大类资产周观察

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）。

4 季度资产价格的主要驱动因子会是什么？

- **当前资产价格整体陷入震荡格局。**A 股自 7 月冲高以来，整体陷入区间震荡格局；美股创出新高后转向震荡；中债和美债收益率短期区间波动；美元指数趋势性下行之后有所企稳；贵金属、工业品和原油价格在前期冲高之后高位盘整。与之相匹配的宏观背景是全球经济逐渐从疫情中恢复，同时全球的刺激政策也在逐渐退出。那么，4 季度会延续这种震荡，还是选择方向呢？

- **市场对资产价格的预期偏向 3 季度趋势的延续。**在我们的路演过程中，大部分投资者认为 4 季度经济增长将延续复苏的势头，政策难以进一步宽松，债券收益率将进一步上行，股票市场更多是结构性机会。逻辑主线有两条：一是随着疫情的进一步受控，以及疫苗可能加速推出，经济恢复增长的确定性越来越高，货币、财政刺激进一步加码的概率更小，政策主基调从“稳货币”向“宽信用”转变；二是“紧信用”背景下，资产估值的提升变得更加困难，盈利回升带动的分子端改善以及部分行业的估值修复存在机会。

- **4 季度全球经济出现上行风险的概率不高。**展望 4 季度，经济出现超预期上行的概率并不高。尽管疫苗可能早于预期出现，但一些限制条件的取消仍将是渐进的过程；同时，中低端收入群体的资产负债表的修复需要的时间也相对较长，这对消费、出口和制造业投资都形成约束；而且，全球刺激政策尽管短期不会退出，但也未见加码，需求端改善不会加速。这也就意味着，流动性仍可能维持相对稳定的格局。

- **4 季度影响资产价格的核心驱动因子是流动性的边际变化。**如果经济上行风险不高，那么影响资产价格的重要因子转向流动性。一方面，市场对增长和盈利的定价已经相对来说比较充分，因此，尽管经济是边际改善的，但对市场的影响可能不大；另一方面，市场对流动性的预期相对偏紧，那么整体估值仍存在进一步的下行风险。**那么，4 季度的一个重要问题将是：流动性会如市场预期这样的进一步收紧吗？我们认为，流动性难以边际收紧，反而出现边际宽松的概率在上升。**

- **4 季度流动性边际改善的概率在上升。**首先，进一步收紧的必要性下降。前期收紧的主要原因在于防止资金套利、推高资产泡沫、以及非常规刺激政策的退出。这些问题目前都已经基本解决，那么进一步收紧的必要性下降。第二，经济增长的结构存在隐患。从 8 月数据来看，消费和制造业投资大幅回升，经济结构明显改善；但进一步拆分后发现，带动社零回升的主要是汽车销售，带动制造业投资的主要是医药和计算机制造业，这两者的持续性都需要进一步观察。反倒是，可选消费的回升力度依然疲软，部分居民资产负债表损伤带来的负面影响有所显现。第三，4 季度仍存在较多的风险事件。一是资本市场风险偏好下降，需要流动性的支持；二是中美摩擦在美国总统大选期间可能再度升温；三是疫情仍存在反复的可能。

- **展望 4 季度，我们认为，美股下行风险加大，A 股回调后仍有冲高概率，中债收益率上行空间不大，美元指数小幅反弹，人民币汇率相对稳定，工业品价格转向震荡。**

风险提示：中美之间出现更大的冲突对抗导致全球需求再度出现回落；货币和财政政策的宽松力度不及预期；疫情再度出现超预期的加重。

边泉水 分析师 SAC 执业编号：S1130516060001
bianquanshui@gjzq.com.cn

段小乐 分析师 SAC 执业编号：S1130518030001
(8621)61038260
duanxiaole@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：中国深圳福田区深南大道 4001 号时代金融中心 7GH