居安思危 警惕市场动力和风险的强弱边际

投资咨询业务资格：
证监许可【2011】1289 号
研究院 FICC 组
研究员
蔡劭立
☎ 0755-82537411
✉ caishaoli@htfc.com
从业资格号：F3063489
投资咨询号：Z0014617
联系人：
彭鑫
☎ 010-64405663
✉ pengxin@htfc.com
从业资格号：F3066607
高聪
☎ 021-60828524
✉ gaocong@htfc.com
从业资格号：F3063338

相关研究：
宏观大类点评：二季度 GDP 表现抢眼 关注补库存和减税政策
2020-07-16
宏观大类点评：“宽信用”利好风险资产，期债仍面临压力
2020-07-10
经济弱复苏进行时 把握下半年逢低做多机会
2020-06-15

摘要：

1. **中国二季度 GDP 同比增 3.2%，预期增 2.9%，前值下降 6.8%，**上半年 GDP 同比下降 1.6%。6 月全国城镇调查失业率为 5.7%，5 月为 5.9%。上半年居民人均可支配收入同比实际下降 1.3%，人均消费支出下降 9.3%。中国 6 月出口（以人民币计）同比增 4.3%，前值增 1.4%；进口同比增 6.2%，前值降 12.7%；贸易顺差为 3289.4 亿元。6 月份出口、进口年内首次双双实现正增长。统计局：对下半年房地产的走势应该持观察态度，要下更大气力培养消费能力。

2. **央行上周净投放 5300 亿元。**7 月 17 日，央行公开市场进行 2000 亿元 7 天期逆回购操作，7 月 16 日，央行公开市场开展 500 亿元 7 天期逆回购操作，7 月 15 日央行开展了 4000 亿元中期借贷便利（MLF）操作，中标利率 2.95%。财政部：近期下达第 4 批 1.26 万亿元专项债券额度；今年以来新增专项债券发行使用情况良好，严格防范法定专项债券风险，绝不因疫情形势放松风险管控。

3. **人民银行举行 2020 年上半年金融统计数据新闻发布会，**会中提出要引导融资成本进一步降低，向实体经济让利。但是利率下行也需要适度，以防止套利和资金空转为底线。继续释放偏紧的货币政策信号。需要提到的是，上半年金融机构新增人民贷款 12 万亿，社会融资 20.8 万亿，较 6 月 18 日易纲行长透露的 20 万亿和 30 万亿目标已经过半。

4. **新加坡二季度 GDP 年化环比萎缩 41.2%，**创纪录最大跌幅并超市场预期，且为连续第二个季度萎缩，标志着经济陷入技术性衰退。新加坡二季度 GDP 同比下降 12.6%，降幅也超过市场预期。英国 5 月 GDP 同比减 24%，预期减 20.4%，前值减 24.5%；环比增 1.8%，预期增 5.5%，前值减 20.4%。英国预算责任办公室预计，英国 2020 年 GDP 将下降 12.4%，最坏情况下萎缩 14.3%，出现 300 年来最大同比降幅。

5. **深圳进一步收紧楼市调控政策，**其中包括：落户满 3 年且需提交连续 3 年个税或社保证明方可购房；离异后 3 年内购房按离异前政策标准执行；二手房转让增值税征免年限由 2 年调整为 5 年；普通住房标准新增总价不超 750 万元指标，二套非普通住房首付比例提至 80%；加强热点楼盘销售管理。

6. **特朗普签署香港法案，中方：将对美方实施制裁。**特朗普当地时间 14 日宣布，他已签署一项法规，将对“协助限制香港自治”的中国实体和个人实施制裁。他同时表示，已签署行政命令结束给予香港的特殊待遇。对此，外交部 7 月 15 日发布声明回应：近日，美方不顾中方严正交涉，将美国会通过的所谓“香港自治法案”签署成法。美方法案恶意诋毁香港国家安全立法，威胁对中方实施制裁，严重违反国际法

和国际关系基本准则，是对香港事务和中国内政的粗暴干涉。中国政府对此坚决反对，予以强烈谴责。如果美方一意孤行，中方必将予以坚决回应。

7. **保险资金配置权益类资产比例上升。**7 月 17 日，银保监会发布了《关于优化保险公司权益类资产配置监管有关事项的通知》。《通知》发布后，保险公司的自主运作空间将得以加大，配置权益类资产的弹性和灵活性不断增强，最高可占到上季末总资产的 45%。如果提升到 45%理论上可为 A 股带来 9000 亿元左右的增量资金。

宏观大类:

国内而言，1、中国经济持续改善，二季度 GDP 及 6 月数据基本恢复到疫情前水平，但上半年局面可支配收入实际同比下降指向消费端有所疲软，关注后续是否出台更多的消费刺激政策；2、货币政策短期有所改善，央行本周净投放 5300 亿元短期改善市场资金面，但财政部下达第四批 1.26 万亿的专项债额度，以及特别国债的发行仍是较大的资金需求，后续仍需关注发行节奏；3、银行不良潜在风险持续走高，政府对中小微企业贷款延期还本付息政策再延长至明年 3 月底，使得不良贷款风险存在一定滞后性，但二季度银行的不良贷款率已经出现上升的态势。

国际而言，1、全球疫情仍严峻，美国 7 月 16 日单日新增 7.8 万病例，美国疫情新增曲线持续恶化；2、中美贸易摩擦风险上升，中美之间围绕香港问题可能再掀摩擦；3、欧、美财政刺激陷入僵局，欧盟领导人峰会近期举行将讨论欧盟 2021-27 年度预算，以及规模达到 7500 亿欧元的复苏基金的问题，但与会外交官们称，欧盟 27 国在方案的总体规模、附带条件等关键问题上仍存在分歧，其中最主要的障碍在于获得援助的审批程序，而美国第一轮疫情救助方案将于 7 月底到期，但两党目前在救助计划支出金额和领域方面已经存在很大分歧，再加上特朗普提出关于工资税的述求，可能会拖延谈判时间。

综上所述，近期国内经济改善，险资配置比例上升，上证指数修订等因素仍在支持 A 股走强，而美股仍无视疫情持续恶化，市场对于美国第二轮疫情救助方案和欧洲复苏基金仍较为乐观，全球风险资产仍处于良性上升的区间。但我们认为后续的风险正在持续上升，与此同时风险资产上升的动力有所减弱。一方面是来自于国内，无论是长期（收入下降）还是短期（销量下降）因素正指向消费走弱，亟需更多的消费刺激政策支持，另一方面来自于国外，欧美的财政刺激方案不确定性在上升，同时疫情正在持续拖累其经济增长。反观债券，在一轮快速下跌之后，近期债券开始出现修复，如果后续政策延续宽松，而股指承压，则债券的配置价值将持续凸显。

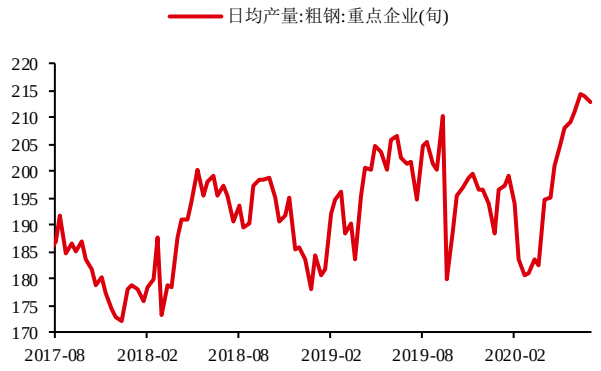
策略：股市>债券=商品，警惕风险上升；
风险点：中美多方面博弈发酵；美国大选特朗普连任概率持续走低；中国经济不及预期；欧美财政刺激方案落空。

大类资产表现跟踪

大类资产	名称	现价	日涨跌幅（%）	周涨跌幅（%）	本月以来（%）	今年以来（%）
权益	道琼斯工业平均指数	26,671.95	-0.74%	2.29%	-0.91%	15.65%
	标准普尔500指数	3,224.73	-0.06%	1.25%	8.33%	29.73%
	纳斯达克综合指数	10,503.19	-0.45%	-1.08%	31.30%	59.51%
	上证综合指数	3,214.13	-4.38%	-5.00%	10.63%	28.88%
	伦敦金融时报100指数	6,290.30	-0.04%	3.20%	-15.09%	-6.59%
	巴黎CAC40指数	5,069.42	-0.77%	1.99%	-10.71%	8.35%
	法兰克福DAX指数	12,919.61	-0.09%	2.26%	3.95%	22.36%
	东京日经225指数	22,696.42	-1.09%	1.82%	4.32%	13.40%
	恒生指数	25,089.17	-1.54%	-2.48%	-3.84%	-1.63%
	圣保罗IBOVESPA指数	102,888.30	1.08%	2.86%	-1.77%	17.07%
大类资产	**名称**	**现价**	**日涨跌幅（BP）**	**周涨跌幅（BP）**	**本月以来（BP）**	**今年以来（BP）**
债券	美债10Y	0.64	-	(1.00)	(104.00)	(208.00)
	中债10Y	2.95	(0.99)	(8.51)	(20.49)	(29.16)
	英债10Y	-	(25.19)	(21.93)	(50.92)	(134.33)
	法债10Y	-	13.10	14.50	27.00	(70.80)
	德债10Y	(0.47)	2.00	3.00	10.00	(72.00)
	日债10Y	0.01	(1.00)	(0.40)	22.00	1.40
大类资产	**名称**	**现价**	**日涨跌幅（%）**	**周涨跌幅（%）**	**本月以来（%）**	**今年以来（%）**
大宗商品	螺纹钢.SHFE	3,726.00	-0.53%	0.98%	7.38%	2.46%
	铁矿石.DCE	826.00	-1.31%	4.49%	26.01%	67.04%
	铜.LME	6,437.00	0.66%	0.12%	2.70%	7.44%
	铝.LME	1,663.00	-0.92%	-1.54%	-3.23%	-9.99%
	镍.LME	13,115.00	-3.14%	-3.28%	-23.39%	22.11%
	WTI原油	-	1.10%	1.10%	-23.80%	-9.11%
	甲醇.CZCE	1,796.00	-2.34%	1.30%	-25.35%	-24.79%
	PTA.CZCE	3,556.00	-1.39%	0.28%	-30.49%	-36.95%
	大豆.CBOT	895.00	1.36%	0.59%	1.02%	0.22%
	豆粕.DCE	2,901.00	0.80%	0.62%	0.73%	0.51%
	白糖.DCE	5,115.00	-1.88%	-1.84%	-7.12%	-8.83%
	棉花.DCE	11,945.00	-1.12%	-0.91%	-0.58%	-9.72%
	黄金.COMEX	1,812.00	-0.05%	0.57%	22.57%	41.19%
	白银.COMEX	19.75	-0.30%	3.49%	35.91%	27.80%
大类资产	**名称**	**现价**	**日涨跌幅（%）**	**周涨跌幅（%）**	**本月以来（%）**	**今年以来（%）**
外汇	美元指数	96.01	-0.03%	-0.68%	-3.41%	-0.37%
	中间价:美元兑人民币	6.99	0.13%	-0.28%	-2.10%	1.87%
	美元兑日元	107.03	0.07%	0.10%	-0.97%	-2.97%
	欧元兑美元	1.14	0.16%	1.14%	4.86%	-0.13%
	英镑兑美元	1.26	-0.15%	-0.42%	2.20%	-1.03%

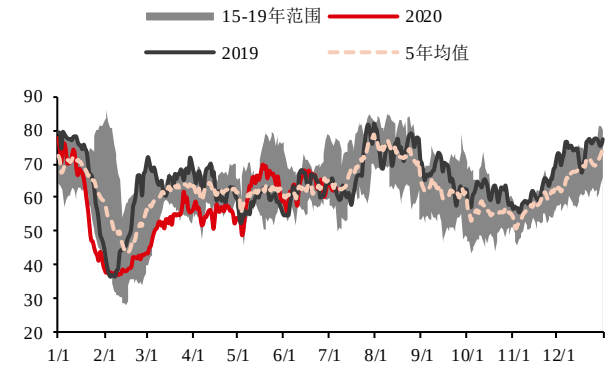
宏观经济

图 1： 粗钢日均产量 单位：万吨/每天



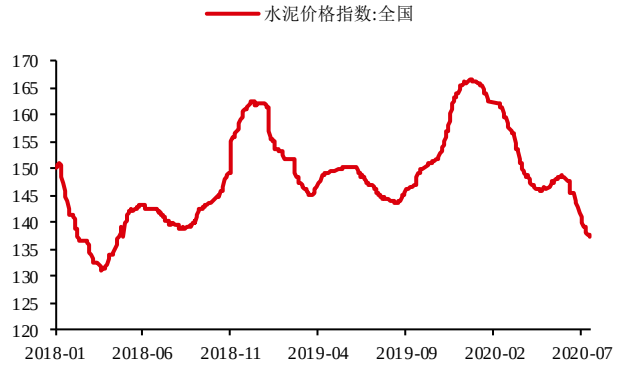
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 2： 6 大发电集团日均耗煤量 单位：万吨



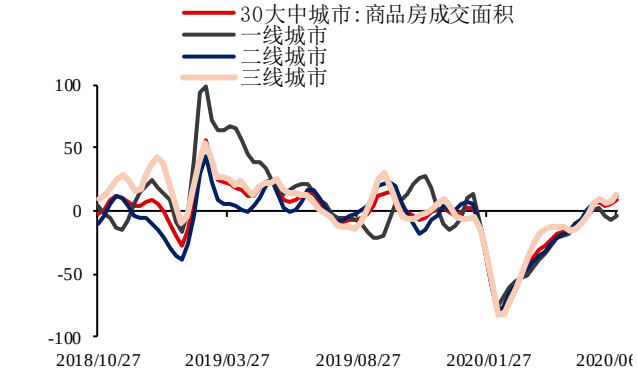
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 3： 水泥价格指数 单位：点



数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 4： 30 大中城市商品房成交面积 4 周移动平均同比 单位：%



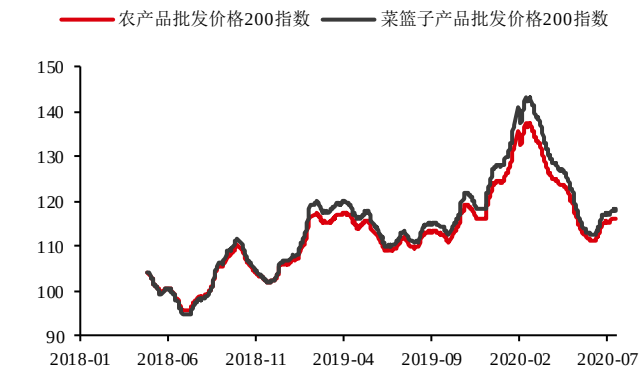
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 5： 猪肉平均批发价 单位：元/千克



数据来源：Wind 华泰期货研究院

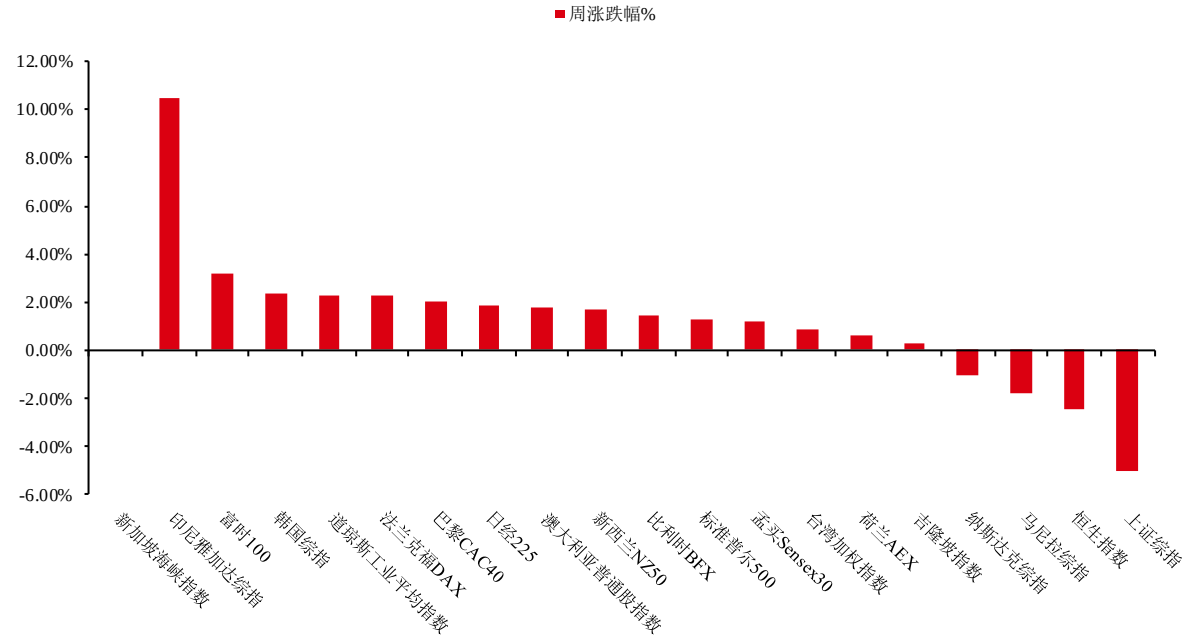
图 6： 农产品批发价格指数 单位：无



数据来源：Wind 华泰期货研究院

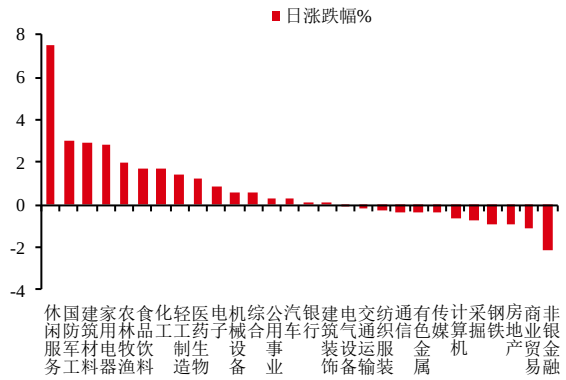
权益市场

图 7： 全球重要股指周涨跌幅 单位：%



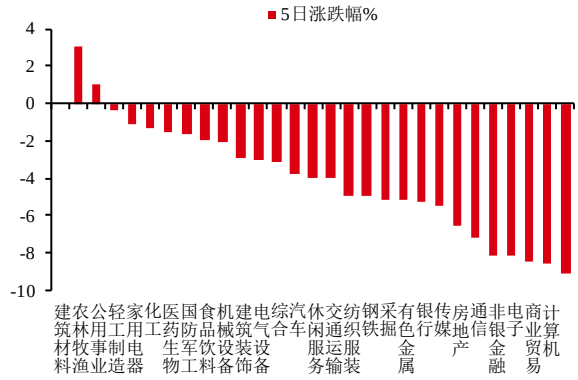
数据来源：Bloomberg Wind 华泰期货研究院

图 8： 行业日涨跌幅 单位：%



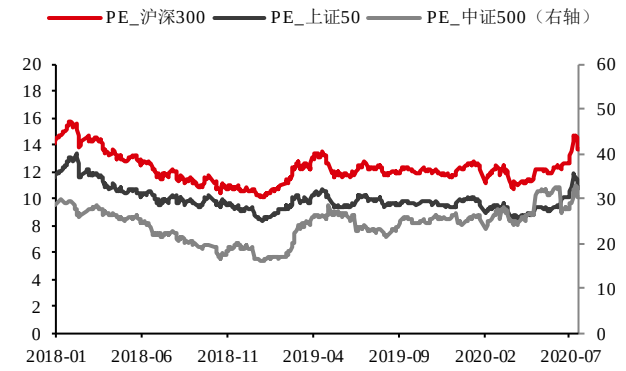
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 9： 行业 5 日涨跌幅 单位：%



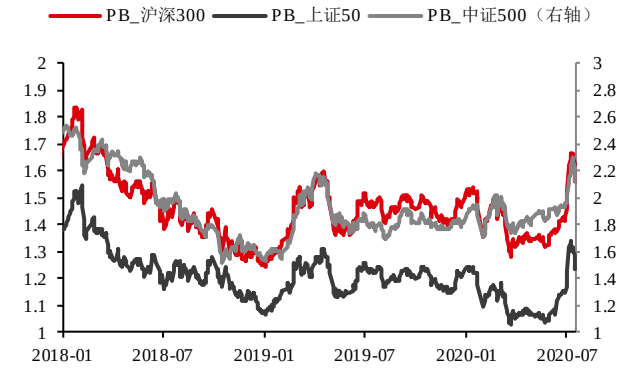
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 10： PE 单位：倍



数据来源：Wind 华泰期货研究院

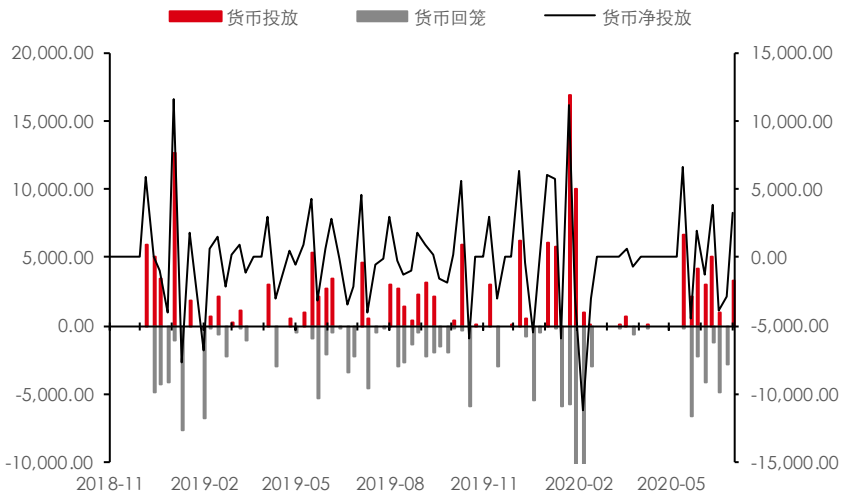
图 11： PB 单位：倍



数据来源：Wind 华泰期货研究院

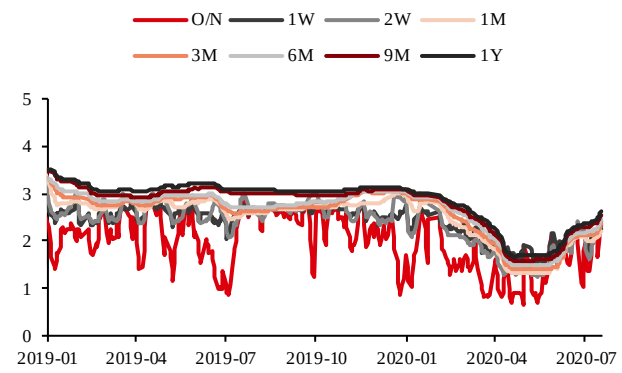
利率市场

图 12： 公开市场操作 单位：亿元



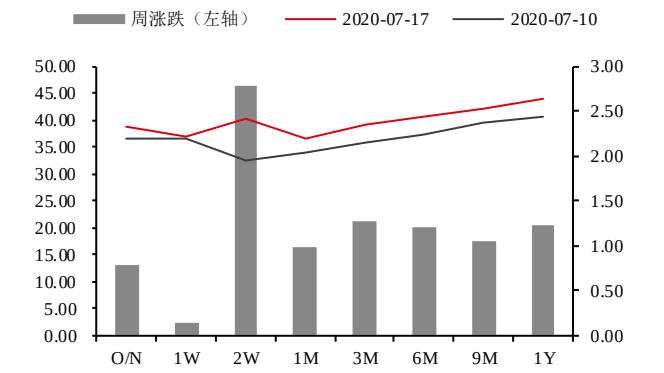
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 13： SHIBOR 利率走势 单位：%



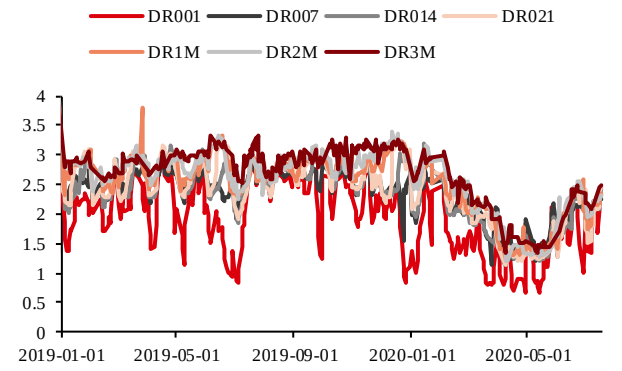
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 14： SHIBOR 利率周涨跌幅 单位：%，BP



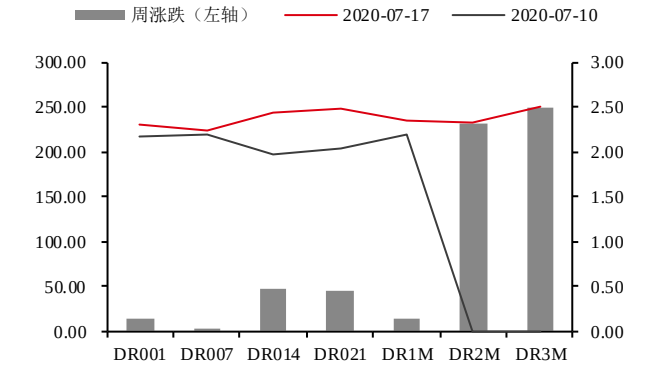
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 15： DR 利率走势 单位：%



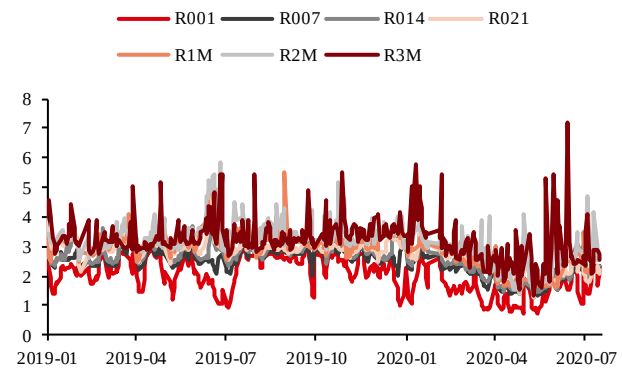
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 16： DR 利率周涨跌幅 单位：%，BP



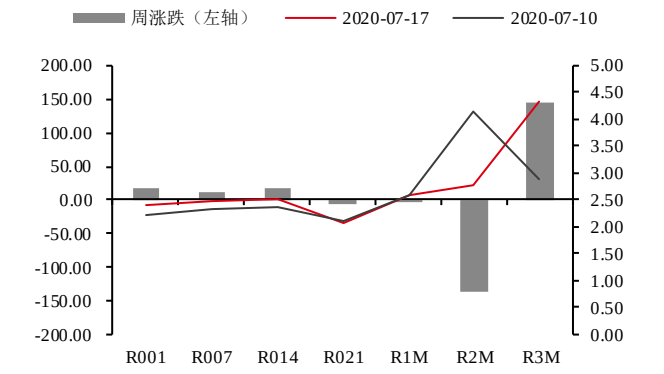
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 17： R 利率走势 单位：%



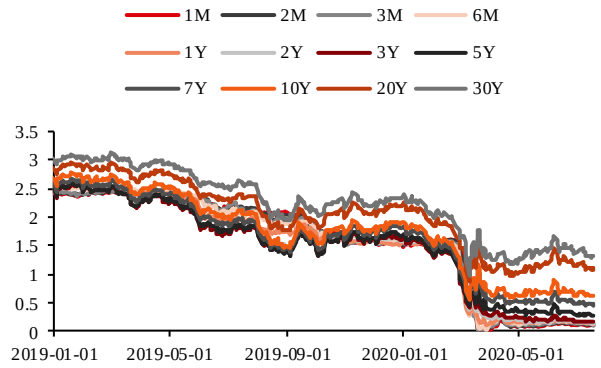
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 18： R 利率周涨跌幅 单位：%，BP



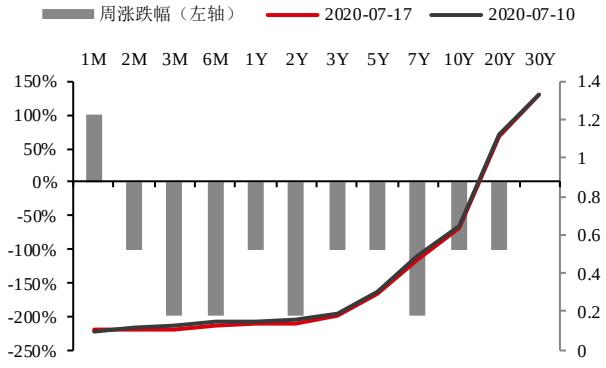
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 19：　各期限美债利率曲线　　单位：%



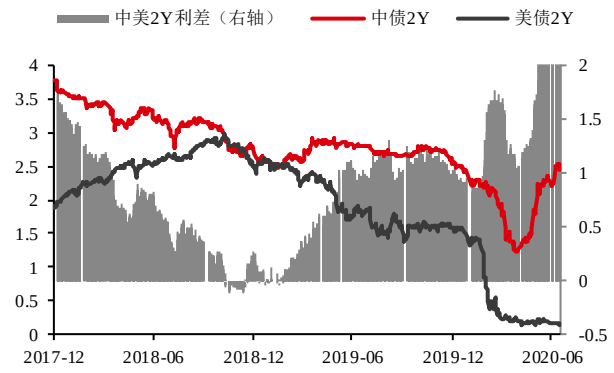
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 20：　美债收益率周涨跌幅　　单位：%，BP



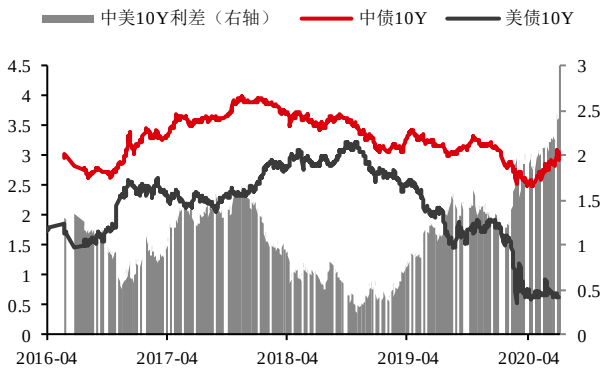
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 15：2 年期国债利差　　单位：%



数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 16：10 年期国债利差　　单位：%



数据来源：Wind 华泰期货研究院

外汇市场

图 21： ：美元指数 单位：无



数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 22： ：人民币 单位：无



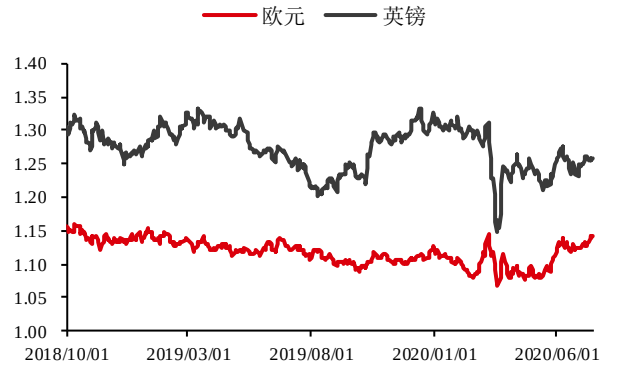
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 23： ：美元兑日元 单位：无



数据来源：Wind 华泰期货研究院

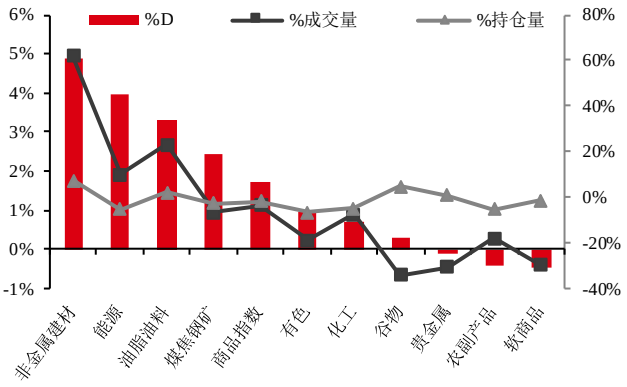
图 24： ：欧元&英镑 单位：无



数据来源：Wind 华泰期货研究院

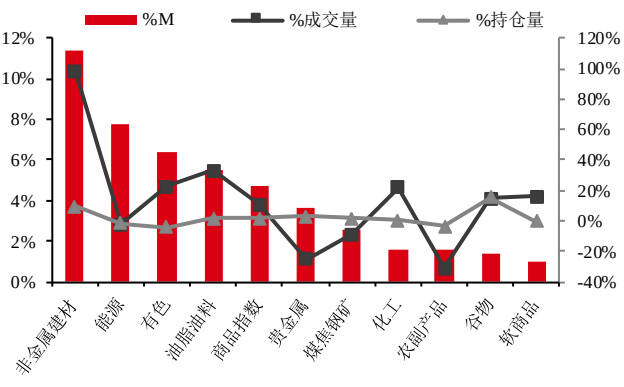
商品市场

图 25： 板块价格周度变动 单位：%



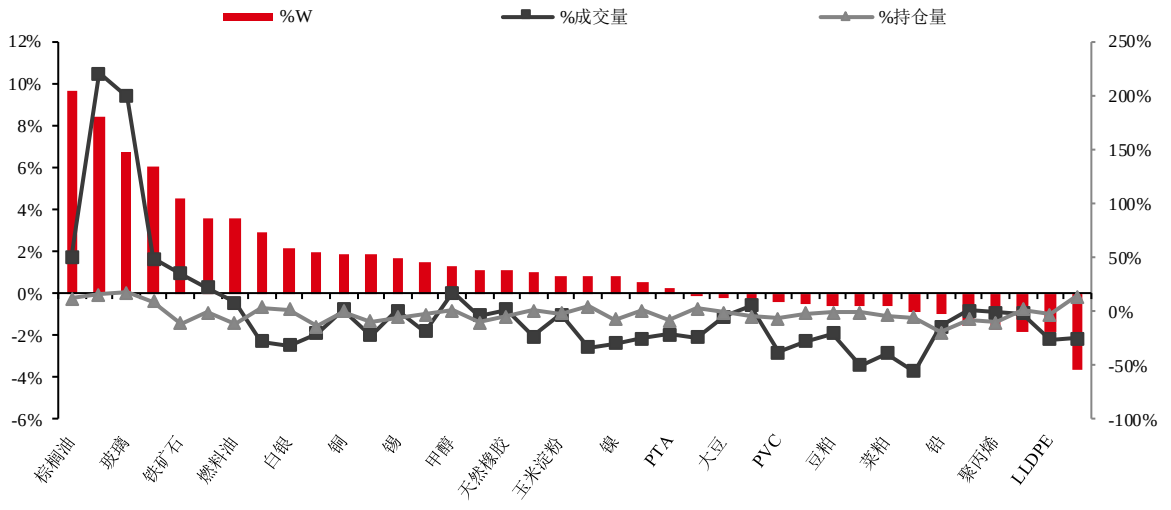
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 26： 板块价格月度变动 单位：%



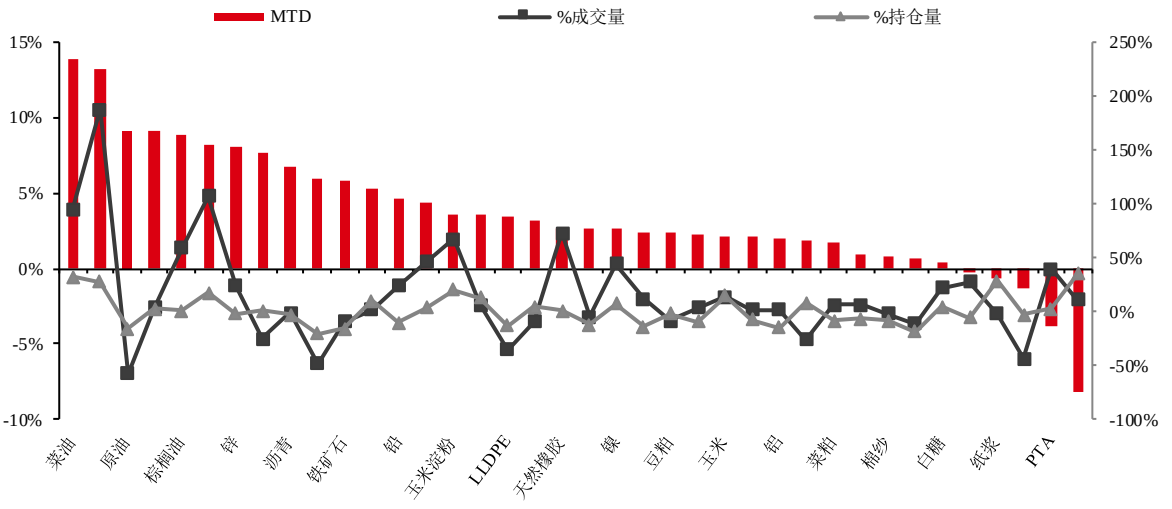
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 27： 品种价格周度变动 单位：%



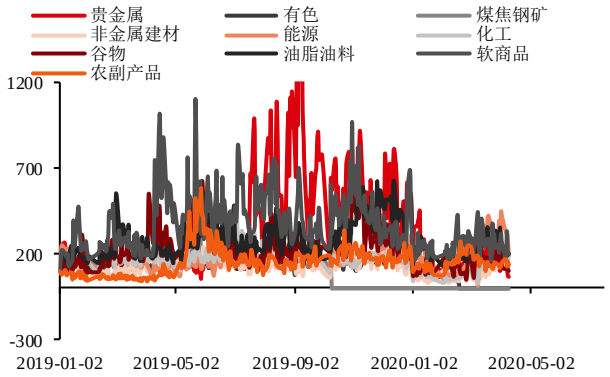
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 28： 品种价格月度变动 单位：%



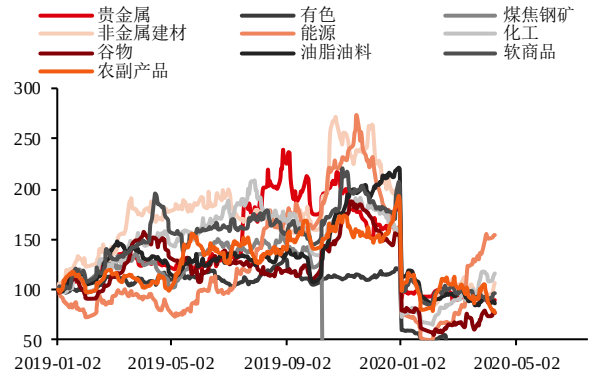
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 29：　板块成交量（指数化）　　单位：点



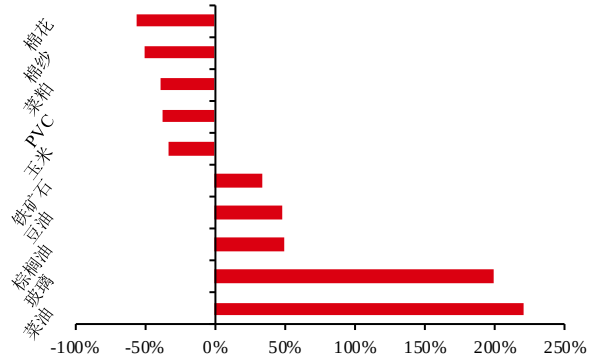
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 30：　板块持仓量（指数化）　　单位：点



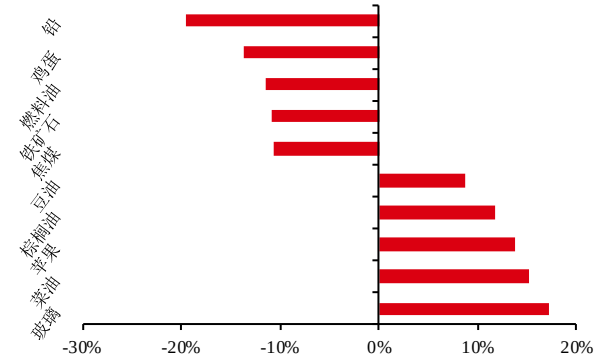
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 31：　成交量周度变化(前五vs后五)　　单位:%



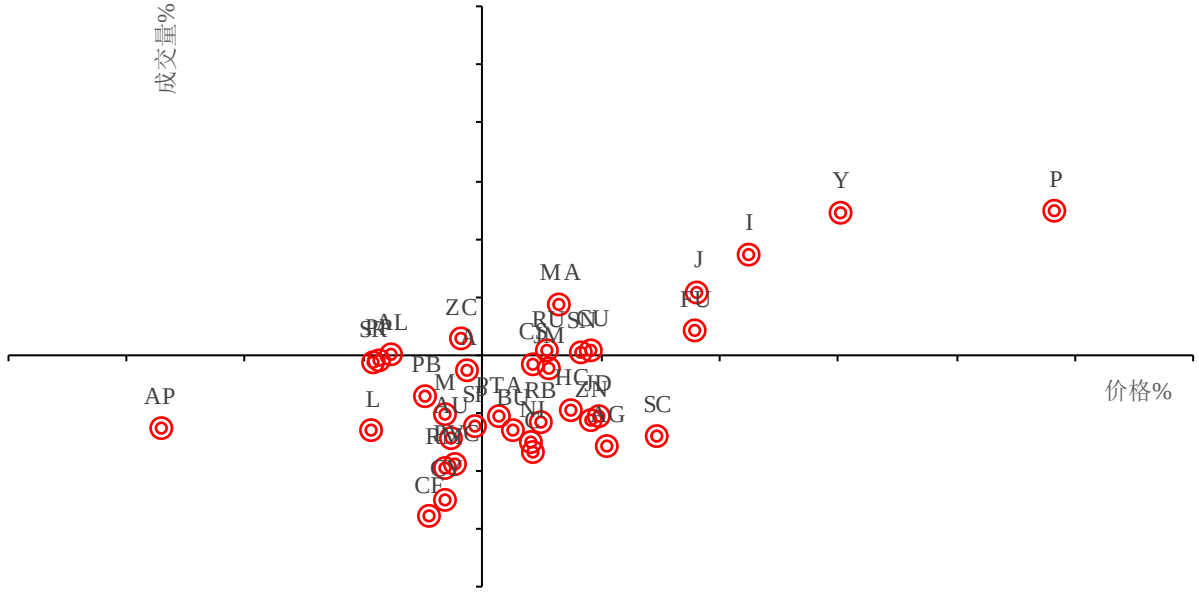
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 32：　持仓量周度变化(前五vs后五)　　单位:%



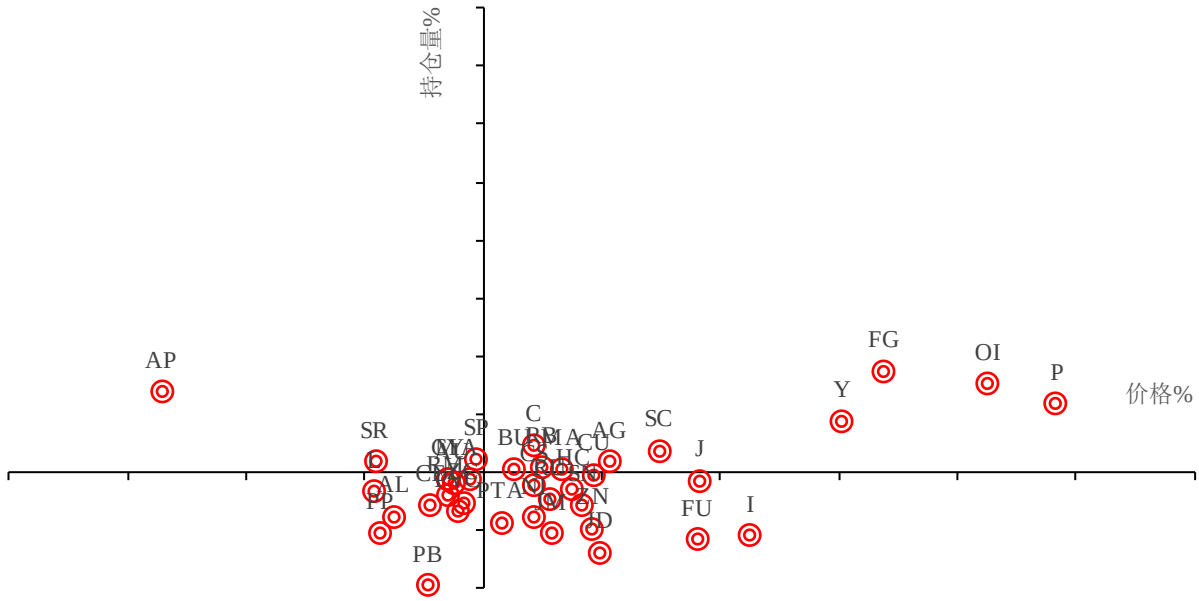
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 33： 价格% VS 成交量% 单位：%



数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 34： 价格% VS 持仓量% 单位：%



数据来源：Wind 华泰期货研究院

免责声明

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、结论及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，投资者并不能依靠本报告以取代行使独立判断。对投资者依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、 发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。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“华泰期货研究院“，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

华泰期货有限公司版权所有并保留一切权利。

公司总部

地址：广东省广州市越秀区东风东路761号丽丰大厦20层

电话：400-6280-888

网址：www.htfc.com