黄金短期关注波动性，股强债弱效应或持续
——资本市场月报（2020 年 8 月）

■ **8 月海外市场回顾：**受益于美国多项宏观数据超预期，以及疫情的小幅缓和，海外市场呈现出明显的风偏上移的特征。全球主要权益市场基本维持上涨，而传统避险资产则出现了修正。外汇方面，受益于弱美元叠加中美第一阶段经贸协议的进一步落实，人民币汇率在 8 月维持升值趋势并一举突破了 6.90 的关口位。

■ **9 月海外市场前瞻：美债：中枢上抬。**我们认为未来美债长端利率会以小幅震荡上行为主，但总体反弹幅度不会太大。**汇率：美元空头已极度拥挤。**弱美元的趋势并未逆转，但部分边际影响因素正在发生变化，我们不排除其出现阶段性反弹的可能。**黄金：短期关注波动性。**“名义利率上行速率慢于通胀”的组合将会继续，黄金的趋势性牛市也仍将延续。但短期来说，黄金的定价面临着美元利率波动的不确定性。

■ **8 月债市回顾：**债券利率震荡向上，影响本月行情的关键变量在于资金面。8 月中上旬，债市处于窄幅震荡的状态，未出现明显趋势。下旬，资金面偏紧，银行间货币利率中枢持续上移，推动债券利率上行。

■ **9 月债市前瞻：**存单利率向上，9 月可能会出现阶段性高点，可择机增配。利率债方面，结合基本面、资金面和债券供需等因素，9 月份国债/国开债利率仍面临向上的压力，不过 10 月或有所缓和，可考虑把握交易机会。

■ **8 月以来 A 股涨跌不一，**其中创业板表现最为疲弱，风险偏好较低的板块表现较强。

■ **9 月股市前瞻：**随着市场逐步反映外围影响，我国企业盈利持续改善，预计未来基本面将延续向好态势，为股市积极表现形成一定程度支撑，但也需注意当前较高估值水平下的股价大幅波动风险。

■ **创业板注册制之后，中短期内或见高波动、高换手行情。**对于投资者而言，这既意味着未来更大幅度的上涨机会，也意味着投资者面临更大的股价调整风险。因此，投资者需要在投资方法、标的选择、仓位控制、风险管理等专业投资能力上有更高的提升。

■ **风险提示：**疫情超预期升级风险；中美博弈升级风险；外围市场大幅调整风险。

刘东亮
资本市场研究所所长
☎：0755-82956697
✉：liudongliang@cmbchina.com

陈峤
资本市场研究员
☎：0755-88259976
✉：chenqiao426@cmbchina.com

柏禹含
资本市场研究员
☎：0755-83132042
✉：baiyuhan@cmbchina.com

朱肖炜
资本市场研究员
☎：0755-83169193
✉：alphonsezhu@cmbchina.com

目录

一、海外市场 1
（一）海外资产回顾 1
（二）海外投资重点 1
（三）海外资产展望 2
二、债券市场 5
（一）8 月回顾和 9 月展望 5
1. 8 月回顾：债券利率震荡向上 5
2. 9 月展望：债市压力难以缓解，交易机会或隐现 5
（二）债券发行情况追踪 6
三、股票市场 8
（一）行情回顾 8
（二）股市流动性追踪 10
1. 资金需求端 10
2. 资金供给端 11
（三）股市点评 13

图目录

图 1：美国失业率连续 3 月下降 2
图 2：隐含通胀预期不断上移 2
图 3：美元的空头交易已极度拥挤 3
图 4：欧洲疫情开始出现二次反弹 3
图 5：7 月贸易顺差再度扩大 4
图 6：外汇储备环比多增 4
图 7：实际利率 vs 黄金 4
图 8：黄金期货净多头持仓下移 4
图 9：8 月 10 年国债、国开债利率震荡向上 5
图 10：8 月 10-1Y 国债、国开债利差震荡向下 5
图 11：8 月国债净融资小幅回落 6
图 12：8 月政策性金融债净融资环比少增 6
图 13：8 月地方债净融资环比大幅多增 6
图 14：8 月同业存单净融资环比少增 6
图 15：8 月信用债净融资环比多增 7
图 16：本月各大指数表现 8
图 17：本月 A 股涨跌幅分布区间 8
图 18：本月各行业涨跌幅情况 8
图 19：A 股净利润同比增速预测 9
图 20：本月各板块估值走势 9
图 21：各大指数估值曲线 9
图 22：IPO 家数与募集金额 10
图 23：增发及配股家数与募集资金额 10
图 24：本月重要股东增减持行业情况 11
图 25：新成立股票、偏股型公募基金规模情况 11
图 26：本月两融情况 12
图 27：本月两融交易额占 A 股成交额情况 12
图 28：本月北上资金变化情况 12

表目录

表 1：大类资产表现回顾（截至 2020 年 8 月 28 日） 1

一、海外市场

（一）海外资产回顾

受益于美国多项宏观数据超预期，以及疫情的小幅缓和，海外市场呈现出明显的风偏上移的特征。全球主要权益市场基本维持上涨，而传统避险资产则出现了修正，其中美债 10 年期利率上行近 20 个 BP，黄金则在月中出现了近 6%的调整回落。外汇方面，美元虽仍偏弱势，但在美欧疫情剪刀差缩小、美国经济状况好于预期的推动下，其下跌动能正在减弱。对于人民币来说，受益于弱美元叠加中美第一阶段经贸协议的进一步落实，人民币汇率在 8 月维持升值趋势并一举突破了 6.90 的关口位。

表 1：大类资产表现回顾（截至 2020 年 8 月 28 日）

大类资产	名称	本月以来（%）	本季以来（%）	今年以来（%）
权益	MSCI发达市场	6.25%	9.75%	2.92%
	MSCI新兴市场	3.80%	11.70%	4.45%
	道琼斯工业平均指数	3.42%	11.01%	0.40%
	标准普尔500指数	7.24%	13.15%	8.58%
	纳斯达克综合指数	8.84%	16.27%	30.35%
	上证综合指数	2.83%	14.04%	11.60%
	伦敦金融时报100指数	1.12%	-3.34%	-20.93%
	巴黎CAC40指数	4.58%	1.36%	-16.31%
	法兰克福DAX指数	5.85%	5.87%	-1.63%
	东京日经225指数	5.40%	2.67%	-3.27%
	恒生指数	3.36%	4.07%	-9.82%
	圣保罗IBOVESPA指数	0.75%	7.46%	-11.68%
大类资产	名称	本月以来（BP）	本季以来（BP）	今年以来（BP）
利率	美国10Y	19	8	-118
	中国10Y	10	24	-7
	英国10Y	21	17	-51
	法国10Y	9	1	-24
	德国10Y	10	3	-28
	日本10Y	3	1	7
大类资产	名称	本月以来（%）	本季以来（%）	今年以来（%）
贵金属	黄金	-0.53%	10.33%	29.48%
	白银	-2.18%	31.94%	30.48%
大类资产	名称	本月以来（%）	本季以来（%）	今年以来（%）
汇率	美元	1.28%	-5.24%	-4.32%
	人民币	1.67%	3.05%	1.48%
	日元	0.42%	2.44%	3.13%
	英镑	2.04%	7.67%	0.67%
	欧元	1.10%	5.99%	6.14%

资料来源：Wind、招商银行研究院

（二）海外投资重点

1） 美联储货币政策新框架

8 月 27 日，美联储对其货币政策执行框架进行了修订。在通胀目标方面，美联储将“对称”（symmetric）通胀目标修订为“平均”（average）通胀目标。在此框架下，美联储将把过往的通胀水平纳入考量，而非仅仅考虑当前的通胀水平及预期。这意味着未来美联储将在一定时间内允许通胀运行在 2%上方，以“补偿”过往持续低迷的通胀。

美联储此次对货币政策框架的调整，意味着其货币政策的宽松立场将延续更长时间：即便美国通胀受宽松政策影响超预期走高，美联储也无需立即收紧货币政策。

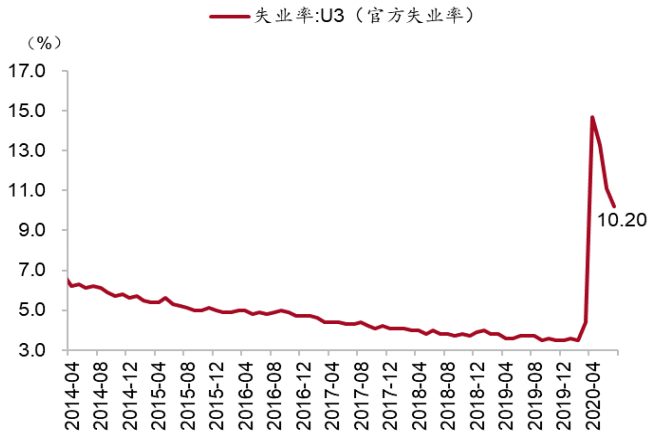
美联储此次对于货币政策框架的评估预计将对部分资产的交易逻辑产生深远影响。短期来说，资产定价面临美元利率波动的不确定性，近期需要注意黄金和外汇市场的波动风险。**长期而言，我们认为“平均通胀目标制”（average inflation targeting）的提出将强化黄金上涨的交易逻辑，同时对美元产生不利影响。**

（三）海外资产展望

1） 美债：中枢上抬

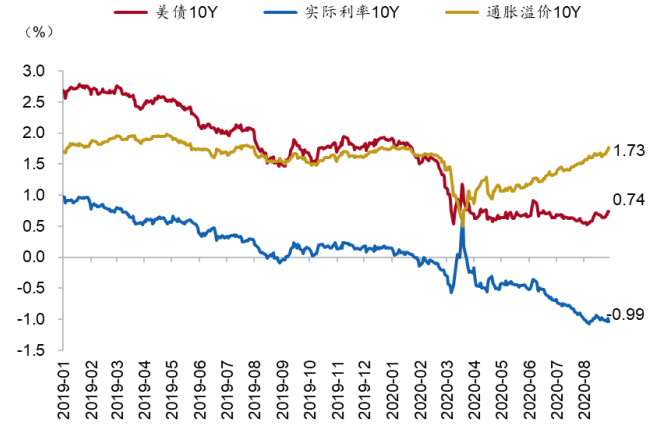
美国疫情小幅缓和，叠加经济弱复苏和通胀预期改善并线发展，美债收益率出现抬升。此外，美联储 7 月会议纪要中暗示短期实施 YCC（收益率曲线控制）的概率不大，美债名义利率“天花板”效应减弱，这也构成了利率中枢上抬的原因之一。

图 1：美国失业率连续 3 月下降



资料来源：Wind、招商银行研究院

图 2：隐含通胀预期不断上移



资料来源：Wind、招商银行研究院

展望未来，在“后危机时期”，美债利率的核心矛盾正在向如何降低政府还债压力转移，尽管经济弱复苏以及通胀的改善会带来利率方向性的上行，但预计美联储会不断通过政策的手段进行压制，不论是量化宽松（QE）、还是平均通胀目标制，实际上均是为美联储实行更长时间的低利率而服务的。**因此，我们认为未来美债长端利率会以小幅震荡上行为主，总体反弹幅度不会太大。**

2） 汇率：美元空头已极度拥挤

虽然我们认为美元的趋势性下行仍未结束，但在短期的节奏上，美元正逐渐展现出一些边际上的优势。

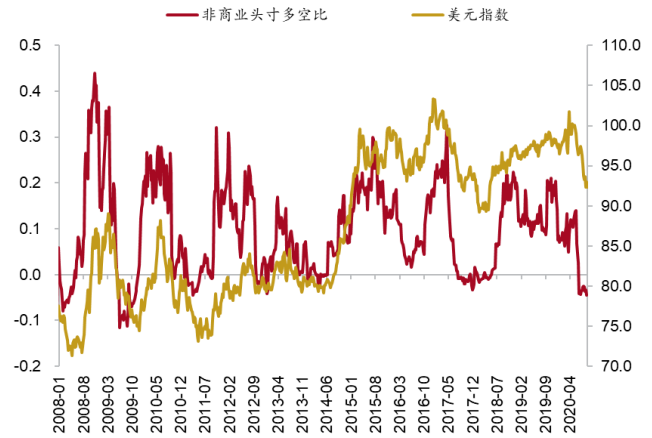
首先，目前美元的非商业头寸多空比已经到达了历史上负极值位，表明美元的空头交易已经极度拥挤，任何的利好逻辑都可能让美元空头在目前的点位止盈离场，美元也有望酝酿反弹。

其次，7 月美联储会议纪要显示市场预期的收益率曲线控制政策落空，同时美联储对未来通胀容忍度提高，美债利率短期内或趋于上行，这也将对美元构成一定利好。

最后，美国疫情小幅缓和，但欧洲部分国家疫情则延续反弹，美欧疫情剪刀差的缩窄可能会对欧元构成利空，反过来则将对美元产生支撑。

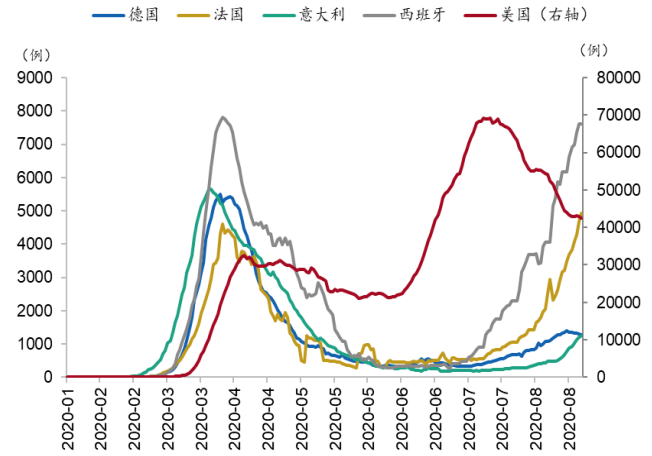
综合来说，我们认为弱美元的趋势并未逆转，但部分边际影响因素正在发生变化，我们不排除其出现阶段性反弹的可能。

图 3：美元的空头交易已极度拥挤



资料来源：Wind、招商银行研究院

图 4：欧洲疫情开始出现二次反弹



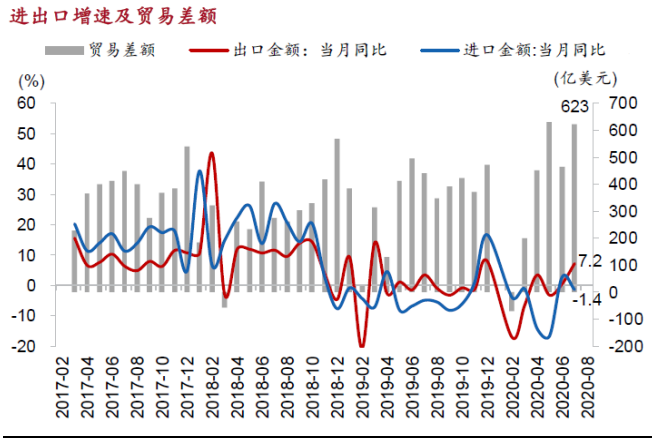
资料来源：Wind、招商银行研究院

对于人民币来说，“美元锚”的走弱叠加中美第一阶段经贸协议的进一步落实，推动了人民币汇率维持单边补涨行情，并一举突破了 6.90 的重要关口。

趋势上来看，由于我国和海外疫情防控形势的差异，出口韧性不断超出市场预期，7 月贸易顺差再度扩大。同时，外汇储备已连续 4 个月环比多增，这表明国际收支在基本面上的强势支撑着人民币汇率稳中有升的格局。此外，考虑到美国将于未来很长一段时间内维持低利率政策，而我国货币政策则更为克制，中美息差维持高位，这有望进一步吸引资金流入中国资本市场，人民币汇率的趋势性升值格局有望延续。

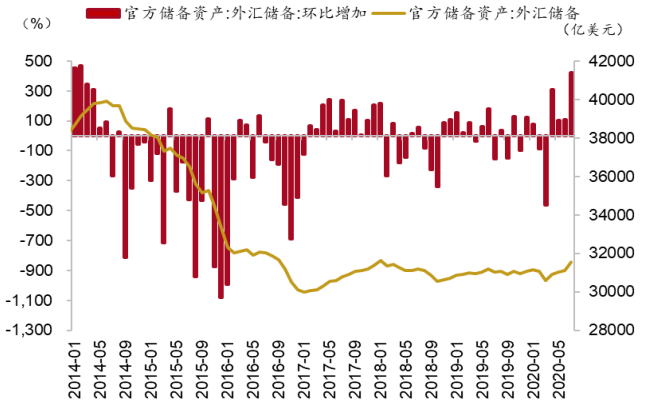
短期来说，需要留意的风险一方面是美元指数的低位反弹可能，另一方面则是在逆全球化格局下，中美关系不确定性对汇市的扰动。

图 5：7 月贸易顺差再度扩大



资料来源：Wind、招商银行研究院

图 6：外汇储备环比多增



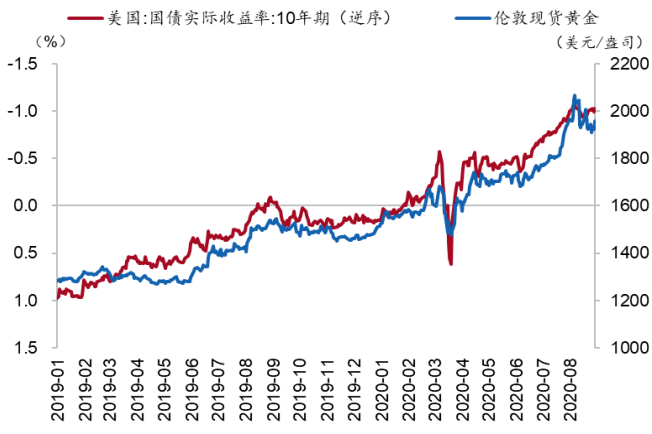
资料来源：Wind、招商银行研究院

3） 贵金属：短期关注波动性

自美国公布的 7 月非农就业数据超预期增加后，美债实际利率遭到修正，金价则出现下跌。此外，黄金在经历前期急涨后，在技术上严重超买，多头交易也已经相对拥挤，本身存在回调需求。

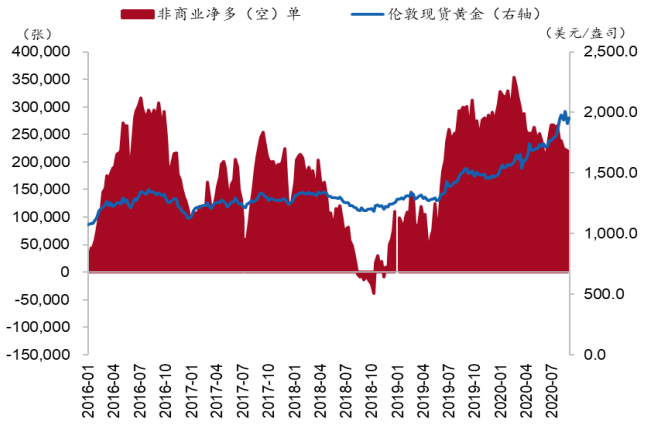
展望未来，我们认为美联储提出的“平均通胀目标制”（average inflation targeting）将强化黄金上涨的交易逻辑。在 1-2 年的时间维度内，“名义利率上行速率慢于通胀”的组合将会继续，**黄金的趋势性牛市也仍将延续**。但短期来说，黄金的定价面临着美元利率波动的不确定性，在美联储提高对于通胀容忍度的背景下，预计美债长端利率会因率先定价通胀而出现反弹。若长端利率持续、甚至是超额定价通胀的上行预期，实际利率会在短期内出现伴随式上移，这将对黄金构成利空，因此短期需要关注黄金的波动风险。

图 7：实际利率 vs 黄金



资料来源：Wind、招商银行研究院

图 8：黄金期货净多头持仓下移



资料来源：Wind、招商银行研究院

二、债券市场

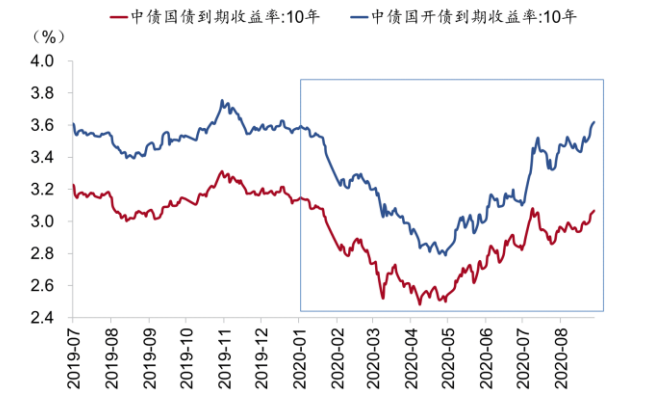
（一）8 月回顾和 9 月展望

1. 8 月回顾：债券利率震荡向上

8 月债券利率震荡向上，影响本月行情的关键变量在于资金面。8 月中上旬，债市处于窄幅震荡的状态，10 年国债在 2.9-3.0%之间来回震荡，未出现明显趋势。下旬，资金面偏紧，银行间货币利率中枢持续上移，推动债券利率上。资金面偏紧主要来自于政府债券缴款增多，8 月国债、地方债净发行量破万亿。其中，短债利率上行幅度更大，期限利差压缩，收益率曲线形态平坦化。

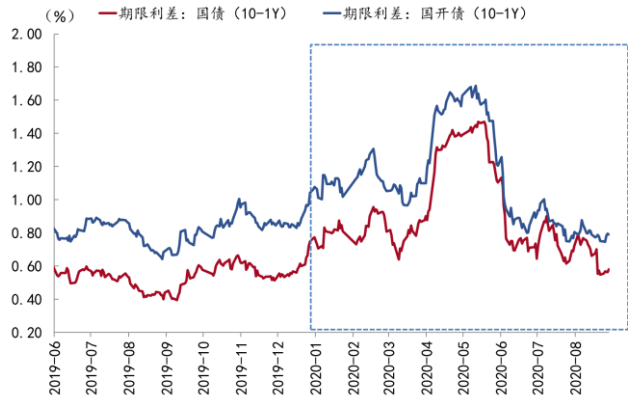
截止至 28 日，较上月最后一个交易日，10 年期国债利率上行 10bp 至 3.07%，10 年期国开债利率上行 14bp 至 3.62%；10-1 年国债利差压缩 14bp 至 58bp，10-1 年国开债利差压缩 1bp 至 79bp。

图 9：8 月 10 年国债、国开债利率震荡向上



资料来源：Wind、招商银行研究院

图 10：8 月 10-1Y 国债、国开债利差震荡向下



资料来源：Wind、招商银行研究院

2. 9 月展望：债市压力难以缓解，交易机会或隐现

利率方面，此前我们认为 8 月在震荡中存在压力，上调 10 年国债利率震荡中枢至 3.0%附近，9 月基本维持 10 年国债利率中枢的判断，大致在 3.0-3.05%附近。

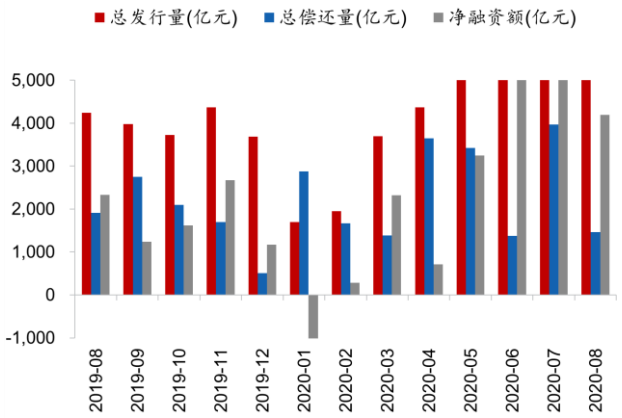
在上月的月报中，我们判断货币利率处在合意区间内，大概率继续在政策利率附近波动。但短期的扰动仍然存在，货币市场利率更多波动在政策利率上方。对于 9 月，流动性仍会整体偏紧，不过考虑到央行会维持货币利率在政策利率附近波动，可不必过度悲观。伴随着 9 月流动性需求增多，央行投放也会增加，但整体货币利率仍会易上难下，对债券利率仍然会产生压力。

在资产配置上，考虑到存单利率向上，货基、债基、理财可择高点增配，9 月可能会出现阶段性高点。利率债方面，结合基本面、资金面和债券供需等因素，9 月份国债/国开债利率仍面临向上的压力，不过 10 月或有所缓和，可考虑把握交易机会。

（二）债券发行情况追踪

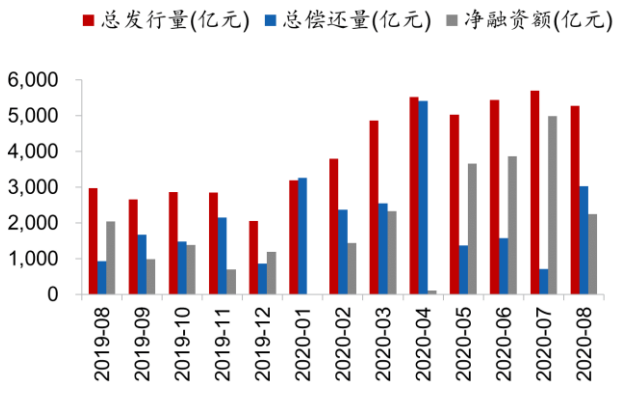
8 月国债共发行 5,659 亿，偿还量为 1,464 亿，净融资为 4,195 亿，环比少增 840 亿。政策性银行债共发行 5,268 亿，偿还量为 3,030 亿，净融资为 2,238 亿，环比多增约 2,676 亿；地方债发行规模为 11,997 亿，偿还规模为 2,573 亿，净融资 9,425 亿，环比多增 9,418 亿；同业存单发行规模总计 19,731 亿，总偿还量 16,585 亿，净融资 3,119 亿，环比少增 2,748 亿。展望 9 月，国债、地方债净发行量有可能继续高增。

图 11：8 月国债净融资小幅回落



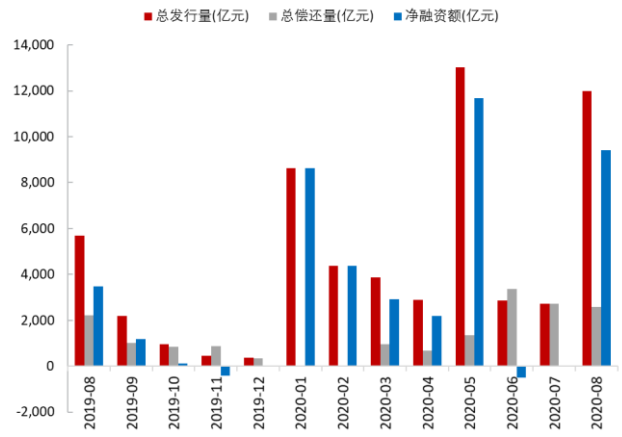
资料来源：Wind、招商银行研究院

图 12：8 月政策性金融债净融资环比少增



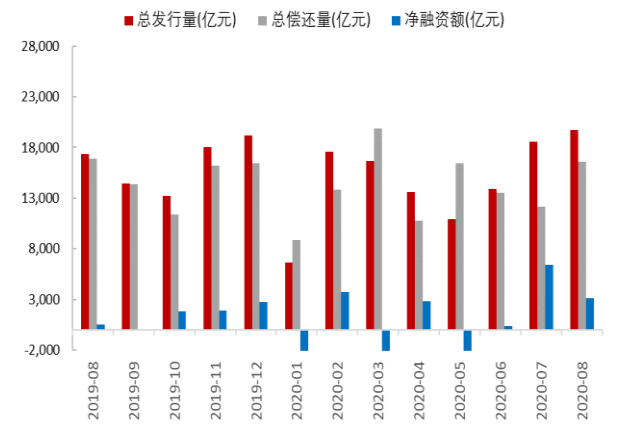
资料来源：Wind、招商银行研究院

图 13：8 月地方债净融资环比大幅多增



资料来源：Wind、招商银行研究院

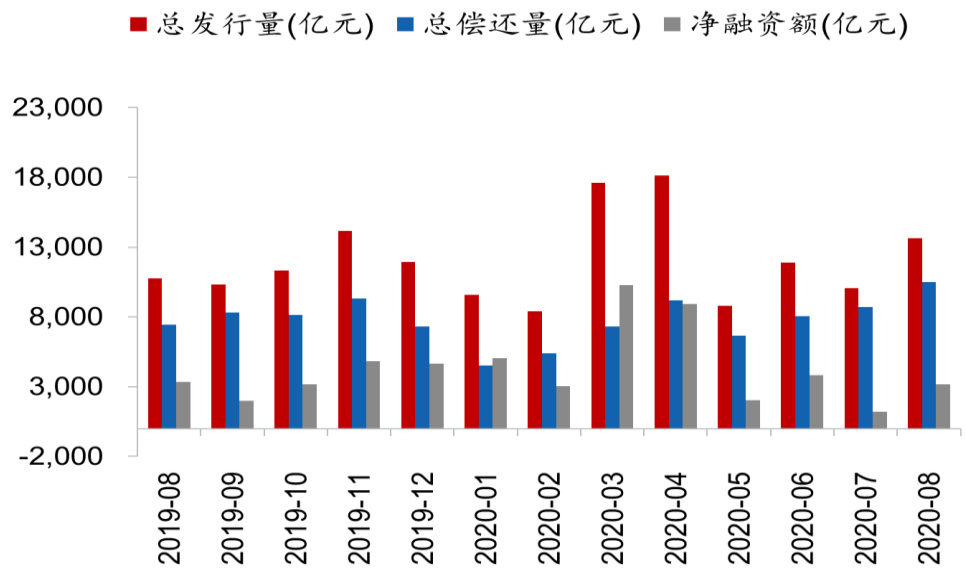
图 14：8 月同业存单净融资环比少增



资料来源：Wind、招商银行研究院

8 月信用债净融资额上升。本月信用债发行规模为 13,656 亿，总偿还量为 10,486 亿，净融资 3,169 亿，环比多增 1,944 亿。具体到主要品种，本月短融发行 4,843 亿，环比多增 1,500 亿；企业债发行 400 亿，环比多增 221 亿；公司债发行 2,971 亿元，环比多增约 500 亿；中票发行 2,392 亿，环比多增约 1,000 亿；城投债发行 2,847 亿，环比多增约 50 亿。

图 15：8 月信用债净融资环比多增



资料来源：Wind、招商银行研究院

三、股票市场

（一）行情回顾

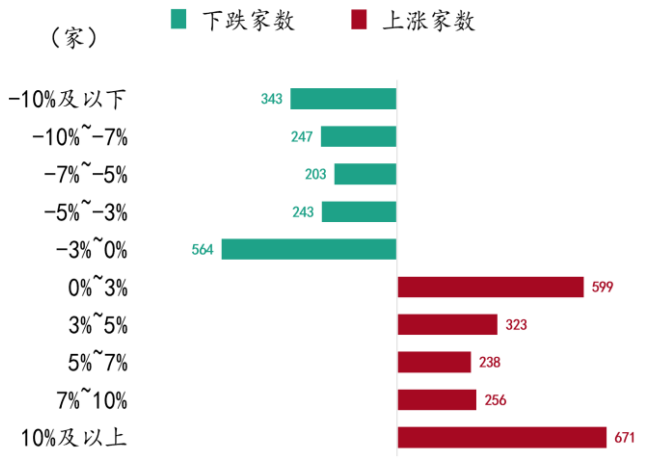
从指数走势看，8 月以来 A 股表现震荡。截止 8 月 28 日，A 股各板块涨跌不一，创业板表现最为疲弱。

图 16：本月各大指数表现

指数	最新收盘价（2020/8/28）	本月以来(%)	近一年以来(%)	2018年以来走势	成交额占比全A变化（%）	最新PE(TTM)
中证红利	4635.48	3.73	9.32		-0.43	7.41
上证50	3368.44	3.67	17.49		-1.05	11.58
沪深300	4844.27	3.18	27.39		-2.59	14.65
中证500	6691.21	1.70	35.77		-1.07	34.07
中小板指	9269.86	2.00	56.68		-2.86	37.82
创业板指	2757.84	-1.34	69.69		9.93	68.26
恒生指数	25422.06	3.36	-0.76		N/A	11.63
日经225	22882.65	5.40	11.73			37.63
标普500	3484.55	6.52	20.66			34.31
道琼斯工业	28492.27	7.81	9.43			28.14
纳斯达克	11625.34	8.19	47.96			66.05
富时100	5999.99	1.73	-15.67			90.54
德国DAX	13096.36	6.36	11.92			41.15
法国CAC40	5015.97	4.86	-6.57			44.70

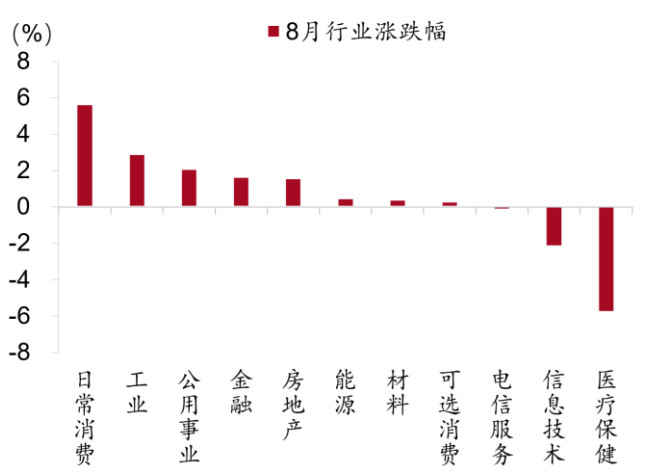
资料来源：Wind、招商银行研究院

图 17：本月 A 股涨跌幅分布区间



资料来源：Wind、招商银行研究院

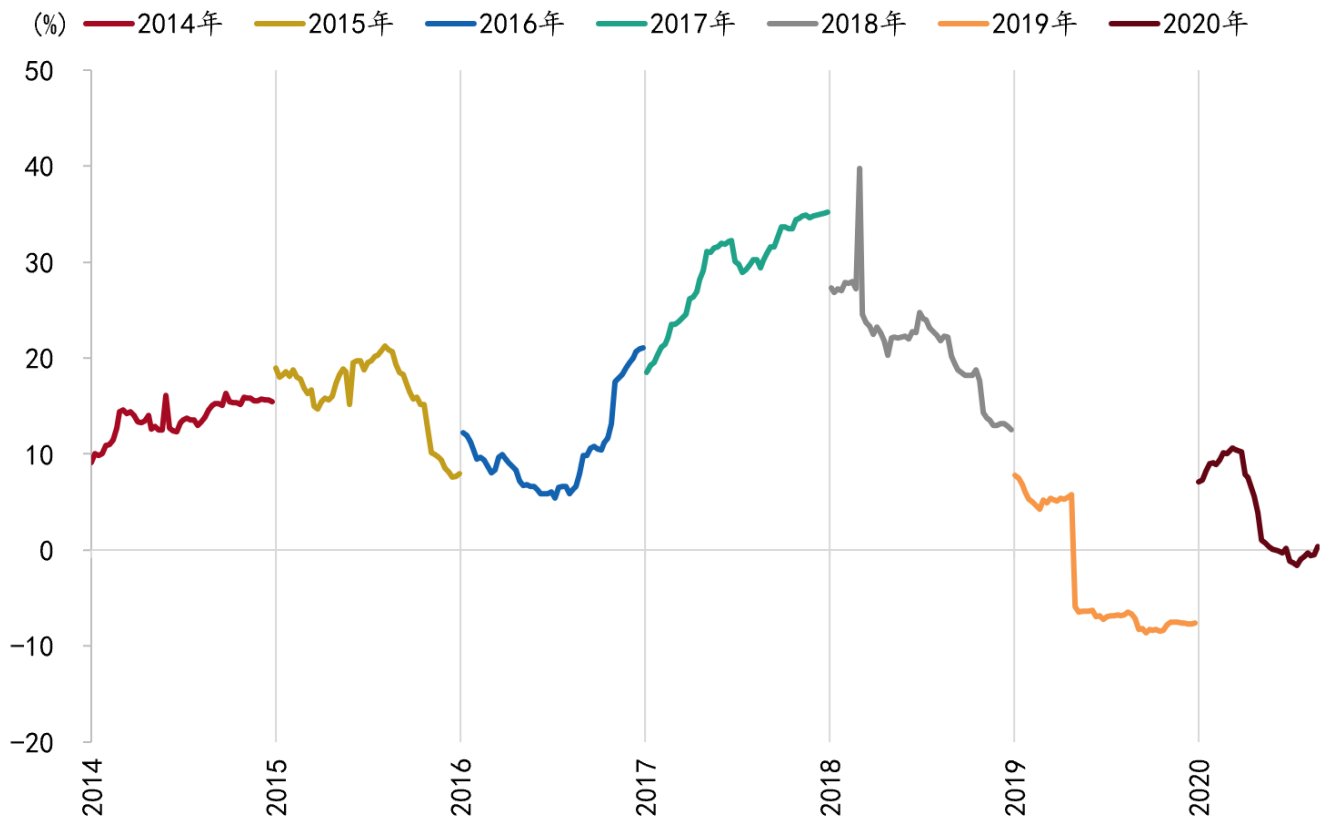
图 18：本月各行业涨跌幅情况



资料来源：Wind、招商银行研究院

从市场对 A 股净利润同比增速预测情况来看，8 月预测较上月水平小幅提升，反映市场对盈利表现预期向好。

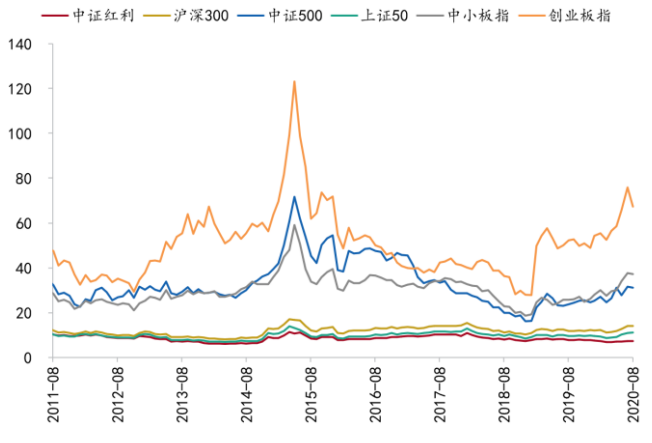
图 19：A 股净利润同比增速预测



资料来源：Wind、招商银行研究院

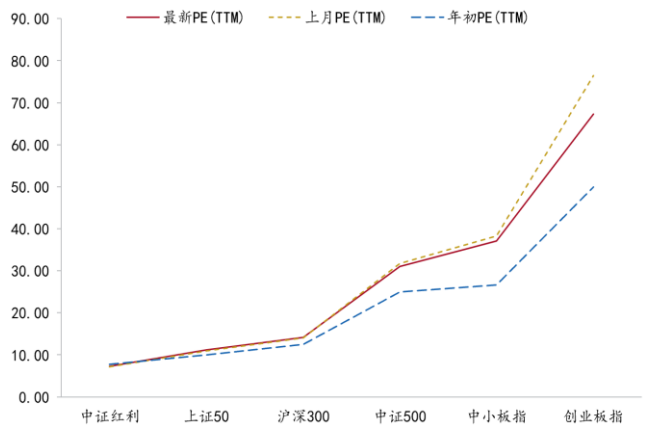
从股市估值上看，8 月以来各板块估值阶段性调整，其中创业板调整幅度显著。估值曲线上看，本月曲线变得平坦化。

图 20：本月各板块估值走势



资料来源：Wind、招商银行研究院

图 21：各大指数估值曲线



资料来源：Wind、招商银行研究院

（二）股市流动性追踪

1. 资金需求端

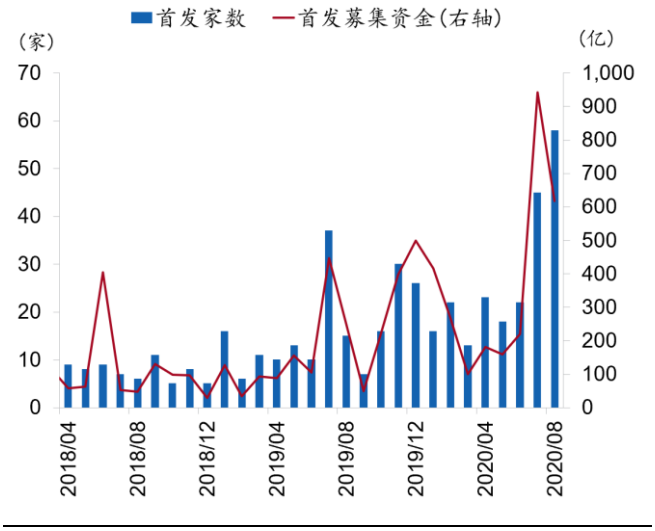
（1）一级市场融资情况

截止 8 月末，本月有 58 家新股上市，募集金额 619 亿元，较上期增加 13 家，募集金额减少 324 亿元。

（2）增发与配股情况

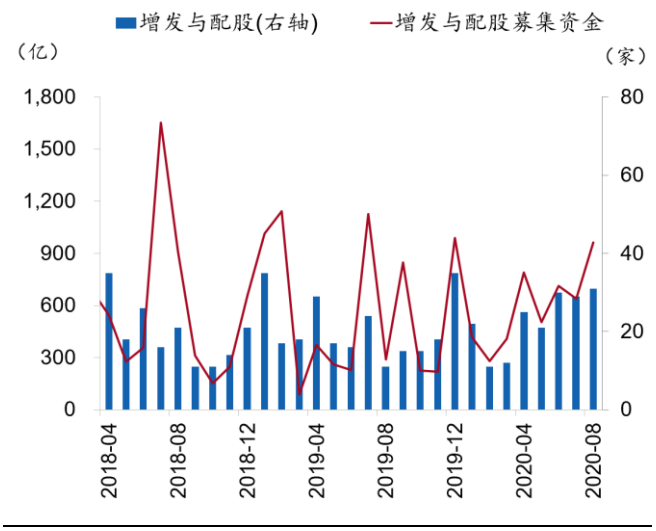
截止 8 月末，本月增发与配股家数合计 31 家，较上月增加 2 家；募集资金合计 962 亿元，较上月增加 322 亿元。

图 22：IPO 家数与募集金额



资料来源：Wind、招商银行研究院

图 23：增发及配股家数与募集资金额

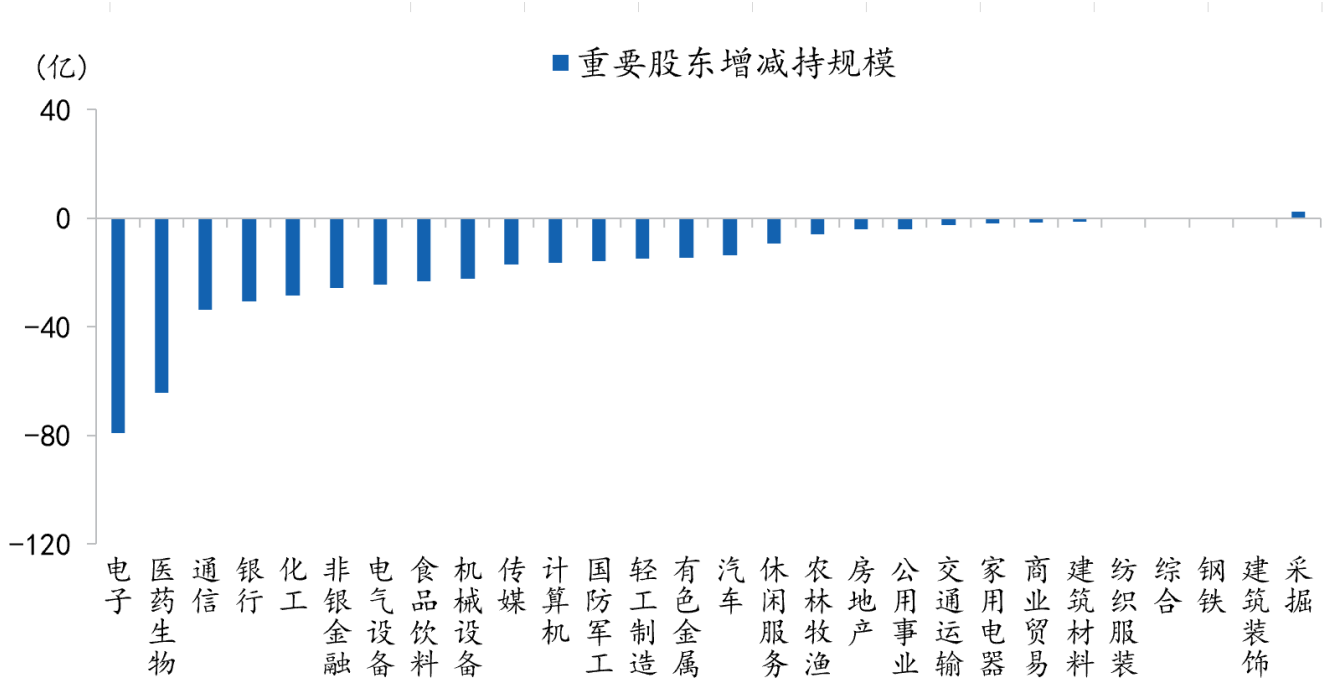


资料来源：Wind、招商银行研究院

（3）重要股东增减持情况

8 月重要股东二级市场净减持 452 亿元，其中减持前三行业分别为电子（79 亿元）、医药生物(64 亿元)、通信（33 亿元）；增持的行业为采掘（25 亿元）、建筑装饰（2 亿元）。

图 24：本月重要股东增减持行业情况



资料来源：Wind、招商银行研究院

2. 资金供给端

（1）新成立基金情况

截止 8 月末，新成立股票、偏股型公募基金规模 1318 亿，较上月减少 1300 亿。

图 25：新成立股票、偏股型公募基金规模情况

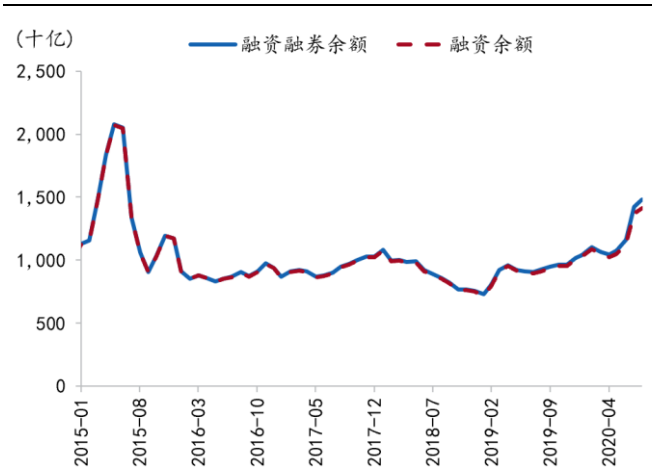


资料来源：Wind、招商银行研究院

（2）融资融券情况

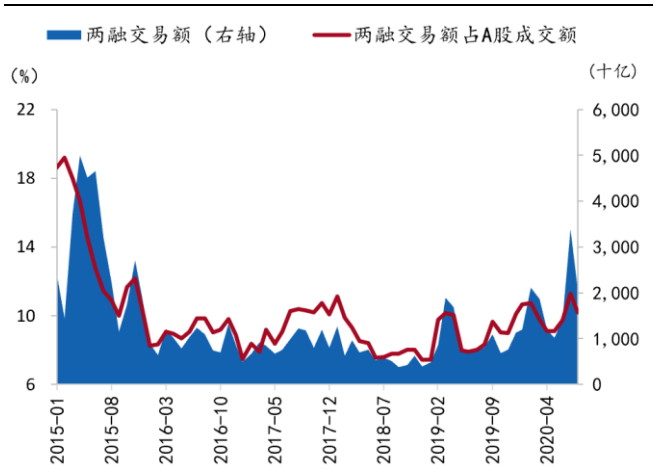
8 月融资融券余额 14816 亿元，较上月增加 0.5 亿元。两融交易额占 A 股成交额 10.21%，环比上月下降 1.06pct。

图 26：本月两融情况



资料来源：Wind、招商银行研究院

图 27：本月两融交易额占 A 股成交额情况

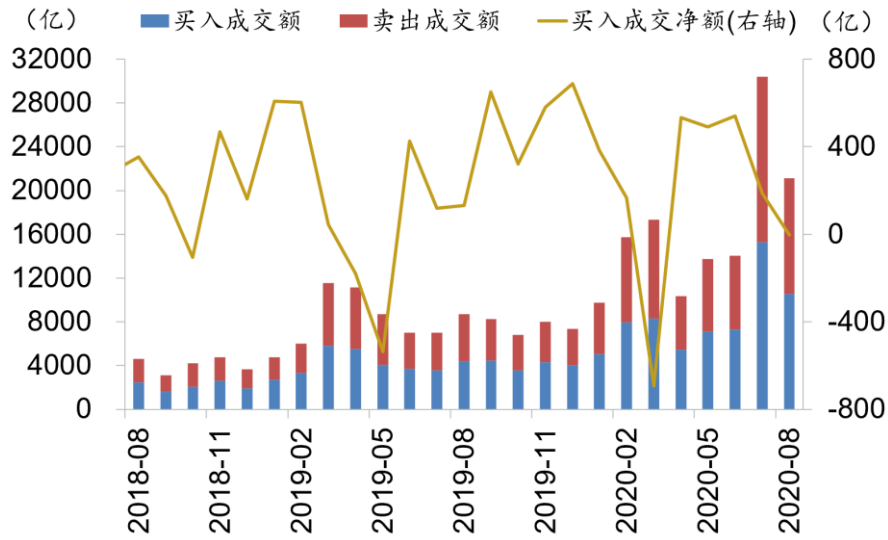


资料来源：Wind、招商银行研究院

（3）陆股通资金情况

8 月当月陆股通净卖出 5 亿元，较上月减少 191 亿元。具体来看，沪股通净卖出 15 亿元，较上月减少 66 亿元；深股通净买入 10 亿元，较上月减少 125 亿元。

图 28：本月北上资金变化情况



资料来源：Wind、招商银行研究院

（三）股市点评

展望未来，随着市场逐步反映外围影响，我国企业盈利持续改善，预计未来基本面将延续向好态势，为股市积极表现形成一定程度支撑，但也需注意当前较高估值水平下的股价大幅波动风险。

此外，值得关注的是本月创业板注册制正式开启，同时，创业板及其相关基金的涨跌幅限制调整为20%。我们认为注册制的开启预计对指数趋势的影响不大，更多将体现在行业结构、交易特征等层面上。前期市场对注册制的政策框架、落地时间等方面的信息已经进行消化，因此难言注册制的开启就意味着创业板指数级牛市的开启。展望未来，注册制下的创业板将具备比科创板更广的行业包容性、与科创板相似的交易制度，因此注册制对创业板的影响更多将体现在上述方面。

注册制后，中短期内或见到创业板较高换手、较大波动的行情。对于投资者而言，这既意味着未来更大幅度的上涨机会，也意味着投资者面临更大的股价调整风险。因此，投资者需要在投资方法、标的选择、仓位控制、风险管理等专业投资能力上有更高的提升。

更多机遇与风险并存的市场环境下，具有更强主动管理能力的机构投资者将脱颖而出。参考科创板机构投资者经验，2019 年初至今年 8 月中下旬，科创板公募基金已发行 63 只，合计规模近 500 亿元。回顾科创板公募基金上市以来的净值表现，不难发现大多数都实现了较为可观的收益，并且半数以上的科创板公募基金表现优于科创 50 指数。虽然有 10 只公募业绩表现为负年化收益，但考虑到该 10 只公募均为今年 7-8 月发行，因此过短时间内的表现尚不能反映真实全面的业绩。总体而言，科创板公募基金表现相对优异，创业板注册制后，则可关注创业板相关基金的表现及投资机会。

风险提示：疫情超预期升级风险；中美博弈升级风险；外围市场大幅调整风险。

免责声明

本报告仅供招商银行股份有限公司（以下简称“本公司”）及其关联机构的特定客户和其他专业人士使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本公司可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经招商银行书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“招商银行研究院”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

未经招商银行事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

招商银行版权所有，保留一切权利。

招商银行研究院

地址 深圳市福田区深南大道 7088 号招商银行大厦 16F（518040）

电话 0755-83195702

邮箱 zsyhyjy@cmbchina.com

传真 0755-83195085

更多资讯请关注招商银行研究微信公众号
或一事通信息总汇