中信期货
CITIC Futures

中信期货研究|资产配置策略月报

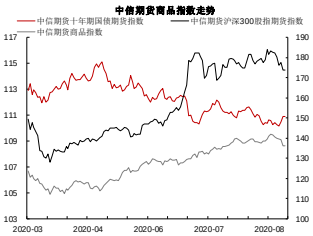
2020-09-10

此消彼长，继续均衡

投资咨询业务资格：
证监许可【2012】669 号

报告要点

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



摘要：

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

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

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

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

资产配置策略建议：抓取相对配置价值

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

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

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

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

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

风险因子：经济数据不及预期；地缘贸易冲突发酵；流动性大幅收紧。

金融研究团队

研究员：
张革
021-60812988
从业资格号：F3004355
投资咨询号：Z0010982

姜婧
021-60812990
从业资格号：F3018552
投资咨询号：Z0013315

9月份大类资产展望

	空		中性		多
股票					
债券					
商品					
黄金					
人民币					

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

图目录

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

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

一、8 月策略回顾

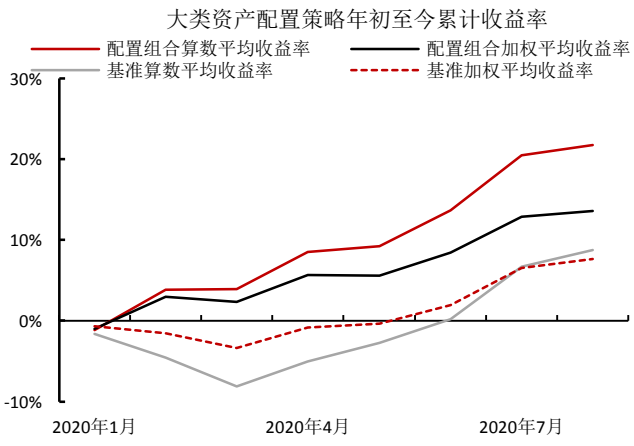
8 月份各类资产收益率明显环比下降，在市场整体波动整体下滑的背景下，资产组合的收益也相应收缩。从市场氛围来看，8 月份市场正式从积极转向防御，我们此前建议的配置均衡化逻辑得到了验证。不论是权益市场风格从成长到价值，黄金价格下跌和商品市场整体涨幅回落，还是债券市场的继续低迷表现，都展现出非常明显的防御特征。

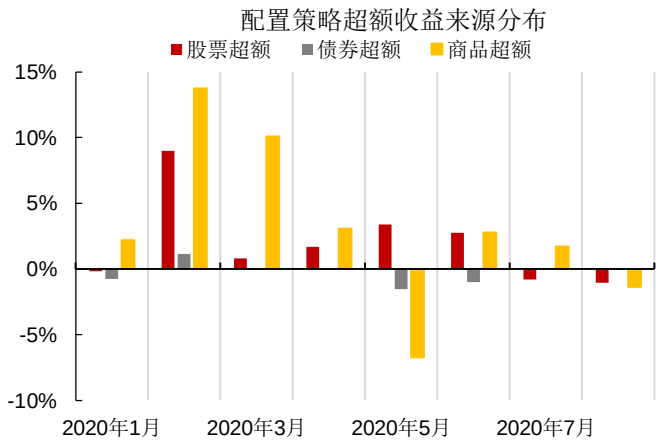
8 月份上证国债、沪深 300 指数、中证 500 指数和中信期货商品指数涨幅分别为 0.04%、2.58%、1.35%和 3.57%。我们推荐的股票：多基建、地产后周期消费、多 IC、多 IF；债券：观望、基差走阔；商品：多铜、多有色的组合策略表现中，股票、债券、商品的月度收益率分别为：1.56%、-0.04%和 2.22%（上述组合收益率仅为等权重下的收益率）。从年初至今，配置组合的算数平均累计收益率为 21.71%，按照（3:6:1）的股、债、商权重加权后的平均累计收益率为 13.55%。而基准组合算数、加权的累计收益率分别为 8.73%和 7.65%。

图1： 大类资产月度表现跟踪

大类资产配置建议

	资产类别	2020年1月	2020年2月	2020年3月	2020年4月	2020年5月	2020年6月	2020年7月	2020年8月
配置建议	股票	多有色 多家电	股票空头 下旬多科技	多IF 多基建 多消费	多IF 多基建 多消费	多IC 多消费、科技	多IC 基差收敛 多5G、新能源、消费、家电、建材	多IC 基差收敛 多周期，降低科技权重	多IF 多IC 多基建 多地产后周期消费
	债券	多T基差	债券多头	债券多头	债券多头	观望	观望 关注基差走阔	观望 关注基差走阔	观望 关注基差走阔
	商品	多豆粕 空黄金 多铜、沥青	空商品 多豆粕 多黄金	多豆粕 多黄金 多铜、锌 空原油	多豆粕 多黄金 多铜、锌 空原油	多豆粕 多黄金 多铜、锌	多豆粕 黄金观望 多铁矿 多有色 多沥青	多豆粕 多黄金 多铜	多铜，多有色





资料来源：Wind 中信期货研究部
注：配置资产加权比例为简单计算，且债券作为基础资产会持续持有

二、9 月配置主线：防御待转机

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

主线之一：双循环模式步入正轨，但仍需关注不及预期可能

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

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

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

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

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

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

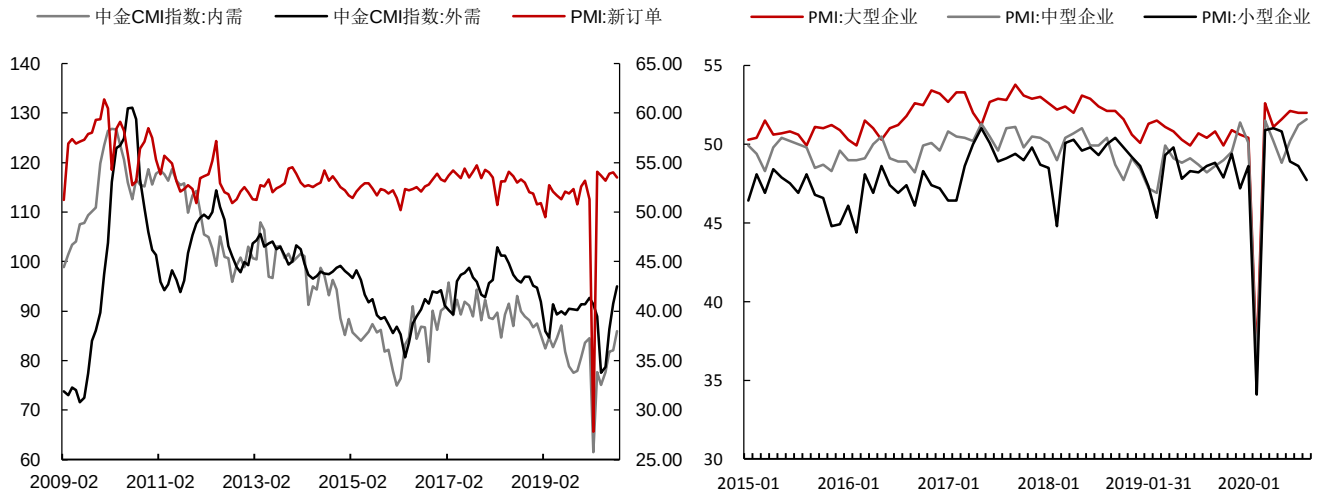
图2： 基建投资增速如预期增长

单位：亿元、%		2019年	已发行规模	预估规模1	预估规模2	预估规模3
新增专项债发行总计		21487	28969	37500	37500	37500
项目收益债发行规模		16057	4482	7500	18750	18750
项目收益债发行规模不同占比		75.0%	15.5%	20.0%	50.0%	50.0%
	其中传统基建项目规模预估	1895	2500	4184	15000	9375
	传统基建项目发债不同占比	11.8%	55.8%	55.8%	80.0%	50.0%
	基建撬动资金规模（15%杠杆比例）	9445	16505	27894	100000	62500
按项目收益债拉动规模预估基建投资总额		182050	95621	200499	272605	235105
按项目收益债拉动规模预估基建投资增速		**3.33%**	**1.19%**	**10.13%**	**49.74%**	**29.14%**
基建相关专项债预估（专项债规模*基建项目占比）		2535	16161	20920	30000	18750
按基建专项债规模预估基建投资增速		**3.33%**	**7.48%**	**10.10%**	**15.09%**	**8.91%**
新基建+传统基建非项目收益债规模预估		652	13661	16736	15000	9375

	基建投资总额	基建投资（不含电力）
15%增幅总量增加	27308	22627
平均每月增加	5237	4684
7月	1.19%	-1.00%
8月	4.75%	5.09%
9月	4.06%	4.35%
10月	3.57%	3.83%
11月	3.18%	3.43%
12月	2.88%	3.10%

资料来源：Wind 中信期货研究部

图3： 内需与外需共同恢复，但是中小企业仍面临困境

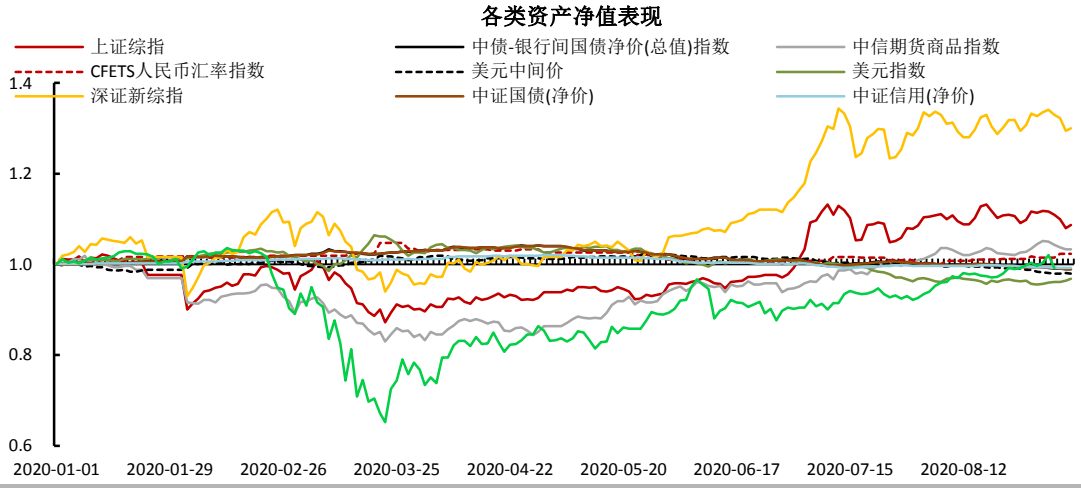


资料来源：Wind 中信期货研究部

主线之二：各类资产的相对价值权衡：权益找洼地，债市超跌，商品差异化表现突出

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

图4： 各类资产净值走势对比



资料来源：Wind 中信期货研究部

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

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

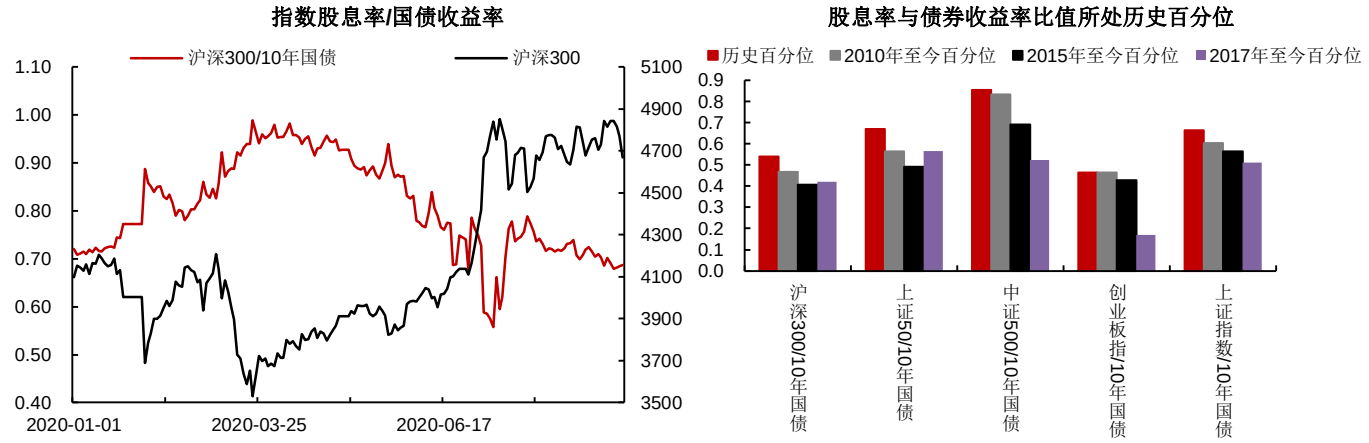
图5： 企业利润修复和估值修复之间的差异带来相对配置机会

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

资料来源：Wind 中信期货研究部

债券市场方面，目前债券市场的整体配置环境仍为区间波动的配置空间。在 10 债收益率突破 3.2%之后，配置盘对债券市场的关注度也开始增加。叠加权益市场风格轮动切换至防御，**短期债券收益率相对股息率有更好的配置空间，**尤其是相对创业板指数的配置价值更大。因此，对于债券市场的思维，我们延续 8 月份的阶段性配置机会的观点。虽然货币政策边际收紧化是主基调，但是央行不间断的公开市场净投放仍将保持较为充裕的流动性，在短期资金成本充分下移之后，长债的配置空间也将体现出来。

图6： 股债相对价值的比对按时权益市场的相对价值整体下降



资料来源：Wind 中信期货研究部

与此同时，商品板块的整体走势也表现出明显的分化特征。从板块来看 8 月份上涨幅度较高的资产为有色金属和贵金属，单个领涨品种分别为白银、镍、棉花、塑料、大豆、豆油等。而领跌的品种为鸡蛋、沥青、LPG、黄金等。

从供需面的主线来看，商品市场的表现短期主要受到以下因素影响：

1. 地产、基建、开工到竣工的产业链需求旺季支撑，黑色、有色基本金属的需求面依然较好；

2. 旺季消费预期在当前高位的价格中已经有所预期，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。

3. 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。

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。

5. 能源化工板块的表现将始终受制于油价。虽然 8 月份油价短期反弹，但中东下调官价、复工节奏缓慢下需求不及预期也是现实的情况。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。

图7： 商品市场的热点品种集中在贵金属和农产品（2020-8-31）

	月度涨幅	较年初涨幅	最新价	年初至今持仓变化	月度持仓变化
COMEX白银	15.43%	58.83%	28.4	-3.87	1.09
沪镍	9.78%	8.12%	121240	-11.56	0.18
CZCE棉花	9.28%	-6.12%	13125	-78.55	10.93
DCE塑料	6.87%	2.12%	7465	-43.03	6.29
CBOT大豆	6.76%	-0.42%	952	3.27	3.14
DCE豆油	6.71%	-1.85%	6682.0	-75.84	34.32
SHFE橡胶	5.91%	-1.16%	12810	-20.84	8.60
NYMEX原油	5.91%	-30.04%	43	-4.90	-7.74
CZCE动力煤	4.36%	3.20%	575	-16.76	-0.98
SHFE锌	4.32%	10.89%	19905	-4.96	-0.56
SHFE热轧卷板	4.24%	11.66%	4011	-32.37	-17.58
DCE棕榈油	3.10%	-7.95%	5856	-119.23	14.41
CZCE白糖	3.04%	-7.02%	5189	-2.63	14.60
DCE豆粕	2.09%	7.54%	2981	-198.53	60.16
SHFE铜	0.31%	5.76%	51980	-12.20	-0.50
SHFE螺纹钢	0.05%	5.88%	3779	-183.21	-17.88
DCE铁矿石	-0.65%	30.15%	844	-51.82	12.29
SHFE铝	-0.99%	3.05%	14540.0	-12.00	-1.51
COMEX黄金	-1.01%	29.86%	1974	-14.32	34.34
DCE焦炭	-1.28%	4.38%	1966	-21.65	1.09
SHFE沥青	-4.51%	-14.93%	2712	1.38	5.01

资料来源：Wind 中信期货研究部

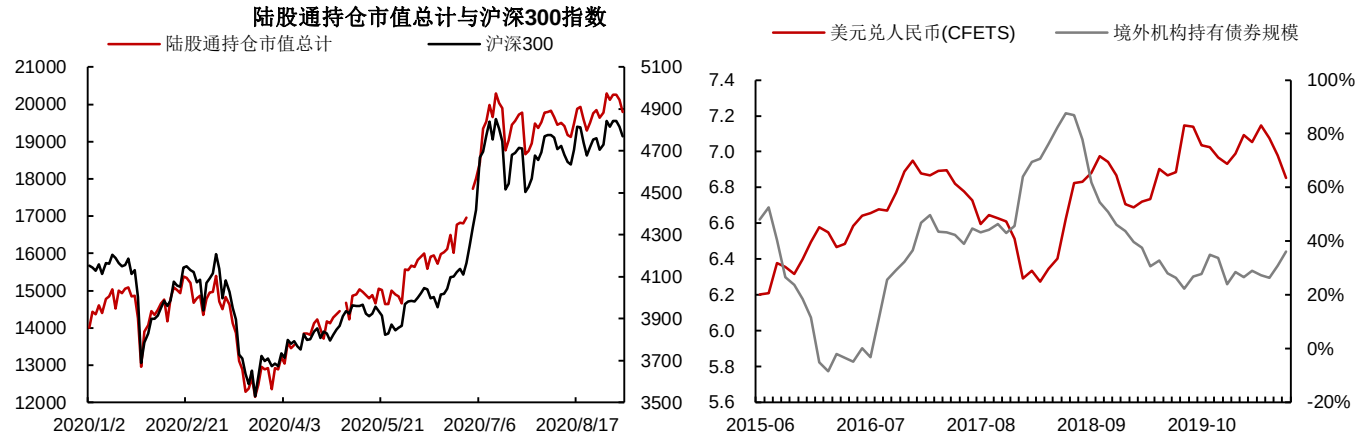
主线之三：资金流动的逻辑：关注人民币升值&资金流的边际切换

影响资产配置的另外一个非常重要的因素是流动性的影响。资产的配置价值和流动性变化之间存在着因与果的关系，同时流动性的变化又会通过市场情绪或者行为金融的角度影响资产价格。

当下的流动性环境面临两大主线，一是人民币升值的节奏与空间问题会直接影响人民币资产的配置价值；二是资产本身的流动性高低受到机构持仓和宽货币节奏的影响。

人民币角度，近期美元指数呈现低位震荡的特征，但美元兑人民币汇率的跌幅大于美元指数的跌幅。二季度央行货币政策执行报告中删除了“宏观审慎管理”的汇率表述，监管层对汇率波动的容忍度有所上升。因此，前期人民币升值以人民币主动性相对更高为主。当前中美之间基本面的差异支撑人民币的相对强势，而英国的脱欧事件和欧元的相对强势共同决定了美元指数在 92 附近震荡的局面继续。综合来看，**人民币币值的稳定性或者相对偏强的状况会在短期内延续，进而利于人民币资产的吸引力，利于陆股通持仓市值维持高位震荡和境外机构积极配债。**

图8： 陆股通持仓市值总量升值高位后震荡，境外机构的债券配置规模持续增加



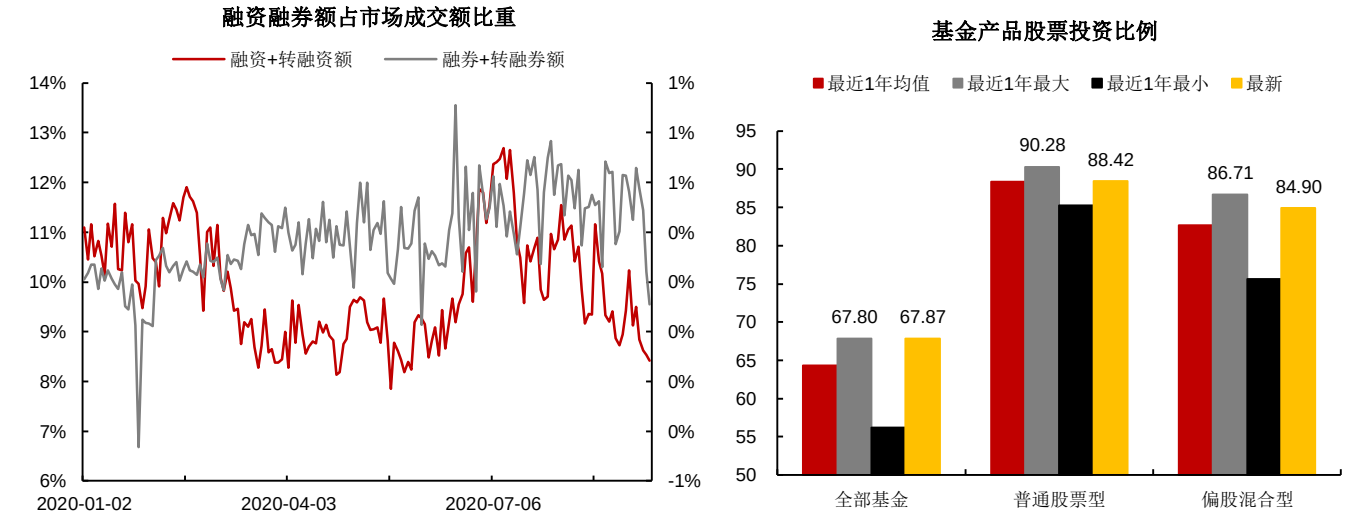
资料来源：Wind 中信期货研究部

资产本身的流动性角度，虽然 7 月初监管层喊话降杠杆之后融资占比迅速回落至 9%附近，市场杠杆率整体回落。但是从基金产品的持仓来看，8 月份基金产品的股票仓位不降反增，股票型基金已经升至 90%的持仓高位附近。结合前述市场风格的变化，**在当前资产荒的整体逻辑下，权益市场依然具有配置吸引力，且存量机构更多选择调仓做出阿尔法，而非减仓规避风险。**同时央行通过公开市场操作呵护市场的动作也给权益配置提供了整体较为充裕的流动性环境。

不过，我们也注意到**在股/债比价逐渐走低之后，阶段性的债券配置价值会对混合型产品的仓位带来较大影响。**

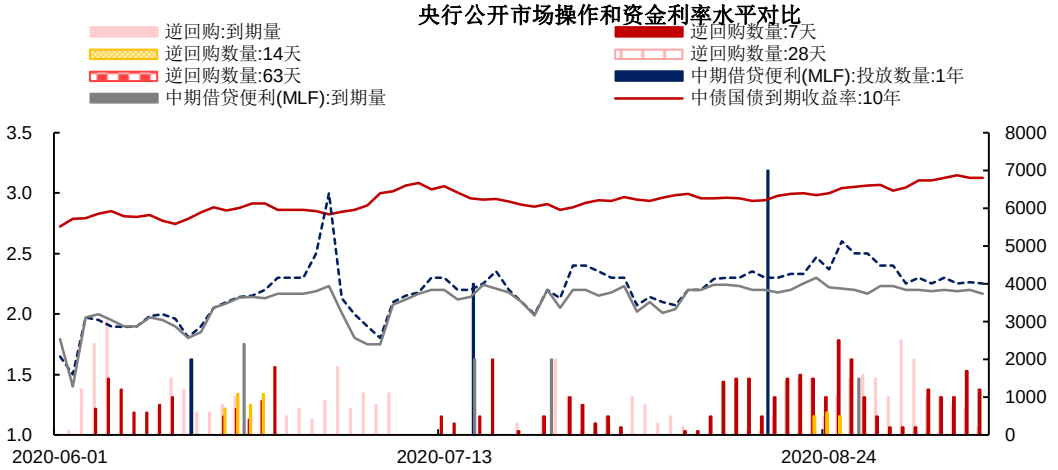
最后，**商品期货市场的持仓关注度集中在油脂、饲料、黑色、黄金等品种上，也呈现明显的结构化特征。**

图9： 两融买入额占比下降，市场杠杆率整体走低；基金股票持仓行至高位



资料来源：Wind 中信期货研究部

图10：货币政策边际收紧的基调下，央行通过更多元的公开市场操作来平抑流动性



资料来源：Wind 中信期货研究部

策略建议：抓取相对配置价值

综合来看，预计 9 月份市场仍将在结构性机构中找配置空间，内外需求继续回暖、利润修复预期下找相对估值洼地、存量博弈等主线之下，各类资产将继续呈现此消彼长的特征。

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

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

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

黄金：在实际利率没有进一步下行空间预期之下，黄金多头逻辑继续面临短期考验。但需警惕地缘风险的冲击可能。**9 月份建议多头继续观望。但从中长期看，避险逻辑将持续，“多事之秋”加上实际利率低水平将对金价构成持续支撑。**

汇率：在中美基本面差异、欧美政策差异、地缘干扰等各种因素影响下，美元指数反弹持续性有限，人民币仍将处于偏强震荡的状况。**9 月份建议购汇需求投资者把握机会，顺势操作。**

图11：8 月经济数据市场预测值

主要经济数据	单位	公布时间	预测值（8月）	最新数据（7月）	近4期表现
GDP	当季同比(%)	-	-	-	
制造业PMI	(%)	8月31日	51.0*	51.1	
工业增加值	当月同比(%)	9月15日	5.5	4.8	
固定资产投资	累计同比(%)	9月15日	-0.1	-1.6	
社会消费品零售	当月同比(%)	9月15日	0.3	-1.1	
CPI	当月同比(%)	9月9日	2.4*	2.7	
PPI	当月同比(%)	9月9日	-2.0*	-2.4	
城镇调查失业率	(%)	9月15日	5.7	5.7	
出口金额	当月同比(%)	9月7日	9.5*	7.2	
进口金额	当月同比(%)	9月7日	-2.1*	-1.4	
M2	当月同比(%)	9月10日	10.8	10.7	
新增人民币贷款	当月值(亿元)	9月10日	12750	9927	

资料来源：Wind 中信期货研究部　　注：标*数据为已公布的实际值，进出口贸易数据为美元计价。

图12： 股票行业中得分较高的为机械、基础化工、农林牧渔、有色金属等，资金层面最受外资青睐的行业为食品饮料、银行、机械等。8 月股市高位震荡，2 次冲击前高未果，风格上更加均衡。创业板注册制落地带动的情绪红利减弱，中报披露的利空扰动也逐渐褪去，资金量能未明显放大，外资较之前更加谨慎。股市趋势大幅上行还需等待新的促发因素。（数据截至 8 月 31 日）

股市															
		估值		预测	盈利			宏观	资金	行业	估值		盈利	合计
市场	当前价格	PE_TTM	历史分位数	EPS增速（复合2019-2021）	ROE	变化	历史分位数	经济	资金	预期	利润增速预期	纵向比较	纵向比较	算术平均
上证指数	3396	16.16	85%	—	4.36	2.25	30%	4	3	—	—	1	2	2.5
沪深300	4816	15.25	98%	—	4.97	2.61	30%	4	4	—	—	1	2	2.8
中小板指	9155	37.40	91%	—	6.41	3.97	50%	4	3	—	—	1	3	2.8
创业板指	2728	67.12	90%	—	6.83	4.61	60%	4	3	—	—	1	3	2.8
上证50	3344	12.19	98%	—	4.93	2.34	30%	4	4	—	—	1	2	2.8
中证500	6668	34.26	63%	—	3.29	1.99	30%	4	3	—	—	2	2	2.8
行业（中信一级）														
石油石化	2151	92.07	43%	-	-1.64	-0.30	5%	3	3	2	-	3	5	3.2
煤炭	1572	9.89	34%	-	4.89	2.69	55%	3	3	1	-	2	3	2.4
有色金属	4512	239.36	70%	-	1.94	1.33	45%	4	3	3	-	4	3	3.4
电力及公用事业	2467	21.43	25%	-	4.10	2.81	45%	4	3	2	-	2	3	2.8
钢铁	1317	15.36	48%	-	3.01	2.01	50%	3	3	3	-	3	3	3.0
基础化工	5373	45.01	61%	-	3.86	2.54	50%	4	4	3	-	4	3	3.6
建筑	3331	10.02	17%	27%	4.17	2.75	30%	4	3	2	4	1	4	3.0
建材	9464	18.50	44%	48%	7.65	5.92	65%	4	3	3	4	3	2	3.2
轻工制造	4072	35.00	55%	29%	3.63	2.39	30%	4	3	2	2	3	2	2.7
机械	6150	48.80	25%	95%	4.16	3.26	75%	3	4	3	4	4	4	3.7
电力设备及新能源	7062	52.77	76%	66%	3.82	2.75	50%	4	3	3	4	2	3	3.2
国防军工	8881	92.17	63%	34%	2.93	1.44	80%	3	3	3	2	2	4	2.8
汽车	7120	43.53	97%	44%	2.63	2.30	15%	4	3	4	3	1	1	2.7
商贸零售	4881	50.47	88%	49%	1.93	1.39	20%	4	3	2	3	1	1	2.3
消费者服务	13085	326.71	100%	19%	-1.11	0.16	10%	4	2	4	2	1	1	2.3
家电	15688	28.02	100%	56%	7.08	5.15	30%	4	2	3	4	1	2	2.7
纺织服装	3191	43.66	94%	35%	2.84	2.00	25%	3	3	3	2	1	2	2.3
医药	16176	73.66	96%	37%	6.39	3.97	45%	3	1	3	2	1	3	2.2
食品饮料	31596	52.40	100%	32%	11.85	5.56	50%	4	5	3	2	1	3	3.0
农林牧渔	8612	23.44	4%	-	9.97	5.78	85%	3	3	2	-	5	5	3.6
银行	7593	6.29	36%	4%	5.56	2.39	30%	3	4	3	3	4	2	3.2
非银行金融	10732	21.87	82%	42%	5.45	2.51	45%	3	3	3	4	1	3	2.8
房地产	6964	10.57	28%	44%	4.67	3.45	30%	3	3	2	4	4	2	3.0
交通运输	1914	53.69	100%	27%	0.00	0.61	10%	4	4	3	4	1	1	2.8
电子	8304	80.52	95%	51%	3.90	2.61	35%	4	2	4	2	1	2	2.5
通信	5124	54.28	29%	79%	3.05	2.09	40%	4	3	3	4	4	2	3.3
计算机	7030	215.67	97%	68%	2.04	2.18	25%	4	2	4	2	1	2	2.5
传媒	3170	0.00	62%	-	2.86	1.89	40%	4	4	2	-	2	2	2.8
综合	3902	0.00	52%	-	1.45	1.00	35%	3	3	2	-	3	2	2.6
综合金融	1162	51.13	8%	-	-	-	-	3	3	2	-	5	5	3.6

资料来源：Wind 中信期货研究部

注：从宏观、资金、行业、估值、盈利五个方面对股票板块和行业打分，分值范围从 1 至 5 分，得分越高表现越好。

图13：8 月债市震荡下跌，地方债放量发行和银行超储率低导致资金紧张，股债跷跷板和经济基本面利空债市。货币政策从信用宽松回归稳健，央行强调政策正常化。不过，央行有意呵护流动性而且 10 年期国债利率位于 3%上方，配置力量有望进一步增强。（数据截止 8 月 31 日）

债市					
利率债	收益率（%）	本月变动（%）	资金	当前利率（%）	本月变动（%）
1年期国债	2.51	0.27	Shibor 3M	2.64	0.05
5年期国债	2.95	0.28	逆回购7天	2.20	0
10年期国债	3.02	0.08	逆回购14天	2.35	0
1年期国开债	2.83	0.17	LPR1年	3.85	0
5年期国开债	3.46	0.20	LPR5年	4.65	0
10年期国开债	3.58	0.15	MLF	2.95	0
信用债	收益率（%）	本月变动（%）	信用利差		
			当前利差(BP)	本月变动（BP）	历史分位数
1年期AAA级企业债	3.10	0.20	59.00	-6.34	38%
1年期AA+企业债	3.26	0.21	75.00	-5.34	41%
3年期AAA级企业债	3.70	0.23	81.04	-16.07	71%
3年期AA+企业债	3.85	0.20	96.04	-19.07	63%
5年期AAA级企业债	3.98	0.23	102.16	-4.57	70%
5年期AA+级企业债	4.23	0.20	127.16	-7.57	67%
1年期AAA级城投债	3.15	0.20	63.38	-6.69	44%
1年期AA+城投债	3.22	0.18	70.38	-8.69	44%
3年期AAA级城投债	3.75	0.22	85.51	-17.17	68%
3年期AA+城投债	3.87	0.21	97.51	-18.17	67%
5年期AAA级城投债	4.03	0.22	107.08	-5.58	73%
5年期AA+级城投债	4.21	0.21	125.08	-6.58	75%

资料来源：Wind 中信期货研究部

注：下跌，上涨，不变

图14：9月商品需求旺季有望兑现，工业品震荡偏强；农产品供需存在缺口，短期震荡中期偏强。

板块	逻辑	品种观点
能源	1、原油：原油下跌来自几方面因素影响：美股下跌；沙特、阿联酋下调官价；油品需求不及预期，炼厂利润持续疲弱。美股回落触发美油下跌，美油跌幅放大进一步施压美股下行；叠加前期盘整过长时间后的技术性释放，若引发量化策略跟随，短期或仍有下行空间。中期若美股止跌后，油市再平衡推进，油价或回归震荡。 2、沥青：沥青炼厂开工高位，炼厂库存连续增加，市场对沥青供过于求的预期不断强化，原油大跌沥青期价跟随。当下沥青供应高位逐步成为市场共识，基差走强背景下若现货端持续受供应压制，一旦需求不及预期则沥青期价将面临较大压力，但供应端环比下降概率仍存（炼厂调整出率、原料轻质化、产能整合、沥青原料补充不足），炼厂库存季节性高位，按照当下的需求仍不难消化。	原油：短期偏弱，中期震荡； 沥青：震荡
贵金属	1、美联储调整货币政策框架，引入通胀均值概念，意味着美联储可以容忍更高通胀，低利率环境可以维持更长时间； 2、美国就业数据超预期向好，英国脱欧再添变数利空欧元，美元反弹，施压黄金。	黄金：震荡；
黑色	1、现实需求恢复放缓，螺纹库存累积，期价回落收基差，盘面暂时震荡运行，未来旺季预期较大概率兑现，多单可继续持有； 2、铁矿库存上升，中品澳粉库存企稳，结构性矛盾暂缓，预计铁矿将进入高位震荡格局； 3、铁水保持高位但短期内无增量，新产能的释放压制焦炭上行空间，期货受预期与现货共同影响，转入高位震荡格局。	铁矿：供需边际宽松，高位震荡； 螺纹：短期宽幅震荡，旺季需求可期； 热卷：需求健康，回调买入
有色	1、铜：弱势美元和低库存推动伦铜走高，考虑到在进入消费旺季前铜价处于高位且国内供应充裕，这将在一定程度上会对9/10月旺季消费构成抑制。所以铜价将保持强势，但很难再进一步走出单边大幅上涨，更多的是呈现震荡上行，外强内弱。 2、锌：终端传统旺季向好预期未证伪下，对锌价仍有支撑；但供应释放预期加快，供需将边际转弱，锌价上方空间或受限，短期或暂时高位波动。	铜：高位震荡； 锌：高位震荡
化工	1、甲醇：给化工品带来恐慌性压力，多头集中离场带来较大幅度下跌，短期压力有所增加，不过化工品边际供需仍相对不错，旺季需求回升仍能提供支撑，叠加部分化工品库存偏低，化工品或不过度悲观。	甲醇：震荡偏强
农产品	1、蛋白粕：优良率下降同时中国积极采购，料内外盘震荡偏强运行。丰产预期强压制现货，中国加大采购美豆新作提振预期，短期美豆多空并存。进口大豆到港量近千万吨，现货压力令基差走弱。中长期，生猪养殖修复确定，需求周期性好转，价格区间有望持续抬升。不过中美关系仍存在不确定性，增加远期波动风险。 2、棉花：新年度，预计产量下降，预计需求或逐步向好，新年度供需形势有所好转。根据目前的情况，印、巴沙漠蝗虫对棉花的影响暂时不大，但需要关注后期的进展情况。如果疫苗可以有效且快速上市，则后期棉花消费有望快速恢复。关注中美关系对棉花价格的扰动。 3、玉米：当前市场仍处于远月缺口预期和近月供应压力的博弈。短期看，供大于求叠加政策干扰，近月或承压运行，长期看，在国内供给难有明显增加而需求向好的背景下，新年度玉米供需缺口预期持续强化，若中美贸易关系缓和，进口美玉米补充供应，期价有望见顶回落，若中美关系继续趋紧，盘面或继续交易缺口预期，期价回调过后有望继续上涨。	豆粕：震荡偏强； 郑棉：震荡偏强 玉米：高位震荡

资料来源：Wind 中信期货研究部

三、市场综述：震荡格局中酝酿新势能

（一）宏观环境综述：经济维持在向上趋势中

1. 8月制造业PMI小幅波动，经济维持在向上趋势中。8月制造业PMI录得51.0，略低于7月的51.1，主要是生产分项指标录得53.5略低于上月。但新订单、新出口订单、出厂价格、从业人员等均较上月继续上涨，且出口和从业人员快要回到50分界线。非制造业PMI继续保持高景气度，商务活动和服务业显著上涨，建筑业高位小幅回落。建筑业新订单56.4涨幅最大，服务业从业人员升至47.2仅次于今年1月。

2. 工业企业盈利改善，部分行业初现补库存迹象。食品加工行业整体保持高利润增速，计算机通信电子行业利润保持高增长，汽车、电气机械行业利润进一步改善。酒、饮料和茶行业、有色金属加工业、汽车制造业在7月初步出现了补库迹象。

3. 货币政策从宽信用转向稳信用，流动性维持充裕但不宽松。下半年流动性没有上半年宽松，但经济仍在修复期，政策不会突然收紧，将保持稳健。

图15：7月投资数据受到天气扰动，8月有望改善。PPI向上带动企业盈利恢复。宽松信用环境边际收紧。（数据截至8月31日）

主要经济数据	单位	2020									2019						最近2年
		变动	20/8	20/7	20/6	20/5	20/4	20/3	20/2	20/1	19/12	19/11	19/10	19/9	19/8	19/7	曲线图**
GDP	当季同比(%)	-	-		3.2			-6.8			6.0			6.0			
制造业PMI	(%)	0.1	51.0	51.1	50.9	50.6	50.8	52.0	35.7	50.0	50.2	50.2	49.3	49.8	49.5	49.7	
工业增加值	当月同比(%)	0.0		4.8	4.8	4.4	3.9	-1.1	-25.9	-	6.9	6.2	4.7	5.8	4.4	4.8	
固定资产投资	累计同比(%)	1.5		-1.6	-3.1	-6.3	-10.3	-16.1	-24.5	-	5.4	5.2	5.2	5.4	5.5	5.7	
房地产	累计同比(%)	1.5		3.4	1.9	-0.3	-3.3	-7.7	-16.3	-	9.9	10.2	10.3	10.5	10.5	10.6	
制造业	累计同比(%)	1.5		-10.2	-11.7	-14.8	-18.8	-25.2	-31.5	-	3.1	2.5	2.6	2.5	2.6	3.3	
基建(不含电力)	累计同比(%)	1.7		-1.0	-2.7	-6.3	-11.8	-19.7	-30.3	-	3.8	4.0	4.2	4.5	4.2	3.8	
社会消费品零售	当月同比(%)	0.7		-1.1	-1.8	-2.8	-7.5	-15.8	-20.5	-	8.0	8.0	7.2	7.8	7.5	7.6	
CPI	当月同比(%)	0.3	2.4	2.7	2.5	2.4	3.3	4.3	5.2	5.4	4.5	4.5	3.8	3.0	2.8	2.8	
PPI	当月同比(%)	0.4	-2.0	-2.4	-3.0	-3.7	-3.1	-1.5	-0.4	0.1	-0.5	-1.4	-1.6	-1.2	-0.8	-0.3	
城镇调查失业率*	(%)	0.0		5.7	5.7	5.9	6.0	5.9	6.2	-	5.2	5.1	5.1	5.2	5.2	5.3	
出口金额	当月同比(%)	2.3	9.5	7.2	0.5	-3.3	3.5	-6.6	-17.2	-	7.9	-1.3	-0.9	-3.2	-1.0	3.3	
进口金额	当月同比(%)	0.7	-2.1	-1.4	2.7	-16.7	-14.2	-0.9	-4.0	-	16.5	0.5	-6.4	-8.3	-5.6	-5.2	
M2	当月同比(%)	0.4		10.7	11.1	11.1	11.1	10.1	8.8	8.4	8.7	8.2	8.4	8.4	8.2	8.1	
新增人民币贷款	当月值(亿元)	-8173		9927	18100	14800	17000	28500	9057	33400	11400	13900	6613	16900	12100	10600	

资料来源：Wind 中信期货研究部

图16：货币政策从宽信用转向稳信用，流动性充裕但不宽松

类型	时间	政策	对资产影响
货币政策	8月6日	《二季度中国货币政策执行报告》下一阶段政策思路将保持流动性合理充裕，促进贷款投放与市场主体实际资金需求相匹配，通过改革降低综合融资成本。	下半年流动性没有上半年宽松
	8月25日	国务院政策例行吹风会：货币政策需要有更大确定性来应对各种不确定性，稳健货币政策取向不变，保持灵活适度的操作要求不变，坚持正常货币政策的决心不变	货币政策逐渐回归稳健

资料来源：Wind 中信期货研究部

（二）中观高频验证：地产竣工需求强势，纺织服装复苏

1. **本月房地产开工需求仍呈现上行，竣工需求强势**：本月商品房成交面积小幅回落但仍维持历史同期高位，土地供应持续下行。开工端需求进入旺季，水泥开工持续反弹的同时库存持续去化；竣工端需求维持强势，玻璃库存去化、人造板价格持续反弹。

2. **基建需求偏强，制造业持续复苏**：8 月基建需求继续维持强势，挖掘机销量维持高增长；制造业方面，汽车销量 8 月维持反弹趋势，经销商库存有所上升但整体压力有限。

3. **出口需求持续改善**：8 月出口需求持续改善，纺织服装上游加弹、织造开工持续复苏，服装出口指数以及小商品订单指数环比上月均呈现出不同程度的改善。

4. **农产品价格高位盘整，液体化工品库存压力仍存**：猪肉存栏维持稳步回升，猪周期大概率呈现顶部特征，本月猪肉价格高位盘整，果蔬类价格整体平稳；工业品方面，CRB 指数维持反弹趋势，但部分液体化工品库存压力仍存，库存水平仍处于历史高位。

图17：地产竣工需求强势，基建需求偏强，纺织服装出口改善，通胀压力有限（数据截至 8 月 31 日）

行业	细分板块	主要指标	频率	最新值	较上月变动	曲线图	3年均值
地产产业链	成交与价格	100大中城市供应土地数量	周度	212.00	(71.00)		318.3
		30大中城市商品房成交面积	日度	72.98	6.30		47.6
		上海:中原领先指数	月度	575.00	3.00		581.4
		北京:中原领先指数	月度	796.00	(6.50)		842.5
		深圳:中原领先指数	月度	1104.00	29.00		908.5
	开工端	全国水泥磨机开工率	周度	62.2%	1.35%		52.0%
		全国水泥熟料库容比	周度	58.9%	-6.47%		56.60%
	竣工端	全国玻璃库存	周度	2358.00	(682.00)		3227.2
		广州浮法玻璃现货平均价	周度	98.30	15.07		87.8
		鱼珠木材指数YTI:人造板	周度	1069.10	0.32		1066.3
		临沂人造板价格指数LTI:总指数	周度	820.99	(4.28)		860.2
基建与制造业	基建	销量:液压挖掘机:主要企业	月度	19110.00	(6515.00)		20341.0
		电线电缆价格指数	周度	102.19	0.76		96.7
	制造业	汽车经销商库存预警指数	月度	62.70	5.90		58.1
		家用空调:产量	月度	1531.40	130.10		1237.0
		家用空调:销量	月度	1439.70	74.70		1226.6
出口贸易	纺服下游	库存天数:坯布:盛泽地区样本织造企业	周度	45.50	0.50		38.3
		盛泽丝绸:价格指数:丝绸面料	周度	102.03	0.38		104.0
	纺织出口指标	出口价格指数:女装	周度	99.17	0.45		100.0
		出口价格指数:男装	周度	96.95	(0.01)		96.8
	义乌小商品指数	出口价格指数	周度	99.94	0.00		99.5
		订单价格指数	周度	100.36	0.03		100.5
通胀相关	农产品价格指数	河南白条猪出厂价	周度	47.83	(0.50)		27.2
		山东蔬菜批发价格指数	周度	126.06	(0.34)		111.6
		鸡蛋批发价格	周度	6.20	0.50		7.8
	工业品相关指数	CRB现货指数:金属	周度	319.64	18.45		333.5
		CRB现货指数:工业原料	周度	449.56	9.22		476.8
		液体化工品库存指数	周度	146.58	(3.34)		91.9
		固体化工品库存指数	周度	168.12	(3.66)		121.2

资料来源：Wind 中信期货研究部

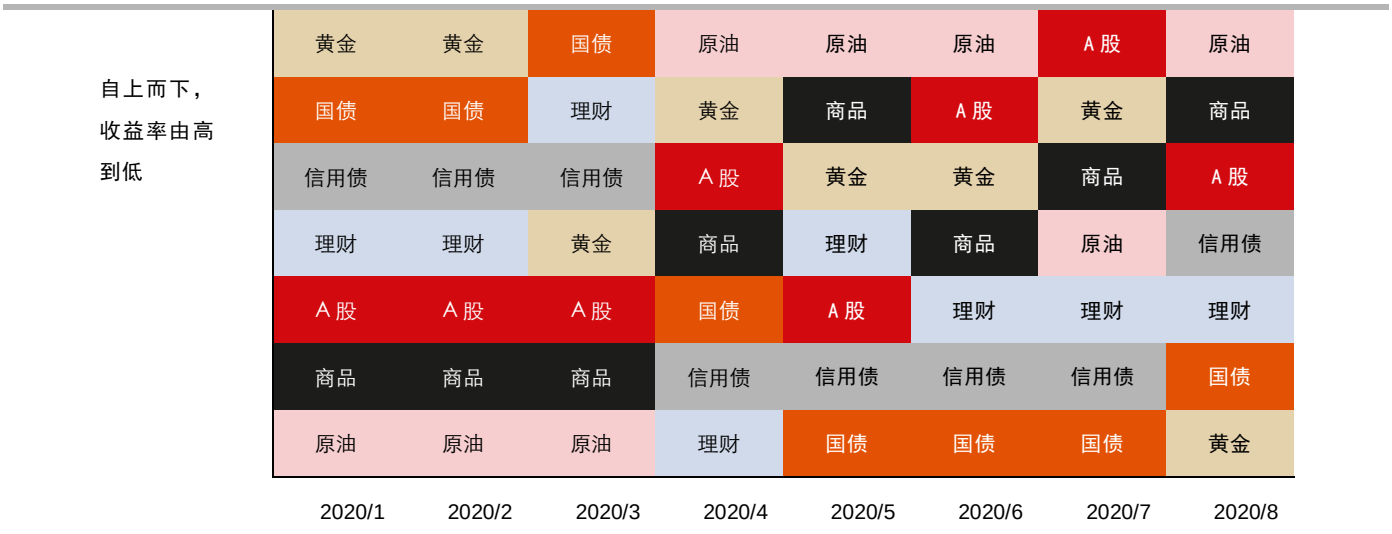
（三）大类资产追踪：原油＞商品＞股票＞债券＞黄金

8 月股债均处在震荡格局。股市中报披露结束后，短期利空减退，且经济基本面支撑进一步增强。但是，中美关系的不确定性仍将中期扰动市场，同时新增资金入市放缓，更多还在存量市博弈。之前受疫情冲击较大的部分行业例如纺织、汽车、家电正在逐步改善，可能存在补涨逻辑。同时，金九银十进入地产和基建建设旺季，将带动机械、建材、轻工制造、电气等行业需求。

债市也处在区间格局，央行 5 月以后政策利率不再变动，或许对当前的政策利率较为合意，也间接明确了资金 7 天和 1 年期的区间界限。尽管央行 8 月连续公开市场净投放，但债市情绪悲观，主因是供应高峰和经济基本面利空。但货币政策并未立马收紧而且重在结构调整，引导实体利率继续下行，中美关系支撑避险需求。当利率高于 3%时，债市仍有配置价值。

商品小幅上涨，原油受到飓风季节性利多支撑，国内商品即将进入季节性旺季需求仍有支撑。黄金则在 8 月大幅波动，美联储货币政策没有进一步宽松，美元筑底，美债利率抬头，都对金价形成压制。加上 8 月前期投机情绪过浓，情绪放大造成 8 月中旬踩踏。但美联储 8 月宣布新的货币框架，对通胀容忍度上升意味着低利率将维持更长的时间。同时通胀、经济缓慢复苏、避险仍将支撑黄金需求，所以金价大概率将缓慢上行。

图18：8 月份资产处于震荡格局，商品表现占优（数据截至 8 月 31 日）



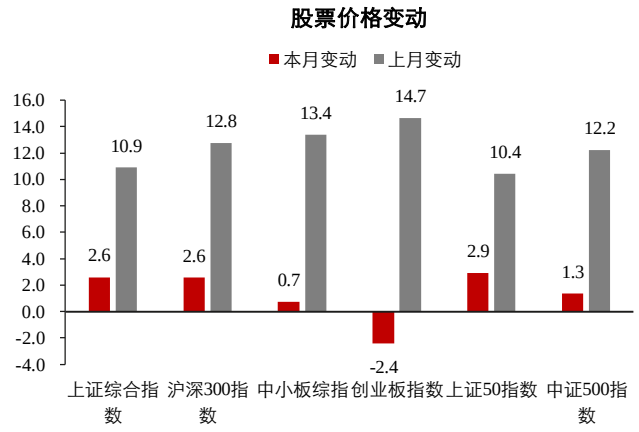
资料来源：Wind 中信期货研究部

图19：权益与有色的联动增强，股债跷跷板效应小幅减弱，黄金与各资产低相关（统计时间为过去 3 个月）

收益率相关性	上证综合指数	沪深300指数	中小板综指	创业板指数	上证50指数	中证500指数	中债国债总净价指数	中债国开行债券总净价指数	中债信用债总净价指数	中债企业债总净价指数	中债货币市场基金可投资债券净价指数	中信期货商品指数	中信期货黑色建材指数	中信期货有色金属指数	中信期货农产品指数	NYMEX原油	黄金现
上证综合		0.983	0.879	0.747	0.966	0.918	-0.130	-0.077	0.020	0.009	0.010	0.449	0.322	0.440	0.357	0.017	0.173
沪深300	0.983		0.916	0.794	0.968	0.917	-0.093	-0.064	0.005	-0.008	0.015	0.456	0.330	0.459	0.359	0.041	0.164
中小板综	0.879	0.916		0.931	0.803	0.961	-0.142	-0.142	-0.083	-0.105	-0.054	0.412	0.334	0.475	0.186	0.019	0.195
创业板	0.747	0.794	0.931		0.646	0.907	-0.163	-0.190	-0.129	-0.150	-0.046	0.380	0.327	0.418	0.133	0.029	0.266
上证50	0.966	0.968	0.803	0.646		0.816	-0.078	-0.022	0.055	0.047	0.048	0.417	0.284	0.404	0.391	0.040	0.102
中证500	0.918	0.917	0.961	0.907	0.816		-0.179	-0.151	-0.060	-0.081	-0.039	0.430	0.346	0.461	0.215	0.015	0.240
中债国债	-0.130	-0.093	-0.142	-0.163	-0.078	-0.179		0.917	0.516	0.523	0.324	0.000	-0.009	-0.016	-0.054	-0.176	0.145
中债国开行债券	-0.077	-0.064	-0.142	-0.190	-0.022	-0.151	0.917		0.665	0.668	0.396	0.057	-0.004	0.026	-0.040	-0.192	0.191
中债信用债	0.020	0.005	-0.083	-0.129	0.055	-0.060	0.516	0.665		0.992	0.754	-0.113	-0.128	-0.055	-0.043	-0.138	0.146
中债企业债	0.009	-0.008	-0.105	-0.150	0.047	-0.081	0.523	0.668	0.992		0.719	-0.093	-0.121	-0.038	-0.024	-0.133	0.157
中债货基可投资债券	0.010	0.015	-0.054	-0.046	0.048	-0.039	0.324	0.396	0.754	0.719		-0.167	-0.137	-0.078	-0.202	-0.011	0.110
中信期货商品指数	0.449	0.456	0.412	0.380	0.417	0.430	0.000	0.057	-0.113	-0.093	-0.093		0.857	0.655	0.487	-0.041	0.275
中信期货黑色建材指数	0.322	0.330	0.334	0.327	0.284	0.346	-0.009	-0.004	-0.128	-0.121	-0.121	0.857		0.366	0.340	-0.077	0.047
中信期货有色金属指数	0.440	0.459	0.475	0.418	0.404	0.461	-0.016	0.026	-0.055	-0.038	-0.038	0.655	0.366		0.304	0.066	0.216
中信期货农产品指数	0.357	0.359	0.186	0.133	0.391	0.215	-0.054	-0.040	-0.043	-0.024	-0.024	0.487	0.340	0.304		-0.025	0.082
NYMEX原油	0.017	0.041	0.019	0.029	0.040	0.015	-0.176	-0.192	-0.138	-0.133	-0.133	-0.041	-0.077	0.066	-0.025		-0.059
黄金现	0.173	0.164	0.195	0.266	0.102	0.240	0.145	0.191	0.146	0.157	0.157	0.275	0.047	0.216	0.082	-0.059	

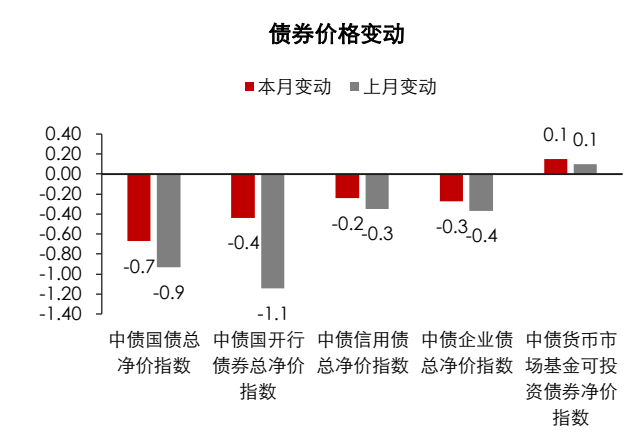
资料来源：Wind 中信期货研究部

图20：8 月沪深 300 和上证 50 表现优于创业板 单位：%



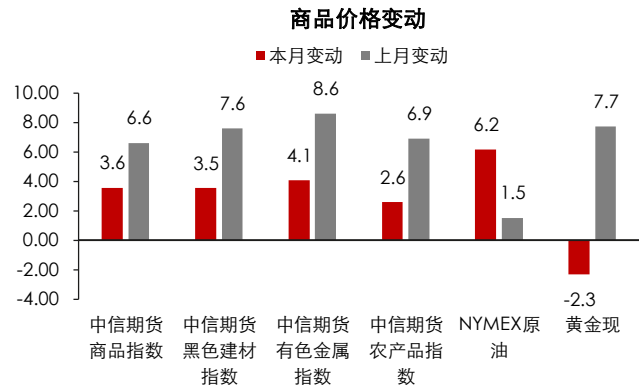
资料来源：Wind 中信期货研究部

图21：债市延续跌势，信用债相对抗跌 单位：%



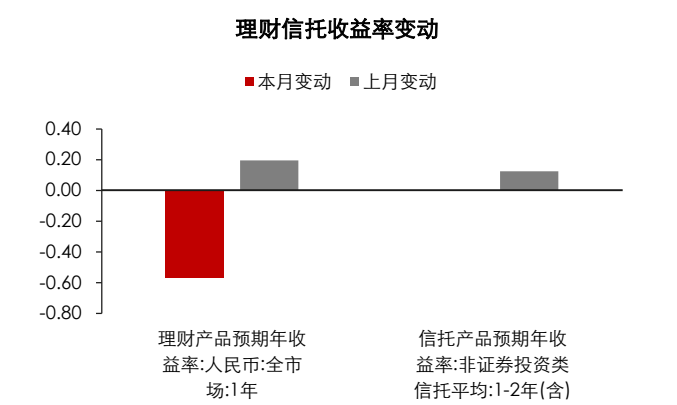
资料来源：Wind 中信期货研究部

图22：8 月原油和有色金属在商品中表现更优　　单位：%



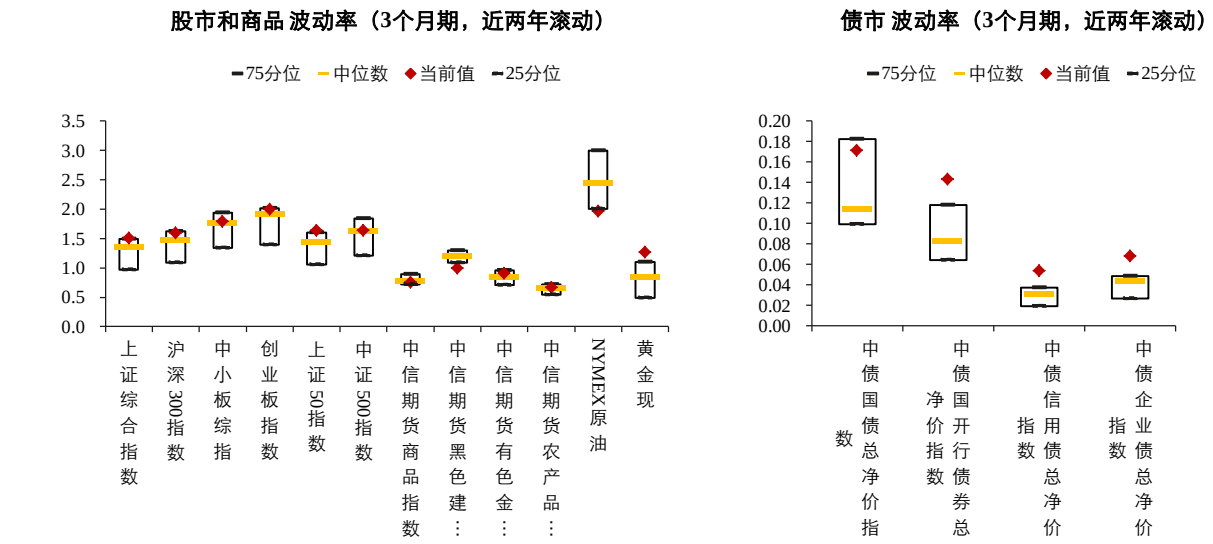
资料来源：Wind 中信期货研究部

图23：理财收益率继续下降　　单位：%



资料来源：Wind 中信期货研究部

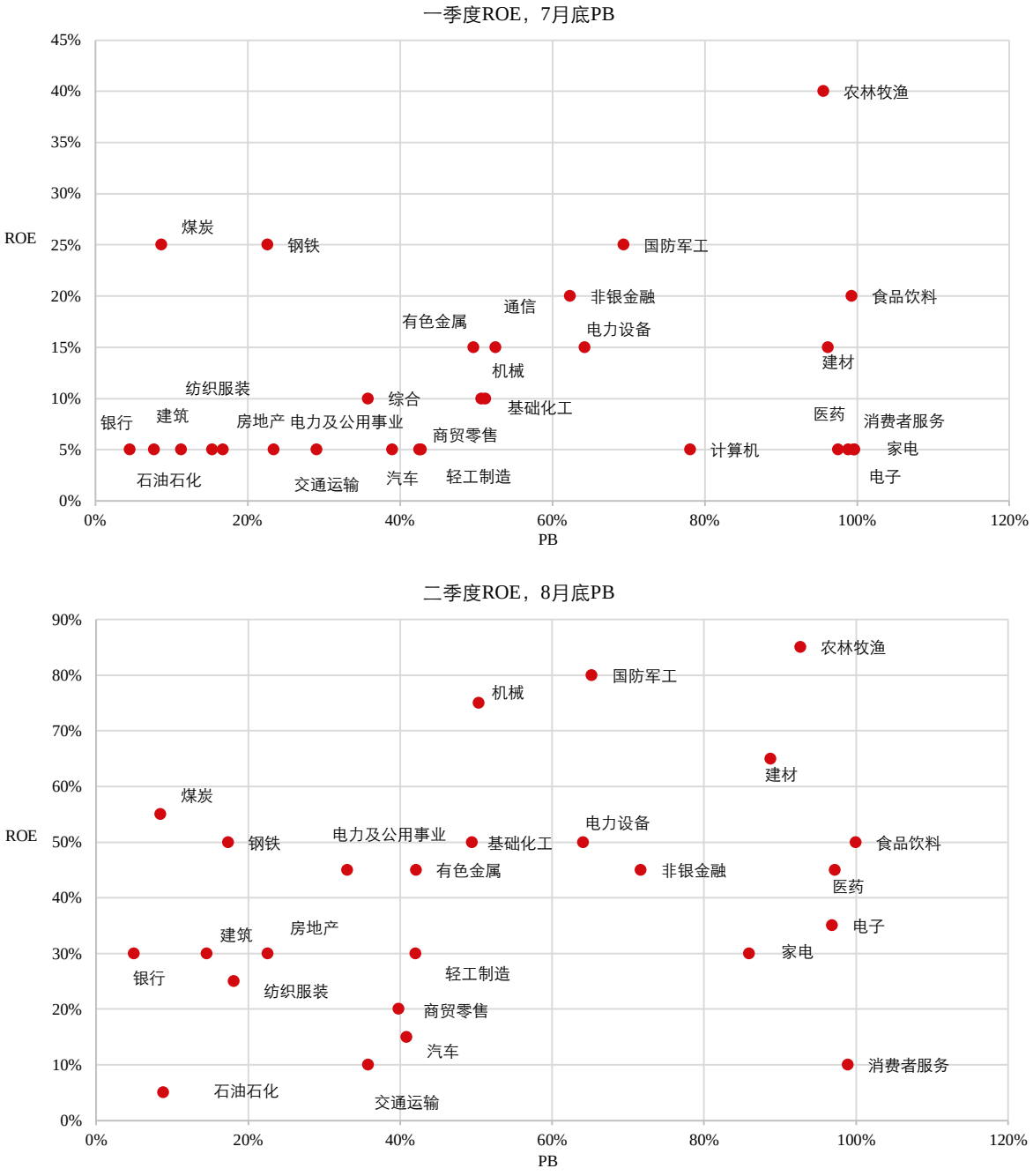
图24：股票和债券波动率位于近 3 个月中位数上方，黑色和原油波动回落至近 3 个月低位。



资料来源：Wind 中信期货研究部

1.股票市场：前期受疫情冲击大的行业正在好转

图25：二季度 ROE 增长前五大行业是建材、农林牧渔、食品饮料、家电、医药，环比增速最高的是汽车。此外，机械和国防军工的 ROE 历史分位数在二季度大幅上涨至近五年高位。（最近 5 年分位数，数据截至 8 月 31 日）



资料来源：Wind 中信期货研究部

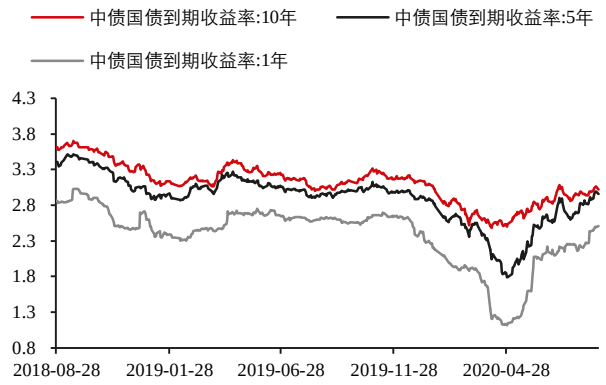
图26：月度价格涨幅前五的行业是食品饮料、交通运输、轻工制造、机械、石油石化。（数据截至 8 月 31 日）

类别	中信一级行业	当前价格	过去2年价格	收益率					估值		盈利	
				1个月	3个月	6个月	2019年至今	2018年	PE(TTM)	过去2年PE	股息率（过去12个月）	ROE(平均)
周期	石油石化	2151.27		6.4%	16.3%	4.0%	6.4%	-21.6%	92.07		3.39	-1.34
	煤炭	1572.37		0.8%	13.7%	5.2%	12.2%	-31.7%	9.89		5.33	2.20
	有色金属	4511.83		-0.1%	23.9%	16.1%	43.1%	-41.4%	239.36		0.63	0.61
	电力及公用事业	2467.34		4.6%	14.6%	12.5%	19.8%	-28.5%	21.43		2.19	1.29
	钢铁	1316.58		2.1%	10.7%	6.6%	4.0%	-30.2%	15.36		2.48	1.00
	基础化工	5373.00		4.6%	25.4%	24.2%	62.5%	-35.9%	45.01		1.17	1.32
	建筑	3330.83		3.9%	13.6%	2.2%	6.9%	-28.9%	10.02		2.01	1.42
	建材	9464.01		3.1%	28.4%	26.2%	110.4%	-34.3%	18.50		1.79	1.73
	轻工制造	4071.95		6.8%	24.0%	23.4%	62.1%	-34.2%	35.00		0.98	1.24
	机械	6149.62		6.4%	22.6%	20.0%	58.7%	-35.9%	48.80		0.83	0.90
	电力设备及新能源	7061.57		2.8%	33.1%	30.1%	77.8%	-34.5%	52.77		0.62	1.07
	国防军工	8880.67		5.9%	43.1%	37.6%	87.3%	-27.7%	92.17		0.27	1.48
	汽车	7120.28		5.2%	20.3%	12.3%	48.0%	-32.5%	43.53		1.54	0.33
	房地产	6964.27		2.3%	12.9%	6.0%	29.0%	-29.2%	10.57		3.24	1.22
	交通运输	1914.30		7.1%	16.6%	19.0%	28.1%	-29.7%	53.69		1.59	-0.61
消费	商贸零售	4880.66		-5.3%	11.5%	26.2%	33.0%	-32.4%	50.47		1.17	0.53
	消费者服务	13085.11		-1.1%	45.9%	68.1%	109.0%	-8.8%	326.71		0.51	-1.27
	家电	15687.91		0.8%	11.9%	15.6%	80.3%	-33.0%	28.02		1.82	1.93
	纺织服装	3191.49		5.0%	12.5%	2.9%	17.8%	-32.9%	43.66		2.30	0.84
	医药	16175.66		-1.3%	26.6%	44.3%	124.3%	-26.9%	73.66		0.58	2.42
	食品饮料	31595.60		11.8%	40.0%	74.5%	186.9%	-20.7%	52.40		0.98	6.29
	农林牧渔	8611.56		6.2%	29.0%	29.6%	109.4%	-22.6%	23.44		1.11	4.18
金融	银行	7593.47		4.2%	6.3%	3.0%	21.9%	-12.0%	6.29		4.76	3.17
	非银行金融	10731.80		3.1%	20.5%	11.5%	58.6%	-25.9%	21.87		1.45	2.94
	综合金融	1162.1401		0.7%	11.3%	1.4%	16.9%	-34.6%	51.13		0.96	1.06
科技	电子	8304.04		0.9%	17.4%	8.9%	133.1%	-41.6%	80.52		0.51	1.30
	通信	5124.29		0.3%	8.4%	-7.0%	43.5%	-33.4%	54.28		0.60	0.96
	计算机	7029.86		1.1%	17.9%	7.4%	94.6%	-25.4%	215.67		0.31	-0.13
	传媒	3170.08		3.8%	14.9%	12.9%	50.6%	-39.0%	0.00		0.82	0.97

资料来源：Wind 中信期货研究部

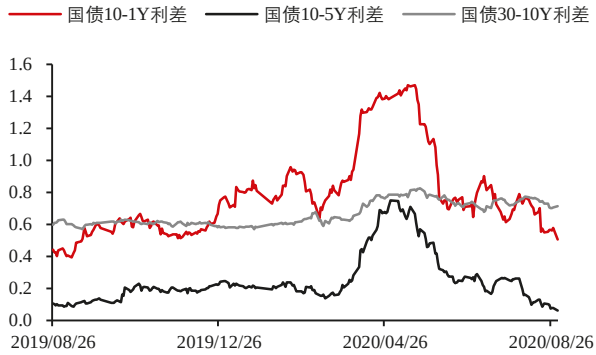
2.债券市场：供应高峰压制，偏弱区间震荡

图27：10 年期国债收益率再次上行突破 3% 单位：%



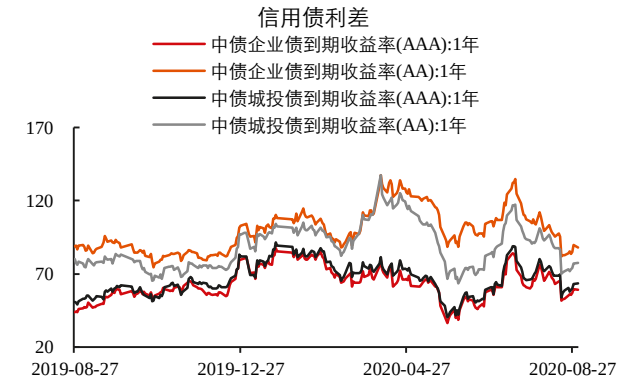
资料来源：Wind 中信期货研究部

图28：曲线走平 单位：%



资料来源：Wind 中信期货研究部

图29：企业债信用利差小幅反弹 单位：%



资料来源：Wind 中信期货研究部

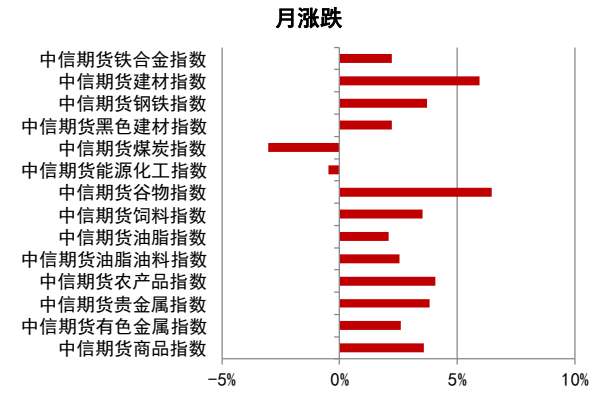
图30：股债性价比指标略微偏向债券 单位：%



资料来源：Wind 中信期货研究部

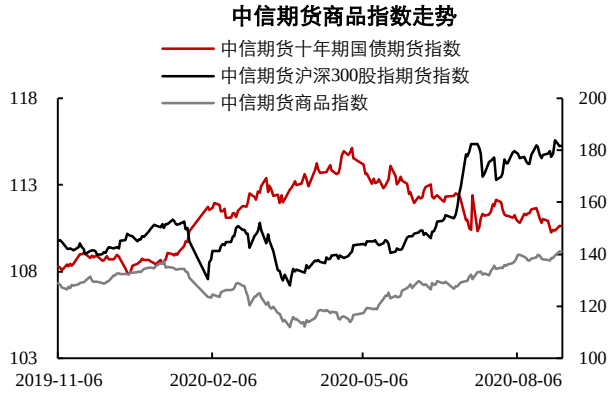
3.商品市场：商品即将进入需求旺季

图31：8 月商品价格整体上涨　　单位：%



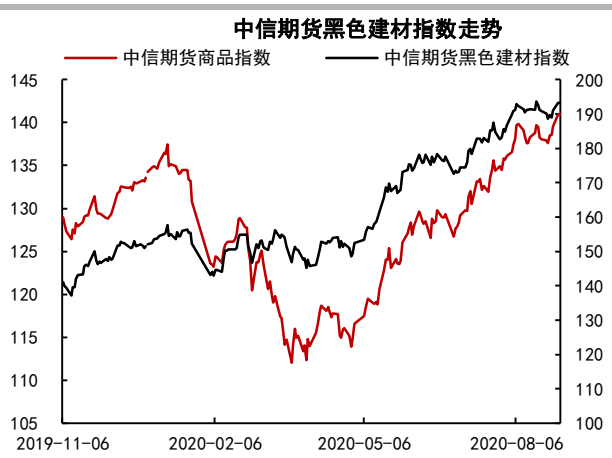
资料来源：Wind 中信期货研究部

图32：中信期货商品指数 8 月上涨 3. 57%　　单位：%



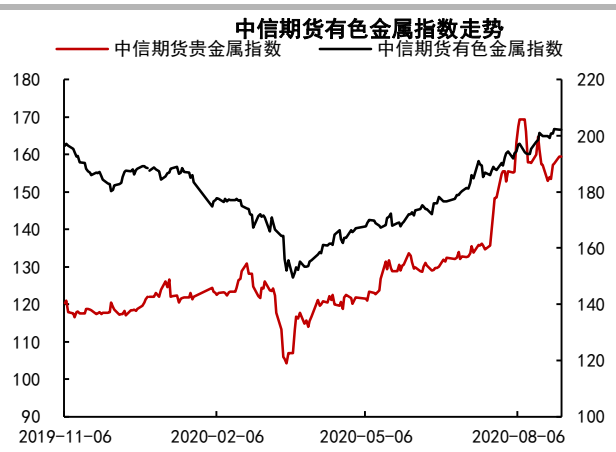
资料来源：Wind 中信期货研究部

图33：黑色板块 8 月上涨 3. 54%　　单位：%



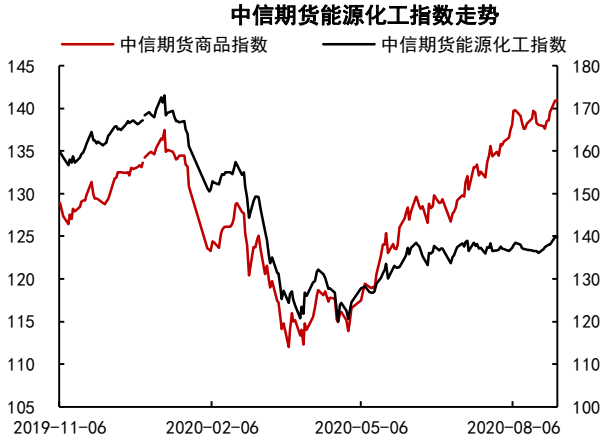
资料来源：Wind 中信期货研究部

图34：8 月有色上涨 4. 07%，贵金属上涨 2. 56%　　单位：%



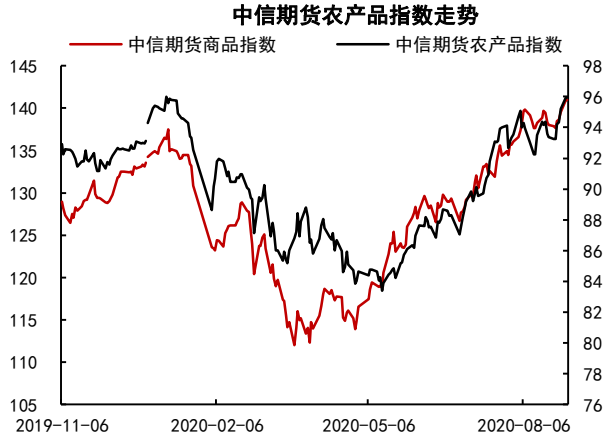
资料来源：Wind 中信期货研究部

图35：8 月能源化工指数上涨 2. 08%　　单位：%



资料来源：Wind 中信期货研究部

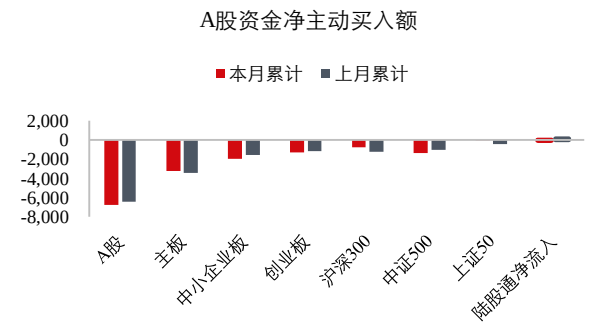
图36：8 月农产品上涨 2. 59%　　单位：%



资料来源：Wind 中信期货研究部

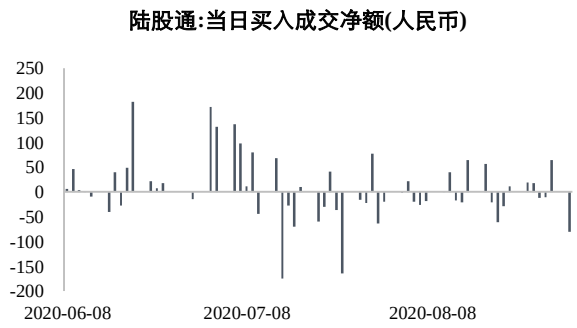
（四）流动性观察：资金动能放缓

图37：8 月资金更偏好沪深 300　　单位：亿元



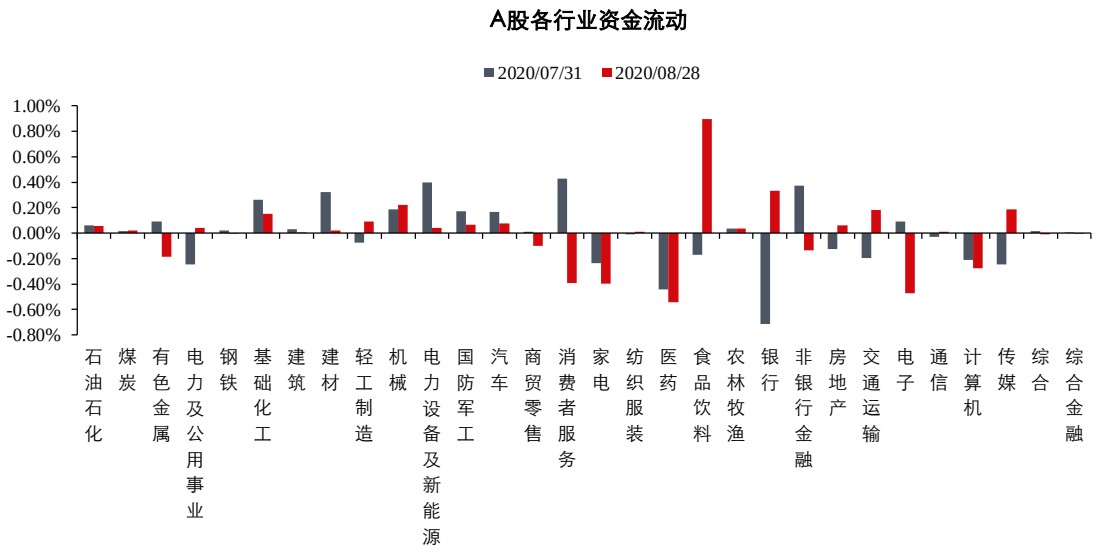
资料来源：美国国会 IMF 中信期货研究部

图38：外资频率放缓，更加谨慎　　单位：亿元



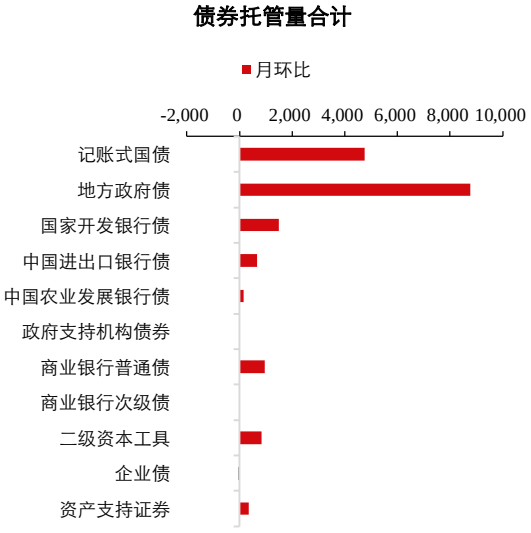
资料来源：美国国会 中信期货研究部

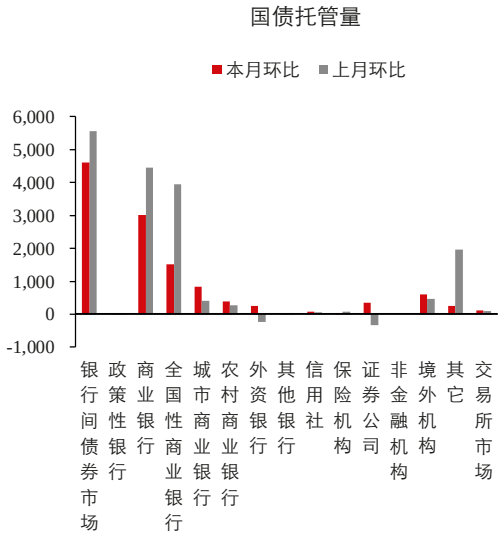
图39：8 月外资流入最多的行业是食品饮料、银行、机械。（数据截至 8 月 28 日）



资料来源：Wind 中信期货研究部

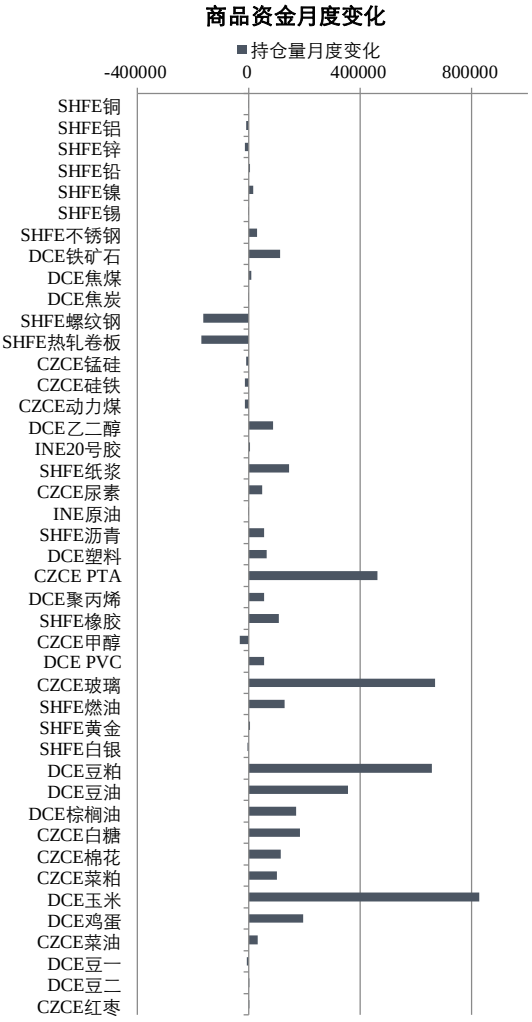
图40：8 月利率债进入发行高峰，预计 9 月至 10 月仍有约 9000 亿元专项债待发行。（数据截至 8 月 31 日）

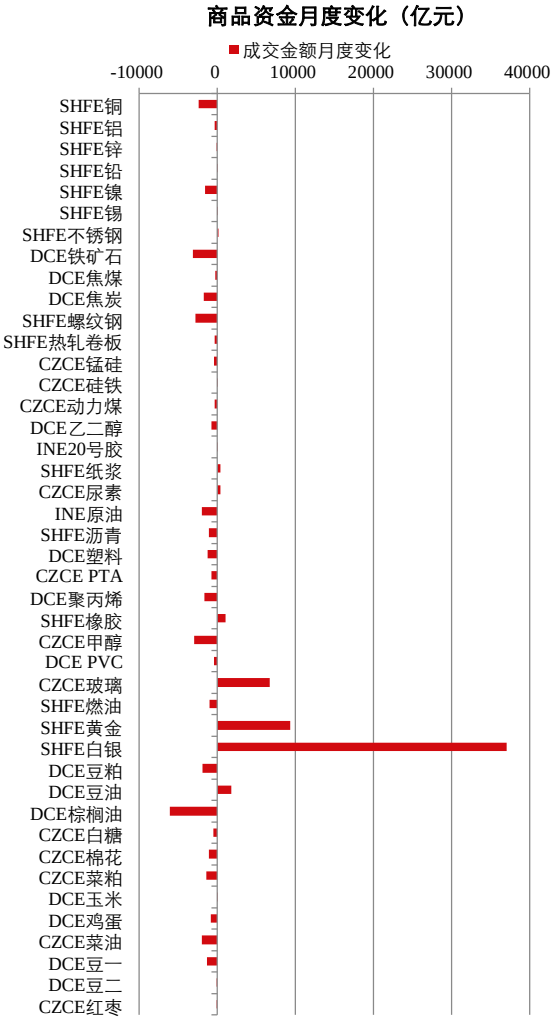




资料来源：Wind 中信期货研究部

图41：8 月商品持仓量增加最大的品种是玉米、豆粕、玻璃，持仓量跌幅最大的品种是热卷。贵金属、玻璃的成交金额增幅最大，棕榈油成交金额跌幅最大（数据截至 8 月 31 日）





资料来源：Wind 中信期货研究部

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