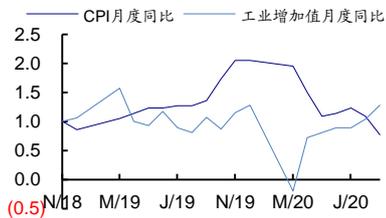


CPI与工业增加值月度同比增速

宏观数据

固定资产投资累计同比	.80
社零总额当月同比	3.30
出口当月同比	-20.70
M2	10.90

相关研究报告:

《大类资产配置月报：大宗商品大有可为》——2020-09-04
 《宏观经济月报：四季度投资拉动或再次上升，消费修复动能仍充足》——2020-10-23
 《宏观经济月报：消费补偿增长叠加积极财政或推动国内经济短期过热》——2020-09-30
 《大类资产配置月报：“股强债弱”格局仍将延续》——2020-10-12
 《宏观经济月报：7月国内经济修复放缓大概率仅是短期现象》——2020-08-24

证券分析师：徐亮

电话：021-60933155
 E-MAIL: xuliang@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编号：S0980519110001

证券分析师：董德志

电话：021-60933158
 E-MAIL: dongdz@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编号：S0980513100001

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

宏观月报

大选结束后，风险资产有望迎来普涨

● 国内大类资产月度展望

后续来看，随着美国大选结束，市场的不确定性将明显下降，投资者的风险偏好情绪将会有所提升。而新冠疫苗在11月可能会有进一步的进展，美国的刺激政策也有可能在短期落地，这也会明显提振投资者情绪，预计风险资产还将会有较好的表现。在各大类资产后续表现方面：

(1) 股票市场：在美国大选的不确定性消除之后，后续新冠疫苗在11月可能会有进一步的进展，这将明显抵消欧美疫情二次爆发带来的负面影响；另外，美国的刺激政策也有可能在短期落地，这都会明显提升投资者风险偏好。而且在市场对“十四五”规划的期待中，相信国内股市会有不错的表现。但仍然需要关注可能存在的通胀情况，并需要提防外部经济冲击以及明年二季度内在经济走势的自然趋缓对股市的影响，结构上建议侧重于低估值的周期品。

(2) 债券市场：后续来看，在确定性经济增长（明年一季度）+通胀担忧的情景下，长期利率依然存在上行压力，10年期国债利率有望向3.5%靠拢。而且短期来看，10月中采PMI维持在较高的景气扩张区间，已连续八个月处于景气扩张区间，企业生产经营活动继续加快恢复。

目前，虽然国债期货的基差处于较低水平，期货上的多头投资者情绪较好，但这并不意味着后市上涨概率较大。从历史上来看，与当前环境类似的时期是2017年下半年，当时国债期货基差水平也比较低，债券市场整体表现也较为弱势，而从债券市场后续的走势来看，当时国债期货价格不断下跌，基差最终也出现了明显上行。虽然历史的经验不能完全照搬，但也能给我们提供一个参考。

另外，建议投资者可以把债市后续波动幅度预期适当调高一些。近期货价格基本维持震荡走势，但持仓量却出现大幅上行。在2020年9-10月期间，十年期合约的持仓量上行超过了2万手，而T2012的价格却基本没有变化，这说明期货市场上的多空分歧较为严重。出现这一现象之后，往往意味着后市债券的波动率将会提升，后续如果持仓量不平稳下行，那么一旦市场选择了方向，无论多空，拥挤的交易盘将会使得价格波动幅度远超市场预期。

(3) 商品市场：与股票等风险资产一样，相信商品价格在11月上漲的概率更大一些。特别是原油等化工品种，这一品种在前期下跌幅度较大，主要受到了欧美疫情二次爆发、利比亚增产、美国大选带来不确定性等因素的影响。而后续来看，在需求可能会好于预期的情况下，化工品的上涨概率会更大一些，这也会带动工业品通胀逐步升温。中期来看，预计“经济恢复的滞后反应”叠加“货币投放引发的胀因素”将强烈支持商品价格，相对来说，商品资产的表现未来可能会优于股市表现。

(4) 外汇市场：短期来看，美元指数在底部维持震荡的概率较大，再进一步下跌的空间不大了。与之相比，受中外疫情、经济修复、货币政策等因素的影响，人民币汇率依然存在较强支撑，但在美元指数不进一步下跌的情景下，人民币汇率也很难继续呈现快速升值的现象。因此预计后续人民币汇率将会维持偏强震荡的状态。

内容目录

大类资产价格变化月度回顾：人民币汇率表现强势	4
股票：冲高回落	5
债券：期货反弹，现券偏弱	6
外汇：美元指数低位震荡，人民币继续升值	8
商品：风险偏好降低，商品价格表现不佳	8
各大类资产估值比价情况	10
历年来国内主要资产表现情况	10
历史分位点水平看各资产估值情况	10
股债相对估值	11
各大类资产收益波动比较	13
货币信用大类资产配置框架月度跟踪	13
货币信用风火轮当月状态判断	13
货币信用风火轮框架下的风险平价组合跟踪	14
国内大类资产月度展望	17
国信证券投资评级	19
分析师承诺	19
风险提示	19
证券投资咨询业务的说明	19

图表目录

图 1: 国内各大类资产在 2020 年 10 月的表现	5
图 2: 上证综指在 2020 年 10 月的表现	5
图 3: 股票及其风格指数在 2020 年 10 月的表现	6
图 4: 10 年期国债期货在 2020 年 10 月的表现	7
图 5: 国债期限利差 (10-1) 的表现	7
图 6: 货币市场加权利率走势	7
图 7: 5 年中票信用利差表现情况	8
图 8: 美元兑人民币汇率及美元指数走势	8
图 9: 各类商品指数在 2020 年 10 月的表现	9
图 10: 南华工业品指数走势	9
图 11: 历年国内主要资产表现情况	10
图 12: 国内各大类资产价格处于历史五年的百分位点情况 (2020.10)	11
图 13: 沪深 300 股息率/10 年国债利率及其百分位点	12
图 14: 沪深 300 市盈率倒数-10 年国债利率及其百分位点	12
图 15: “货币+信用”组合状态与大类资产价格变化关系一览 (概率按次数计算)	13
图 16: “货币+信用”组合状态与股票市场变化关系一览 (概率按次数计算)	14
图 17: 2020 年 11 月货币信用框架下的风险平价组合配置比例	15
图 18: 各个资产的权重变化 (2012.03-2020.11)	15
图 19: 股票债券资产的权重变化 (2012.03-2020.11)	15
图 20: 几种资产配置组合的净值走势图比较 (2012.03-2020.10)	16
表 1: 各大类资产价格的月度变化 (2020.10)	4
表 2: 国内各大类资产价格的估值情况 (2020.10)	11
表 3: 国内各大类资产收益的波动比较 (2020.10)	13
表 4: 几种资产组合的比较 (2012-03 至 2020-10)	16

大类资产价格变化月度回顾：人民币汇率表现强势

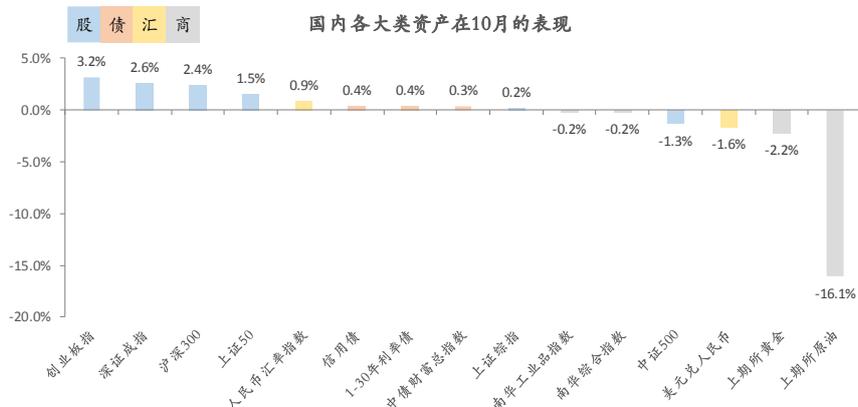
整体来看，2020年10月，各大类资产的优劣表现依次为汇率>股票>债券>商品，人民币汇率表现强势。具体来看：（1）股票在10月冲高回落，具体而言：国庆节期间国内消费市场强劲复苏提振股市情绪，但欧美疫情二次爆发、美国大选导致避险情绪升温等因素又使得股市情绪降温；（2）债市表现依然偏弱，但国债期货已出现反弹，主要原因在于市场担忧经济复苏斜率放缓、投资者对债券供给担忧有所减弱、风险资产表现不佳；（3）商品指数在10月变化不大，整体也呈现冲高回落走势，后续的回落主要受原油大跌拖累；（4）美元指数底部震荡，人民币继续强势升值，在国内经济持续复苏，而欧美疫情二次爆发的情况下，经济基本面对人民币的支撑依然较为明显。

表 1：各大类资产价格的月度变化（2020.10）

各大类资产	上月末价格 (2020-9-30)	当月末价格 (2020-10-30)	期间涨跌	涨跌原因	
股票	上证综指	3218.1	3224.5	0.20%	A股在国庆节后两天出现明显上涨，原因主要在于：（1）长假期间，国内消费市场强劲复苏；（2）海外风险资产普涨带动国内股市情绪；（3）人民币升值明显凸显A股吸引力。但随后，国内股市开始转弱，整体呈现震荡下跌走势，主要原因在于：（1）欧美疫情二次爆发，全球风险资产承压；（2）美国大选之前，市场避险情绪升温；（3）三季度宏观经济数据不及预期，市场担忧经济复苏斜率放缓。
	深证成指	12907.4	13236.6	2.55%	
	创业板指	2574.8	2655.9	3.15%	
	上证50	3232.4	3280.4	1.48%	
	沪深300	4587.4	4695.3	2.35%	
	中证500	6192.5	6111.5	-1.31%	
债券	中债财富总指数	199.6	200.3	0.34%	债市在10月期间的变化大致可以划分为三个阶段： 第一阶段是10月9-15日，节后债市继续探底。债市下跌的原因主要有：（1）长假期间，欧美股市大幅上涨，节后国内股票及商品价格上涨明显，债市表现偏弱；（2）9月进出口数据表现较好；（3）9月金融信贷数据表现超预期，社融增速持续上行；（4）市场依然担忧国债供给压力对债市的影响；（5）同业存单利率表现较弱，影响市场做多情绪。 第二阶段是10月16-27日，债市出现反弹。具体来看，债市反弹的原因主要有：（1）三季度GDP数据略微不及预期，市场被压抑许久的做多情绪有所释放；（2）市场对债券供给的担忧有所减弱；（3）新债发行的需求向好，激发市场做多情绪；（4）风险资产表现相对较弱；（5）市场传言央行降准、窗口指导调控同业存单利率。 第三阶段是10月28-30日，债市小幅调整。具体来看，债市下跌的原因主要在于：（1）国债招标情况显示市场需求一般，投资者又开始对后续债券供给压力较为担忧；（2）资金面相对较为紧张。
	中债1-30年利率债指数	162.8	163.4	0.36%	
	中债信用债总财富指数	187.4	188.1	0.38%	
	10年期国开利率	3.72	3.66	-6.2	
	10年期国债利率	3.15	3.18	3.3	
	1年期国债利率	2.65	2.73	8.1	
汇率	美元指数	93.85	94.02	0.18%	在国内经济持续复苏，而欧美疫情二次爆发的情况下，经济基本面对人民币的支撑依然较为明显，人民币汇率在10月继续明显升值。同时，受疫情二次爆发、美国大选的影响，市场避险情绪升温，美元指数止住跌势，有低位企稳的迹象。
	美元兑人民币（在岸）	6.81	6.70	-1.62%	
	美元兑人民币（离岸）	6.78	6.70	-1.30%	
	人民币汇率指数	94.40	95.23	0.88%	
商品	南华综合指数	1427.0	1423.8	-0.23%	10月上半月，与股市一样，在全球风险偏好上升的环境中，商品价格明显走强；但在下半月，欧美疫情二次爆发使得市场对需求有所担忧，同时美国大选前夕导致避险情绪升温，在原油大跌的影响下，商品价格整体回落明显。
	南华工业品指数	2165.2	2161.0	-0.20%	
	布伦特原油（美元）	42.1	37.9	-10.11%	
	上期所原油	266.6	223.7	-16.09%	
	伦敦现货黄金（美元）	1886.9	1881.9	-0.27%	
	上期所黄金	406.1	397.1	-2.22%	

资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理
 注：债券利率的价格变动单位为：基点

图 1：国内各大类资产在 2020 年 10 月的表现



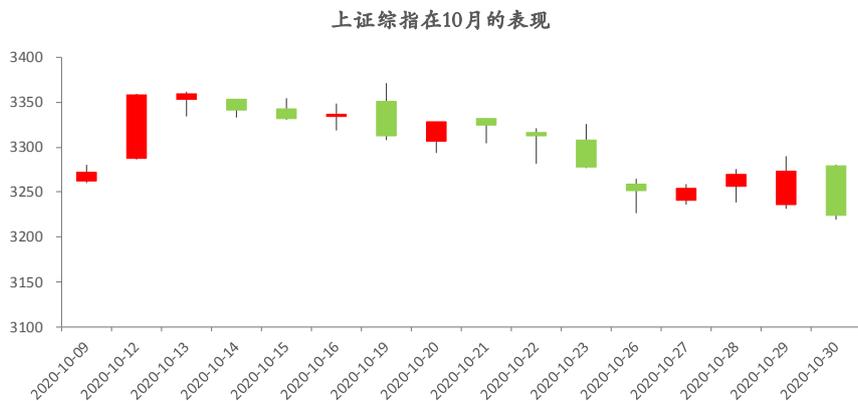
资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

股票：冲高回落

2020 年 10 月，国内股票整体冲高回落，国庆节后两个交易日，股票市场大涨，但随着呈现出震荡回落走势，万得全 A 指数在 10 月小幅上涨 1.1%。从不同类型股票指数来看：（1）上证综指、深证成指和创业板指分别上涨 0.20%、2.55% 和 3.15%；（2）上证 50 和沪深 300 分别上涨 1.48% 和 2.35%，而中证 500 下跌 1.31%；（3）从风格指数来看，消费股和周期股表现不错，分别上涨 3.0% 和 2.4%；成长股维持震荡，仅微涨 0.2%；另外，金融股和稳定股在 10 月分别下跌 0.2% 和 1.0%。

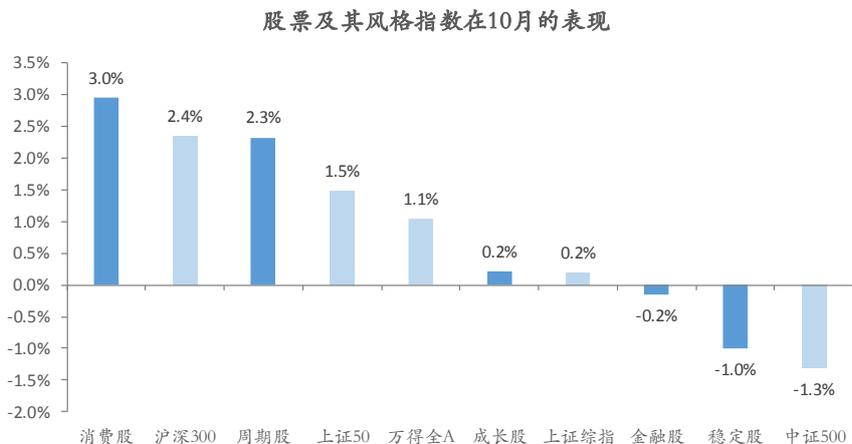
回顾 10 月表现，A 股在国庆节后两天出现明显上涨，原因主要在于：（1）长假期间，国内消费市场强劲复苏；（2）海外风险资产普涨带动国内股市情绪；（3）人民币升值明显凸显 A 股吸引力。但随后，国内股市开始转弱，整体呈现震荡下跌走势，主要原因在于：（1）欧美疫情二次爆发，全球风险资产承压；（2）美国大选之前，市场避险情绪升温；（3）三季度宏观经济数据不及预期，市场担忧经济复苏斜率放缓。

图 2：上证综指在 2020 年 10 月的表现



资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

图 3: 股票及其风格指数在 2020 年 10 月的表现



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理
注: 股票风格指数采用中信风格指数

债券: 期货反弹, 现券偏弱

2020年10月, 在经历连续5个月的调整之后, 国债期货终现反弹, 但现券表现仍然弱势。10月, 10年期国开利率下行约6BP(国开利率下行是因为10年国开换券原因, 实际上200210到期收益率在10月基本维持不变); 10年期国债利率上行约3BP; 1年期国债利率上行约8BP; 国债期限利差(10-1Y)当前为45BP, 整体在10月下行约5BP。

10年期国债期货主力合约T2012上涨0.310元, 上涨幅度约为0.32%, 对应收益率下行约4BP, 国债期货在10月的表现继续强于现券。以10年期国债期货为例, 债市在10月期间的变化大致可以划分为三个阶段:

第一阶段是10月9-15日, 节后债市继续探底。债市下跌的原因主要有: (1)长假期间, 欧美股市大幅上涨, 节后国内股票及商品价格上涨明显, 债市表现偏弱; (2)9月进出口数据表现较好; (3)9月金融信贷数据表现超预期, 社融增速持续上行; (4)市场依然担忧国债供给压力对债市的影响; (5)同业存单利率表现较弱, 影响市场做多情绪。

第二阶段是10月16-27日, 债市出现反弹。具体来看, 债市反弹的原因主要有: (1)三季度GDP数据略微不及预期, 市场被压抑许久的做多情绪有所释放; (2)市场对债券供给的担忧有所减弱; (3)新债发行的需求向好, 激发市场做多情绪; (4)风险资产表现相对较弱; (5)市场传言央行降准、窗口指导调控同业存单利率。

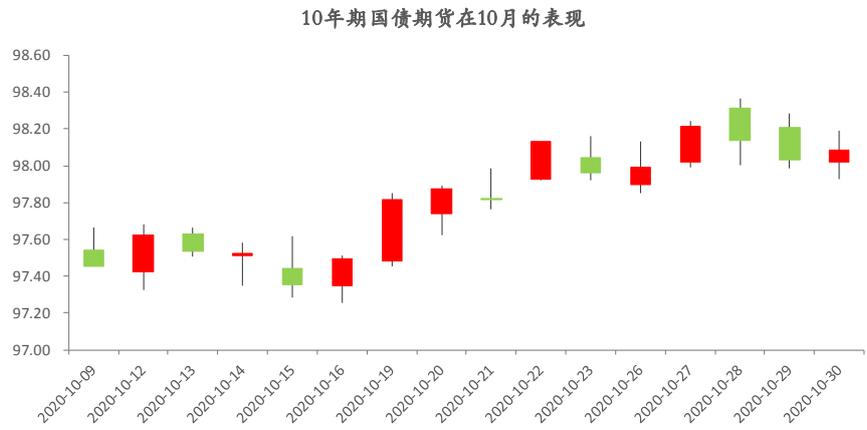
第三阶段是10月28-30日, 债市小幅调整。具体来看, 债市下跌的原因主要在于: (1)国债招标情况显示市场需求一般, 投资者又开始对后续债券供给压力较为担忧; (2)资金面相对较为紧张。

在收益率曲线变化方面,以国债期限利差(10-1Y)为例, 收益率曲线在10月小幅走平, 期限利差下行约5BP至45BP左右。具体来看, 国债期限利差在10月大部分时间均维持窄幅震荡格局, 仅在月底小幅走平, 原因主要在于资金面在月底明显收紧, 短端利率小幅走高带动曲线变平。

在信用利差方面,以5年中票为例, 各类评级中票的信用利差有所走阔, 5年AAA、AA+、AA和AA-中票信用利差在2020年10月分别变化9BP、5BP、4BP和4BP。当前, 5年AAA、AA+、AA和AA-中票信用利差分别为101BP、120BP、156BP和373BP, 其分别处于过去五年的百分位点位置为55%、34%、

24%和 68%。

图 4: 10 年期国债期货在 2020 年 10 的表现



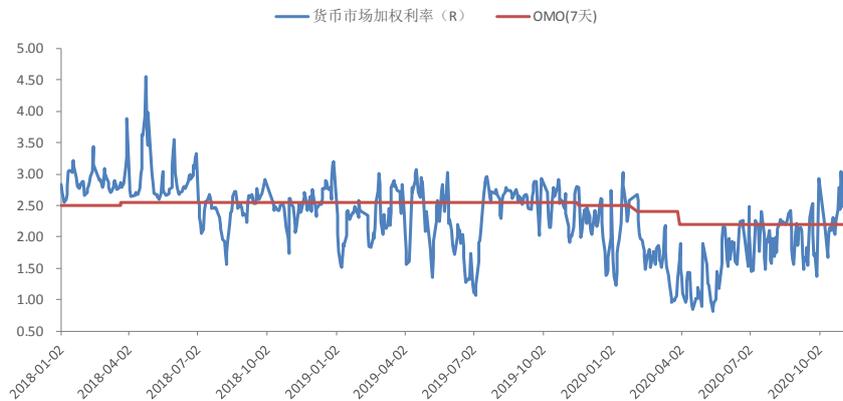
资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

图 5: 国债期限利差 (10-1) 的表现



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

图 6: 货币市场加权利率走势



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

图 7: 5 年中票信用利差表现情况



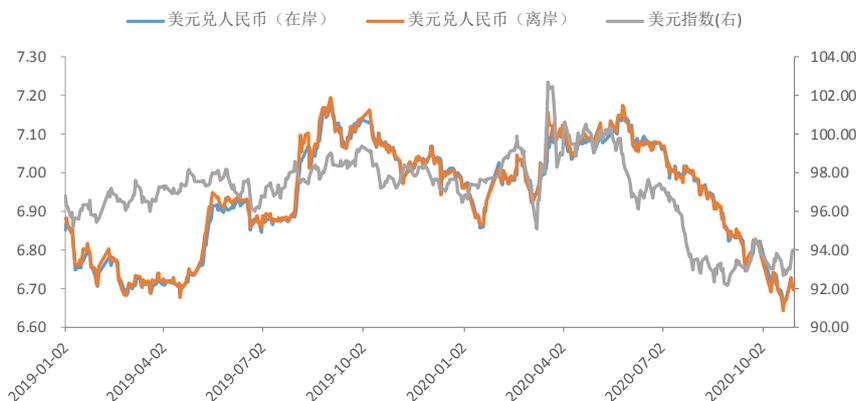
资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

外汇: 美元指数低位震荡, 人民币继续升值

10月, 美元指数底部震荡, 其在10月小幅上涨0.18%; 同时, 人民币表现继续强势, 整体继续升值, 在岸人民币兑美元汇率在10月下行约1.62%, 离岸人民币汇率在10月下跌约1.30%。

具体来看, 在国内经济持续复苏, 而欧美疫情二次爆发的情况下, 经济基本面对人民币的支撑依然较为明显, 人民币汇率在10月继续明显升值。同时, 受疫情二次爆发、美国大选的影响, 市场避险情绪升温, 美元指数止住跌势, 有低位企稳的迹象。

图 8: 美元兑人民币汇率及美元指数走势



预览已结束, 完整报告链接和二维码如下:

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_1644



云报告
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告
<https://www.yunbaogao.cn>