

节前市场情绪处于 3 个月低位

证券研究报告

2020 年 09 月 29 日

9 月第 5 周资产配置报告

9 月第 4 周各类资产表现：

美国权益市场宽幅震荡，周线有小幅反弹。Wind 全 A 下跌 3.72%，成交额 3.3 万亿，成交量于上周基本持平。一级行业除了医药，其他全部有不同程度的调整：医药，消费服务，国防表现相对较好；房地产，汽车，有色表现垫底。中证国债指数，企业债指数小幅回暖。

9 月第 5 周各大类资产性价比和交易机会评估：

权益——海外疫情反复但影响较小，国内基建增速年内或不及预期，全球风险偏好下降

债券——国债被纳入富时罗素指数，市场对基本面的定价合理充分

商品——旺季不旺，工业品继续调整，出口景气度进一步提升，能化商品较便宜，工业品农产品估值中性

汇率——北向资金大幅净流出，人民币升值之路短期较为坎坷

风险提示：国内货币政策进一步收紧；美国财政扩张受限引发流动性危机；疫情反弹超预期；

作者

宋雪涛

分析师

SAC 执业证书编号：S1110517090003
songxuetao@tfzq.com

林彦

联系人

linyan@tfzq.com

相关报告

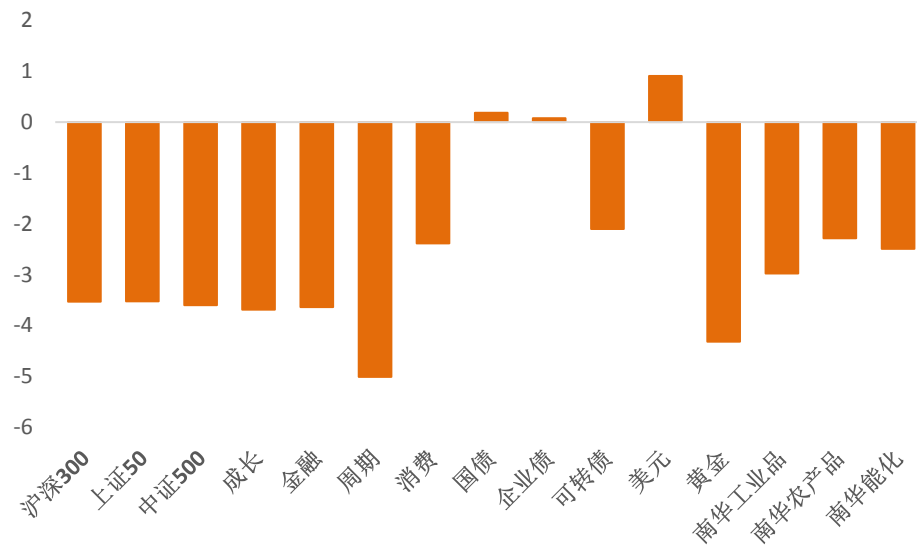
1 《宏观报告：为什么基建增速可能低于预期？》 2020-09-25

2 《宏观报告：高估值信仰继续松动-9 月第 4 周资产配置报告》 2020-09-21

3 《宏观报告：财政救助停止后的美国经济恢复情况-消费、就业、生产、投资的状态》 2020-09-20



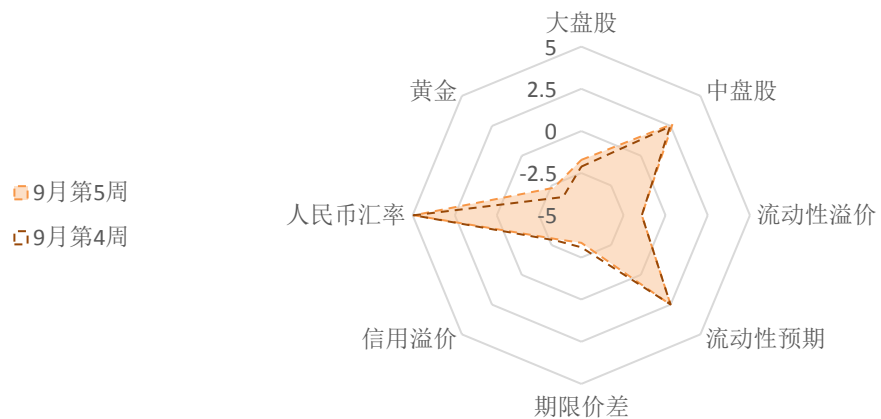
图 1：9 月第 4 周各类资产收益率(%)



资料来源：Wind，天风证券研究所

9 月第 5 周各大类资产性价比和交易机会评估

图 2：各类资产/策略的风险溢价



资料来源：Wind，天风证券研究所

注：权益风险溢价表示股票的风险收益比，风险溢价越高代表风险收益比越高；

流动性溢价为市场对于当前流动性松紧程度的价格映射；

流动性预期为市场对于远期流动性松紧程度的预期。

1. 权益：海外疫情反复但影响较小，国内基建增速年内或不及预期，全球风险偏好下降

9 月第 4 周，美国市场止跌，A 股滞后性调整，北上资金大幅净流出，境外投资者的风险偏好正在逐渐降温。欧洲新冠单日新增确诊人数超过美国，引发欧洲市场避险情绪上升。美国 9 月 29 日将举行第一次总统候选人电视辩论，美国大选正式进入冲刺阶段，两党的政治斗争趋于白热化，在摇摆州拜登的民调仅仅领先特朗普 3.6%，选情的变动将会持续影响市场的风险偏好。

疫情方面，欧洲疫情二次爆发的主要原因可能是复工复课和逐渐放松警惕，感染者以年轻人为主，重症率和死亡率较低，与美国 6-7 月疫情类似，参考当时美国市场并未有大幅度调整，二次疫情对欧洲市场的影响可能有限。加上大概率今年冬季会推出紧急使用的

疫苗，目前市场对于二次封锁的普遍预期是强度和对经济影响不会超过第一次。

流动性方面，美联储的工具箱已经见底，美联储能做的只有维持零利率和购买存量资产，力保不发生流动性危机，但修复居民和企业的资产负债表仍然需要财政宽松。最近几个月从财政救助流入居民和企业的现金流成为了纳斯达克创下新高的一个边际力量，但随着大选的临近，新一轮财政救助方案的通过概率不断下降。如果流动性创造的财政扩张链条中断，可能导致多空力量的反转。加上 8 月经济数据恢复低于预期，任何流动性边际紧缩的预期都会触动市场敏感脆弱的神经。

回到国内，今年市场对基建投资增速反弹的预期较高，一般认为全年/下半年增速可以达到两位数。但实际情况是，全口径基建投资单月增速仅在 5 月达到 10.9%，随后 6-8 月单边下行，8 月增速仅为 7.0%。今年地方财政一般公共预算面临资金缺口，地方政府性基金相对充裕，但两本账不能直接互通，导致地方政府陷入既“缺消费性支出的钱”又“缺符合条件的优质项目”，未来基建增速可能持续低于预期。出口货运景气度持续改善，相比之下进口货运景气度相对萎靡。国内经济基本面维持弱复苏，信用扩张即将在 9-10 月达到顶点之后温和回落，对基本面的贡献或影响将偏向于结构性而非趋势性。未来国内权益市场的整体胜率可能维持不变或有所下降，机会主要来自结构。

9 月第 4 周，上证 50 和沪深 300 继续处在估值中性较贵的区间，风险溢价仅有小幅回升（32%和 34%分位），中证 500 从历史上来看还是相对便宜，风险溢价与前期持平（76%分位）。分板块看，周期和成长估值水平中性，风险溢价在中位数附近（45%和 48%分位）；消费偏贵，风险溢价在 39%分位；金融的风险溢价回到 39%分位，和消费的性价比相当。

短期市场情绪指数处于过去 3 个月的低位。沪深 300 的基差回到中位数上方（51%分位），业绩爆雷指数收益率维持在 90%分位以上的高位。权益市场的短期策略拥挤度继续下降。从板块来看，成长（24%分位）偏保守，消费（31%分位）和金融（34%分位）中性偏保守，周期（41%分位）也从中性转向保守。节前的成交量大幅下降表现出市场情绪的降温。成长、消费和中证 500 的价量相关系数还是处在较低位置，依旧存在趋势反转的可能性，其他权益指数的价量相关系数有所回升，价量强烈背离的情况有所缓解，市场多空力量重新趋向平衡。

2. 债券：国债被纳入富时罗素指数，市场对基本面的定价合理充分

9 月第 4 周，流动性溢价和流动性预期维持不变，流动性溢价在 36%分位，流动性预期在 75%分位，短期流动性仍然中性略偏松，长期流动性预期较紧。利率债的期限利差有小幅回落（16%分位），信用溢价与前期持平（20%分位），债券市场对短期经济持续复苏和中期复苏斜率放缓的预期明确，定价合理充分，继续维持震荡。

富时罗素宣布纳入中国国债，中国债市“集齐”全球三大主要债券指数。这将带动境外被动投资基金进入中国债券市场，受这一消息的刺激，9 月第 4 周债券市场有所回暖。利率债的短期策略拥挤度有所回升（13%分位），市场情绪依旧悲观。信用债的短期拥挤度维持在 25%分位左右，市场情绪保守。可转债跟随权益市场降温，拥挤度已经到 20%分位以下。

3. 商品：旺季不旺，工业品继续调整，出口景气度进一步提升，能化商品较便宜，工业品农产品估值中性

由于建筑业投资需求低于预期，部分商品如钢材旺季需求不旺，但产量处于高位。加上美元指数反弹，抑制部分商品的金融属性，9 月以来大宗商品出现较大回调。9 月工业品价格多数下跌：南华螺纹钢、热轧卷板指数环比下跌 6.8%、6.4%；焦煤指数上涨 0.4%，焦炭指数下跌 3.0%；铜、锌、铝分别下跌 1.8%、3.7%、3.2%；布油价格环比下跌 7.4%，化工产品价格环比小幅上涨；建筑业施工旺季，水泥价格继续上涨。

不过由于上游原材料前期涨价向下游传导存在时滞，9 月 PPI 大概率继续反弹，同比 -1.5%，环比 0.6%。当前能化品相对便宜，风险溢价维持 68%分位左右。工业品价格继续调

整,当前工业品的风险溢价回升到中位数附近(50%)。9月农业部猪肉批发价环比下跌3.8%至46.57元/公斤,同比在基数影响下快速回落。高基数影响下,CPI同比开始快速回落,底部可能出现在明年年初,9月同比1.8%。当前农产品估值较为中性,风险溢价维持在45%附近。

4. 汇率：北向资金大幅净流出，人民币升值之路短期较为坎坷

根据EPFR数据,9月第4周资金小幅净流入中国权益市场(包括H股和A股),并持续数周净流入中国债券市场。9月第4周,北向资金本周净流出247.10亿元。北向的资金大幅净流出短期内给人民币币值带来一定压力。

9月第4周,人民币汇率的性价比维持在历史区间中的绝对高位,人民币中期升值保持强劲动力。同时人民币的短期交易拥挤度连续几周保持在高位(98%分位),短期拥挤度较高。

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_2298

