

2020年9月7日星期一

01

## 每日策略观点

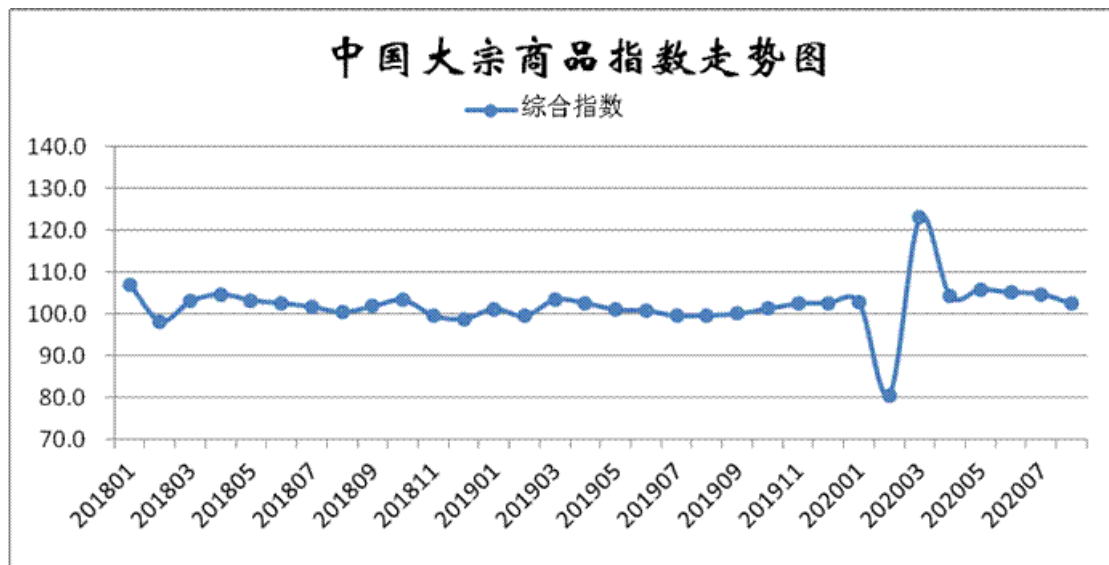
### 市场技术点评： 行情的性质

上周五乃至新交易周都还在不确定周期，越是接近后期，不确定特征就会暴露出来，在这个框架中，总量收缩，在结构性机会依然在创业板；但即便结构也会有最后结束的时刻，目前创业板的独特交易制度会在其内部寻求扩张，一个方向是低纬度空间里对“面”的突破，第二方向是在低纬度结束后，向高纬度进展，这是最积极的。对于主板而言，大面积需要回撤，但对冲交易仍旧会继续，但与之前的对冲相比，目前会更多考虑低成本对冲，前期多次被利用的各种预期与题材将出现风险，而低预期品种上却出现了积极配置因素。从经济预期角度来理解，能够对冲疫情以及经济不确定下的各种板块，在今年早期至今已经做了充分表达，目前面临透支，相对，受疫情打击或者受经济因素干扰的行业在下一阶段中要更积极去配置。我们在进一个多月的观察中发现，市场的天花板已经下移，本质就是市场估值在下移，这要求估值上要体现结构性，高跌低涨，其实创业板的弹性也反映了这个特征。

高低价的风险是一种高价股回撤上或者是交易上的风险，这一点反映在自19年1月以来涨幅前列的公司中，他们的回撤不是趋势性的，但交易上需要回避，而目前低预期或者低价的对冲也不是长期支持的，也是交易上的。但为何难以区分或者难以做仓位选择，是因为社会平均成本都已经上移，历史已经将多数人抛弃，历史性机遇低价配置核心资产的时机已经过去，指望回到过去与指望继续创造天价趋势，同样都是错误的，我们只能采取低配或者将盈利部分锁定在好资产之中，市场回撤中还要注意区别核心中的瑕疵，做好慎重选择。我们建议的操作策略是核心资产（三成）+三成资金对标自己的核心资产进行T+0交易+三成资金去做好对冲与博弈+一成现金，每天基本控制在6成仓位之内。我们要做好核心资产下一个阶段的回撤预期，这是近期的重要风险点，同时注意创业板与科创板的交易性机会。市场的另一个压力来自美股美元制造的全球恐慌情绪，尤其对于美股，出现系统性风险的可能性在放大，将波及A股的波动性，短期注意油价下跌将拖累全球资产价格，这是最严重的系统性风险信号，从对冲角度，一旦这个阶段的黄金对冲是失效的，请大家自觉提高风险等级的预期。

**情报一：物流与采购协会：8月份中国大宗商品指数（CBMI）为102.5%**

从指数的变化情况来看，本月CBMI虽出现回落，但这主要是受供应指数大幅下跌的影响，而销售指数触底反弹，库存指数也有明显回落，显示本月供应压力有所缓解，商品需求开始回暖，之前供需错配的矛盾正在缓和，国内大宗商品市场开始出现积极的变化。进入9月份，随着天气好转，传统施工旺季的来临，全国性的需求有望进一步好转，加之在宏观面向好的背景下，预计市场信心继续恢复，我们认为国内大宗商品市场稳中向好的格局基本确立，商品价格有望震荡走强。



供应增速开始减缓。2020年8月份，大宗商品供应指数为103.3%，较上月回落5.9个百分点，指数在连续四个月上升后，本月出现回落，显示随着部分行业生产利润收窄以及各地环保限产趋严的作用下，商品产量开始下降，市场供应增速继续下滑。从各主要商品情况来看，本月各商品供应量均呈现较上月增加的态势，但除成品油供应量增速继续加快外，其余品种均呈现增速减缓的格局。本月钢铁、铁矿石、煤炭、有色金属、化工和汽车供应量较上月分别增加2.4%、4.6%、3.4%、1.2%、2.6%和2.3%，增速分别减缓4.0、6.8、4.7、1.2、1.0和11.1个百分点；成品油供应量较上月增加8.7%，增速加快1.5个百分点。

市场需求有所回暖。2020年8月份，大宗商品销售指数为102.6%，指数较上月回升0.9个百分点，指数时隔两个月后止跌回升，显示市场淡季不淡，终端及贸易商的采购意愿有所增强，市场需求有所回暖。从各主要商品情况来看，化工销售量止跌回升，煤炭、成品油、有色金属和汽车销售量继续增加，且增速有所加快，铁矿石销售量继续上升，但增速略有减缓，钢铁销售量继续减少，但降幅有所收窄。本月化工商品销售量较上月增加1.5%；煤炭、成品油、有色金属和汽车销售量较上月分别增加4.2%、2.3%、7.3%和6.9%，增速分别加快1.7、2.1、1.9和4.0个百分点；铁矿石销售量较上月增加2.7%，

但增速减缓2.2个百分点；钢铁销售量较上月减少2.2%，但降幅较上月收窄1.4个百分点。商品库存压力减缓。2020年8月份，大宗商品库存指数为100.8%，较上月回落3.5个百分点，该指数在连续两个月上升后，本月出现回落，显示随着供给端增速减缓，消费端开始回暖，市场供需衔接逐渐顺畅，供求关系有所改善，商品库存压力有所缓解。各主要商品中，有色金属库存量有所下降，其余各品种库存增速均出现减缓。本月有色金属库存量较上月减少1.5%，时隔两个月后再现下降趋势；钢铁、铁矿石、煤炭、成品油、化工和汽车库存量较上月分别增加2.1%、0.6%、0.9%、2.6%、1.9%和0.6%，增速分别减缓2.5、3.5、2.4、0.9、2.6和8.1个百分点。

从以上情况来看，8月份国内大宗商品市场基本面正在逐步好转，特别是需求端好于往年，加之供应端出现收缩，商品库存压力有所减弱，市场供需矛盾得到缓解。进入9月份，随着传统施工旺季的来临，全国性的需求回升有望得到保障，基本面将会继续好转，加之宏观面持续向好，预计市场信心或将进一步好转，进而带动大宗商品现货价格的再次走强，但也要防止可能冲高回落带来的调整。

## 1、宏观面整体继续向好

今年的宏观面与2007-2008年类似。2007-2008年美联储先后10次降息，于2008年年底将基准利率调降至零附近，之后又先后进行了三轮量化宽松政策，致使实际利率不断走低。直至2015年年末，美联储才再度重启加息周期。以铜价为例，从美联储完成全部降息动作至铜价于2011年冲顶，铜价涨幅几乎翻倍。今年3月，美联储为应对新冠肺炎疫情的冲击先后2次紧急降息，将基准利率调降至零附近，并且又采取空前规模的量化宽松政策。相较2007-2008年的QE力度，大宗商品价格仍存在较大的上行空间。在2008年次贷危机之后，美联储通过先后三轮的QE刺激，使得经济逐步恢复。从美联储首度开启QE直至逐渐退出QE，其间诸如PMI或是CPI等反映经济状况、通胀水平的指标均在相对健康的区间至少维持了3-4年。目前PMI回升至50上方才2个月，而CPI则仍然处于较低位置，加之美国的疫情仍未得到有效控制，美联储贸然退出超强力度QE的可能性较低。而这将利多大宗商品板块。

国内方面，中国物流与采购联合会、国家统计局服务业调查中心发布的2020年8月份中国制造业采购经理指数（PMI）为51.0%，较上月小幅回落0.1个百分点，连续6个月运行在50%以上，经济保持平稳复苏态势。从分项指数来看，新订单、出口订单、积压订单等指数，都有小幅提高，表明扩大内需政策效果继续显现；特别是出口有逆势回升迹象。从本月PMI的变化情况来看，当前国内市场需求加快回升，供需协同性增强，新动能加快复苏，大中型企业较快增长，经济高质量发展具备基础。

## 2、美元下跌趋势难逆转

当前美元下跌的主要原因在于美国疫情形势严峻程度居全球首位、欧盟逐渐复工且欧盟复兴基金缓解人们对欧元解体担忧、美联储扩表以及财政扩张均推高美元供给，中期美元走势核心因素仍在于美国能否控制住疫情实现经济复苏。此外，截止8月14日的当周，初请失业金人数再度回升至100万人上方，市场预期将有更多的刺激政策出台，整体来看，短期数据均将压制美元的反弹空间。综合来看，美元的下跌趋势为大宗商品市场营造了乐观氛围，市场做多情绪渐起，同时国内大宗商品下游消费正逐渐走出淡季，旺季消费预期向好，预计大宗商品价格将易涨难跌。

## 3、国内资金略有收紧

据央行数据，7月份人民币贷款增加9927亿元 同比少增631亿元。7月份社会融资规模增量为1.69万亿元，比上年同期多4068亿元。7月末M2同比增长10.7%，增速比上月末低0.4个百分点，比上年同期高2.6个百分点；M1同比增长6.9%，增速分别比上月末和上年同期高0.4和3.8个百分点；M0同比增长9.9%。当月净投放现金408亿元。从信贷数据来看，7月份资金环比略有收紧，但相比去年依然保持宽松态势。在上半年国内货币流动性大增的情况下，适当收紧十分必要，毕竟在当前国内经济活动普遍复苏的情况下，持续注入流动性反而会透支经济发展活力。不过在国外经济依然饱受疫情困扰的情况下，国内的货币流动性短期仍将以宽松为主，对大宗商品市场也将起到正向促进的作用。

## 4、旺季消费预期乐观

9月初，传统消费旺季来临，加上当前影响钢材需求的洪水因素也在逐渐消退，预计后市大宗商品市场需求将有较好保障。一方面，在传统的金九银十旺季，基建、房地产等钢材消耗会加快增长，从房地产市场来看，1-7月份，房地产开发投资同比增长3.4%，增速比1-6月份提高1.5个百分点；房屋新开工面积下降4.5%，降幅比1-6月份收窄3.1个百分点；房地产开发企业土地购置面积比同比下降1.0%，降幅比1-6月份扩大0.1个百分点；土地成交价款5382亿元，增长12.2%，增速提高6.3个百分点，表明目前房地产市场进入加速回升状态，给钢铁等大宗商品需求带来了良好的支撑。抗疫特别国债可用于基建的政策也有利于各地基建项目加快推进。此外，8月底长江中下游干流全面退出防汛抗洪警戒，也有利于进一步巩固大宗商品市场的旺季需求。

### 我们的观点：

一、8月份中国大宗商品指数显示供给端受成本与环保因素影响而下降，代表消费的下游需求明显在增加，导致实际库存也在减少，这是指导9月大宗商品价格上涨预期的基础，还包括马上金九银十快到了，消费黄金期将促进大宗新预期。这些综合因素其实集中反

映了疫情、夏季水灾等经济悲观预期对经济实际的冲击在减弱，市场负面情况下的对冲性未来会减弱，而正向预期或者说是低预期正在改变未来市场的主题结构与配置；对指数而言， $\alpha$ 因子效率会降低，低 $\beta$ 将强化配置，先期市场会因配置发生剧烈回撤，后期指数会从 $\beta$ 中得到上升指引。大宗商品指数指导市场进入新预期与新配置，但需要时间，目前主配低预期阶段开始。

二、虽然货币连续数月出现收紧，但指导全球大宗的美元指数出现长期下跌趋势，破94平台后会非常确定向下，为全球大宗商品价格上涨迎来确定预期。