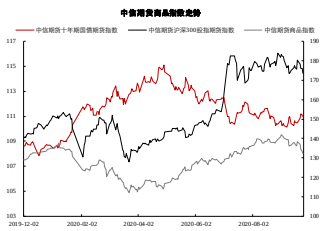
中信期货 CITIC Futures

中信期货研究|资产配置四季度策略报告

2020-09-26

在高波动中走向复苏

投资咨询业务资格：
证监许可【2012】669 号



报告要点

经济逐渐走向复苏，四季度前半段略微向债市偏移，后半段侧重权益。股市转向盈利驱动逻辑，债市仍在震荡格局，商品需求具有韧性，人民币区间波动。

摘要：

四季度经济有望回归潜在增速，PPI 回升带动企业盈利改善，货币政策料将温和稳健。预计相对收益股票>商品>债券；配置比重方面，四季度前半段略微向债市偏移，后半段侧重权益。

第一，股债性价比发生边际变化，短期略微向债市偏移。10 年期国债收益率维持在3%以上，权益市场风格切换至防御，短期而言，债券收益率相对股息率有更好的配置空间。

第二，虽然短期债券性价比提升，但债市四季度料难以脱离震荡格局。10 月利率债发行高峰过后，债市情绪有望边际回暖。但经济和货币政策逐渐回归常态，中长期债券仍有下行压力。海外风险具有不可控性，流动性整体平衡但边际上资金的松紧取决于央行的态度。四季度债券收益率大概率高位震荡，配置价值高于趋势交易机会。

第三，股市短期波动加大，中线不悲观，长线看多。关注两个时间节点和两大消息，分别是国庆后首周和 10 月底至 11 月初，“十四五规划”和美国大选。

第四，股市转向盈利驱动逻辑，周期和消费在先，金融和科技在后。纵向看，从盈利修复和经济周期的角度，四季度周期板块的预期收益更具确定性，在四季度末期或者明年年初可以布局金融板块。横向看，周期和金融的超额收益具有阶段性特点，消费和科技更具中长期持续性。估值泡沫经过时间消化后，四季度消费和科技适合逢低买入，但需要持有更长时间，以跨过高波动时期。建议四季度首先关注顺周期行业，如化工、煤炭、机械、电力设备及新能源、建筑、建材等，其次关注消费和科技板块，如汽车、家电、电子、医药、计算机等，同时季末关注金融板块的布局可能。

第五，商品需求具有韧性，四季度关注美元和风险情绪的扰动。旺季预期已经提前在淡季计价，供需平衡角度基本金属的多头弹性已经有所下降。农产品饲料板块有多头需求支撑，但供给端存在较大的空头不确定性。能源化工板块的表现将始终受制于油价，边际变化关注供给压力减弱。原油市场整体供需仍处于相对弱平衡状况。在美元反弹预期和多头止盈的担忧下，贵金属市场将继续表现出震荡纠结的表现。

第六，美元短期看反弹，中期高波动，人民币区间震荡。

风险点：外部摩擦升级；疫情失控；内需拉动不及预期；政策收紧。

资产配置策略团队

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

重要提示：本报告中发布的观点和信息仅供中信期货的专业投资者参考。若您并非中信期货客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消订阅、接收或使用本报告的任何信息。本报告难以设置访问权限，若给您造成不便，敬请谅解。我司不会因为关注、收到或阅读本报告内容而视相关人员为客户；市场有风险，投资需谨慎。

目　录

摘要：. 1
一、　三季度回顾：从积极转向防御. 3
二、　四季度市场展望. 4
2.1 经济有望回归潜在增速. 4
2.2 通胀压力有限，货币政策温和稳健. 5
2.3 复苏前期的资产逻辑. 6
三、资产配置的 6 条建议. 9
免责声明. 11

图目录

图 1：　今年 1-9 月资产配置策略建议回顾. 3
图 2：　资产配置组合净值表现. 3
图 3：　四季度和全年 GDP 增速情景分析. 4
图 4：　商品房销售高于往年同期. 5
图 5：　下半年地产融资再次收紧. 5
图 6：　棚改放量挤占了基建对专项债资金的使用. 5
图 7：　若 9 月之后基建增速平均 4.1%，则全年有望 15%. 5
图 8：　四季度大概率为 PPI 同比负值收窄，同时工业企业库存下降的阶段。. 6
图 9：　2010-2019 年，不同风格板块估值的 10 年历史分位数的相对高低（从上至下，由高到低）. . 7
图 10：　复苏前期（PPI 同比负值收窄，同时工业企业库存下降）的行业表现. 7
图 11：　业绩修复与估值水平之间的权衡. 8

一、三季度回顾：从积极转向防御

回顾三季度，市场波动显著放大，股市资金抱团逻辑松动，从增量市转向存量市，市场风格逐渐从高估值向低估值和顺周期板块切换。债市情绪相对偏弱，货币政策回归稳健，利率债发行高峰，经济维持修复，均对债市形成下行压力。大宗商品在三季度则是先涨后跌，8 月下旬美联储宽松政策不再有增量，美元触底，9 月海外疫情反弹和美股回调推升避险情绪以及经济复苏放缓的预期。

三季度市场从积极转向防御，我们的配置逻辑也得到验证。6 月底我们提出下半年是修复逻辑下的结构性机会，8 月之后强调均衡配置。截至 9 月 21 日，资产配置组合净值为 1.2630，年化收益率为 37.66%，夏普比率为 2.73。

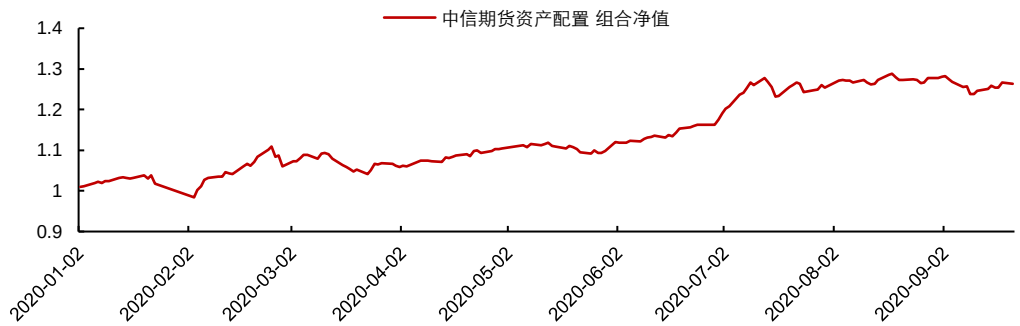
图1： 今年 1-9 月资产配置策略建议回顾

1月：周期启动	2月：波动、性价比	3月：相对价值	4月：延续拐点逻辑	5月：验证与积极
■ 周期处于被动去库存 ■ 经济数据回暖将继续得到确认 ■ 周期板块的逻辑还未走完 ■ 多出尽对债市等避险资产不利	■ 经济预期越差，逆周期调节力度越强 ■ 从性价比来说，商品>股票>债券 ■ 工业品需求只是延后，并非消失 ■ 首提市场拐点逻辑	■ 全球疫情进展下的三阶段投资框架 ■ 国内复工节奏下的资产再定价 ■ 人民币资产具有相对配置价值 ■ 期待内需政策预期下的基建行业的复工进度	■ 流动性、情绪、拐点共同构成了市场节奏三要素 ■ 海外疫情拐点在6月到来 ■ 流动性最差的时间点已过，市场机会仍在中国市场 ■ 拉动内需是主线，基建增速预计10%以上	■ 拐点逻辑继续得到验证，权益积极参与 ■ 围绕内需拉动布局资产：新老基建拉动、制造业扶持、消费恢复 ■ 外需逐渐恢复，但短期不可期望过高 ■ 债市利多边际收敛

6月：积极延续	7月：修复与结构	8月：均衡调配应对波动	9月：继续均衡
■ 发达国家疫情拐点已至，外需改善在三季度中后段 ■ 房住不炒和基建拉动对行业和商品的支撑：8月前乐观，8月后再评估 ■ 短期没有通胀压力 ■ 短期波动率下降，但长期仍需避险思维	■ 下半年国内疫情可控 ■ 警惕经济数据预期差 ■ 流动性整体充裕，“结构性”特征更加明显 ■ 下半年海外风险上升 ■ 三季度相对积极，四季度略偏防守 ■ 股票>黄金>商品>债	■ 经济数据从预期走向现实和市场的高波动特征 ■ 政策强调落地和直达实体，更加看重经济数据从预期到现实的投影 ■ 流动性、估值和避险情绪的冲突是主要的矛盾点 ■ 增加均衡配置规避风险	■ 双循环模式步入正轨，但仍需关注不及预期可能。 ■ 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。 ■ 资金流动的逻辑：关注人民币升值&资金流的边际切换。

资料来源：Wind 中信期货研究部

图2： 资产配置组合净值表现



当前日期	最新净值	收益率（年化）	波动率（年化）	最大回撤	夏普比率
2020/9/21	1.2630	37.66%	12.68%	6.46%	2.73

资料来源：Wind 中信期货研究部

注：无风险利率参考当前 10 年期国债收益率

二、四季度市场展望：在高波动中走向复苏

2.1 经济有望回归潜在增速

全年 GDP 增速可能在 2.5%-3%。三季度经济向上修复进一步确认，市场担忧的增速放缓并未出现，工业企业增加值 8 月增速上升至接近去年平均值，社会消费品零售同比翻正，出口持续超预期，投资数据略低于预期。中性预计，三季度 GDP 可能达到 5.5%左右，经济仍在潜在增速以下。但四季度若回归潜在增速，则全年 GDP 增速有望向 3%靠拢。

图3： 四季度和全年 GDP 增速情景分析

时间	2020Q1		2020Q2		2020Q3	
GDP 不变价(亿元)	183,669.30		225,580.13		240,433.55*（中性估计）	
GDP 同比	-6.8%		3.2%		5.5%*（中性估计）	
情景假设	1		2		3	
时间	2020 累计	2020Q4	2020 累计	2020Q4	2020 累计	2020Q4
GDP 不变价(亿元)	900,563	250,880	909,479	259,796	918,395	268,712
GDP 同比	1%	1.1%	2%	4.7%	3%	8.3%

资料来源：Wind 中信期货研究部

PPI 回升带动企业盈利改善，经济基本面的底部正在抬升。上游有色景气度最高，石油化工同比跌幅最大但下半年反弹幅度最高，黑色金属冶炼及压延加工业 PPI 有望在四季度实现同比正增长。下游不同行业差距较大，计算机、通信和其他电子设备制造业反弹最早并保持利润高增速，汽车和电气机械制造业正在好转，通用专用设备、仪器仪表和医药行业年中开始利润正增长，纺织业四季度有望逐渐走出底部。此外，食品加工行业和文教工美体育娱乐用品制造业维持高景气度。

消费正在回暖。餐饮收入同比跌幅收窄至 7%，对全社会消费的拖累正在减弱。商品消费方面，除石油及制品类以外，主要行业限额以上企业零售额已经恢复至正增长。7 月大部分行业零售额恢复至正增长，汽车和食品销售维持高景气度，8 月家用电器、纺织服装进入正增长行列。四季度预计餐饮业继续复苏，汽车和家电销售环比继续改善，纺织服装企稳反弹。

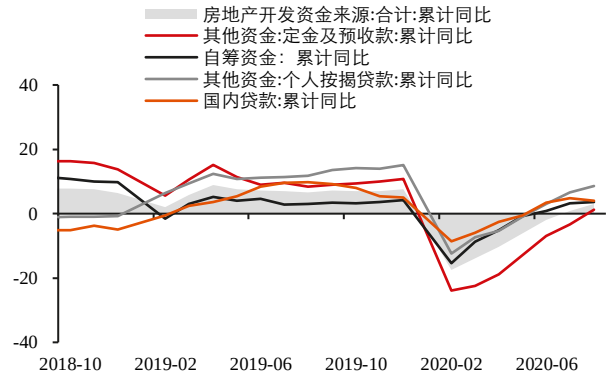
投资增速略低于预期，资金是主要约束。地产具有高韧性，投资率先回归正增长。销售维持高景气度，但 8 月央行、住建部为房企设置“三道红线”，融资政策再度收紧。与此同时，下半年银行信贷和信托融资受限，地产将更加依赖销售回款。预计四季度拿地速度将进一步放缓，但新开工将保持增长以通过期房预售的形式融资，同时，今年仍有较大交房压力，竣工将维持高景气度。

图4： 商品房销售高于往年同期 单位：%



资料来源：Wind 中信期货研究部

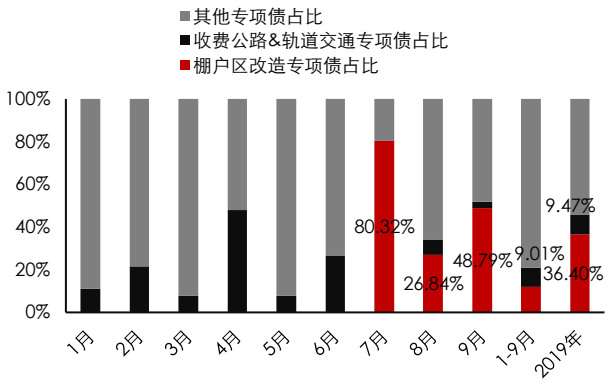
图5： 下半年地产融资再次收紧 单位：%



资料来源：Wind 中信期货研究部

基建增速同比增长两位数以上的预期已经在逐步落地中，全年增速或为 10%以上。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%；如果 8 月份之后的基建投资增速同比平均达到 3.7%以上，则全年增速将有 15%左右的涨幅。不过，基建投资增速的同比增长能否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 4560 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 7 月之后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 42%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。

图6： 棚改放量挤占了基建对专项债资金的使用 单位：%



资料来源：Wind 中信期货研究部

图7： 若 9 月之后基建增速平均 4.1%，则全年有望 15%

	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	6271	5726
7月	1.19%	-1.00%
8月	2.02%	-0.30%
9月	4.86%	5.32%
10月	4.27%	4.69%
11月	3.81%	4.19%
12月	3.44%	3.80%

资料来源：Wind 中信期货研究部

2.2 通胀压力有限，货币政策温和稳健

四季度 CPI 可能降至 2%以下。7 月份生猪存栏首次实现同比增长，预示着 5-6 个月后生猪出栏量也将实现同比增长，将从根本上扭转市场供应偏紧的局面。8 月猪价已经开始下滑。但是，考虑四季度生猪供应仍在低位且进入猪肉消费旺季，

猪价不会出现断崖式下跌，大概率高位震荡。考虑去年下半年高基数，同比走弱。

PPI 同比跌幅继续收窄，不过 PPI 翻正的概率不大。国内大宗商品 9 月旺季需求尚可，但低于市场预期；10 月需求或将保持稳健，但下半年的旺季需求可能将弱于 4、5 月份。大宗商品的供应压力仍在，四季度化工和有色的新增产能预计将环比增加，如果需求没有大幅好转，商品价格可能将承压。海外疫情出现反弹，将延缓全球经济复苏，疫苗落地前，经济难以恢复常态。

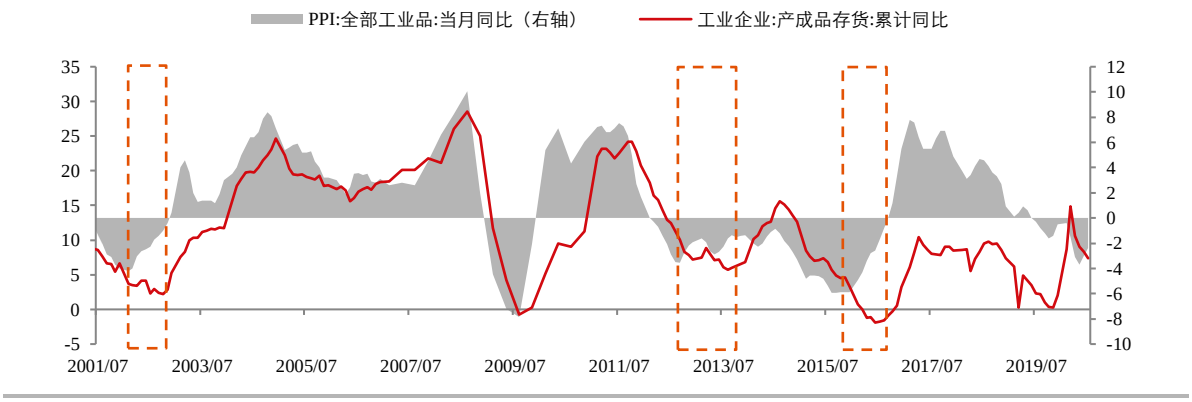
货币政策料将稳健温和，并为后续调控保留空间。CPI 高位回落和 PPI 负值收窄的环境中，通胀对货币政策的影响有限。政策将保持温和，更多关注于下半年经济能否回归潜在增速和实体降成本，流动性可能边际收紧，保持稳健但不是转向。不过，临近 11 月美国大选，中美关系高度不确定性给市场带来隐忧，如果经济受到影响，还需宽松政策支持，货币政策前瞻性思考为后续调控保留空间。

2.3 复苏前期的资产逻辑

展望四季度，PPI 同比负值将收窄，工业企业库存继续回落。这一阶段的特点是，**需求出现改善，企业盈利修复，投产意愿增强，但是，复苏初期经济尚且脆弱，通胀压力较小，所以货币政策相对温和**。部分行业在 7 月初步出现了补库迹象，包括酒、饮料和茶行业、有色金属加工业、汽车制造业，持续性还有待观察。

经济逐渐走向复苏，对应大类资产表现为股票>商品>债券。盈利逐渐改善的逻辑将对股市基本面形成支撑，商品需求的增长还不足够强劲，可能出现供需相对强弱的波动，债市则多空交织，短期震荡长期偏空。总言之，预期收益股票>商品>债券。

图8： 四季度大概率为 PPI 同比负值收窄，同时工业企业库存下降的阶段。 单位：%



资料来源：Wind 中信期货研究部

如果用估值的 10 年历史分位数来看不同风格板块的轮动，2012 年至 2013 年上半年和 2016 年至 2017 年，**周期行业都处于相对高位，而这两个时期都对应着 PPI 同比负值收窄和工业企业产成品库存下降，与当前经济所处状态一致。**

此外，在复苏阶段的后半段，金融板块的相对收益上升，例如 2013 年上半年和 2017 年下半年，**企业盈利维持高位，拉升金融板块估值。对应来看，这一情况可能会在明年上半年出现。**

图9： 2010-2019 年，不同风格板块估值的 10 年历史分位数的相对高低（从上至下，由高到低）

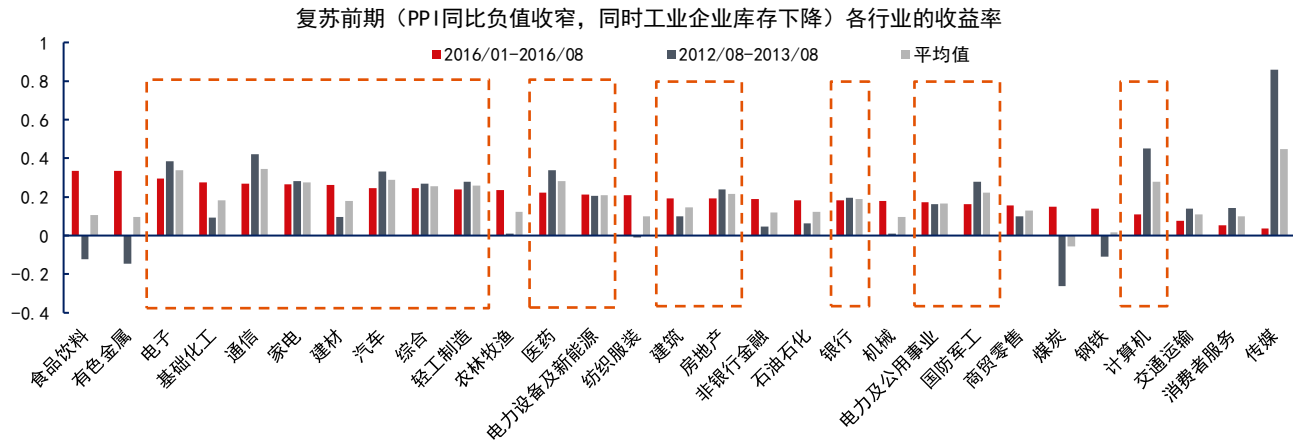
2010H1	2010H2	2011H1	2011H2	2012H1	2012H2	2013H1	2013H2	2014H1	2014H2
科技	科技	科技	科技	周期	周期	周期	科技	科技	科技
周期	周期	周期	周期	科技	科技	科技	周期	周期	周期
消费	消费	消费	消费	消费	消费	金融	消费	消费	消费
地产	地产	地产	金融	金融	金融	消费	金融	金融	金融
金融	金融	金融	地产	地产	地产	地产	地产	地产	地产
2015H1	2015H2	2016H1	2016H2	2017H1	2017H2	2018H1	2018H2	2019H1	2019H2
周期	科技	周期	周期	周期	周期	消费	金融	金融	消费
科技	周期	科技	科技	科技	金融	金融	消费	消费	金融
消费	消费	消费	地产	消费	科技	周期	科技	科技	科技
地产	地产	地产	消费	地产	消费	科技	周期	周期	周期
金融	金融	金融	金融	金融	地产	地产	地产	地产	地产

资料来源：Wind 中信期货研究部

某种程度上，疫情是另外一次供给侧改革，不过 2016 年之后市场结构已经优化，今年的空间或弱于 2016 年。部分企业抗风险能力较弱，退出市场，行业集中度进一步提升。而且不同于 2016 年供给侧改革，今年调整的范围从上游走向中下游。

2000 年至今，出现过三次 PPI 同比负值收窄，同时工业企业库存下降的情况，分别发生在 2002 年，2012 年至 2013 年，2016 年。**综合考虑过去三次的平均表现与 2016 年的行业表现，收益靠前的分别为电子、化工、通信、家电、建筑、建材、汽车、轻工制造、医药、电力设备及新能源、房地产、银行、电力、军工、计算机。由于当前房住不炒的定位，地产链条上的建筑建材和轻工制造的收益可能不及 2016 年，但今年商品房销售和竣工维持高景气度，对竣工端仍有支撑。**

图10：复苏前期（PPI 同比负值收窄，同时工业企业库存下降）的行业表现 单位：%



资料来源：Wind 中信期货研究部

另外，从业绩与估值的角度来看，今年业绩环比、同比均有改善的行业集中在制造和消费板块，结合估值的水平来看，机械、电力设备及新能源、汽车、建材、建筑、轻工制造、电子等还处在业绩预期到估值回升的逻辑中。**在经济基本面依然顺周期修复的逻辑中，预计中游制造业相关表现在三季报炒作期也将继续有亮眼表现。**

图11：业绩修复与估值水平之间的权衡

	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）	PE较年初涨幅	单季价格涨幅变化
	2019Q2	2020Q1	2020Q2	2020Q1	2020Q2	2020/9/17		
通信	-200.06%	-44.39%	269.91%	1.34	7.15	-5.84	0.109	-50.38%	
农林牧渔	980.36%	469.24%	125.42%	18.29	6.90	3.45	0	-52.17%	
机械	31.06%	-42.48%	47.05%	-6.21	12.08	16.69	0.286	-6.25%	
电力设备及新能源	-2.58%	-12.65%	39.47%	-2.57	19.96	21.67	0.857	3.51%	
电力及公用事业	13.90%	-27.02%	39.21%	-6.82	4.24	7.27	0.05	-4.12%	
综合金融	-24.89%	-63.83%	37.70%	-9.13	7.81	3.47	0.462	25.87%	
汽车	-38.21%	-83.97%	37.25%	-6.45	10.43	21.02	0.939	60.98%	
医药	-4.82%	-14.98%	34.87%	10.74	31.83	3.97	0.932	67.56%	
电子	2.14%	-15.27%	29.99%	-4.57	29.42	3.81	0.895	3.42%	
食品饮料	18.58%	-0.02%	26.00%	-3.60	34.93	18.67	0.937	43.13%	
建材	9.07%	-36.16%	20.10%	0.72	7.39	19.42	0.549	27.85%	
纺织服装	-27.41%	-64.69%	7.47%	-3.37	-2.28	8.18	0.938	-3.67%	
建筑	-0.10%	-27.30%	5.95%	-3.53	-4.38	8.58	0.136	-4.15%	
计算机	30.69%	-106.10%	0.07%	3.12	18.99	1.37	0.918	90.42%	
轻工制造	-17.35%	-30.74%	-1.66%	-8.14	12.76	14.59	0.686	2.91%	
基础化工	-17.85%	-42.80%	-2.50%	-6.74	17.08	15.93	0.751	52.46%	
有色金属	-21.03%	-49.37%	-3.67%	-14.00	11.74	10.05	0.875	37.61%	
房地产	19.57%	-45.43%	-6.54%	-13.50	5.55	7.68	0.256	-9.66%	
国防军工	40.45%	168.10%	-8.44%	-2.22	12.82	30.49	0.773	11.45%	
家电	10.59%	-51.53%	-9.41%	-15.68	19.46	8.38	0.978	18.38%	
传媒	-26.22%	-51.55%	-11.35%	-7.58	21.67	1.12			
煤炭	10.37%	-27.50%	-14.46%	-15.22	-0.60	12.66	0.434	6.53%	
综合	-16.17%	-102.52%	-16.09%	-4.46	1.96	4.97			
非银行金融	65.33%	-23.89%	-21.65%	-15.95	5.53	19.97	0.746	26.10%	
商贸零售	-23.67%	-70.58%	-21.97%	-2.22	18.59	1.11	0.873	96.94%	
银行	7.61%	5.52%	-23.82%	-14.83	0.93	5.27	0.149	-9.92%	
钢铁	-31.62%	-41.27%	-25.67%	-12.89	6.11	4.73	0.704	33.96%	
交通运输	12.91%	-124.83%	-71.21%	-13.63	8.35	12.13	0.979	163.18%	
消费者服务	1.41%	-142.50%	-94.04%	-15.21	48.70	31.61	0.985	593.88%	
石油石化	-5.52%	-204.64%	-115.38%	-16.00	-0.28	10.52	0.98	307.88%	

资料来源：Wind 中信期货研究部

所以，纵向看，从盈利修复和经济周期的角度，四季度顺周期板块的预期收益更具确定性，在四季度末期或者明年年初可以布局金融板块。当前股市估值分化，周期和金融相对“便宜”，也更具性价比。

不过，横向看，周期和金融的超额收益具有阶段性特点，从中长期角度，消费和科技仍是更具持续性的方向。当前消费和科技的掣肘主要是交易拥挤造成的估值泡沫，需要时间去消化。四季度美国大选的不确定性将导致中美关系进入高风险阶段，进而压制科技板块的风险偏好。因此，四季度消费和科技适合逢低买入，但需要持有更长时间，以跨过高波动时期。

三、资产配置的 6 条建议

资产相对强弱方面，四季度预计股票>商品>债券；配置比重方面，四季度前半段略微向债市偏移，四季度后半段侧重权益。

第一，股债性价比发生边际变化，从股息率和国债收益率的比值看，短期略微向债市偏移。10 年期国债收益率维持在 3%以上，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，短期而言，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。

第二，虽然短期债券性价比提升，但债市四季度料难以脱离震荡格局。10 月利率债发行高峰过后，供给端压力环比减轻，债市情绪有望边际回暖。但经济和货币政策逐渐回归常态，中长期对债券仍有下行压力。海外风险具有不可控性，流动性整体平衡，但边际上资金的松紧取决于央行的态度，同样会刺激债市情绪。四季度债券收益率大概率高位震荡，配置价值高于趋势交易机会。

第三，股市短期波动加大，中线不悲观，长线看多。四季度关注两个时间节点和两大消息，时间节点分别是国庆后首周，以及 10 月底至 11 月初；消息面分别是“十四五规划”和美国大选。（1）根据过去 10 年沪深 300 和中证 500 的历史统计，国庆之后权益整体偏强，国庆前 1 日持有至国庆后 5 日，胜率可达 89%。（2）10 月下旬预计三季报将集中公布，结合盈利改善，三季报数据有望超预期。（3）10 月将召开第十九届中央委员会第五次全体会议，研究关于制定国民经济和社会发展第十四个五年规划和 2035 年远景目标的建议。（4）美国大选临近，9 月 29 日至 10 月 22 日期间将有三场重要辩论，11 月 3 日为大选日。中美关系和美股进入高波动时期，或将加大国内股市的短期波动。

第四，股市转向盈利驱动逻辑，周期和消费在先，金融和科技在后。纵向看，从盈利修复和经济周期的角度，四季度周期板块的预期收益更具确定性，在四季度末期或者明年年初可以布局金融板块。横向看，周期和金融的超额收益具有阶段性特点，消费和科技更具中长期持续性。估值泡沫经过时间消化后，四季度消费和科技适合逢低买入，但需要持有更长时间，以跨过高波动时期。建议四季度首先关注顺周期行业，如化工、煤炭、机械、电力设备及新能源、建筑、建材等，其次关注消费和科技板块，如汽车、家电、电子、医药、计算机等，同时季末关注金融板块的布局可能。

第五，商品需求具有韧性，四季度关注美元和风险情绪的扰动。（1）今年秋季商品需求好于往年，只是旺季预期已经提前在淡季计价，所以当 9 月实际需求不如市场预期的高时，叠加上游供应的增加和库存的积累，供需平衡角度衡量基

本金属的多头弹性已经有所下降。（2）农产品价格的表现一方面受到生猪供应恢复的确定性支撑，饲料板块持续有多头需求支撑，另一方面美豆进口的增加和中美关系的扰动使得供给端存在较大的空头不确定性。（3）能源化工板块的表现将始终受制于油价。原油市场整体供需仍处于相对弱平衡状况。而化工链条的边际变化关注传统需求能否带动供需出现好转，目前仍然受制于高企的供给压力震荡。从品种供需由强到弱的排序来看，分别为甲醇、塑料、PTA。（4）在美元指数触底反弹预期和人民币升值的双重纠结中，围绕刺激法案不能如愿宽松和前期多头止盈的担忧，贵金属市场将继续表现出震荡纠结的表现。

第六，美元短期看反弹，中期高波动，长期趋势偏空。9 月下旬美元触底反弹的原因有三点，一是欧洲疫情反弹欧元走弱，反向推升美元；二是美股回调提升避险情绪；三是美联储货币政策宽松程度到顶，对美元的边际影响减弱。以上三点因素短期或将持续。海外疫情防控在疫苗落地之前存在较大变数，美国大选难以预测，11 月大选结果出炉之前，避险需求仍对美元存在支撑。选举结果对市场的影响不确定性因素较多，美元料波动加大。对应的人民币相对美元短期震荡偏贬值，整体在 6.7-7 的大区间内运行。

免责声明

除非另有说明，本报告的著作权属中信期货有限公司。未经中信期货有限公司书面授权，任何人不得更改或以任何方式发送、复制或传播此报告的全部或部分材料、内容。除非另有说明，此报告中使用的所有商标、服务标记及标记均为中信期货有限公司的商标、服务标记及标记。中信期货有限公司不会故意或有针对性的将此报告提供给对研究报告传播有任何限制或有可能导致中信期货有限公司违法的任何国家、地区或其它法律管辖区域。

此报告所载的全部内容仅作参考之用。此报告的内容不构成对任何人的投资建议，且中信期货有限公司不因接收人收到此报告而视其为客户。

中信期货有限公司认为此报告所载资料的来源和观点的出处客观可靠，但中信期货有限公司不担保其准确性或完整性。中信期货有限公司不对因使用此报告及所载材料而造成的损失承担任何责任。此报告不应取代个人的独立判断。本报告和上述报告仅反映编写人的不同设想、见解及分析方法。本报告所载的观点并不代表中信期货有限公司或任何其附属或联营公司的立场。

此报告中所指的投资及服务可能不适合阁下，我们建议阁下如有任何疑问应咨询独立投资顾问。此报告不构成投资、法律、会计或税务建议，且不担保任何投资及策略适合阁下。此报告并不构成给予阁下的私人咨询建议。

中信期货有限公司 2020 版权所有并保留一切权利。

深圳总部

地址：深圳市福田区中心三路 8 号卓越时代广场（二期）北座 13 层 1301-1305、14 层

邮编：518048

电话：400-990-8826

传真：(0755)83241191

网址：http://www.citicsf.com