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）。

下阶段资产价格的核心驱动因子会是什么？

- **国内的经济数据基本符合预期，不是短期资产价格变化的核心驱动因子。**上周陆续公布了 7 月的通胀、金融和经济数据，总体符合市场预期，资产价格对这些数据的反应也相对温和。后续来看，经济增长逐步复苏、整体政策趋于稳定的概率偏高；短期来看，中国的经济增长数据可能不是资产价格的核心驱动因子。
- **中美关系短期影响风险偏好，对中长期资产价格的影响依然有限。**尽管中美短期在技术领域、传媒领域和外交方面都出现一些对抗升级的迹象，但从市场反应来看，对资产价格的影响依然趋于收敛。原因可能包括：一是市场对中美对抗成份上升的长期性有所预期；二是中美对话沟通机制依然顺畅；三是中美互相制裁的影响有限。因此，短期中美摩擦加剧虽然对风险偏好形成一定负面影响，但难以改变资产价格运行的中期方向。
- **经济从疫情中的恢复进程与刺激政策退出的节奏，将对后续资产价格产生较大影响。**目前来看，尽管全球新增确诊病例人数仍在创新高，但疫情正在变得可控是比较确定的方向，那么经济逐步重启（在明年的某个阶段完全恢复）的概率比较确定。随着经济的恢复，为了应对疫情而推出的一些非常规政策逐步退出也是比较确定的。那么，刺激政策退出的速度和幅度，势必对资产价格产生较大的影响；尤其是美国相关刺激政策的退出路径、节奏和幅度，将对全球资产价格产生较大影响。
- **美元指数的短期走势，较大程度受到欧美刺激政策退出节奏的影响。**上周我们的周报中提到，短期美元指数可能见到低点；其中，一个非常重要的前提假设就是美国二次疫情爆发对经济影响最坏的时点也已经过去，美联储不会进一步加码宽松，美欧政策分化预期开始收敛。后续美联储也将逐渐开始向市场释放政策退出的路径和节奏。而且，我们认为，未来 1-2 个季度，美国经济从疫情中恢复的“加速度”可能快于欧洲。在这两个前提成立的背景下，美元指数回升的概率较高。
- **A 股平衡格局的打破，需要“盈利”与“估值”再平衡的实现。**A 股短期走势主要受到风险偏好的影响。分子端来看，企业盈利随着名义 GDP 回升逐渐改善的方向比较确定，市场也对此已经做了部分定价；分母端来看，无风险利率虽然向下空间不大，但上行空间也不大（尤其在需求和价格没有进一步回升的背景下）。后续（1-2 个季度），如果风险偏好不出现大的变化，随着分子端企业盈利的进一步改善，A 股仍有可能再度冲高；届时，货币政策的一阶拐点可能出现。
- **展望后市，我们认为，短期来看（1-2 周的时间框架），A股仍将维持震荡格局，美国实际利率见底回升概率上升，中债收益率区间震荡，美元指数见底概率较高，人民币汇率相对稳定，金银价格短期高点或已出现，工业品价格震荡回升。**

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