




# 从指数基金产品入手构建可投资的大类资产配置池

*大类资产配置系列*

**股票指数体系最为完备，包括规模指数和行业指数；债券指数基本可以覆盖主要品类；大宗商品指数主要包括贵金属、有色和豆粕，建议重点关注黄金；货币基金关注收益率中位数；截至年底大类资产配置顺序是股票>大宗>债券>货币，股票方面看好创业板 50 指数，并建议短期采用沪深 300 指数对冲波动性风险，大宗商品短期通胀预期可能推动农产品价格温和上涨，中期建议关注美联储进一步宽松进而推动黄金价格的可能性，债券看好高等级信用债。**

- 股票指数基金数量多、规模较大、细分种类比较齐全，基本可以实现对股票市场的覆盖。规模指数主要包括沪深 300、中证 500、上证 50、创业板指等指数；行业指数基金能够覆盖的包括医药、银行、房地产、通信、食品饮料、建材、家电、钢铁、有色、建材等十个，二级行业包括证券和半导体，另外还有信息技术、消费、能源等复合行业指数。
- 债券指数基金整体规模偏小，基金数量较少，但现有跟踪指数基本可以体现债券市场特点。筛选后的跟踪债券指数包括国债指数，政金债指数，利率债指数，地方政府债指数，信用债指数，以及综合指数。
- 大宗商品指数基金的发展更欠缺，跟踪指数包括贵金属、有色和豆粕。综合考虑指数基金产品和大宗商品分类，我们建议重点关注黄金。
- 货币基金通常作为大类资产配置中的无风险回报和避险资产，以 R007 和 AAA 评级 2 个月 NCD 利率作为其收益率波动区间和趋势判断依据。比较债券和货币基金，当债市收益率下行时，债券的配置排序更高。
- 2020 年宏观经济指标波动较大：2 月整体大幅下行，3 月金融数据率先上升，4 月供给端出现好转，5 月利润恢复增长，6 月货币增速阶段见顶，7 月出口需求大幅改善，8 月内需开始恢复。随着宏观数据波动，大类资产配置在 3 月和 7 月出现过阶段性变化。结合宏观经济展望，到年底我们的配置顺序是股票>大宗>债券>货币。
- 市场阶段性调整，投资者偏好短期内不变。结合大类资产指数来看，我们认为在复苏趋势没有发生变化的情况下，投资者的资产配置偏好短期内不会发生变化，但在配置方面需要适当平衡 11 月美国大选之前可能发生的不确定性冲击。股票方面，依然看好中小创龙头指数，如创业板 50，出于对冲风险考虑，11 月美国大选结果明朗之前我们对 A 股的判断也偏谨慎，建议采用沪深 300 指数平衡组合波动；大宗商品方面，预计价格表现中规中矩，短期通胀预期可能推动农产品价格温和上涨，但随着美国大选结果落定和美国新冠疫情二次反弹对复苏趋势的不确定性影响出现，需要关注美联储货币政策是否会进一步加大宽松，从而导致美元指数再度走弱、黄金价格可能再次上行；债券方面，预计债市收益率上行阶段性结束，但债市供给端压力较大，利率下行空间不大，未来或以震荡为主，票息投资策略占优，看好高等级信用债。

**风险提示：全球秋冬季疫情反复；美国大选期间政策的不确定性。**

**相关研究报告**

**《黄金价格波动的分析：温和而持续的上涨》2019.8.9**

**《原油价格波动的分析：供给压力与需求疲弱双双牵制》2019.9.17**

**中银国际证券股份有限公司**
**具备证券投资咨询业务资格**

**宏观及策略：宏观经济**

**证券分析师：张晓娇**
xiaojiao.zhang@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号：S1300514010002

**证券分析师：朱启兵**
(8610)66229359
qibing.zhu@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号：S1300516090001

# 目录


**股票 ..... 4**

指数股基 ..... 4
用指数还原 A 股 ..... 7
股票指数基金与股市 ..... 9

**债券 ..... 12**

指数债基 ..... 12
债市特点 ..... 13
指数债基与债市 ..... 14

**大宗商品 ..... 16**

大宗商品指数基金极少 ..... 16
大宗商品本身类别较丰富 ..... 16
重点关注黄金 ..... 17

**货币基金 ..... 18**

货币基金的基本情况 ..... 18
货币基金投资范围和监管变化 ..... 19
货币基金与债券指数 ..... 20

**用宏观指标解释 2020 年大类资产配置变化 ..... 21**

2020 年大类资产表现 ..... 21
宏观指标的拐点 ..... 22
2020 年内展望 ..... 24

**总结 ..... 26**

风险提示： ..... 27

# 图表目录

图表 1. 跟踪基金份额规模以上的指数 ..... 4
图表 2. 主要跟踪的 A 股规模指数列表 ..... 5
图表 3. 主要跟踪的 A 股行业指数列表 ..... 5
图表 4. 主要跟踪的 A 股主题指数列表 ..... 6
图表 5. A 股主要规模指数列表 ..... 7
图表 6. 中证一级行业与中信一级行业的主要对比 ..... 9
图表 7. 2020 年 1-8 月主要规模指数与跟踪指数基金的市场表现 ..... 10
图表 8. 2020 年 1-8 月行业指数基金表现与行业指数的对比 ..... 11
图表 9. 2020 年 1-8 月部分主题指数基金表现与行业指数的对比 ..... 11
图表 10. 债券指数基金基本情况 ..... 12
图表 11. 截至 2020 年 7 月所有债券规模结构 ..... 13
图表 12. 截至 2020 年 7 月所有债券期限结构 ..... 13
图表 13. 资金利率和利率债利率走势 ..... 14
图表 14.期限利差和信用利差走势 ..... 14
图表 15. 2015 年以来国开债收益率平均变动与 1-3 年国开债全价指数日涨跌幅的关系 ..... 14
图表 16. 2020 年 1-8 月债券指数基金表现和指数表现 ..... 15
图表 17. 大宗商品指数基金主要跟踪指数情况 ..... 16
图表 18. 2020 年 1-8 月大宗商品涨跌幅（%） ..... 17
图表 19. 主要金价走势 ..... 17
图表 20. 货币基金净值及占比变化情况 ..... 18
图表 21. 货币基金持仓久期变化 ..... 19
图表 22. 货币基金持仓品种变化 ..... 19
图表 23. 货币基金和主要投资品种利率趋势性变化 ..... 20
图表 24. 货币基金收益率与移动平均利率趋势一致 ..... 20
图表 25. 2020 年货币基金与债券指数月回报率 ..... 20
图表 26. 1 年国开债和 10 年国债收益率波动 ..... 20
图表 27. 2020 年 1-7 月债券指数基金表现和指数表现 ..... 22
图表 28. 三驾马车拉动的变化 ..... 22
图表 29. 2020 年宏观数据的变化 ..... 23
图表 30. 以美元指数波动为代表的海外影响因素 ..... 24
图表 31. 预测三四季度 GDP 增速 ..... 25

## 股票

A 股指数基金数量多、规模较大、细分种类比较齐全，基本可以实现对股票市场的覆盖。从分类来看，包括规模指数、行业指数和主题指数。

### 指数股基

**指数基金市场集中度高。**截至 2020 年 8 月，国内开放式股票型指数基金共有 835 只，合计基金份额 7532 亿份，共跟踪 276 只指数。从跟踪指数的基金规模来看，其中指数基金规模超过 1 亿份的指数有 225 只，跟踪这些指数的指数基金共有 744 只，基金份额供给 7499 亿份。从跟踪指数的基金份额分布来看，指数基金的头部效应明显：首先，共有 88 只基金跟踪沪深 300 指数，数量占比 11.8%，基金份额合计 1149 亿份，规模占比 15.3%，说明跟踪沪深 300 指数的单只基金规模相对较大；其次，跟踪基金份额超过 100 亿份的指数共有 15 只，在全部指数中占比 7%，共有 290 只跟踪基金，基金数量占比 39%，跟踪基金规模共计 4666 亿份，规模占比 62.2%，说明市场热销的指数基金类型相当集中。

**图表 1. 跟踪基金份额规模以上的指数**

| 代码 | 跟踪指数 | 指数基金数量 | 指数基金份额（亿份） |
|---|---|---|---|
| 000300.SH | 沪深 300 | 88 | 1148.58 |
| 399975.SZ | 证券公司 | 20 | 604.98 |
| 000905.SH | 中证 500 | 72 | 474.41 |
| 000016.SH | 上证 50 | 20 | 314.35 |
| 931079.CSI | 5G 通信 | 4 | 305.27 |
| 000860.CSI | 结构调整 | 6 | 269.53 |
| 399006.SZ | 创业板指 | 30 | 257.29 |
| 399986.SZ | 中证银行 | 17 | 209.53 |
| 399967.SZ | 中证军工 | 10 | 188.10 |
| 000861.CSI | 央企创新 | 8 | 186.31 |
| 980017.CNI | 国证芯片 | 4 | 178.50 |
| 399976.SZ | CS 新能车 | 4 | 149.97 |
| 399673.SZ | 创业板 50 | 4 | 146.83 |
| 950096.CSI | 上海国企 | 2 | 122.98 |
| 399997.SZ | 中证白酒 | 1 | 109.40 |

*资料来源：万得，中银证券*

**跟踪指数。**我们的研究重点集中在跟踪基金规模总计在 1 亿份以上的 225 只指数。225 只指数的发布方分别是中证指数有限公司（163 只）、深圳证券交易所（20 只）、深圳证券信息有限公司（18 只）、MSCI（9 只）、恒生指数有限公司（6 只）、标准普尔公司（4 只）、中华证券交易服务有限公司（3 只）以及新华富时指数有限公司（1 只）和美国道琼斯公司（1 只）。我们根据股票市场的不同，将其分为 A 股指数和其他指数，其中跟踪 A 股的指数共有 201 只，跟踪其他指数 24 只。

**重点关注三类 A 股指数。**根据中证指数有限公司的指数分类，指数类别包括策略、风格、规模、行业、主题、其他，在所有中证指数当中，主题指数数量最多，策略指数较具体。我们根据指数的覆盖范围和重要程度不同，重点关注规模、行业和部分主题指数。

**主要规模指数 24 只。**根据板块的不同，主要规模指数可以分为跨市场指数、上交所指数、深交所指数、中小板指数和创业板指数，24 只主要跟踪指数中，上述板块分别有 5 只、6 只、5 只、3 只和 5 只，数量分布相对平均，从基金情况来看，跨市场指数跟踪规模最大，共有 192 只基金份额 1684 亿份，创业板次之，共有 40 只基金份额 416 亿份，上交所指数紧随其后，共有 32 只基金份额 402 亿份，深交所指数和中小板指数规模相对较小。从单个指数来看，除了沪深 300 指数，最受市场欢迎的指数分别为中证 500（72 只基金 474 亿份）、上证 50（20 只基金 314 亿份）、创业板指（30 只基金 257 亿份）和创业板 50（4 只基金 146 亿份）。

图表 2. 主要跟踪的 A 股规模指数列表

| 代码 | 份额共计（亿份） | 基金数量 | 跟踪指数 | 代码 | 份额共计（亿份） | 基金数量 | 跟踪指数 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 000300.SH | 1148.58 | 88 | 沪深 300 | 399001.SZ | 59.60 | 5 | 深证成指 |
| 000903.SH | 25.54 | 14 | 中证 100 | 399326.SZ | 2.93 | 2 | 成长 40 |
| 000905.SH | 474.41 | 72 | 中证 500 | 399330.SZ | 71.98 | 14 | 深证 100 |
| 000906.SH | 29.72 | 10 | 中证 800 | 399004.SZ | 37.52 | 1 | 深证 100R |
| 000852.SH | 6.11 | 8 | 中证 1000 | 399007.SZ | 1.88 | 4 | 深证 300 |
| 000001.SH | 11.58 | 3 | 上证指数 | 399005.SZ | 10.37 | 5 | 中小板指 |
| 000043.SH | 1.65 | 2 | 超大盘 | 399008.SZ | 2.15 | 2 | 中小 300 |
| 000016.SH | 314.35 | 20 | 上证 50 | 399624.SZ | 1.25 | 2 | 中创 400 |
| 000010.SH | 71.38 | 3 | 上证 180 | 399102.SZ | 4.17 | 2 | 创业板综 |
| 000044.SH | 1.77 | 2 | 上证中盘 | 399006.SZ | 257.29 | 30 | 创业板指 |
| 000009.SH | 1.96 | 2 | 上证 380 | 399296.SZ | 5.49 | 2 | 创成长 |
| | | | | 399293.SZ | 3.07 | 2 | 创业大盘 |
| | | | | 399673.SZ | 146.83 | 4 | 创业板 50 |

*资料来源：万得，中银证券*

**主要行业指数 27 只。**27 只跟踪指数分别来自中证和国证指数，其中中证指数 22 只，分别来自中证全指行业指数（12 只）、中证 500 行业指数（1 只）、中证 800 行业指数（7 只）和沪深 300 行业指数（2 只），国证指数 5 只，包括 1 只行业指数和 4 只行业指数权重股组合。从跟踪基金数量和规模来看，最受欢迎的两个指数分别是中证全指证券公司指数和中证银行指数，前者跟踪基金数量 20 只规模达到 605 亿份，后者跟踪基金数量 17 只规模 210 亿份。从行业来看，除了证券和银行两个细分行业，最受欢迎的跟踪指数分别来自医药、信息技术、消费和金融地产。

图表 3. 主要跟踪的 A 股行业指数列表

| 代码 | 份额（亿份） | 基金数量 | 跟踪指数 | 成分股数 | 所属分级 |
|---|---|---|---|---|---|
| 000992.SH | 28.66 | 2 | 中证全指金融地产指数 | 160 | 中证全指一级行业指数 |
| 000991.SH | 26.26 | 3 | 中证全指医药卫生指数 | 240 | |
| 000993.SH | 19.49 | 2 | 中证全指信息技术指数 | 419 | |
| 000989.SH | 6.01 | 2 | 中证全指可选消费指数 | 435 | |
| 399986.SZ | 209.53 | 17 | 中证银行指数 | 36 | 中证全指二级行业指数 |
| h30184.CSI | 47.71 | 2 | 中证全指半导体产品与设备指数 | 31 | |
| 931160.CSI | 22.79 | 2 | 中证全指通信设备指数 | 59 | |
| h30165.CSI | 19.06 | 4 | 中证全指房地产指数 | 94 | |
| 931009.CSI | 8.25 | 1 | 中证全指建筑材料指数 | 37 | 中证全指三级行业指数 |
| 931008.CSI | 1.53 | 1 | 中证全指汽车指数 | 33 | |
| 399975.SZ | 604.98 | 20 | 中证全指证券公司指数 | 45 | 中证全指四级行业指数 |
| 930697.CSI | 7.45 | 3 | 中证全指家用电器指数 | 48 | |
| 000858.SH | 18.92 | 2 | 中证 500 信息技术指数 | 61 | 中证 500 一级行业指数 |
| 000932.SH | 31.31 | 4 | 中证主要消费指数 | 48 | 中证 800 一级行业指数 |
| 000935.SH | 6.88 | 1 | 中证信息技术指数 | 96 | |
| 000933.SH | 5.29 | 5 | 中证医药卫生指数 | 81 | |
| 000934.SH | 4.10 | 4 | 中证金融地产指数 | 131 | |
| 000928.SH | 3.96 | 1 | 中证能源指数 | 25 | |
| 399965.SZ | 2.45 | 1 | 中证 800 地产指数 | 39 | 中证 800 二级行业指数 |
| 000841.SH | 1.60 | 1 | 中证 800 制药与生物科技指数 | 69 | |
| 000913.SH | 10.99 | 2 | 沪深 300 医药卫生指数 | 26 | 沪深 300 一级行业 |
| 000914.SH | 2.89 | 2 | 沪深 300 金融地产指数 | 80 | |
| 399440.SZ | 4.74 | 2 | 国证钢铁行业 | 40 | 国证行业指数 |
| 399396.SZ | 41.31 | 1 | 国证食品指数 | 50 | 国证行业权重股 |
| 399395.SZ | 34.19 | 1 | 国证有色指数 | 50 | |
| 399394.SZ | 20.66 | 1 | 国证医药指数 | 80 | |
| 399393.SZ | 7.11 | 1 | 国证地产指数 | 50 | |

*资料来源：万得，中银证券*

**主要主题指数 11 类。**主题指数纷繁复杂，根据基金跟踪指数的内涵，我们大致分为 11 大类，按照各类别份额从高到低排序分别是：TMT 类、类行业、新能源汽车类、医药生科类、投资策略类、国家战略类、周期类、消费类、养老类、区域类以及其他。11 个大类共包括了 89 个指数，从基金数量和规模可以看出，当前较热的主题包括通信、科技、大消费、医药、新能源等。另外主题指数存在市场热度轮换的问题，当前的分类和主题可能随着新的热点出现而出现份额大幅回落的情况。

**图表 4. 主要跟踪的 A 股主题指数列表**

| 主题类别 | 跟踪指数 | 份额（亿份） | 基金数量 | 主题类别 | 跟踪指数 | 份额（亿份） | 基金数量 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| TMT 类 | 5G 通信 | 305.27 | 4 | 投资策略类 | 中证红利 | 75.84 | 7 |
| | 国证芯片 | 178.50 | 4 | | 深证红利 | 19.10 | 2 |
| | CS 人工智 | 91.52 | 5 | | 上证红利 | 17.69 | 1 |
| | 科技龙头 | 72.39 | 2 | | 创业蓝筹 | 17.09 | 2 |
| | CS 计算机 | 39.98 | 3 | | 巨潮 100 | 7.14 | 1 |
| | CS 电子 | 39.87 | 2 | | 创精选 88 | 5.84 | 2 |
| | 电子 50 | 30.02 | 1 | | 180 治理 | 4.62 | 2 |
| | 中证移动互联 | 17.91 | 2 | | 民企 100 | 3.77 | 1 |
| | 科技 100 | 14.72 | 2 | | 股息龙头 | 3.61 | 2 |
| | TMT150 | 12.02 | 2 | | 上红低波 | 2.76 | 1 |
| | 湾创 100 | 10.74 | 8 | | 红利潜力 | 2.05 | 2 |
| | 创新 100 | 7.71 | 4 | | 沪深 300 红利 | 1.30 | 1 |
| | TMT50 | 7.61 | 3 | 国家战略类 | 国企改革 | 67.47 | 4 |
| | 科技 50 | 7.33 | 1 | | 工业 4.0 | 22.58 | 1 |
| | 新兴成指 | 4.16 | 2 | | 一带一路 | 5.87 | 3 |
| | 互联网 | 1.98 | 1 | | 大农业 | 2.38 | 1 |
| | 信息安全 | 1.94 | 1 | 周期类 | 基建工程 | 57.28 | 2 |
| | 金融科技 | 1.74 | 1 | | 中证煤炭 | 17.09 | 4 |
| | 中证 TMT | 1.48 | 1 | | 上证资源 | 7.23 | 2 |
| 类行业 | 中证军工 | 188.10 | 10 | | 中证上游 | 2.30 | 1 |
| | 中证白酒 | 109.40 | 1 | | 内地资源 | 2.13 | 2 |
| | 中证国防 | 76.58 | 2 | | 上证商品 | 2.09 | 2 |
| | 中证环保 | 46.54 | 5 | | A 股资源 | 1.40 | 1 |
| | 中证传媒 | 41.00 | 5 | 消费类 | 中证酒 | 13.46 | 2 |
| | 300 非银 | 32.11 | 2 | | CS 消费 50 | 10.29 | 3 |
| | 180 金融 | 18.70 | 3 | | CS 食品饮 | 6.00 | 1 |
| | 中证 800 证保 | 17.18 | 2 | | 消费龙头 | 1.83 | 1 |
| | 中证证保 | 13.95 | 1 | | 消费红利 | 1.63 | 2 |
| | 证券龙头 | 10.15 | 1 | | 消费 80 | 1.38 | 2 |
| | 中证 800 金融 | 7.31 | 1 | | 消费 100 | 1.17 | 1 |
| | 中证钢铁 | 2.64 | 2 | 养老类 | 养老产业 | 14.51 | 2 |
| | 国证军工 | 2.62 | 1 | | 健康产业 | 4.73 | 1 |
| | 中证 800 有色 | 2.29 | 1 | 区域类 | 大湾区 | 3.03 | 1 |
| 新能源汽车类 | CS 新能车 | 149.97 | 4 | | 浙江 100 | 2.46 | 1 |
| | 新能源车 | 10.14 | 1 | | 福建 50 | 2.19 | 1 |
| | 国证新能 | 2.28 | 1 | | 杭州湾区 | 1.30 | 2 |
| | CS 智汽车 | 2.17 | 1 | | CS 京津冀 | 1.20 | 3 |
| 医药生科类 | 生物医药 | 43.89 | 1 | | SHS 大湾区(CNY) | 1.03 | 1 |
| | 医药 100 | 27.61 | 2 | 其他 | 高铁产业 | 4.78 | 3 |
| | CS 创新药 | 25.46 | 1 | | 环境治理 | 3.84 | 2 |
| | CS 生医 | 24.48 | 2 | | 中证体育 | 1.81 | 1 |
| | 中证医疗 | 17.80 | 3 | | 互联金融 | 1.36 | 2 |
| | 中证生科 | 8.59 | 1 | | | | |
| | CS 精准医 | 6.75 | 1 | | | | |
| | CS 医药 TI | 3.93 | 1 | | | | |
| | 中证中药 | 1.86 | 1 | | | | |
| | 细分医药 | 1.08 | 2 | | | | |

*资料来源：万得，中银证券*

**其他指数。**市场上目前另有 66 只指数基金跟踪 26 只指数，共计份额 192 亿份，考虑到这部分指数大多由 MSCI、恒生指数公司、标准普尔公司等机构发布，成分股也是主要来自 AH 股互联互通的成分股，因此我们暂时不予考虑。

## 用指数还原 A 股

**A 股股指特点。**当前 A 股有 3945 家上市公司，分别分布在上交所主板、科创板、深交所主板、中小板、创业板当中。从宏观的角度看 A 股，主要从规模指数和行业指数来还原市场。

**规模指数。**规模指数按照成分股涵盖全面与否分为综合指数和成分股指数两大类，绝大多数规模指数的成分股选择都是以市值和成交活跃度为标准的，差异主要在于标的范围和成分股数量。市场常见的综合指数如上证综指、深证综指、中小板综、创业板综、中证全指等，成分股指数则多以成分股数量区分，同一板块的成分股指数之间存在一定关系，以中证指数为例，中证 100 指数成分股是沪深 300 成分股中规模最大的 100 只，而中证 500 指数成分股是全部 A 股中剔除了沪深 300 成分股后选取的前 500 只。规模指数按照上市板块可以分为上交所指数、深交所指数、中小板指数、创业板指数和跨市场指数，每一个板块都有综合指数和不同的成分股指数，从板块总体和不同层次代表性股票来反应市场走势。

**图表 5. A 股主要规模指数列表**

| 简称 | 成分股数 | 指数关系 |
|---|---|---|
| 沪深 300 | 300 | 中证 100=沪深 300 中规模最大的 100 只股票<br>中证 500=[全部 A 股-沪深 300-总市值前 300]取前 500<br>中证 800=沪深 300+中证 500<br>中证全指=中证 1000=[全部 A 股-中证 800]取 1000 |
| 中证 100 | 100 | |
| 中证 500 | 500 | |
| 中证 800 | 800 | |
| 中证 1000 | 1000 | |
| 中证全指 | 3408 | |
| 上证综指 | 1496 | 上证 180=上证 50+其他 130 只个股<br>上证 380=[上证 A 股-上证 180]取前 380<br>上证 100=[上证 380]取 100 只营收增长和净资产收益率高<br>上证中盘=上证 180-上证 50<br>上证小盘=[上证 A 股-上证 180]取前 320<br>上证中小=上证中盘+上证小盘 |
| 上证 A 指 | 1451 | |
| 上证 50 | 50 | |
| 上证 180 | 180 | |
| 上证 380 | 380 | |
| 上证 100 | 100 | |
| 超大盘 | 20 | |
| 上证中盘 | 130 | |
| 上证小盘 | 320 | |
| 上证中小 | 450 | |
| 科创 50 | 50 | |

| 简称 | 成分股数 | 指数关系 |
|---|---|---|
| 深证成指 | 500 | 深证取样范围包括主板、中小板、创业板<br>深证 100=[深证 A 股]取前 100<br>深证 300=[深证 A 股]取前 300<br>深证 1000=[深证 A 股]取前 1000<br>深证 200=深证 300-深证 100<br>深证 700=深证 1000-深证 300 |
| 深证综指 | 2285 | |
| 深证 A 指 | 2240 | |
| 深证 100 | 100 | |
| 深证 300 | 300 | |
| 深证 1000 | 1000 | |
| 深证 200 | 200 | |
| 深证 700 | 700 | |
| 中小板指 | 100 | 中小板综>中小 300>中小板指 |
| 中小板综 | 957 | |
| 中小 300 | 300 | |
| 创业板指 | 100 | 创业板综>创业 300>创业板指<br>创业板 50=[创业板指]取前 50 |
| 创业板综 | 828 | |
| 创业板 50 | 50 | |
| 创业 300 | 300 | |
| 中创 100 | 100 | 中创 400=中创 500-中创 100 |
| 中创 500 | 500 | |
| 中创 400 | 400 | |

*资料来源：万得，中银证券*

**行业指数。**通常在 A 股分析当中我们会采用中信行业分类或申万行业分类，但考虑到指数基金的跟踪行业指数分类大多采取的是中证行业分类，因此将中证行业分类与中信行业分类做一比较。中证行业一级分类有 10 个，二级分类有 26 个，三级分类有 72 个，四级分类有 162 个，而中信行业一级分类有 30 个，二级行业分类有 109 个，三级行业分类有 285 个。从市值分布来看，中证一级行业中，金融地产行业占比 24.8%，工业占比 15.6%，信息技术占比 13.6%，医药消费占比 10.5%，四个行业合计占比 64.5%。中信一级行业中，市值占比最高的行业为银行（12.2%）和医药（10.2%），其次是非银金融（9.1%）、电子（7.8%）和食品饮料（7.4%），前五个行业市值占比 46.7%，前十二个行业市值占比 71.9%，市值集中度略高于中证行业分类。以中证行业分类为基准比较成分股在中信行业分类的市值分布，十个一级行业当中，医药卫生的重合度最高，95.85%的个股分布在医药行业当中，其他重合度较高的行业还包括公共事业（市值占比 89.75%的个股分布在电力及公共事业行业）、电信业务（市值占比 84.09%的个股分布在通信行业）、主要消费（市值占比 74.89%的个股分布在食品饮料行业）；部分行业的市值分布相对集中，如能源（市值占比 65.4%和 30.87%的个股分别分布在石油石化和煤炭两个行业）、信息技术（市值占比 52.72%和 30.53%的个股分别分布在电子和计算机两个行业）、金融地产（市值占比 49.39%、35.98%和 11.11%的个股分别分布在银行、非银金融和房地产三个行业）；分布较分散的行业包括，原材料（主要包括基础化工、有色金属、建材和钢铁）、可选消费（主要包括汽车、家电、传媒和消费者服务）、工业（主要包括电力设备与新能源、交通运输、机械和建筑）。

图表 6. 中证一级行业与中信一级行业的主要对比

| 中证一级 | 股票数 | 市值（亿元） | 中信一级 | 股票数 | 市值（亿元） | 市值占比 |
|---|---|---|---|---|---|---|
| 医药卫生 | 339 | 83,777 | 医药 | 309 | 80,304 | 95.85 |
| 公用事业 | 100 | 19,274 | 电力及公用事业 | 87 | 17,298 | 89.75 |
| | | | 电力设备及新能源 | 10 | 1,570 | 8.15 |
| 电信业务 | 89 | 18,635 | 通信 | 73 | 15,670 | 84.09 |
| | | | 国防军工 | 5 | 1,596 | 8.57 |
| | | | 电子 | 6 | 1,109 | 5.95 |
| 主要消费 | 194 | 78,159 | 食品饮料 | 89 | 58,537 | 74.89 |
| | | | 农林牧渔 | 64 | 13,425 | 17.18 |
| | | | 商贸零售 | 11 | 2,062 | 2.64 |
| | | | 基础化工 | 17 | 1,976 | 2.53 |
| 能源 | 74 | 24,645 | 石油石化 | 24 | 16,118 | 65.40 |
| | | | 煤炭 | 31 | 7,607 | 30.87 |
| | | | 机械 | 12 | 650 | 2.64 |
| 信息技术 | 604 | 108,383 | 电子 | 207 | 57,143 | 52.72 |
| | | | 计算机 | 221 | 33,088 | 30.53 |
| | | | 传媒 | 43 | 7,384 | 6.81 |
| | | | 机械 | 45 | 3,299 | 3.04 |
| | | | 通信 | 34 | 2,905 | 2.68 |
| 金融地产 | 240 | 197,558 | 银行 | 36 | 97,576 | 49.39 |
| | | | 非银行金融 | 62 | 71,076 | 35.98 |
| | | | 房地产 | 112 | 21,941 | 11.11 |
| | | | 计算机 | 5 | 4,494 | 2.27 |
| 原材料 | 532 | 67,510 | 基础化工 | 247 | 22,914 | 33.94 |
| | | | 有色金属 | 86 | 16,246 | 24.06 |
| | | | 建材 | 46 | 9,603 | 14.23 |
| | | | 钢铁 | 42 | 7,700 | 11.41 |
| | | | 石油石化 | 19 | 4,042 | 5.99 |
| | | | 轻工制造 | 49 | 3,503 | 5.19 |
| 可选消费 | 577 | 74,812 | 汽车 | 141 | 18,808 | 25.14 |
| | | | 家电 | 53 | 15,806 | 21.13 |
| | | | 传媒 | 86 | 10,051 | 13.43 |
| | | | 消费者服务 | 38 | 9,230 | 12.34 |
| | | | 商贸零售 | 54 | 6,406 | 8.56 |
| | | | 纺织服装 | 73 | 3,845 | 5.14 |
| | | | 轻工制造 | 40 | 3,167 | 4.23 |
| | | | 电子 | 12 | 1,781 | 2.38 |
| 工业 | 982 | 124,214 | 电力设备及新能源 | 195 | 28,574 | 23.00 |
| | | | 交通运输 | 105 | 25,622 | 20.63 |
| | | | 机械 | 265 | 23,164 | 18.65 |
| | | | 建筑 | 120 | 14,830 | 11.94 |
| | | | 国防军工 | 52 | 11,045 | 8.89 |
| | | | 电力及公用事业 | 64 | 4,445 | 3.58 |

*资料来源：万得，中银证券*

## 股票指数基金与股市

**规模指数基金可以较好的还原 A 股市场。**对比 A 股市场主要规模指数和指数基金跟踪的规模指数，二者重叠程度较高，说明当前指数基金的覆盖面较广。但不同的市场指数之间覆盖程度差异较大，考虑到部分指数基金份额规模较小可能影响基金流动性，我们在所有跟踪单一指数的指数基金中剔除了规模小于一亿份的，若跟踪的指数基金规模均小于一亿份则保留三只规模最大的产品，汇总得到相关市场指数的基金跟踪情况。筛选之后，共有 20 只市场指数，被 219 只指数基金覆盖，跟踪基金份额共计达到 2610 亿份。

**2020 年指数基金的表现普遍超越基准。**2020 年 1-8 月 A 股市场普涨但分化较大，其中创业板和中小板领涨，大盘股涨幅靠后。从指数基金的平均表现来看，仅有创业板 50 指数基金和深证 100 指数基金的净值表现略低于基准，市场涨幅较大的中小创跟踪指数基金的表现与市场指数表现相当，但同期涨幅较低的指数，其对应的指数基金普遍净值表现超越基准，特别是跨市场指数和上证指数系列基金，平均净值表现超越基准 7.72 个百分点。从 2020 年的表现整体来看，指数基金能够较好的反应市场指数的表现，并且存在一定加强。

**图表 7. 2020 年 1-8 月主要规模指数与跟踪指数基金的市场表现**

| 代码 | 简称 | 2020 年 1-8 月涨跌幅 | 有效跟踪基金数量 | 有效跟踪份额共计（亿份） | 指数基金平均涨跌幅 | 平均净值表现超越基准 |
|---|---|---|---|---|---|---|
| 000300.SH | 沪深 300 | 17.57 | 70 | 1140.53 | 25.49 | 7.98 |
| 000903.SH | 中证 100 | 11.72 | 11 | 24.36 | 22.58 | 11.38 |
| 000905.SH | 中证 500 | 26.59 | 48 | 462.51 | 31.20 | 7.89 |
| 000906.SH | 中证 800 | 19.72 | 4 | 27.80 | 21.72 | 6.84 |
| 000852.SH | 中证 1000 | 29.76 | 8 | 6.11 | 41.32 | 12.52 |
| 000001.SH | 上证综指 | 11.33 | 3 | 11.58 | 17.78 | 6.77 |
| 000016.SH | 上证 50 | 9.16 | 15 | 312.26 | 16.03 | 7.08 |
| 000010.SH | 上证 180 | 12.01 | 3 | 71.38 | 13.27 | 1.60 |
| 000009.SH | 上证 380 | 25.77 | 2 | 1.96 | 29.64 | 4.51 |
| 000043.SH | 超大盘 | 3.81 | 2 | 1.65 | 12.47 | 8.71 |
| 000044.SH | 上证中盘 | 17.13 | 2 | 1.77 | 26.40 | 9.66 |
| 399001.SZ | 深证成指 | 31.90 | 4 | 59.44 | 32.89 | 2.20 |
| 399330.SZ | 深证 100 | 34.17 | 8 | 69.98 | 27.56 | (0.40) |
| 399007.SZ | 深证 300 | 32.36 | 4 | 1.88 | 35.48 | 4.36 |
| 399005.SZ | 中小板指 | 38.03 | 3 | 9.80 | 37.94 | 1.24 |
| 399008.SZ | 中小 300 | 35.17 | 2 | 2.15 | 35.69 | 1.43 |
| 399006.SZ | 创业板指 | 51.73 | 22 | 253.45 | 47.97 | 1.13 |
| 399102.SZ | 创业板综 | 47.37 | 2 | 4.17 | 40.71 | 1.54 |
| 399673.SZ | 创业板 50 | 63.68 | 4 | 146.83 | 59.79 | (1.16) |
| 399624.SZ | 中创 400 | 34.02 | 2 | 1.25 | 34.87 | 1.70 |

*资料来源：万得，中银证券*

**行业指数的覆盖面较小。**在 30 个中信一级行业当中，行业指数基金能够覆盖的包括医药、银行、房地产、通信、食品饮料、建材、家电、钢铁、有色、汽车等十个，二级行业中能够覆盖证券和半导体，另外还有信息技术、消费、能源等复合行业指数。但整体来看，行业指数基金的覆盖面相对较小，且集中度较高，主要集中于 TMT、金融地产、消费等领域，对上游周期品和中游工业行业的覆盖有限，因此需要借助部分主题指数作为行业指数的补充。

**图表 8. 2020 年 1-8 月行业指数基金表现与行业指数的对比**

| 大类 | 指数 | 对应中信行业分类 | 成分股中信行业市值占比 | 指数基金平均涨跌幅（%） | 中信行业涨跌幅（%） |
|---|---|---|---|---|---|
| 医药 | 中证全指医药卫生指数 | 医药 | 77 | 56.29 | 57.52 |
| | 国证医药指数 | 医药 | 60 | 61.58 | 57.52 |
| | 中证医药卫生指数 | 医药 | 53 | 49.21 | 57.52 |
| | 中证 800 制药与生物科技指数 | 医药 | 45 | 62.15 | 57.52 |
| | 沪深 300 医药卫生指数 | 医药 | 34 | 50.56 | 57.52 |
| 信息技术 | 中证全指信息技术指数 | 电子/计算机/传媒/通信 | 65/63/36/14 | 31.27 | 34.45/31.73/20/11.77 |
| | 中证信息技术指数 | 电子/计算机/传媒 | 45/33/27 | 37.70 | 34.45/31.73/20 |
| | 中证 500 信息技术指数 | 计算机/电子/传媒 | 14/8/12 | 26.88 | 31.73/34.45/20 |
| | 中证全指通信设备指数 | 通信 | 66 | 19.94 | 11.77 |
| | 中证全指半导体产品与设备指数 | 半导体（二级） | 36 | 48.07 | 48.30 |
| 消费 | 中证全指可选消费指数 | 汽车/家电/传媒/消服/商贸零售/纺服 | 89/85/53/78/48/78 | 24.37 | 21.25/11.65/20/59.98/21.81/7.08 |
| | 中证主要消费指数 | 食品饮料/农林牧渔/商贸零售 | 86/70/15 | 51.84 | 64.71/41.15/21.81 |
| | 国证食品指数 | 食品饮料 | 96 | 64.58 | 64.71 |
| 金融地产 | 中证全指金融地产指数 | 银行/非银/房地产 | 100/100/86 | 2.30 | (5.83)/6.21/1.42 |
| | 中证金融地产指数 | 银行/非银/房地产 | 100/98/75 | 3.23 | (5.83)/6.21/1.42 |
| | 沪深 300 金融地产指数 | 银行/非银/房地产 | 100/93/56 | 8.33 | (5.83)/6.21/1.42 |
| | 中证银行指数 | 银行 | 100 | (1.38) | (5.83) |
| | 中证全指证券公司指数 | 证券（二级） | 95 | 23.52 | 17.23 |
| | 中证全指房地产指数 | 房地产 | 95 | 6.04 | 1.42 |
| | 国证地产指数 | 房地产 | 81 | 4.36 | 1.42 |
| | 中证 800 地产指数 | 房地产 | 74 | 6.32 | 1.42 |
| 地产后周期 | 中证全指建筑材料指数 | 建材 | 70 | 35.86 | 36.47 |
| | 中证全指家用电器指数 | 家电 | 81 | 23.61 | 11.65 |
| | 中证全指汽车指数 | 汽车 | 49 | 22.01 | 21.25 |
| 周期 | 中证能源指数 | 石油石化/煤炭 | 71/82 | (12.83) | (2.96)/(3.4) |
| | 国证钢铁行业 | 钢铁 | 85 | 6.24 | (0.40) |
| | 国证有色指数 | 有色金属 | 78 | 15.26 | 13.55 |

*资料来源：万得，中银证券*

**主题指数作为补充。**我们从主题指数基金中寻找类似行业指数的产品作为补充，整体来看，在 TMT、金融、消费、竣工、周期项目下均有部分产品可以借鉴，从中信行业分类来看，TMT 类别中计算机、电子、传媒三个行业都有相关产品可以作为行业指数的替代，金融类别中主要是非银金融行业指数，军工行业指数的两只产品覆盖程度有所差异，周期类别中增加了建筑和煤炭两个行业，消费类别中增加了近期受市场欢迎的白酒行业指数。

**图表 9. 2020 年 1-8 月部分主题指数基金表现与行业指数的对比**

| 分类 | 跟踪指数 | 对应中信行业分类 | 成分股中信行业市值占比(%) | 指数基金平均涨跌幅（%） | 中信行业涨跌幅（%） |
|---|---|---|---|---|---|
| TMT | CS 计算机 | 计算机 | 50 | 29.66 | 31.73 |
| | CS 电子 | 电子 | 59 | 34.71 | 34.45 |
| | 中证传媒 | 传媒 | 67 | 22.74 | 20.00 |
| 金融 | 300 非银 | 非银金融 | 93 | 9.43 | 3.96 |
| | 中证 800 证保 | 非银金融 | 98 | 22.68 | 3.96 |
| | 中证证保 | 非银金融 | 97 | 17.62 | 3.96 |
| 消费 | 中证白酒 | 白酒（三级） | 99 | 57.31 | 46.26 |
| 军工 | 中证军工 | 国防军工 | 83 | 50.79 | 54.10 |
| | 中证国防 | 国防军工 | 59 | 57.22 | 54.10 |
| 周期 | 基建工程 | 建筑 | 77 | 2.35 | 5.94 |
| | 中证煤炭 | 煤炭 | 97 | 6.13 | (3.40) |
| | 上证资源 | 石油石化/有色金属/煤炭 | 73/54/72 | 4.60 | (2.96)/13.552/(3.4) |
| | 中证上游 | 石油石化/有色金属/煤炭 | 73/65/79 | 10.23 | (2.96)/13.552/(3.4) |

*资料来源：万得，中银证券*

# 债券

债券市场包括利率债和信用债两大类，利率债包括国债、政策性金融债等。债券指数基金整体规模偏小，基金数量也较少，但现有跟踪指数基本可以体现债券市场特点。

## 指数债基

**指数债基的特点：新兴、规模小、数量少。**我们筛选出的指数债基共有 41 只，跟踪 28 个市场指数，总份额仅为 798 亿份。与 A 股指数基金相比，债市指数基金的数量偏少，而且规模偏小，跟踪规模最大的单一指数是 1-3 年国开债全价指数，共有 2 只跟踪基金，规模总计 290 亿份。不仅如此，41 只债市指数基金当中，有 29 只成立于 2020 年之后、3 只成立于 2019 年间、2 只成立于 2018 年，成立时间满三年的仅有 7 只，其中仅有两只规模超过 1 亿份，整体规模偏小。

**现有指数债基分类基本可以体现市场特点。**虽然债市指数基金存在成立时间短、规模偏小等问题，但从债市分类来看，基本上可以覆盖大类。从 28 只跟踪债市指数来看，国债跟踪指数 3 只、政策性金融债跟踪指数 9 只、利率债跟踪指数 1 只、地方政府债跟踪指数 5 只、信用债跟踪指数 4 只、转债及交换债跟踪指数 3 只、以及综合指数 1 只。

**图表 10. 债券指数基金基本情况**

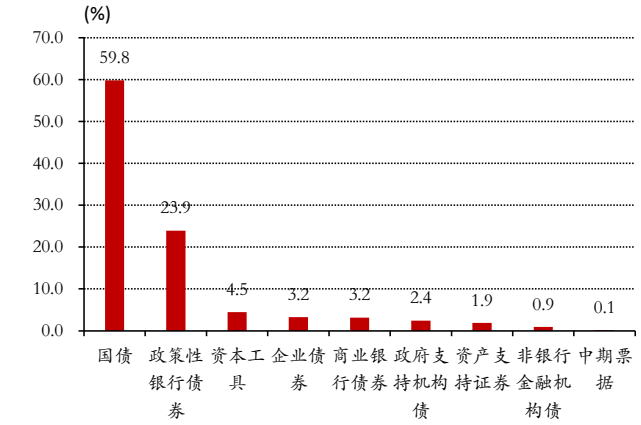
| 类别 | 指数代码 | 简称 | 跟踪基金总规模（亿份） |
|---|---|---|---|
| 国债 | h00140.SH | 上证 5 年国债(全) | 0.10 |
| | CBA04503.CS | 中债 10 年期国债全价(总值)指数 | 1.05 |
| | h11077.SH | 上证 10 年国债 | 0.04 |
| 政金债 | CBA07703.CS | 中债-1-3 年国开行债券全价(总值)指数 | 290.73 |
| | CBA07701.CS | 中债-1-3 年国开行债券财富(总值)指数 | 52.00 |
| | CBA06303.CS | 中债-3-5 年国开行债券全价(总值)指数 | 16.81 |
| | CBA08303.CS | 中债-1-5 年国开行债券全价(总值)指数 | 139.22 |
| | CBA07003.CS | 中债-1-3 年农发行债券全价(总值)指数 | 158.02 |
| | CBA07403.CS | 中债-1-3 年政策性金融债全价(总值)指数 | 29.80 |
| | CBA09303.CS | 中债-3-5 年政策性金融债全价(总值)指数 | 0.10 |
| | CBA10301.CS | 中债-1-5 年政策性金融债财富(总值)指数 | 27.00 |
| | 930874.CSI | 政金债 8-10 | 0.44 |
| 利率债 | 931306.CSI | 国债及政金债 1-5 | 26.31 |
| 地方政府债 | 931161.CSI | 0-4 年地债 | 24.61 |
| | 930865.CSI | 5 年地债 | 0.37 |
| | 950047.CSI | 上证 1-5 年地债 | 0.04 |
| | 950045.CSI | 上证 5 年期地债 | 0.14 |
| | 950109.SH | 上证 10 年地债 | 0.08 |
| 信用债 | SCH00902.SCH | 上海清算所 0-4 年央企 80 债券指数 | 18.50 |
| | h11014.CSI | 中证短融 | 5.11 |
| | h11074.CSI | 中证中期企债 | 0.09 |
| | 931172.CSI | 信用主体 50 | 2.04 |
| 转债及交换债 | 000832.CSI | 中证转债 | 0.17 |
| | 931078.CSI | 中证转债及可交换债 | 0.83 |
| | 950041.CSI | 上证投资级转债及可交换债 | 0.60 |
| 综合 | CBA00101.CS | 中债新综合财富(总值)指数 | 4.01 |

*资料来源：万得，中银证券*

## 债市特点

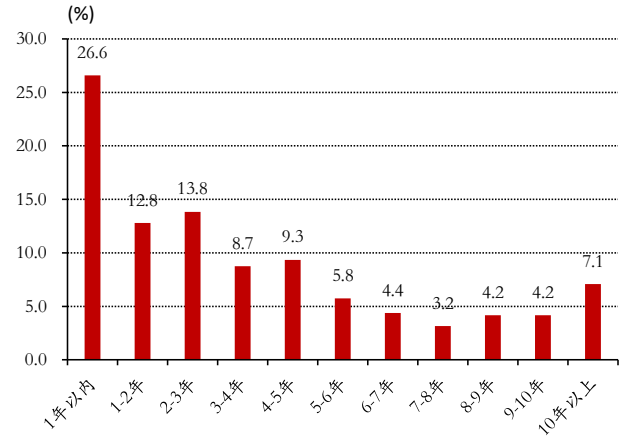
**债券市场的规模和结构特点。**从存量债券规模来看，截至 2020 年 7 月，国债占比最高，达到 59.8%，政策性银行债券占比 23.9%次之，企业债占比仅为 3.2%。从结构来看，我国债券市场集中度较高，包括国债和政金债在内的利率债占比整体接近 85%，是债市最大的供给方。从期限结构来看，分布相对分散，但期限整体偏短。其中 1 年以内的债券占比达到 26.6%，3 年以内的债券累计占比为 53.2%，5 年以内的债券累计占比为 71.3%，另外占比较高的十年以上的债券，达到 7.1%。因此从分类来看，债券市场规模上我们关注利率债和信用债两大类，期限方面我们更关注 1 年期、3 年以内、5 年以内以及 10 年期债券。

**图表 11. 截至 2020 年 7 月所有债券规模结构**




*资料来源：万得，中银证券*

**图表 12. 截至 2020 年 7 月所有债券期限结构**

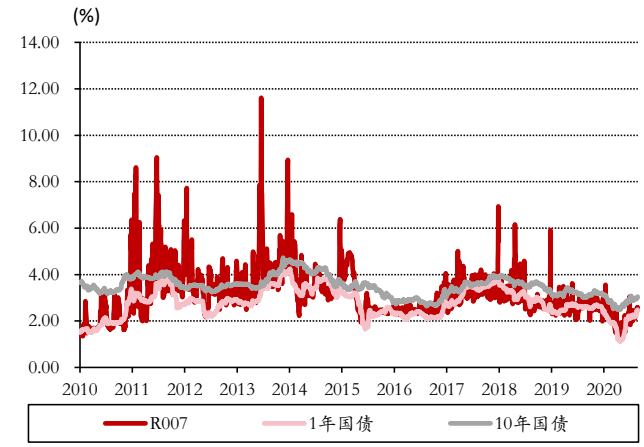



*资料来源：万得，中银证券*

**债市锚定利率。**虽然债券市场也编制了指数，但从投资者习惯来看，市场更加关注到期收益率的变化。无风险利率通常被当做债市利率波动的锚，国债作为金边债券，被市场当做无风险利率代表。从不同期限来看，资金拆借利率方面 R007 的代表性较强，短端利率较多关注 1 年期国债利率，长端利率则更多关注 10 年国债利率。资金拆借利率的波动反应固收产品市场资金面的情况，较大程度上受到央行货币政策的影响，当央行加大资金投放等宽货币操作时，货币市场资金偏松，资金拆借利率倾向于下行。资金拆借利率的波动对短端利率的影响较为直接，从趋势上看，1 年期国债利率的波动与 R007 收益率的波动较为一致，但从长端利率来看，10 年国债收益率存在趋势上基本一致但波动幅度通常差异较大的情况。

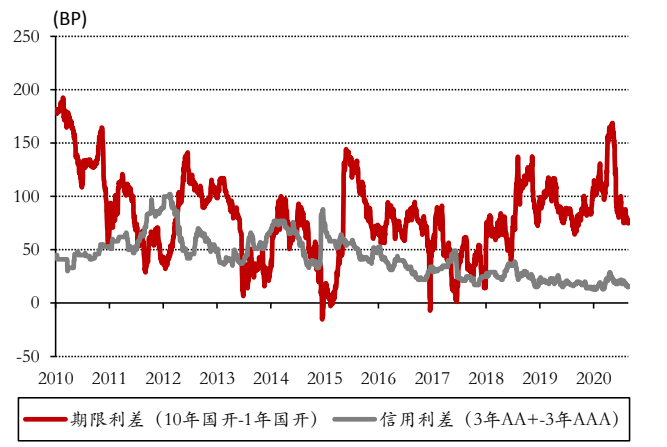
**关注利差的趋势变化。**从分类来看，国债之外市场关注较多还包括政策性金融债和信用债，但二者与国债之间存在不同的差异。政策性金融债作为利率债的构成同样被视为无风险债券，但与国债的不同主要在于二者的税收政策差异，政金债由于税收原因影响，同期限债券收益率通常较国债高，同时由于发行量大、期限结构丰富、交易活跃，一定程度上也被视为市场的定价基准。信用债与利率债的差异则更大，从风险因素来看，投资级信用债评级从 AAA 到 AA+逐级下降的过程中，风险回报要求逐渐提高，从期限因素来看，利率债的主要期限为 10 年以内，但信用债考虑到融资成本问题，主要期限为 5 年以内。因此从宏观的角度分析债市波动时，除了无风险利率的波动，还需要关注信用利差和期限利差的变化。

图表 13. 资金利率和利率债利率走势




资料来源：万得，中银证券

图表 14.期限利差和信用利差走势

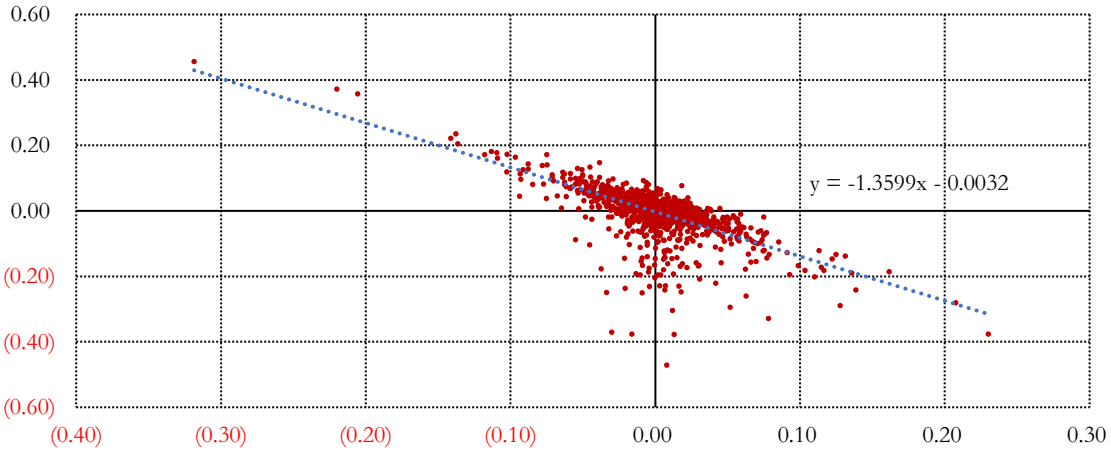



资料来源：万得，中银证券

## 指数债基与债市

**债券指数的波动与利率波动方向一致。**债券指数基金多跟踪全价指数，其中既包含收益率的波动，又包含债券的票息，但投资者日常跟踪的仅是收益率的波动，从债券收益率和债券指数来看，二者波动方向是一致的。以 1-3 年国开债指数日涨跌幅为例，收益率则参考 1 年、2 年、3 年国开债收益率当日变动的均值，从线性回归的结果看，收益率的下行对应着债券指数的上行，债券收益率每波动 1BP，对应指数波动 1.36 个百分点。因此按照投资者习惯，日常跟踪债券收益率波动与债券指数的波动二者在方向上是一致的，以债券指数基金为大类资产配置中固定收益类产品跟踪标的是合适的。

图表 15. 2015 年以来国开债收益率平均变动与 1-3 年国开债全价指数日涨跌幅的关系




资料来源：万得，中银证券

**兼顾品类与规模。**根据债市特点再次筛选债券指数基金，我们保留了债券的类别完整性，同时考虑到指数基金的规模效应和流动性水平，在相似的债券指数当中选择了跟踪基金总规模最大的指数，并且考虑到指数编制依据的一致性，以全价指数为主。

**债基指数产品系列有待完善。**筛选后的跟踪债券指数共有 9 只，包括国债 1 只，政金债 2 只，利率债 1 只，地方政府债 1 只，信用债 3 只，以及综合指数 1 只。综合债券分类和期限来看，仅上述债券指数对债市的覆盖不够全面，如中短期利率债和长久期政金债明显不在覆盖范围内，信用债也没有细分评级分类等。但从客观情况来看，由于债市投资者基本都是专业机构投资者，且利率债在发行量、流动性、质押回购方面的便利远胜债券指数基金，因此相关债券指数基金的发展空间较小。信用债则是由于中低评级债券中，各行业及各发债主体基本面差异较大，导致指数当中难以公允的剔除违约风险偏高的品种，因此信用债指数基金的跟踪标的向高评级信用债过度集中。

**图表 16. 2020 年 1-8 月债券指数基金表现和指数表现**

| 类别 | 指数代码 | 简称 | 跟踪基金总规模（亿份） | 基金平均涨跌幅 | 跟踪指数平均涨跌幅 |
|---|---|---|---|---|---|
| 国债 | CBA04503.CS | 中债 10 年期国债全价(总值)指数 | 1.05 | 1.91 | 0.23 |
| 政金债 | CBA07703.CS | 中债-1-3 年国开行债券全价(总值)指数 | 290.73 | (0.15) | (1.62) |
| | CBA08303.CS | 中债-1-5 年国开行债券全价(总值)指数 | 139.22 | (0.77) | (1.70) |
| 利率债 | 931306.CSI | 国债及政金债 1-5 | 26.31 | 0.07 | 1.32 |
| 地方政府债 | 931161.CSI | 0-4 年地债 | 24.61 | 0.01 | 1.60 |
| 信用债 | SCH00902.SCH | 上海清算所 0-4 年央企 80 债券指数 | 18.50 | (0.83) | 1.73 |
| | h11014.CSI | 中证短融 | 5.11 | - | 1.89 |
| | 931172.CSI | 信用主体 50 | 2.04 | (0.11) | 1.87 |
| 综合 | CBA00101.CS | 中债新综合财富(总值)指数 | 4.01 | 1.62 | 1.74 |

*资料来源：万得，中银证券*

# 大宗商品

大宗商品指数基金的发展更欠缺。不仅跟踪指数相对单一，而且规模偏小。整体来看，指数基金跟踪大宗商品品类包括贵金属、有色、豆粕，综合规模等要素，我们重点关注贵金属大宗商品指数基金。

## 大宗商品指数基金极少

**国内的大宗商品指数基金数量少且跟踪品类集中。**目前国内共有 25 只大宗商品指数基金，基金总份额达到 202 亿份。但从跟踪指数来看，跟踪黄金价格的基金共计 20 只，总规模 179 亿份，跟踪白银价格的基金 1 只，规模 14 亿份，跟踪有色金属的基金 2 只，以及跟踪农产品的基金 2 只。大宗商品指数基金产品从数量和规模来看都较股票和债券类产品明显偏少偏小，且产品同质化程度较高。以黄金为例，国内跟踪黄金的大宗商品指数基金主要跟踪两个指数，一是 SGE 黄金 9999，二是上海金，前者共有 14 只基金跟踪，总规模 166 亿份，后者共有 6 只基金跟踪，总规模 13 亿份。从发展顺序来看，以 SGE 黄金 9999 为标的指数的基金发展更早，但进入 2020 年之后，以上海金为标的指数的基金产品明显增加。

**大宗商品指数基金产品有待丰富。**从 25 只大宗商品指数基金成立时间来看，最早成立的基金始于 2013 年，但到 2019 年之前，大宗商品指数基金累计仅有 9 只，且均为跟踪贵金属的指数基金。即便是 2020 年之后，大宗商品指数基金的发行有所加速，但新基金平均份额仅为 1.64 亿份，规模明显偏小，且 13 只新基金当中 12 只跟踪黄金，仅 1 只跟踪豆粕期货。我们认为大宗商品指数基金产品种类少、规模小，一定程度与国内资本市场发展有待完善有关，另一方面也反映出国内投资者对于大宗商品投资的需求偏弱。

**图表 17. 大宗商品指数基金主要跟踪指数情况**

| 类别 | 指数代码 | 简称 | 跟踪基金规模 | 跟踪基金数量 |
|---|---|---|---|---|
| 黄金 | Au9999.SGE | SGE 黄金 9999 | 166.75 | 14 |
| | SHAU.SGE | 上海金 | 13.01 | 6 |
| 白银 | AG.SHF | SHFE 白银 | 14.51 | 1 |
| 有色金属 | IMCI.SHF | 上期有色金属指数 | 3.78 | 2 |
| 农产品 | DCESMFI.DCE | 大商所豆粕期货价格指数 | 4.61 | 2 |

*资料来源：万得，中银证券*

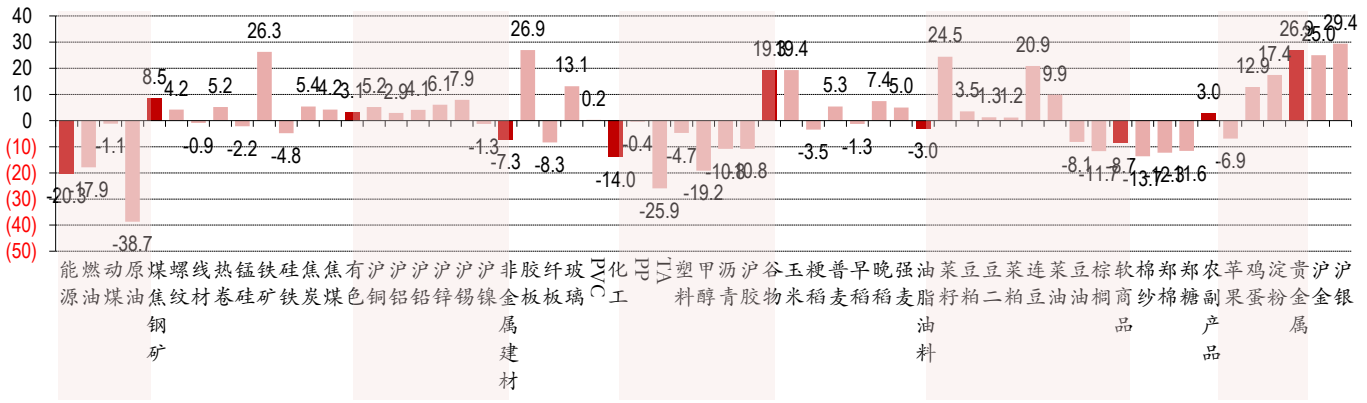
## 大宗商品本身类别较丰富

**关注万得商品大类指数。**我国商品期货交易所包括郑州商品交易所、上海期货交易所、大连商品交易所三家。从期货品种来看，郑州商品交易所交易的品种有强筋小麦、普通小麦、PTA、一号棉花、白糖、菜籽油、早籼稻、玻璃、菜籽、菜粕、甲醇等 16 个期货品种；上海期货交易所目前上市交易的有黄金、白银、铜、铝、锌、铅、螺纹钢、线材、燃料油、天然橡胶沥青等 11 个期货品种；大连商品交易所上市交易的有玉米、黄大豆 1 号、黄大豆 2 号、豆粕、豆油、棕榈油、聚丙烯、聚氯乙烯、塑料、焦炭、焦煤、铁矿石、胶合板、纤维板、鸡蛋等 15 个期货品种。由于大宗商品期货品类较丰富且广泛分布于三个交易所，因此在大宗商品价格分析当中，我们采取了万得商品大类指数。

**四个大品种大宗商品的市场关注度不同。**万得将大宗商品分为十个大类，从宏观的角度可以进一步概括为能源，贵金属，周期中的煤焦钢矿、有色、非金属建材、化工，以及农产品类中的谷物、油脂油料、软商品、农副产品。从 2020 年 1-8 月间各分类的日均成交额来看，周期品的交易最为活跃，其次是贵金属和能源，农产品的交易相对较弱，从具体品类来看，周期品中铁矿石、螺纹钢、沪铜较有代表性，沪镍的成交额也较高，农产品中棕榈油和豆粕的成交额较高。

**大宗商品与宏观联系紧密。**宏观关注经济增长与通货膨胀。从经济增长的角度看，以我国为例，三驾马车中净出口虽然波动较大，但由于我国长期以来货物贸易顺差、服务贸易逆差的特点，因此净出口的波动围绕 0 震荡，从结构来看，消费和投资基本上维持此消彼长的关系。因此当投资对经济增长的拉动加大的时候，周期品相对受益明显，从基本面的角度看，周期品需求上升，价格倾向于上涨。从通胀的角度看，农产品在通胀当中权重较高，当通胀处于上行趋势时，农产品价格或是推动通胀上行的动力，或可能受通胀上行影响也出现上行情况。因此当宏观经济出现拐点或趋势性变化时，受基本面供需影响，大宗商品价格通常有所反应。

**图表 18. 2020 年 1-8 月大宗商品涨跌幅（%）**

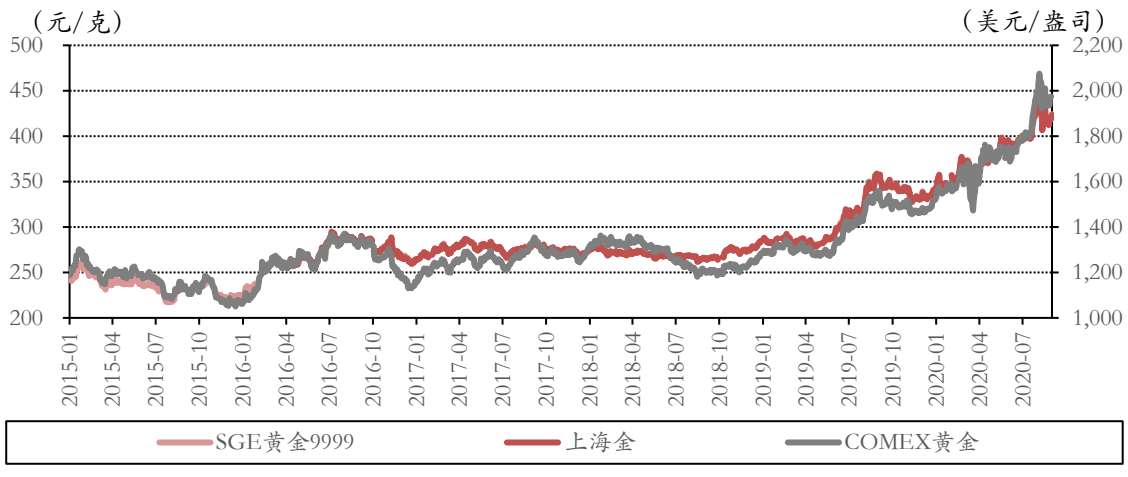



*资料来源：万得，中银证券*

## 重点关注黄金

**黄金是国际定价商品。**综合国内大宗商品指数基金基本情况和大宗商品市场情况，黄金具备跟踪基金规模大、数量多、价格稳定等特点。考虑到黄金产品的同质性极强，因此黄金的价格在国内外趋势一致。从 COMEX 黄金与上海金等价格比较来看，受投资者定价和计价单位等因素影响，二者价格阶段性波幅有所差异，但从趋势来看，黄金价格走势是一致的。根据我们此前报告分析，黄金既有商品属性又有金融属性，从中短期看，影响黄金价格的主要因素包括实际利率、美元指数、需求和宏观风险，从宏观分析的角度，可以对黄金价格的波动进行预判，而且黄金作为避险资产，也可以作为大类资产配置中保守类资产的补充。

**图表 19. 主要金价走势**




*资料来源：万得，中银证券*

# 货币基金

货币基金通常作为大类资产配置中的无风险回报和避险资产。货币基金的收益率不仅受到市场利率波动的影响，同时也受监管政策调整的影响。

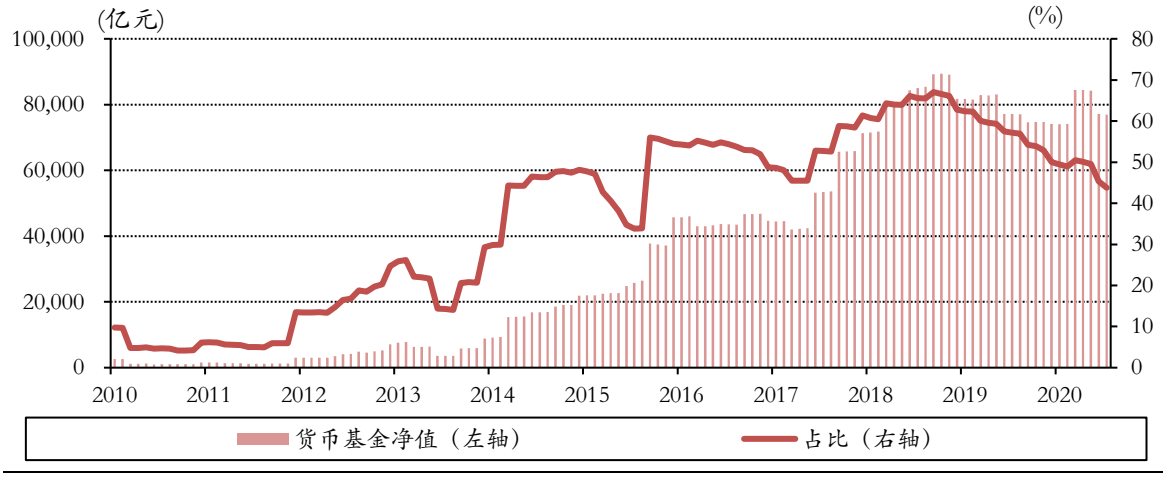
## 货币基金的基本情况

**资产管理公司“必备”产品。**截至 8 月底，剔除资产净值 100 万以下的货币基金产品，市场上共有 114 家基金及资管机构，累计发行了 352 只货币基金产品，基金份额共计 7.72 万亿份。从货币基金发行机构来看，114 家机构中有 5 家发行货币基金产品超过 10 只，前二十家机构共计发行货币基金 176 只，占全部货币基金产品数量的一半，从发行机构货币基金资产规模来看，9 家基金公司的货币基金资产占比达到一半。从货币基金产品来看，352 只货币基金产品中，规模排名前 24 只产品规模总计 3.88 万亿，占比一半。无论从发行机构、机构规模、还是基金产品来看，货币基金市场的头部集中度都很高。

**货币基金的“逆袭”。**从货币基金的发展历史来看，最早的货币基金成立于 2003 年，但在 2003 年-2011 年间，只有 45 只货币基金成立，2011 年之后货币基金的发展速度明显加快。2011 年新成立货币基金 5 只，2012 年新成立 17 只，2013 年新成立 37 只，2014 年成立 74 只。此后不仅货币基金产品发行数量增加，规模也大幅上升。2011 年底货基规模仅为不到 3000 亿元，2012 年底货基规模超过 7000 亿元，到 2018 年峰值时货基规模接近 9 万亿元，2011-2018 年间货币基金规模基本实现了每年翻番式增长。同时货币基金规模在全部基金规模的占比也在 2018 年达到顶峰时的 67%，2019 年及之后，货基规模有所下降，货基资产在全部基金资产中的占比也一路下滑至略超过 40%。

**流动性、安全性、收益性匹配，是货基大发展的前提。**从货币基金规模来看，2012 年-2013 年是货币基金规模大规模增长的主要时期，期间货基主要发展原因之一是营销渠道的变化，为货币基金带来了明显的增量。2014-2016 年间货币基金规模变化相对较小，2015 年还一度出现了较大幅度的净下降，主要原因是股票市场表现更好，投资者的资产配置向股票倾斜。2017-2018 年随着股票市场走弱，货币基金的规模再次出现明显增长。2019 年之后随着货币基金收益率明显回落，货币基金的规模增长乏力，甚至出现净下降。从货基的发展来看，流动性好和安全性高是大类资产配置中，货币基金作为主要现金类保守资产投资品的重要原因，收益率明显高于活期存款且与大类资产中其他资产收益波动相关联，也是货币基金可以作为大类资产配置品种的重要原因。

**图表 20. 货币基金净值及占比变化情况**



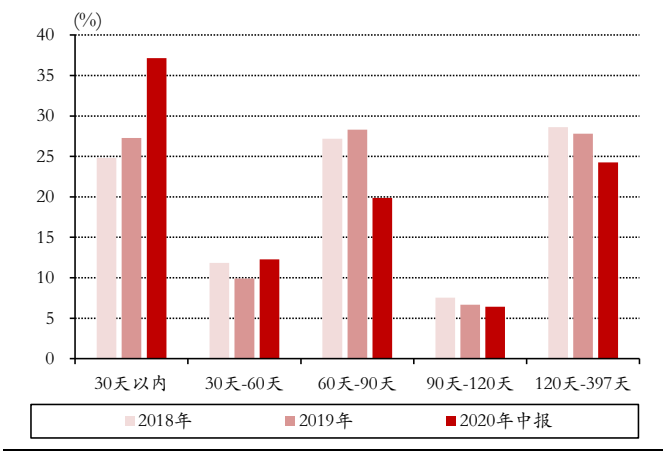

*资料来源：万得，中银证券*

## 货币基金投资范围和监管变化

**持有人集中度影响很大。**从 2020 年中报披露的情况看，677 只不同分类货币基金产品中，持有人集中度差异较大。从第一持有人持有比例看，35 只基金第一持有人持有比例超过 50%，其中更有 9 只货币基金超过 98%；从前十名持有人持有比例来看，共有 246 只基金产品持有人比例超过 50%，另有 176 只基金产品持有人比例虽低于 50%但高于 20%，整体来看，共有 422 只基金产品前十名持有人持有比例超过 20%，数量占比 62%，资产占比 30%。根据 2017 年证监会发布的《公募基金流动性风险管理规定》，持有人集中度高直接影响货币基金投资的品种范围和久期，因此对货币基金收益率影响显著。

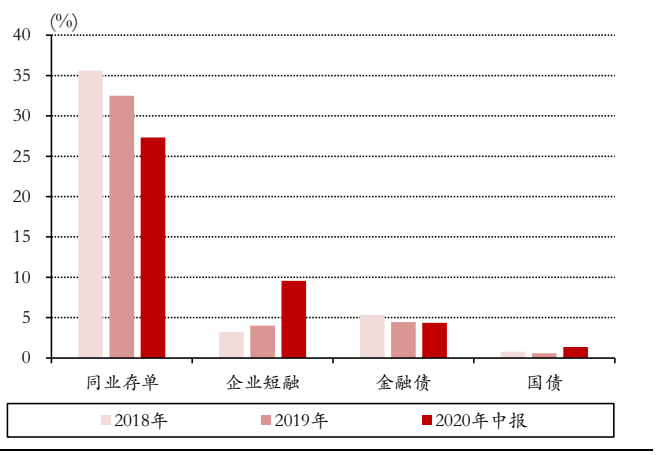
**货币基金投资风格稳健。**2017 年的《公募基金流动性风险管理规定》和 2019 年的包商银行托管事件对货币基金的资产管理都产生了明显影响，前者的影响主要体现在持仓余期明显缩短，后者的影响主要体现在持仓信用等级明显上升，二者叠加从货币基金资产管理的角度，进一步降低了货币基金的风险，但同时也降低了货币基金的收益率。从近三年货币基金持仓来看，持仓久期方面，30 天以内资产占比大幅上升超过 10 个百分点，60 天以上资产占比大幅下降，持仓品种方面，同业存单占比大幅下降，且基本集中在 AAA 评级范围内，对应上升的是企业短融。

**图表 21. 货币基金持仓久期变化**




*资料来源：万得，中银证券*

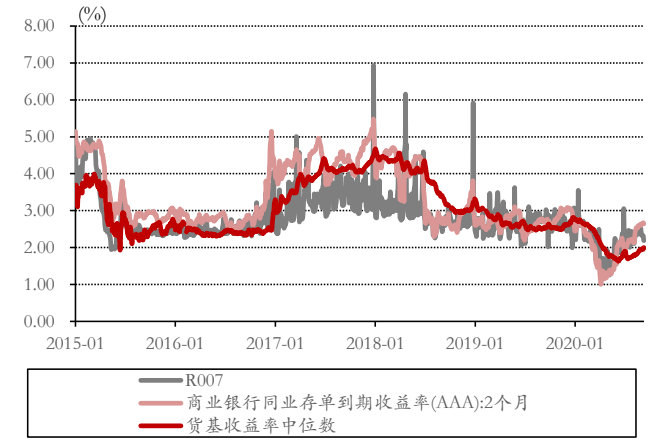
**图表 22. 货币基金持仓品种变化**




*资料来源：万得，中银证券*

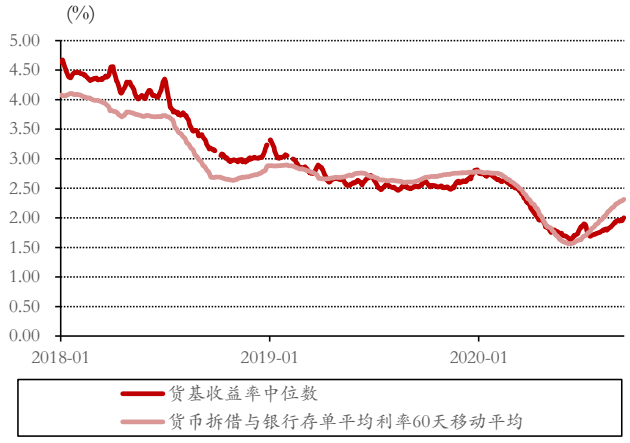
**货币基金收益率逐步下行。**从货币基金主要投资品种的收益率变化趋势来看，可以大致推算出货币基金收益率波动的区间：大多数时候货币基金收益率基本在 R007 利率和同业存单利率区间内波动。货币基金收益率波动超出该区间的主要时段，一是 2018 年利率大幅下行期间，二是 2020 年利率大幅波动期间。主要原因是货币基金的持仓大多采取买入持有的策略，因此当债市利率大幅波动时，货币基金收益率的波动显著滞后于市场，特别是 2017 年之后，货币基金的监管逐渐收紧，货币基金更加倾向于配置资产而非交易，进一步降低了货币基金收益率的波动性。从货币基金收益率与货币拆借与银行存单平均利率 60 天移动平均比较来看，二者的走势相当一致，特别是 2019 年市场利率整体处于相对平稳时期，货币拆借与银行存单平均利率 60 天移动平均对货币基金收益率的预测性较好。

图表 23. 货币基金和主要投资品种利率趋势性变化




资料来源：万得，中银证券

图表 24. 货币基金收益率与移动平均利率趋势一致

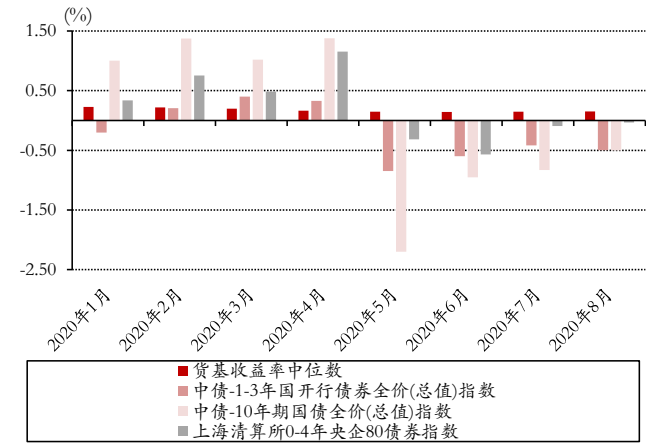



资料来源：万得，中银证券

## 货币基金与债券指数

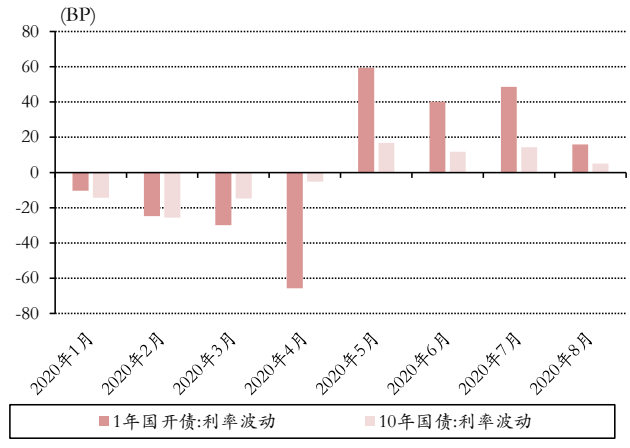
**关注债券收益率的波动。**相对债市而言，货币基金收益率的波动相对比较平稳，而且由于货币基金每天结算，因此可以将货币基金当做替代活期存款的无风险收益。在固定收益类资产排序当中，比较货币基金和债券的投资回报，需要综合来看债券的票面利率和到期收益率波动。债券类资产的投资回报受到收益率波动的影响较大，以 2020 年月度表现为例，1-4 月中受到宽松的货币政策影响，债市收益率持续下行，债券指数的月涨幅基本跑赢货币基金；但自 5 月开始，债市出现调整，收益率出现趋势性上升，因此货币基金的回报表现更好。相较于到期收益率的波动和久期的影响，利率债和高等级信用债的票面利率在月度时间范围内对回报率的影响相对较小，因此比较债券和货币基金两类资产配置时，我们主要考虑债市到期收益率的波动趋势。

图表 25. 2020 年货币基金与债券指数月回报率




资料来源：万得，中银证券

图表 26. 1 年国开债和 10 年国债收益率波动




资料来源：万得，中银证券

# 用宏观指标解释2020年大类资产配置变化

2020年宏观经济指标波动较大：2月整体大幅下行，3月金融数据率先上升，4月供给端出现好转，5月利润恢复增长，6月货币增速阶段见顶，7月出口需求大幅改善，8月内需开始恢复。随着宏观数据波动，大类资产配置在3月和7月出现过阶段性变化。结合宏观经济展望，到年底我们的配置顺序是股票>大宗>债券>货币。

## 2020年大类资产表现

**股票市场整体强势。**2020年以来股票市场的表现持续强劲，1-8月中，规模指数表现最好的是中小创指数，其中创业板50指数涨幅63.68%、中小板指涨幅38.03%、深证100涨幅34.17%，大盘股涨幅明显落后，其中超大盘指数上涨3.81%、上证50涨幅9.16%、上证综指涨幅11.33%，可见2020年股票市场分化明显。从月度表现角度看，除了3月A股市场普跌和5月股市跌多涨少之外，每个月股市都有明显配置机会，其中中小创的配置机会主要集中在7月及之前，8月开始中小创指数出现调整，大盘股指数表现更好，股市出现大小风格切换。

**债券市场跟随资金面波动。**债市的配置机会出现过一次拐点性变化，4月及之前，债市趋势性上行，5月及之后，债市开始出现明显调整。从银行间同业拆借利率波动来看，自新冠疫情冲击之后到4月底之前，资金拆借利率处于持续下行趋势当中，以R007利率为例，波动中枢从2.8%一路下行至2%附近，5月之后资金拆借利率开始出现上升，5月和6月是主要上升通道期，R007利率波动中枢从2%一路回升至2.4%左右，7月之后货币拆借利率波动中枢未见继续显著上升。可见今年以来货币政策边际变化是主要债市表现的重要原因。

**黄金避险，周期后发，通胀预期推动农产品。**大宗商品当中黄金比较特殊，2020年有几个因素共同推动了黄金价格先期上涨：一是新冠疫情在1-4月期间冲击全球经济，推动了避险情绪上升，黄金的避险投资相应增加；二是为应对新冠疫情带来的冲击，全球央行开启了新一轮货币政策宽松，特别是大幅降息，导致黄金投资机会成本大幅下降；三是美联储的宽松货币政策导致美元指数出现趋势性下行，利好黄金价格上行。因此1-7月期间黄金价格基本处于上升趋势当中。与黄金不同的是，有色金属的国际定价属性相对偏弱，且本轮我国经济反弹由基建投资带动明显，时间上又领先全球，因此自4月开始，有色金属期货价格表现明显好转。豆粕期货的价格表现前期波动较大，后期则相对平稳，但需要关注的是，5月之后市场对于通胀的预期有所升温，因此豆粕期货价格表现维持上涨趋势。大宗商品价格表现既受基本面供求影响，又受金融市场投资交易行为影响，并且大宗商品内部品类繁多，差异较大，因此通常各品类大宗资产价格表现分化较大。

**风险资产整体表现更好。**从1-8月大类资产价格表现来看，风险资产表现好于避险资产，排序方面基本符合股票>大宗>债券>货币，但如果以月为时间单位，大类资产配置的顺序有所不同。1-2月期间，股票>债券>货币>大宗，主要是受到新冠冲击的影响需求大幅回落，大宗商品表现最差；3月期间，债券>货币>大宗>股票，市场对于一季度经济同比下滑的预期大幅升温，避险需求明显上升；4月期间，股票>大宗>债券>货币，随着海外疫情的爆发，国内资本市场在全球风险资产中具备比较优势；5月-8月期间，股票>大宗>货币>债券，随着国内风险偏好的上升，风险资产回报再次上升。

图表 27. 2020 年 1-7 月债券指数基金表现和指数表现

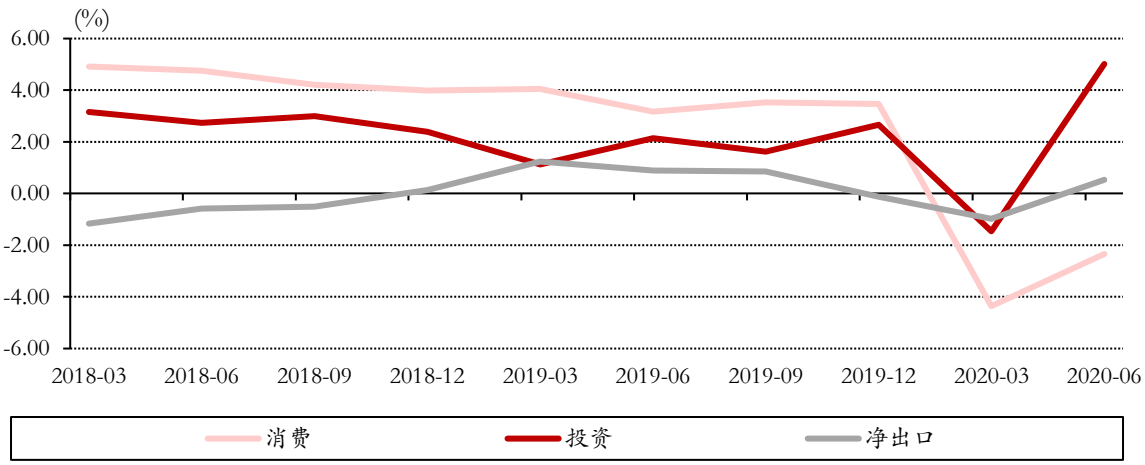
| 分类 | 代码 | 资产 | 1 月 | 2 月 | 3 月 | 4 月 | 5 月 | 6 月 | 7 月 | 8 月 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 股票 | 000300.SH | 沪深 300 | (2.26) | (1.59) | (6.44) | 6.14 | (1.16) | 7.68 | 12.75 | 2.58 |
| | 000903.SH | 中证 100 | (3.81) | (3.28) | (5.66) | 5.95 | (1.56) | 6.17 | 10.47 | 4.08 |
| | 000906.SH | 中证 800 | (1.23) | (0.87) | (6.71) | 6.16 | (0.63) | 7.87 | 12.62 | 2.27 |
| | 000852.SH | 中证 1000 | 2.37 | 3.02 | (7.56) | 4.63 | 2.43 | 8.65 | 13.01 | 1.15 |
| | 000001.SH | 上证综指 | (2.41) | (3.23) | (4.51) | 3.99 | (0.27) | 4.64 | 10.90 | 2.59 |
| | 399001.SZ | 深证成指 | 2.41 | 2.80 | (9.28) | 7.62 | 0.23 | 11.60 | 13.72 | 0.88 |
| | 399005.SZ | 中小板指 | 6.15 | 3.07 | (10.37) | 8.97 | (1.30) | 14.58 | 13.38 | 0.74 |
| | 399006.SZ | 创业板指 | 7.21 | 7.46 | (9.64) | 10.55 | 0.83 | 16.85 | 14.65 | (2.40) |
| 债券 | CBA04503.CS | 中债 10 年期国债全价(总值)指数 | 1.00 | 1.38 | 1.02 | 1.38 | (2.20) | (0.95) | (0.83) | (0.50) |
| | CBA07703.CS | 中债-1-3 年国开行债券全价(总值)指数 | (0.20) | 0.21 | 0.40 | 0.33 | (0.85) | (0.60) | (0.42) | (0.50) |
| | SCH00902.SCH | 上海清算所 0-4 年央企 80 债券指数 | 0.34 | 0.76 | 0.49 | 1.16 | (0.32) | (0.57) | (0.09) | (0.03) |
| | h11014.CSI | 中证短融 | 0.25 | 0.44 | 0.30 | 0.33 | 0.12 | 0.02 | 0.20 | 0.23 |
| | CBA00101.CS | 中债新综合财富(总值)指数 | 0.60 | 1.23 | 0.71 | 1.33 | (0.86) | (0.68) | (0.36) | (0.23) |
| 大宗商品 | Au9999.SGE | SGE 黄金 9999 | 1.54 | 5.18 | (1.17) | 4.70 | 3.32 | 1.49 | 7.93 | (1.67) |
| | IMCI.SHF | 上期有色金属指数 | (1.64) | (7.35) | (9.77) | 7.83 | 2.54 | 6.88 | 7.25 | 1.89 |
| | DCESMFI.DCE | 大商所豆粕期货价格指数 | (4.76) | (1.09) | 9.56 | (7.18) | 2.75 | 0.32 | 4.48 | 1.50 |
| 货币基金 | H11025.CSI | 货币基金 | 0.17 | 0.25 | 0.20 | 0.16 | 0.14 | 0.15 | 0.14 | 0.15 |

*资料来源：万得，中银证券*

## 宏观指标的拐点

**一季度向下，二季度反弹。**新冠疫情冲击以及之后的政策放松，是主导 2020 年大类资产配置的主要宏观因素。从三驾马车的角度看，2020 年之前，消费的拉动虽然一直下行，但始终是 GDP 增速贡献的第一位，投资的拉动此前一直下降，但 2019 年开始有所上升，我国虽然有货物贸易顺差，但服务贸易项目是逆差的，因此净出口通常在 0 附近波动。但随着新冠疫情的冲击，2020 年三驾马车的拉动顺序明显变化。一季度当中三驾马车都明显同比负增长，其中消费回落的幅度最大，二季度当中随着稳增长的政策出台，投资作为托底经济增长的手段，增速率先快速回升，随着我国经济重启和海外疫情加速蔓延，二季度净出口也回正，但由于居民收入增速大幅下行，消费回升的速度在二季度当中始终慢于市场预期，仍对经济增速构成了拖累。

图表 28. 三驾马车拉动的变化




*资料来源：万得，中银证券*

**把握宏观数据背后的经济拐点。**8 月社零同比增速转正，至此我们认为国内经济数据初步展示完成了“新冠冲击-政策对冲-供给恢复-需求恢复”的过程。从宏观数据月度表现来看，2 月经济数据全面下滑，包括制造业 PMI 下滑至 35.7，出口、工业增加值、固定资产投资、社零同比均为两位数负增长，反映的是新冠疫情影响下国内经济被按下暂停键，对生产端和需求端都造成了较大程度的负面影响；3 月首先快速反弹的是金融数据，包括 M2 同比增速和社融存量同比增速均大幅上升，同时制造业 PMI 也回升至荣枯线之上；4 月工业增加值同比增速回正，反映出生产端的复苏明显领先，5 月工业企业利润同比增速回正，也是生产端和工业企业部门持续恢复的佐证；6 月通胀较 5 月有所上升，包括 CPI 和 PPI 在内，同比增速均有不同程度的上行，也是从 6 月后开始，市场对货币政策边际收紧的担忧开始出现；7 月出口增速超预期回升，一定程度上受到海外经济自疫情冲击中重启后，需求恢复过程中对国内出口部门的拉动影响;8 月社零同比增速超预期转正,此前一直是生产端恢复好于需求端，8 月数据中需求端开始出现明显的恢复迹象。

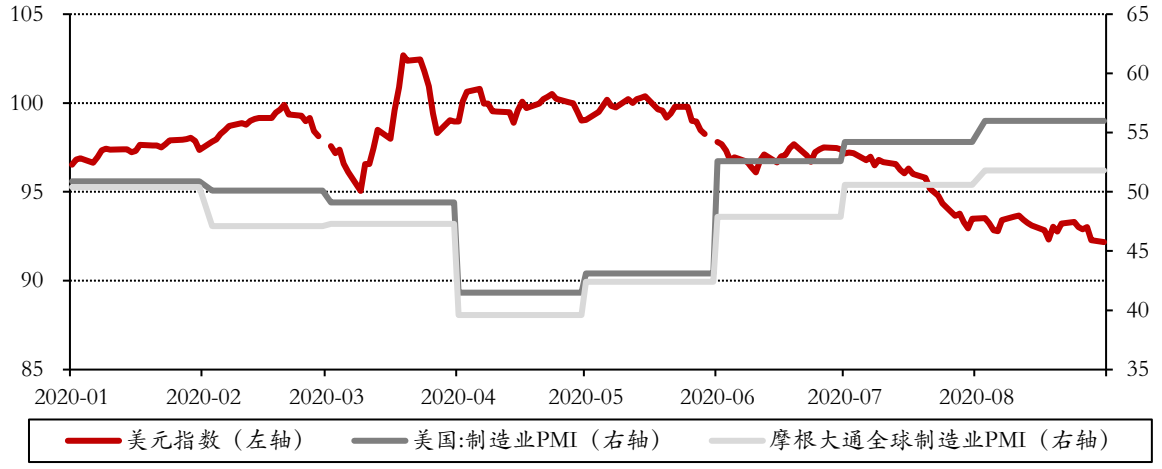
**图表 29. 2020 年宏观数据的变化**

| | | 1 月 | 2 月 | 3 月 | 4 月 | 5 月 | 6 月 | 7 月 | 8 月 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| PMI | | 50 | 35.70 | 52.00 | 50.80 | 50.60 | 50.90 | 51.10 | 51.00 |
| GDP | 名义 | | | (5.30) | | | 3.10 | | |
| | 实际 | | | (6.80) | | | 3.20 | | |
| 出口 | (%) | | (17.10) | (6.60) | 3.40 | (3.20) | 0.50 | 7.20 | 9.50 |
| 进口 | (%) | | (4.00) | (1.10) | (14.20) | (16.60) | 2.70 | (1.40) | (2.10) |
| CPI | (%) | 5.40 | 5.20 | 4.30 | 3.30 | 2.40 | 2.50 | 2.70 | 2.40 |
| PPI | (%) | 0.10 | (0.40) | (1.50) | (3.10) | (3.70) | (3.00) | (2.40) | (2.00) |
| 社融 | (万亿) | 5.05 | 0.87 | 5.18 | 3.10 | 3.19 | 3.47 | 1.69 | 3.58 |
| | (%) | 10.70 | 10.70 | 11.50 | 12.00 | 12.50 | 12.80 | 12.90 | 13.30 |
| 信贷 | (万亿) | 3.49 | 0.72 | 3.04 | 1.62 | 1.55 | 1.90 | 1.02 | 1.42 |
| M2 | (%) | 8.40 | 8.80 | 10.10 | 11.10 | 11.10 | 11.10 | 10.70 | 10.40 |
| 工增 | (%) | | (13.50) | (1.10) | 3.90 | 4.40 | 4.80 | 4.80 | 5.60 |
| 固投 | (%) | | (24.50) | (16.10) | (10.30) | (6.30) | (3.10) | (1.60) | (0.30) |
| 社零 | (%) | | (20.50) | (15.80) | (7.50) | (2.80) | (1.80) | (1.10) | 0.50 |
| 工企利润 | (%) | | | (34.90) | (4.30) | 6.00 | 11.50 | 19.60 | |

*资料来源：万得，中银证券*

**美国、美元、美联储，2020 年对全球造成明显外溢性影响。**2020 年对国内大类资产配置造成明显影响的国际因素均发自美国。经济基本面方面，海外疫情自 3 月开始抬头，4 月边际影响到达峰值，在新冠疫情的国际传播中，美国起到了重要影响和推动作用。受疫情影响，美国制造业 PMI 在 3 月明显回落至 50 下方，4 月继续大幅回落至年内低点。为减轻疫情对经济造成的负面冲击，美联储自 3 月开始启动降息和量化宽松政策，由于美联储的政策具有明显的外溢性，因此以美国为核心，全球央行基本都采取了降息和量宽操作。在上述经济基本面和政策影响下，美元指数在 3 月中旬达到阶段定点，此后开始震荡下行，特别是自 5 月之后，欧洲第一波新冠疫情控制较好，收窄了与美国之间的经济复苏差距，叠加全球避险需求上升，美元流动性紧张情况下美联储加大了流动性投放力度，因此导致美元指数开始了第二波震荡下行。由于美元是国际大类资产定价横向比较的锚，当美元指数下行时，以美元定价的国际大类资产价格波动被放大，直接受到影响的包括黄金、原油等大宗商品，间接受到影响的包括国际资本在风险资产和避险资产之间的配置倾向。

图表 30. 以美元指数波动为代表的海外影响因素




*资料来源：万得，中银证券*

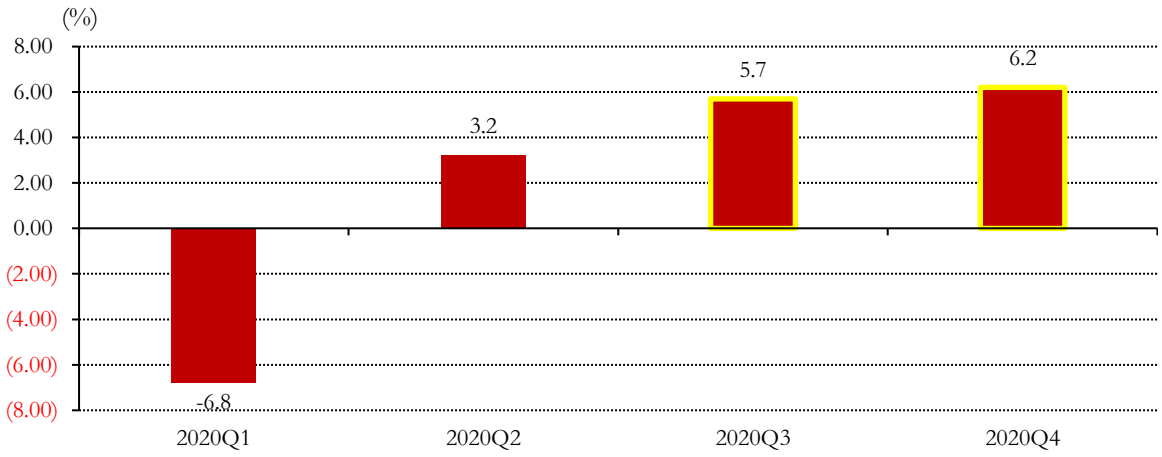
## 2020 年内展望

**经济仍在复苏轨道上。**此前持续低于市场预期的需求，在 8 月出现复苏迹象，且生产端恢复较为平稳，8 月出现进一步上行的迹象。我们认为国内经济恢复增长内生动力较为强劲，同时随着海外经济也进入恢复轨道，外需将通过贸易项目对国内进一步产生正面影响。投资仍将是托底经济增速的重要组成部分，自三季度开始，消费的拖累也开始逐渐转化为正贡献，加之外需的持续恢复，预计三季度 GDP 实际同比增速回升至 5.7%，四季度同比增速继续回升至 6.2%，全年 GDP 增速能够达到 2.2%。

**股票>大宗>债券>货币。**国内经济持续稳定复苏，对风险资产价格表现提供了基本面支撑。流动性方面，我们认为市场最谨慎的时点已经过去：从货币投放量来看，货币乘数加速上升意味着银行负债端压力不断上升，在社融当中无论人民币贷款还是债券发行，都需要通过银行这一渠道向实体经济融资，在负债端压力较大的情况下，银行对央行的货币投放依赖度较高，因此无论是降准还是公开市场操作，央行难以收紧货币投放量；从资金成本的角度看，债市收益率自 5 月以来明显上升，虽然 LPR 利率没有变化，但对实体经济综合融资成本来说，较此前还是有所上升，考虑到疫情冲击后实体经济负债率普遍上行且融资需求和现金需求都有所上升，如果融资成本出现持续上行，对实体经济的负面影响较大。除此之外，金融市场继续扩大对外开放将持续利好外资流入，考虑到 A 股估值相较国际具有比较优势，以及中美债券利差等因素，我们认为海外资金净流入也是边际改善人民币资产流动性的重要因素之一。

**市场阶段性调整，投资者偏好短期内不变。**结合大类资产指数来看，我们认为在复苏趋势没有发生变化的情况下，投资者的资产配置偏好短期内不会发生变化，但在配置方面需要适当平衡 11 月美国大选之前可能发生的不确定性冲击。股票方面，依然看好中小创龙头指数，如创业板 50，出于对冲风险考虑，11 月美国大选结果明朗之前我们对 A 股的判断也偏谨慎，建议采用沪深 300 指数平衡组合波动；大宗商品方面，预计价格表现中规中矩，短期通胀预期可能推动农产品价格温和上涨，但随着美国大选结果落定和美国新冠疫情二次反弹对复苏趋势的不确定性影响出现，需要关注美联储货币政策是否会进一步加大宽松，从而导致美元指数再度走弱、黄金价格可能再次上行；债券方面，预计债市收益率上行阶段性结束，但债市供给端压力较大，利率下行空间不大，未来或以震荡为主，票息投资策略占优，看好高等级信用债。

**图表 31. 预测三四季度 GDP 增速**




*资料来源：万得，中银证券*

## 总结

**股票指数基金数量多、规模较大、细分种类比较齐全，基本可以实现对股票市场的覆盖。**从分类来看，包括规模指数、行业指数和主题指数。截至 2020 年 8 月，国内开放式股票型指数基金共有 835 只，合计基金份额 7532 亿份，共跟踪 276 只指数。指数基金的头部效应明显，跟踪基金规模总计在 1 亿份以上的 225 只指数中，我们重点关注规模指数 24 只、行业指数 27 只和主题指数 11 类。从宏观的角度看 A 股，主要从规模指数和行业指数来还原市场。筛选之后，共有 20 只市场指数，被 219 只指数基金覆盖，跟踪基金份额共计达到 2610 亿份，主要包括沪深 300、中证 500、上证 50、创业板指等指数。在 30 个中信一级行业当中，行业指数基金能够覆盖的包括医药、银行、房地产、通信、食品饮料、建材、家电、钢铁、有色、汽车等十个，二级行业中能够覆盖证券和半导体，另外还有信息技术、消费、能源等复合行业指数。另外从主题指数基金中寻找类似行业指数的产品作为补充，整体来看，在 TMT、金融、消费、竣工、周期项目下均有部分产品可以借鉴。

**债券指数基金整体规模偏小，基金数量也较少，但现有跟踪指数基本可以体现债券市场特点。**债券市场包括利率债和信用债两大类，利率债包括国债、政策性金融债等。债券指数基金多跟踪全价指数，其中既包含收益率的波动，又包含债券的票息，但投资者日常跟踪的仅是收益率的波动，从债券收益率和债券指数来看，二者波动方向是一致的，以债券指数基金为大类资产配置中固定收益类产品跟踪标的是合适的。根据债市特点再次筛选债券指数基金，我们保留了债券的类别完整性，同时考虑到指数基金的规模效应和流动性水平，在相似的债券指数当中选择了跟踪基金总规模最大的指数。筛选后的跟踪债券指数共有 9 只，包括国债 1 只，政金债 2 只，利率债 1 只，地方政府债 1 只，信用债 3 只，以及综合指数 1 只。

**大宗商品指数基金的发展更欠缺。**目前国内共有 25 只大宗商品指数基金，基金总份额达到 202 亿份。但从跟踪指数来看，跟踪黄金价格的基金共计 20 只，总规模 179 亿份，跟踪白银价格的基金 1 只，规模 14 亿份，跟踪有色金属的基金 2 只，以及跟踪农产品的基金 2 只。万得将大宗商品分为十个大类，从宏观的角度可以进一步概括为四个大品种，分别是能源，贵金属，周期中的煤焦钢矿、有色、非金属建材、化工，以及农产品类中的谷物、油脂油料、软商品、农副产品。大宗商品与宏观联系紧密，但综合考虑指数基金产品和大宗商品分类，我们建议重点关注黄金。

**货币基金通常作为大类资产配置中的无风险回报和避险资产。**货币基金的收益率不仅受到市场利率波动的影响，同时也受监管政策调整的影响。考虑到货币基金产品之间的收益率差异不大，我们以货币基金收益率中位数作为收益率参考，同时根据货币基金的资产投向，以 R007 和 AAA 评级 2 个月 NCD 利率作为其收益率波动区间和趋势判断依据。作为有固定收益特征的货币类产品，比较债券和货币基金两类资产配置时，我们主要考虑债市的利率波动趋势，当债市收益率下行时，债券的配置排序更高，反之货币基金的配置价值更高。

**用宏观指标解释 2020 年大类资产配置变化。**从 1-8 月大类资产价格表现来看，风险资产表现好于避险资产，排序方面基本符合股票>大宗>债券>货币，但如果以月为时间单位，大类资产配置的顺序有所不同。1-2 月期间，股票>债券>货币>大宗，主要是受到新冠冲击的影响需求大幅回落，大宗商品表现最差；3 月期间，债券>货币>大宗>股票，市场对于一季度经济同比下滑的预期大幅升温，避险需求明显上升；4 月期间，股票>大宗>债券>货币，随着海外疫情的爆发，国内资本市场在全球风险资产中具备比较优势；5 月-8 月期间，股票>大宗>货币>债券，随着国内风险偏好的上升，风险资产回报再次上升。

**2020 年内展望：股票>大宗>债券>货币。**国内经济持续稳定复苏，对风险资产价格表现提供了基本面支撑。流动性方面，我们认为市场最谨慎的时点已经过去：从货币投放量来看，货币乘数加速上升意味着银行负债端压力不断上升，在社融当中无论人民币贷款还是债券发行，都需要通过银行这一渠道向实体经济融资，在负债端压力较大的情况下，银行对央行的货币投放依赖度较高，因此无论是降准还是公开市场操作，央行难以收紧货币投放量；从资金成本的角度看，债市收益率自 5 月以来明显上升，虽然 LPR 利率没有变化，但对实体经济综合融资成本来说，较此前还是有所上升，考虑到疫情冲击后实体经济负债率普遍上行且融资需求和现金需求都有所上升，如果融资成本出现持续上行，对实体经济的负面影响较大。除此之外，金融市场继续扩大对外开放将持续利好外资流入，考虑到 A 股估值相较国际具有比较优势，以及中美债券利差等因素，我们认为海外资金净流入也是边际改善人民币资产流动性的重要因素之一。

**市场阶段性调整，投资者偏好短期内不变。**结合大类资产指数来看，我们认为在复苏趋势没有发生变化的情况下，投资者的资产配置偏好短期内不会发生变化，但在配置方面需要适当平衡 11 月美国大选之前可能发生的不确定性冲击。股票方面，依然看好中小创龙头指数，如创业板 50，出于对冲风险考虑，11 月美国大选结果明朗之前我们对 A 股的判断也偏谨慎，建议采用沪深 300 指数平衡组合波动；大宗商品方面，预计价格表现中规中矩，短期通胀预期可能推动农产品价格温和上涨，但随着美国大选结果落定和美国新冠疫情二次反弹对复苏趋势的不确定性影响出现，需要关注美联储货币政策是否会进一步加大宽松，从而导致美元指数再度走弱、黄金价格可能再次上行；债券方面，预计债市收益率上行阶段性结束，但债市供给端压力较大，利率下行空间不大，未来或以震荡为主，票息投资策略占优，看好高等级信用债。

## 风险提示：

**全球秋冬季疫情反复；美国大选期间政策的不确定性。**

## 披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

## 评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

**公司投资评级：**

买　　入：预计该公司股价在未来 6 个月内超越基准指数 20%以上；

增　　持：预计该公司股价在未来 6 个月内超越基准指数 10%-20%；

中　　性：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；

减　　持：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10%以上；

未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

**行业投资评级：**

强于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现强于基准指数；

中　　性：预计该行业指数在未来 6 个月内表现基本与基准指数持平；

弱于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现弱于基准指数。

未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

## 风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

**中银国际证券股份有限公司**
中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

**相关关联机构：**

**中银国际研究有限公司**
香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打：10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打：10800 1521065
新加坡客户请拨打：800 852 3392
传真:(852) 2147 9513

**中银国际证券有限公司**
香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 3988 6333
传真:(852) 2147 9513

**中银国际控股有限公司北京代表处**
中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编:100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

**中银国际(英国)有限公司**
2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

**中银国际(美国)有限公司**
美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

**中银国际(新加坡)有限公司**
注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371