



蒋飞：八月大类资产配置月报



意见领袖 | 蒋飞

核心观点

要 点

国际经济方面,7 月份欧央行超预期加息 50bp,美联储再度加息 75bp,全球流动性进一步收紧。市场普遍预期欧美经济将在明年开始衰退,但欧央行和美联储加息提速之后,或将加快经济衰退到来。国内经济方面,6 月经济复苏态势明显,给了 7 月更乐观的预期,但高频数据显示,这些预期目标实现难度有所加大。整体来看,制约国内经济复苏的因素依然存在,相对去年同期水平以及潜在经济增速水平,目前复苏力度依然较弱。

美元和黄金:美元升值周期还未结束。因为欧洲贸易逆差不断扩大,并且欧央行加息太晚,欧元不断贬值,而欧元是美元指数里权重最大的货币,美元仍将继续升值。黄金与美国实际国债利率走势背离,或将加速下跌。我们跟踪发现黄金价格和中美欧日四国 CPI 走势一致,以美元计价的四国 CPI 已经回落,黄金价格也可能下跌。

原油和铜:原油已经回归到经济逻辑里,当前价格的下跌是市场在交易衰退。从欧美经济需求回落以及原油库存回升来看,原油价格应该已经过了历史顶部。美国 6 月 PMI 已经回落到 53%,原油库存已经连续 4 个月回升,而且回升速度也在加快,油价大概率下会延续下跌态势。铜的供需缺口持续缩小,铜价熊市还未走完。四国(中美欧日)PMI 根据汇率调

整后的综合指数与铜价走势较为一致，6 月份四国 PMI 指数继续下滑，预计 7 月铜价会进一步走低。

沪深 300 和十年期国债：我们预计，工业企业利润增速还远未见底，因此股票市场的牛市还需要等待。低利率环境持续存在促使长端利率下行。自 4 月份上海疫情发生以来，银行间资金面持续宽裕，七天回购利率也始终保持在逆回购利率以下，导致资金荒。当前 2 年期的信用利差已经创了 2002 年以来的历史新低，但 10-2 年的期限利差却保持回升态势。我们认为，十年期国债收益率下行趋势并未结束。

资产配置策略：7 月份长城证券大类资产配置指数从 111.11 上涨至 136.57。七月大类资产配置策略将原油空单维持 10%，沪铜空单上调至 25%，沪金空单上调至 20%，沪深 300 指数空单下调至 35%，十年期国债多单下调至 10%。



全球经济周期

1.1 欧美货币收紧进程加快

7月，欧元区和美国均上调基准利率。7月21日，欧央行宣布将三大关键利率上调50个基点，加息幅度高于市场此前预期的25个基点。7月28日，美联储宣布将联邦基准利率继续上调75BP至2.25%-2.5%。

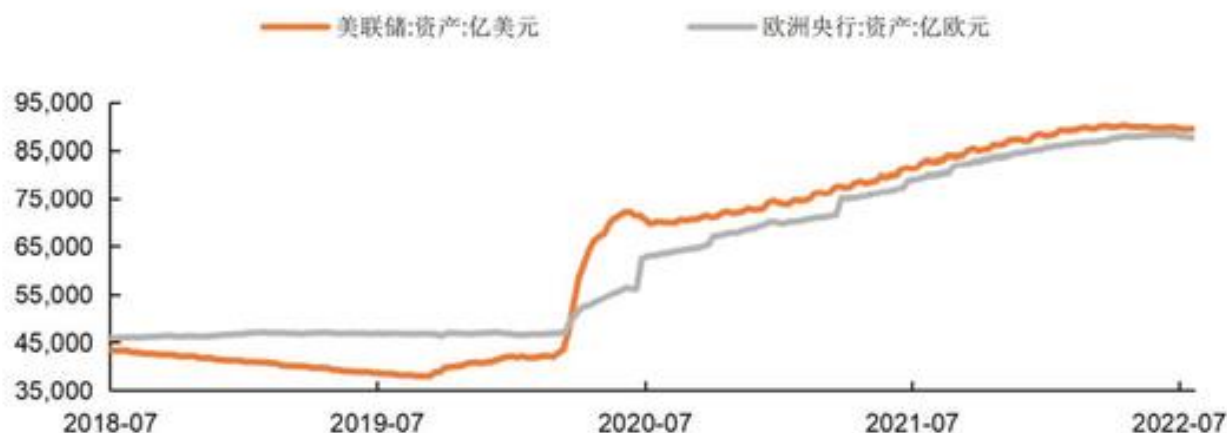
图 1: 欧美央行加息



资料来源: iFinD、长城证券研究院

美联储缩表计划执行不力，欧央行新工具 TPI 可能影响后续缩表。7 月 20 日，美联储总资产为 89489.65 亿美元，与 6 月底相比减少 132.82 亿美元，明显低于美联储所计划的 6 月缩减 475 亿美元资产规模，主要原因是美联储仍在增持住房抵押债券，导致缩表计划未达目标。7 月 22 日，欧央行总资产为 87682.86 亿欧元，与 6 月底相比减少 677.01 亿欧元。由于 7 月份开始欧央行结束之前的每月 200 亿欧元的资产购买计划，其资产负债表开始缩减。但 7 月的利率决议里反碎片化工具“传导保护工具”（TPI）横空出世，如果 TPI 被予以实施，欧央行的资产负债表或将继续扩大。

图 2: 欧美央行资产



资料来源: iFinD、长城证券研究院

1.2 国内经济复苏力度依然较弱

6 月经济复苏态势明显，给了 7 月更乐观的预期。我们预测三季度工业增加值增速较二季度回升 2.4 个百分点至 3.1%，商品房销售面积增速回升 16.8 个百分点至 -5.4%，社会消费品零售总额同比回升 9.8 个百分点至 5.2%。但高频数据显示，这些预期目标实现难度有所加大。

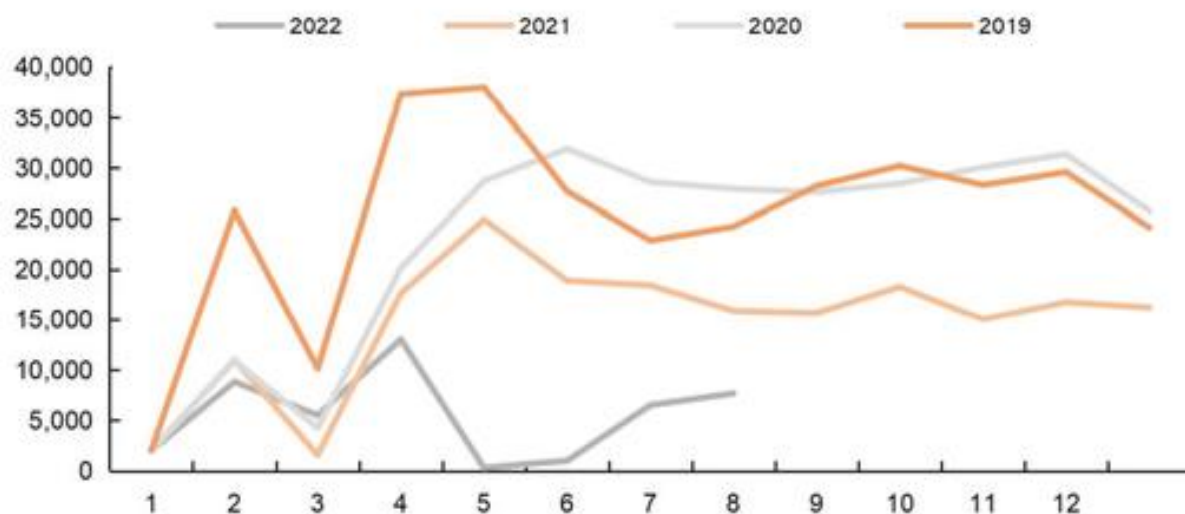
图 3: 线螺采购量同比和工业增加值同比



资料来源: iFinD, 长城证券研究院

首先，截至 7 月 22 日，上海线螺采购量同比增速为-61.9%，比 6 月底回升了 11 个百分点。但同期比较，这一回升后的采购量水平仍远远低于过去几年正常的水平，这可能意味着 7 月工业增加值增速回升幅度有限。

图 4: 线螺采购量低于去年同期

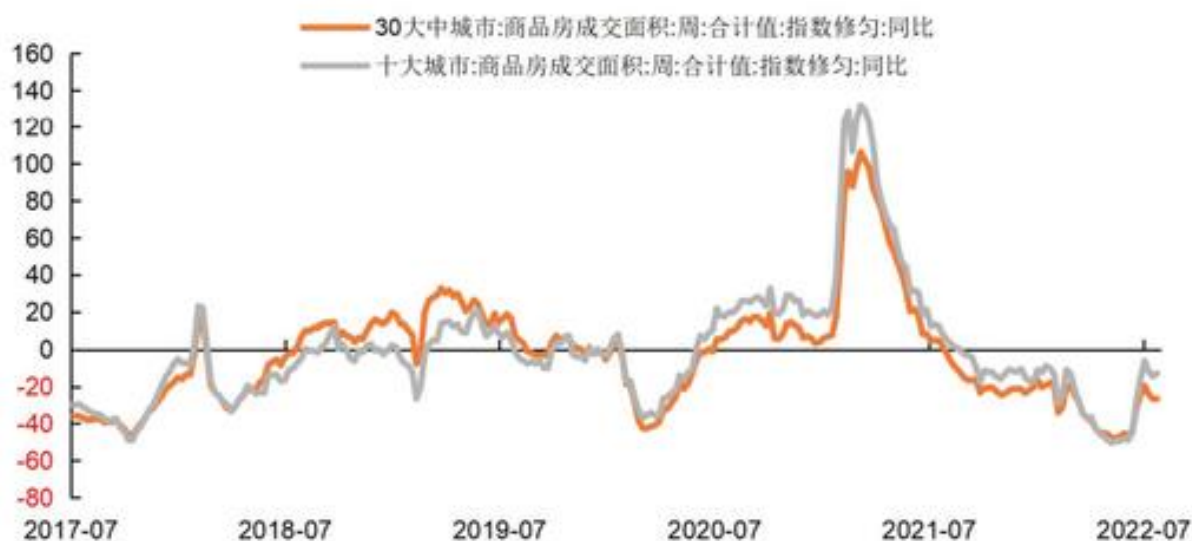


资料来源: iFinD, 长城证券研究院

其次，7 月 23 日，30 大中城市商品房成交面积增速修匀值下降至

-26.95%，比 6 月底的-24.11%小幅下滑，结束了 6 月份短暂出现的反弹迹象。由于商品房上下游产业链巨大，政府持续出台刺激方案，我们之前预期下半年商品房销售会持续改善，但现在来看复苏力度依然较弱。

图 5: 商品房成交面积增速



资料来源: iFinD, 长城证券研究院

最后，7 月份全国层面的新冠疫情虽然并未集中式爆发，但散点出现的现象持续不断，影响的城市也与日俱增。7 月 23 日当周 9 城日均地铁客运量 4166 万人次，还未恢复到去年同期水平就再次拐头向下。7 月 27 日，全国新增确诊 119 例，无症状 507 例，本轮国内疫情暂未出现拐点，

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_44665

