

9 月资产配置报告

证券研究报告
2020 年 09 月 15 日

作者

宋雪涛 分析师
SAC 执业证书编号: S1110517090003
songxuetao@tfzq.com

林彦 联系人
linyanyan@tfzq.com

相关报告

- 1 《宏观报告: 总统连任失败如何影响市场》 2020-09-12
- 2 《宏观报告: 哪些行业景气度加速回升? ——行业景气度月度更新》 2020-09-11
- 3 《宏观报告: 8 月: 供给和需求复苏的再平衡》 2020-09-10

8 月权益市场震荡向上, 成交活跃度下降, 股债跷跷板效应持续, 债券震荡偏弱。8 月能化、工业品和农产品收益均有上涨, 黄金宽幅震荡, 原油窄幅震荡偏强。

9 月宏观环境: 基本面持续复苏, 通胀短期回调, 中长期或延续上升态势, 流动性中性偏紧, 信用边际宽松。

9 月配置建议: 权益: 超配中证 500; 周期高配; 成长高配或标配; 金融标配; 消费标配或低配。债券: 利率债标配或低配; 信用债低配。商品: 低配原油, 标配黑色、有色, 标配黄金。

风险提示: 中美政治关系急剧恶化; 美股再次暴跌引发流动性危机; 国内货币政策进一步收紧;

一、8月市场回顾

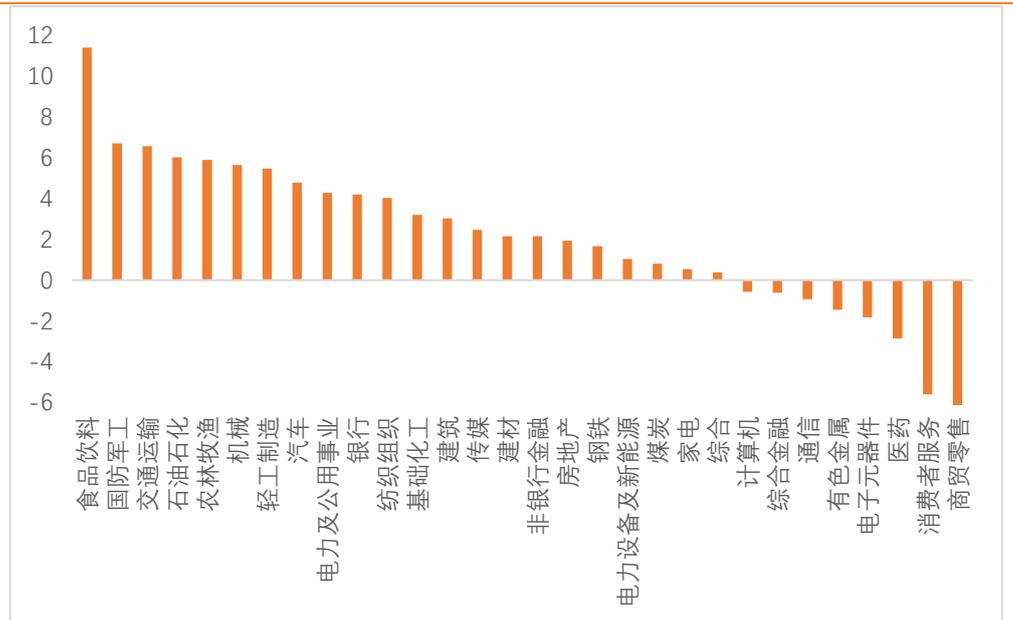
图 1：8月各类资产收益率（%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

权益市场：8月权益市场总体震荡向上，万得全A上涨1.97%，量能与涨幅表现不如7月。A股一级行业，食品饮料、国防军工和交通运输涨幅领先；医药、消费者服务和商贸零售表现靠后。

图 2：8月A股行业收益率（%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

债券市场：债券市场与权益市场的跷跷板效应仍然明显，8月可转债持续震荡，国债与企业债低位震荡，延续了前期的颓势。

商品市场：8月能化、工业品和农产品收益均有上涨，其中工业品涨幅最为明显。黄金价格在上旬持续上涨后，转为调整，月末小幅反弹回升。

外汇市场：美元指数持续走弱，人民币兑美元升值，人民币对欧元经过调整后反弹，8月小幅升值。

二、宏观环境

8 月经济基本面持续回暖，固定资产投资增速进一步修复，其中制造业投资单月同比有较大改善；社会消费品零售增速单月同比转正；工业增加值增速回升至 5.6%。8 月 PMI 为 51 基本与前期持平，中国企业经营状况指数（BCI）从 51.4 上升至 54.9。

目前宏观基本面已经恢复至接近疫情前水平，复苏大概率将延续，但斜率相比 2 季度有所放缓，潜在增速相比疫情前也有所回落。通胀方面，8 月 CPI 同比回落至 2.4%，PPI 同比回升至 -2.0%，未来通胀大概率也将进入缓慢回升的阶段。

8 月国内政策环境基本维持不变，信用溢价有小幅回落，M1 同比增速反弹至 8%，延续信用扩张的状态。流动性溢价较 7 月有所上升，目前已经基本与疫情前持平，大概率会维持流动性紧平衡的状态。

整体而言，当前的经济增长和通胀状态处于复苏阶段，类似 2012-2013 年与 2016-2017 年；流动性和信用环境位于宽松周期的顶部右侧，类似 2012 年底-2013 年中与 2016 年下半年-2017 年初。

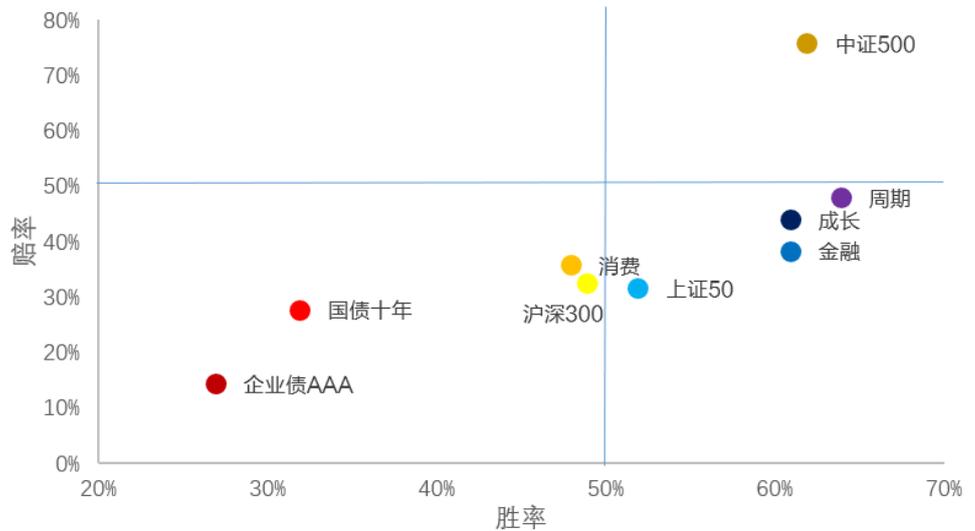
三、9 月大类资产配置建议

图 3：9 月大类资产配置建议

大类资产	空仓/做空	低配	标配	高配	超配
股票	空仓	低配	标配	高配	超配
债券	空仓	低配	标配	高配	超配
商品	空仓	低配	标配	高配	超配
股票大类	空仓	低配	标配	高配	超配
周期	空仓	低配	标配	高配	超配
消费	空仓	低配	标配	高配	超配
成长	空仓	低配	标配	高配	超配
金融	空仓	低配	标配	高配	超配
债券大类	空仓	低配	标配	高配	超配
利率	空仓	低配	标配	高配	超配
信用	空仓	低配	标配	高配	超配
拉久期	空仓	低配	标配	高配	超配
加杠杆	空仓	低配	标配	高配	超配
信用下沉	空仓	低配	标配	高配	超配
商品大类	空仓	低配	标配	高配	超配
黑色	空仓	低配	标配	高配	超配
有色	空仓	低配	标配	高配	超配
贵金属	空仓	低配	标配	高配	超配
原油	空仓	低配	标配	高配	超配

资料来源：Wind，天风证券研究所

图 4：当前大类资产的赔率和胜率



资料来源：Wind，天风证券研究所

(1) 权益：超配中证 500；高配周期；高配或标配成长；标配金融；标配或低配消费。

基本面：基本面底部复苏中长期利多股票，信用环境的相对宽松，对股票有一定的正向催化作用。但流动性的趋紧预期会给股票的上涨带来一些压力。

胜率预测：根据当前基本面状态和政策条件，我们预测宽基指数的胜率排序为：中证 500 (62%) > 上证 50 (52%) > 沪深 300 (49%)。权益风格的胜率排序为：周期 (64%) > 金融 (61%) = 成长 (61%) > 消费 (48%)。权益的整体胜率处于中高水平。

风险溢价：随着市场的调整，上证 50 和沪深 300 的风险溢价有所回升，但依旧处于偏贵的水平 (31%和 32%分位)，中证 500 的风险溢价维持在高位 (75%分位)，仍然相对便宜。分板块来看，周期的风险溢价回归到中位数附近 (47%分位)，估值水平保持中性；消费和成长的风险溢价回升稍快，目前处于 35%分位和 44%分位，分别是偏贵和中性；金融的风险溢价与前期持平 (38%)，估值已升至略偏贵。

市场情绪：当前市场情绪从前期高点回落处在相对保守的位置，预计中期指数震荡偏强。

配置策略：仓位上标配或高配权益，平衡周期和成长风格。超配中证 500；周期高配；成长高配或标配；金融标配；消费标配或低配。

(2) 债券：标配或低配利率债；低配信用债。

基本面：基本面持续修复和 PPI 底部回升对利率债的短期利空仍未结束；流动性紧平衡和扩张的信用环境给利率债的压力也尚未见到明显拐点。利率债处于趋势机会左侧的震荡消化阶段。

胜率预测：我们预测债券的胜率排序为：十年期国债 (32%) > 一年期国债 (29%) > 三年期企业债 AA (28%) > 三年期企业债 AAA (27%)。债券的整体胜率处于中低水平。

风险溢价：信用溢价低，期限利差中低，流动性溢价中低，流动性预期较高，市场已经定价了未来更紧的流动性环境。利率债的短期拥挤度 (17%分位) 重新体现出相对悲观的市场情绪。信用债的拥挤度基本维持在前期水平 (47%)，目前市场情绪稳定。

配置策略：仓位上标配或低配利率债，低配信用债，偏向于短久期高评级信用债，控制杠杆。

(3) 商品：低配原油，标配黑色、有色，标配黄金

黑色：唐山钢厂高炉开工率和产能利用率有所回落，近期汽车产销情况良好，半钢胎开工率处于近年高位，30大中城市商品房成交面积同比增速回落至-1.8%，土地溢价率高位震荡。螺纹钢库存小幅回补，热卷库存小幅去化。**维持标配，跟踪库存。**

原油：需求端继续受疫情影响，阿联酋阿布扎比国家石油公司将10月定价较9月下调1.35美元/桶。能化大宗商品目前的风险溢价处于中高水平（61%）。**维持低配，观望需求改善情况。**

有色：从原油和美债利率来看，实际通胀依旧没有起色。有色价格没有强劲的资本开支支撑，仍然是金融属性大于工业属性。但近期全球宽松预期开始有所松动，金融属性是否能持续承受考验，未来有色金属边际定价将更依赖工业属性。**维持标配，跟踪流动性。**

黄金：8月以来美国实际利率震荡盘整维持在历史低位，金价也震荡盘整，当前金价对于实际利率的定价合理充分。黄金期货非商业净多头持仓占比目前处在中等偏高位置，黄金的短期拥挤度下降明显。随着美国消费服务业的逐渐恢复，通胀预期还有回升空间，工业生产的复原缓慢和结构性失业长期存在，实际利率在中长期仍将维持低位，未来美元可能进一步走弱，预计黄金价格保持高位震荡。**降为标配，跟踪美国实际利率。**

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_2502

