

# 10月资产配置报告

证券研究报告  
2020年10月18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：A股半年报里的中国经济》 2020-10-15
- 2 《宏观报告：宏观点评-8月行业景气度更新》 2020-10-12
- 3 《宏观报告：10月：复苏动力切换，结构重于总量》 2020-10-12

## 10月配置建议：

**权益：**10月以来，市场情绪从过去一个季度的低点有所反弹，风险偏好有所回升。仓位上高配权益，平衡周期和成长风格，高配顺周期、可选消费和保险，高配或标配成长，标配必需消费，标配金融（除保险）。建议重视中盘股对应的腰部公司的盈利修复机会。

**债券：**仓位上低配（交易盘）或标配（配置盘）利率债，总体低配信用债，beta 偏向于短久期高评级信用债，控制杠杆。alpha 可以关注景气度未来可能有大幅改善的行业。

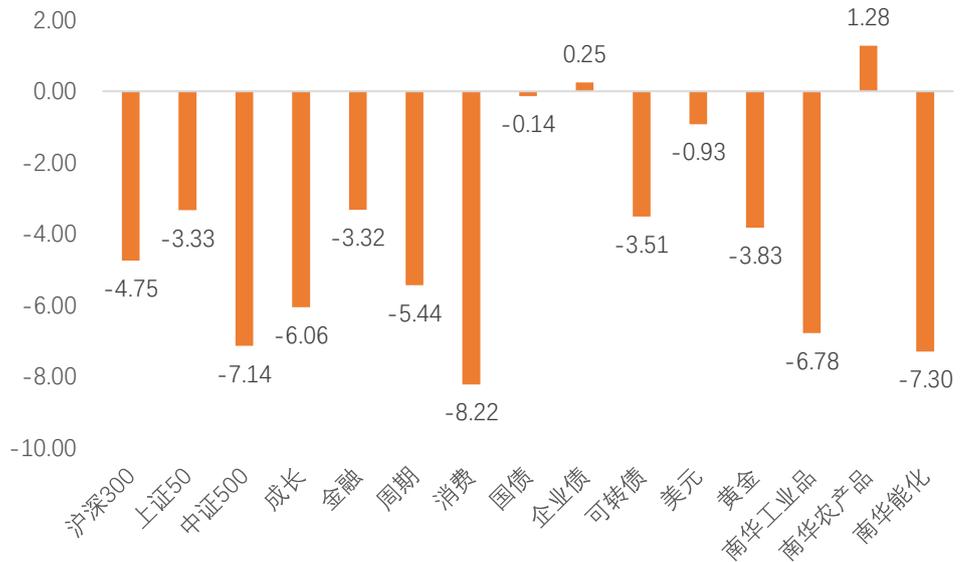
**商品：**标配商品。具体品种上，标配黑色系，有色金属及贵金属，低配能化商品。

**人民币：**高配。

**风险提示：**美国大选前政治局势急剧恶化；美股再次暴跌引发流动性危机；国内货币政策收紧超预期；

## 一、9月市场回顾

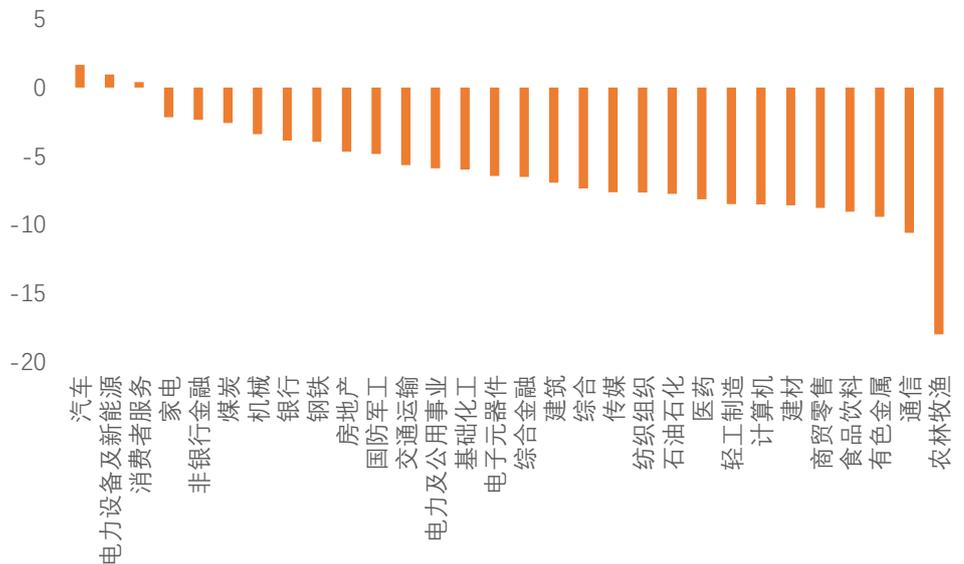
图 1：9月各类资产收益率（%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

**权益市场：**9月权益市场回落，万得全A下跌5.97%，成交量较前两个月再下台阶。A股一级行业中，只有汽车，电力/新能源和消费者服务录得涨幅；有色、通信和农林牧渔等行业领跌。

图 2：9月A股行业收益率（%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

**债券市场：**债券市场延续了一个季度以来的冷淡行情，随着权益市场的调整，可转债指数也有明显的回调，国债与企业债低位震荡，9月信用债略强于利率债。

**商品市场：**9月商品市场涨跌互现，能化、工业品下跌，农产品小幅上涨，其中能化商品跟随原油价格的调整有较大幅度的回落。黄金价格进入调整通道，已经来到了1900美元/盎司以下。

**外汇市场：**9月美元指数从低点反弹，但反弹只持续到月末就再度反转，人民币兑主要货币升值。

## 二、宏观环境与政策状态

目前宏观基本面平稳回暖，预计 3 季度实际 GDP 增速 5.1%，整体通胀水平缓慢回升。9 月流动性溢价较 8 月回升，基本与疫情前持平，货币政策回归常态化，继续维持流动性紧平衡的状态。信用溢价继续回落，M1 同比增速反弹至 8.1%，信用扩张周期来到高点。

随着经济增速接近疫情前的潜在增速，下一阶段结构特征的重要性上升。主要特征包括：经济总量增速逐渐修复见顶（不考虑基数影响），但内部结构的均衡化调整仍在继续，景气度从逆周期与早周期行业（空间已不大）逐渐传导到顺周期行业；行业库存周期分化，大多数行业处于被动去库阶段，汽车、电气机械、造纸、等行业已经开始主动补库，纺织服装、家具、橡胶、金属制品等行业仍在主动去库。

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；货币政策走在市场曲线之前，已经回归正常化，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 年初与 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					
债券					
商品					
<b>股票大类</b>	<b>空仓</b>	<b>低配</b>	<b>标配</b>	<b>高配</b>	<b>超配</b>
周期					
消费					
成长					
金融					
<b>债券大类</b>	<b>空仓</b>	<b>低配</b>	<b>标配</b>	<b>高配</b>	<b>超配</b>
利率					
信用					
拉久期					
加杠杆					
信用下沉					
<b>商品大类</b>	<b>空仓</b>	<b>低配</b>	<b>标配</b>	<b>高配</b>	<b>超配</b>
农产品					
工业品					
黑色					
有色					
贵金属					
<b>货币</b>	<b>空仓</b>	<b>低配</b>	<b>标配</b>	<b>高配</b>	<b>超配</b>
人民币					

资料来源：Wind，天风证券研究所

### （1）权益：高配周期，高配或标配消费和成长，标配金融。

流动性紧平衡和信用周期扩张接近拐点给权益资产的估值提升带来阻力，权益市场的空间来自于复苏均衡化带来的结构性机会。

当前经济基本面和政策状态对于组成中盘股成分的腰部公司更加有利，我们判断中证 500

的胜率高于上证 50 和沪深 300。风格方面，顺周期行业逐渐成为复苏中后段的主导，其中包括可选消费、生活服务业、保险，成长股的盈利增长依然较强，银行受资产端让利实体经济和负债端压降结构性存款的政策性因素影响，胜率较低。因此，在胜率上周期（68%）、消费（66%）和成长（61%）较高，金融中性（50%），权益的整体胜率处于中高水平。

当前权益市场的相对风险收益处在中低水平，其中上证 50 和沪深 300 的风险溢价处于偏贵水平（28%和 29%分位），处理了估值漂移后的中证 500 的风险溢价也来到了 19%分位，目前估值较贵。风格方面，周期的风险溢价回归到中位数附近（47%分位），消费和成长的风险溢价处于 33%分位和 43%分位，都属于估值中性偏贵的区间；金融的风险溢价与前期持平（32%），估值也中性略贵。

**配置策略：**10 月以来，市场情绪从过去一个季度的低点有所反弹，风险偏好有所回升。仓位上高配权益，平衡周期和成长风格，高配顺周期、可选消费和保险，高配或标配成长，标配必需消费，标配金融（除保险）。建议重视中盘股对应的腰部公司的盈利修复机会。

## （2）债券：低配（交易盘）或标配（配置盘）利率债，低配信用债。

从交易上看，基本面修复和 PPI 底部回升对债市的利空还要延续一段时间；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，趋势性做多机会尚未出现。从配置上看，当前利率债处于利空因素逐渐消化定价、利多因素逐渐积累的通道，左侧的配置价值开始显现。

当前十年期国债、三年期企业债 AA 和三年期企业债 AAA 的胜率均处于中低水平（30%-35%）。信用债的 alpha 机会可关注景气度尚处低位但可能出现较大反转的行业，包括橡胶塑料制品、电气机械、文体用品、造纸和纸制品以及纺服产业链。

债券风险溢价方面，信用溢价低，评级利差中低，期限利差中低，流动性溢价中性，流动性预期较高，市场已经定价了紧平衡的流动性环境。利率债的短期拥挤度较低（19%分位），信用债的拥挤度也有所回落（35%分位），依然是配置可以舒服入场，交易需要等待的阶段。

**配置策略：**仓位上低配（交易盘）或标配（配置盘）利率债，总体低配信用债，beta 偏向于短久期高评级信用债，控制杠杆。alpha 可以关注景气度未来可能有大幅改善的行业。

## （3）商品：高配农产品，标配工业品指数，标配黑色和有色，标配黄金

除了少部分后周期的行业，大多数行业已经开始进入被动去库和主动补库的阶段，工业品和农产品的供求关系总体有所改善。基建投资有所走弱，地产投资的新开工增速是否开启回落需要观察，但下游消费和出口的回暖给上游原材料价格提供支撑，流动性紧平衡对于大宗商品的价格影响目前中性。

9 月螺纹钢产量环比回落，库存小幅回补，表观消费量环比回落，同比小幅增长，但涨幅明显不及去年；热轧卷板产量环比持续上升，库存明显回补，表观消费量同环比均有一定回落。总的来看，钢材需求旺季不旺，黑色系商品的价格需要跟踪投资情况。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，短期路标是美元流动性和通胀预期。

本期农产品和工业品的胜率中高（60-70%之间），农产品和工业品的风险溢价都在历史较贵的区间（34%和 28%分位）。

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，实际利率维持低位，美元可能进一步走弱，预计黄金价格保持高位震荡。

**配置策略：**商品类比较多，标配黑色、有色和贵金属，低配能化。

## （4）人民币汇率：高配

9 月中国制造业投资和出口延续了复苏态势，欧美疫情人数再度上升，复苏的增速差带给了人民币继续升值的动力。流动性紧平衡的政策预期也给人民币币值形成较强支撑。

人民币汇率的胜率处在中高水平（63%），风险溢价处于绝对高位（92%分位）。

根据 EPFR 数据，截至 10 月 14 日，资金连续九周净流入中国权益（包括 H 股和 A 股）与债权市场。同时人民币的短期交易拥挤度连续几周保持在高位（97%分位），短期拥挤度较高。

**配置策略：高配。**

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\\_2008](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_2008)

