策略

2020 年四季度大类资产配置报告

报告原因：资产配置

---2020 年 9 月 17 日

2020 年 9 月 17 日

策略研究/深度报告

山证策略团队

分析师：

麻文宇 CFA

执业证书编号：S0760516070001

电话：010-83496336

梁迪柯 CFA

执业证书编号：S0760518070001

电话：010-83496302

研究助理：

李杰 CPA

邮箱：lijie@sxzq.com

翟子超 FRM

邮箱：zhaizichao@sxzq.com

山证宏观固收团队

分析师：

郭瑞

执业证书编号：S0760514050002

邮箱：guorui@sxzq.com

李淑芳

执业证书编号： S0760518100001

邮箱：lishufang@sxzq.com

研究助理：

邵彦棋

邮箱：shaoyanqi@sxzq.com

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层

北京市西城区平安里西大街 28 号中海国际中心七层 山西证券股份有限公司

http://www.i618.com.cn

投资要点：

- **观点回顾**

今年以来，我们主要策略观点全部得到市场验证，3 月底明确提出 A 股成为资金洼地、黄金继续闪耀，4 月底提出利率债将走软、信用债稳定震荡等都如期出现。

- **宏观短期背景**

1. **经济目前处于修复期，预计四季度延续扩张趋势。**我们判断，经济实际增速将继续上升，预计三季度实际经济增速上升到 4.5%左右，而四季度有望进一步上行至疫情前水平，即 6%附近。目前，供给端恢复进入平台期，需求端恢复较慢。
2. **基建维持稳定。**就业情况与去年情况相比仍具有较大差距，逆周期政策仍需要继续发力做到“六保”，预计四季度财政政策稳定。
3. **判断短期制造业加速回暖，地产投资稳定，消费后劲可期，出口具备韧性。**
4. **疫苗可能对经济基本面产生较大扰动。**疫苗上市将促使政策加速从“应急”转向“常态”；另外企业信心、消费者信心预计会大幅走高，经济回暖将进一步加速。

- **货币政策预计松紧适度。**

二季度宽松货币政策出现边际调整，从疫情期间的非常态化回归常态化，源于经济内生增长动能开始修复。管理层近期表态进一步确认这一调整，预计四季度货币政策基调仍是总量稳定，更强调精准投放。

- **资产周期**

从经济周期的角度来看，全球经济开始进入扩张区间，但是全球资产价格却与经济基本面产生明显背离，大类资产显著走在了经济周期的前面。本轮全球、尤其是美国资产大幅上行的主要原因在于美联储放水。我们认为我国经济复苏仍将延续至明年 2 季度以后，但在全球资产价格与经济周期步调不一致的情况下，我们认为多数大类资产进入过热区间这一现象值得警惕。

- **大类资产分析**

四、 权益四季度延续震荡，再平衡仍是主线：从经济、货币、估值、资金和政策五个维度判断，我们维持 8 月份以来 A 股延续震荡的判断，宏观变量可能刺激 A 股形成结构性行情。短期市场的主要矛盾在于估值向均值回归与业绩上涨速度快慢之间的较量。震荡之中市场机会仍然存在，我们认为 A 股四季度的重头戏仍是再平衡，具体表现可能是估值再平衡、仓位再平衡、风格再平衡。从长期来看，我们认为 A 股相对全球其他权益类资产有较强的优势，4 季度震荡市反而给投资者更好的长期布局机会。

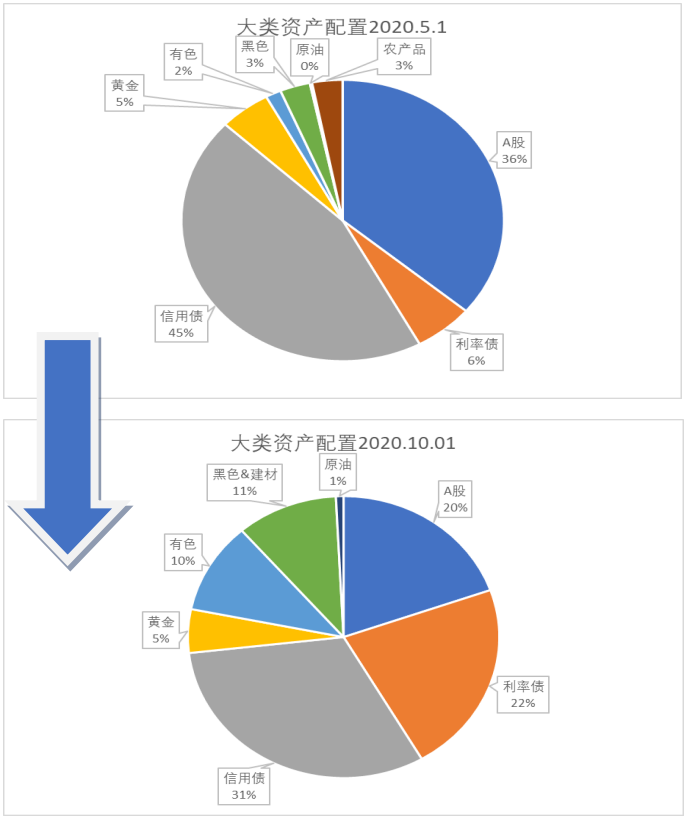
债券利率阶段性见顶，但难言牛市到来：1 利率债：我们认为仍是熊市震

荡，中枢在 3.2%-3.3%区间，建议标配。**2.信用债：**对于信用债投资，当前建议下沉信用，细挖行业与个券，仓位久期维持低水平，行业配置上可重点关注顺周期行业，同时加强城投等品种的配置比重。

商品四季度有望走强：从资产配置周期的轮动来看，我们看好全球经济复苏，在流动性保持稳定的背景下建议适当增加工业品的配置。

- **资产配置模型：股债平衡，增配商品**

通过对宏观以及各大类资产的预期，考虑到单位风险收益最大化与风险分散化的总原则，通过均值方差优化我们得到以下配置结果。



注：1. 除黄金外其他商品类资产均为期货。2.所有大类资产配置比例均按照票面金额，收益风险情况均未考虑杠杆因素影响。3.此配置方案仅针对机构类客户，个人投资者需联系财富顾问按照 GBI 方式进行个性化化配置。

与 5 月 1 日配置方案相比，A 股配置比例有所降低，从超配的 36%降低至 20%，主要考虑到 A 股 4 季度处于震荡期，收益预期较此前相对减弱。

利率债占比由 6%上调至 22%，利率债我们判断整体也进入震荡市，单边行情可能暂告一段落。考虑到利率债对组合的风险分散对冲效果，配置比例显著增加。

信用债方面，当前较低的风险利差导致配置吸引力有所降低，配置比例由 45%下调至 31%，但考虑到信用债具有较好的风险收益比，配置比例仍然位居整个组合的榜首。

商品方面，我们认为模型得出的配置比例与我们主观预期一致，在复苏周期中商品的配置比例应当有所提高。

风险提示：疫情二次爆发，中美关系冲突升级，政策力度不达预期，疫苗研制进度拖后，美联储态度变化

目录

一、 观点回顾 5

1.1 权益：在流动性危机解除迎来资金回补行情，上证预计站上 3300 点 5

1.2 利率债：2.4%-2.5%是利率底部区间 5

1.3 信用债：整体稳定，结构化震荡 6

1.4 大宗商品：强烈看多黄金，预计有色反弹，布油 38-45 区间 6

二、 短期宏观背景 9

2.1 经济处于复苏期，但修复速度具有不确定性 9

2.2 基建后续预计维持稳定 11

2.3 地产投资仍将稳定 12

2.4 制造业回暖加速 13

2.5 消费后劲可期 14

2.6 出口具备韧性 14

2.7 内循环、双循环的发展格局 15

2.8 疫苗可能成为经济的重要拐点 16

2.9 货币政策松紧适度 18

2.10 通胀与人民币汇率不会影响政策取向 19

三、 大类资产周期判断 21

四、 权益四季度延续震荡，再平衡仍是主线 23

4.1 今年以来 A 股牛冠全球 23

4.2 震荡市下，宏观变量可能为 A 股提供阶段性机会 24

4.3 看好 A 股长期布局机会 28

4.4 A 股预计在 3170-3450 间震荡 28

五、 债券利率阶段性见顶，但难言牛市到来 29

5.1 债牛为时尚早 29

5.2 利率进入震荡区间 31

5.3 信用债仍具备较高配置价值 33

六、 商品四季度有望走强.....36
6.1 黄金四季度有望休整.....36
6.2 原油上涨格局有限.....41
6.3 工业品种预计走强.....42
七、 资产配置模型：股债平衡，增配商品.....45
八、 风险提示.....46

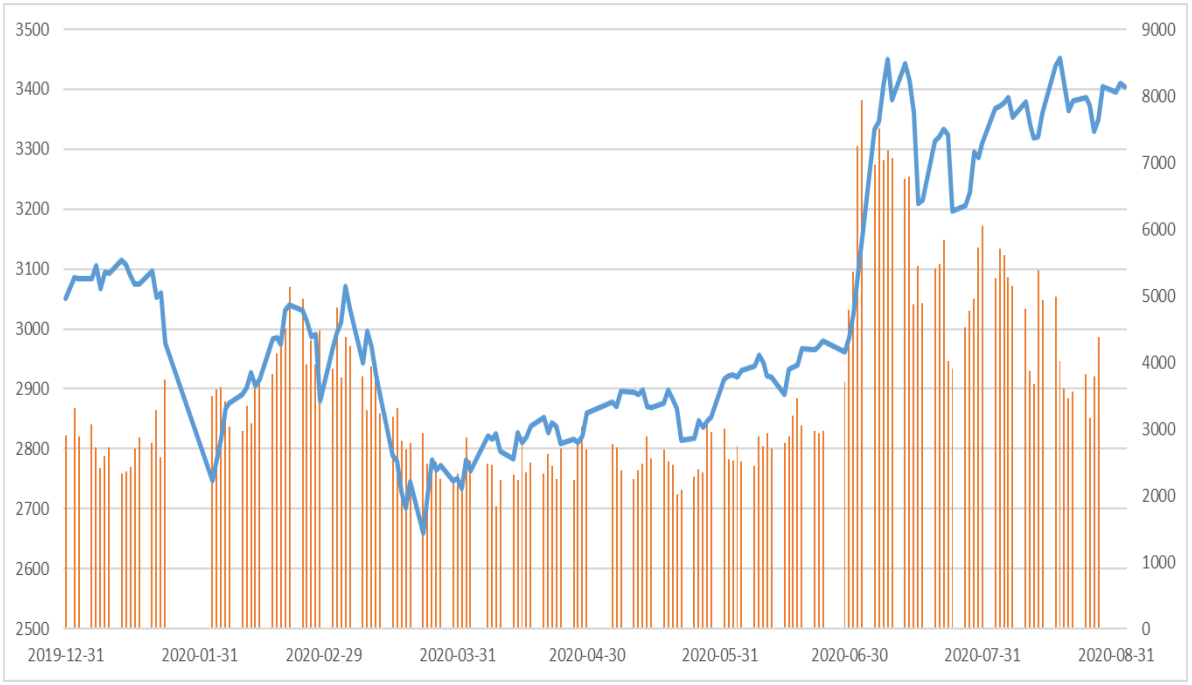
一、观点回顾

今年以来，我们主要策略观点全部得到市场验证，3 月底明确提出 A 股成为资金洼地、黄金继续闪耀，4 月底提出利率债将走软、信用债稳定震荡等都如期出现。5 月下半年资产配置报告我们主要观点如下：

1.1 权益：在流动性危机解除迎来资金回补行情，上证预计站上 3300 点

海外疫情不确定性较强，美股估值偏高而与此同时 A 股、港股估值处于低位且疫情防控成果显著经济已经开始修复，在 3 月美元造成的全球流动性危机解除后资金将持续流入 A 股、港股市场回补，根据利率、经济基本面与过去 5 年市场均值 PE 我们做出年内 A 股有望站上 3300 点的预判。（得到验证，速度超预期）

图 1：上证综指



数据来源：Wind，山西证券研究所

1.2 利率债：2.4%-2.5%是利率底部区间

政策利率已进入相对意义上的低利率时期,经济最悲观时刻已经过去，货币政策逐渐恢复正常，判断 10 年期 2.4-2.5%是利率底部区间，预计年内有望反弹至 3%左右水平。（得到验证，符合预期）

图 2：中证国债指数

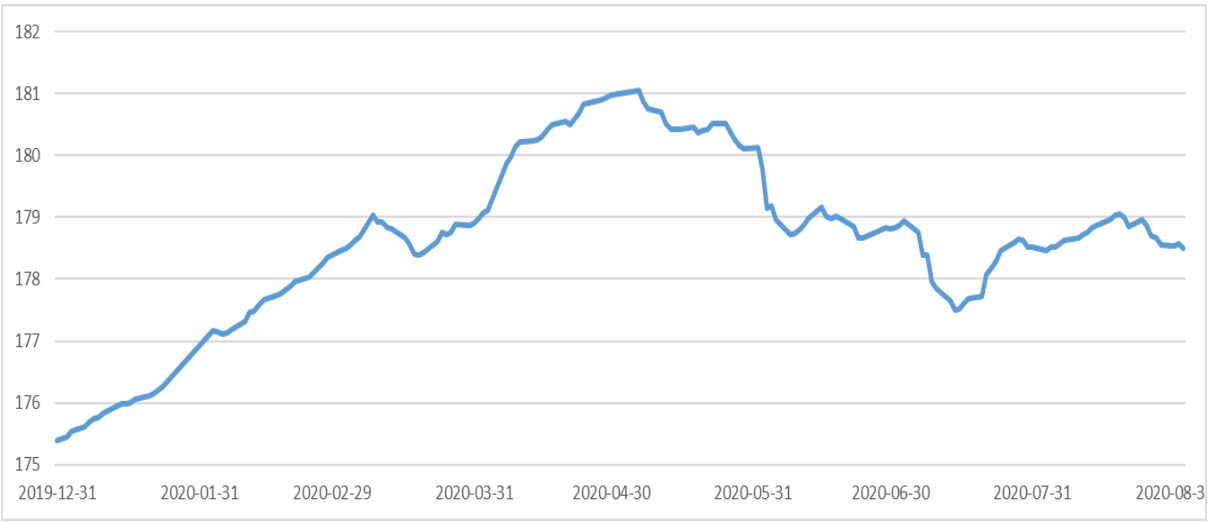


数据来源：Wind，山西证券研究所

1.3 信用债：整体稳定，结构化震荡

经济基本面整体回暖，信用风险显著回落，在管理层打通企业融资梗阻的背景下预计信用债整体稳定，呈现结构化反弹的态势。（整体符合判断，略低于预期）

图 3：中证信用债指数



数据来源：Wind，山西证券研究所

1.4 大宗商品：强烈看多黄金，预计有色反弹，布油 38-45 区间

年中时点我们整体看多商品，提出大宗商品在我国疫情得到控制、美国强行复工复产消化大宗库存、

主要商品产出国疫情严重影响供给、美联储扩表时长和规模超出预期有望抬升通胀预期的宏观大背景下商品整体表现不会太弱。（得到市场验证）

1.4.1 黄金：我们在年中强烈看多黄金，1.全球经济衰退，美联储扩表超预期，负收益资产有望显著增加。全球市场通胀预期修正。3.疫情持续反复影响黄金供给，短期供需失衡。在黄金 1700 美元时提出年内黄金仍有 15%以上空间。（当前黄金在 1960 美元左右，涨幅 15.3%，涨幅符合预期，速度快于预期）

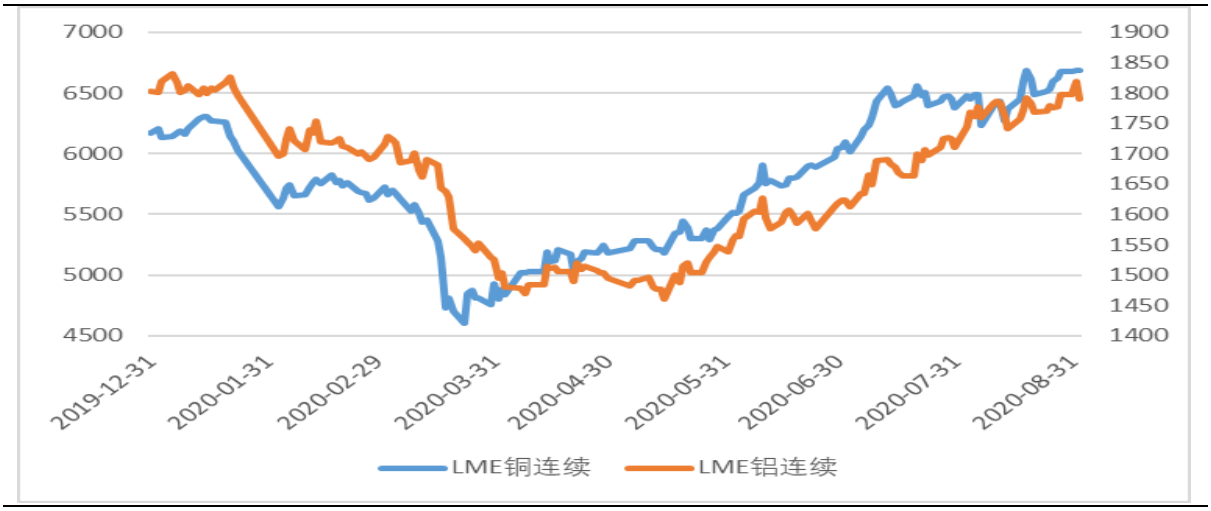
图 4：COMEX 黄金



数据来源：Wind，山西证券研究所

1.4.2 其他有色：分析供需双向萎缩，判断铝反弹、铜震荡、铁矿石走强。（市场超出预期）

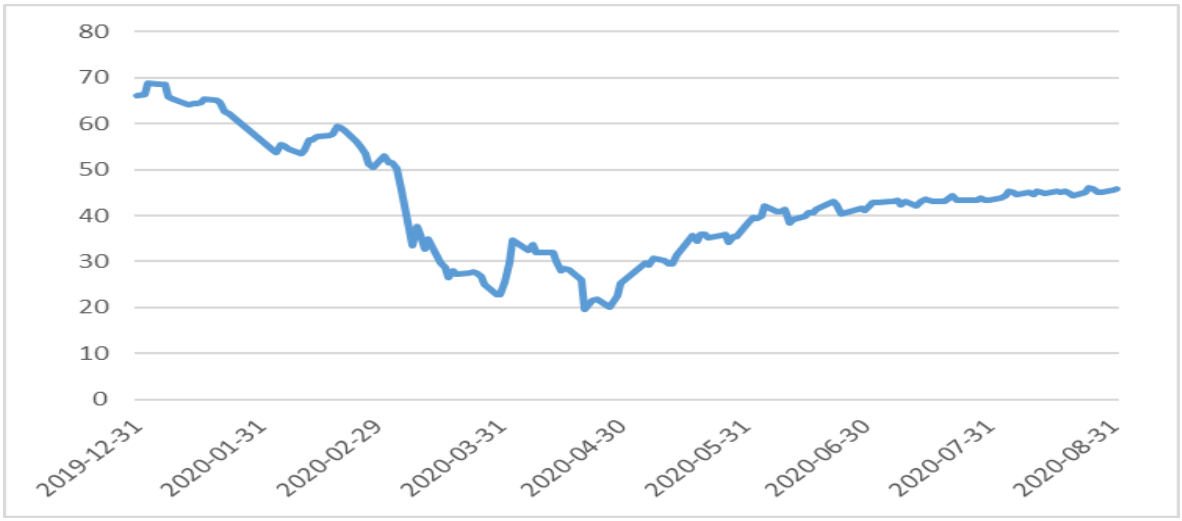
图 5：铜、铝走势



数据来源：Wind，山西证券研究所

1.4.3 原油：判断原油进入底部区域，但是整体仍供需仍然疲弱，预计布伦特原油维持 38-45 美元震荡区间。（符合预期）

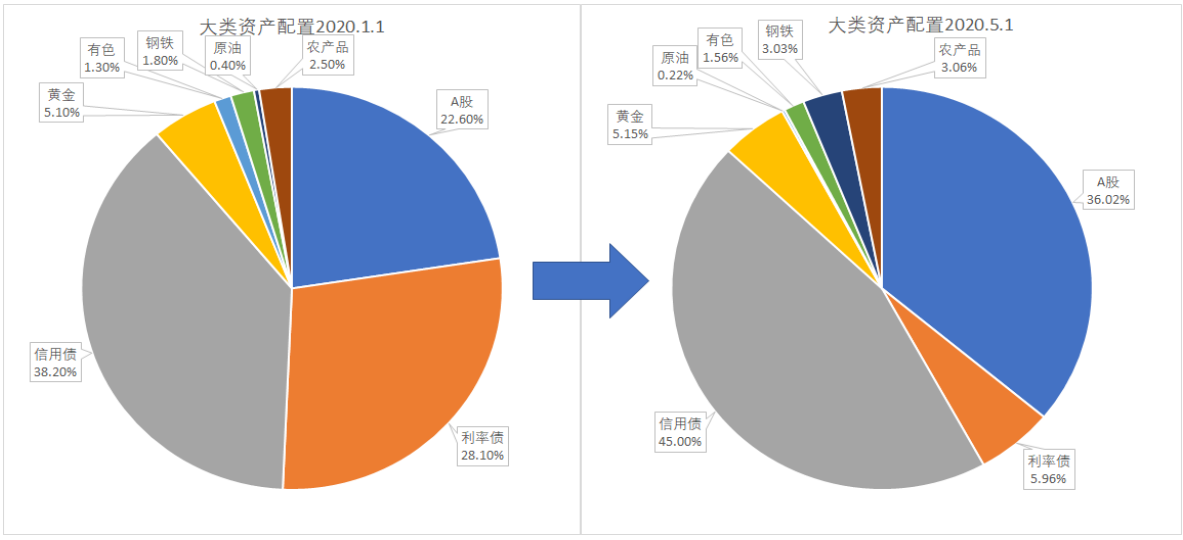
图 6：原油走势



数据来源：Wind，山西证券研究所

我们根据 MVO（加入主观收益率与风险判断）与风险平价 8:2 配比进行资产配置 5 月显著提升了 A 股、信用债配置比例，大幅降低了利率债占比。

图 7：上半年资产配置报告大类资产配置情况

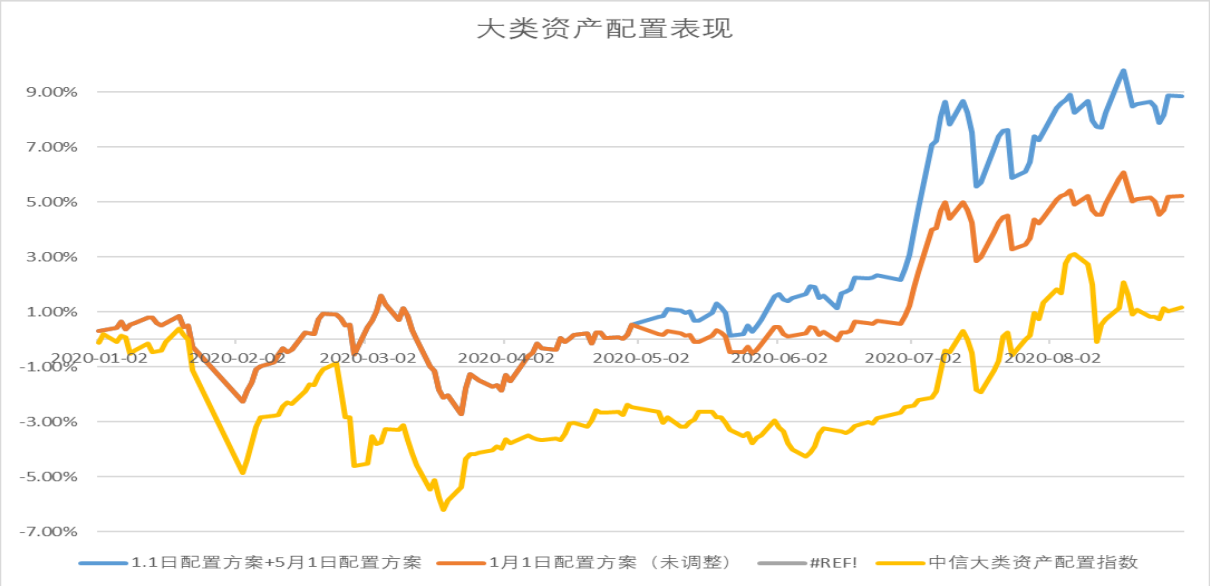


数据来源：Wind，山西证券研究所

5 月 1 日-8 月 31 日，4 个月时间大类资产配置方案收益率为 8.26%，年化收益率在 24.78%，年化收益率超出同类型大类资产配置产品 13.08%（930953），超出年初大类资产配置方案 9.12%，年中资产配置

方案调整取得了显著成果。

图 8：大类资产配置方案收益情况



数据来源：Wind，山西证券研究所

二、短期宏观背景

2.1 经济处于复苏期，但修复速度具有不确定性

3 月以来，我国经济逐渐摆脱疫情压制重回扩张区间，3 月 PMI 数据 V 字反转，但是整体经济并未出现 V 字而是出于缓慢修复的状态。3 月 PMI 大幅上升至 52 后，虽然连续 6 个月处于 50 以上的扩张区间，但是扩张速度呈现递减的效果。从工业增加值和 PPI 的走势来看，意味着经济处于扩张区间。

图 9：PMI

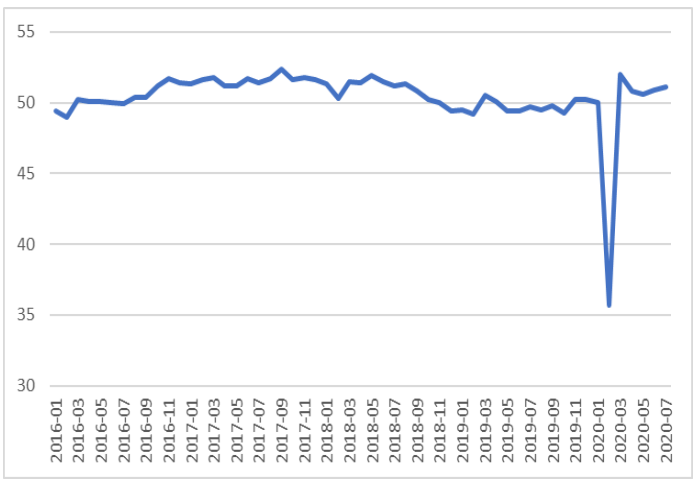
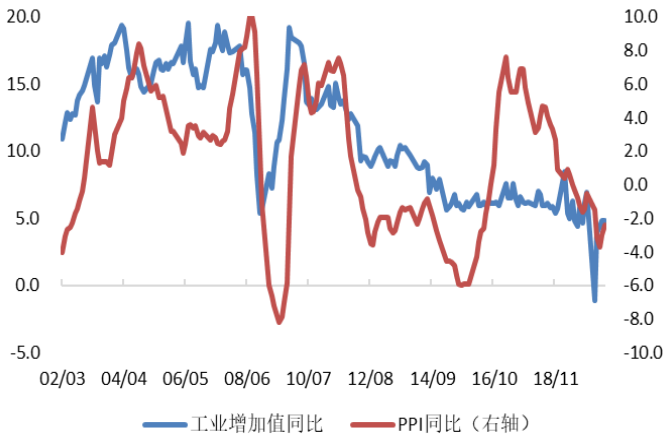


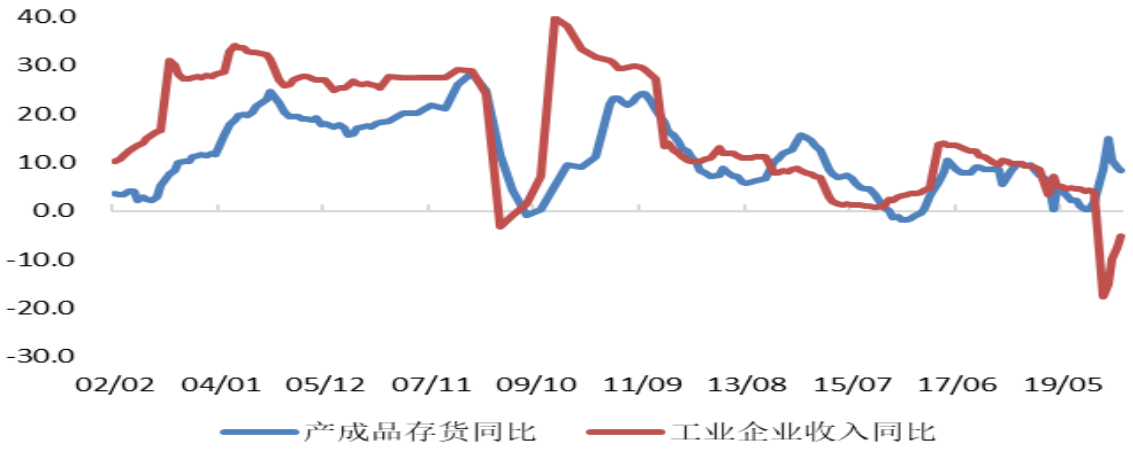
图 10：工业增加值&PMI



数据来源：Wind，山西证券研究所　　数据来源：Wind，山西证券研究所

同时从库存周期的角度来看，当前正处于被动去库阶段，提示经济处于复苏期。

图 11：库存与收入



数据来源：Wind，山西证券研究所

我们判断，经济实际增速将继续上升，预计三季度实际经济增速上升到 4.5%左右，而四季度有望进一步上行至疫情前水平，即 6%附近。

图 12：经济指标情况

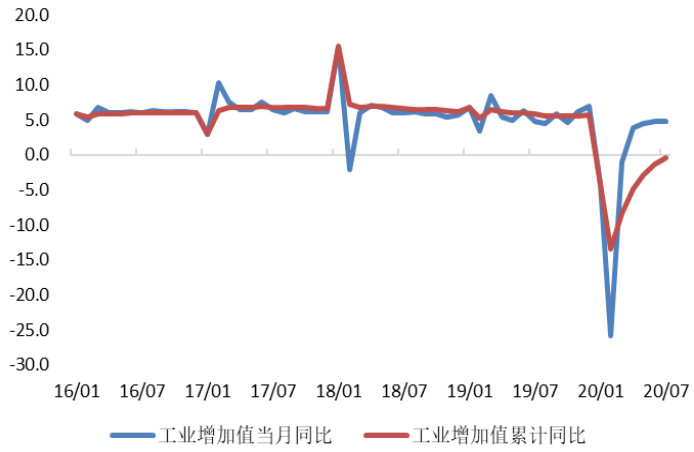
宏观指标	单位	2020年7月	2020年6月	2020年5月	2020年4月	2020年3月	2020年2月	2020年1月	2019年12月	2019年11月	2019年10月
GDP实际增速	单季，%		3.2			-6.8			6		
GDP名义增速	单季，%		3.2			-5.3			7.4		
工业增加值	单月，%	4.8	4.8	4.4	3.9	-1.1	-25.9	-4.3	6.9	6.2	4.7
固定资产投资	累计，%	-1.6	-3.1	-6.3	-10.3	-16.1	-24.5	1-2月合并	5.4	5.2	5.2
制造业	累计，%	-10.2	-11.7	-14.8	-18.8	-25.2	-31.5	1-2月合并	3.1	2.5	2.6
基建	累计，%	-1	-2.7	-6.3	-11.8	-19.7	-30.3	1-2月合并	3.8	4	4.2
地产	累计，%	3.4	1.9	-0.3	-3.3	-7.7	-16.3	1-2月合并	9.9	10.2	10.3
社零	单月，%	-1.1	-1.8	-2.8	-7.5	-15.8	-20.5	1-2月合并	8	8	7.2
出口	单月，%	7.2	0.5	-3.2	3.4	-6.6	-17.1	1-2月合并	8.1	-1.3	-0.8
进口	单月，%	-1.4	2.7	-16.6	-14.2	-1.1	-4	1-2月合并	16.7	1	-6.1
贸易差额	亿美元	623	464	630	452	201	-69	1-2月合并	472	372	423
CPI	%	2.7	2.5	2.4	3.3	4.3	5.2	5.4	4.5	4.5	3.8
PPI	%	-2.4	-3	-3.7	-3.1	-1.5	-0.4	0.1	-0.5	-1.4	-1.6
信贷	亿元	9927	18100	14800	17000	28500	9057	33400	11400	13900	6613
社融	亿元	16940	34679	31866	31042	51845	8737	50513	21030	19937	8690
M2	%	10.7	11.1	11.1	11.1	10.1	8.8	8.4	8.7	8.2	8.4
M1	%	6.9	6.5	6.8	5.5	5	4.8	0	4.4	3.5	3.3

数据来源：Wind，山西证券研究所

目前，供给端恢复进入平台期，需求端恢复较慢，整体看经济向上修复斜率略有放缓。工业增加值同比增速 7 月与 6 月持平，供给端修复来到平台期。需求端成为后续的主要边际驱动力，是经济修复的关键。

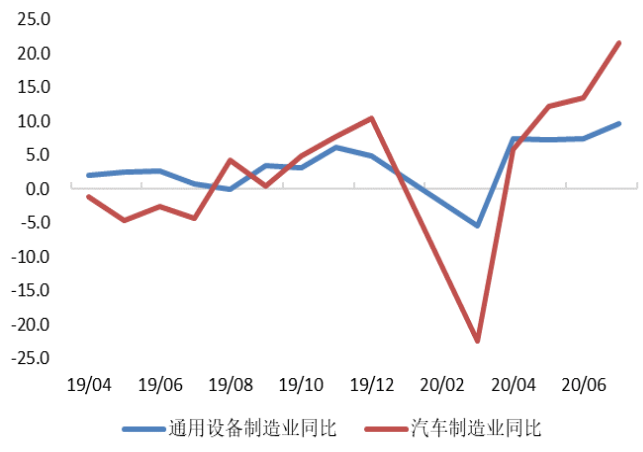
近期生产端较强的行业均是需求带动逻辑，黑色金属冶炼、设备制造等对应房地产、基建需求；汽车制造对应消费需求；计算机通讯制造对应消费和出口需求。

图 13：工业增加值回到疫情前水平



数据来源：Wind，山西证券研究所

图 14：工业产出需求带动逻辑较强



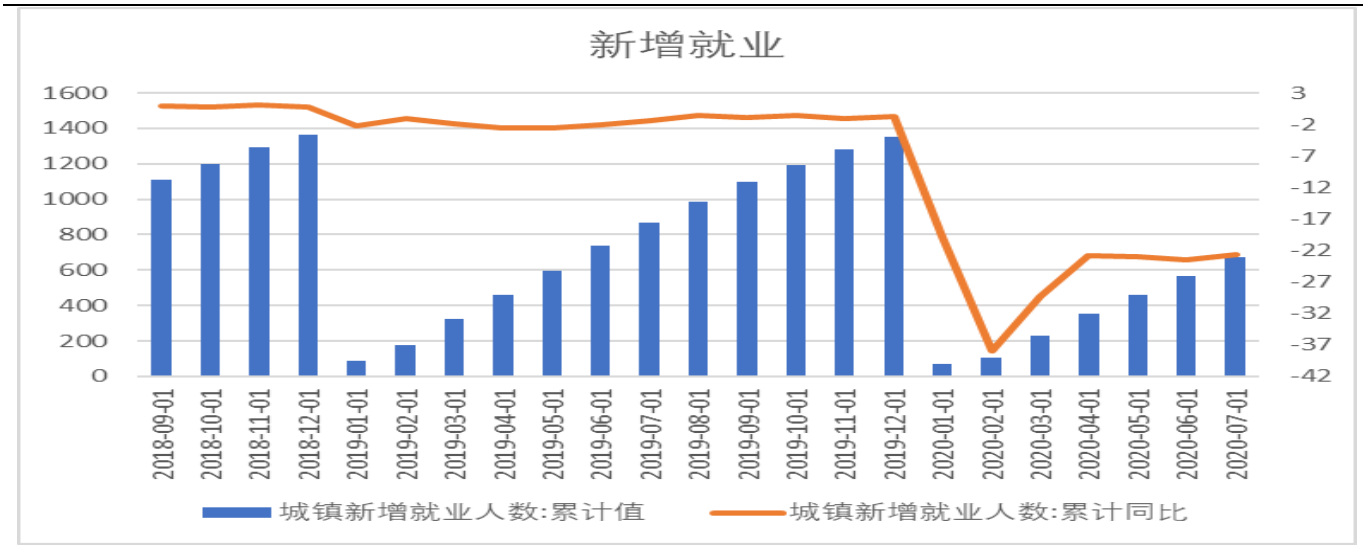
数据来源：Wind，山西证券研究所

展望后两个季度，我们认为经济将进一步向上修复，供给端在需求端的带动下进一步地恢复，供给需求形成合力带动经济增速显著回升。回升的动力来源于几个方面：1、前期政策效果逐步显现：基建，汽车消费。2、疫情前惯性延续：房地产。3、防疫限制放开以及对疫情畏惧心理减弱：服务类消费（线下）。4、海外复工需求：出口。5、制造业投资在盈利企稳背景下也有望逐步企稳回升。

2.2 基建后续预计维持稳定

从就业来看，就业情况与去年情况相比仍具有较大差距，逆周期政策仍需要继续发力做到“六保”。

图 15：就业压力依然较大



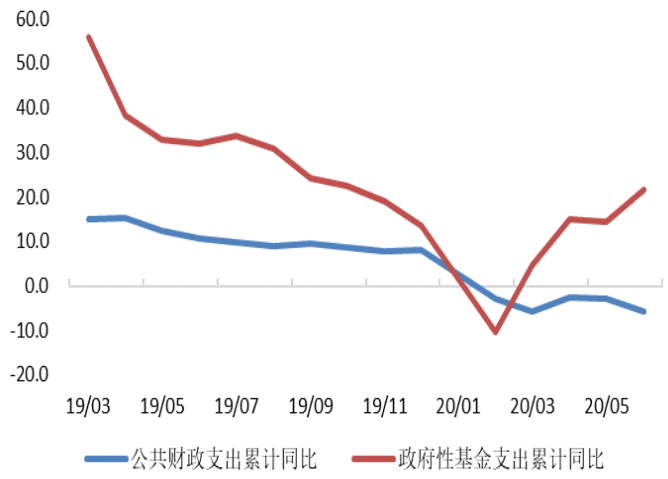
数据来源：Wind，山西证券研究所

基建方面，我们认为**广义财政发力，后续有望维持稳定**。常规支出受到收入制约，但土地收入和专项债支持广义财政收入来源。

虽然 6，7 月份，随着企业收入提高，税收开始修复，但目前财政收入仍比去年同期减少超过 1 万亿，已经完全覆盖今年预计的新增赤字，公共财政支出的空间仍然有限。基建投资力度明显高于去年，且后续基建投资仍有发力空间。按照今年安排，后续仍然有 1.5 万亿额度发行。

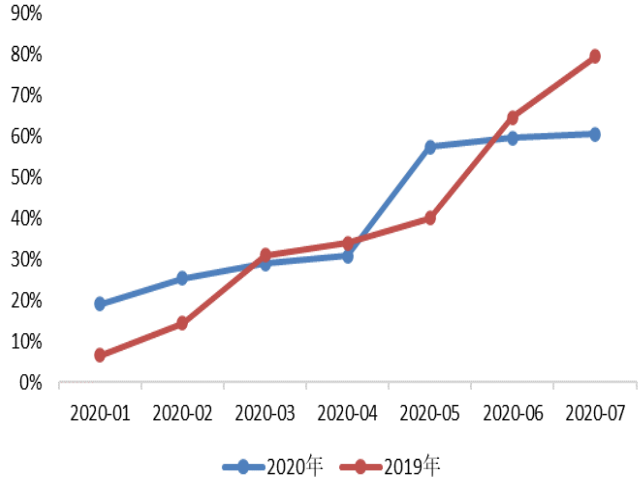
项目上，水灾后，有关水利的设施，以及受灾设施修复项目审批或有加速。基础设施公募 REITs：对区域、行业和项目均有要求，基建 REITs 市场达到一定规模尚需时日。

图 16：政府性基金支出成为财政支出主要发力部分



数据来源：Wind，山西证券研究所

图 17：已发行专项债占全年计划发行比例对比



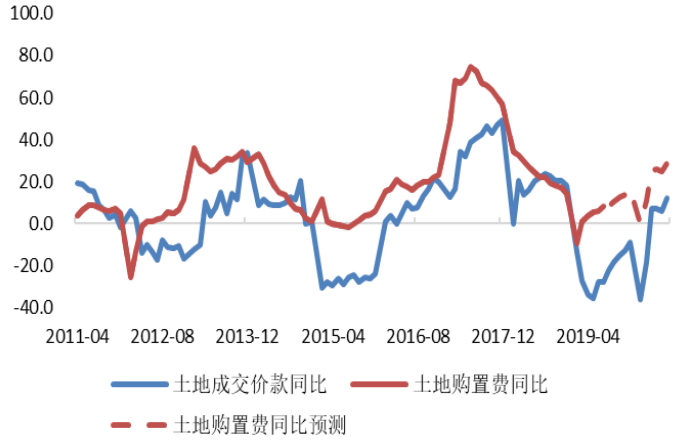
数据来源：Wind，山西证券研究所

2.3 地产投资仍将稳定

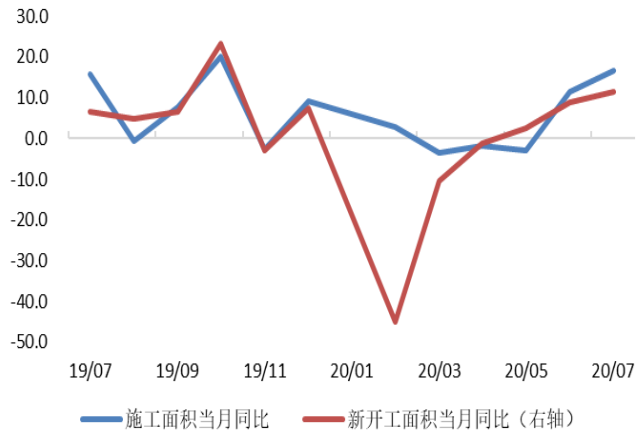
土地购置和建安投资后续都能保持平稳。土地成交价款同比领先土地购置费同比约一年时间。建安投资与施工相关性较强，今年下半年施工有望继续走强。短期楼市政策出台对销售有扰动，但预计投资在年内能保持稳定。短期出于降债务和抢客户动机，地产商反而可能加速推盘，后续 1-2 个月份的房地产销售有望继续保持较高增速增长。前期销售、拿地、新开工等强劲数据表现也会对后 1-2 个季度的地产投资形成有力支撑。下半年房地产投资增速在 10%，今年全年房地产投资增速有望达到 6%以上。

图 18：土地购置费滞后土地成交价款约 1 年左右

图 19：疫情期间施工同比的韧性与近期的加速上升



数据来源：Wind，山西证券研究所

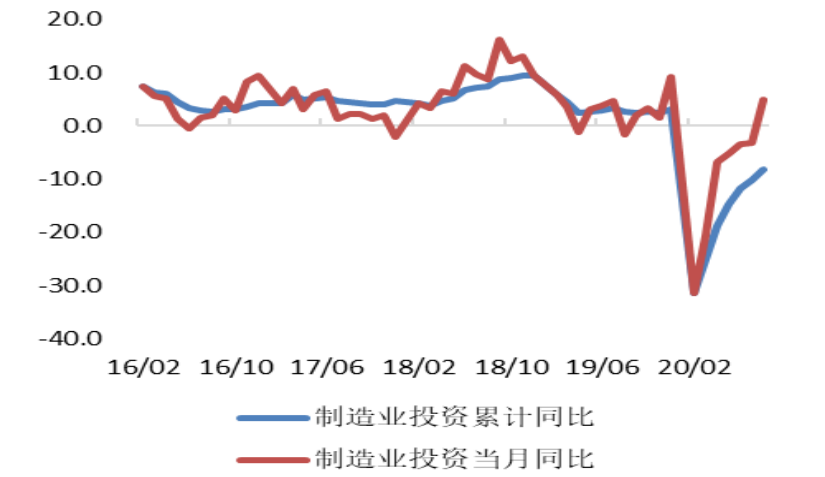


数据来源：Wind，山西证券研究所

2.4 制造业回暖加速

此前恢复较慢的制造业投资也在 8 月开始加速修复。制造业投资隐含当月同比 5.03%，前值-3.11%，当月同比疫情后首度转正，累计同比-8.10%，前值-10.2%。从行业看，医药和计算机通讯设备这两个行业依然是制造业投资的主要支撑项，同时食品加工、纺织、化纤、通用设备、交通运输设备制造等传统劳动密集型行业在 8 月加速修复。这应该主要与近期出口需求和国内施工需求相对应。后续随着其他需求端的拉动，制造业库存有望进一步去化，新一轮补库周期有望在未来一到两个季度后启动。

图 20：制造业投资加速回暖

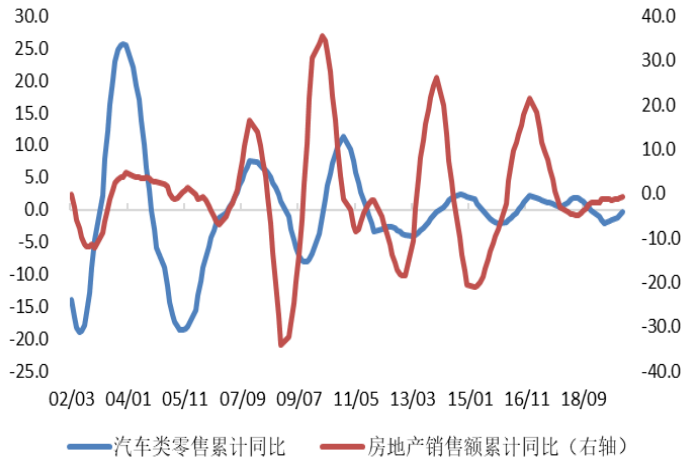


数据来源：Wind，山西证券研究所

2.5 消费后劲可期

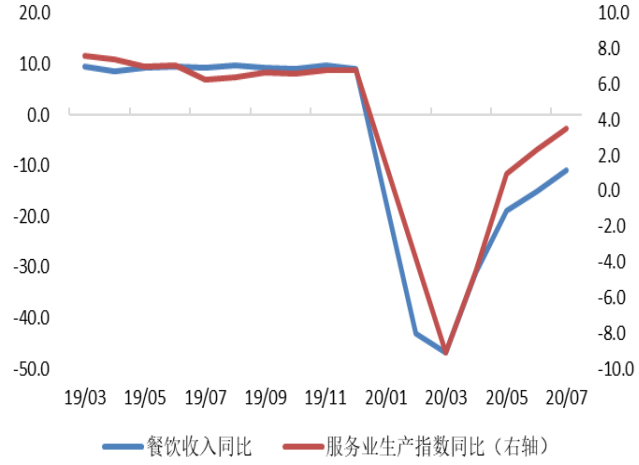
汽车消费预计稳中有升，其他主要可选消费也有较大概率修复。房地产销售同比和 M1 同比对后续 2 个季度左右的汽车零售同比有支撑、去年低基数效应、部分地市出台支持汽车购置政策。服务类消费大概率回暖，但斜率仍存在不确定性。服务类消费在服务业复工带动下持续恢复。社零增速已经在 8 月转正，后续月份将逐月恢复，年底单月增速有望达到 3%左右。

图 21：不考虑疫情扰动，房地产销售领先汽车 2 个季度



数据来源：Wind，山西证券研究所

图 22：服务业的复工与餐饮消费的弱恢复



数据来源：Wind，山西证券研究所

2.6 出口具备韧性

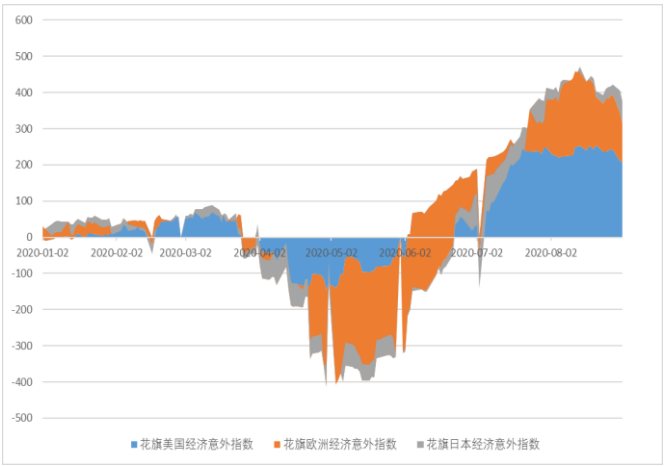
四季度预计进出口失速风险不大。

首先，全球经济出现企稳走强特征，欧、美 PMI 已经重回扩张区间，日韩经济也开始企稳。

图 23：全球重回扩张区间，欧美已经连续两个月扩张



图 24：美、日、欧经济 6 月以来持续超出市场预期



数据来源：Wind，山西证券研究所

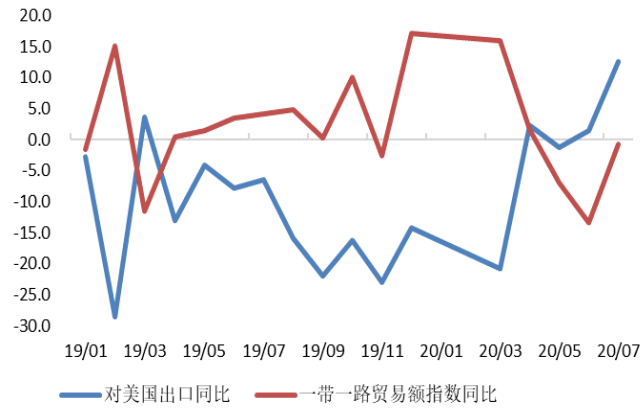
数据来源：Wind，山西证券研究所

其次，中美经贸谈判顺利，当前经贸从中美角力的主战场转向相互维系关系的纽带。此外，我们的出口产业以及国别之间也有对冲，出现集体疲软的概率不搞。

图 25：防疫物资与高技术商品与传统出口品对冲



图 26：对美国出口与对一带一路沿线国家出口对冲



数据来源：Wind，山西证券研究所

数据来源：Wind，山西证券研究所

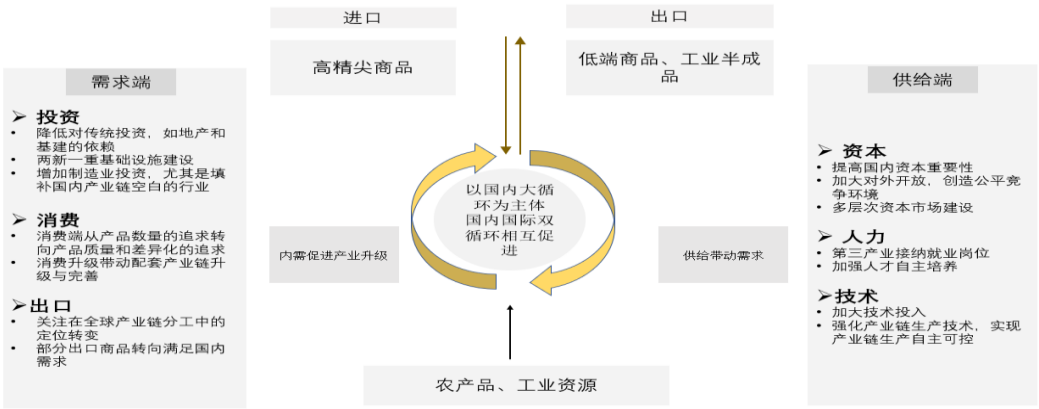
疫情以来，我国防疫物资与高技术商品出口量大幅增加对冲低端产品回落。我们预计，后续随着海外复工和需求回暖，防疫物资出口或下降，但劳动密集型商品与工业半成品出口也会回暖

因为今年中美两国间贸易环境转好且去年低基数，我们可以认为两国贸易增速年内仍能维持相对较高水平。如果后续中美贸易摩擦再度升级，对一带一路沿线国家的出口也可以形成一定程度上的对冲

预计下半年月度出口同比增速平均在 4%左右，全年增速回到 0%附近。

2.7 内循环、双循环的发展格局

■图 27：两头在外的现实和未来内循环为主的着力点



数据来源：Wind，山西证券研究所

年中时点，高层提出我国经济双循环的主要思路。我国经济资源、市场两头在外，不利于经济长期可持续发展。中美贸易摩擦不断和新冠疫情爆发改变了国内和全球产业链稳定性，产业链回迁成趋势双循环的战略方向在于锻长板与补短板，通过发挥内需潜力，使国内市场和国际市场更好联通。

2.8 疫苗可能成为经济的重要拐点

在关注经济趋势的同时我们也需要密切对疫苗和疫情进行跟踪。疫苗出现的时间将会很大程度上影响全球经济信心、走势、货币财政政策以及各种大类资产。世界卫生组织总干事谭德塞在 2020 年 2 月 11 日在日内瓦表示，新型冠状病毒疫苗有望在 18 个月（2021 年 8 月）内准备就绪。但就目前新冠疫苗的研发进度来看，疫苗成功研发的时间将很大程度上提前。目前，国内外已经有多家公司研发的疫苗已经投入到III期临床试验，如果疫苗效力和安全性可以通过检验，将可以批量生产投入市场。国内目前已完成 II 期临床试验的疫苗均将出海完成III期试验，预计新冠疫苗最早有望今年底至明年初上市。国外药企 Pfizer（辉瑞）的 CEO Albert Bourla 接受了美国《时代杂志》的采访时称有望 10 月份 FDA 将批准辉瑞的 mRNA 疫苗生产。

图 28：国内疫苗进展

研发单位	技术路线	进展			产能（剂）	疫苗研发成功率
		Ⅰ期	Ⅱ期	Ⅲ期		
国药中生武汉所	灭活	4 月 12 日		6 月 24 日于阿联酋开展临床	1 亿	70% （公开Ⅰ Ⅱ期转阳率 100% * 预计Ⅲ期成功率 70%）
军科院&康希诺	Ad5 腺病毒载体	3 月 18 日	4 月 9 日	已获批加拿大临床	1 亿	90% （公开Ⅰ Ⅱ期转阳率 100% * 预计Ⅲ期成功率 90%）获军队批件
国药中生北京所&病毒所	灭活	4 月 27 日		6 月 24 日于阿联酋开展临床	1.2 亿	70%（公开Ⅰ Ⅱ期转阳率 100% * 预计Ⅲ期成功率 70%）
科兴生物&浙江疾控	灭活	4 月 16 日		6 月 11 日于巴西开展临床	1 亿	63% （公开结果Ⅰ Ⅱ期结果积极 90% *预计Ⅲ期成功率 70%）
智飞生物	重组蛋白亚单位疫苗	6 月 24 日	7 月 10 日		3 亿	14% （假设Ⅰ Ⅱ期结果积极 20% * 预计Ⅲ期成功率 70%）
中国医学科学院	灭活		6 月 20 日			

沃森生物&苏州艾博	mRNA	6 月 25 日			核酸疫苗 产量容易释放	14% （假设Ⅰ Ⅱ期结果积极 20% * 预计Ⅲ期成功率 70%）
复兴&BioNTech	mRNA	7 月 14 日				63% （假设Ⅰ Ⅱ期结果积极 90% * 预计Ⅲ期成功率 70%）

数据来源：Wind，山西证券研究所

8 月 11 日，俄罗斯总统普京在当天的政府会议上宣布，俄第一款新冠疫苗已经在当日上午获得卫生部许可并注册，该疫苗命名为“卫星-V”。9 月将开始批量生产，10 月将全民接种。俄罗斯也成为全球首个注册新冠疫苗的国家。目前“卫星-V”的有效性和可靠性数据市场仍然存疑，但已经对市场产生了极大的搅动，黄金、美股、美元、A 股、国债、大宗商品都出现了显著的异动。从目前的疫苗研发情况来看如果顺利预计 9-11 月将成为消息密集发放期，各种大类资产的波动性会显著增加，一旦有疫苗被验证有效那么我们判断经济信心会显著增强，全球经济将从目前的衰退趋势转向复苏，资产配置侧重点也应显著发生变化。

图 29：国外疫苗进展

研发单位	技术路线	进展
Modema&NIAID/CEPI	mRNA 疫苗	临床Ⅱ期，公布积极数据；Ⅲ期延迟
BioNTech&复星医药&Pfizer	mRNA 疫苗	临床Ⅰ/Ⅱ期，公布积极数据
阿斯利康&牛津大学	腺病毒疫苗	临床Ⅲ期
Generxine.Inc.	DNA 疫苗	临床Ⅰ/Ⅱ期
GSK&三叶草生物制药	重组蛋白亚单位疫苗	临床Ⅰ期
Vaxine Pty Ltd	重组蛋白疫苗	临床Ⅰ期
Novavax	重组蛋白纳米颗粒疫苗	临床Ⅰ期
CureVac& CEPI	mRNA 疫苗	临床Ⅰ期

数据来源：Wind，山西证券研究所

根据我们对以往疫苗研发经验的统计来看三期临床成功率一般在 70%左右，疫苗上市促使政策加速从“应急”→“常态”:一旦疫苗上市，企业信心、消费者信心预计会大幅回暖走高，经济回暖有进一步加速可能。

2.9 货币政策松紧适度

二季度宽松货币政策边际出现调整，从疫情期间的非常态化回归常态化，主要原因在于经济内生增长动能开始修复。领导在陆家嘴论坛的讲话和上半年金融数据新闻发布会标志着这一进程的开始。

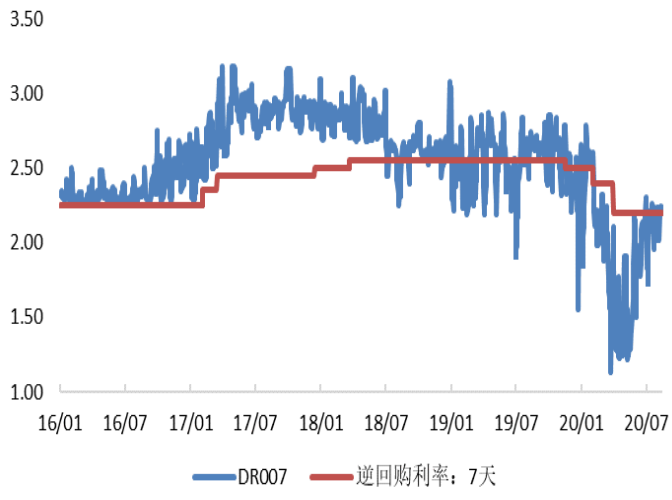
图 30：近期重要会议上对货币政策的描述

内　容	2020 年一季度政治局会议（2020 年 4 月 23 日）	两会政府工作报告（2020 年 5 月 22 日）	2020 年二季度政治局会议（2020 年 7 月 30 日）
货币政策	稳健的货币政策要更加灵活适度，运用降准、降息、再贷款等手段，保持流动性合理充裕，引导贷款市场利率下行。	稳健的货币政策要更加灵活适度。综合运用降准降息、再贷款等手段，引导广义货币供应量和社会融资规模增速明显高于去年。创新直达实体经济的货币政策工具，务必推动企业便利获得贷款，推动利率持续下行。	货币政策要更加灵活适度、精准导向。要保持货币供应量和社会融资规模合理增长，推动综合融资成本明显下降。

数据来源：Wind，山西证券研究所

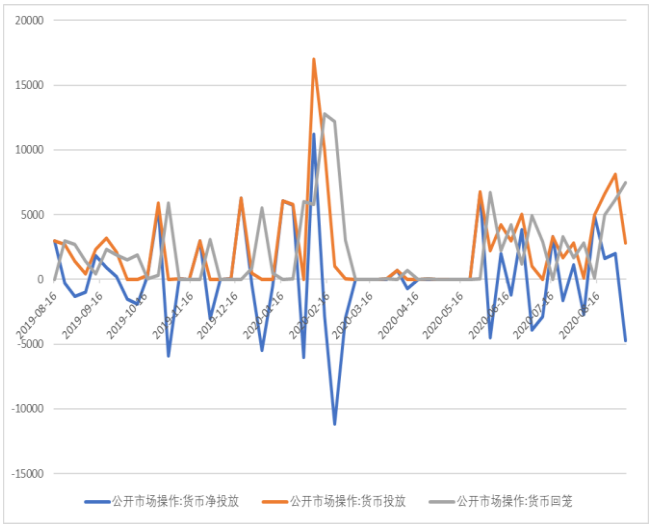
具体操作上从两个方面可以看出，DR007 回归到逆回购利率之上或附近，公开市场连续净回收。

图 31：DR007 回到逆回购上方



数据来源：Wind，山西证券研究所

图 32：OMO6 月开始多数时间处于净回笼状态



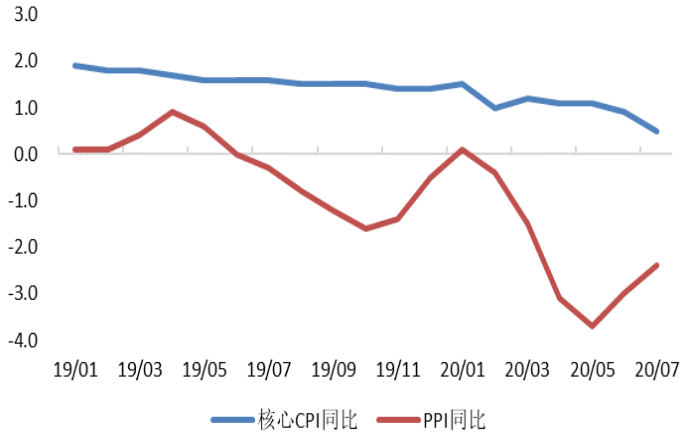
数据来源：Wind，山西证券研究所

2.10 通胀与人民币汇率不会影响政策取向

我们判断 CPI 和 PPI 剪刀差将收窄。蔬菜在洪水消退后价格将回归正常，猪肉价格同比受到高基数影响大幅下行，9 月份开始 CPI 同比将开始大幅走低，年内 CPI 单月增速有一定概率转负。PPI 主要受到供需缺口影响。近期，随着需求有所恢复，PPI 同比修复。另外，油价对 PPI 也有较大影响，但考虑到海外疫情反复拖累，油价增速不快。短期，PPI 也难以形成大幅通胀情形。

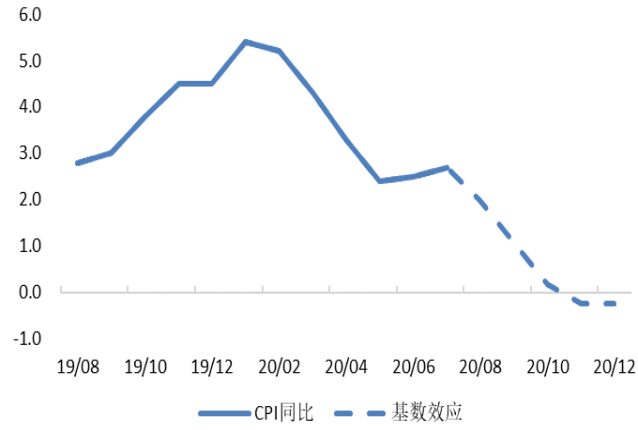
通胀并不是目前货币政策的重点关注目标，也难以对大类资产产生显著影响。单一食品价格变化难以影响货币政策和中期利率趋势，如 2019 年四季度的猪周期。在各类表述中，央行删除或弱化有关通胀问题。

图 33：CPI 与 PPI



数据来源：Wind，山西证券研究所

图 34：后续 CPI 同比面临高基数



数据来源：Wind，山西证券研究所

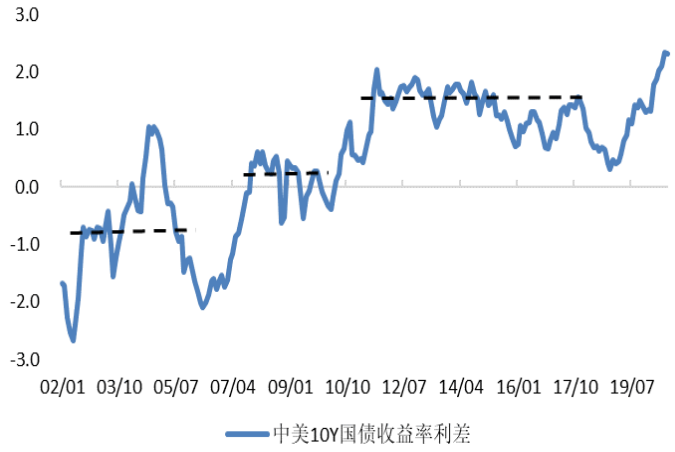
同样，当前人民币升值也不会对货币政策产生巨大影响。一方面，观察人民币，我们认为在美元走强的大背景下人民币被动贬值，且有超跌的情况出现。另一方面，人民币升值并非因我国货币政策偏紧，而是中国经济相对全球更有优势，资金流入意愿较强。

我们判断，一段时间内中美利差有望保持高位，美联储在一段时间内大概率维持零利率，而我国央行则在避免低利率。同时，二季度政策执行报告专栏四提到，本外币利差处于合适区间。

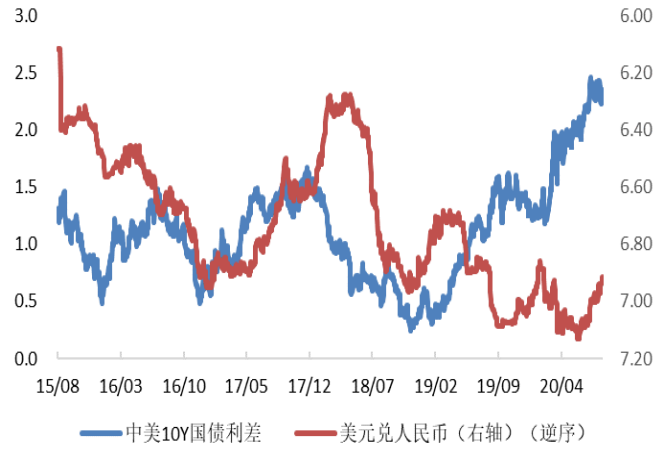
在我国宏观占优的大背景下，我们判断人民币短期保持强劲势头。除了个别时期（如 2019 年中美贸易战），中美利差与中美汇率之间具有较好相关性。人民币汇率升值与中美利差走阔类似，都是前期疫情防控和基本面差异化的反映。通过回顾历史，我们认为央行对一定程度上的升值并不担忧，反而担忧贬值。

图 35：中美利差

图 36：人民币汇率与中美利差



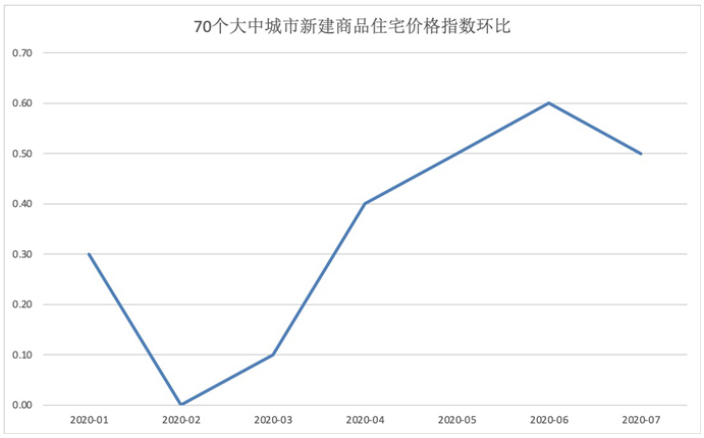
数据来源：Wind，山西证券研究所



数据来源：Wind，山西证券研究所

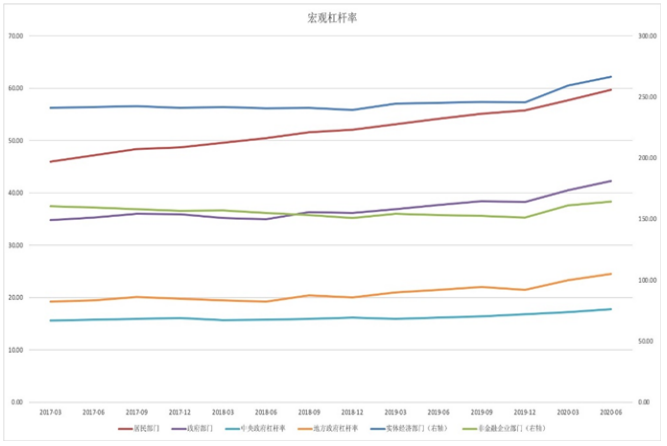
目前来看，通过货币宽松刺激短期经济的需求减弱，因经济内生增长已经处于良好的恢复周期中，预计货币政策会根据基本面的变化进行相应的、适度的修正，主要潜在负面影响货币政策因素包括 1、资金空转套利；2、房价异动；3、杠杆率变化，值得重点关注。

图 37：房地产价格



数据来源：Wind，山西证券研究所

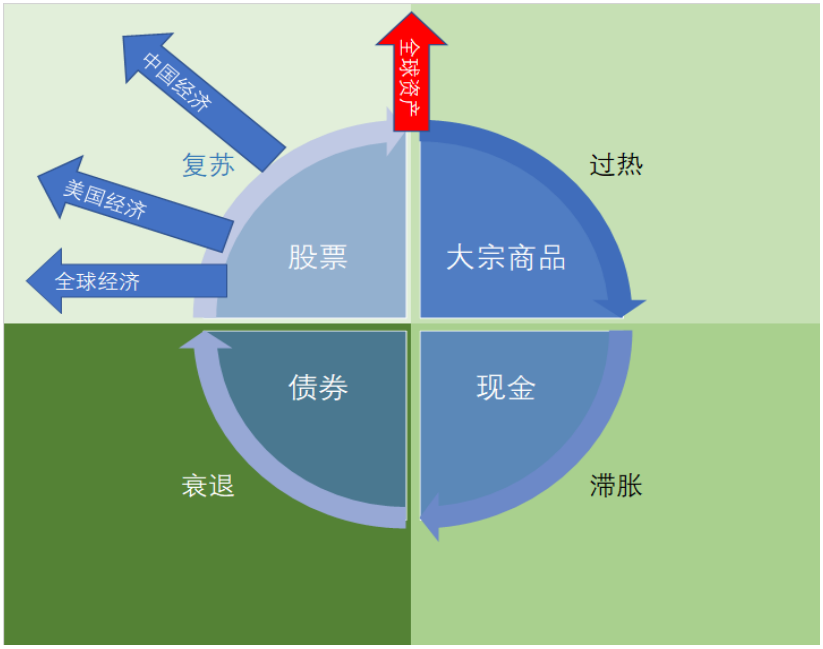
图 38：杠杆率



数据来源：Wind，山西证券研究所

三、大类资产周期判断

图 39：全球资产周期大幅领先于经济周期



数据来源：山西证券研究所

从经济周期的角度来看，中、美经济已经分别连续 6 个月和 3 个月处于扩张区间，进入复苏，全球经济 7 月才刚刚进入扩张阶段，但是全球资产价格却与经济基本面产生明显背离。在美联储无限 QE 的大环境下，全球资产价格被显著推高，美股、美债、DM\EM 股、债、商品等一系列资产都创出新高，估值与基本面背离达到历史之最。

图 40：标普 500 黄金计价



数据来源：Wind，山西证券研究所

图 41：纳斯达克黄金计价



数据来源：Wind，山西证券研究所

图 42：原油黄金计价



数据来源：Wind，山西证券研究所

图 43：铜黄金计价



数据来源：Wind，山西证券研究所

通过资产属性拆解，我们认为本轮全球，尤其是美国资产大幅上行的主要原因在于美联储放水，以黄金来衡量美联储注水量可以看到黄金计价的美股（尤其是标普 500）、原油、有色金属价格与名义价格产生了明显的背离，可以表明基本面因素拖累但货币因素支撑，除纳斯达克等疫情影响较小的资产外其他多数资产都无法跟上美联储放水的力度，填补实际价值下行的压力。这也是为什么从周期的角度来看，经济周期与资产价格周期出现如此巨大的背离。从目前来看，全球经济逐步进入一个复苏的状态，中国是全球国家本轮复苏周期最领先的国家，A 股年内强势的表现也展现了我国经济回暖的速度。根据前面的宏观分析，我们认为我国经济复苏仍将延续至明年 2 季度以后，但在全球资产价格与经济周期步调不一致的情况下，我们认为多数大类资产进入过热区间值得警惕。

图 44：4 季度大类资产配置建议

资产	建议	策略&品种
A 股	标配 长期看好 估值回调过程中逐渐布局	关注再平衡，增加顺周期和价值板块配置。 规避估值过高，前期涨幅过大板块。 中长期维度科技、医药仍是主要进攻方向。
利率债	上调至标配	短期进入震荡市，可适当进行底仓配置。
信用债	标配	经济回暖，信用债违约风险下行。适度增加顺周期板块配置。
商品	超配	全球复苏动力强，增加工业金属配置占比。 黄金上行空间有限，降低黄金配置比重。

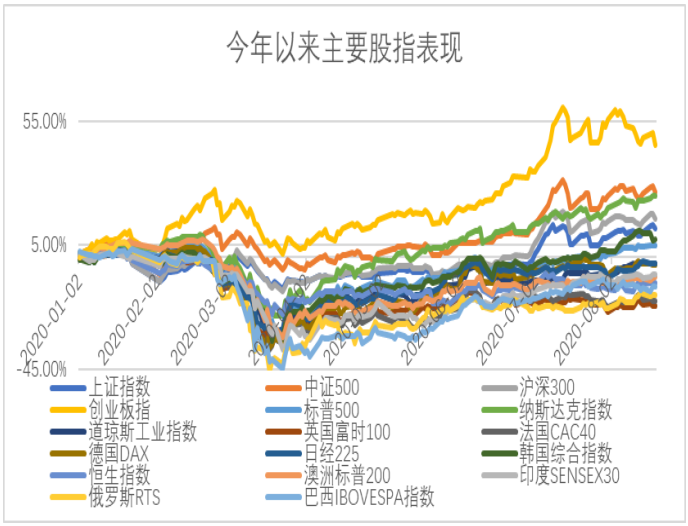
数据来源：Wind，山西证券研究所

四、权益四季度延续震荡，再平衡仍是主线

4.1 今年以来 A 股牛冠全球

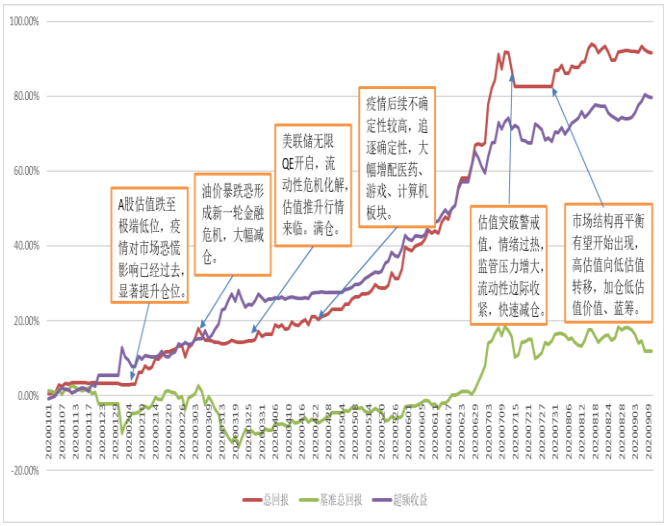
上半年全球权益市场表现出高波动，高分化特点。今年以来中国股指整体大幅跑赢全球其他市场，创业板跑赢纳斯达克超过 25%，中证 500 跑赢标普 500 接近 25%，中国资产牛冠全球印证了我们之前中长期看好中国资产的观点。

图 45：陆港通流入情况



数据来源：Wind，山西证券研究所

图 46：ROE/PB



数据来源：Wind，山西证券研究所

今年我们 A 股策略组合表现良好，截止 8 月 19 日绝对收益 93.36%，相对沪深 300 超额 71.57%，相对创业板超额 34.44%。一季度对超额收益贡献较大的是择时，二季度以来绝大多数收益来源于板块选择。

回顾 A 股，疫情和政策是影响 A 股走势的关键因素，我们认为 A 股今年以来走势可以分为 4 个阶段。

阶段一（2020.02.09-2020.03.05）：由于春节期间投资者对于新冠疫情的影响已经有了充分的预判，2020 年 2 月 10 日 A 股开市当日，三大指数大幅低开，A 股一步到位式修正，随后即开始了反弹。该阶段涨幅居前的是消费、医药、以及云办公等科技板块。

阶段二（ 2020.03.05-2020.03.23 ）：在 2 月 20 日，韩国新冠疫情爆发，中国境外疫情形势出现恶化迹象；2 月 21 日美国本土确诊 20 例，而此前持续多日零确诊。3 月 9 日 OPEC+减产协议破裂，油价暴跌。多种因素导致导致了 A 股由涨转跌，改变了 A 股原有的修复走势。

阶段三（ 2020.03.23-2020.07.08）：3 月 25 日美国通过两万亿美元的救市计划，美联储宣布对市场提供无限流动性，美股止跌反弹，A 股亦随之企稳。受疫情影响，A 股和美股投资者均选择科技、医药和消费等业绩确定性较高的板块抱团，A 股创业板涨幅超过主板。从政策端来看，两会并未出台类似于 2008 年

的大规模刺激政策，而是选择精准调控，鼓励科技创新。6 月份创业板改革政策持续出台，也利好创业板的表现。在 7 月 1 日突破年内高点后，主板也开始低估值板块的修复行情。A 股进入普涨阶段。

阶段四（ 2020.07.08-至今）：7 月 8 日晚上，证监会公布查办了 152 家配资平台；7 月 10 日晚上，银保监会也表态严防信贷资金违规流入股市。监管严厉表态为股市降温，防止股市短期内快速非理性上涨。市场重回震荡市中的结构性行情，行业轮动进一步加快。

4.2 震荡市下，宏观变量可能为 A 股提供阶段性机会

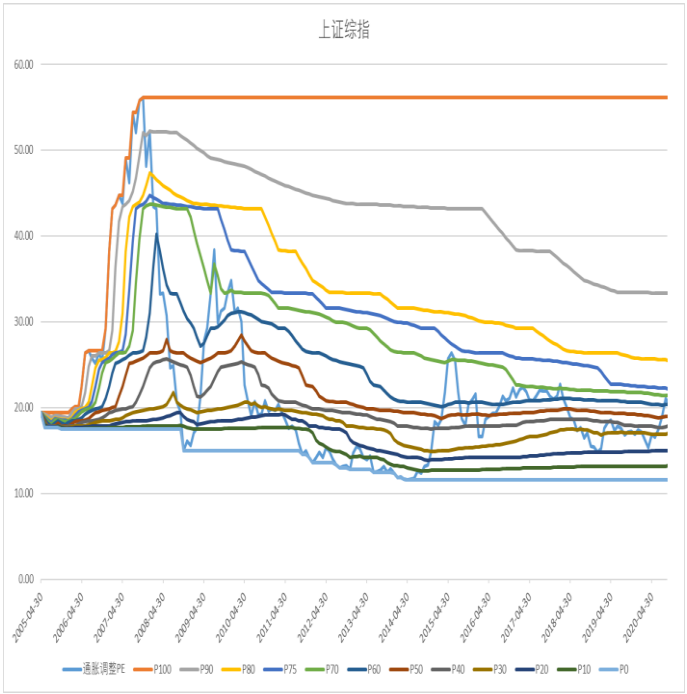
从经济、货币、估值、资金和政策五个维度判断，我们维持 8 月份以来 A 股延续震荡的判断。

a) **经济基本面：**在宏观部分我们对经济整体的判断为修复延续，从疫苗研发进度来看预计 10-12 月会有进展，A 股可能产生阶段性的机会。

b) **货币政策：**目前货币政策的主要调控思路为宽信用、稳货币、精准导向。我们认为，4 季度如果政策延续会持续利好 A 股业绩回暖，但估值可能会受到货币总量控制的压制。

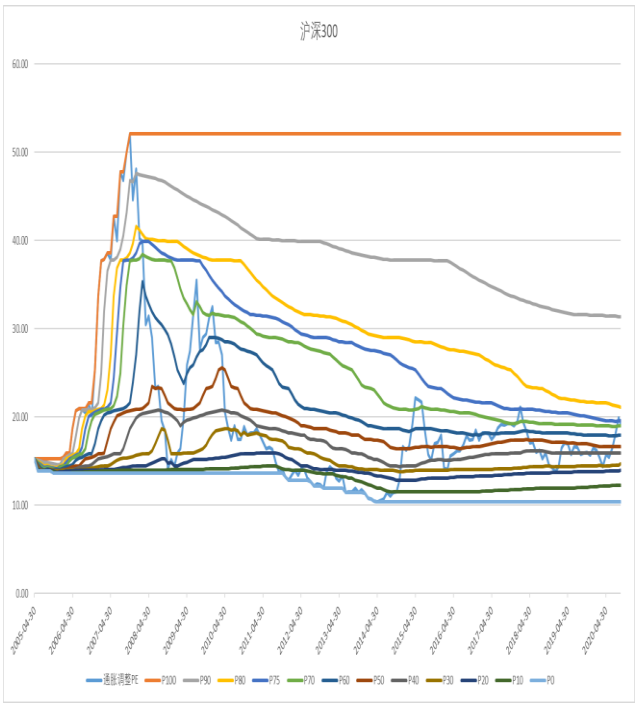
c) **估值：**A 股整体估值合理，但呈现结构性高估的情况，预计市场仍维持结构性行情。从目前来看 A 股整体估值仍在合理区间，上证在 60-70 合理分位波动，上证 50、沪深 300 都处于 70-75 分位、而创业板整体估值突破 90 分位。

图 47：上证指数估值



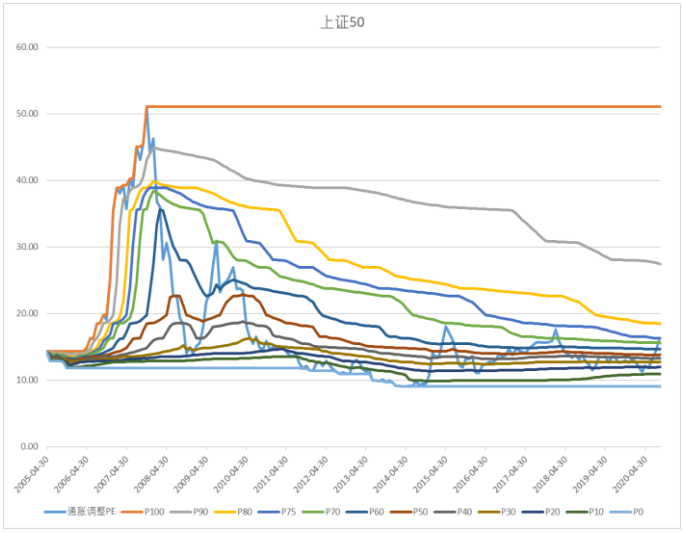
数据来源：Wind，山西证券研究所

图 48：沪深 300



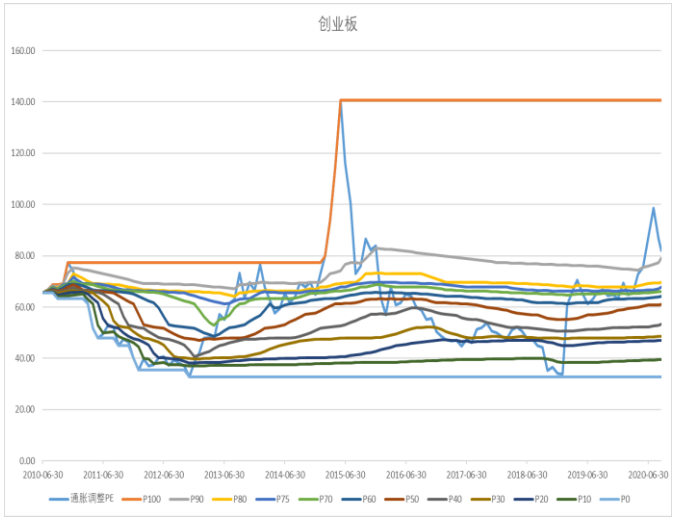
数据来源：Wind，山西证券研究所

图 49：上证 50



数据来源：Wind，山西证券研究所

图 50：创业板



数据来源：Wind，山西证券研究所

d) **资金：**比较优势下我们判断外资仍将持续流入，但是性价比降低或影响外资持续流入的速度。A 股内部估值差异比较明显，资金再平衡的信号开始出现。

外资：4 月策略我们明确提出看好中国资产，认为流动性危机化解后外资回补行情可期，目前来看外资将持续流入 A 股得到市场验证，年内外资通过陆股通持续流入 A 股金额接近 1200 亿元，在我国经济率先走出泥潭、A 股比较优势明显大背景下预计外资仍将持续流入 A 股。

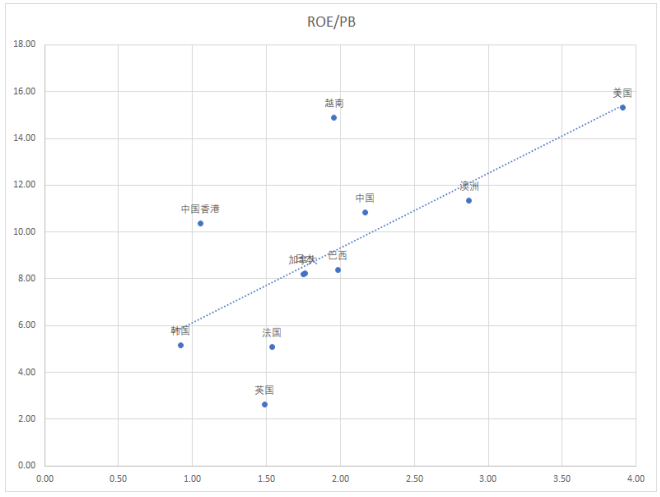
虽然 A 股相对海外市场仍然有较强的比价优势，但是在经历了快速上涨后，A 股相对全球其他市场优势有所减弱，预计外资流入速度四季度将有所减慢。（我们在 7 月 9 日明确提出）

图 51：陆港通流入情况



数据来源：Wind，山西证券研究所

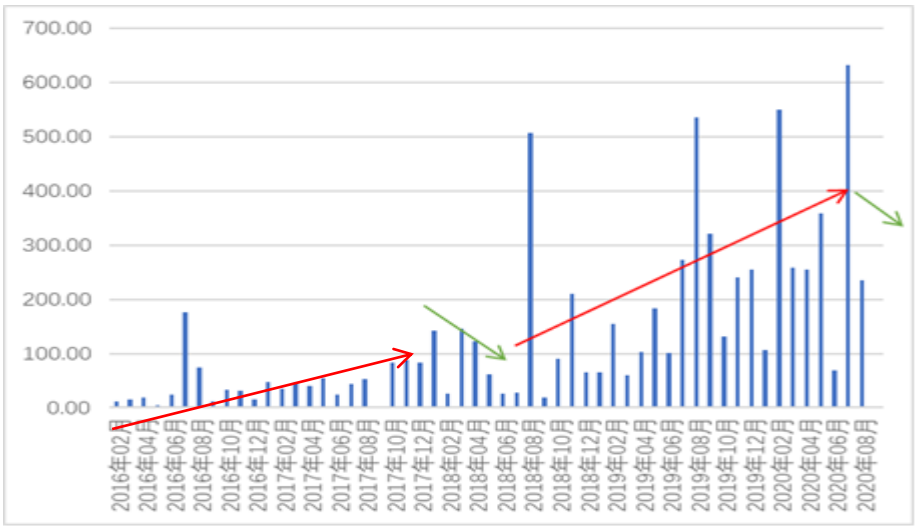
图 52：ROE/PB



数据来源：Wind，山西证券研究所

自 2019 年以来，股票基金新发行份额较此前显著提高，基金回报率也持续上升。较高的回报率吸引了更多的居民投资基金，而更多的基金入市使 A 股机构化程度进一步提高，形成正向循环。**居民资产借道基金流入股市，促进了 A 股机构化程度提升。但是短期来看，A 股估值快速上涨导致居民资产转移速度也开始放缓。**

图 53：股票型基金发行



数据来源：Wind，山西证券研究所

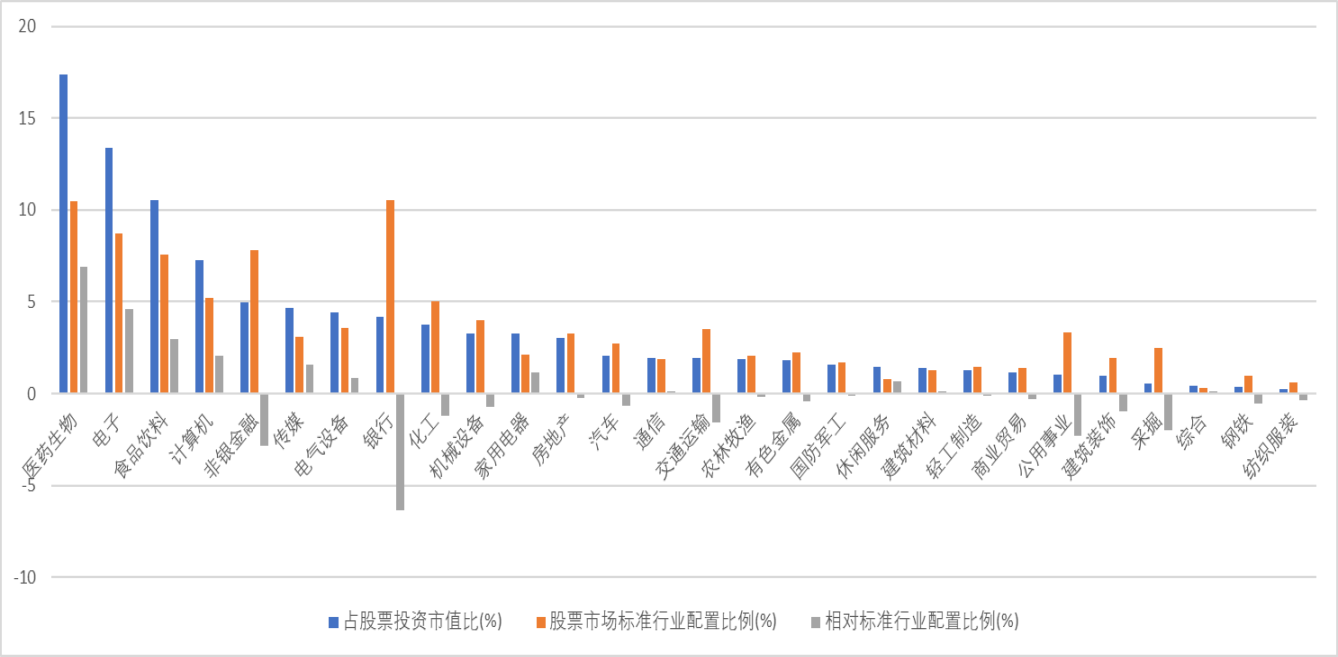
鼓励、培育中长期资金入市：中国银保监会发布《关于优化保险公司权益类资产配置监管有关事项的通知》，设置差异化的权益类资产投资监管比例，保险公司投资权益类资产的比例最高可到占上季末总资产的 45%，而目前保险公司实际投资权益类占比仅为 22.57%，提升空间较大。从监管态度来看，监管鼓励保险公司增配权益类资产，利好 A 股的中长期表现。

e) **政策支持新经济：**从目前政策支持导向来看，新经济相关利好政策持续不断，从这点看分析师对于新经济的业绩预期持续走强，当前盈利预期还是可以与估值匹配，且战略性的政策支持可能会造成新经济的泡沫化现象长期存在。

我们对 A 股 4 季度保持震荡的判断，**震荡之中我们认为市场机会仍然存在，A 股四季度的重头戏我们认为将是再平衡的出现。**

首先，基金对各行业持股比例与基准形成较大幅度偏差，其中医药、电子、食品饮料、计算机出现显著超配的趋势，这一偏离现象有望在市场重归震荡后获得再平衡的机会。

图 54：基金行业配置比例



数据来源：Wind，山西证券研究所

再次，市场内板块估值形成了较为明显的分化，存在切换的动力。

图 55：A 股行业估值

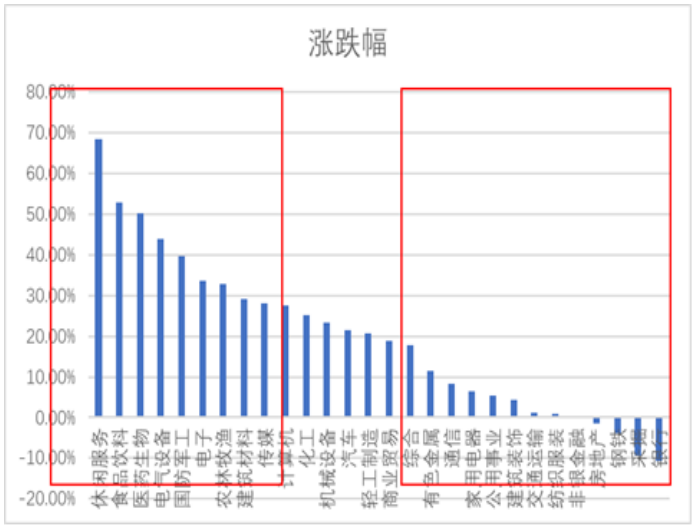
	采掘	化工	钢铁	有色金属	建筑材料	建筑装饰	电气设备	机械设备	国防军工	汽车	家用电器	纺织服装	轻工制造	商业贸易	农林牧渔	食品饮料	休闲服务	医药生物	公用事业	交通运输	房地产	电子	计算机	传媒	通信	银行	非银金融	综合
PE	15.1	29.9	14.7	43.7	15.4	10.3	39.4	29.2	71.6	27.6	22.7	35.7	27.8	25.6	18.6	45.5	153.4	49.5	20.8	23.9	9.6	52.8	76.3	41.9	40.6	6.5	18.6	40.2
历史最高	85.7	66.0	142.9	122.4	44.4	31.2	87.3	115.3	223.4	31.6	24.9	52.8	97.6	60.0	102.3	52.3	153.4	65.8	39.2	37.6	28.4	100.1	143.6	125.7	85.2	10.4	36.1	101.9
历史最低	11.0	13.2	5.8	22.6	10.2	9.0	21.2	13.4	28.6	11.3	10.7	18.6	14.9	13.8	18.6	16.7	24.9	24.1	14.1	12.4	8.4	23.2	29.5	19.5	28.8	4.7	10.9	22.7
过去1年PE																												
过去10年PE范围																												
PE分位数	30.2%	58.3%	28.3%	51.6%	27.5%	19.1%	54.1%	49.1%	58.3%	95.8%	97.5%	77.5%	27.5%	51.6%	0.0%	98.3%	100.0%	92.5%	37.5%	83.3%	12.5%	61.6%	89.1%	45.8%	39.1%	40.0%	55.0%	45.0%
PB	1.0	2.3	0.9	2.3	2.3	1.0	3.3	2.4	3.2	1.9	3.3	1.9	2.1	1.7	4.1	9.4	6.5	4.8	1.5	1.5	1.3	4.3	4.7	2.9	2.7	0.7	2.0	2.1
历史最高	3.9	4.5	2.4	6.6	4.1	3.6	6.3	5.6	7.9	3.9	4.4	5.2	5.5	4.6	6.3	10.0	7.1	7.4	3.9	3.4	3.4	6.2	14.2	10.6	5.9	1.9	3.8	6.5
历史最低	0.9	1.6	0.7	1.7	1.5	0.9	1.6	1.7	1.9	1.4	1.8	1.5	1.5	1.3	2.4	3.1	2.5	2.6	1.3	1.1	1.1	2.1	2.4	1.7	1.3	0.7	1.5	1.2
过去1年PB																												
过去10年PB范围																												
PB分位数	4.1%	40.8%	25.8%	25.0%	58.3%	5.0%	65.8%	50.0%	58.3%	30.0%	74.1%	27.5%	35.8%	19.1%	75.0%	99.1%	97.5%	83.3%	12.5%	41.6%	6.6%	86.6%	64.1%	22.5%	51.6%	1.6%	54.1%	23.3%

数据来源：Wind，山西证券研究所 数据截止日期 2020.09.14

各版块年内涨跌幅存在较大差异，盈利较多的板块有获利了结重新布局的动力。

最后，随着疫情好转与经济转暖，确定性和低估值的天秤开始从确定性向低估值转移，确定性与估值之间的再平衡有望出现。

图 56：行业涨跌幅



数据来源：Wind，山西证券研究所

图 57：期限利差指引 A 股配置风格



数据来源：Wind，山西证券研究所

4.3 看好 A 股长期布局机会

虽然我们判断 A 股 4 季度将进入震荡市，但从长期来看，**我们认为 A 股相对全球其他权益类资产有较强的优势，4 季度震荡市反而给投资者更好的长期布局机会。**

首先，从国内大类资产未来的前景来看，A 股是目前代替楼市承载居民财富的最佳市场，一方面可以提升投资者收益率（房地产年化收益率在 3%左右水平而 A 股在 8-9%水平），另一方面可以有效分散投资者过于集中在房地产市场的财富分配。

其次，A 股相对其他市场更可以起到帮助经济转型升级，政策趋势长期仍是在扶持我国资本市场，尤其是 A 股市场。

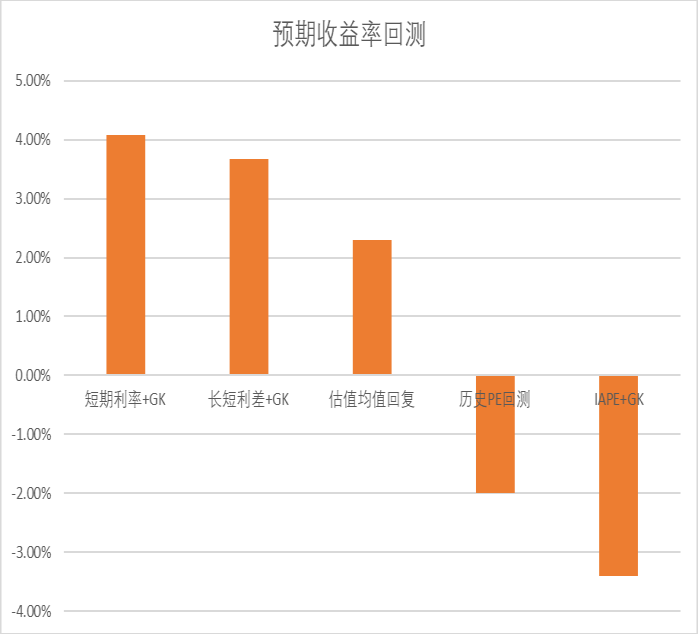
最后，当前我国居民对权益类资产配置比例不足，远低于 6:4 策略以及日、美在相似经济发展周期中对权益的配置力度，仍有较大提升空间。

4.4 A 股预计在 3170-3450 间震荡

我们认为，4 季度 A 股行情的主要矛盾将来源于 A 股估值回落与基本面增速双方的较量。数据截止 9 月 15 日，上证 A 股 3300 点附近，我们通过 5 套模型对 A 股 4 季度预期收益率进行推演，预计上证波

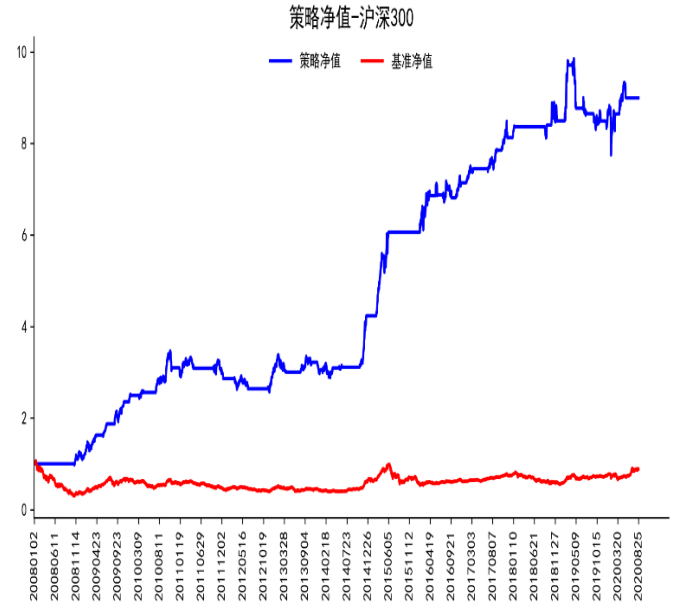
动区间为 3170-3450。我们的择时模型在 7 月初就对 A 股整体发出平仓信号，叠加主观判断，我们认为 A 股在 4 季度难出现趋势性机会。

图 58：模型预期收益率不尽如人意



数据来源：Wind，山西证券研究所

图 59：择时模型开启平仓信号



数据来源：Wind，山西证券研究所

我们认为当前市场分析师基本面预期与我们当前预期基本一致，4 季度企业盈利出现显著回暖的趋势， 4 季度我们预计 EPS 有推动 A 股上行 5.8%左右的动力，但考虑到当前估值出现明显向均值回归的趋势，我们预计 PE 向下将拖累 A 股-3%至-5%幅度，整体 A 股 4 季度可能维持震荡。

整体来看，我们认为 A 股 4 季度的配置价值较 5-7 月有所下降，建议将 A 股从超配下调至标配。但是从长期配置的角度来看，在房地产受政策压制的大背景下，资金进入市场选择优质基金、板块、个股进行长期配置趋势仍将延续。

五、债券利率阶段性见顶，但难言牛市到来

5.1 债牛为时尚早

目前来看，我们认为债市由熊转牛条件不具备，主要有以下 4 点条件暂未达到。

1. 技术面上，国债期货十债主联的 250 日均线用以衡量牛熊界线较为有效。技术面上自 7 月初以来已可界定为熊市，目前谈熊转牛拐点为时尚早。

图 60：债市技术面仍处于熊市阶段，暂无反转迹象



数据来源：Wind，山西证券研究所

2. 债市熊转牛前夜市场反而存在强烈的一致悲观预期。以上一轮熊市底部时的市场一致预期为案例研究：2017 年股票市场走出白马行情，17 年底债市大幅杀跌，18 年初市场存在股强债弱的一致预期年初 10 年国债利率 3.90%位置，市场分析预期普遍认为 10 年国债利率向 4.2%逼近，甚至看到到 4.5%而对比当前市场，主流机构对于债市方向仍存在分歧，尚未形成一致预期。

3. 10 年国债走势往往领先市场见底，且比 10 年国开更为抗跌。目前来看国开相较国债更为强势，见底信号仍然需要等待。以 17 年为例，10 年国债见底时间为 2017 年 11 月底，其后 18 年 1 月中旬国债期货创新低，国开破新高距 10 年国债见底后再上约 20BP，而 10 年国债期间并未再创新高。由于国债更抗跌且领先国开见底，熊市交易策略上，国债交易偏左侧，国开债交易偏右侧。

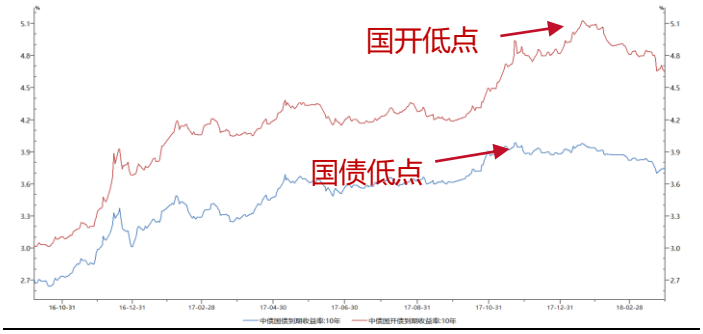
图 61：历史经验看，熊市 10 年国债低点总领先于 10 年国开低点

		十年国债	十年国开	期间国开继续上行幅度
	2009年11月9日	**3.7313**	4.042	
2019年	2009年12月10日	3.6258	**4.1086**	6.66
	2011年8月30日	**4.1303**	4.9094	
2011年	2011年9月19日	4.0801	**4.9203**	1.09
	2013年11月20日	**4.7222**	5.697	
2013年	2014年1月14日	4.602	**5.9211**	22.41
	2017年11月23日	**3.9851**	4.9286	
2017年	2018年1月19日	3.9754	**5.1257**	19.71

数据来源：Wind，山西证券研究所　　数据说明：标红为国债国开对应区间绝对底部位置

图 62：18 年初熊市底部 10 年国债先国开到达绝对底部

图 63：历次熊市国债调整幅度都弱于国开



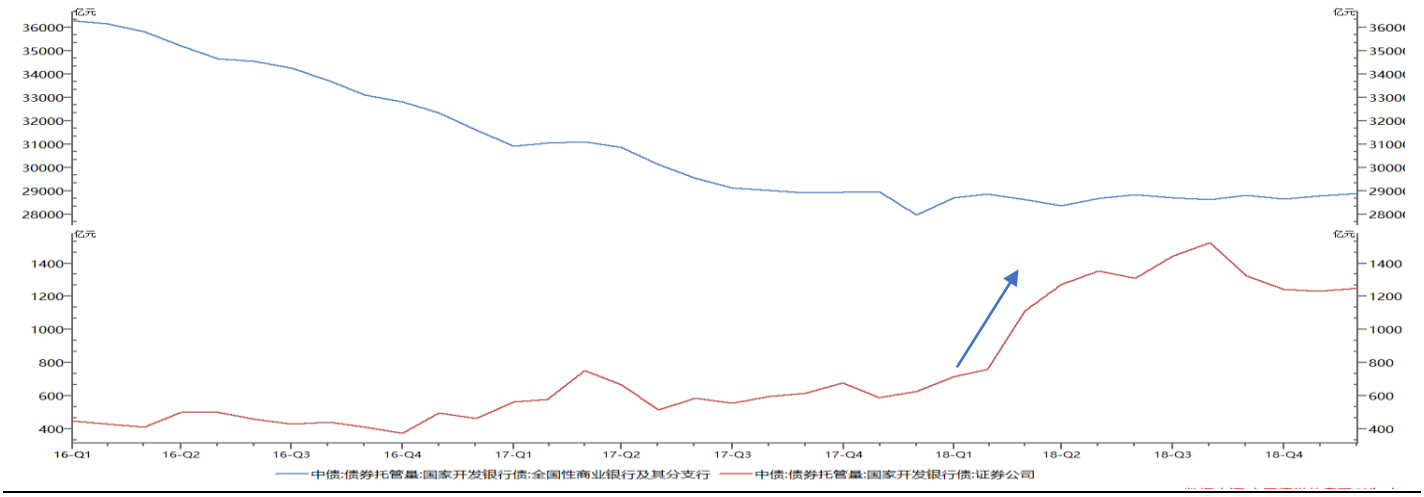
调整幅度	10 年国债（BP）	10 年国开
2019 年	106	316
2011 年	71	93
2013 年	132	207
2017 年	88	148

数据来源：Wind，山西证券研究所

数据来源：Wind，山西证券研究所

4. 熊市底部存在市场投资者结构切换，券商成为聪明钱代表。当前市场结构仍然没有发生变化。熊市中，商业银行是国债和国开债的主要配置力量，基金的国债国开持仓仓位较低。熊市底部，证券公司的国开债持仓量开始触底回升牛熊切换过程中，随着资金面走松，债券配置价值上升，广义基金等配置力量进场 18 年初熊牛切换商业银行国开托管量持平，证券和基金国开托管量显著上行，对应市场交易结构的切换。

图 64：17 年 4 季度以来，商业银行国开托管量持平，证券公司国开托管量显著上行

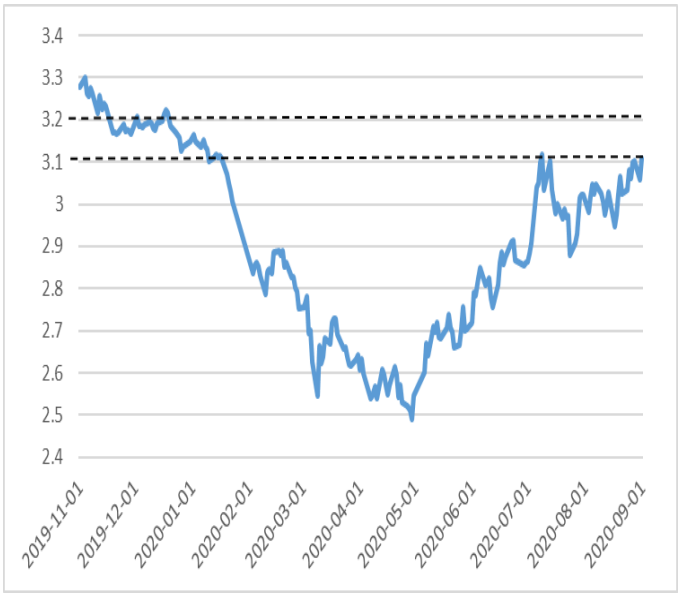


数据来源：Wind，山西证券研究所

5.2 利率进入震荡区间

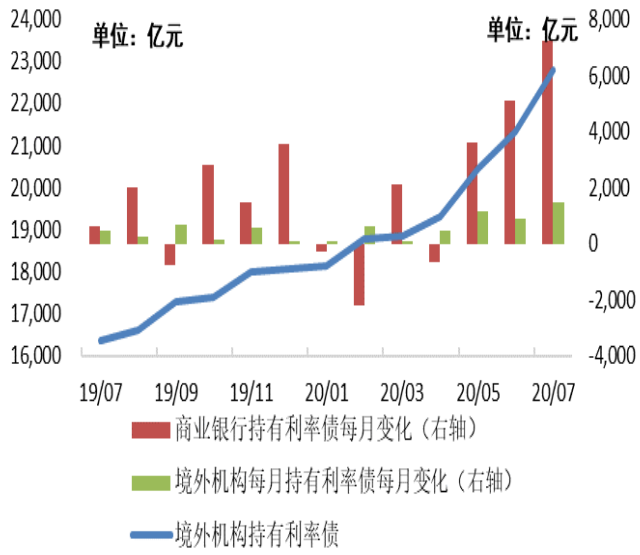
前期基本面、政策面的变化已经体现在利率中，短期可维持一定区间的震荡，但整体利率仍有小幅向上的空间。目前来看，3.2%是去年四季度中枢，3.0%是疫情前利率水平，在经济企稳向好的预期下利率中枢预计将上抬到 3.0%左右水平。4 季度在经济数据强势、疫苗进展顺利、地方债发行加速的背景下预计**利率中枢有回到 3.2-3.3%附近的可能。**在今年一季度经济低基数的背景下预计 2021 年一季度经济强势可能进一步上抬利率中枢，中期我们对债市仍然保持谨慎。

图 65：利率上行有阻力



数据来源：Wind，山西证券研究所

图 66：历次熊市国债调整幅度都弱于国开



数据来源：Wind，山西证券研究所

熊市中震荡的打破源于预期转换或标志性事件触发。上一轮熊市中，17 年三季度也曾有过一段典型的震荡区间，持续时间大概 3 个月，当时市场普遍对下一步的基本面、政策面走势都找不到方向，这与 2020 年 7 月以来的走势很像。然而后来我们看到，17 年四季度市场又进入一轮大熊市杀跌，10 年国债利率从 3.6%冲高到 4.0%附近，上行 40bp，而造成扭转的催化剂有三：1.央行行长关于经济增长的积极描述（上半年 GDP 增速达 6.9%，下半年有望实现 7%），扭转了市场对经济运行趋势的预期；2.十九大闭幕，市场预期乐观，风险偏好高涨；3.资管新规正式落地，市场对监管强化的忧虑加重。

图 67：2017 年 3 季度熊市中的平衡市（窄幅震荡）



数据来源：Wind，山西证券研究所

图 68：历次熊市国债调整幅度都弱于国开



数据来源：Wind，山西证券研究所

对应当前而言，在市场缺乏明显方向进入区间震荡的平衡市后，后续的方向突破往往源于市场预期的转换，以一些标示性事件作为触发剂。

图 69：潜在影响利率债走势因素

可能导致利率向上突破的预期差	可能导致利率向下突破的预期差
➢ 海外疫情平复，海外经济回暖，国内经济库存周期启动，形成内外需共振。 ➢ 海外流动性持续宽松的预期逆转，国内宏观杠杆率攀升、房地产过热等对央行货币政策形成更强约束。 ➢ 监管政策升级，重启金融去杠杆。	➢ 海外疫情在秋季再度出现反复，如果疫苗效果不佳，则疫情恐慌情绪和经济冲击可能重演，导致出口超预期回落。 ➢ 中美冲突超预期，中美关系硬脱钩风险加大，再次打压经济复苏预期。

数据来源：Wind，山西证券研究所

我们判断中期利率有上行风险。经济大概率能维持修复状态，货币政策大概率不会进一步放松，我们预计四季度 10Y 国债收益率有可能突破目前震荡区间，**中枢达到 3.2%-3.3%区间。**

按照我们预期进行测算，10 年期国债 4 季度持有收益率约为 0.6%左右。

5.3 信用债仍具备较高配置价值

2020 年 1-8 月信用债收益率整体跟随利率债呈现了 W 形走势，当前已较为接近 2019 年末水平

春节后在流动性推动下信用利差开始走低，3 月及 4 月显著回升，4 月中旬及 5 月，信用利差再度走低。6 月以来，随着利率债收益率持续攀升，利率债配置价值开始提升，信用利差开始底部宽幅震荡。

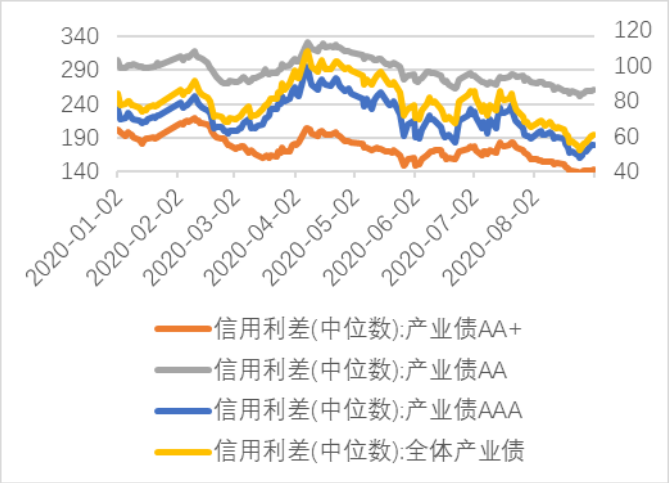
受益于市场融资环境好转和纾困政策推进，2020 年以来信用债实质违约现象未明显增多

从信用债融资情况看，2020 年以来我国信用债（不含金融债）无论是发行数量还是发行规模均显著增长，净融资规模 3.31 万亿元，同比增长 94.89%。

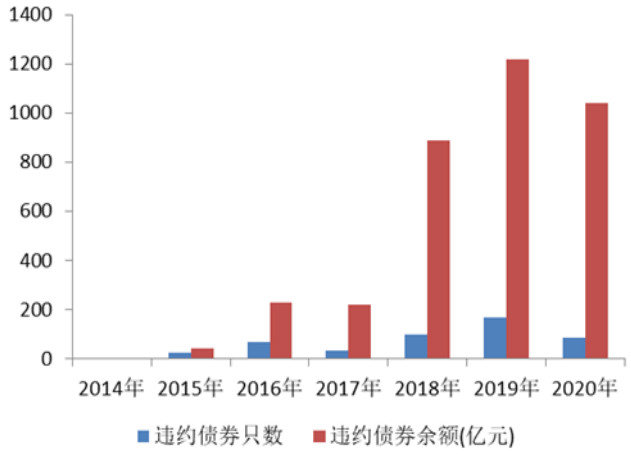
2020 年上半年违约债券数量及余额均较 2019 年下半年有所好转。民企仍是重灾区。目前展期案例增多，置换开启试点。

图 70：不同评级产业债信用利差走势

图 71：信用债违约统计



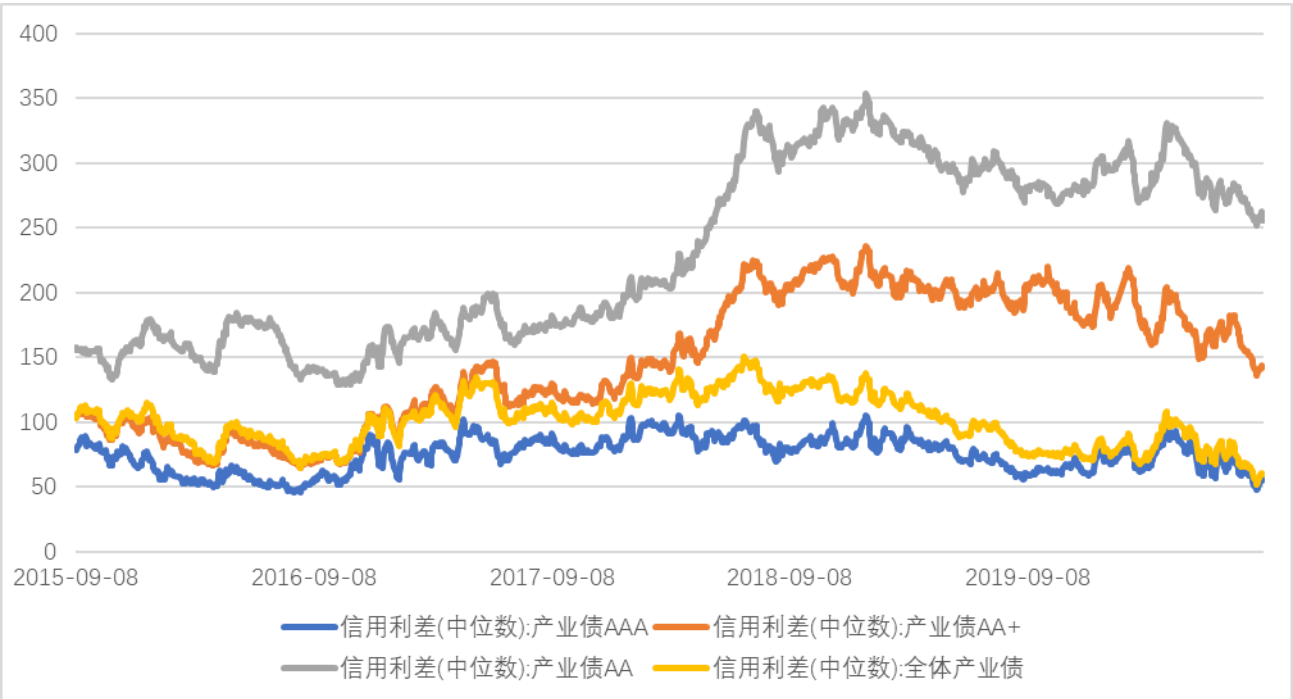
数据来源：Wind，山西证券研究所



数据来源：Wind，山西证券研究所

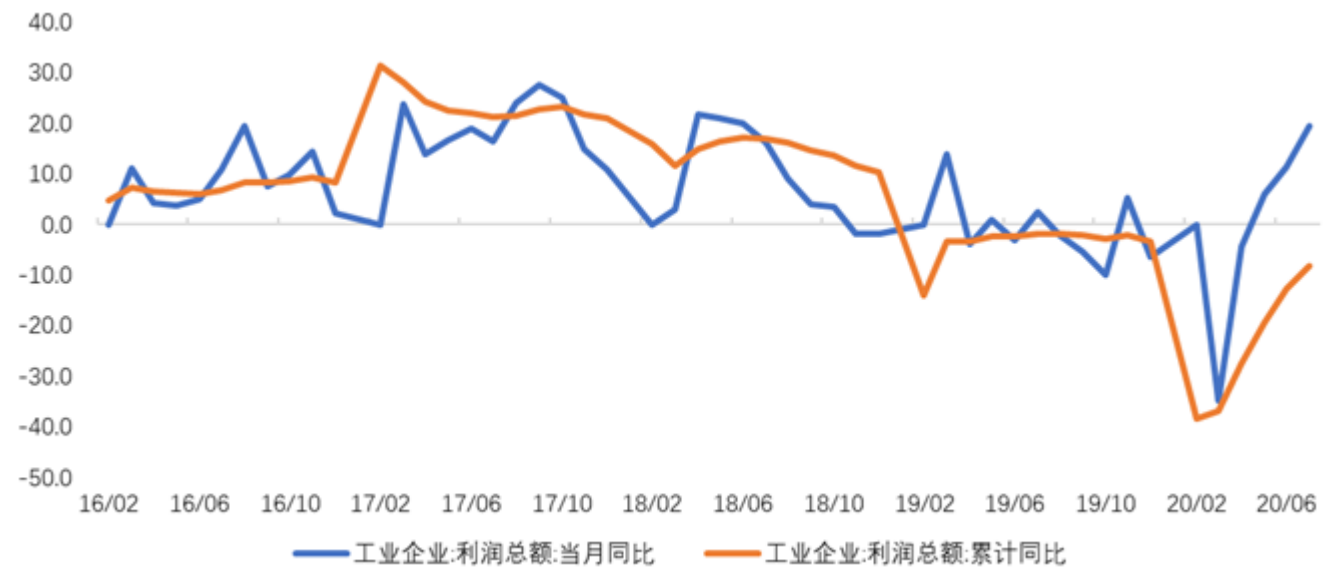
但是从信用利差整体情况来看，当前信用债相对利率债配置优势开始缩减，以较长的维度来看，高等级信用利差达到近几年最低水平，而低等级信用债利差在高位徘徊，分化比较明显。造成这一现象的主要原因是当前流动性环境整体还较宽松，但经济整体承压导致低等级债券所需风险补偿加大。

图 72：长周期维度下高低等级债券分化严重



数据来源：Wind，山西证券研究所

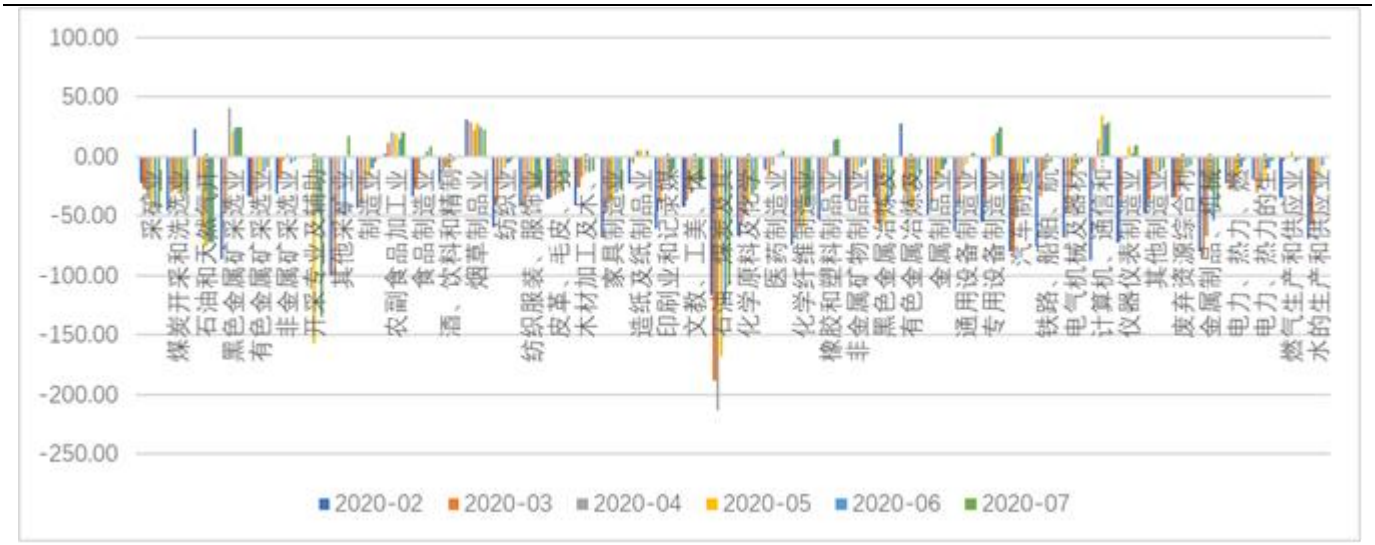
图 73：工业企业利润



数据来源：Wind，山西证券研究所

从当前来看，工业企业利润有显著回暖的态势，我们判断高低等级之间的分化情况将有所好转，信用下沉策略当前具备配置价值。

图 74：工业企业利润（分行业累计同比）



数据来源：Wind，山西证券研究所

2020 年 7 月工业企业利润总额同比 19.6%，较 6 月回升 8.1 个百分点，绝大多数行业出现显著回暖，单月利润基本上所有行业均已转正。宽信用深入推进仍是下半年的主基调，虽然力度可能弱于上半年，但经济基本面走好的大宏观背景下预计违约情况会显著降低。

当前环境我们判断是短期震荡、中期利率上行，更类似于 2016 年前三季度，相比利率债，信用债具备更好的配置价值。信用利差可能复现 2016 年下半年的走势，出现更大幅度的探底。

资质策略：目前高评级产业债、城投债信用利差均已较低，AA+、AA 多数行业信用利差依然处在高位，在机构负债端成本刚性的情况下，未来有进一步在低等级城投、中低等级产业债挖掘的动力

久期策略：目前中等久期策略利差保护已经较弱，可适当拉长久期增厚收益，但在利率中期走势可能上行情况下，需控制仓位。

行业策略：以中债隐含评级在 AAA 的信用债目前估值来看，受疫情影响较大的板块，如纺织服装、休闲服务、商业贸易收益率居前，另外电子、建筑装饰、汽车、国防军工板块收益率相对也较好；城投债来看，湖北、湖南、四川、北京等省份 AAA 城投收益率居前。

六、商品四季度有望走强

在经济进入复苏阶段，利率维持震荡稳定，基建有望加码的宏观预判下，我们认为商品 4 季度走势将偏强，其中，我们更看好黑色系、建材、有色等基建相关板块。

6.1 黄金四季度有望休整

我们自 2019 年 2 季度开始便持续看多黄金行情，主要因素是全球经济衰退信号开始频频出现，美联储迫于特朗普的政治压力提前结束加息周期转向降息周期概率较高。今年 3 月 9 日我们明确在《原油重挫，为何全球市场如此恐慌？--事件点评（2020309）》一文中明确表示流动性危机到来，全球资产难独善其身黄金也不例外，但更明确黄金行情与 2008 年非常相似，跌下来的都是机会持续推荐黄金战略性配置机会。长期我们仍然认为黄金具备配置价值，**但是当下，我们认为黄金涨速过快，吸引力较此前显著降低。**

2020 年 3 月底我们明确提出 QE 之下先买黄金，5 月我们在资产配置报告中明确将本轮市场与 2008 年市场进行对比认为黄金有较大向上空间，1700 美元时我们坚定给出黄金年内仍有 15%左右空间的预判（预计年内达到 1960 美元附近）。但是黄金价格 7 月开始快速上涨，一度突破 2000 美元水平，我们认为黄金价格存在显著超买，提醒投资者谨慎。

图 75：黄金 2008 年与 2020 年对比



数据来源：Bloomberg，山西证券研究所

我们通过将两轮行情对齐的方法进行对比，发现黄金自暴跌以来涨幅超过 40%，用时约为 5 个月时间，而 08 年这个涨幅用时约为 1 年时间，市场明确判断本轮行情与 2008 年行情相似，快速将黄金长期行情进行压缩，美股也有类似的情况发生。此外，黄金与 60 日均线背离幅度也达到历史之最。我们认为市场资金短期做多黄金过于拥挤，四季度恐影响黄金走势。

从基本面方向，我们认为短期黄金上涨行情将会受阻，主要来源于 3 个方面。

a）全球经济进入复苏周期，黄金避险需求下行。

宏观部分我们已经对全球经济复苏有一定探讨，在此不再赘述。市场避险行为也开始下降，资金纷纷涌入风险资产，黄金、美债等避险资产需求也开始下降。

图 76：SPDR 持仓量

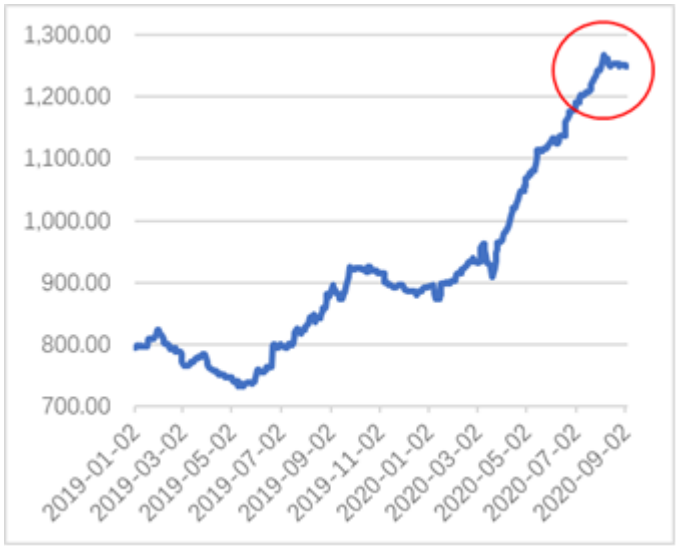
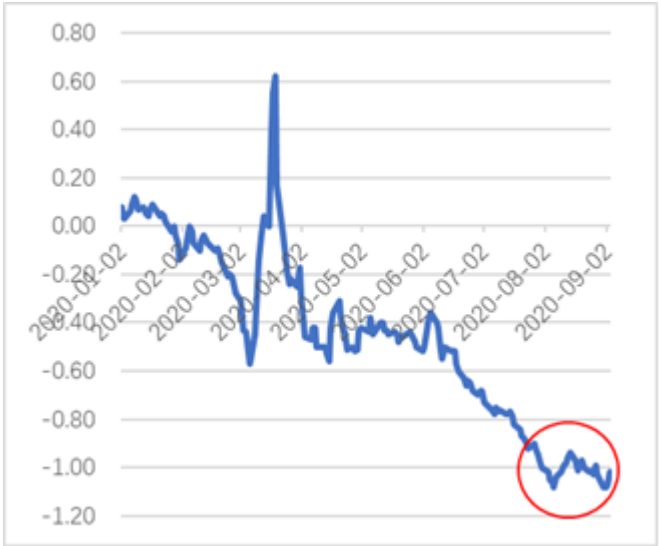


图 77：美国 10 年期国债实际收益率



数据来源：Wind，山西证券研究所

数据来源：Wind，山西证券研究所

图 78：黄金与 TIPS 利率负相关关系明显

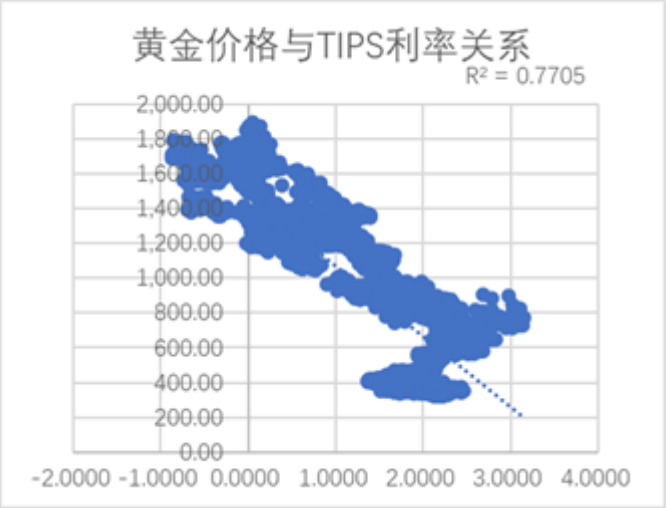


图 79：TIPS 避险需求进入平台期



数据来源：Wind，山西证券研究所

数据来源：Wind，山西证券研究所

b）美联储已经连续几个月没有调整货币政策，当前美联储表态更加倾向维持当前货币政策，KYC 和负利率政策目前不太可能出现，黄金的边际利好不足。

图 80：美联储政策总结

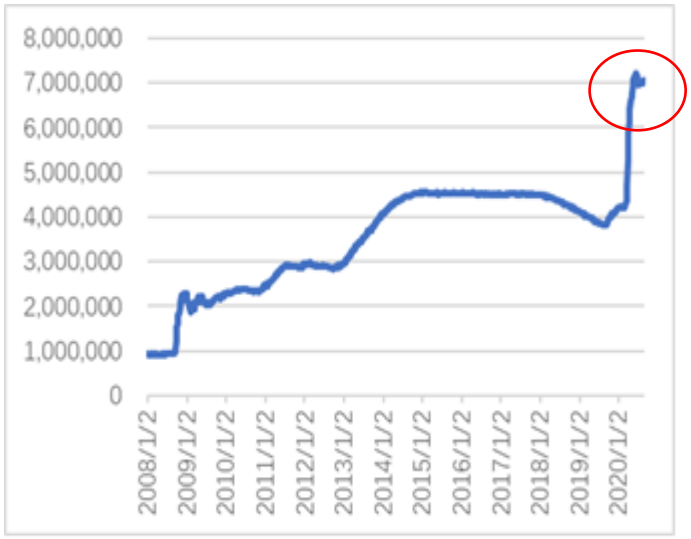
1 月 29 日	美联储宣布**维持利率区间在 1.50%-1.75%不变**，符合市场预期。同时，美国联邦储备委员会主席鲍威尔在新闻发布会上讲话。 根据美联储联邦公开市场委员会声明，自从联邦公开市场委员会于 12 月召开会议以来收到的信息表明，**劳动力市场依然强劲，经济活动一直在以适度的速度增长**。美联储表示，近几个月来平均来看，工作机会稳定，失业率仍然很低。家庭支出方面，一直在适度增长，商业固定投资和出口仍然疲软。通胀水平方面，最近 12 个月总体通货膨胀率和食品及能源以外的其他商品通货膨胀率都低于 2%。 联邦公开市场委员会还认为，**当前的货币政策立场适合于支持经济活动持续扩张**。委员会将继续评估传入信息对经济前景的影响，包括全球发展和缓和的通胀压力，同时评估联邦基金利率目标范围的适当路径。
2 月 11 日	美联储对于新型冠状病毒带来的负面影响表示关注。认为，中国经济的放缓将会影响全球经济。
3 月 3 日	美联储将基准利率下调 50 个基点，还将**超额准备金余额的利率降低 50 基点至 1.1%。**美国联邦公开市场委员会表示美国经济基本面依然强劲。**将联邦基金利率维持在 1%至 1.25%的目标范围内**。
3 月 15 日	**将要求的和超额准备金余额的利率设定为 0.10%。将联邦资金利率维持在 0%至 0.25%的目标范围内。**

	未来几个月内增加系统公开市场账户持有的美国国债和机构抵押支持证券分别**至少达到 5000 亿美元和至少 2000 亿美元。**委员会指示咨询台以适当的速度进行这些购买，以支持其平稳运行国库券和 MBS 机构的市场。**主要信贷利率降低 1-1 / 2 个百分点至 0.25%。**
3 月 19 日	美联储与多个国家**建立临时美元流动性安排（掉期交易），**减轻全球美元资金市场的压力，临时新增总计 900 亿美元规模。
3 月 23 日	**联邦资金利率维持在 0%至 0.25%的目标范围内（不变）**。购买国债和 MBS。以 0.00%的发行价进行隔夜的反向回购操作，**每天每方 300 亿美元的限额。**
3 月 31 日	**建立针对外国和国际货币当局的临时回购协议工具（FIMA 回购工具），以帮助支持金融市场（包括美国国债市场）的平稳运转，**从而维持对美国的信贷供应。
4 月 29 日	**超额准备金余额的利率维持在 0.10%（不变）** **以将联邦基金利率维持在 0%至 1/4%的目标范围内。（不变）** **购买国债和 MBS。（不变）** 进行定期和隔夜回购协议操作。（不变）**发行利率为 0.00%，每天每方交易限额为 300 亿美元；**主席可以酌情临时增加每方交易限额。（有边际变化） 将美联储持有的机构债务和机构 MBS 的所有本金再投资于机构 MBS，以及将机构 CMBS 的所有本金再投资于机构 CMBS。（新增） 主要信贷利率确定为现有 0.25%的水平。（不变）
6 月 10 日	**以将联邦基金利率维持在 0%至 1/4%的目标范围内。（不变）**委员会希望维持这一目标范围，直到它有信心经济已经渡过了最近的事件，并有望实现其最大的就业和价格稳定的目标。（长期预期） **2%通胀目标。（不变）** 其他无明显变化。
7 月 29 日	**以将联邦基金利率维持在 0%至 1/4%的目标范围内。（表述不变）** **2%通胀目标。（不变）** 其他无明显变化。
8 月 27 日	**“寻求逐步实现平均 2%的通胀率，从而调整了实现 2%的长期通胀目标的战略。在通货膨胀率持续低于 2%的时期内，适当的货币政策可能会在一段时间内力求使通货膨胀率适度高于 2%。**

数据来源：美联储官网，山西证券研究所

c）美联储资产负债表扩表速度开始放缓。

图 81：美联储资产负债表



数据来源：Wind，山西证券研究所

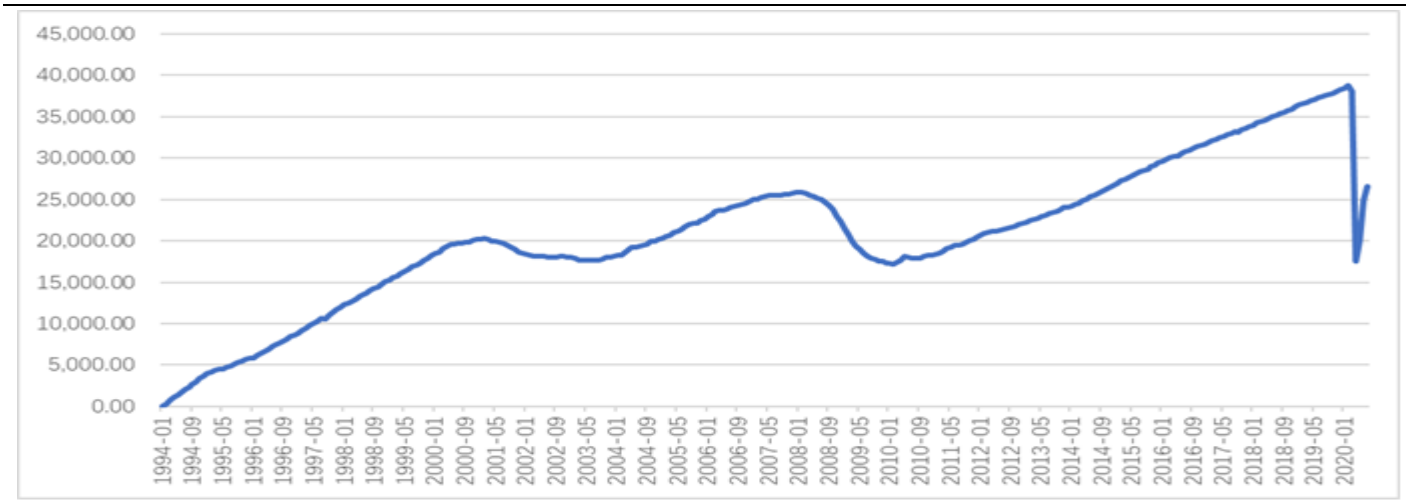
图 82：美联储资产负债表/美国 GDP



数据来源：Wind，山西证券研究所

从目前来看，美联储资产负债表扩表速度开始放缓。我们认为原因有 3，第一，全球流动性危机已经结束，美联储继续扩表只能推升资产价格而不会对实体经济产生显著帮助。美联储的任务是确保美国经济运转顺畅，减少疫情冲击对美国产生不可逆的影响而不是推升资产价格。第二，美联储资产负债表相较美国 GDP 比例达到历史最高，目前美国流动性中超过 35%的货币直接投放来源于美联储，美元信用收到严重影响。第三，持续放水将会在长期降低经济运行效率，伤害美国经济长期潜在增速。我们判断美联储接下来的扩表速度将直接取决于未来一段时间的就业情况，目前来看美国就业快速回升的势头比较明确，美联储大概率会继续旁观，观察就业等指标回暖速度是否会有显著变化。

图 83：美国非农就业累计值



数据来源：Bloomberg，山西证券研究所

长期来看，我们仍然看好黄金的配置价值，我们认为美国当前的货币架构下货币纪律仍将偏弱，不可避免的将继续长期宽松化。但是短期我们认为黄金在 4 季度将维持震荡，预计仍将围绕 1900 美元上下波动，目标价仍维持 1960 美元左右的判断。

6.2 原油上涨格局有限

对于原油市场，我们整体认为油市供需基本面并未得到改善，全球疫情带来的交通出行困难状况仍将打压原油需求，夏季用油高峰期已过，油市需求四季度进一步提升空间有限。炼油厂进入秘籍维护期也会影响需求。供应方面，OPEC+国家继续减产的意愿越来越不足，一味靠减产也难以缓解市场的悲观情绪，整体上涨格局有限，对于 4 季度油价我们维持 5 月时对布油 38-45 美元的预判。

图 84：原油价格



数据来源：Wind，山西证券研究所

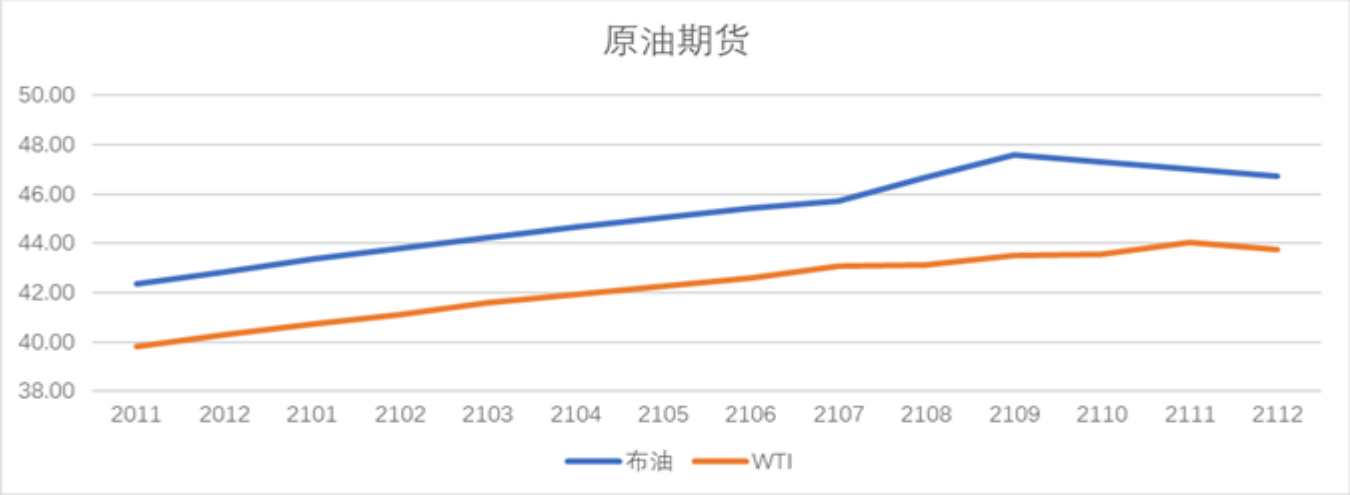
图 85：原油库存



数据来源：Wind，山西证券研究所

根据美国 EIA 于 9 月 2 日公布的数据，8 月 28 日当周，美国原油产量为 970 万桶/天，环比减少 110 万桶/天，较年初下降 24.8%，年初为 1290 万桶/天.美国商业原油和油品总库存为 14.28 亿桶，周环比减少 775 万桶。其中，商业原油库存为 4.98 亿桶，周环比减少 936 万桶，连续六周录得减少；汽油库存为 2.35 亿桶，周环比减少 432 万桶，连续四周录得减少；馏分油库存为 1.78 亿桶，周环比减少 168 万桶；炼厂开工率下降&油品需求承压：根据美国 EIA 于 9 月 2 日公布的数据，8 月 28 日当周，美国炼厂原油加工能力为 1864 万桶/天，维持上周水平；炼厂开工率为 77%，周环比减少 5.3%；美国油品消费总量为 1698 万桶/天，周环比减少 264 万桶/天；汽油消费 879 万桶/天，周环比减少 38 万桶/天。即将到来的美国劳动节假期将标志着夏日驾驶季的非正式结束，或在一定程度上影响需求，但后续仍需关注油品去库的持续性与炼油厂的停产检修情况。考虑到 4 季度原油需求有季节性回落的可能，我们对 4 季度需求保持谨慎。

图 86：原油期货合约



数据来源：Bloomberg，山西证券研究所

6.3 工业品种预计走强

有色金属：价格普遍较弱，海外好于国内。LME 锡价和 LME 铜价涨幅居前，LME 锡上涨 2.3%领涨，LME 铜上涨 1.6%位居第二。其他价格则普遍下跌。海外降库，国内累库。短期，铜铝等价格仍主要受全球流动性及资金配置影响。九十月传统旺季即将开启，铝材开工率小幅提高至 77.4%。地产及基建施工进度较慢及电力铝线缆需求一般，但汽车、电子等领域需求逐步复苏，铝板带及铝箔开工率提升。铜则因电缆订单未见好转，市场相对悲观，普遍预计旺季不旺。中长期，欧盟和美国财政刺激方案将带动海外商品需求复苏。全球流动性宽松为商品价格提供支撑，全球经济复苏则将带动商品价格上涨，趋势性看多铜铝价格。

图 87：铜价格

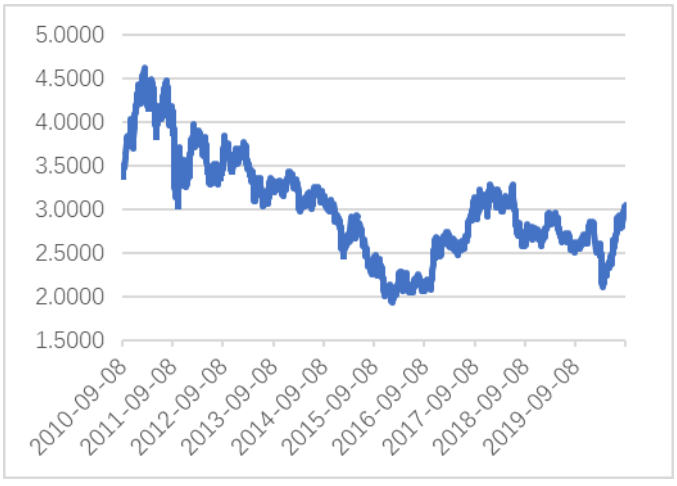
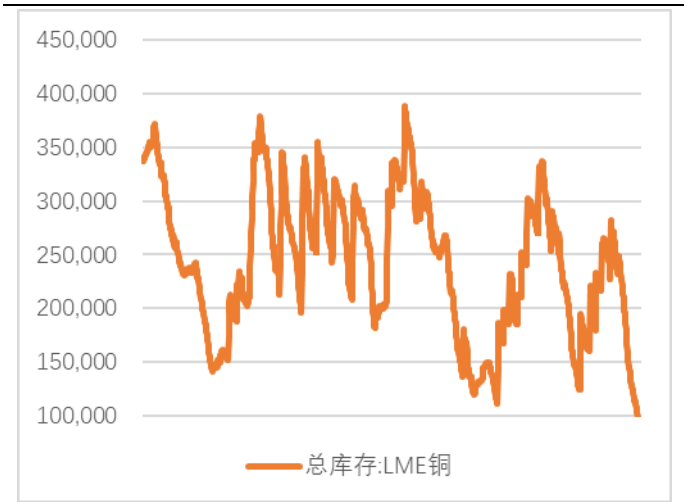


图 88：铜库存



数据来源：Wind，山西证券研究所

数据来源：Wind，山西证券研究所

图 89：铝价格

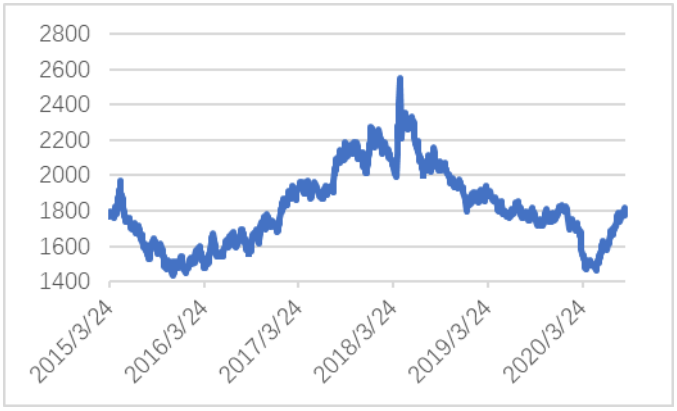
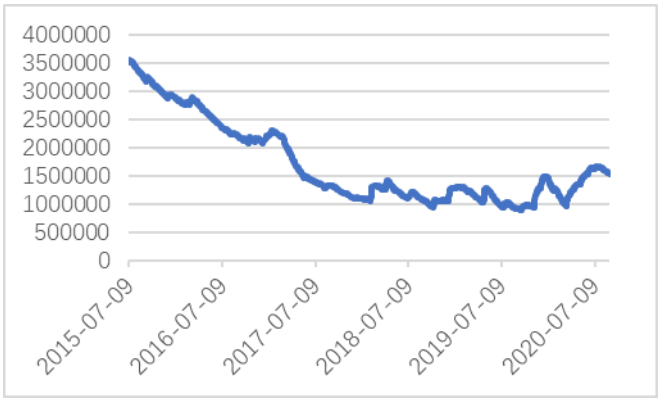


图 90：铝库存



数据来源：Wind，山西证券研究所

数据来源：Wind，山西证券研究所

煤炭：9 月第一周动力煤出现试探性上涨，这是 7 月中旬开始港口煤价开启下行趋势后首次探涨。下游方面，高温来临后重点电厂日耗高位、库存快速去化；雨季过后建设项目逐渐复工，水泥等建材对煤炭的需求亦逐渐恢复。运输方面，大秦线运量受到近期二次脱轨事故影响，虽 9 月初开始恢复但仍未打满。港口方面，北方港口的库存连续下降。目前高温旺季已近尾声，同时港口和电厂库存已基本去化至健康水平，未来港口煤价走势与下游基建地产旺季需求和电厂冬储采购节奏相关。当前国内产量和进口均偏紧，尤其是进口煤配额预计逐月趋紧，不排除电厂提前冬储的可能，复工的强度亦需跟进，整体来看动力煤价向下的空间不大。

双焦方面，钢铁开工率维持高位，焦炭价格第二轮提涨仍在博弈中，焦煤价格稳定。预计近期焦炭走势仍偏强，焦煤筑底。

图 91：煤炭价格

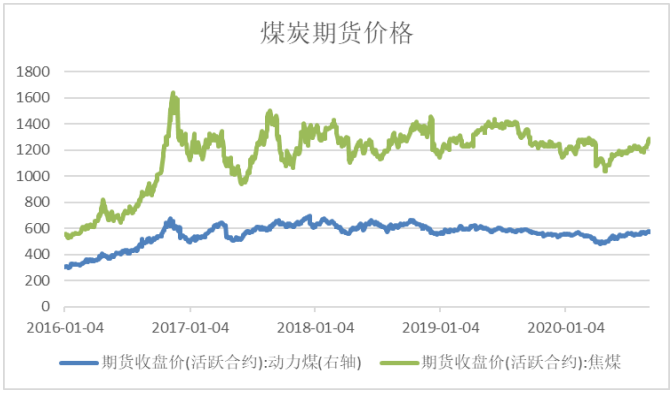
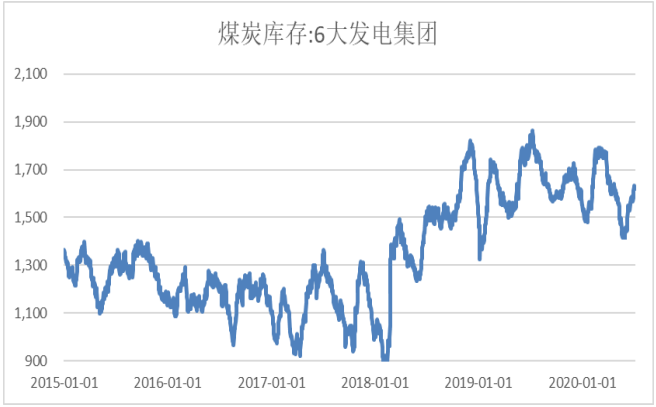


图 92：煤炭库存



数据来源：Wind，山西证券研究所

数据来源：Wind，山西证券研究所

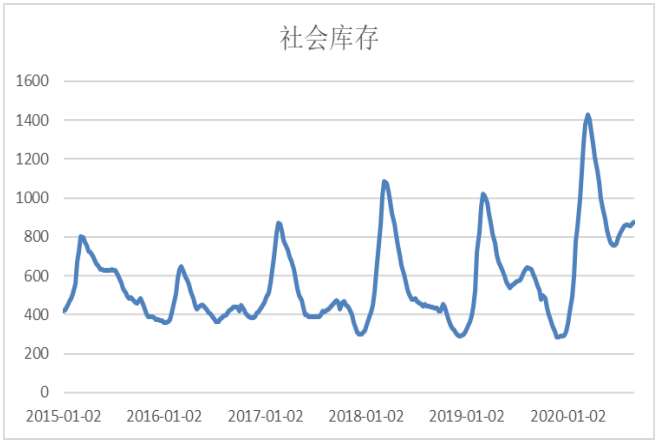
钢铁：近期虽然钢材需求回升，但是节奏偏慢，而且钢材需求与水泥需求恢复得幅度并不匹配，近期水泥出库仍高于往年 8-9%的水平。对于螺纹消费恢复程度低于水泥的现象确实很难解释，市场因此略有担忧需求的问题。总体来看，虽然近期地产端有些许控制出现，但认为在“六保六稳”的大背景下，地产不会出现大幅波动，仍以“稳”为主，从近几个月地产的表现来看，地产数据持续好转，这是很超市场预期的，在“房住不炒”的背景下，当前出现的一些控制政策可以理解，但上有“房住不炒”下有“六保、六稳”，全年“稳地产+强基建”的趋势不变，在挖机、重卡、项目中标相关数据的跟踪下，认为，需求支撑是非常强的，虽然供应回升会压制钢材价格上涨幅度，但总体来看，认为钢价将震荡上行，而原料将充分受益，在旺季来临时要重点关注钢材去库幅度。

图 93：钢铁开工率



数据来源：Wind，山西证券研究所

图 94：钢铁社会库存



数据来源：Wind，山西证券研究所

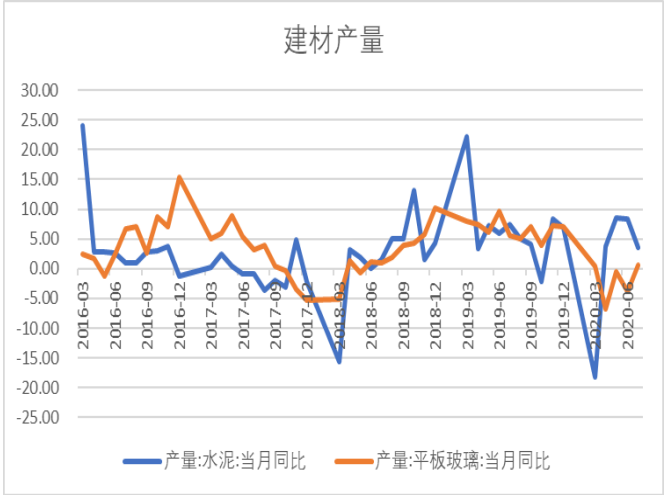
建材：随着金九银十的到来，各地全面加快前期工作进度和施工建设进度。8 月 31 日，湖南 6 条高速公路宣布开工，总投资约 714 亿，确保全年开工高速公路达 15 条，全年新开工项目里程将创历史新高，超过“十三五”前四年总和；北京城市副中心召开工程建设推进动员大会，截至 8 月份已实现开工 89 项，还有 76 项要在年内实现开工；雄安新区 2019 年续建 58 个重点项目建设提速，2020 年计划开工的百余个重点项目中，69 个项目正在开展主体工程和先期配套施工，上半年，雄安新区内已完成固定资产投资同比增长 15.9 倍。我们预计，随着基建项目加码、地产投资稳定竣工回升，建材整体需求仍然不弱。

图 95：建材价格

图 96：建材产量



数据来源：Wind，山西证券研究所

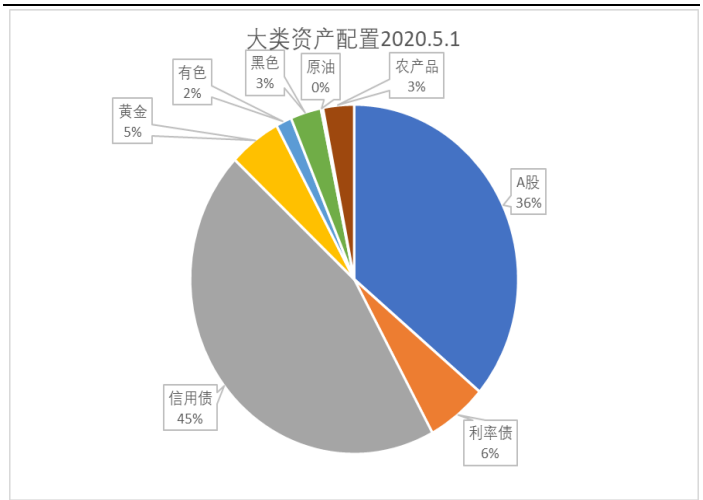


数据来源：Wind，山西证券研究所

七、资产配置模型：股债平衡，增配商品

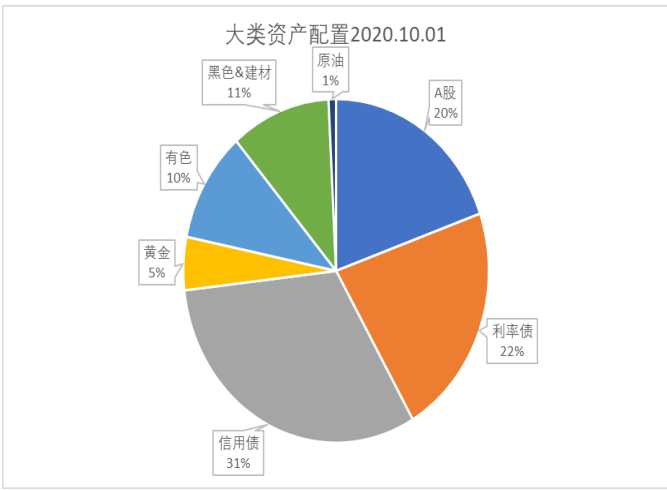
通过我们对宏观以及各大类资产的预期，考虑到单位风险收益最大化与风险分散化的总原则，通过均值方差优化我们得到以下配置结果。

图 97：大类资产配置比例 2020.05.01



数据来源：Wind，山西证券研究所

图 98：大类资产配置比例 2020.10.01



数据来源：Wind，山西证券研究所

注：1. 除黄金外其他商品类资产均为期货。2.所有大类资产配置比例均按照票面金额，收益风险情况均未考虑杠杆因素影响。3.此配置方案仅针对机构类客户，个人投资者需联系财富顾问按照 GBI 方式进行个性化化配置。

与 5 月 1 日配置方案相比，A 股配置比例有所降低，从超配的 36%降低至 20%，主要我们考虑到 A 股 4 季度处于震荡期，收益预期较此前相对减弱。

利率债占比由 6%上调至 22%，利率债我们判断整体也进入震荡市，单边行情可能暂告一段落。考虑到

利率债对组合的风险分散对冲效果，配置比例显著增加。

信用债方面，当前较低的风险利差导致配置吸引力有所降低，配置比例由 45%下调至 31%，但考虑到信用债具有较好的风险收益比，配置比例仍然位居整个组合的榜首。

商品方面，我们认为模型得出的配置比例与我们主观预期一致，在复苏周期中商品的配置比例应当有所提高。

八、风险提示

1. 疫情二次爆发
2. 中美关系冲突升级
3. 政策力度不达预期
4. 疫苗研制进度拖后
5. 美联储态度变化

分析师承诺：

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“本公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。入市有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止我司员工将我司证券研究报告私自提供给未经我司授权的任何公众媒体或者其他机构；禁止任何公众媒体或者其他机构未经授权私自刊载或者转发我司的证券研究报告。刊载或者转发我司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示我司证券研究业务客户不要将我司证券研究报告转发给他人，提示我司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知我司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所：

太原
太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
邮编：030002
电话：0351-8686981
http://www.i618.com.cn

北京
北京市西城区平安里西大街 28 号中海国际中心七层
邮编：100032
电话：010-83496336