内循环下的结构性慢牛

分析师：杨宇
执业证书编号：S0890515060001
电话：021-20321299
邮箱：yangyu@cnhbstock.com

分析师：蔡梦苑
执业证书编号：S0890517120001
电话：021-20321005
邮箱：caimengyuan@cnhbstock.com

分析师：王震
执业证书编号：S0890517100001
电话：021-20321005
邮箱：wangzhen@cnhbstock.com

分析师：樊彬彬
执业证书编号：S0890520030001
电话：021-20321296
邮箱：fanbinbin@cnhbstock.com

分析师：张菁
执业证书编号：S0890519100001
电话：021-20321070
邮箱：zhangjing@cnhbstock.com

销售服务电话：
021-20515355

相关研究报告

◎ **投资要点：**

◆ 从海外情况来看，美国疫情重新恶化带来的经济重启暂停将会短时间内拖累全球经济的修复，不过美国的货币政策和财政政策仍保持比较积极的态势，全球的流动性继续保持非常宽裕的状态。

◆ 目前，国内面临的最大的外部不确定性因素是中美之间摩擦的加剧，尤其随着美国大选的临近，这种摩擦加剧的迹象越来越明显，成为影响当前市场情绪的重要因素。

◆ 国内经济当前仍处于稳步恢复期，工业生产已经恢复到正常水平，需求端正持续改善，不过仍存在一些结构性的问题，如小企业的恢复较慢，服务消费和制造业投资的恢复仍然比较滞后，就业问题仍有压力等。

◆ 国内政策环境来看，下半年的政策组合为：财政政策为主导，货币政策配合积极财政政策的“落地见效”。具体来看，预计下半年货币政策会保持相对中性，总量上的边际放松概率较小，信用总量边际上也会收敛；财政政策更加强调 “注重实效”，一些重大项目会尽快落地，尽快产生效果，做实经济增长。

◆ 宏观政策更多考虑中长期问题的背景下，“双循环”战略预计将成为中国经济中长期发展的主线。

◆ 居民财富配置结构的重构是今年以来股市增量资金的重要来源，目前居民资金借道资管产品进入股市的趋势仍然在延续，这将成为推动后续股市结构性上涨行情的重要力量。

◆ **A 股策略：结构性向上行情延续，平衡配置。**宏观流动性边际收紧、经济基本面修复、增量资金入市的背景下，股票市场不改中长期向上趋势，但向上的量级可能相对有限，且市场波动会加大。市场可能的风险包括：中美摩擦加剧、新发产品的节奏变化和获利资金的了结。板块配置选择上，大的逻辑是关注“内循环”框架下的投资机会，其次可以关注机构资金行业配置的再平衡带来的投资机会。

◆ **国内债券市场：难有趋势性机会，区间震荡仍是主基调。**尽管当前的收益率水平对经济基本面渐进修复、货币政策边际收紧、特别国债发行等可预见的利空因素有比较充分的反应，但是短期仍很难见到充分的利多因素带动收益率下行，10 年期国债收益率大概率仍维持在 2.9%-3.1%之间的窄幅震荡的格局。从短期交易的角度看，需持续关注中美摩擦的后续发展，央行操作对资金面的影响，以及股市波动反映的风险偏好的变化。10 年国债收益率回到 3%以上位置的时候值得参与。

◆ **美股：美股短期走势取决于二次疫情是否会愈演愈烈以及疫苗是否超预期。**若疫情筑顶趋势扎实，各州恢复复工推动进程，那么经济再次重回复苏通道预期强，价值风格将不涨，道指表现好于纳指。

◆ **风险提示：中美摩擦加剧、全球疫情二次爆发加剧**

内容目录

1. 海外宏观观察 5
1.1. 疫情：二次爆发下，多州暂停或逆转经济重启进程 5
1.2. 海外经济：短期暂时受疫情压制，中长期复苏韧性强 6
1.3. 政策环境：货币宽松长期持续，财政刺激有望本周出台 7
1.3.1. 美国货币政策：长期持续宽松路径不变 7
1.3.2. 美国财政政策：新一轮财政刺激大概率能够落地 9
2. 国内宏观观察 10
2.1. 国内经济：整体处于稳步恢复期，一些领域恢复相对滞后 10
2.2. 政策环境：总量宽松加码的概率较低，重心在于抓落实 12
3. 市场结构观察 14
3.1. 资管新规延期一年：平稳处置风险与市场价格变动 14
3.2. 机构资金权益类资产配置呈上升趋势 15
4. 市场策略展望 16
4.1. 8 月美股：震荡加大、小幅上行 16
4.1.1. 如何看待美股风格切换？ 16
4.1.2. 需注意的风险点 17
4.2. 美国债券市场：十年美债 0.6%-0.8%震荡 17
4.3. 股票策略：结构性向上行情延续，平衡配置 18
4.4. 国内债券市场：难有趋势性机会，区间震荡仍是主基调 21

图表目录

图 1：美国各州经济重启情况一览 5
图 2：疫情下，住房自有率大幅上升 6
图 3：与 08 年危机不同，NAHB 房产指数 V 型反转 6
图 4：NAR 美国待完成房屋销售指数大幅攀升 7
图 5：美国成屋新建和销售数量攀升明显（单位:千套） 7
图 6：小型企业贷款指数”V 型”反弹 7
图 7：美联储贴现窗口贷款使用量（单位：百万美元） 8
图 8 ： IOER 实际上是联邦基金利率的上沿 8
图 9：财政部发债吸收大量的超额准备金（单位:百万） 9
图 10：19 年 9 月回购市场经历了大幅波动 9
图 11：美财政部资金来源和使用对账表（单位：十亿） 9
图 12：目前市场资金利率接近政策利率中枢水平 10
图 13：PMI 数据各分项表现 11
图 14：受洪涝疫情影响建筑钢材库存在 7 月有所抬升 11
图 15：水泥价格从 8 月份开始有触底回升的迹象 11
图 16：工业原材料价格 7 月份以来持续上涨 12
图 17：房地产成交继续维持在较高位置 12
图 18：资金利率中枢水平已经继续围绕政策利率波动 12
图 19：社融增速需要重新与名义 GDP 增速相适应 12
图 20：权益类基金发行份额（亿份） 15
图 21：混合类银行理财产品发行数量占比显著提升 15
图 22 科技股回购激增 16

图 23 受年轻一代喜好的罗宾汉二季度业绩表现 16
图 24 美国国债波动率基准指数（ICE 美银 MOVE 指数）已达历史最低 17
图 25: 股票仍具有配置价值 18
图 26: 股债内部回报率在历史 50%分位数 18
图 27: 成长风格持续占优 19
图 28: 股债内在回报率 19
图 29: 28 个申万一级行业估值 19
图 30: 7 月周期性板块迎来大幅上涨 20
图 31: 2020 年 2 月以来新成立的非行业主题类主动权益基金的配置情况 21
图 32: 债券收益率曲线变化情况 22
图 33: 2020 年以来长端利率表现 22

表 1: 全球疫苗进入临床第三阶段最新情况一览 6
表 2: 7 月份银保监会对金融“乱象”的关注力度加大 13

从海外情况来看，美国疫情重新恶化带来的经济重启的暂停将会短时间内拖累全球经济的恢复，不过美国的货币政策和财政政策仍保持比较积极的态势，全球的流动性有望继续保持非常宽裕的状态。

目前，国内面临的最大的外部不确定性因素是中美之间摩擦的加剧，尤其随着美国大选的临近，这种摩擦加剧的迹象越来越明显，成为影响当前市场情绪的重要因素。

国内经济当前仍处于稳步恢复期，工业生产已经恢复到正常水平，需求端正持续改善，不过仍存在一些结构性的问题，如小企业的恢复较慢、服务消费和制造业投资的恢复仍然比较滞后、就业问题仍有压力等。

国内政策环境来看，7 月 30 日的中央政治局会议对下半年的宏观政策给出了定调：宏观政策取向从短期应对“危机”模式转向更多考虑中长期问题的模式，下半年总量宽松加码的概率较低，重心在于抓紧上半年出台的系列政策的落实以及观察政策实施后的效果。**预计下半年的政策组合为：财政政策为主导，货币政策配合积极财政政策的“落地见效”。**

具体来看，货币政策在原有“更加灵活适度”的表述上，新增了“精准导向”的要求，预计下半年货币政策会保持相对中性，总量上的边际放松概率较小，信用总量边际上也会收敛，但由于经济依然存在小微企业和制造业偏弱的结构性问题，在收敛的速度和收敛的幅度的选择上将会相对谨慎。

财政政策在继续保持“积极有为”的基础上更加强调 “注重实效”，一些重大项目要尽快落地，落地要尽快产生效果，做实经济增长。具体的措施，一是加快债券发行节奏，尽快使资金到位；二是加快广义财政的支出，尽快发挥作用。

宏观政策更多考虑中长期问题的背景下，“双循环”战略预计将成为中国经济中长期发展的主线。

此外，监管层最近加大了对于防风险的关注：政治局会议强调“实现稳增长和防风险长期均衡”；银保监会最近加大了对银行和交叉金融业务等金融“乱象”的关注加大是个重要信号；央行明确了资管新规过渡期延长期限，留足时间的同时，也意味着监管的口径在收紧。**对于资本市场而言，由于此前的预期较为充分，短期来看，资管新规过渡期延长带来的影响有限。**

居民财富配置结构的重构是今年以来股市增量资金的重要来源，目前居民资金借道资管产品进入股市的趋势仍然在延续，这将成为推动后续股市结构性上涨行情的重要力量。7 月份新发权益类基金和混合类基金的发行规模 3250.94 亿元，发行规模创年内新高，权益类基金发行增速、热度不减。

A 股方面，宏观流动性边际收紧、经济基本面修复、增量资金入市的背景下，股票市场不改中长期向上趋势，但向上的量级可能相对有限，且市场波动会加大。市场可能的风险包括：中美摩擦加剧、新发产品的节奏变化和获利资金的了结。板块配置选择上，大的逻辑是关注“内循环”框架下的投资机会，其次可以关注机构资金行业配置的再平衡带来的投资机会。

国内债市方面，尽管当前的收益率水平对经济基本面渐进修复、货币政策边际收紧、特别国债发行等可预见的利空因素有比较充分的反应，但是短期仍很难见到充分的利多因素带动收益率下行，10 年国债收益率大概率仍维持在 2.9%-3.1%之间的窄幅震荡的格局。从短期交易的角度看，需持续关注中美摩擦的后续发展，央行操作对资金面的影响，以及股市波动反映的风险偏好的变化。10 年国债收益率回到 3%以上的位置的时候值得参与。

美股方面，美股短期走势取决于二次疫情是否会愈演愈烈以及疫苗是否超预期。若疫情筑顶趋势扎实，各州恢复复工推动进程，那么经济再次重回复苏通道预期强，价值风格将不

涨，道指表现好于纳指。

1. 海外宏观观察

1.1. 疫情：二次爆发下，多州暂停或逆转经济重启进程

目前，疫情二次爆发对美国经济 4 月底以来的复苏态势冲击较大，尤其是在消费服务业领域。我们在之前的月报中曾指出，二次疫情的爆发不会造成医疗资源挤兑，详见《花开堪折直须折—持续把握现有美好时光》。截止目前，疫情在整个七月愈演愈烈的情况下，美国南部疫情最严重的州（以佛罗里达、加利福尼亚、德克萨斯、亚利桑那为代表）医疗资源确实未出现挤兑情况。未来，我们认为疫情造成医疗资源被挤兑的概率依然较小。

而经济/市场对疫情的关心重点在于两方面：

1）在疫情持续高位的情况下，部分州开始暂停经济重启或者逆转经济重启进程：截止 7 月 31 日，美国有接近 50%比例的州暂停重启或者发生重启进程倒退情况（14 个州暂停重启，10 个州重启进程倒退）。那么**未来，若疫情进一步扩张，不排除有更多的州加入暂停或者逆转经济重启行列。**

2）**新增疫情病例的持续高位，对部分低收入人群打击较大。**目前该部分人群依赖州政府和联邦政府补贴生存。考虑到低收入人群依赖的每周 600 美元的联邦政府补贴已经到期，若国会未通过新一轮财政刺激政策，将对近 2500 万美国人（数据来自公开资料）的生活造成影响。另外，根据 Cares 法案实施的疫情期间暂停租房驱逐令在 7 月 25 日到期（涉及 20-30 个州左右），若驱逐令恢复，会造成部分人到政府救急收容所、在公共设施或车内安家、借宿父母或亲属家的情况，这些有可能造成进一步的人口流动和聚集性交叉感染。

图 1：美国各州经济重启情况一览



资料来源：NY times，华宝证券研究创新部

截止 8 月 2 日，美国目前新增疫情病例约为 4.7 万人，大幅低于七月美新增病例的平均数。若未来新增病例下降趋势能够延续，那么预计目前占全美 50%的州暂停重启或者逆转重启的局面将得到缓解，整体经济复苏进程将继续推动。但若 8 月每日新增病例与 7 月相当或者高于 7 月，那么不排除美国更大比例的州暂停经济重启或者进一步逆转重启进度。

疫苗方面好消息不断，目前全球已有六家机构疫苗研发进入临床第三期：

如下图所示，其中英国牛津大学与瑞典阿斯利康合作研发的疫苗，预计最早可于 2020 年 10 月交付紧急疫苗。

表 1：全球疫苗进入临床第三阶段最新情况一览

序号	公司	国别	临床阶段	最新临床阶段开始时间	预计疫苗上市时间
1	Moderna & National Institutes of Health	美国	第三阶段	2020 年 7 月	N/A
2	BioNTech & Pfizer & Fosun Pharma	德国、美国、中国	第二/三阶段	2020 年 7 月	2020 年 12 月
3	Astra Zeneca & University of Oxford	英国、瑞典	第二/三阶段	2020 年 7 月	2020 年 10 月 可交付紧急疫苗
4	武汉生物制品研究所有限责任公司	中国	第三阶段	2020 年 7 月	2020 年底
5	科兴生物	中国	第三阶段	2020 年 7 月	N/A
6	Murdoch Children's research Institute	澳大利亚	第三阶段	2020 年 7 月	N/A

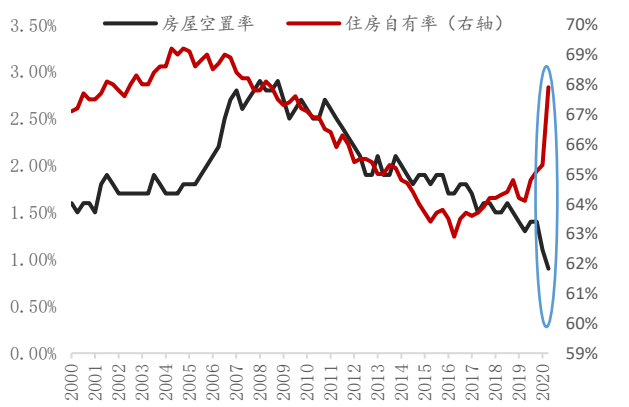
资料来源：WHO，华宝证券研究创新部

1.2. 海外经济：短期暂时受疫情压制，中长期复苏韧性强

根据我们跟踪的高频经济数据，疫情对消费服务业（如餐饮、酒吧、酒店、影院等）影响相对较大，而对制造业领域影响较小（如 7 月制造业 PMI 超预期，粗钢生产、炼厂、铁路货运量等持续恢复，受影响较小）。

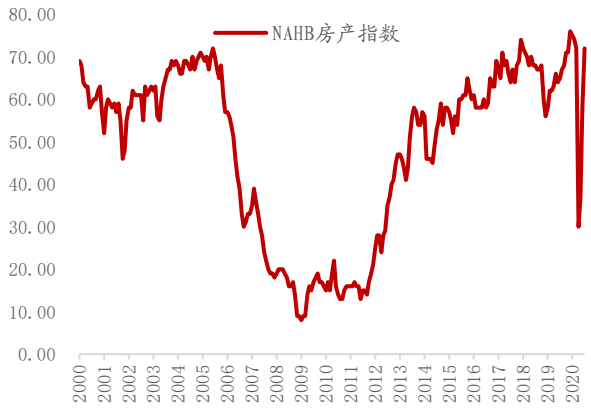
另外，值得关注的是，美国地产行业超预期的表现。这也是支持我们得出下面判断的论据之一：即目前美国经济复苏暂时受疫情压制，一旦疫情有好转迹象或者疫苗超预期表现，那么美国经济复苏带来的经济增长斜率是较大的。

图 2：疫情下，住房自有率大幅上升



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

图 3：与 08 年危机不同，NAHB 房产指数 V 型反转



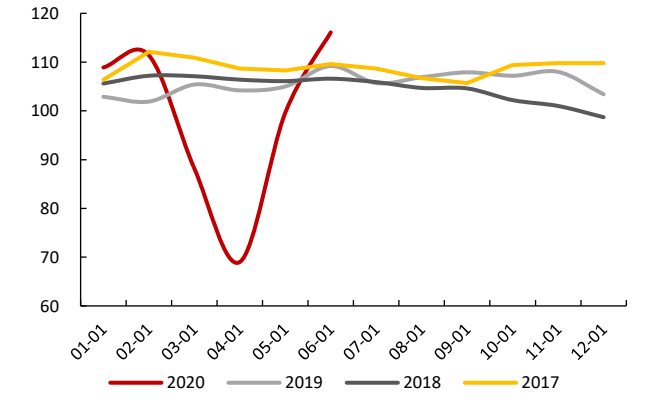
资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

注：全国住宅建筑商协会（NAHB）房地产市场指数（又称美国 NAHB 房价指数）是通过对协会 900 多家住宅建筑商的调查编制的指数，指数由每个开发商对当前房屋出售情况打分，包括未来六个月内出售房屋情况和未来潜在顾客数量的打分综合等。该指数反映了开发商对未来六个月市场形势的预期。

美国待完成房屋销售指数追踪美国尚未完成的房屋销售合同交易情况，因为成屋待完成

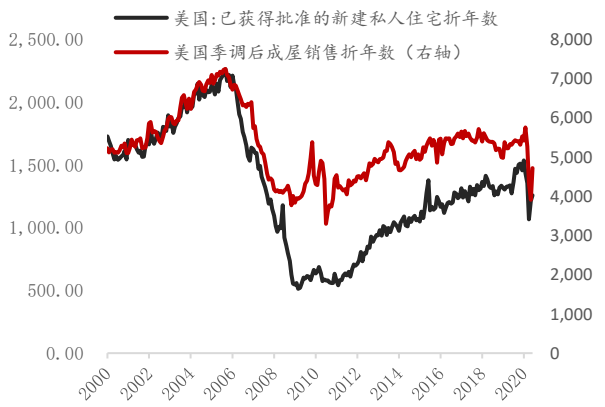
销售将在几个月后成为成屋销售，所以，待完成房屋销售指数可被用作衡量美国住房市场活动的领先指标。

图 4：NAR 美国待完成房屋销售指数大幅攀升



资料来源：NAR，华宝证券研究创新部

图 5：美国成屋新建和销售数量攀升明显（单位:千套）

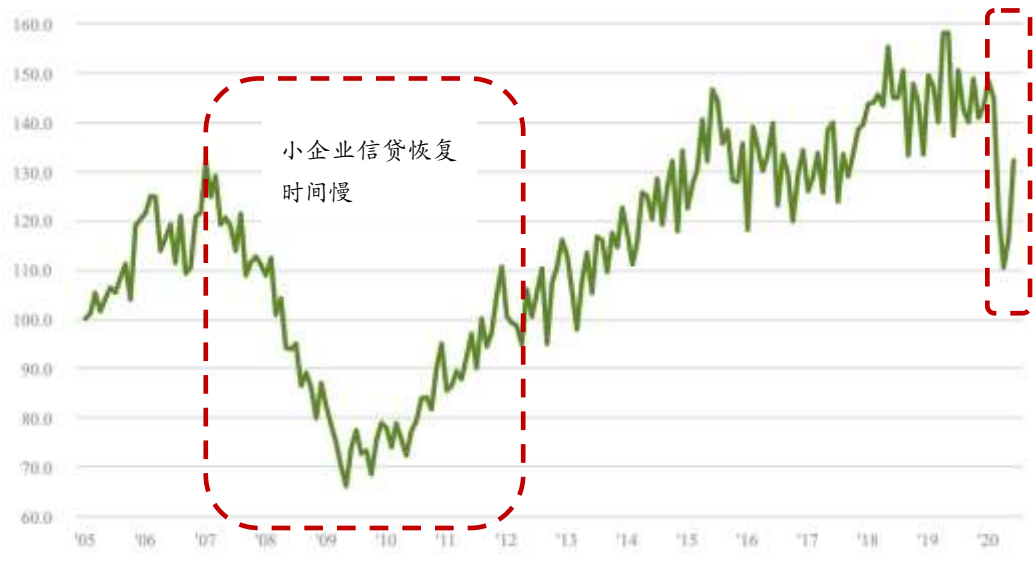


资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

地产表现是此轮疫情危机与 08 年金融危机下经济复苏的不同。08 年经济恢复的速度比较慢，其中之一的原因是房地产市场复苏很缓慢，而再往前之前的经济周期中，当经济复苏时，地产都会很快回到常态，地产复苏是整个复苏过程中的重要组成部分。其中之二的原因是小企业很难获得信贷。本轮疫情冲击下，小企业贷款指数呈现 V 型反弹。

基于上述分析，我们认为美国中长期复苏动能和韧性均较强，短期会暂时受疫情持续蔓延的压制。

图 6：小型企业贷款指数"V 型"反弹



资料来源：Paynet，华宝证券研究创新部

1.3. 政策环境：货币宽松长期持续，财政刺激有望本周出台

1.3.1. 美国货币政策：长期持续宽松路径不变

美联储的货币政策将持续长期宽松，近期美联储部分官员的表态，现有货币政策以及联邦基金利率可能会持续至 2022 年底。根据我们对美联储的跟踪观察发现，**美联储即便表态**

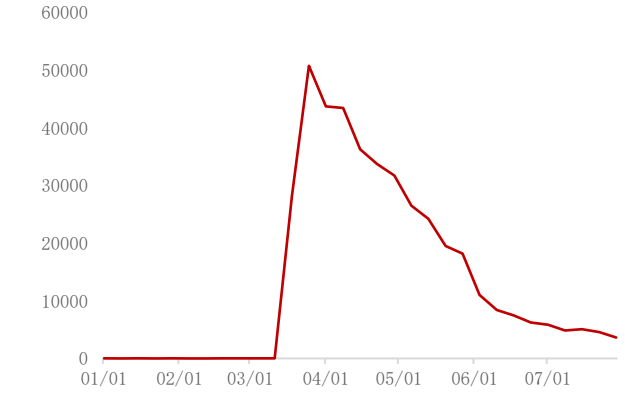
经济已经走出衰退期，这也不代表美联储会立刻进行政策转向。经济走出衰退期不代表经济已经达到自然增长状态，只是代表经济不再紧缩，重新回到增长的轨道。所以，即便发生疫苗问世、美国国家经济研究局（NBER）认定经济衰退结束的最好局面，**下半年也不必对货币政策开始转向进行恐慌。我们依然维持美联储货币政策至少在年维度上的宽松格局不变**。

除 QE 以外，美联储实际上的宽松体现在许多方面，具体如下：

1）IOER 超额准备金利率

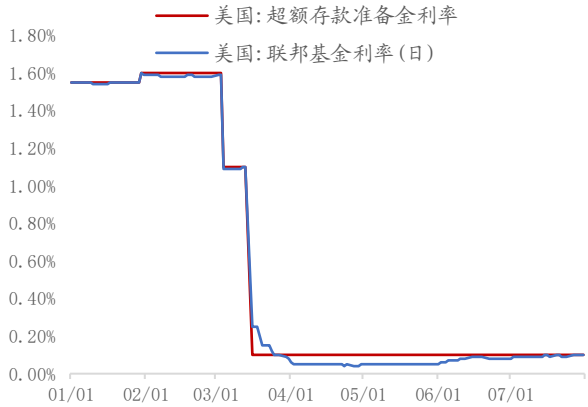
自从 3 月 15 日美联储紧急降息 100bp 以来，IOER 一直维持在 0.1%，贴现窗口贷款利率为 0.25%。在 3 月流动性危机期间，贴现窗口贷款利率代替 IOER 作为联邦基金利率实际的上沿。但目前，贴现窗口贷款使用量相较危机时期已非常少。IOER 再次成为联邦基金利率的实际上沿。

图 7：美联储贴现窗口贷款使用量（单位：百万美元）



资料来源：Fed，华宝证券研究创新部

图 8 ： IOER 实际上是联邦基金利率的上沿



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

考虑到美国本土银行需要为自己的担保存款向美国联邦存款保险公司（FDIC）支付平均费率大约为 0.07%的费用，**所以实际上美国本土银行在银行超额准备金上拿到的利差只有 3bp。这是历史最低值。**美联储 7 月此次 FOMC 会议并没有技术性上调 IOER 的利率。一方面是担心上调会导致市场解读货币政策收紧。另一方面，也反映了美联储希望银行更多的利用准备金放贷，而不是将流动性锁在美联储的资产负债表内。

2）框架审查（Framework Review）

美联储在 18 年下半年开始对货币政策框架审查。在 20 年 7 月的 FOMC 会议，美联储主席表示计划结束因疫情推迟的框架审查，**预计框架审查结论可能即将在 9 月 FOMC 会议上推出。**

美联储推出框架审查的原因主要有三方面：

a) 之前的货币政策框架有一些问题，如随着时间的推移，可能会导致平均通胀率过低。这点表现在金融危机之后通胀率迟迟未达到美联储期待的通胀目标。**美联储担忧由于货币政策的限制导致低通胀更频繁地出现**。

b) **金融危机后，政策利率有可能会触及到有效利率下沿（ELB）。**一旦触及到下沿，美联储若需要继续宽松，就必须借助于量化宽松或者前瞻指引等工具。美联储工具箱是否可以采纳其他更好的工具？

c) 定期审查货币政策的制定框架，是对货币政策策略的长期思考，以尽可能一致和稳健地达到并保持美联储的政策目标。

目前市场预期在 9 月的 FOMC 会议上，美联储可能会将目标制度从价格水平目标

（Price-level targeting）转变为平均通胀目标（Average inflation targeting）。FOMC 有可能最终采用模糊的 AIT，也就是**在一段时间内设定为平均 2%的通胀率，但在实际操作中设定略高的目标，即在经济扩张期间达到 2.25%左右，这将更进一步降低加息的可能性。**

1.3.2. 美国财政政策：新一轮财政刺激大概率能够落地

货币政策虽然是强有力的工具，但无法解决结构性问题、财政问题等。并且货币政策类似于“钝器”，会对所有资产价格和整体经济产生影响。解决现有矛盾更多依赖新一轮财政政策的推出。包括美联储主席鲍威尔在内的多名美联储官员呼吁国会采取更多的协同努力。

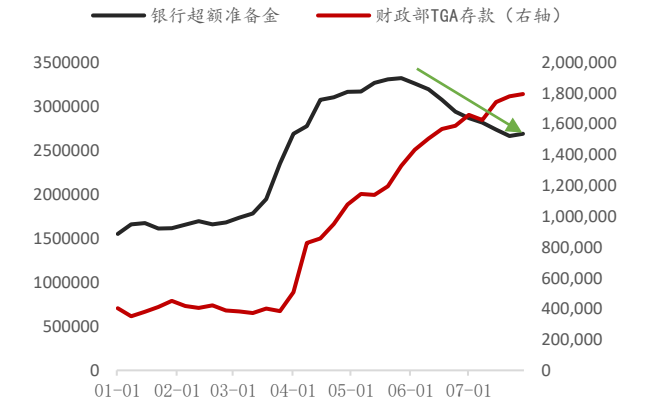
目前来看，新一轮财政刺激大概率可以落地，刺激程度拭目以待。截至 8 月 5 日，新一轮财政政策的情况是：

1）美国两党同意新一轮 1200 美元支票的支付。

2）失业金补助虽然尚未达成一致。但目前白宫和民主党均希望在 8 月 5 日这周达成共识，下周起草完毕并通过。

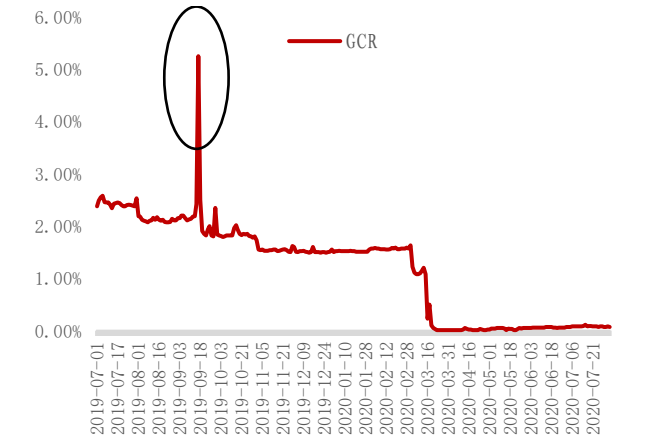
另外，市场需要关注的重要问题是财政部 TGA 账户存款的波动以及影响。

图 9：财政部发债吸收大量的超额准备金（单位:百万）



资料来源：Fed，华宝证券研究创新部

图 10：19 年 9 月回购市场经历了大幅波动



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

目前财政部 TGA 账户存款已达到 1.8 万亿的水平。现有体量下，TGA 账户的波动对银行超额准备金账户的影响非常大，因此关注 TGA 账户的波动非常有必要。

图 11：美财政部资金来源和使用对账表（单位：十亿）

Sources and Uses Reconciliation Table

Quarter	Announcement Date	Financing Need (1)	Financing: Marketable Borrowing (2)	Financing: All Other Sources (3)	Financing: Total (4)=(2)+(3)	Change in Cash Balance (5)=(4)-(1)	End-Of-Quarter Cash Balance (6)	Memo: SOMA Redemptions (7)
Apr - Jun 2020	May 4, 2020	2627	2999	(87)	2911	0	800	0
	Actual	1,526	2,753	(20)	2,733	1207	1722	0
	Forecast Revisions	(1,101)	(246)	67	(179)	922	922	0
Jul - Sep 2020	May 4, 2020	663	677	(14)	663	0	800	0
	August 3, 2020	1803	947	(66)	881	(922)	800	0
	Forecast Revisions	1,140	270	(52)	218	(922)	0	0
Oct - Dec 2020	August 3, 2020	1209	1216	(7)	1209	(0)	800	0

资料来源：US Treasury，华宝证券研究创新部

根据财政部最新声明，预计财政部三季度总开支将达到 18030 亿元，需要发行 9470 亿

美元债券来融资，三季度结束时 TGA 账户结余现金只留 8000 亿美元。**TGA 增加即为从市场抽走流动性，反之 TGA 下降则为向市场释放流动性。**需要注意的是，财政部 8 月 3 日对三季度的预测是针对 7 月-9 月的，目前财政部 TGA 账户规模超 1.8 万亿。

财政部一方面需要大量的发债（9470 亿美元），另一方面要大规模花钱（三季度末 TGA 账户余额从现有 1.8 万亿降至 8000 亿）。**先花钱还是先发债的顺序决定了银行超额储备金的规模变动，进一步决定了市场资金面的紧张或是宽松。**如果先花钱后发债，那么银行超额准备金是先增加后减少，相对来说市场流动性不会很紧张。如果是先发债后花钱，那么银行超额准别金将进一步下降，再叠加 9 月缴税因素，市场资金面将会比较紧张。参考 19 年 9 月美国回购市场动荡时，银行超额准备金跌到 1.5 万亿以下，**考虑今年美联储的宽松规模，预估银行超额准备金跌到 2 万亿以下时市场或会动荡，**此种情形下，美**联储此时不会放任市场动荡，或会提高资产购买和回购量以支持货币市场平稳度过。**

2. 国内宏观观察

2.1. 国内经济：整体处于稳步恢复期，一些领域恢复相对滞后

伴随着国内疫情逐步得到控制，在“管控措施逐步退出、经济自发修复、逆周期调节政策发力”三重助推之下，国内经济整体已经修复到准常态水平。

我国二季度 GDP 同比增速已经修复至 3.2%，超出市场预期。从 6 月份的数据来，生产端的工业增加值同比增速 4.8%，较上个月回升 0.4 个百分点，房地产投资和基建投资单月同比增速分别为 8.5%和 8.3%，基本接近去年同期水平。**恢复比较滞后的消费和制造业投资还未恢复到正常水平，单月同比增速依然为负，但是环比改善的速度在加快。**6 月份社零单月同比增速-1.8%，较 5 月份回升 1 个百分点；制造业投资单月同比增速-3.5%，较 5 月份回升 1.8 个百分点。**此外，之前恢复比较滞后的服务业的恢复速度也在加快，开始追赶工业端，**6 月份服务业增加值同比增速 2.3%，较上个月回升 1.3 个百分点，改善幅度大于工业生产。

总体上看，虽有局部疫情、水涝灾害、外部环境变化等不利因素，但经济总体仍保持了较强的韧性：**经济需求侧恢复速度逐渐赶上供给端，地产和基建稳住了经济基本盘，内需强于外需。**

图 12：目前市场资金利率接近政策利率中枢水平

单月同比	工业增加值	出口（季调）	社零	固定资产投资	房地产投资	基建投资	制造业投资
2020-06	4.8%	0.3%	-1.8%	5.3%	8.5%	8.3%	-3.5%
2020-05	4.4%	-0.8%	-2.8%	0.9%	8.1%	10.9%	-5.3%
2020-04	3.9%	2.2%	-7.5%	-2.2%	7.0%	4.8%	-6.7%
2020-03	-1.1%	-6.0%	-15.8%	-10.9%	1.1%	-8.0%	-20.6%
2020-02	-25.9%	6.3%	-20.5%	-25.7%	-16.3%	-26.9%	-31.5%

资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

从 PMI 数据角度看：7 月份的 PMI 数据显示，经济持续改善的态势依然在延续。7 月份制造业 PMI 录得 51.1%，处于扩张空间，并比 6 月份回升 0.2 个百分点。分项来看：生产分项录得 54%，继续保持扩张状态；需求端的新出口订单录得 48.4%，较上个月回升 5.8 个百分点，尽管仍处于收缩区间，但是较上个月出现了明显改善。**生产端和需求端持续保持改善，带来产成品库存和原材料库存出现边际改善，同时主要原材料购进价格出现明显的回升，**录得 58.1%，较 6 月份回升 1.3 个百分点，制造业厂商的经营活动预期在改善，**有一定的主动补库存的迹象。**此外，7 月财新 PMI 录得 52.8，较 6 月提高 1.6 个百分点，为 2011 年 2 月

以来最高，与中采 PMI 数据的表现一致。

不过经济仍有一定的隐忧，中小企业和恢复和就业情况仍然处于比较弱的水平。

7 月份，小型企业 PMI 录得 48.6%，较上个月回落 0.3 个百分点，**连续四个月出现回落，连续两个月处于收缩区间**。与之相对应的是，7 月中采服务业 PMI 录得 53.1，前值 53.4；财新服务业 PMI 录得 54.1，前值 58.4。**7 月服务业 PMI 虽仍位于景气区间，但出现了 3 月以来的首次回落**。服务业复苏斜率是否放缓及服务企业利润空间是否会继续被压缩需要未来数据的进一步验证，但比较明确的是服务业就业压力仍然较大，关注就业对消费的潜在制约。

图 13：PMI 数据各分项表现

日期	PMI	PMI:生产	PMI:新订单	PMI:新出口订单	PMI:原材料库存	PMI:产成品库存	PMI:主要原材料购进价格	PMI:出厂价格	PMI:从业人员	PMI:生产经营活动预期
2020-07	51.1	54.0	51.7	48.4	47.9	47.6	58.1	52.2	49.3	57.8
2020-06	50.9	53.9	51.4	42.6	47.6	46.8	56.8	52.4	49.1	57.5
2020-05	50.6	53.2	50.9	35.3	47.3	47.3	51.6	48.7	49.4	57.9
2020-04	50.8	53.7	50.2	33.5	48.2	49.3	42.5	42.2	50.2	54.0
2020-03	52.0	54.1	52.0	46.4	49.0	49.1	45.5	43.8	50.9	54.4
2020-02	35.7	27.8	29.3	28.7	33.9	46.1	51.4	44.3	31.6	41.8
2020-01	50.0	51.3	51.4	48.7	47.1	46.0	53.8	49.0	47.5	57.9

资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

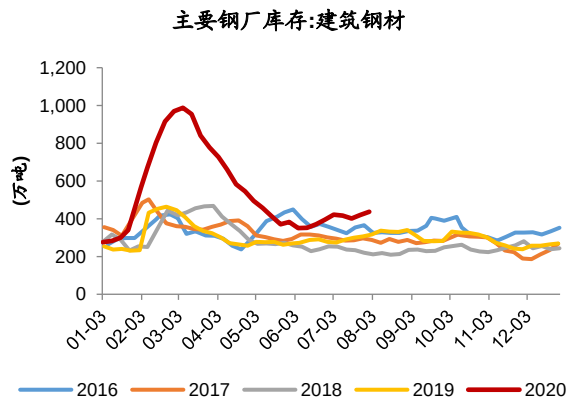
高频数据来看，随着南方雨季的结束，基建链条将重新发力。

往年的 6-8 月，由于先后有雨季和高温的影响，开工受到一定影响，因此是不少行业的淡季，但今年有疫情的冲击，近期又有洪灾影响，工地停工、运输困难，使得淡季比往年更淡。季度强势复苏的一个重要推动因素——投资，受到了一定影响。

受此影响，建筑钢材从 6 月中旬开始去库存的趋势被打断，库存重新开始累积，水泥价格也出现了明显的回落，价格下跌幅度超过季节性因素带来的影响。随着南方雨季的结束，雨季之前耽误的工期将会加快推进，重新带来基建链条的投资回升。

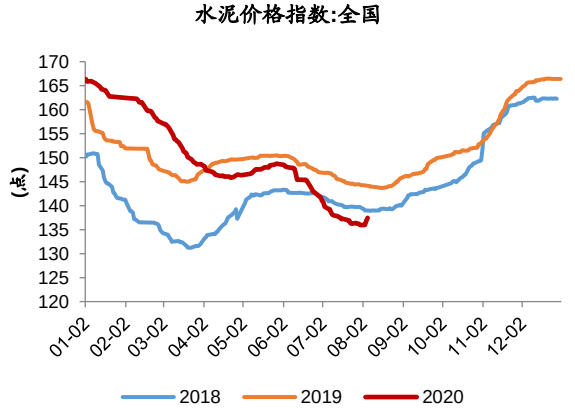
从政策层面来看，下半年财政政策要强调 “注重实效”的要求下，预计重大项目开工和财政支出进度将会加快，支撑固定资产投资的继续回升。

图 14：受洪涝疫情影响建筑钢材库存在 7 月有所抬升



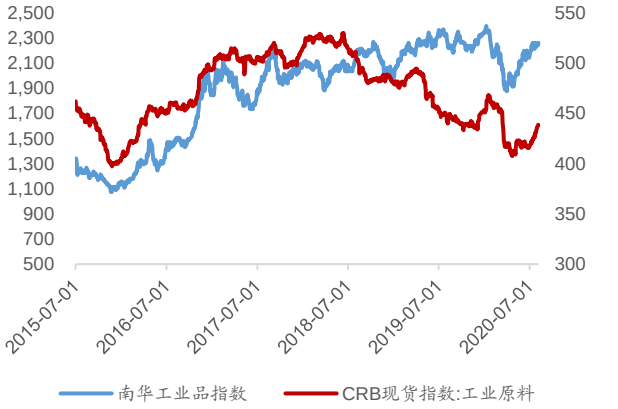
资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

图 15：水泥价格从 8 月份开始有触底回升的迹象



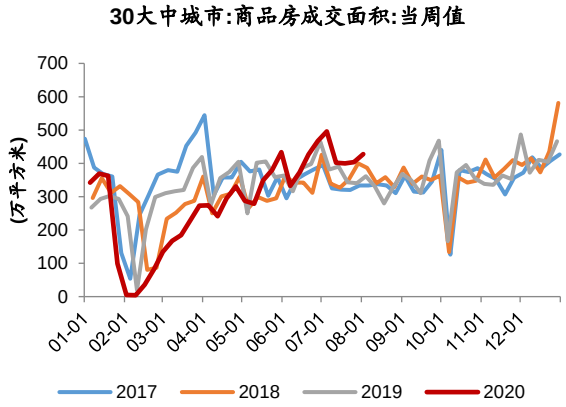
资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

图 16：工业原材料价格 7 月份以来持续上涨



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

图 17：房地产成交继续维持在较高位置



资料来源：国家发改委，华宝证券研究创新部

2.2. 政策环境：总量宽松加码的概率较低，重心在于抓落实

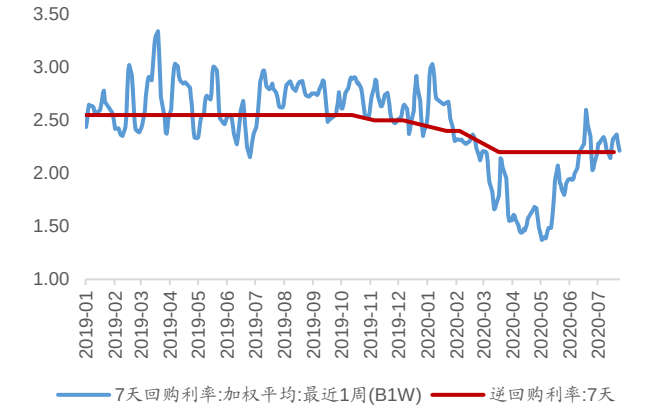
7 月 30 日的中央政治局会议对下半年的宏观政策给出了定调：宏观政策取向从短期应对“危机”模式转向更多考虑中长期问题的模式，下半年总量宽松加码的概率较低，重心在于抓紧上半年出台的系列政策的落实以及观察政策的效果。**预计下半年的政策组合为：财政政策为主导，货币政策配合积极财政政策的“落地见效”。**

货币政策在原有“更加灵活适度”的表述上，新增了“精准导向”的要求，后续总量上的边际放松概率较小。“要保持货币供应量和社会融资规模合理增长”的要求意味着后续要保持社会融资规模增速和名义 GDP 增速相适应，并在这个重要的参考中枢下保持“灵活”调整；“要确保新增融资重点流向制造业、中小微企业”的要求则意味着定向、结构性的放松应该还会保持。与此同时，降成本让利的表述从“引导贷款、（债券）利率下行”转变为“推动综合融资成本明显下降”，没有具体的贷款利率和债券利率下降的提法，而是变成了一个“综合融资成本”这种模糊的概念。

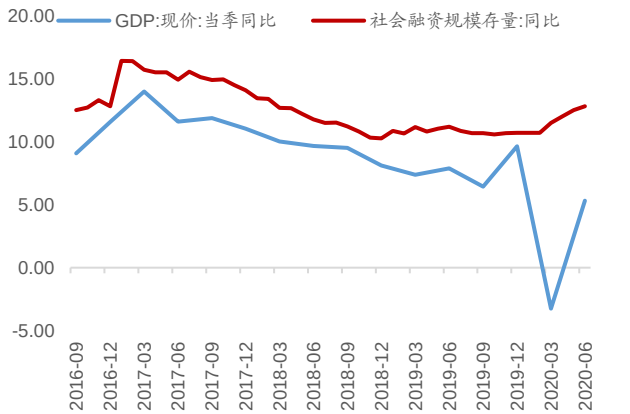
综上，预计下半年货币政策会保持相对中性，总量上的边际放松概率较小，信用总量边际上也会收敛，但由于经济依然存在小微企业和制造业偏弱的结构性问题，**在收敛的速度和收敛的幅度的选择上将会相对谨慎。**

图 18：资金利率中枢水平已经继续围绕政策利率波动

图 19：社融增速需要重新与名义 GDP 增速相适应



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

财政政策在继续保持“积极有为”的基础上更加强调 “注重实效”。明确提出要“确保宏观政策落地见效”、要“注重实效”、“要保障重大项目建设资金，注重质量和效益”，并且对“落地见效”提了很多要求。由此判断：**下半年总量政策的重心应该在财政，一些重大项目要尽快落地，落地要尽快产生效果，做实经济增长。**具体的措施，**一是加快债券发行节奏，尽快使资金到位；二是加快广义财政的支出，尽快发挥作用。**

重提防风险，预计金融监管会有所收紧。提出要“实现稳增长和防风险长期均衡”，并重新强调“防风险”。关于这一点，最近银保监会加大对银行银行和交叉金融业务等金融“乱象”的关注是个重要信号。**预计下半年金融监管的力度会加大。**

表 2：7 月份银保监会对金融“乱象”的关注力度加大

时间	机构	事项	主要内容
2020/7/14	银保监会	银保监会通报影子银行和交叉金融业务存在的突出问题并答记者问	**目的：**坚决纠正资金空转、脱实向虚等行为，提高银行业保险业支持“六稳”“六保”的质效； 通报的问题主要集中在“资管新规”“理财新规”执行不到位、业务风险隔离不审慎、非标投资业务管控不力等方面； **坚决防止影子银行回潮和结构复杂产品死灰复燃。**要通过规范整改影子银行和交叉金融业务突出问题，进一步疏通融资渠道，引导资金更高质量服务实体经济，为疫情防控、复工复产和实体经济发展提供精准金融服务； “五个严禁”。一是**严禁多层嵌套投资、资金空转，结构复杂产品和业务死灰复燃**；二是严禁监管套利、假创新和伪创新行为，发行超出风控水平和管理能力、尽职管理不到位的金融产品；三是严禁选择性落实新规要求，过渡期整改不积极不到位，过渡期内新增资金池运作、长期限的非标资产，母行与理财子公司间产品划转不合规、利益输送、风险交叉传染；四是**严禁资金违规流入股市，违规投向房地产领域、“两高一剩”等限制性领域**；五是严禁不当宣传和销售，降低投资者准入门槛，严重侵害金融投资者和消费者合法权益。
2020/7/11	银保监会	银保监会答记者问	面临的突出风险与挑战有以下几个方面：第一，不良资产上升压力加大。第二，部分中小金融机构问题较为严重。第三，部分市场乱象有所反弹。**一些高风险影子银行死灰复燃，有的以新形式新面目企图卷土重来。**企业、住户等部门杠杆率上升。**部分资金违规流入房市股市，推高资产泡沫。**第四，违法违规行为时有发生。 我们**必须做好不良贷款可能大幅反弹的应对准备**。一要进一步做实资产分类。二要继续加大处置力度。三要拓宽不良资产处置渠道。 由于现行财务会计和统计制度造成的时滞影响。按照权责发生制会计原理，**潜在风险贷款利息收入仍在利润核算中全额计入，而实际风险尚未全面反映。**

			督促引导资金“脱虚向实”。深入开展市场乱象整治“回头看”，依法严厉打击资金空转和违规套利行为。当前特别要强化资金流向监管，规范跨市场资金往来和业务合作，**严禁银行保险机构违规参与场外配资，严查乱加杠杆和投机炒作行为，防止催生资产泡沫**，确保金融资源真正流向实体经济中最需要的领域和环节。

资料来源：公开信息整理，华宝证券研究创新部

“双循环”战略预计将成为中国经济中长期发展的主线。面对中长期问题，会议要求“加快形成以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局”。新发展格局的主体在于“国内大循环”，在供给端和需求端均有所体现：供给端来看，需要构筑起较为完备、相对闭环的国内产业链体系，尤其是补齐高端、核心领域短板。会议首次提出了“锻长板”，与“补短板”相辅相成，都是加强国内产业链的重要手段，需要更多依靠科技创新和产业链升级来实现；需求端来看，需要进一步激活国内市场，如“持续扩大国内需求，克服疫情影响，扩大最终消费，为居民消费升级创造条件”、“积极扩大有效投资”等措施。

3. 市场结构观察

3.1. 资管新规延期一年：平稳处置风险与市场价格变动

7 月 31 日，央行发布《优化资管新规过渡期安排引导资管业务平稳转型》的通知。考虑到今年以来新冠肺炎疫情对经济金融带来的冲击，金融机构资产管理业务规范转型面临较大压力。为平稳推动资管新规实施和资管业务规范转型，资管新规过渡期延长至 2021 年底。

资管新规延期 1 年，为银行、理财子公司、基金子公司等各类资管机构的整改保留了“时间窗口”，但过渡期延长不涉及资管新规相关监管标准的变动和调整。对于资管新规延期的解读，我们在《留足时间压缩空间，放弃幻想加紧转型——关于资管新规延期的点评》报告中提出，资管新规过渡期的延长并不意味着监管态度的边际放松，而更像是“最后通牒”。时间延长的同时，给了做实整改更大的空间，因此，监管的方向从没有变过，未来半年监管的口可能反而会越收越紧。

从资管机构的资产处置、资产承接的角度看，资管新规延期 1 年对当前资管市场的影响有助于平稳处置风险，平稳资本市场价格变动。

从资产处置角度看：资管新规延期的时间里，更多存量资产将自然到期，有助于避免存量资产集中处置造成信用收缩，缓解融资方的集中还款压力，也降低了资产回表对银行带来的资本压力。另一方面，过渡前期整改的更多是市场化程度高且容易整改的资产，留下的其实都是最难整改的资产，这些资产受到疫情的冲击面临较大的风险缓释需求，因此，延长 1 年对这类整改难度大的资产而言，有助于其整改的最终实现。

从资产承接角度看：过渡期适当延长，能够给予金融机构更多时间，培育长期资金来源，创新发行新产品，提高对存量资产的承接能力，有利于稳定金融市场投资规模，避免市场资金供给过快收缩，维护我国金融市场的稳定运行。目前，央行鼓励采取新产品承接、市场化转让、合同变更、回表等多种方式有序处置存量资产。允许类信贷资产在符合信贷条件的情况下回表，并适当提高监管容忍度。已违约的类信贷资产回表后，可通过核销、批量转让等方式进行处置。鼓励通过市场化转让等多种方式处置股权类资产。稳妥处置银行理财投资的存量股票资产，避免以单纯卖出的方式进行整改。优化银行资本补充工具发行环境，进一步增强金融机构资本实力。推进金融市场发展，提升新产品接续能力，引导资管行业为资本市场提供长期稳定资金支持。

那么在资管新规延期 1 年的背景下，资管机构需要应对以下几个问题并做出选择：

首先，新老产品并行时间变长，净值化转型难度增大。新老产品的并行会降低新产品的吸引力，现金管理类产品和非标预期收益型产品对净值型产品发行形成压制，因此净值化转型的持续则需要老产品的配合，提升新产品的吸引力。

其次，新老产品的衔接需要良好资本市场的支持。央行鼓励新产品承接老资产，在新老产品衔接的过程中，则需要一个缓慢上升的资本市场，给予新产品较好的市场环境，能够稳定产品净值，形成最好的投资者教育，吸引更多投资者主动做净值化转型。

再次，商业银行需要完成资本补充进行资产承接。类信贷等非标资产回表会对资本金产生更多消耗，提升商业银行资本补充的需求，商业银行需要通过资本补充或定价提升以完成非标资产回表。

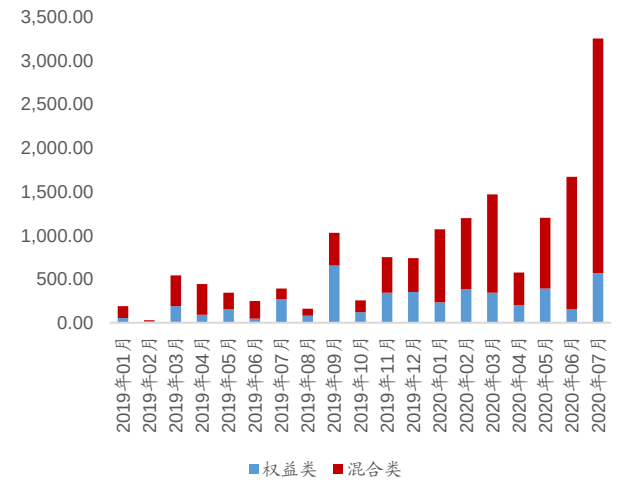
3.2. 机构资金权益类资产配置呈上升趋势

7 月的策略月报中我们专门对权益类基金的发行速度、节奏做了跟踪，在宏观流动性没有出现明显变化的情况下，市场增量资金多来自于通过资管产品入市的居民财富管理需求。因此，对于资本市场价格的判断，我们也需要关注权益类产品的发行数量与发行节奏。

从公募基金发行数据看，根据 Wind 数据显示，7 月新发基金 141 只，总募集规模为 5389.4 亿元，其中权益类基金和混合类基金的发行规模 3250.94 亿元，发行规模创年内新高，权益类基金发行增速、热度不减。

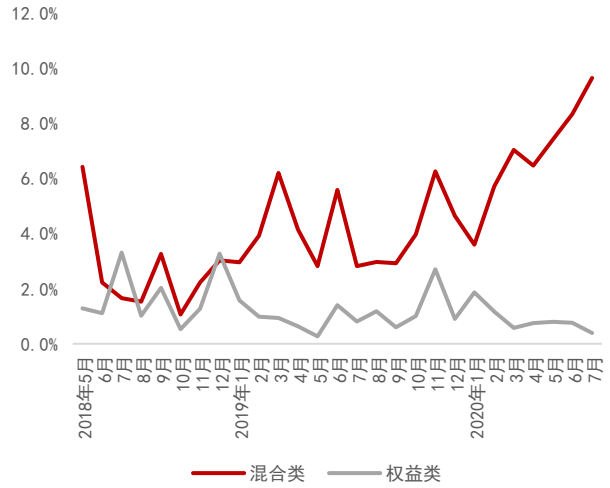
从银行理财产品发行数据看，从年初以来，净值型理财产品中，混合类产品的发行数量占比明显提升，从 4%左右提升至 10%。2020 年 1 月全国银行业保险业监督管理工作会议中强调，引导银行理财稳妥转型，在优化金融产品结构和机构体系的同时，为资本市场长期持续健康发展打牢基础。2020 年 6 月第十二届陆家嘴论坛上，银保监会主席郭树清提出六项举措支持资本市场发展，其中多项涉及银行理财子公司，包括批设更多银行理财子公司，允许境外专业机构发起设立控股理财公司；支持理财子公司提高权益类产品比重，鼓励新设理财子公司加大证券投资。长远看，银行理财提升权益类资产配置比例已然是大势所趋。

图 20：权益类基金发行份额（亿份）



资料来源：WIND，华宝证券研究创新部

图 21：混合类银行理财产品发行数量占比显著提升



资料来源：普益标准，华宝证券研究创新部

4. 市场策略展望

4.1. 8 月美股：震荡加大、小幅上行

我们认为股市短期（1-2 个月）的走势取决于二次疫情是否会愈演愈烈以及疫苗是否会超预期表现。下面分两个情形来考虑：

1）情形一：若疫情持续升温，且疫苗未能超预期。

此种情形下，美国或有更多的州加入暂停重启或者逆转重启行列。相应的，失业人数会进一步增加，叠加此轮可能出台的财政政策不及 CARES 法案力度，这将对中低收入者打击更大。对中小企业而言，工资保障计划（PPP）已进行一轮延期，此轮延期到 8 月 8 日到期，中小企业只能通过降薪/裁员/或者彻底关闭以应对危机。企业和个人两端的沉重打击将造成本已疲弱的经济雪上加霜。

此种情况下，一方面，高层将采取更大力度措施呼吁各州加强对疫情的重视。另一方面，美联储和国会参众两院大概率会继续出手救助。

我们判断股市在这样的假设情形下可能会走出 U 型，政策进一步救助时即为拐点出现时，此过程将伴随波动率的抬升。

2）情形二：若疫情可以有所缓解，或疫苗进展超预期。

当出现此种情况时，股市会走出震荡向上格局。因为七月是完整暴露在疫情二次爆发的阴影下，因此 8 月发布的经济数据相对大概率会不及之前的复苏趋势。

4.1.1. 如何看待美股风格切换？

风格是否切换，核心取决于业绩和估值。

在上述情形一的假设下，美股在 8 月大概率依然是纳斯达克指数强于道琼斯指数的格局不变。原因在于：

1）流动性持续宽松，边际不会收紧，流动性方面大概率不会刺破以 FAANG 为代表的科技股现有估值。

2）亚马逊、Facebook、苹果等中报超预期（二季度营收同比增长分别是 40%、10.7%、11%）。

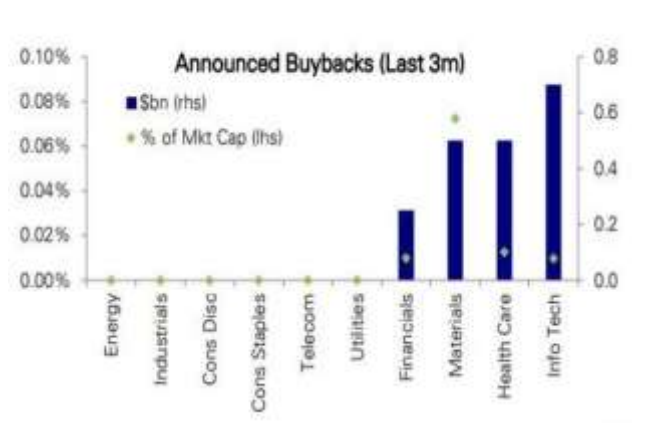
3）疫情越严重，美股个人投资者活跃度越高，而且年轻一代更偏好成长类股票。

4）受益于科技股回购量的激增。

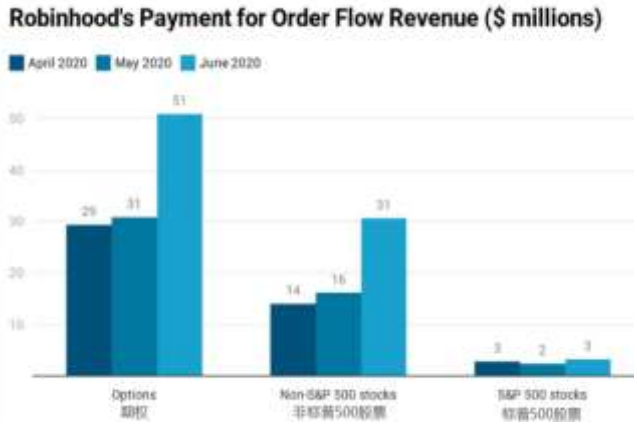
综上，预计纳指表现好于道指。

图 22 科技股回购激增

图 23 受年轻一代喜好的罗宾汉二季度业绩表现



资料来源：瑞士信贷、网上公开资料，华宝证券研究创新部



资料来源：Robinhood，华宝证券研究创新部

在上述情形二的假设下，疫情筑顶趋势扎实，各州继续推动复工进展，经济再次重回复苏通道预期强，价值风格将补涨，道指好于纳指。原因在于：

美股经济韧性是比较强的，一旦经济再次重回复苏上升趋势，那么复苏的力度是可期的。此种环境下，疫情受损的企业业绩会迎来修复，叠加流动性的宽松，相对低估值的道指有望表现好于预期。重演类似 5 月中下旬市场风格道指风格的情形。

4.1.2. 需注意的风险点

此轮众议院对科技巨头的垄断调查早在 19 年中已经开始，目的是印证数字市场存在的竞争情况以及调查支配地位企业的反竞争行为，并评估现行的反垄断法、竞争政策和执法水平是否足以解决相关问题。7 月 29 日的听证会是此轮系列听证会的第六部分。未来不排除会有针对科技垄断巨头的相关限制措施等，将打压科技股的股价。

4.2. 美国债券市场：十年美债 0.6%-0.8%震荡

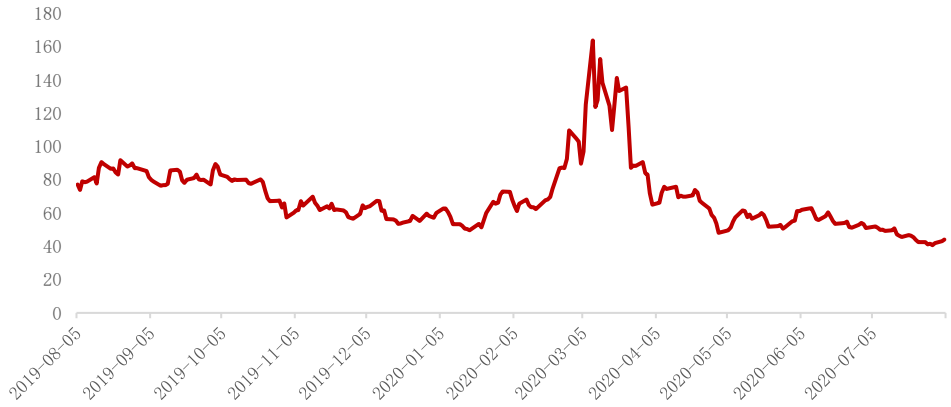
本月我们债市观点同上月，依然维持十年美债 0.6%-0.8%区间震荡。逻辑同上期类似。需要指出的是，债市的观点判断来自于上文我们对疫情情形二的判断。未来若疫情持续恶化，那么不排除十年美债可能会进一步跌破 0.5%。

7 月底 8 月初以来美债跌破 0.6%我们预判的下沿，在中性假设下，我们认为未来美债的利率大概率会回升至 0.6%左右。理由如下：

1）预计新一轮财政政策会推出，考虑到财政部三季度计划发债 1 万亿左右，且其中 9000 亿均是中长期债券，美债尤其是中长期债的供给将会大大增加。若财政部先发债后花钱（详细见上文我们对财政部的分析），则会造成银行体系流动性一定程度的紧张。

2）目前美国国债的波动性已降到接近历史记录的最低水平。波动率具有显著的均值回归特性，未来波动率回升可能性变大。

图 24 美国国债波动率基准指数（ICE 美银 MOVE 指数）已达历史最低



资料来源：Bloomberg，华宝证券研究创新部

4.3. 股票策略：结构性向上行情延续，平衡配置

从宏观政策面看，需要重视“双循环”战略发展格局，布局内循环为主的发展主线。如前文所述，5 月以来，“双循环”新发展格局被多次提及。“加快构建完整内需体系、逐步形成以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进新发展格局”已成为中国经济下一阶段发展的重点内容。以国内大循环为主体，意味着打通国内生产、分配、流通、消费的各个环节，发挥中国超大规模市场优势，以满足国内需求作为经济发展的出发点和落脚点。而国内国际双循环相互促进，强调以国内经济循环为主，扩大内需的同时也加强对外开放。

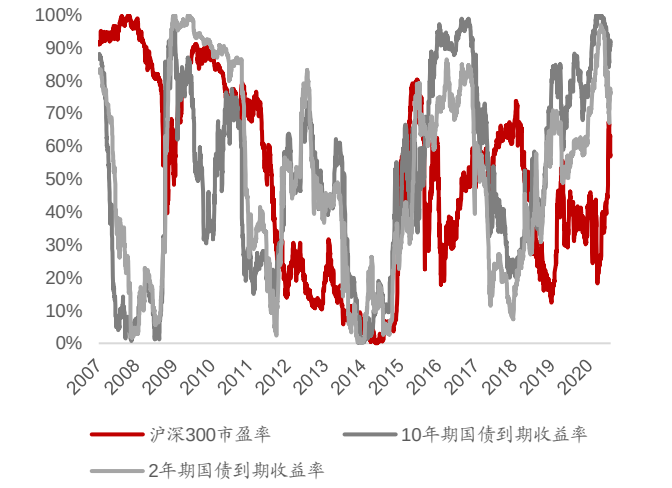
从经济基本面来看，随着国内经济逐步恢复到正常状态，上半年我国逐步克服疫情的不利影响，经济稳步复苏的势头不断夯实。经济的韧性保持良好，形成股市的基本面支撑。

从流动性方面来看，虽然后续宏观流动性边际收紧，但增量资金入市趋势不减。政治局会议奠定了下半年货币政策基调，货币政策更加精准，总量宽松不及上半年，总体上保持弱宽松状态，因此难以出现因宏观流动性驱使的大行情。但根据上文市场结构观察部分所述，市场增量资金多来自于通过资管产品入市的居民财富管理需求，权益类基金和混合类理财产品吸收存量流动性注入股市，成为股市上行的重要驱动因素，在居民财富配置结构变化的背景下，这种趋势有望延续。

从股债性价比看：股债相对回报处于高位，股票仍具备配置价值。目前股债内部回报率在历史 50%分位数水平。

图 25：股票仍具有配置价值

图 26：股债内部回报率在历史 50%分位数



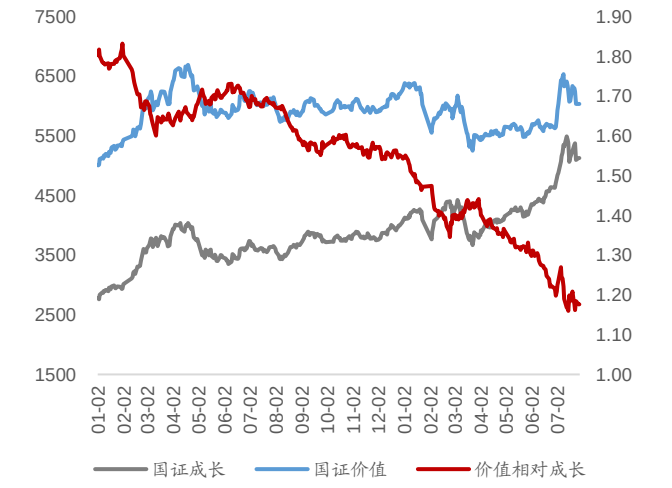
资料来源：WIND，华宝证券研究创新部



资料来源：WIND，华宝证券研究创新部

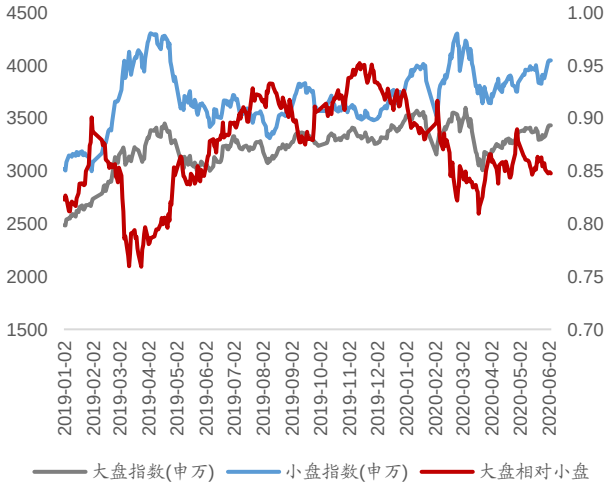
成长风格持续占优。成长风格的进攻性明显占优，大盘相对小盘积累的优势在 5 月以来出现一定幅度下降，市场投资逻辑持续在成长性板块。

图 27：成长风格持续占优



资料来源：WIND，华宝证券研究创新部

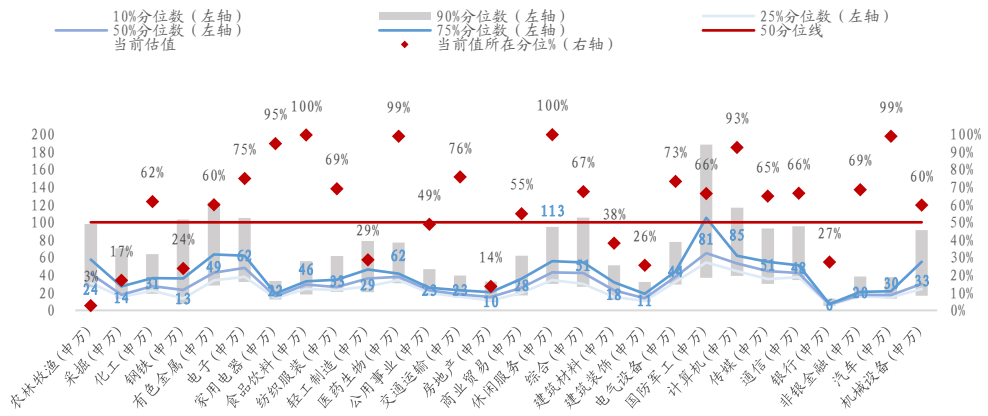
图 28：股债内在回报率



资料来源：WIND，华宝证券研究创新部

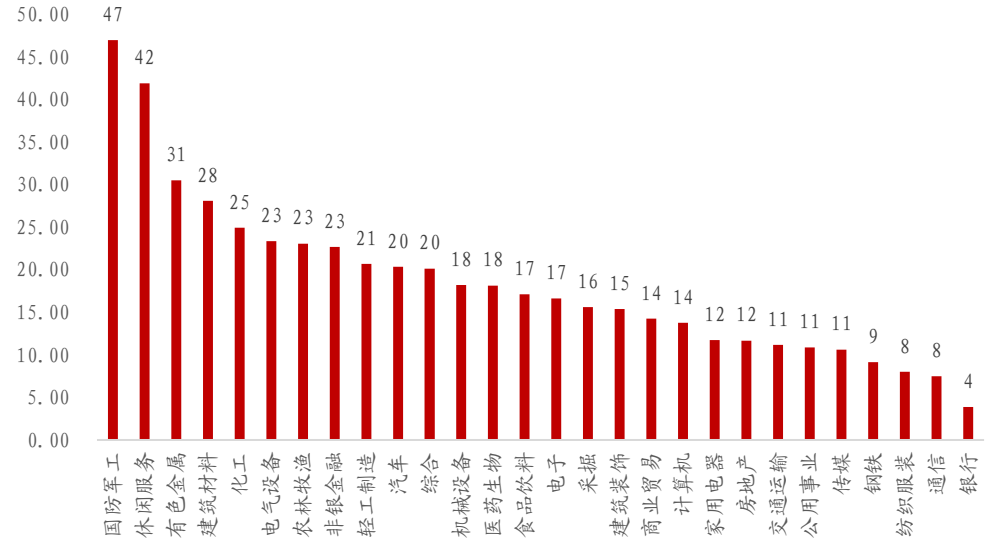
低估值版块进一步修复。7 月以来，周期性行业迎来大幅上涨，其中，军工、休闲服务、有色金属等板块涨幅排名前三，为 46%、41%和 30%，低估值版块修复进一步演绎。目前，除地产、银行、轻工制造、农业、采掘版块，其余板块估值都在历史分位数 50%以上。

图 29：28 个申万一级行业估值



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

图 30：7 月周期性板块迎来大幅上涨



资料来源：WIND，华宝证券研究创新部

股票策略总结：宏观流动性边际收紧、经济基本面修复、增量资金入市的背景下，股票市场不改中长期向上趋势，但向上的量级可能相对有限，且市场波动会加大。市场可能的风险包括：中美摩擦加剧、新发产品的节奏变化和获利资金的了结。

板块配置选择上，通过两大逻辑角度思考。

首先，大的逻辑关注“内循环”框架下的投资机会。

一是消费升级“内循环”。在扩大内需的战略导向下，包括消费升级下的医药健康、免税消费、食品饮料、家电等值得关注。

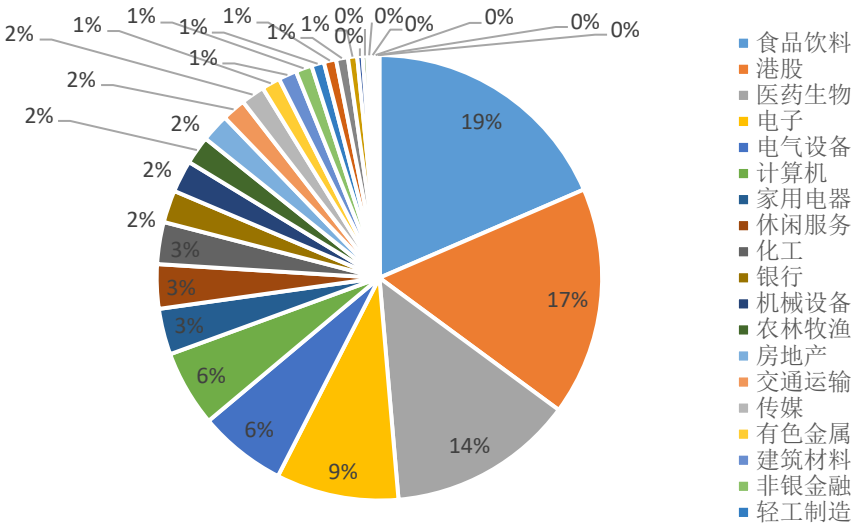
二是产业链制造升级“内循环”。由于中美摩擦进一步升级，尤其在科技创新领域的争夺与压制愈发明显，重点关注国产替代空间广阔的科技创新相关领域公司，如芯片、半导体等板块。但因前期涨幅较大，估值已在历史高位，需要谨慎。

三是基建投资“内循环”。“两重一新”建设成为下半年国内经济工作重点，主要对应有 5G 新基建、新型城镇化以及交通、水利等重大工程建设，重点关注由内需带动的资本开支上升相关行业，如 5G、工程机械板块，以及新型城镇化和地产后周期链条的建筑装饰、建筑材料板块。

四、国家安全“内循环”。外部环境摩擦升级，叠加地缘政治不确定性，全国人大、政治局会议上多次强调国防科技和现代化国防建设，同时，北斗三号系统的正式运营，军民融合等场景融合催化军工板块配置行情。

其次，关注机构资金行业配置的再平衡。重点关注资金主要流入的版块，如公募基金二季报披露增持的港股、电气设备、家用电器版块。

图 31：2020 年 2 月以来新成立的非行业主题类主动权益基金的配置情况



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

4.4. 国内债券市场：难有趋势性机会，区间震荡仍是主基调

从 7 月份债市的表现来看，“股债跷跷板”效应十分明显。7 月初，股市出现了快速上涨，债市在没有明显新增利空的背景下收益率出现快速上行，随后债市随着股市的波动而波动。**究其原因：**一是经过 5 月份以来的调整，债市对经济基本面渐进修复、货币政策边际收紧、特别国债发行等可预见的利空因素已经有了相对充分的反应，当前没有新的明显的利空/利多因素，市场情绪的波动占了主导；二是理财产品净值化不断深化和居民大类资产配置习惯正在发生变化的背景下，股债之间的资金流动增强。**一个印证是：本轮债市的调整中，产品户偏好的国开债的调整幅度要明显大于国债的调整幅度**，10 年国开与 10 年国债的利差出现明显抬升，创 2019 年以来的新高。总体上看，整个 7 月份，10 年期国债收益率上行 14.3bp，10 年国开收益率上行 37.8bp。

尽管当前的收益率水平对经济基本面渐进修复、货币政策边际收紧、特别国债发行等可预见的利空因素有比较充分的反应，但是短期仍很难见到充分的利多因素带动收益率下行，10 年国债收益率大概率仍维持在 2.9%-3.1%之间的窄幅震荡的格局。具体来看：

从基本面来看，当前的经济大概率仍将继续延续渐进复苏的态势。一方面，服务业、消费、制造业投资等当前恢复程度相对滞后的板块在前期政策的效果落地和经济运行自身惯性的作用下，将加快修复；另一方面，随着南方雨季的过去，之前受洪涝灾害影响的基建和房地产项目的施工和开工将会加快。**在经济尚未完全恢复正常状态前，市场关注的重心大概率仍在于经济的环比修复，对于经济后续能否完全恢复到正常状态还处于观察阶段。**

从政策面来看，7 月 30 日的中央政治局会议定调下半年的政策组合为以财政政策为主导，货币政策为配合。货币政策更强调“适度”和“精准导向”，主要配合积极财政政策的落地，如配合专项债和特别国债的发行，边际上进一步宽松的可能性较好。财政政策强调 “注重实

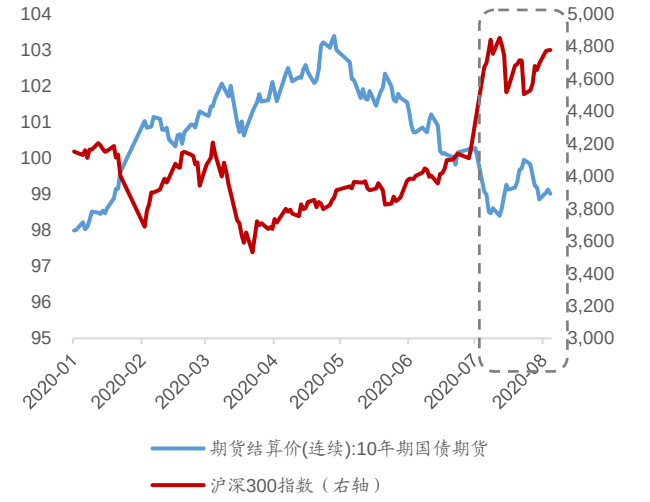
效”，预计接下来债券发行节奏将加快，财政支出的进度也将加快。这种政策组合不利于债市的表现。

从资金面来看，当前超储率处于较低的位置，资金面对央行的依赖性较高，比较脆弱。同时央行货币政策强调“适度”的背景下，资金价格预计将以当前的政策利率为中枢波动，制约长端利率的回落。

此外，**股债跷跷板效应可能将继续存在，加大债市的波动。**当前权益市场仍处于比较热的状态，对债市的资金仍有分流效应。

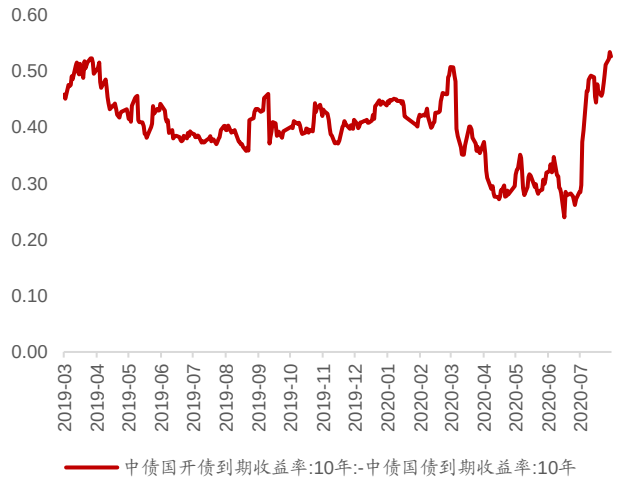
总体上看，**当前债市难有趋势性机会，区间震荡仍将是未来一段时间市场的主基调。从短期交易的角度看，需持续关注中美摩擦的后续发展，央行操作对资金面的影响，以及股市波动反映的风险偏好的变化。10 年国债收益率回到 3%以上位置的时候值得参与。**

图 32：债券收益率曲线变化情况



资料来源：WIND，华宝证券研究创新部

图 33：2020 年以来长端利率表现



资料来源：WIND，华宝证券研究创新部

风险提示及免责声明

★ 市场有风险，投资须谨慎。

★ 本报告所载的信息均来源于已公开信息，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。

★ 本报告所载的任何建议、意见及推测仅反映本公司于本报告发布当日的独立判断。本公司不保证本报告所载的信息于本报告发布后不会发生任何更新，也不保证本公司做出的任何建议、意见及推测不会发生变化。

★ 在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

★ 本公司秉承公平原则对待投资者，但不排除本报告被他人非法转载、不当宣传、片面解读的可能，请投资者审慎识别、谨防上当受骗。

★ 本报告版权归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何组织或个人不得对本报告进行任何形式的发布、转载、复制。如合法引用、刊发，须注明本公司出处，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

★ 本报告对基金产品的研究分析不应被视为对所述基金产品的评价结果，本报告对所述基金产品的客观数据展示不应被视为对其排名打分的依据。任何个人或机构不得将我方基金产品研究成果作为基金产品评价结果予以公开宣传或不当引用。

适当性申明

★ 根据证券投资者适当性管理有关法规，该研究报告仅适合专业机构投资者及与我司签订咨询服务协议的普通投资者，若您为非专业投资者及未与我司签订咨询服务协议的投资者，请勿阅读、转载本报告。