

此消彼长，继续均衡

投资咨询业务资格：

证监许可【2012】669号

报告要点

9月份配置思路：股票关注顺周期配置机会，持有IF多头；债市把握结构性配置机会；商品多头继续持有有色、豆粕；年中购汇顺势而为。



摘要：

8月份市场正式从积极转向防御，与预期一致。展望9月份，预计市场将越来越多的在三季度经济数据的逻辑下波动，并跟随流动性和估值的休整情况做调整。概括来讲，资产轮动的主线如下：

主线之一：双循环模式步入正轨，但仍需关注不及预期可能。1.8月份之后的基建投资增速同比平均达到3.7%以上就可保证15%的基建增速。出口和内需也在双双恢复中。2.一些尚待观察的内容需要关注，如基建增速、中小企业盈利等。一旦有不及预期的情况出现，风险资产在高估值的影响下将面临弹性较大的承压风险。

主线之二：各类资产的相对价值权衡：权益找洼地，债市超跌，商品差异化表现突出。**权益：**注重估值修复和利润修复之间的差异，关注利润已经修复但估值尚在低位的板块。**债券：**短期债券收益率相对股息率有更好的配置空间。**商品：**需求旺季有支撑，但供应压力各不相同：基本金属、农产品偏多，能源化工、黄金偏弱。

主线之三：资金流动的逻辑：关注人民币升值&资金流的边际切换。人民币短期稳中偏强，利于陆股通持仓市值维持高位和境外机构积极配债；存量机构更多选择调仓做出阿尔法，而非减仓规避风险；股/债比价逐渐走低，关注阶段性的债券配置机会。商品期货持仓增量集中在油脂、饲料、黑色、黄金等品种。

资产配置策略建议：抓取相对配置价值

股票：重点关注利润已经修复但估值尚在低位的相对配置机会，关注**通讯、农林牧渔、机械、轻工制造、新能源、建筑建材**等。指数建议配置IF为主。

债券：债券收益率在3%以上存在**现券配置价值**，国债期货12月份合约**基差正套**逢低参与。

商品：基建、地产、油脂饲料旺季需求继续支撑基本金属、油脂粕类价格。**有色**已有多头持有；**豆粕**多头继续中长期持有。

黄金：9月份建议**多头继续观望**。但从中长期看，避险逻辑将持续，“多事之秋”加上实际利率低水平将对金价构成持续支撑。

汇率：美元指数短期反弹持续性有限，人民币仍将处于偏强震荡的状况。9月份建议**购汇需求投资者把握机会，顺势操作**。

风险因子：经济数据不及预期；地缘贸易冲突发酵；流动性大幅收紧。

金融研究团队

研究员：

张革

021-60812988

从业资格号：F3004355

投资咨询号：Z0010982

姜婧

021-60812990

从业资格号：F3018552

投资咨询号：Z0013315

| 9月份大类资产展望 | | | | |
|-----------|---|----|---|--|
| | 空 | 中性 | 多 | |
| 股票 | | | | |
| 债券 | | | | |
| 商品 | | | | |
| 黄金 | | | | |
| 人民币 | | | | |

目 录

| | |
|----------------------------|----|
| 摘要: | 1 |
| 一、 8月策略回顾 | 4 |
| 二、 9月配置主线：防御待转机 | 5 |
| 三、市场综述：震荡格局中酝酿新势能 | 16 |
| (一) 宏观环境综述：经济维持在向上趋势中 | 16 |
| (二) 中观高频验证：地产竣工需求强势，纺织服装复苏 | 17 |
| (三) 大类资产追踪：原油>商品>股票>债券>黄金 | 18 |
| 1. 股票市场：前期受疫情冲击大的行业正在好转 | 21 |
| 2. 债券市场：供应高峰压制，偏弱区间震荡 | 23 |
| 3. 商品市场：商品即将进入需求旺季 | 24 |
| (四) 流动性观察：资金动能放缓 | 25 |
| 免责声明 | 28 |

图目录

| | |
|--|----|
| 图 1： 大类资产月度表现跟踪 | 4 |
| 图 2： 基建投资增速如预期增长 | 6 |
| 图 3： 内需与外需共同恢复，但是中小企业仍面临困境 | 6 |
| 图 4： 各类资产净值走势对比 | 7 |
| 图 5： 企业利润修复和估值修复之间的差异带来相对配置机会 | 8 |
| 图 6： 股债相对价值的比对照权益市场的相对价值整体下降 | 9 |
| 图 7： 商品市场的热点品种集中在贵金属和农产品（2020-8-31） | 10 |
| 图 8： 陆股通持仓市值总量升值高位后震荡，境外机构的债券配置规模持续增加 | 11 |
| 图 9： 两融买入额占比下降，市场杠杆率整体走低；基金股票持仓行至高位 | 11 |
| 图 10： 货币政策边际收紧的基调下，央行通过更多元的公开市场操作来平抑流动性 | 12 |
| 图 11： 8月经济数据市场预测值 | 13 |
| 图 13： 8月债市震荡下跌，地方债放量发行和银行超储率低导致资金紧张，股债跷跷板和经济基本面利空债市。货币政策从信用宽松回归稳健，央行强调政策正常化。不过，央行有意呵护流动性而且10年期国债利率位于3%上方，配置力量有望进一步增强。（数据截止8月31日） | 14 |
| 图 14： 9月商品需求旺季有望兑现，工业品震荡偏强；农产品供需存在缺口，短期震荡中期偏强。 | 15 |
| 图 15： 7月投资数据受到天气扰动，8月有望改善。PPI向上带动企业盈利恢复。宽松信用环境边际收紧。（数据截至8月31日） | 16 |
| 图 16： 货币政策从宽信用转向稳信用，流动性充裕但不宽松 | 16 |
| 图 17： 地产竣工需求强势，基建需求偏强，纺织服装出口改善，通胀压力有限（数据截至8月31日） | 17 |
| 图 18： 8月份资产处于震荡格局，商品表现占优（数据截至8月31日） | 18 |
| 图 19： 权益与有色的联动增强，股债跷跷板效应小幅减弱，黄金与各资产低相关（统计时间为过去3个月） | 19 |
| 图 20： 8月沪深300和上证50表现优于创业板 | 19 |
| 图 21： 债市延续跌势，信用债相对抗跌 | 19 |

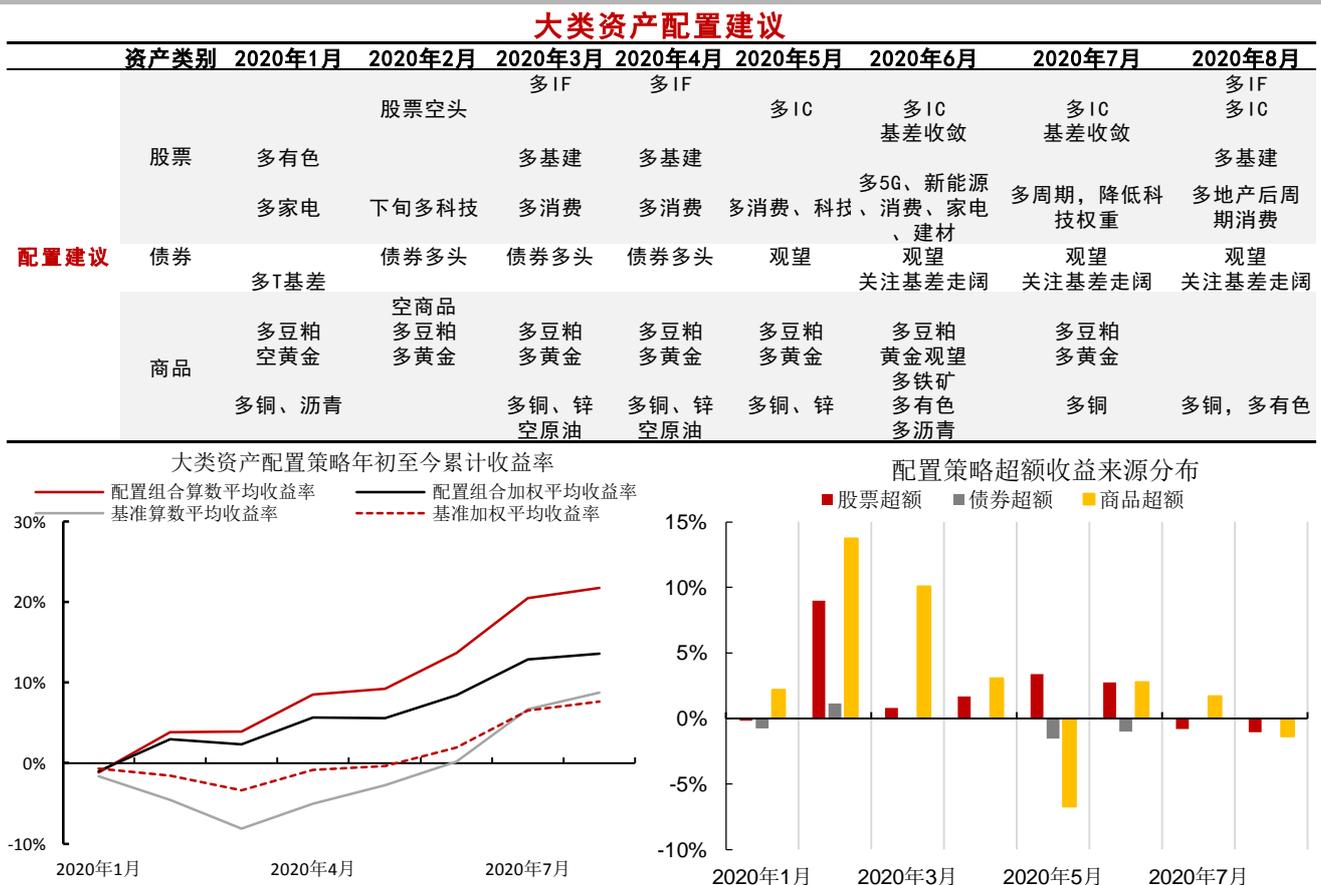
| | | |
|-------|--|----|
| 图 22: | 8 月原油和有色金属在商品中表现更优..... | 20 |
| 图 23: | 理财收益率继续下降..... | 20 |
| 图 24: | 股票和债券波动率位于近 3 个月中位数上方，黑色和原油波动回落至近 3 个月低位。... | 20 |
| 图 25: | 二季度 ROE 增长前五大行业是建材、农林牧渔、食品饮料、家电、医药，环比增速最高的是汽车。此外，机械和国防军工的 ROE 历史分位数在二季度大幅上涨至近五年高位。（最近 5 年分位数，数据截至 8 月 31 日）..... | 21 |
| 图 26: | 月度价格涨幅前五的行业是食品饮料、交通运输、轻工制造、机械、石油石化。（数据截至 8 月 31 日）..... | 22 |
| 图 27: | 10 年期国债收益率再次上行突破 3%..... | 23 |
| 图 28: | 曲线走平..... | 23 |
| 图 29: | 企业债信用利差小幅反弹..... | 23 |
| 图 30: | 股债性价比指标略微偏向债券..... | 23 |
| 图 31: | 8 月商品价格整体上涨..... | 24 |
| 图 32: | 中信期货商品指数 8 月上涨 3.57%..... | 24 |
| 图 33: | 黑色板块 8 月上涨 3.54%..... | 24 |
| 图 34: | 8 月有色上涨 4.07%，贵金属上涨 2.56%..... | 24 |
| 图 35: | 8 月能源化工指数上涨 2.08%..... | 24 |
| 图 36: | 8 月农产品上涨 2.59%..... | 24 |
| 图 37: | 8 月资金更偏好沪深 300..... | 25 |
| 图 38: | 外资频率放缓，更加谨慎..... | 25 |
| 图 39: | 8 月外资流入最多的行业是食品饮料、银行、机械。（数据截至 8 月 28 日）..... | 25 |
| 图 41: | 8 月商品持仓量增加最大的品种是玉米、豆粕、玻璃，持仓量跌幅最大的品种是热卷。贵金属、玻璃的成交金额增幅最大，棕榈油成交金额跌幅最大（数据截至 8 月 31 日）..... | 26 |

一、8月策略回顾

8月份各类资产收益率明显环比下降，在市场整体波动整体下滑的背景下，资产组合的收益也相应收缩。从市场氛围来看，8月份市场正式从积极转向防御，我们此前建议的配置均衡化逻辑得到了验证。不论是权益市场风格从成长到价值，黄金价格下跌和商品市场整体涨幅回落，还是债券市场的继续低迷表现，都展现出非常明显的防御特征。

8月份上证国债、沪深300指数、中证500指数和中信期货商品指数涨幅分别为0.04%、2.58%、1.35%和3.57%。我们推荐的股票：多基建、地产后周期消费、多IC、多IF；债券：观望、基差走阔；商品：多铜、多有色的组合策略表现中，股票、债券、商品的月度收益率分别为：1.56%、-0.04%和2.22%（上述组合收益率仅为等权重下的收益率）。从年初至今，配置组合的算数平均累计收益率为21.71%、按照(3:6:1)的股、债、商权重加权后的平均累计收益率为13.55%。而基准组合算数、加权的累计收益率分别为8.73%和7.65%。

图1： 大类资产月度表现跟踪



资料来源：Wind 中信期货研究部

注：配置资产加权比例为简单计算，且债券作为基础资产会持续持有

二、9月配置主线：防御待转机

8月份的策略建议中，我们曾提示，市场将围绕“政策落地”和“流动性、估值和避险情绪的冲突”两大要点展开。8月份的市场表现更多体现为基本面从预期到现实、政策从松到边际收紧、估值修复和风格切换的大逻辑，正如我们担心的一样，虽然整体上来看权益市场依然是相对配置价值的资产，但是估值和边际的基本面变化越来越多的产生干扰。展望9月份，预计市场将越来越多的在三季度经济数据的逻辑下波动，并跟随流动性和估值的休整情况做调整。因此，在本月我们重点讨论一下基本面的现实表现和资产的相对配置价值。

主线之一：双循环模式步入正轨，但仍需关注不及预期可能

7月份基建投资增速已经同比翻正，基建投资总额累计同比增长1.19%。按照今年地方政府专项债发行规模估算，我们此前曾强调2020年基建投资增速将有15%左右的涨幅。如果按照该涨幅估算，8月份之后的基建投资增速同比平均达到3.7%以上就可保证上述增速的实现。如果按照当前已发行专项债的基建占比来估算，基建投资增速能同比增长7.48%。若进一步的，在分别假设基建项目占比在55.8%（当前水平）、80%和50%的不同比例下，预计今年基建投资增速将分别达到10.1%、15.09%和8.91%。如果用项目收益债的拉动规模估算，上述比例将整体偏高。因此，行至当下，对于基建增速同比增长两位数以上的预期已经在逐步落地中。

除了基建的逐步落地之外，值得欣慰的是出口和内需也在双双恢复中，尤其是出口的恢复比预期的要稍好一些。虽然当前国外疫情仍然在持续发酵，但是各国的复工也在进行中，虽然复工的进度不及预期，但是传统消费的出口已经开始出现回暖。因此，整体来看，国内经济大循环、国内国外双循环的发展格局已经步入正轨。

不过，在上述乐观表现的背后，还是存在着一些尚待观察的内容。比如基建投资增速的同比增长能够在三季度的发债高峰之后持续保持3%以上的增速是需要进一步观察的。目前尚有8500亿的专项债等待发行，如果按照10月底之前发行完毕，2个月落地的假设来看，基建投资增速可以维持到12月份。但是从8月份棚户区改造专项债发行大规模增加，同时基建专项债占比从此前的80%以上迅速下降至56%的表现来看，后期发债项目落地到基建项目的比例可能也会打折扣。

同时，虽然PMI数据从3月份以来就持续反弹，新订单和出口订单都表现出非常良好的回暖特征，但是从大中小型企业的结构来看，中小企业的盈利状况和下游需求并未出现明显好转，仍相对落后。一方面表明货币政策的定向精准滴灌方式仍将持续，另一方面也表明后续经济回暖的弹性存在不足，需要继续观察。

另外，截至目前我们按照就业数据估算的美国的复工程度仍在40%左右，复工的延后节奏基本符合预期。如果本年度剩下的4个月里不会再有更高程度的疫情爆发风险，或者疫苗的研发、量产顺利进行，那么海外需求的恢复只是时间的问题。倘若上述假设面临质疑，那么海外需求接棒国内就面连着不确定性。

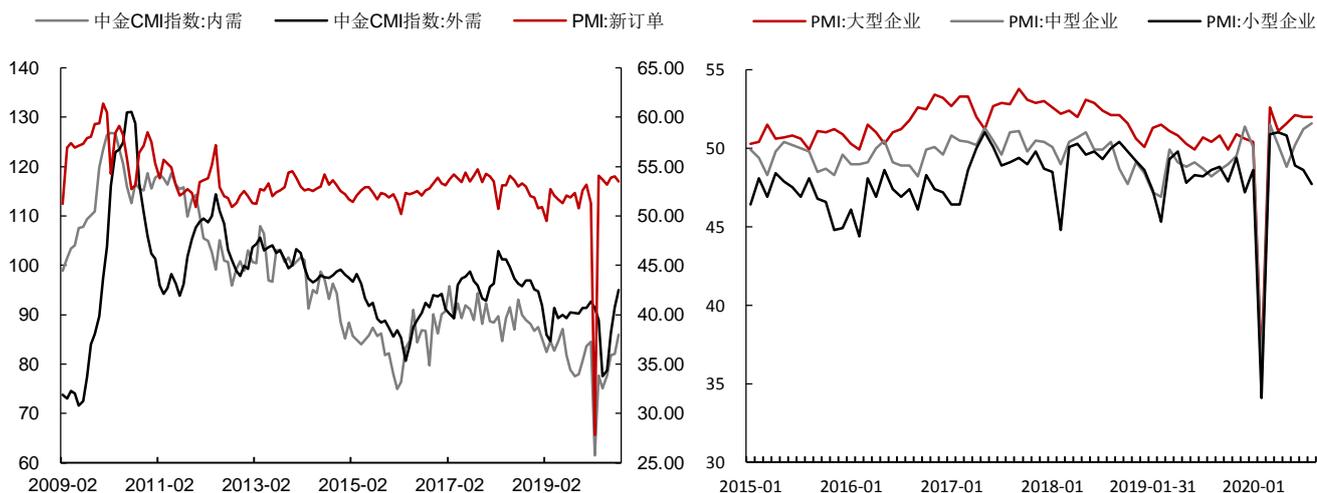
因此，在双循环模式步入正轨的大背景下，经济数据表现符合预期或者超越预期将对资产价格形成正面支撑的表现，一旦有不及预期的情况出现，风险资产在高估值的影响下将面临弹性较大的承压风险。

图2：基建投资增速如预期增长

| 单位：亿元、% | | 2019年 | 已发行规模 | 预估规模1 | 预估规模2 | 预估规模3 |
|---------------------------|-------------------|--------------|---------------|-------------------|---------------|---------------|
| 新增专项债发行总计 | | 21487 | 28969 | 37500 | 37500 | 37500 |
| 项目收益债发行规模 | | 16057 | 4482 | 7500 | 18750 | 18750 |
| 项目收益债发行规模不同占比 | | 75.0% | 15.5% | 20.0% | 50.0% | 50.0% |
| | 其中传统基建项目规模预估 | 1895 | 2500 | 4184 | 15000 | 9375 |
| | 传统基建项目发债不同占比 | 11.8% | 55.8% | 55.8% | 80.0% | 50.0% |
| | 基建撬动资金规模（15%杠杆比例） | 9445 | 16505 | 27894 | 100000 | 62500 |
| 按项目收益债拉动规模预估基建投资总额 | | 182050 | 95621 | 200499 | 272605 | 235105 |
| 按项目收益债拉动规模预估基建投资增速 | | 3.33% | 1.19% | 10.13% | 49.74% | 29.14% |
| 基建相关专项债预估（专项债规模*基建项目占比） | | 2535 | 16161 | 20920 | 30000 | 18750 |
| 按基建专项债规模预估基建投资增速 | | 3.33% | 7.48% | 10.10% | 15.09% | 8.91% |
| 新基建+传统基建非项目收益债规模预估 | | 652 | 13661 | 16736 | 15000 | 9375 |
| | | | 基建投资总额 | 基建投资（不含电力） | | |
| 15%增幅总量增加 | | 27308 | 22627 | | | |
| 平均每月增加 | | 5237 | 4684 | | | |
| 7月 | | 1.19% | -1.00% | | | |
| 8月 | | 4.75% | 5.09% | | | |
| 9月 | | 4.06% | 4.35% | | | |
| 10月 | | 3.57% | 3.83% | | | |
| 11月 | | 3.18% | 3.43% | | | |
| 12月 | | 2.88% | 3.10% | | | |

资料来源：Wind 中信期货研究部

图3：内需与外需共同恢复，但是中小企业仍面临困境

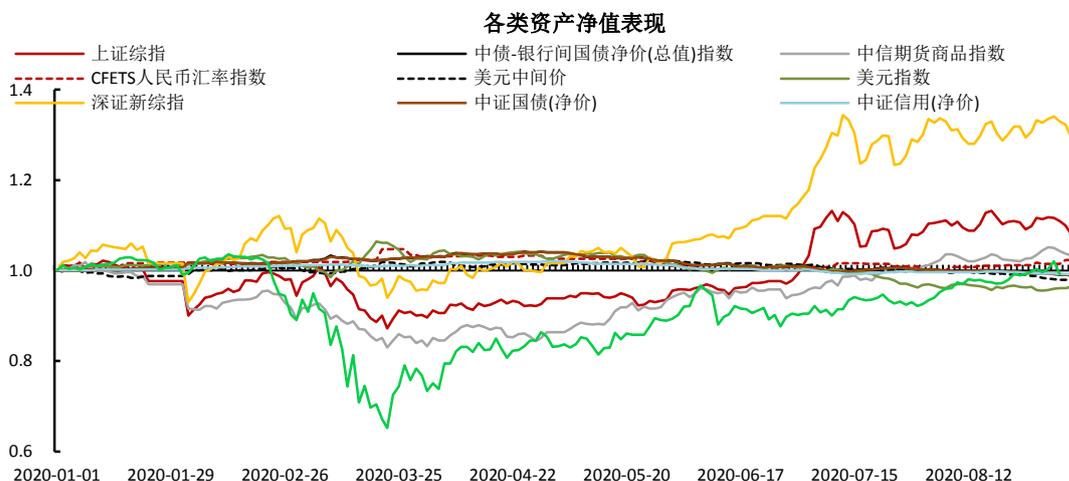


资料来源：Wind 中信期货研究部

主线之二：各类资产的相对价值权衡：权益找洼地，债市超跌，商品差异化表现突出

从各类资产的净值表现来看，8月份资产的风格切换明显，各类资产的整体收益下移，其中：**权益市场表现出价值跑赢、成长跑输的状况**。成长板块估值过高的问题叠加风险事件的冲击和中报业绩影响使得整体板块呈现下跌回调，创业板注册制的效应和科创50的领涨效应消失，价值板块和上证50领涨权益。**商品市场整体领涨各类资产，主要是有色金属板块价格涨幅居前**，贵金属中虽然黄金价格大跌，但是白银上涨带动整体板块涨幅居前。同时油价的短暂反弹也带动能源化工板块涨幅表现突出。与此同时，**债券收益率持续攀升**，10债收益率持续突破，在3%以上偏空震荡。同时美元中间价下跌，人民币月度升值幅度为1.96%。

图4： 各类资产净值走势对比



资料来源：Wind 中信期货研究部

8月份市场表现出非常明显的均衡思维，在基本面边际回暖弹性放缓、估值过高问题凸显、外部冲突导致的风险干扰不断的大背景下，**预计短期资产市场表现将延续均衡特征，从绝对收益过度到相对收益**。对于投资者而言，重要的是在各类资产中寻找价值洼地。

权益市场而言，中报业绩披露之后，市场焦点将更加注重从估值修复和利润修复之间的差异。在全产业链利润率整体恢复的大背景下，**重点关注利润已经修复但估值尚在低位的相对配置机会**。从中信一级行业的利润/估值/价格涨幅对比来看，**建议重点关注通讯、农林牧渔、机械、电力行业，次要关注建筑、新能源、建材、轻工制造行业，谨慎关注汽车、纺织服装、计算机、食品饮料行业**。总体来讲，在产业链利润回暖的过程中，顺周期的行业表现相对占优，尤其是随着三季报预告的临近，业绩扰动将继续成为市场主题。

图5： 企业利润修复和估值修复之间的差异带来相对配置机会

| | 单季净利润同比增速 | | | 单季价格涨幅 (%) | | PE所处历史百分位 (2017年至今) |
|----------|-----------|----------|----------|------------|--------|------------------------|
| | 2019Q2 | 2020Q1 | 2020Q2 | 2020Q1 | 2020Q2 | |
| 通信 | -200.06% | -44.39% | 269.91% | 1.34 | 7.15 | 0.242 |
| 农林牧渔 | 980.36% | 469.24% | 125.42% | 18.29 | 6.90 | 0.01 |
| 机械 | 31.06% | -42.48% | 47.05% | -6.21 | 12.08 | 0.353 |
| 电力设备及新能源 | -2.58% | -12.65% | 39.47% | -2.57 | 19.96 | 0.873 |
| 电力及公用事业 | 13.90% | -27.02% | 39.21% | -6.82 | 4.24 | 0.162 |
| 综合金融 | -24.89% | -63.83% | 37.70% | -9.13 | 7.81 | 0.518 |
| 汽车 | -38.21% | -83.97% | 37.25% | -6.45 | 10.43 | 0.951 |
| 医药 | -4.82% | -14.98% | 34.87% | 10.74 | 31.83 | 0.937 |
| 电子 | 2.14% | -15.27% | 29.99% | -4.57 | 29.42 | 0.915 |
| 食品饮料 | 18.58% | -0.02% | 26.00% | -3.60 | 34.93 | 0.968 |
| 建材 | 9.07% | -36.16% | 20.10% | 0.72 | 7.39 | 0.582 |
| 纺织服装 | -27.41% | -64.69% | 7.47% | -3.37 | -2.28 | 0.966 |
| 建筑 | -0.10% | -27.30% | 5.95% | -3.53 | -4.38 | 0.228 |
| 计算机 | 30.69% | -106.10% | 0.07% | 3.12 | 18.99 | 0.947 |
| 轻工制造 | -17.35% | -30.74% | -1.66% | -8.14 | 12.76 | 0.742 |
| 基础化工 | -17.85% | -42.80% | -2.50% | -6.74 | 17.08 | 0.834 |
| 有色金属 | -21.03% | -49.37% | -3.67% | -14.00 | 11.74 | 0.902 |
| 房地产 | 19.57% | -45.43% | -6.54% | -13.50 | 5.55 | 0.376 |
| 国防军工 | 40.45% | 168.10% | -8.44% | -2.22 | 12.82 | 0.834 |
| 家电 | 10.59% | -51.53% | -9.41% | -15.68 | 19.46 | 0.993 |
| 传媒 | -26.22% | -51.55% | -11.35% | -7.58 | 21.67 | |
| 煤炭 | 10.37% | -27.50% | -14.46% | -15.22 | -0.60 | 0.517 |
| 综合 | -16.17% | -102.52% | -16.09% | -4.46 | 1.96 | |
| 非银行金融 | 65.33% | -23.89% | -21.65% | -15.95 | 5.53 | 0.728 |
| 商贸零售 | -23.67% | -70.58% | -21.97% | -2.22 | 18.59 | 0.936 |
| 银行 | 7.61% | 5.52% | -23.82% | -14.83 | 0.93 | 0.195 |
| 钢铁 | -31.62% | -41.27% | -25.67% | -12.89 | 6.11 | 0.717 |
| 交通运输 | 12.91% | -124.83% | -71.21% | -13.63 | 8.35 | 0.994 |
| 消费者服务 | 1.41% | -142.50% | -94.04% | -15.21 | 48.70 | 0.992 |
| 石油石化 | -5.52% | -204.64% | -115.38% | -16.00 | -0.28 | 0.993 |

资料来源：Wind 中信期货研究部

债券市场方面，目前债券市场的整体配置环境仍为区间波动的配置空间。在 10 债收益率突破 3.2% 之后，配置盘对债券市场的关注度也开始增加。叠加权益市场风格轮动切换至防御，短期债券收益率相对股息率有更好的配置空间，尤其是相对创业板指数的配置价值更大。因此，对于债券市场的思维，我们延续 8 月份的阶段性配置机会的观点。虽然货币政策边际收紧化是主基调，但是央行不间断的公开市场

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_2626

