

大类资产配置周报(2020.11.29)

货币政策跨了几个周期

10 月工业企业利润累计同比增速转正；央行发布三季度货币政策执行报告。大类资产配置顺序：股票>大宗>债券>货币。

宏观要闻回顾

- **经济数据：**10 月规模以上工业企业利润同比增长 28.2%，1-10 月累计同比增长 0.7%。
- **要闻：**国务院金融委研究规范债券市场发展、维护债券市场稳定工作；央行发布第三季度中国货币政策执行报告；银保监会原则同意包商银行进入破产程序。

资产表现回顾

- **期货市场上行。**本周沪深 300 指数上涨 0.76%，沪深 300 股指期货上涨 0.52%；焦煤期货本周上涨 8.89%，铁矿石主力合约本周上涨 2.68%；股份制银行理财预期收益率下跌-5BP 至 3.74%，余额宝 7 天年化收益率上涨 12BP 至 2.07%；十年国债收益率下行-1BP 至 3.3%，活跃十年国债期货本周上涨 0.23%。

资产配置建议

- **资产配置排序：股票>大宗>债券>货币。**三季度央行货币政策执行报告再次强调搞好跨周期政策设计，我们认为应该关注“经济周期”和“内外均衡”两个重点。由于我国新冠疫情控制得当，国内经济复苏先于海外，因此我国本轮的货币政策至少要跨过国内经济的下行期、上行期以及海外经济的下行期，我们认为外需对我国经济增长的影响依然较大，至少应当见到海外经济增速触底，外需基本稳定之后，宽松的货币政策才会考虑有计划有步骤的退出。在此之前，政策的主要任务应该是促改革、防风险和扩大开放。
- **风险提示：全球秋冬季疫情反复；欧美财政救助和货币宽松力度不及预期。**

首页 · 本期观点（2020.11.29）

宏观经济		本期观点	观点变化
一个月内	-	经济恢复速度边际放缓	不变
三个月内	-	消费修复持续超预期	不变
一年内	-	新冠疫情对经济产生明显负面影响	不变
大类资产		**本期观点**	**观点变化**
股票	+	国内经济具备全球比较优势，外资流入	超配
债券	=	流动性环境相对宽松	标配
货币	-	收益率将在 2%附近波动	低配
大宗商品	=	投资增速对稳增长意义重大	标配
外汇	=	国际资本长期仍将维持净流入	标配

资料来源：中银证券

相关研究报告

《关注三季度经济数据中的细节：大类资产配置周报》2020.10.18

《三季度 GDP 低于预期，但经济向好没变：大类资产配置周报》2020.10.25

《谋划供给，深挖需求：大类资产配置周报》2020.11.1

《人民币成了美国大选期间的避险资产：大类资产周报》2020.11.8

《信用风险事件扰动市场：大类资产配置周报》2020.11.15

《关注货币政策导向：大类资产配置周报》2020.11.22

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

一周概览 4

关注年底估值切换行情 4

要闻回顾和数据解读（新闻来源：万得） 6

大类资产表现 7

A 股：年底前高估值品种可能持续走弱 7

债券：信用利差小幅回落 8

大宗商品：周期品价格上升 9

货币类：货基收益率缓慢上行 10

外汇：人民币汇率预期稳定 10

港股：海外乐观情绪再起 11

下周大类资产配置建议 13

图表目录

首页 · 本期观点（2020.11.29）.....1
图表 1. 代表性资产一周表现和配置建议.....4
图表 2. 大类资产收益率横向比较.....4
图表 3.大类资产表现跟踪.....5
图表 4. 权益类资产本周涨跌幅.....7
图表 5. 十年国债和十年国开债利率走势.....8
图表 6. 信用利差和期限利差.....8
图表 7. 央行公开市场操作净投放.....8
图表 8. 7 天资金拆借利率.....8
图表 9. 大宗商品本周表现.....9
图表 10. 本周大宗商品涨跌幅（%）.....9
图表 11. 货币基金 7 天年化收益率走势.....10
图表 12. 理财产品收益率曲线.....10
图表 13. 本周人民币兑主要货币汇率波动.....10
图表 14. 人民币贬值预期和美元兑人民币汇率走势.....10
图表 15. 恒指走势.....11
图表 16. 陆港通资金流动情况.....11
图表 17. 港股行业涨跌幅.....11
图表 18. 港股估值变化.....11
图表 19. 本期观点（2020.11.29）.....13

一周概览

关注年底估值切换行情

期货市场上行。本周沪深 300 指数上涨 0.76%，沪深 300 股指期货上涨 0.52%；焦煤期货本周上涨 8.89%，铁矿石主力合约本周上涨 2.68%；股份制银行理财预期收益率下跌-5BP 至 3.74%，余额宝 7 天年化收益率上涨 12BP 至 2.07%；十年国债收益率下行-1BP 至 3.3%，活跃十年国债期货本周上涨 0.23%。

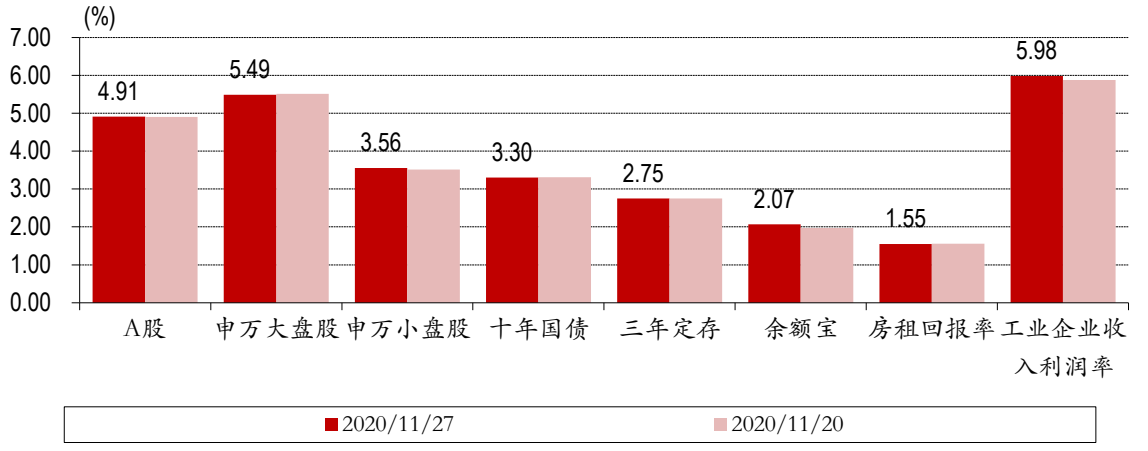
图表 1. 代表性资产一周表现和配置建议

股票	**债券**
沪深 300 +0.76% 沪深 300 期货 +0.52%	10 年国债到期收益率 3.3%/本周变动 -1BP 活跃 10 年国债期货+0.23%
本期评论：A 股基本面有全球比较优势 配置建议：超配	本期评论：货币政策方向未定 配置建议：低配
大宗商品	**保守资产**
铁矿石期货 +2.68% 焦煤期货 +8.89%	余额宝 2.07%/本周变动 +12BP 股份制理财 3M 3.74%/本周变动 -5BP
本期评论：基建投资和通胀预期影响价格 配置建议：标配	本期评论：资金利率中枢回升 配置建议：标配

资料来源：万得，中银证券

10 月工业企业利润继续修复。本周 A 股分化，年底估值切换风格继续，大盘股估值偏稳，小盘股估值出现调整。央行在公开市场净投放资金 1300 亿元，资金拆借利率维持大幅波动，周五 R007 利率收于 2.58%，GC007 利率收于 2.66%。本周十年国债收益率下行 1BP，收于 3.3%。10 月工业企业利润数据继续修复，企业资产负债表维持修复趋势，但流动性偏好依然较高，我们认为企业的流动性偏好或最早将在 2021 年春节复工后才可能出现下降趋势。另外年底补库存的趋势依然明显，目前来看整体需求维持在相对强势的水平上。

图表 2. 大类资产收益率横向比较



资料来源：万得，中银证券

大宗商品价格上升。股市方面，本周 A 股指数分化，领涨的指数是上证综指（0.91%），领跌的指数是创业板指（-1.8%）；港股方面恒生指数上涨 1.68%，恒生国企指数上涨 2.25%，AH 溢价指数下行-0.16 收于 142.25；美股方面，标普 500 指数本周上涨 2.27%，纳斯达克上涨 2.96%。债市方面，本周国内债市普涨，中债总财富指数本周上涨 0.18%，中债国债指数上涨 0.2%，金融债指数上涨 0.3%，信用债指数上涨 0.08%，分级债 A 下跌 0%；十年美债利率上行 1 BP，周五收于 0.84%。万得货币基金指数本周上涨 0.04%，余额宝 7 天年化收益率上行 12 BP，周五收于 2.07%。期货市场方面，NYMEX 原油期货上涨 7.31%，收于 45.52 美元/桶；COMEX 黄金下跌-4.69%，收于 1784.5 美元/盎司；SHFE 螺纹钢下跌-0.78%，LME 铜上涨 3.13%，LME 铝上涨 0.23%；CBOT 大豆上涨 1.04%。美元指数下跌-0.51%收于 91.78。VIX 指数下行至 20.84。本周国际大宗商品价格出现不同程度回升，主要由于美国大选风险落地，全球经济复苏趋势较明朗，但需要关注的是，随着大宗商品价格上行，通胀预期也可能上升。

图表 3.大类资产表现跟踪

大类资产	代码	名称	现价	本期时间 本期涨跌幅	2020/11/23 上期涨跌幅	- 本月以来	2020/11/27 今年以来
股票	000001.SH	上证综指	3,408.31	0.91	2.04	5.70	11.74
	399001.SZ	深证成指	13,690.88	(1.17)	0.71	3.43	31.25
	399005.SZ	中小板指	9,028.19	(1.17)	(0.10)	0.68	36.12
	399006.SZ	创业板指	2,618.99	(1.80)	(1.47)	(1.39)	45.65
	881001.WI	万得全 A	5,276.17	(0.34)	1.54	4.33	22.23
	000300.SH	沪深 300	4,980.77	0.76	1.78	6.08	21.58
债券	CBA00301.C	中债总财富指数	200.31	0.18	(0.15)	0.01	2.04
	CBA00603.C	中债国债	192.48	0.20	(0.24)	(0.26)	1.23
	CBA01203.C	中债金融债	199.97	0.30	(0.16)	0.21	2.32
	CBA02703.C	中债信用债	187.59	0.08	(0.27)	(0.29)	2.56
	930896.CSI	分级债 A	1,086.28	0.00	0.00	0.00	(0.57)
	885009.WI	货币基金指数	1,579.28	0.04	0.04	0.16	1.88
大宗商品	CL.NYM	NYMEX 原油	45.52	7.31	5.83	27.19	(25.45)
	GC.CMX	COMEX 黄金	1,784.50	(4.69)	(0.88)	(5.07)	17.16
	RB.SHF	SHFE 螺纹钢	3,924.00	(0.78)	3.76	6.43	10.29
	CA.LME	LME 铜	7,505.50	3.13	3.99	11.71	21.57
	AH.LME	LME 铝	1,997.50	0.23	2.95	8.06	10.36
	S.CBT	CBOT 大豆	1,193.25	1.04	2.87	12.97	24.88
货币	-	余额宝	2.07	12 BP	9 BP	27 BP	-36 BP
	-	银行理财 3M	3.74	-5 BP	9 BP	-4 BP	-41 BP
外汇	USDX.FX	美元指数	91.78	(0.51)	(0.77)	(2.38)	(4.84)
	USDCNY.IB	人民币兑美元	6.58	(0.17)	0.65	1.76	5.51
	EURCNY.IB	人民币兑欧元	7.85	(0.61)	0.15	(0.39)	(0.53)
	JPYCNY.IB	人民币兑日元	6.33	0.02	(0.57)	1.49	1.35
港股	HSI.HI	恒生指数	26,894.68	1.68	1.13	11.56	(4.59)
	HSCEI.HI	恒生国企	10,790.30	2.25	0.08	10.55	(3.38)
	HSAHP.HI	恒生 AH 溢价	142.25	(0.16)	3.30	(5.74)	15.13
美国	SPX.GI	标普 500	3,638.35	2.27	(0.77)	11.27	12.62
	IXIC.GI	NASDAQ	12,205.85	2.96	0.22	11.86	36.03
	UST10Y.GBM	十年美债	0.84	1 BP	-6 BP	-4 BP	-108 BP
	VIX.GI	VIX 指数	20.84	(12.07)	2.60	(45.19)	51.23
	CRBFD.RB	CRB 食品	358.06	0.25	3.33	5.98	5.78

资料来源：万得，中银证券

要闻回顾和数据解读（新闻来源：万得）

- 中国 10 月规模以上工业企业利润同比增长 28.2%，前值增 10.1%。1-10 月累计同比增长 0.7%，累计增速年内首次由负转正，1-9 月份为下降 2.4%。
- 央行发布第三季度中国货币政策执行报告称，今年我国实现全年经济正增长是大概率事件。未来随着经济增速逐步向潜在水平回归，宏观杠杆率有望趋于平稳。下一阶段，科学把握货币政策操作的力度、节奏和重点，既保持流动性合理充裕，不让市场缺钱，又坚决不搞“大水漫灌”，不让市场的钱溢出来。要积极完善债券市场管理制度建设，促进公司信用类债券信息披露标准统一。坚持市场化、法治化原则，完善债券违约风险防范和处置机制。
- 国务院副总理刘鹤在人民日报撰文详解加快构建以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的“双循环”新格局。文章从科技创新、供需互动、金融支持、新型城镇化、提高收入水平、高水平对外开放六个方面详解实施路径。文章指出，推动“双循环”必须坚持实施更大范围、更宽领域、更深层次对外开放。要对金融体系进行结构性调整，大力提高直接融资比重，改革优化政策性金融，发挥资本市场对于推动科技、资本和实体经济高水平循环的枢纽作用，提升金融科技水平。
- 第 19 次中国-东盟交通部长会议以视频方式线上举行，会议发布《<第 19 次中国-东盟交通部长会议>部长联合声明》，鼓励高官和相关工作组在虑及新冠肺炎疫情影响和本地区国际航空运输恢复情况的前提下，研究继续扩大航空运输自由化的可能性，以进一步促进经济增长。
- 商务部推进消费升级行动计划现场会强调，要培育国际消费中心城市，高质量推进步行街改造提升，优化便民消费载体，提升电商进农村；稳定和扩大汽车消费，提振家电家具消费，扩大进口商品消费，促进餐饮消费；提升传统消费，培育新型消费。
- 发改委表示，将重点做好三项行动推动 5G 建设与发展，一是 5G 网络完善行动，进一步完善中西部和东部地区基础网络体系；二是 5G 应用跃升行动，加大公共场景开放力度，推动 5G 应用创新；三是 5G 共享共赢行动，坚持推进开放发展。据悉，目前我国 5G 独立组网初步实现规模商用，截止 10 月，已累计开通 5G 基站超过 70 万，终端连接数超过 1.8 亿个。
- 上海市明确二〇三五年远景目标和“十四五”发展主要目标，“十四五”时期，要全力打造改革开放新高地，建设更高水平开放型经济新体制。二〇三五年远景目标包括：国际经济、金融、贸易、航运、科技创新中心和文化大都市功能全面升级，成为具有全球影响力的长三角世界级城市群核心引领城市，成为社会主义现代化国家建设的重要窗口和城市标杆。
- 上海自贸区将推离岸业务财政扶持政策：注册地及税收户管均在上海自贸试验区内，开展离岸转手买卖创新业务企业，根据企业离岸转手买卖业务对上海市综合贡献程度，给予一定扶持，年度扶持金额最高不超过 1000 万元。
- 银保监会发布《信托公司行政许可事项实施办法》，取消外资金融机构入股信托公司 10 亿美元总资产要求；调整“信托公司特定目的信托受托机构资格”准入条件，适当放宽对信托公司经营年限和监管评级的要求。同时，明确要求独立董事在同一家信托公司任职时间累计不得超过 6 年。
- 消费金融市场多重利好密集释放。近日监管部门发文降低消费金融公司拨备覆盖率、拓宽市场化融资渠道，被认为是促进消费金融公司发展的重磅信号。与此同时，消费金融公司批筹进程明显加快，年内目前已有 5 家消费金融公司获批，达近四年来批筹高峰，且仍有招商银行、兴业银行、光大银行等 10 余家银行候场排队。
- 国务院金融委研究规范债券市场发展、维护债券市场稳定工作，强调要秉持“零容忍”态度，要依法严肃查处欺诈发行、虚假信息披露、恶意转移资产、挪用发行资金等各类违法违规行为，严厉处罚各种“逃废债”行为。要加强行业自律和监督，加强部门协调合作，深化债券市场改革，建立健全市场制度。
- 银保监会原则同意包商银行进入破产程序。这也意味着在顺利实施和完成破产程序后，包商银行将成为我国首家被实施破产的商业银行金融机构。上周，包商银行 65 亿元二级资本债因“无法生存触发事件”全额减记，这也是史上首例全额减记。

大类资产表现

A 股：年底前高估值品种可能持续走弱

年底估值切换，大盘股整体占优。本周市场指数分化，领涨的指数包括上证 50（2.54%）、上证 180（1.75%）、中证 100（1.35%），领跌的指数包括中证 1000（-1.84%）、创业板指（-1.8%）、上证 380（-1.49%）。行业方面分化明显，领涨的行业有煤炭（4.69%）、银行（4.46%）、非银行金融（3.65%），领跌的行业有家电（-3.6%）、建材（-3.17%）、医药（-3.05%）。本周大盘股表现相对较好，估值切换风格或将短期延续。

图表 4. 权益类资产本周涨跌幅

市场指数（%）		行业指数（%）		主题指数（%）	
上证 50	2.54	煤炭	4.69	航母指数	3.05
上证 180	1.75	银行	4.46	煤电重组指数	2.96
中证 100	1.35	非银行金融	3.65	油气改革指数	1.79
上证 380	(1.49)	医药	(3.05)	生物疫苗指数	(3.16)
创业板指	(1.80)	建材	(3.17)	智能家居指数	(3.33)
中证 1000	(1.84)	家电	(3.60)	共享单车指数	(4.10)

资料来源：万得，中银证券

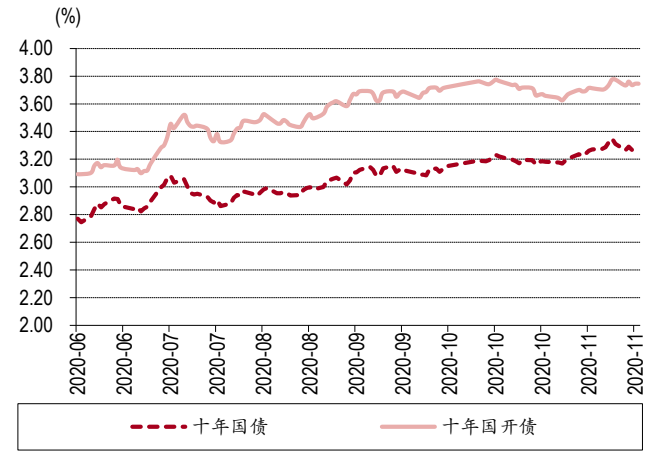
A 股一周要闻（新闻来源：万得）

- 知识产权|《经济参考报》记者获悉，有关部门正加快制定面向 2035 年的知识产权强国战略纲要和知识产权“十四五”规划，其中对专利转化运用作了系统性谋划，将进一步完善知识产权转化运用激励政策，完善知识产权市场运行体制机制等，大力发展专利密集型产业。
- 核能核电|据中核集团 11 月 27 日消息，11 月 27 日 00 时 41 分，华龙一号全球首堆——中核集团福清核电 5 号机组首次并网成功。
- 可再生能源|财政部近日下发的《关于加快推进可再生能源发电补贴项目清单审核有关工作的通知》要求，抓紧审核存量项目信息，分批纳入补贴清单。
- 智能制造|2020 世界智能制造大会将于今日在南京开幕。大会将全面展示智能制造领域的最新技术和顶尖产品，为数字技术与制造业深度融合提供标杆。
- 内燃机|近日，记者从中国内燃机工业协会获悉，协会已经完成了《内燃机行业“十四五”发展规划》编制。根据《规划》，高效节能的内燃机在“十四五”期间大有可为。
- 测绘|11 月 24 日，自然资源部副部长王广华在国务院政策例行吹风会上透露，改革之后，测绘资质类别等级总数由 138 项压减到 20 项，压减幅度达到 85.5%。将测绘资质由 4 个等级压减为 2 个等级，过去是甲乙丙丁，现在是甲乙两个等级。
- 化工|近期，在终端需求回暖、海外订单增多等多种因素的助推下，国内多种大宗化工原料价格出现强劲上涨，产业链上下游迎来整体复苏，相关上市公司业绩得到正向修复。
- 冷链物流|浙江日前出台《浙江省冷链物流创新发展三年行动计划（2020-2022 年）》。《行动计划》提出，开展冷链物流功能节点创新布局，到 2022 年底浙江全省至少挂牌成立 11 个冷链物流骨干基地，建设 33 个冷链物流园区；引进培育一批冷链物流龙头企业，到 2022 年底带动冷链物流产业投资 1000 亿元左右。
- 5G+工业互联网|日前，2020 中国 5G+工业互联网大会在武汉开幕。记者从会上获悉，5G 商用一年多来，全国“5G+工业互联网”融合创新建设项目已超过 1100 个，在航空、钢铁、矿业、港口等行业实现率先发展。
- 汽车产业|随着国内疫情明显改善，加之国家诸多利好政策刺激之下，我国汽车行业明显回暖，产销量逐渐步入上行通道。

债券：信用利差小幅回落

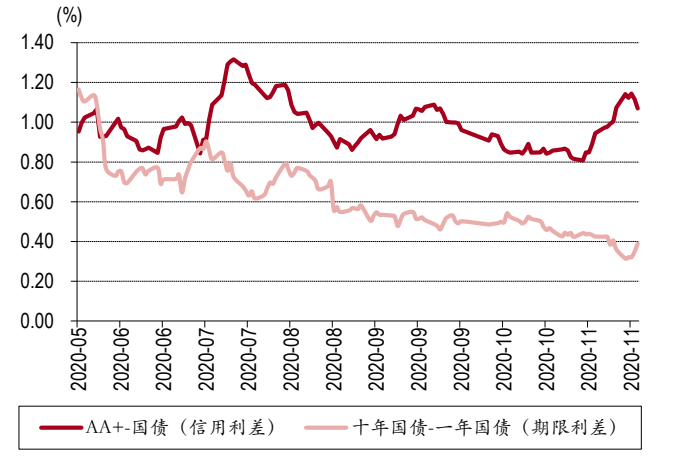
金融稳定会议提振市场信心，关注信用利差回落的幅度。十年期国债收益率周五收于 3.3%，本周下行-1BP，十年国开债收益率周五收于 3.75%，较上周五下行-3BP。本周期限利差上行 3BP 至 0.39，信用利差下行-4BP 至 0.74。

图表 5. 十年国债和十年国开债利率走势



资料来源：万得，中银证券

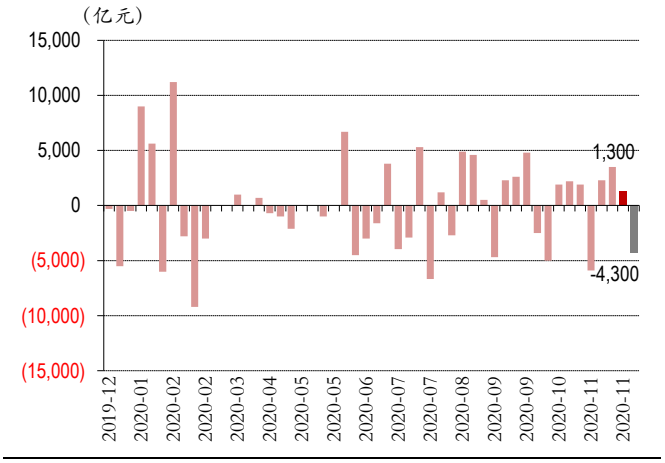
图表 6. 信用利差和期限利差



资料来源：万得，中银证券

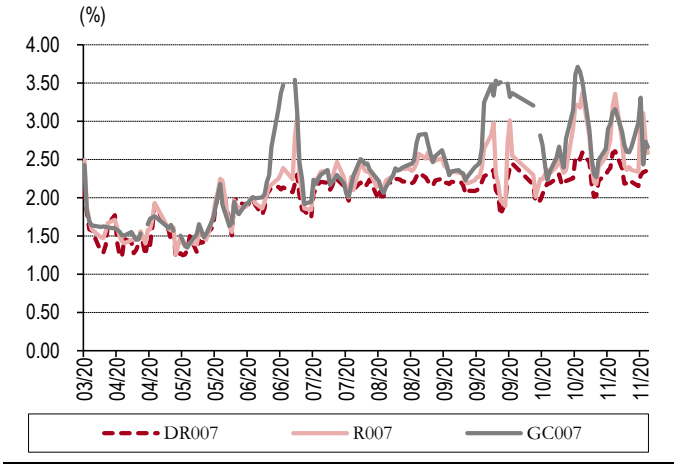
资金拆借利率宽幅波动。本周央行在公开市场净投放资金 1300 亿元，资金拆借利率整体宽幅震荡，周五 R007 利率收于 2.58%，交易所资金 GC007 利率收于 2.66%。年底前债市收益率可能维持在较高水平上波动，考虑到年底流动性通胀较为紧张，预计央行的公开市场净投放操作将继续。货币政策的关注点依然是货币政策跨周期操作框架下回归常态的时间选择，但短期内可能性不大。

图表 7. 央行公开市场操作净投放



资料来源：万得，中银证券

图表 8. 7 天资金拆借利率



资料来源：万得，中银证券

债券一周要闻（新闻来源：万得）

- 交易商协会已将自律调查发现的永煤控股涉嫌违法违规线索通过有关部门移送证券监督管理部门。下一步，交易商协会将按程序推进对永煤控股的自律处分。同时，交易商协会在调查中发现永煤控股母公司河南能源化工集团有限公司也涉嫌存在相关违规行为，已对其启动自律调查。
- 今年用于支持化解地方中小银行风险的新增专项债券额度 2000 亿元，目前分地区额度已全部下达。山西、陕西、浙江三省均将于 12 月发行地方政府专项债用于补充中小银行资本金，额度分别为 153 亿元、46 亿元、50 亿元，期限均为 10 年期。

大宗商品：周期品价格上升

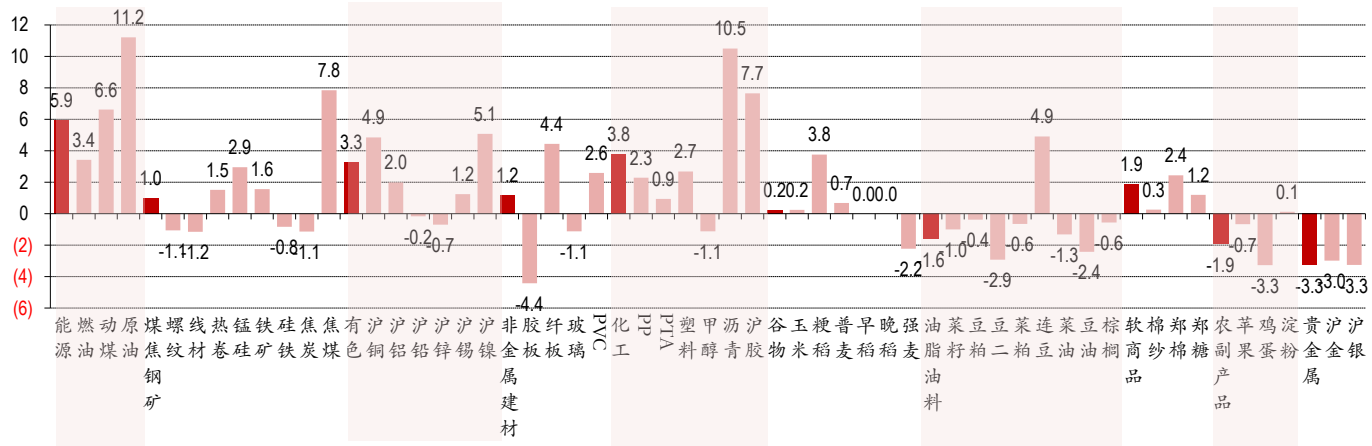
周期品普涨，避险资产价格下跌。本周商品期货指数下跌-0.17%。从各类商品期货指数来看，上涨的有能源（5.94%）、化工（3.76%）、有色金属（3.25%）、非金属建材（1.17%）、煤焦钢矿（1.01%）、谷物（0.22%），下跌的有油脂油料（-1.63%）、贵金属（-3.27%）。各期货品种中，本周涨幅较大的大宗商品有原油（11.21%）、沥青（10.49%）、焦煤（7.85%），跌幅靠前的则有胶板（-4.43%）、鸡蛋（-3.28%）、沪银（-3.26%）。由于投资者对 2021 年全球经济增长的预期变乐观，避险资产价格快速下跌。

图表 9. 大宗商品本周表现

商品 -0.17%	能源 +5.94%	煤焦钢矿 +1.01%
有色金属 +3.25%	非金属建材 +1.17%	化工 +3.76%
谷物 +0.22%	油脂油料 -1.63%	贵金属 -3.27%

资料来源：万得，中银证券

图表 10. 本周大宗商品涨跌幅（%）



资料来源：万得，中银证券

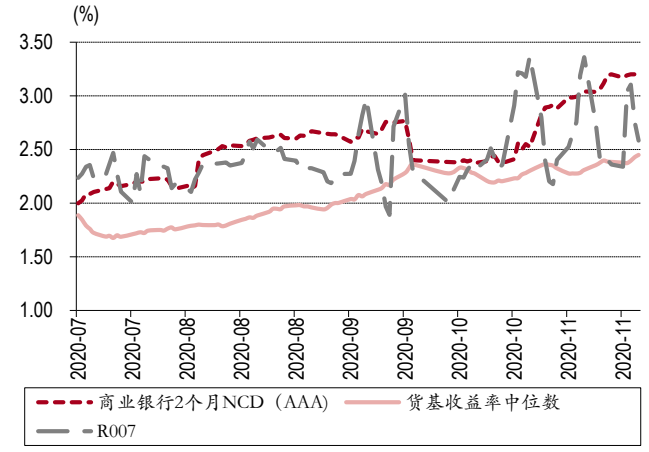
大宗商品一周要闻（新闻来源：万得）

- 棕榈油期货被确定为境内特定品种，大商所将引入境外交易者参与棕榈油期货交易；境外交易者可以用人民币、标准仓单、国债和外汇资金作为保证金，目前可以作为保证金的外汇币种为美元，折扣比率为 0.95。
- 沙特统计总局发布数据显示，9 月出口同比降近三分之一，主因石油需求暴跌；出口总收入从去年同期的 773 亿里亚尔降至 533 亿里亚尔（约合 142 亿美元）。其中，石油出口收入下降 38.7%至 350 亿里亚尔左右。
- 据业内人士透露，由于雨雪天气影响短途汽运受限，以及煤矿安检等多因素叠加刺激，近来产地煤价上涨提速，涨价幅度在每吨 5 元-20 元不等。
- 为提振炭黑市场，数家龙头炭黑企业下月或集体大幅上调炭黑价格，预计涨幅 1000 元/吨左右，明年一季度预计上调 2000 元/吨左右，调价的企业或包括黑猫炭黑、龙星化工、金能科技、永东化工、安仓化工和宝化炭黑。
- 智利国家铜业委员会：预计 2020 年智利铜产量将增长 0.6%至 582 万吨；预计 2020 年铜平均价为 2.75 美元/磅，2021 年为 2.9 美元/磅。
- 阿联酋新发现陆上非常规可采石油资源约 220 亿桶，常规石油储量新增加 20 亿桶。阿布扎比国家石油公司（ADNOC）计划未来五年内将其投资资本增加至 4480 亿迪拉姆（约合 8019 亿元人民币）。
- OPEC 轮值主席表示，该组织必须保持谨慎，因其内部数据指向，如果该组织及其盟国下周决定推进石油增产，明年初则会有新的石油过剩风险。

货币类：货基收益率缓慢上行

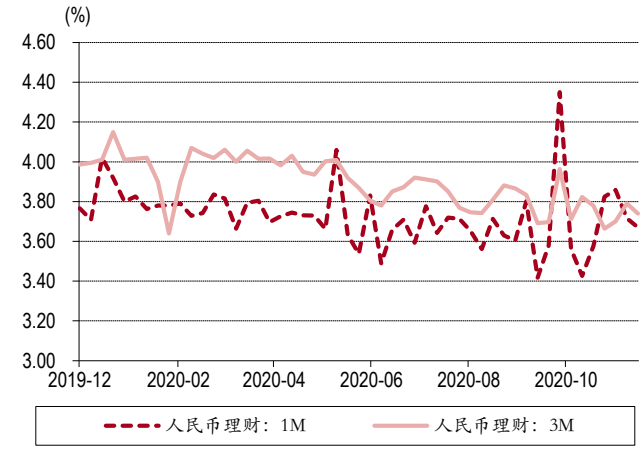
货基收益率上行有限。本周余额宝 7 天年化收益率上行 12BP，周五收于 2.07%；人民币 3 个月理财产品预期年化收益率下行-5BP 收于 3.74%。本周万得货币基金指数上涨 0.04%，货币基金 7 天年化收益率中位数周五收于 2.45%。货币基金收益率维持波动上行的趋势，但我们认为当前信用风险造成的影响未完全散去，预计货币基金在利率上行趋势下，收益率上升仍将缓慢。

图表 11. 货币基金 7 天年化收益率走势



资料来源：万得，中银证券

图表 12. 理财产品收益率曲线

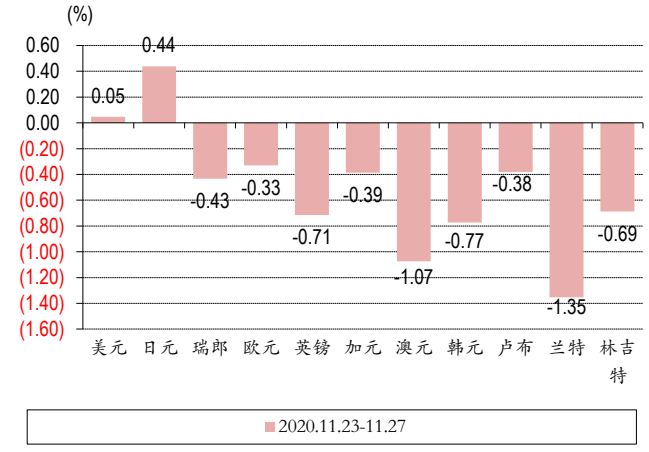


资料来源：万得，中银证券

外汇：人民币汇率预期稳定

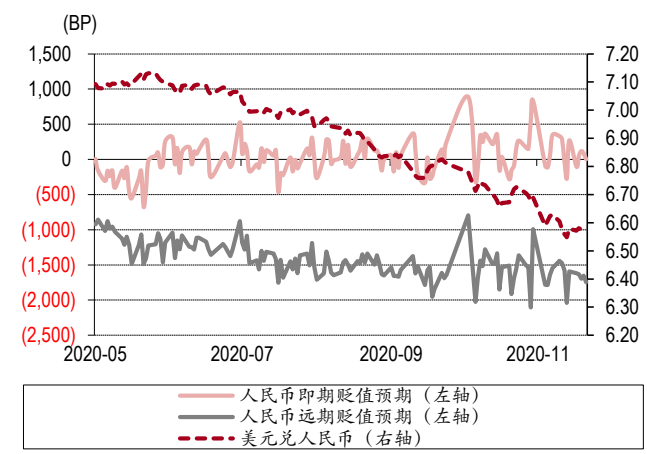
人民币兑美元中间价本周下行-31BP，至 6.5755。本周人民币对日元(0.44%）、美元(0.05%）升值，对欧元(-0.33%）、卢布(-0.38%）、加元(-0.39%）、瑞郎(-0.43%）、林吉特(-0.69%）、英镑(-0.71%）、韩元(-0.77%）、澳元(-1.07%）、兰特(-1.35%）贬值。虽然人民币汇率当前在较低水平上，但从市场预期来看，即期和远期汇率预期均较稳定。

图表 13. 本周人民币兑主要货币汇率波动



资料来源：万得，中银证券

图表 14. 人民币贬值预期和美元兑人民币汇率走势



资料来源：万得，中银证券

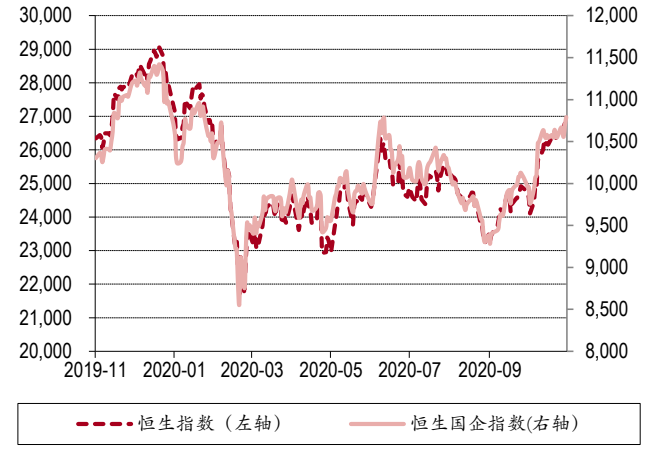
外汇市场一周要闻（新闻来源：万得）

- 外汇局：6 月末，我国对外证券投资资产（不含储备资产）7006 亿美元，其中，股权类投资 4106 亿美元，债券类投资 2900 亿美元。

港股：海外乐观情绪再起

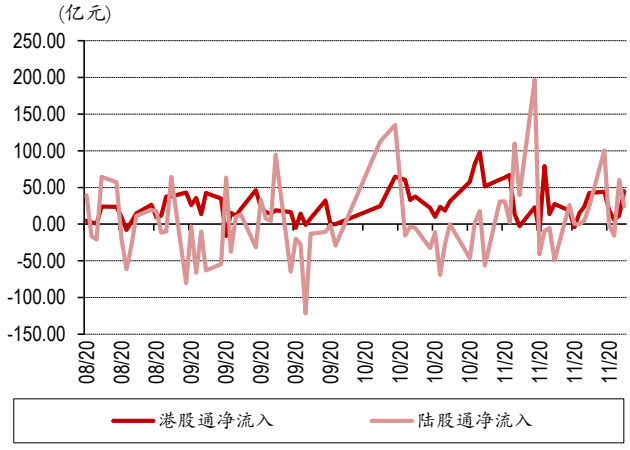
投资者先行下注，问题都留给央行。本周恒生指数上涨 1.68%，恒生国企指数上涨 2.25%，AH 溢价指数下行-0.16 收于 142.25。行业方面本周领涨的有能源业（7.12%）、金融业（3.71%）、原材料业（2.84%），跌幅靠前的有医疗保健业（-4.15%）、必需性消费业（-2.27%）、非必需性消费业（-1.4%）。本周南下资金总量 126.21 亿元，同时北上资金总量 168.5 亿元。海外资金维持净流入 A 股，从海外情况来看，欧美股市也较强劲，主要由于对 2021 年经济增长预期明显好转，但目前资本市场趋势性上行，将对资产泡沫起到明显推动，倒逼货币政策难以收紧，关注海外央行对宽松货币政策下实体经济复苏情况的考虑。

图表 15. 恒指走势



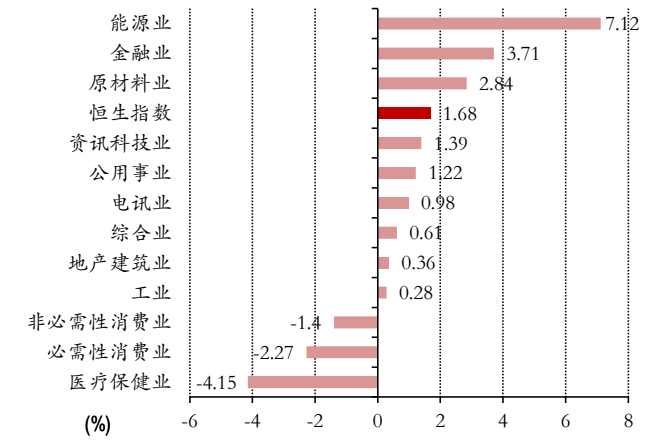
资料来源：万得，中银证券

图表 16. 陆港通资金流动情况



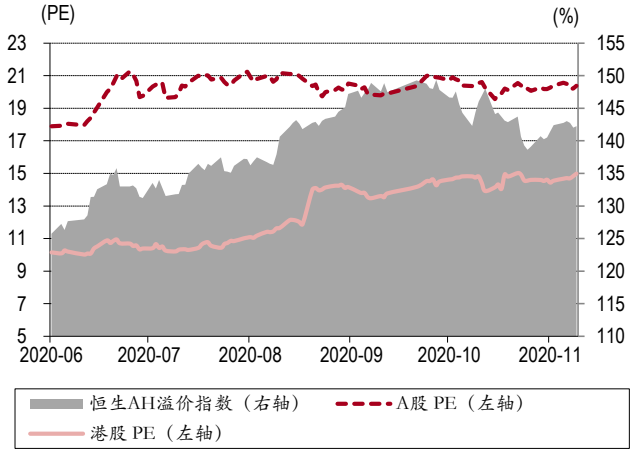
资料来源：万得，中银证券

图表 17. 港股行业涨跌幅



资料来源：万得，中银证券

图表 18. 港股估值变化



资料来源：万得，中银证券

港股及海外一周要闻（新闻来源：万得）

- 美联储 11 月会议纪要：美联储官员们认为，当前的资产购买速度有助于保持财务状况的宽松，但若情况发生变化，将允许调整购债计划；如有必要，可能提高购买速度或延长所购买债券的到期时间；FOMC 应尽快推行基于量化结果的指引，将购债行动与经济环境挂钩；重大财政支持的可能性降低，增加了前景的不确定性。
- 欧洲央行会议纪要：欧洲央行紧急抗疫购债计划（PEPP）所固有的灵活性非常重要；将评估包括疫情与汇率在内的数据，预计就业将进一步萎缩，大量工作岗位面临风险；不能排除欧元区出现双重触底的衰退情况。

- 欧洲央行首席经济学家连恩：若不采取当前的货币政策措施，到 2022 年欧元区产出将下降 1.3 个百分点，通胀率将下降 0.8 个百分点；实现中期通胀目标第一个挑战就是使通胀回归至疫情爆发前水平。
- 加拿大央行行长麦克勒姆：如有必要，央行有能力采取增多行动；央行有足够的潜力扩大量化宽松；负利率在工具箱中，但目前使用“不会有很大帮助”。
- 瑞典央行维持基准利率在 0%不变，符合市场预期；将扩大资产购买规模到至多 7000 亿瑞典克朗；基准利率预计将在未来数年内保持在 0%水平，延长购债时间至 2021 年 12 月 31 日。瑞典央行行长英韦斯称，需要将利率保持在较低水平，量化宽松措施要优于降息，暂不考虑下调回购利率。
- 巴塞尔委员会：不良贷款证券化须遵守资本要求计算的具体规则，相关规则最晚将在 2023 年前实施；不良贷款证券化暴露的风险将以 100%或更高的风险权重为准，采用基于外部评级方法对头寸进行风险加权的情况除外。
- 韩国央行维持基准利率在 0.50%不变，符合市场预期。韩国央行行长李柱烈称，最近韩元升值部分原因是市场上的羊群行为，将维持宽松立场直至出现复苏迹象；上调 2020 年 GDP 前景展望，因出口和投资复苏。
- 印度再次宣布禁用 43 款中国 APP。外交部对此表示，中方对此坚决反对，中印经贸合作的本质是互利共赢；印方应立即纠正这一歧视性的做法，避免给双方合作带来更大的伤害。
- 法国经济部 11 月 25 日当天证实，将于 2020 年 12 月起，正式开始向大型跨国互联网企业征收数字服务税。有消息人士称，包括亚马逊、脸书在内的多家美国数字巨头公司已收到首次缴纳该税费的通知单。
- 英国预算责任办公室（OBR）预计，英国 2020 年 GDP 将萎缩 11.3%，为 300 年来最大，此前预期萎缩 12.4%；2021 年 GDP 增长 5.5%，此前预期增长 8.7%；2022 年 GDP 增长 6.6%，此前预期增长 4.5%。
- 法国财长勒梅尔：每月对疫情关停企业补助资金将达 16 亿欧元。
- 美国 11 月 21 日当周初请失业金人数 77.8 万人，连续 13 周处于百万关口下方，预期 73 万人，前值修正为 74.8 万人。10 月耐用品订单环比增 1.3%，预期增 0.9%，前值增 1.9%，数据突显出制造业继续支撑经济。
- 日本央行行长黑田东彦：日本经济已经开始恢复，但依然处在严峻状态；将密切关注国内外市场状况，目前还未看到广泛的降价行为，不认为日本正在陷入通缩；外汇市场一直相对稳定，现在讨论退出政策还为时过早，一旦物价接近 2%的通胀目标，将讨论退出问题。
- 韩国央行报告显示，受疫情冲击民生和举债炒股买房者增多等影响，截至第三季度末，韩国国内家庭债务总额为 1682.1 万亿韩元（约合人民币 9.96 万亿元），创下 2002 年开始相关统计以来的最高水平。
- 二十国集团领导人峰会在经贸领域取得多方面重要成果。其中，批准《G20 应对新冠肺炎、支持全球贸易投资集体行动》，同意在加强政策协调、提高贸易便利、促进国际投资、畅通物流网络等 8 个领域采取 38 项具体合作举措。
- 英国与加拿大达成延续性贸易协议，以确保在英国“脱欧”过渡期结束后两国贸易关系维持稳定，两国还同意明年起就新的贸易协定展开谈判。
- 德国将扩大针对企业的新冠援助措施，12 月为企业提供的援助将达到每周 45 亿欧元。德国财长肖尔茨称，德国 2020 年债务占 GDP 比重将不会超过 71%。

下周大类资产配置建议

10 月工业企业利润累计同比增长翻正。中国 10 月规模以上工业企业利润同比增长 28.2%，前值增 10.1%。1-10 月累计同比增长 0.7%，累计增速年内首次由负转正，1-9 月份为下降 2.4%。前 10 个月规模以上工业企业利润同比增速 0.7%，实现年内首次增速转正，10 月当月利润同比增长 28.2%，超出市场预期。从结构来看，制造业利润增速维持了快速上行的修复趋势。从财务数据来看，规模以上工业企业继续财务报表修复的趋势，从生产财务数据来看，原材料补库存趋势继续，产成品去库存情况依然较好，说明需求相对比较强劲。需要关注的是工业企业流动性偏好维持在较高水平，同时应收账款同比增速较高，我们认为这一定程度上意味着货币政策不宜在近期出现边际收紧的情况，货币政策调整的窗口或在 2021 年二季度更加合适。

关注欧美央行购债计划。美联储 11 月会议纪要显示，官员们认为当前的资产购买速度有助于保持财务状况的宽松，但若情况发生变化，将允许调整购债计划，如有必要，可能提高购买速度或延长所购买债券的到期时间。欧央行会议纪要也显示，欧洲央行紧急抗疫购债计划（PEPP）所固有的灵活性非常重要，加之此前欧央行行长表示 12 月一定会宽松，市场对于海外宽松的货币环境保持较高预期。在难以预见财政政策宽松的情况下，宽松的货币政策支持对于经济前景极为重要，因此在预期欧美新冠疫情有持续发酵的背景下，市场对于宽松货币政策的期望更高。但另一方面，宽松货币政策对实体经济的支持程度难以度量，因此在欧美央行货币政策易松难紧的情况下，货币政策边际调整对资本市场的影响明显放大。

货币政策跨了几个周期。三季度央行货币政策执行报告再次强调搞好跨周期政策设计，我们认为应该关注“经济周期”和“内外均衡”两个重点。由于我国新冠疫情控制得当，国内经济复苏先于海外，因此我国本轮的货币政策至少要跨过国内经济的下行期、上行期以及海外经济的下行期，我们认为外需对我国经济增长的影响依然较大，至少应当见到海外经济增速触底，外需基本稳定之后，宽松的货币政策才会考虑有计划有步骤的退出。在此之前，政策的主要任务应该是促改革、防风险和扩大开放。维持大类资产配置顺序：股票>大宗>债券>货币。

风险提示：全球秋冬季疫情反复；欧美财政救助和货币宽松力度不及预期。

图表 19. 本期观点（2020.11.29）

宏观经济		本期观点	观点变化
一个月内	-	经济恢复速度边际放缓	不变
三个月内	-	消费修复持续超预期	不变
一年内	-	新冠疫情对经济产生明显负面影响	不变
大类资产		**本期观点**	**观点变化**
股票	+	国内经济具备全球比较优势，外资流入	超配
债券	=	流动性环境相对宽松	标配
货币	-	收益率将在 2%附近波动	低配
大宗商品	=	投资增速对稳增长意义重大	标配
外汇	=	国际资本长期仍将维持净流入	标配

资料来源：中银证券

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