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）。

股市回落、金银大涨，是避险吗？

上周，全球股市均出现回落，同时国债收益率下行、金银价格上涨，是避险情绪驱动吗？

- **上周全球股市下跌主要受到风险偏好回落的影响。**上周前半周，市场风险偏好有一定的企稳回升，带动 A 股小幅上行；但周五在内外部因素影响下，A 股出现较大幅度的下跌。短期来看，影响 A 股风险偏好的主要因素包括中美关系、流动性边际变化、资本市场相关政策落地速度等等。整体来看，我们认为，影响 A 股的不确定性因素在上升。海外股市下跌除了受到中美关系影响外，还受到疫情变化的影响；全球新增病例人数再创新高，导致部分国家和经济体的经济复苏进程受到影响，对海外的股市风险偏好也形成负面影响。

- **上周中美国债收益率下行也反映风险偏好回落。**上周，中国 10 年期国债收益率下行 9bps、10 年期国开债收益率下行 12bps；同时，美国 10 年期国债收益率下行 5bps。长端利率债收益率下行，但短端保持相对稳定、同时工业品价格相对平稳，意味着主要是风险偏好下降为长端收益率下行做出了主要贡献。从股权风险溢价的回升也基本能够得到证实。

- **上周金银等贵金属价格也出现较大幅度上涨，但上涨的原因需要区分看待。**上半周，黄金、白银、原油、铜等大宗商品的价格整体上涨，主要反映通胀预期的上升，而且白银价格涨幅大幅黄金（金银比下降）、VIX 指数回落得到证实；但后半周，铜和股票的价格开始回落、VIX 指数上升、黄金价格涨幅高于白银（金银比上升），意味着风险偏好下降、避险情绪升温推动了金银价格的上涨。

- **短期来看，风险偏好受到抑制，对风险资产观点转为中性。**短期来看，中美关系的短期不确定性上升，对股票市场的风险偏好形成一定负面影响；同时，疫情变化、地产政策、货币政策边际变化等方面的分歧也对 A 股形成一定影响，我们对 A 股的观点短期转为中性。铜、原油等工业品价格也受到风险偏好情绪的短期负面影响有所回调。金、银等贵金属价格仍有一定的上涨空间，但已经相对有限。

- **中长期看，我们依然维持 A 股和抗通胀工业品上行方向不变的观点（即短期调整不形成中期拐点）。**中长期来看，企业盈利逐步好转、货币和财政政策保持宽松以及疫情对经济影响逐渐消退的大方向没有发生变化，风险偏好或仅影响节奏、难以改变方向。对 A 股而言，分子端，名义 GDP 回升的方向确定，企业利润逐步好转也相对较为确定；分母端，我们依然认为货币政策的一阶拐点年内难以看到，甚至不排除为了对冲外部风险短期货币政策再度转向边际宽松的可能。对抗通胀工业品而言，需求回升、货币宽松、信用改善的主要逻辑链条依然完整，未来仍存在进一步上涨的空间。

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