总量研究中心

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）。

A 股回调幅度可能有多大？

- **上周 A 股和美股都出现一定幅度的回调。**上周，风险资产整体回落，避险资产价格小幅上涨。其中，美股进一步向下调整，A 股也出现一定幅度的回调；原油、基本金属也出现一定的回落，黑色系呈现震荡格局，玉米等农产品表现较强；中国国债和美国国债收益率小幅下行；美元指数进一步上涨，人民币汇率小幅升值。“股债跷跷板”效应再现，但这次是“股跌债涨”，会持续吗？
- **A 股和美股的相关性有所下降，但市场回调的结构表现类似。**从市场表现来看，美股通过市场情绪、汇率等渠道对 A 股的影响正在弱化。上周尽管整体上美股和 A 股都出现回调，但两者的节奏并不太一样（上周三美股大幅反弹，A 股高开低走；上周四美股大幅下跌，但 A 股低开高走）。但美股和 A 股回调的表现形式类似：都是“杀估值”。那么，“杀估值”的原因是流动性还是风险偏好呢？
- **“股债跷跷板”给出的答案是“风险偏好下降”导致的“股跌债涨”。**风险资产下跌，同时利率债价格上涨，一般对应流动性相对稳定、风险偏好下降。但是，风险偏好下降的主要原因可能还是在于前期市场的下跌引发的赚钱效应下降，而引发市场下跌的原因可能在于流动性边际收紧的预期。当前，流动性已经有所企稳，但市场下跌到风险偏好下降的正反馈何时能够结束？
- **A 股何时能够企稳？**需要“市场下跌→风险偏好下降→市场进一步下跌”的反馈中断。在流动性保持相对稳定的背景下，风险偏好出现企稳存在几种可能：一是货币政策明显转向，市场重新回到拉估值的路径上来；二是分子端企业盈利大超预期，拉动股价进一步上涨；三是估值回调至合理水平，配置资金再度进场；四是政策释放信号，提振资本市场风险偏好。
- **没有新的利空因素的前提下，A 股进一步回调的空间不大。**如果以上证指数为参照对象，3000 点以下对应疫情、中美摩擦和企业盈利最差的情形。如果不再出现多重利空因素叠加的情形（换句话说，如果没有比 6 月份更差的基本面），那么上证跌破 3000-3100 点区间的概率并不高。但由于流动性大幅宽松的概率也不高，单靠分子端企业盈利拉动的上涨，可能意味着市场机会更多体现在结构上。一个相对积极一点的信号是，8 月份的金融数据意味着整体信用还在扩张。
- **展望后市，我们认为，短期来看（1-2 周的时间框架），美股转向震荡，A 股弱势震荡概率较大，中债收益率区间震荡，美元指数逐渐回升，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