

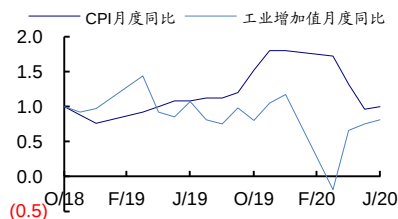
证券研究报告—动态报告

宏观经济

大类资产配置月报

2020 年 10 月 12 日

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	-3.10
社零总额当月同比	-1.80
出口当月同比	-20.70
M2	11.10

相关研究报告:

《大类资产配置月报: 继续做多风险资产》——2020-08-04
 《宏观经济月报: 复苏未尽, 下半年 GDP 同比增速有望达到 6% 以上》——2020-07-24
 《宏观经济月报: 消费补偿增长叠加积极财政政策或推动国内经济短期过热》——2020-09-30
 《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: 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码: 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码: 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

“股强债弱” 格局仍将延续

● 国内大类资产月度展望

在各大类资产后续表现方面:

(1) 股票市场: 在经济持续修复的过程中, 叠加国内疫情防控形势良好, 国庆节全国出游带动内循环良性运作, 预计国内经济增长内生动能将进一步加强, 消费的补偿性增长叠加积极财政政策带动的基建投资高速增长, 国内经济短期内可能会出现一定过热现象。在这一背景下, 股票市场依然会有较好的表现, 但需要关注可能存在的通胀情况。另外, 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。

另外, 在大类资产配置框架方面, 从美林时钟和“货币+信用”风火轮大类资产配置框架来看, 我们当前依然处于美林时钟的第二象限, “货币+信用”风火轮的第一象限, 在上述象限中, 风险类资产的表现是最优的。

(2) 债券市场: 后续来看, 当前债券市场最大的担忧点在于工业品通胀是否可以起来。如果后续 PPI 表现超预期, 即未来有连续两个月环比继续维持在 0.3% 以上, 那么通胀预期将会升温, 这时债券利率可能还会进一步上升; 但如果 PPI 表现不及预期, 那么当前债券利率点位是合意的, 未来值得参与。

进一步地, 如果 PPI 走势超预期, 通胀预期升温, 央行边际收紧其货币政策, 那么 10 年国债利率在年底可能会达到 3.5% 左右的水平; 如果没有出现上述通胀升温的情况, 那么债券利率在未来很有可能会继续维持震荡的状态, 期间可能会有阶段性的交易行情。

(3) 商品市场: 与股票等风险资产一样, 商品市场在经济持续修复的过程中也会有较好的表现, 目前与国内需求相关性更大的各个商品价格在前期均有不错的表现, 但与国际需求更相关的商品 (如原油) 表现一般。后续来看, 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: 在经历连续大幅下跌之后, 美元指数在 9 月有所反弹, 但人民币汇率依然呈现升值表现, 主要原因在于中外疫情和中外货币政策的不同。后续来看, 国内疫情防控形势较好及经济持续修复的因素将继续支撑人民币汇率表现偏强, 但美元指数目前已触底回升, 后续美国大选的不确定性将提升市场的避险情绪, 进而可能支撑美元指数进一步反弹, 因此预计后续人民币汇率将会维持偏强震荡的状态, 人民币继续明显升值的可能性不高了。

内容目录

大类资产价格变化月度回顾：股债商均下跌	4
股票：震荡中下跌	5
债券：债市已连续调整 5 个月	6
外汇：美元指数企稳，人民币先升后贬，整体继续升值	8
商品：风险偏好降低，商品价格表现不佳	9
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 9 月的表现	5
图 2: 上证综指在 2020 年 9 月的表现	5
图 3: 股票及其风格指数在 2020 年 9 月的表现	6
图 4: 10 年期国债期货在 2020 年 9 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	8
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	9
图 9: 各类商品指数在 2020 年 9 月的表现	9
图 10: 南华工业品指数走势	10
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 (2020.09)	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 10 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 (2012.03-2020.10)	15
图 19: 股票债券资产的权重变化 (2012.03-2020.10)	15
图 20: 几种资产配置组合的净值走势图比较 (2012.03-2020.09)	16
表 1: 各大类资产价格的月度变化 (2020.09)	4
表 2: 国内各大类资产价格的估值情况 (2020.09)	11
表 3: 国内各大类资产收益的波动比较 (2020.09)	13
表 4: 几种资产组合的比较 (2012-03 至 2020-09)	16

大类资产价格变化月度回顾：股债商均下跌

整体来看,2020年9月,各大类资产的优劣表现依次为汇率>债券>股票>商品,股债商均有所下跌。具体来看:(1)股票在9月震荡下跌,影响因素主要有:美股走弱拖累A股;英国阿斯利康新冠疫苗临床试验参与者出现严重不良反应,市场担忧新冠疫苗的可靠性;中印冲突频发;欧洲疫情出现二次爆发;美国大选进入冲刺阶段,投资者倾向于减仓观望;(2)债市已连续调整5个月,市场情绪偏弱、经济复苏预期、债券供给担忧仍存、货币政策边际收紧担忧等依然是主要影响因素;(3)商品指数在9月表现不佳,商品价格与股票价格的下跌节奏较为一致,风险偏好降低、担忧全球经济复苏前景是主因;(4)美元指数反弹,但人民币继续升值,主要原因在于中外疫情和中外货币政策的差异。

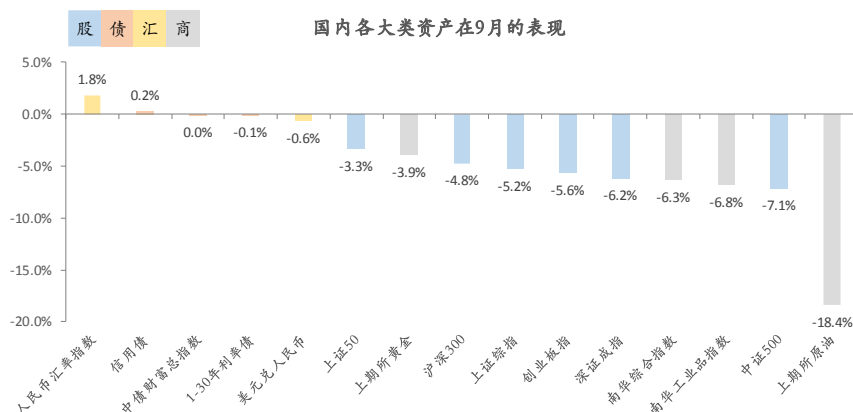
表 1: 各大类资产价格的月度变化 (2020.09)

各大类资产	上月末价格 (2020-8-31)	当月末价格 (2020-9-30)	期间涨跌	涨跌原因	
股票	上证综指	3395.7	3218.1	-5.23%	A 股的下跌出现在 9 月上旬及下旬, 影响股市下跌的原因主要有: (1) 美股走弱拖累 A 股, 此前被资金追捧的美国科技板块明显回落; (2) 英国阿斯利康新冠疫苗临床试验参与者出现严重不良反应, 市场担忧新冠疫苗的可靠性; (3) 传美国正考虑将中芯国际列入实体清单; (4) 中印冲突频发; (5) 欧洲疫情出现二次爆发, 市场对经济复苏节奏有所担忧, 全球风险资产承压; (6) 美国大选进入冲刺阶段, 投资者倾向于减仓观望。
	深证成指	13758.2	12907.4	-6.18%	
	创业板指	2728.3	2574.8	-5.63%	
	上证 50	3343.9	3232.4	-3.33%	
	沪深 300	4816.2	4587.4	-4.75%	
	中证 500	6668.4	6192.5	-7.14%	
债券	中债财富总指数	199.7	199.6	-0.04%	债市在 9 月期间的变化大致可以划分为五个阶段: 第一阶段是 9 月 1-7 日, 债市继续下跌探底。债市下跌的原因主要有: (1) 市场担忧国债供给, 以及国债招标结果可能不佳所带来的情绪偏弱。9 月 9 日有 1420 亿国债招标, 9 月 11 日有 550 亿 30 年国债招标; (2) 财新制造业 PMI 大超预期。第二阶段是 9 月 8-10 日, 债市出现反弹。具体来看, 债市反弹的原因主要有: (1) 风险资产调整明显, 债市情绪有所好转; (2) 央行连续大额净投放, 资金面有所转松; (3) 债券利率已到相对合意的点位, 博反弹的力量有所提升。第三阶段是 9 月 11-14 日, 债市明显调整。具体来看, 债市下跌的原因主要在于股市反弹、30 年国债招标结果不理想以及 8 月金融数据整体好于预期。第四阶段是 9 月 15-22 日, 债市底部反弹。债市反弹的原因主要有: (1) 央行超额续作 MLF 激发市场情绪, 央行对季末流动性的呵护较为明显; (2) 美联储表示将在较长时间维持零利率; (3) 股市和大宗商品等风险资产下跌明显带动避险情绪升温。第五阶段是 9 月 23-30 日, 债市节前调整。债市调整的原因有: (1) 债市情绪还是偏弱, 在出现反弹之后, 部分投资者有止盈意愿; (2) 10 年国开活跃券 200210 面临换券压力, 其表现相对更弱一些; (3) 富时罗素将中国国债纳入其全球政府债券指数(WGBI), 被市场解读为利好出尽; (4) 中采和财新 PMI 数据表现超预期; (5) 国庆后一周, 3 年和 7 年国债各发行 720 亿等消息对市场形成强烈冲击。弱市环境中, 投资者持券过节的意愿较低。
	中债 1-30 年利率债指数	163.0	162.8	-0.08%	
	中债信用债总财富指数	187.0	187.4	0.24%	
	10 年国开利率	3.58	3.72	13.6	
	10 年国债利率	3.02	3.15	13.1	
	1 年国债利率	2.51	2.65	13.4	
汇率	美元指数	92.17	93.85	1.82%	受美国经济在三季度温和复苏、美国大选不确定性引发市场避险情绪升温、美元指数短期下跌幅度过大等因素的影响, 美元指数在 9 月出现反弹。不过人民币仍然继续升值, 人民币在三季度的表现相对亮眼, 主要原因在于中外疫情和中外货币政策的差异, 中国经济早已摆脱疫情的困扰, 目前中国经济仍处于持续复苏过程中, 而美国和印度的疫情依然较为严重, 欧洲也出现二次爆发的现象; 另外, 在全球央行货币政策整体极度宽松的背景下, 国内央行的货币政策宽松幅度相对更克制一些, 相对美联储等国外央行来说, 中国央行的政策操作空间明显更大一些。
	美元兑人民币(在岸)	6.85	6.81	-0.63%	
	美元兑人民币(离岸)	6.85	6.78	-0.93%	
	人民币汇率指数	92.79	94.46	1.80%	
商品	南华综合指数	1523.5	1427.0	-6.34%	国内商品的下跌节奏与股市基本一致, 整体商品的下跌集中在 9 月上旬和下旬。商品价格的下跌在于: 风险偏好降低(股市也在下跌)、欧洲疫情二次爆发等疫情因素引发市场担忧全球经济复苏节奏会受影响。
	南华工业品指数	2322.7	2165.2	-6.78%	
	布伦特原油(美元)	45.6	42.1	-7.57%	
	上期所原油	312.0	254.7	-18.37%	
	伦敦现货黄金(美元)	1957.4	1886.9	-3.60%	
	上期所黄金	422.7	406.1	-3.92%	

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 9 月的表现



资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

股票：震荡中下跌

2020 年 9 月，国内股票市场表现不佳，在经历 1 个多月的高位震荡之后，A 股最终在 9 月呈现震荡下跌走势，万得全 A 指数在 9 月下跌 6.0%。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下跌 5.23%、6.18% 和 5.63%；（2）上证 50、沪深 300 和中证 500 分别下跌 3.33%、4.75% 和 7.14%；（3）从风格指数来看，金融股相对抗跌，其在 9 月下跌 3.3%；消费股下跌幅度最大，其在 9 月下跌 8.3%；另外，周期股、稳定股和成长股在 9 月分别下跌 5.4%、5.7% 和 6.1%。

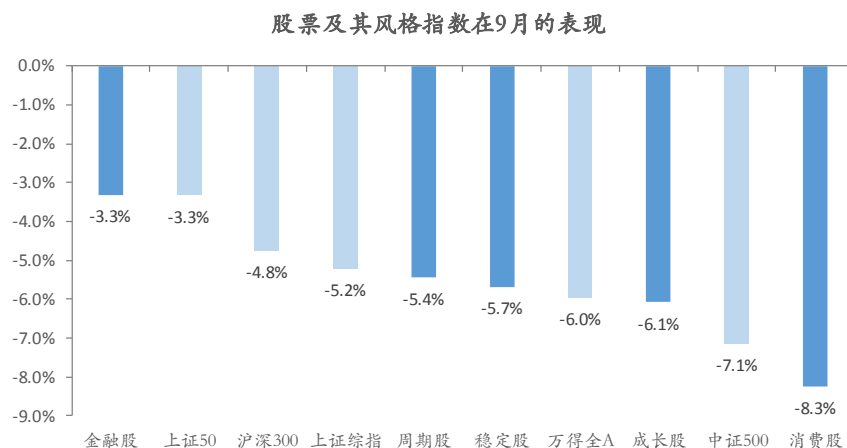
回顾 9 月表现，A 股的下跌出现在 9 月上旬及下旬，影响股市下跌的原因主要有：（1）美股走弱拖累 A 股，此前被资金追捧的美国科技板块明显回落；（2）英国阿斯利康新冠疫苗临床试验参与者出现严重不良反应，市场担忧新冠疫苗的可靠性；（3）传美国正考虑将中芯国际列入实体清单；（4）中印冲突频发；（5）欧洲疫情出现二次爆发，市场对经济复苏节奏有所担忧，全球风险资产承压；（6）美国大选进入冲刺阶段，投资者倾向于减仓观望。

图 2：上证综指在 2020 年 9 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 9 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：债市已连续调整 5 个月

2020 年 9 月，债市延续调整，债市已连续调整 5 个月。9 月，10 年期国债利率上行约 14BP；10 年国债利率上行约 13BP；1 年期国债利率上行约 13BP；国债期限利差（10-1Y）当前为 50BP，整体在 9 月维持震荡。

10 年期国债期货主力合约 T2012 下跌 0.270 元，下跌幅度约为 0.28%，对应收益率上行约 4BP，国债期货在 9 月的表现明显强于现券。以 10 年期国债期货为例，债市在 9 月期间的变化大致可以划分为五个阶段：

第一阶段是 9 月 1-7 日，债市继续下跌探底。债市下跌的原因主要有：（1）市场担忧国债供给，以及国债招标结果可能不佳所带来的情绪偏弱。9 月 9 日有 1420 亿国债招标，9 月 11 日有 550 亿 30 年国债招标；（2）财新制造业 PMI 大超预期。

第二阶段是 9 月 8-10 日，债市出现反弹。具体来看，债市反弹的原因主要有：（1）风险资产调整明显，债市情绪有所好转；（2）央行连续大额净投放，资金面有所转松；（3）债券利率已到相对合意的点位，博反弹的力量有所提升。

第三阶段是 9 月 11-14 日，债市明显调整。具体来看，债市下跌的原因主要在于股市反弹、30 年国债招标结果不理想以及 8 月金融数据整体好于预期。

第四阶段是 9 月 15-22 日，债市底部反弹。债市反弹的原因主要有：（1）央行超额续作 MLF 激发市场情绪，央行对季末流动性的呵护较为明显；（2）美联储表示将在较长时间维持零利率；（3）股市和大宗商品等风险资产下跌明显带动避险情绪升温。不过债市在这期间的反弹也并不是很顺畅，原因主要有：（1）尽管央行流动性投放有所增加，但受政府债券发行缴款以及税期影响，资金面还是有所收敛；（2）8 月经济数据整体优于预期，经济增长内生动能明显增强，政府逆周期调节力度相应减弱。

第五阶段是 9 月 23-30 日，债市节前调整。债市调整的原因有：（1）债市情绪还是偏弱，在出现反弹之后，部分投资者有止盈意愿；（2）10 年国开活跃券 200210 面临换券压力，其表现相对更弱一些；（3）富时罗素将中国国债纳入其全球政府债券指数(WGBI)，被市场解读为利好出尽；（4）中采和财新 PMI 数据表现超预期；（5）3 年和 7 年国债在国庆后一周各发行 720 亿等消息对市场形成强烈冲击。弱市环境中，投资者持券过节的意愿较低。

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 9 月整体维持震荡，期限利差上下波动幅度在 5BP 左右。长、短端国债利率在 9 月的上行幅度几乎一致。

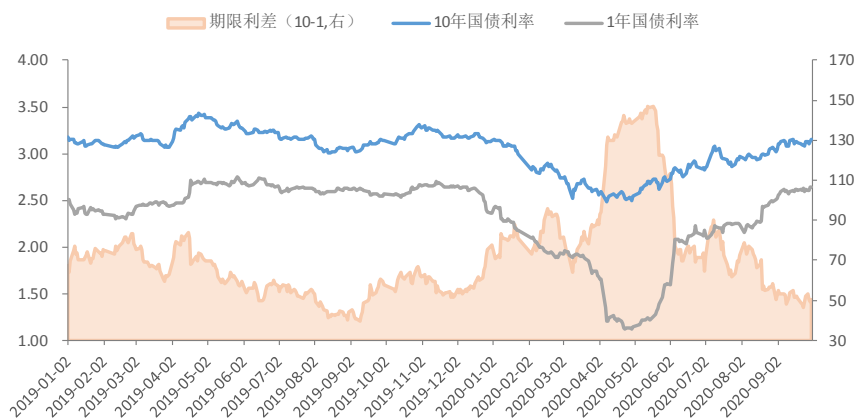
在信用利差方面，以 5 年中票为例，各类评级中票的信用利差继续缩窄，5 年 AAA、AA+、AA 和 AA- 中票信用利差在 2020 年 9 月分别变化 -10BP、-12BP、-13BP 和 -13BP。当前，5 年 AAA、AA+、AA 和 AA- 中票信用利差分别为 92BP、115BP、152BP 和 369BP，其分别处于过去五年的百分位点位置为 37%、28%、18% 和 66%。

图 4：10 年期国债期货在 2020 年 9 的表现



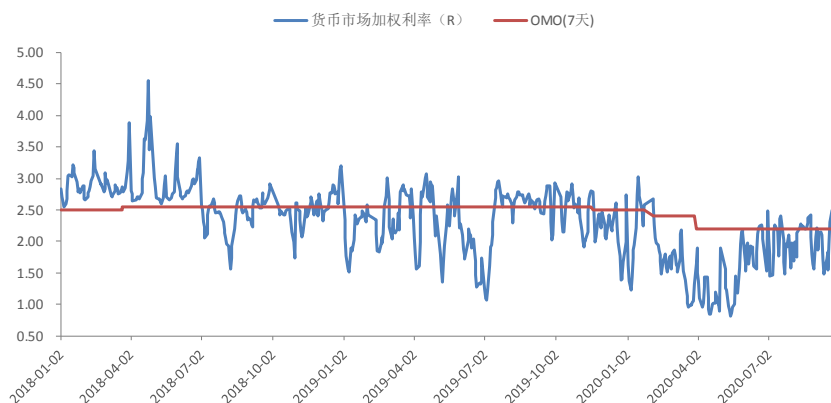
资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

图 5：国债期限利差（10-1）的表现



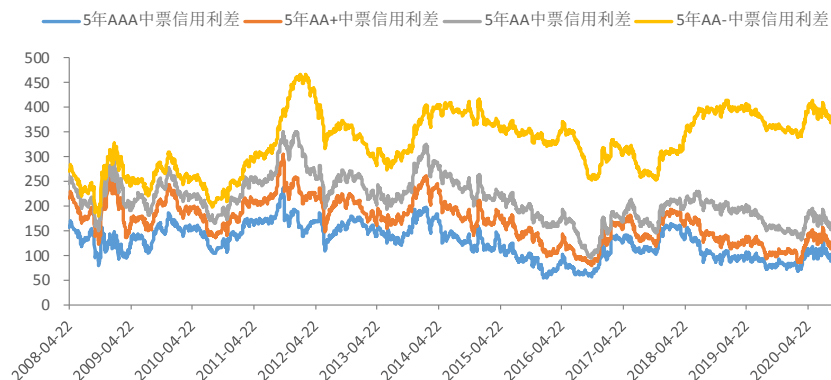
资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

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：美元指数企稳，人民币先升后贬，整体继续升值

9 月，美元指数底部企稳，其在 9 月的上涨幅度约为 1.82%；同时，人民币先升后贬，整体继续升值，在岸人民币兑美元汇率在 9 月下行约 0.63%，离岸人民币汇率在 9 月下跌约 0.93%。

具体来看，受美国经济在三季度温和复苏、美国大选不确定性引发市场避险情

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_2182

