螺纹钢产量继续回落，库存回补速度快于 18 和 19 年同期，下游建筑业需求有所回落，或与南方汛期强降水影响项目施工有关。热轧卷板产量小幅回升，库存回补速度接近 19 年、快于 18 年同期，下游需求也稍有减弱。总的来看，近期的强降水对钢材产销造成一定负面影响，关注 7 月建筑业数据是否受到影响。

黄金相对估值依旧保持在极高位置，黄金期货非商业净多头持仓占比从 85%分位小幅下降到了 78%分位，目前黄金的短期交易拥挤度仍然较高。其他大宗商品中，工业品相对较贵，目前风险溢价在 40%分位以下，农产品和能化估值较低，风险溢价水平在 65%-80%分位。

工业品、农产品和能化的短期交易拥挤度都在历史较高水平（70%分位以上），螺纹钢的基差水平也有所上升，短期情绪上偏乐观。

4. 汇率——跟随权益市场波动

7 月第 3 周，北向资金净流出 191.16 亿，是今年 4 月以来，第一次北向资金周度净流出。其中 7 月 14 日净流出 173.84 亿元，创下互联互通开通以来北向单日净流出资金最大金额记录。根据 EPFR 的数据显示，7 月第 3 周流入中国股票（包括 A 股和 H 股）的金额相较于前一周大幅下降。从资金流向来看，短期人民币有一定的贬值压力。

但是长期来看人民币还是偏向升值，目前中美利差处在中性偏高的位置（62%分位），同时

中国在退出宽松政策、疫情控制和经济恢复等方面领先美国。

人民币的风险溢价目前还在历史高位（95%分位以上），但是短期交易拥挤度也提升到了历史到高位（接近 90%分位），人民币短期震荡，跟随权益市场的表现波动。

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_3753

