总量研究中心

大类资产双周报

宏观经济报告

本报告的主要看点：

1. 对上周的大类资产价格变化进行回顾。
2. 分析短期影响大类资产的主要因子，并对下周重要观察因素进行展望。
3. 判断资产价格短期变化是否对中期大类资产价格运行形成影响（拐点判断）。

A 股调整会持续吗？

上周后半段，A 股出现了一定幅度的调整，背后的原因是什么？持续性会有多强？

- **结构性资金流出是 A 股短期调整的表面原因。**从指数来看，上证 50 和沪深 300 表现相对较弱，中证 500 表现相对较强；从资金面上来看，北上资金转向净流出、两融余额下降以及主动卖出额大增体现资金流出较为明显；从板块表现来看，大金融表现较弱，部分科技成长、医药和白酒在前期强势上涨之后也出现调整。
- **风险偏好回落带来的估值调整是 A 股调整的背后原因。**由于宏观流动性和企业盈利预期并没有发生太大变化，前期 A 股的上涨主要是风险偏好回升的推动。在券商盈利增速相对平稳的条件下，券商股因其高贝塔属性，其走势可以用来作为观察风险偏好的指标。上周券商股的明显走弱，也进一步印证了风险偏好的回落。
- **风险偏好会持续回落吗？**从内部看，流动性边际变化和中报业绩将是影响短期风险偏好的主要因素。从流动性上看，我们预计，7 月流动性并不会比 6 月份出现显著的宽松，债券发行加速对流动性的影响可能相对不强，宏观流动性预计仍是相对平稳；从中报业绩来看，结构性分化可能较为明显，部分需求较好的科技股和涨价幅度较大的周期股可能中报表现较好，但消费、金融和部分受到利润挤压的行业可能表现相对较差。从外部看，美股出现调整的概率正在变得越来越高。一方面，美联储 Taper 越来越近，对美股估值的下行压力加大；另一方面，美国财政政策对于加税的预期在增强，对美股盈利预期也造成影响。综合来看，国内风险偏好持续回落的概率不高；但叠加海外风险后，如果美股开始调整，可能导致调整时间拉长。
- **短期（一个月左右时间窗口）影响大类资产价格的主要驱动因子是什么？可能有两点值得关注。一是海外风险。**7 月份市场对美联储 Taper 的定价可能不断升温，从而导致美债短端收益率上行，开启一轮“杀估值”行情，美债收益率曲线走平，全球科技股开始调整，黄金价格承压下行。**二是国内信用风险。**当前信用债估值较高、信用利差较低，一旦出现违约风险，可能导致信用债市场出现一轮调整，这对利率债价格形成支撑，但对风险偏好相对不利，从而对 A 股也形成一定向下压力。
- **中期（下半年的时间窗口）影响资产价格的核心驱动因子是什么？可能在海外，即美联储 Taper 的影响。**在我们的中期展望报告中，我们提到本次美联储 Taper 与上次存在一个较大的不同——美联储 Taper 可能导致美国私人企业开启去杠杆进程。如果这个判断在下半年得到证实，会导致风险资产出现较大幅度的调整，并且会使得需求提前见顶回落。具体来看，需要观察美联储 Taper 的节奏以及美国财政政策的结构性变化：如果美联储 Taper 和美国财政部加税同时实施的话，美国私人企业出现去杠杆的风险将大幅上升。
- **具有较高确定性的可配置资产是中国国债。首先，中国需求的见顶回落概率上升。**从结构来看，消费、地产投资和出口逐渐走弱，将是下半年比较确定性的方向，这消除了货币政策全面收紧的可能。**其次，风险偏好的回落对长端债券收益率形成向下压力。**正如前文所述，无论国内还是海外，风险偏好如果出现持续回落，将对避险资产价格形成支撑。**第三，大宗商品价格转向震荡，带动通胀预期开始回落。**无论是美国的通胀预期，还是国内的黑色系大宗商品价格，进一步上行的概率越来越低，通胀预期开始逐步回落，这也对长端债券价格形成支撑。综合来看，中国长端国债收益率的上行风险较低，配置机会较为确定；即使美联储 Taper，对中国国债长端收益率影响预计有限。
- **静待 A 股风险释放。**一方面，短期风险偏好回落较为确定，中期风险偏好回落的概率正在上升，短期 A 股或需等待风险偏好对估值的下行压力充分释放。另一方面，A 股大幅上行风险较低。当前 A 股的踏空风险不大，持续的上涨需要估值的上升，在风险偏好难以上升的背景下，需要流动性的大幅宽松，这个概率较低。

风险提示：疫情出现新的变化；货币和财政政策的收紧程度高于预期；中美关系出现不利变化。

段小乐 分析师 SAC 执业编号：S1130518030001
(8621)61038260
duanxiaole@gjzq.com.cn

杨一凡 联系人
yangyifan@gjzq.com.cn

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号嘉里建设广场 T3-2402