

10月大类资产配置策略

证券研究报告
2018年10月15日

作者

10月大类资产配置策略：A股超配，节奏可能是前低后高，行业上存在估值切换，结构分化比较明显；债券方面，低配利率、超配信用、缩短久期；商品方面，低配黑色、原油，标配有色。汇率方面，短期来看，维持人民币汇率7.0-7.2区间震荡的判断，7.2仍然是极限；中期来看，中美经济周期和货币政策周期错位，人民币升值概率更大，可能突破“7”回到6.X。

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

相关报告

风险提示：逆周期政策力度/效果不及预期；中美贸易谈判出现反复



图 1：10 月大类资产配置图谱

大类资产	低配	标配	超配
股票			超配
债券		标配	
商品	低配		
债券大类	低配	标配	超配
利率			
信用			超配
债券风格	低配	标配	超配
短债			超配
长债			
中高		标配	
中低		标配	
商品大类	低配	标配	超配
黑色	低配		
有色		标配	
贵金属		标配	
原油	低配		

资料来源：天风证券研究所绘制

10 月经济

全年经济方面，维持 3 季度中后期阶段性企稳的判断。虽然 3 季度经济增速仍然回落，但随着部分行业景气度见底回升，工业企业利润增速连续回升，库存周期接近内生性底部，同时逆周期政策力度明显加大，10 月可能确认进入基本面阶段性企稳（走平或下行明显放缓）的左侧。

具体而言，7-8 月工业产出和消费等数据下台阶后，9 月数据有望迎来改善：工业生产大概率修复；固定资产投资增速企稳，其中基建持续回升，地产小幅回落，制造底部走平；消费增速企稳；房地产销售面积同比持续改善。目前已公布的数据：进出口增速小幅回落，但预计进一步回落空间较小；CPI 继续高位运行至 3.0%，PPI 通缩进一步加深但已接近底部；社融增速在专项债高基数抑制下超预期回升至 10.8%。（详见《10 月：基本面阶段性企稳的左侧》）

10 月政策

货币政策方面，9 月全面降准 8000 亿+定向降准之后，货币宽松再加码已经兑现，4 季度经济阶段性企稳的概率上升，不宜对货币再度大幅放松抱有太高期待。央行行长 9 月 24 日强调“珍惜正常的货币政策空间”，“货币政策以我为主，保持定力”。10 月没有 MLF 到期，可能主动投放，LPR 利率在 10 月可能继续小幅下降。

财政政策方面，专项债提前发行是财政再加码的重要手段。根据 10 月 9 日《21 世纪经济报》的报道：“目前地方至少已申报了三批专项债项目。其中，纳入国家重大建设项目库的第一批、第二批专项债项目已经确定。这些申报的项目很可能在今年四季度发行。”如果专项债今年 4 季度提前发行，我们预计发行量可能达到 2020 年可提前下达额度（1.3 万亿）的 1/3 到 1/2，即 4500-6000 亿，11-12 月单月发行 2500-3000 亿，将对社融增速贡献 0.2%-0.3%。9 月 PSL 恢复操作，也释放出“发挥好政策性金融机构的逆周期调节作用”的政策信号。（详见《关于央地收入划分和中美谈判》）

10月A股（超配，仓位75%，9月70%）

区间判断：2900-3100。指数向上概率大，如果只是存量资金切换，向上空间相对有限，但向下的概率和空间都不大。N字形第三笔从8月8日开启，趋势没有结束，如果财政政策落地和宏观数据能够提升4季度经济阶段性企稳的预期，N字形第三笔有望在4季度得到基本面的支撑。

节奏判断：前低后高。（1）上旬：节前市场跌回2900；中采和财新PMI均出现改善；国庆休市期间，海外市场波动较大，但未形成大跌，对市场影响较小；节后市场预期中美谈判将达成阶段性协议，风险偏好开始提升。（2）中旬：9月宏观数据和3季度GDP发布，验证经济阶段性企稳的关键时间；预期GDP 6.0%-6.1%，信贷表现较好，工业产出略有改善，固定资产投资和消费基本持平8月；数据修复，盈利见底，库存接近见底，经济阶段性企稳预期有望出现一定升温。（3）下旬：政治局会议对4季度经济定调应该不会出现超预期转向性表述；考虑到四中全会的性质，对市场直接影响有限；国内主要观察政策，专项债可能提前发行带来基建和周期的交易性机会；海外关注外盘波动，美股出现调整的可能性较高（流动性、议息会议、三季报、英国脱欧）。

行业判断：可能存在估值切换，结构分化比较明显。（1）早周期（金融、地产、基建、地产竣工产业链）受益于经济阶段性企稳预期升温，低估值高分红，修复弹性较大。关注三季报业绩超预期和景气度见底行业。（2）消费基本面趋势向上，业绩相对稳定，但基本面的预期斜率不足以匹配过高的估值水平，需要谨慎。（3）科技成长是2-3年的长期趋势，部分子行业基本面趋势正在酝酿或已经出现上行迹象，但短期需要利率水平和资金情况是否匹配，如果利率上行，基本面企稳预期强化，资金切换到大票，科技成长表现可能钝化。

10月债券（低配利率，超配信用，仓位15%，9月20%）

利率方面，维持“利率N字形的第三笔已经开启”的判断。进入基本面阶段性企稳的关键验证期，国内经济数据和政策落地情况是现阶段利率的主导因素。短期来看，利率的潜在利空较多：9月CPI超预期直接破3，专项债可能提前发行明年提前下达额度，工业企业盈利增速连续回升，库存周期接近经验底部，中美谈判阶段性协议提升风险偏好等。

久期方面，建议缩短利率债久期。（1）短久期利率债和货币政策的相关性更高。央行大概率维持流动性合理充裕，10月15日将实施9月以来第二次定向降准，10月还可能主动投放MLF。但整体而言，货币宽松已经比较充分定价。（2）长久期利率债和未来经济预期的相关性更大，从9月数据和CPI来看，4季度出现名义增速下台阶的可能性较小。

信用方面，可适度做多经济阶段性企稳预期上升带来的信用利差收窄（AA-AAA），相对看好中低等级信用债（AA+/AA）的机会。考虑到4季度可能提前发行专项债，基建投资增速持续回升，相对看好城投债。

10月商品（低配黑色原油，标配有色，仓位5%）

低配黑色。（1）需求方面，从价格和库存去化来看，螺纹钢需求好于热卷，反映基建地产和制造需求的分化。（2）供给方面，钢铁行业经过产能置换后，今年产量增加明显。即将进入开工淡季，明年地产投资新开工增速回落的预期比较一致，对向上的空间和概率也存在压制。（3）因此，黑色商品价格向下的概率略大，建议低配，但空间较难判断。铁矿石4季度海外供给释放，还有做空机会。

标配有色。（1）需求方面，全球大约50%铜需求来自中国，4季度国内的铜需求迎来一定支撑，其中基建的电力电网投资和地产竣工产业链的家电对铜需求占比最高，新能源车也即将迎来自年底的销售旺季。（2）供给方面，铜的库存和价格都在低位。中美贸易谈判达成阶段性协议提升风险偏好，对大宗商品有催化。但短期美元指数98-100区间震荡，对铜价依然形成压制。因此，建议标配有色商品中的铜，做多铜金比。

低配原油。(1) 供给方面, OPEC 除沙特外的其他国家减产不积极, 俄罗斯产量在 9 月创下历史新高, 美国页岩油产量至明年仍将增加; 随着博尔顿下台, 美国对伊朗和委内瑞拉的制裁可能会放松, 灵活增加的原油供应将进一步降低高油价的可能性。(2) 需求方面, 美国、欧洲经济分别处于后周期下行和探底阶段。IMF 在 7 月的报告中下调今明两年世界经济增速至 3.2% 和 3.5%, 发达国家经济增速至 1.9% 和 1.7%。在需求疲弱的背景下, 供给因素对油价只是阶段性影响。(3) EIA 预计明年二季度前全球原油恐面临供过于求的局面。因此整体而言, 全球原油市场供求关系将处于松平衡状态, WTI 油价处于 50-60 美元/桶区间。

10 月贵金属 (标配黄金, 仓位 5%)

全球经济增速放缓, 土耳其、英国脱欧、特朗普弹劾等不确定性事件发酵, 黄金的避险需求依然较高。但金价突破 1550-1600 顶部区间进一步向上仍然面临两大瓶颈: (1) 与黄金价格高度负相关的美国 TIPS (通胀保值债券) 利率已经进入负区间。市场对联储的降息预期走在联储之前, 美债名义利率进一步向下的动能不足。同时未看到全球大宗商品价格有整体反弹的迹象, 除非油价出现超预期上涨, 否则贵金属的抗滞胀属性较难凸显。(2) 与黄金价格负相关的美元指数仍然保持强势。美国经济数据虽然开始加速向下, 但各方面仍好于欧洲, 月底英国脱欧的潜在不确定性也支撑美元的短期强势。因此, 对 10 月金价维持区间震荡判断, 1450-1550 美元/盎司。

10 月外汇

(1) 短期来看, 维持人民币汇率 7.0-7.2 区间震荡的判断, 7.2 仍然是短期极限位置。美元指数 98-100 区间震荡, 美国经济超预期下行、美股暴跌、英国脱欧等触发全球避险模式开启的因素, 可能带来强势美元的反复。(2) 中期来看, 中美经济周期和货币政策周期错位, 人民币升值概率更大, 可能突破“7”回到 6.X。中长期因素整体利空美元指数, 美国 PMI 进一步回落并接近至欧元区水平、或者美联储再次确认重启再 QE 时, 或将确立美元指数的转弱趋势。

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_9634

