

大类资产配置周报(2020.9.20)

内需恢复成为破局亮点

8 月经济数据超预期；美联储利率按兵不动，预计 2023 年之前不会加息。
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：**8 月工增同比 5.6%，社零同比 0.5%，固投累计同比-0.3%，房价继续上涨。
- **要闻：**商务部公布《不可靠实体清单规定》；央行等六部门支持稳外贸稳外资；OECD 最新报告称，中国将是 G20 中今年唯一一个实现 GDP 正增长的国家；央行发布报告称，将继续深化 LPR 改革，推动实现利率“两轨合一轨”；国务院发布《关于实施金融控股公司准入管理的决定》。

资产表现回顾

- **资产价格波动方向未定。**本周沪深 300 指数上涨 2.37%，沪深 300 股指期货上涨 2.26%；焦煤期货本周上涨 1.4%，铁矿石主力合约本周下跌-3.56%；股份制银行理财预期收益率下跌-3BP 至 3.83%，余额宝 7 天年化收益率上涨 6BP 至 1.64%；十年国债收益率下行-2BP 至 3.12%，活跃十年国债期货本周下跌-0.09%。

资产配置建议

- **资产配置排序：股票>大宗>债券>货币。**8 月社零当月同比增速回正，超出市场预期。结合当前的经济数据和国际环境看，出口国增速连续两个月明显正增长，进口增速相对疲弱，人民币汇率兑美元较强势，美国持续对我国施加负面影响，我们认为未来内需的恢复或可成为破局亮点：一是有利于扩大进口，缓解人民币升值压力，二是有利于吸引外资持续来华投资，三是有利于减轻投资拉动 GDP 的压力。但就短期来看，仍需警惕美国大选前后海外可能对中国发起的风险事件。

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。

首页 · 本期观点（2020.9.20）

宏观经济		本期观点	观点变化
一个月内	-	经济恢复速度明显放缓	不变
三个月内	-	经济仍在疫情后的恢复趋势中	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	=	供给放量，流动性环境相对宽松	标配
货币	-	收益率将在 1.5-1.8%区间波动	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

《海外市场避险与贪婪齐头并进：大类资产周报》2020.8.9
《复苏的确定性最重要：大类资产配置周报》2020.8.16
《需求在哪里：大类资产配置周报》2020.8.23
《关注美联储政策的外溢性：大类资产配置周报》2020.8.30
《全球资本市场震荡或源自对央行的依赖：大类资产配置周报》2020.9.6
《关注消费数据的变化：大类资产配置周报》2020.9.13

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

股债维持区间震荡.....4

要闻回顾和数据解读（新闻来源：万得）.....6

大类资产表现.....8

A 股：经济数据提振 A 股市场.....8

债券：货币政策不落地，债市方向难确定.....9

大宗商品：通胀预期推升农产品价格.....10

货币类：货基收益率回到 2.....11

外汇：人民币汇率继续升值.....11

港股：北上资金净流入.....12

下周大类资产配置建议.....14

图表目录

首页·本期观点（2020.9.20）.....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.....8
图表 5. 十年国债和十年国开债利率走势.....9
图表 6. 信用利差和期限利差.....9
图表 7. 央行公开市场操作净投放.....9
图表 8. 7 天资金拆借利率.....9
图表 9. 大宗商品本周表现.....10
图表 10. 本周大宗商品涨跌幅（%）.....10
图表 11. 货币基金 7 天年化收益率走势.....11
图表 12. 理财产品收益率曲线.....11
图表 13. 本周人民币兑主要货币汇率波动.....11
图表 14. 人民币贬值预期和美元兑人民币汇率走势.....11
图表 15. 恒指走势.....12
图表 16. 陆港通资金流动情况.....12
图表 17. 港股行业涨跌幅.....12
图表 18. 港股估值变化.....12
图表 19. 本期观点（2020.9.20）.....14

一周概览

股债维持区间震荡

资产价格波动方向未定。本周沪深 300 指数上涨 2.37%，沪深 300 股指期货上涨 2.26%；焦煤期货本周上涨 1.4%，铁矿石主力合约本周下跌-3.56%；股份制银行理财预期收益率下跌-3BP 至 3.83%，余额宝 7 天年化收益率上涨 6BP 至 1.64%；十年国债收益率下行-2BP 至 3.12%，活跃十年国债期货本周下跌-0.09%。

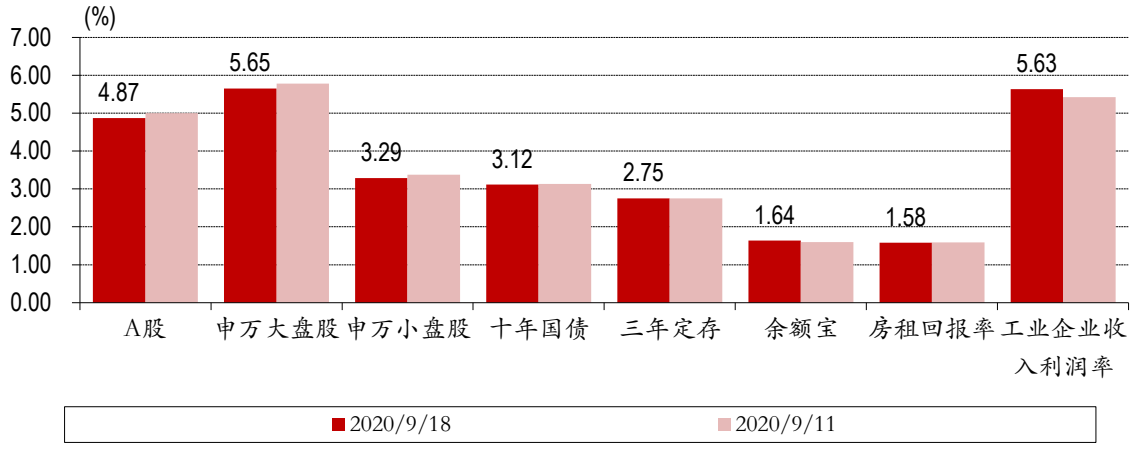
图表 1. 代表性资产一周表现和配置建议

股票	沪深 300 +2.37% 沪深 300 期货 +2.26%	**债券**	10 年国债到期收益率 3.12%/本周变动 -2BP 活跃 10 年国债期货-0.09%
	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	铁矿石期货 -3.56% 焦煤期货 +1.4%	**保守资产**	余额宝 1.64%/本周变动 +6BP 股份制理财 3M 3.83%/本周变动 -3BP
	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

8 月经济数据超预期。本周 A 股普涨，小盘股估值上升幅度超过大盘股。本周央行在公开市场净投放资金 2600 亿元，但受到季末影响资金拆借利率上升，周五 R007 利率收于 2.64%，GC007 利率收于 3.25%。本周十年国债收益率下行 2BP，收于 3.12%。8 月经济数据明显超预期，不仅工业增加值增速再度上行，固定资产投资增速接近回正，社零当月同比增速也回升，从 8 月数据来看，此前市场担忧的需求恢复不足的情况有所减缓，由此支撑了 A 股市场表现。

图表 2. 大类资产收益率横向比较



资料来源：万得，中银证券

我国经济恢复有明显比较优势。股市方面，本周 A 股指数普涨，领涨的指数是万得全 A（2.65%），涨幅靠后的指数是深证成指（2.33%）；港股方面恒生指数下跌-0.2%，恒生国企指数上涨 0.52%，AH 溢价指数上行 3.8 收于 147.19；美股方面，标普 500 指数本周下跌-0.64%，纳斯达克下跌-0.56%。债市方面，本周国内债市普涨，中债总财富指数本周上涨 0.05%，中债国债指数上涨 0.08%，金融债指数上涨 0.09%，信用债指数上涨 0.11%，分级债 A 下跌 0%；十年美债利率上行 3 BP，周五收于 0.7%。万得货币基金指数本周上涨 0.03%，余额宝 7 天年化收益率上行 6 BP，周五收于 1.64%。期货市场方面，NYMEX 原油期货上涨 9.75%，收于 40.97 美元/桶；COMEX 黄金上涨 0.47%，收于 1957.1 美元/盎司；SHFE 螺纹钢下跌-1.21%，LME 铜上涨 1.65%，LME 铝上涨 1.15%；CBOT 大豆上涨 4.67%。美元指数下跌-0.26%收于 93.01。VIX 指数下行至 25.83。本周受到国内经济数据大幅超预期的提振，人民币资产整体表现较好。

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	*2020/9/14* 上期涨跌幅	- 本月以来	*2020/9/18* 今年以来
股票	000001.SH	上证综指	3,338.09	2.38	(2.83)	(1.70)	9.44
	399001.SZ	深证成指	13,245.09	2.33	(5.23)	(3.73)	26.98
	399005.SZ	中小板指	8,828.56	2.50	(5.19)	(3.57)	33.11
	399006.SZ	创业板指	2,596.08	2.34	(7.16)	(4.85)	44.38
	881001.WI	万得全 A	5,197.88	2.65	(4.25)	(2.34)	20.42
	000300.SH	沪深 300	4,737.09	2.37	(3.00)	(1.64)	15.64
债券	CBA00301.C	中债总财富指数	199.55	0.05	0.05	(0.08)	1.65
	CBA00603.C	中债国债	192.72	0.08	0.07	(0.33)	1.36
	CBA01203.C	中债金融债	198.37	0.09	0.11	(0.06)	1.50
	CBA02703.C	中债信用债	187.21	0.11	0.06	0.13	2.35
	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	1,572.78	0.03	0.04	0.09	1.46
大宗商品	CL.NYM	NYMEX 原油	40.97	9.75	(5.98)	(3.85)	(32.90)
	GC.CMX	COMEX 黄金	1,957.10	0.47	0.71	(1.09)	28.49
	RB.SHF	SHFE 螺纹钢	3,603.00	(1.21)	(2.47)	(4.23)	1.26
	CA.LME	LME 铜	6,850.00	1.65	0.07	2.74	10.95
	AH.LME	LME 铝	1,795.50	1.15	(0.64)	(0.25)	(0.80)
	S.CBT	CBOT 大豆	1,042.50	4.67	2.89	9.33	9.11
货币	-	余额宝	1.64	6 BP	6 BP	14 BP	-79 BP
	-	银行理财 3M	3.83	-3 BP	-2 BP	-5 BP	-32 BP
外汇	USDX.FX	美元指数	93.01	(0.26)	0.46	0.91	(3.57)
	USDCNY.IB	人民币兑美元	6.76	1.14	0.04	1.38	2.98
	EURCNY.IB	人民币兑欧元	8.01	1.04	0.04	1.75	(2.62)
	JPYCNY.IB	人民币兑日元	6.46	(0.40)	0.07	0.27	(0.75)
港股	HSI.HI	恒生指数	24,455.41	(0.20)	(0.78)	(2.87)	(13.25)
	HSCEI.HI	恒生国企	9,803.10	0.52	(1.33)	(1.89)	(12.22)
	HSAHP.HI	恒生 AH 溢价	147.19	3.80	1.58	5.06	20.07
美国	SPX.GI	标普 500	3,319.47	(0.64)	(2.51)	(5.17)	2.75
	IXIC.GI	NASDAQ	10,793.28	(0.56)	(4.06)	(8.34)	20.29
	UST10Y.GBM	十年美债	0.70	3 BP	-5 BP	-2 BP	-122 BP
	VIX.GI	VIX 指数	25.83	(3.87)	(12.62)	(2.20)	87.45
	CRBFD.RB	CRB 食品	343.30	3.89	1.21	5.59	1.42

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）

- 我国 8 月经济运行稳定复苏，主要指标继续回升，社会消费品零售总额、工业增加值及商品房销售额累计增速年内首次由负转正；8 月城镇调查失业率下降至 5.6%。统计局表示，如果经济复苏态势延续，三季度经济增速会比二季度明显加快。
- 财政部：1-8 月，全国一般公共预算收入 126768 亿元，同比下降 7.5%；其中，证券交易印花税 1427 亿元，同比增长 48.6%。
- 统计局：8 月份，各线城市新建商品住宅销售价格环比涨幅略微扩大，二线城市二手住宅销售价格环比涨幅回落；一线城市新建商品住宅和二手住宅销售价格同比涨幅有所扩大，二线城市新建商品住宅和二手住宅销售价格同比涨幅均连续 16 个月相同或回落。
- 国务院领导人表示，中国经济实现企稳回升，全年经济有望实现正增长。在保持宏观政策适时有力合理过程中，将注重政策实施，也会根据形势变化完善和丰富政策内涵。
- 商务部公布《不可靠实体清单规定》对列入不可靠实体清单的外国实体可采取限制或者禁止其从事与中国有关的进出口活动、限制或者禁止其在中国境内投资等措施。
- 央行等六部门支持稳外贸稳外资，拟进一步优化跨境人民币政策，在全国范围内开展更高水平贸易投资便利化试点，放宽部分资本项目人民币收入使用限制，取消非投资类外商投资企业人民币资本金境内再投资限制。
- 最高人民法院、发改委两部门《关于完善企业破产配套制度保障管理人依法履职，进一步优化营商环境的意见》公开征求意见，要求加强数据共享和业务协同，坚决打击企业破产中逃废债行为。
- 文化和旅游部公告，推动旅游景区复工复产复业，国庆节、中秋节假期旅游景区接待游客量可上调至最大承载量的 75%。
- 国务院常务会议确定政务服务“跨省通办”和提升“获得电力”服务水平的措施，要求按照“两个毫不动摇”支持国有企业和民营企业改革发展。国务院常务会议指出，要进一步为民营企业发展创造公平竞争环境，带动扩大就业，持续放宽市场准入。
- 银保监会要求银行业金融机构建立保险公司资本保证金账户管理制度，妥善处理相关账户接受有权机关查询、冻结、扣划等事项。
- 国务院常务会议要求加快电网企业剥离装备制造等竞争性业务，推动油气基础设施向各种所有制企业公平开放，支持民企参与重大铁路项目建设和客货站场开发经营。
- 发改委：8 月份共审批固定资产投资项目 6 个，总投资 882 亿元，主要集中在交通和信息化等领域；包括外资企业在内的部分企业在全球范围内调整生产布局，属于正常的市场行为，外资企业长期在华投资经营的信心并没有改变。
- OECD 最新报告称，中国经济在第二季度末已恢复至疫情危机前的水平，并将是 G20 中今年唯一一个实现 GDP 正增长的国家，预计全年 GDP 增幅为 1.8%，明年增幅更将高达 8%。
- 世界贸易组织裁定，特朗普政府对价值超过 2000 亿美元的中国商品征收的关税非法。
- 国务院办公厅要求坚决制止耕地“非农化”行为，坚决守住耕地红线，严禁违法违规批地用地，并将全面开展耕地保护检查。
- 国务院关税税则委员会：将第一批对美加征关税商品第一次排除清单中的 16 项商品，排除期限延长一年，自 2020 年 9 月 17 日至 2021 年 9 月 16 日，继续不加征我为反制美 301 措施所加征的关税。
- 央行发布报告称，将继续深化 LPR 改革，推动实现利率“两轨合一轨”，完善货币政策调控和传导机制，健全基准利率和市场化利率体系。报告指出，中国金融体系以银行为主导，不宜以国债收益作为贷款利率参考基准，LPR 较为适宜。
- 中欧正式签署中欧地理标志协定，协定纳入双方共 550 个地理标志（各 275 个），涉及酒类、茶叶、农产品、食品等。在中国可以吃到欧洲特产的放心食品，同样，在欧洲也可以享用原滋原味的中国地方名品。中欧领导人确认，加快中欧投资协定谈判，实现年内完成谈判的目标。

- 国务院发布《关于实施金融控股公司准入管理的决定》，11 月 1 日起施行。根据办法，控股或实际控制的金融机构中含商业银行的，金融机构总资产不少于 5000 亿元。申请设立金融控股公司，实缴注册资本额不低于 50 亿元，且不低于所直接控股金融机构注册资本总和 50%。
- 央行发布《金融控股公司监督管理试行办法》，已具备设立情形且拟申请设立金融控股公司的机构，应在办法正式实施后的 12 个月内提出设立申请，经批准后，设立金融控股公司。对办法实施前已具备设立金融控股公司情形但未达到监管要求的机构，合理设置过渡期安排，把握好节奏和时机，逐步消化存量。
- 海南自由贸易港建设项目（第三批）集中开工活动在全省各地同步举行。本次集中开工项目共 151 个，总投资 403 亿元，今年计划投资 80 亿元，项目涵盖产业发展、“五网”基础设施、公共服务等领域。

大类资产表现

A 股：经济数据提振 A 股市场

A 股普涨。本周市场指数普涨，领涨的指数包括中证 1000（2.78%）、万得全 A（2.65%）、上证 180（2.53%），涨幅靠后的指数包括上证红利（2.23%）、深证成指（2.33%）、创业板指（2.34%）。行业方面涨多跌少，领涨的行业有汽车（8.35%）、非银行金融（5.43%）、建材（5.11%），领跌的行业有农林牧渔（-2.34%）、医药（-1.06%）、食品饮料（-0.79%）。本周受 8 月经济数据超预期的影响，A 股普涨明显，且市场活跃度有所上升。

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（%）	
中证 1000	2.78	汽车	8.35	次新股指数	7.85
万得全 A	2.65	非银行金融	5.43	锂电池指数	7.84
上证 180	2.53	建材	5.11	燃料电池指数	6.61
创业板指	2.34	食品饮料	(0.79)	天津自贸区指数	1.11
深证成指	2.33	医药	(1.06)	海绵城市指数	1.02
上证红利	2.23	农林牧渔	(2.34)	京津冀一体化指数	0.39

资料来源：万得，中银证券

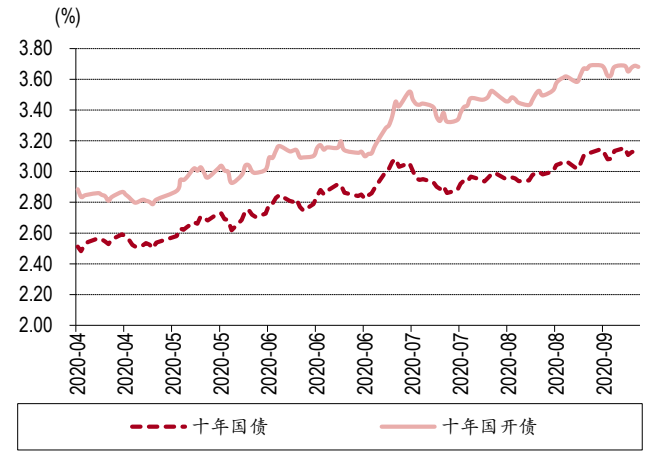
A 股一周要闻（新闻来源：万得）

- 机器人|伴随着新基建进程提速，工业互联网担负起传统制造业转型升级的重任，在人口老龄化加速与劳动力成本提升的背景下，智能工厂将是大势所趋，这也加速了工业机器人的普及进程。
- 钢铁|从量变到质变，竞争力增强、抗风险能力明显提升的钢铁业正在加速兼并重组步伐，钢铁行业集中度有望进一步提高。
- 网络安全 | 近日，2020 年国家网络安全宣传周正式拉开帷幕，5G 云网新基建、新技术、新应用等网络安全新议题成为亮点。
- 智能汽车|9 月 14 日，2020 智能网联汽车大会在上海举行。据悉，上海市嘉定区将实现智能网联汽车测试道路的全域开放，率先按下智能网联汽车应用的“快进键”，国家级长三角区域车联网先导区同时启动。
- 航空 | 民航局运输司副司长靳军号在 9 月 15 日举行的例行新闻发布会上透露，近日民航局已下发《关于 2020/21 年冬春航季国内航线航班评审相关工作的通知》，调整放宽国内部分航线航班的准入政策。
- 游戏产业|9 月 15 日凌晨，售价 499 元的 Switch 国行版本游戏《健身环大冒险》在京东二次开售，不到一天时间便告售罄。
- 长三角一体化|上海市、江苏省、浙江省、安徽省“三省一市”将共建长三角地区基层治理示范区，助力长三角一体化示范区赶超发展。
- 燃料电池|记者近日获悉，目前燃料电池汽车示范城市申报已启动，上海、北京、山东等地已明确申报或出台申报方案。
- 数字中国|近日，国家发展改革委、国家互联网信息办公室、工业和信息化部相关负责人齐发声，围绕加快数字中国建设、发展数字经济释放了密集利好，包括谋划“十四五”期间的信息化发展工作，加快编制“十四五”数字经济规划，完善数字基础设施建设，深入实施工业互联网创新发展工程等。
- 智能制造|近日，新一批先进制造业重大项目在多地签约落地，聚焦电子信息、智能制造、先进材料等重点领域。

债券：货币政策不落地，债市方向难确定

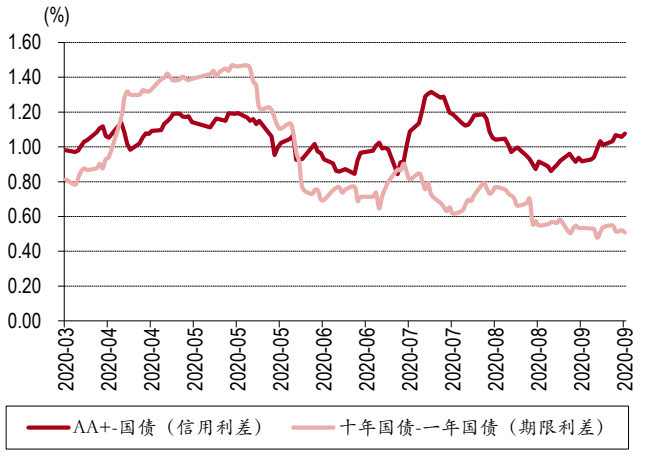
临近季末，央行选择加大 MLF 投放平抑拆借市场利率。十年期国债收益率周五收于 3.12%，本周下行-2BP，十年国开债收益率周五收于 3.68%，较上周五上行 0BP。目前债市利率基本维持震荡，等待货币政策进一步明朗。本周期限利差下行-3BP 至 0.51，信用利差上行 6BP 至 0.86。

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

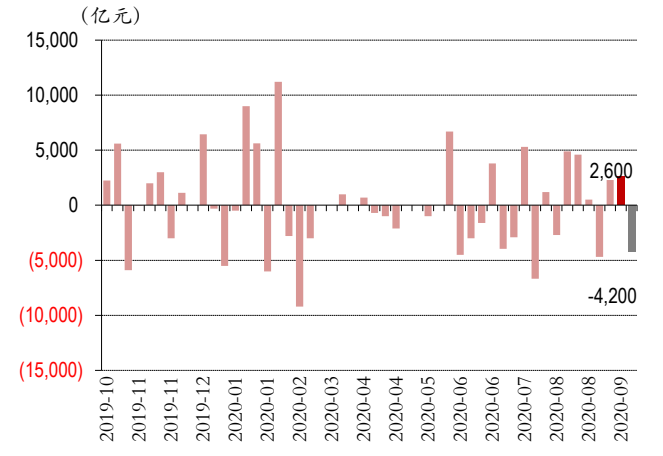
图表 6. 信用利差和期限利差



资料来源：万得，中银证券

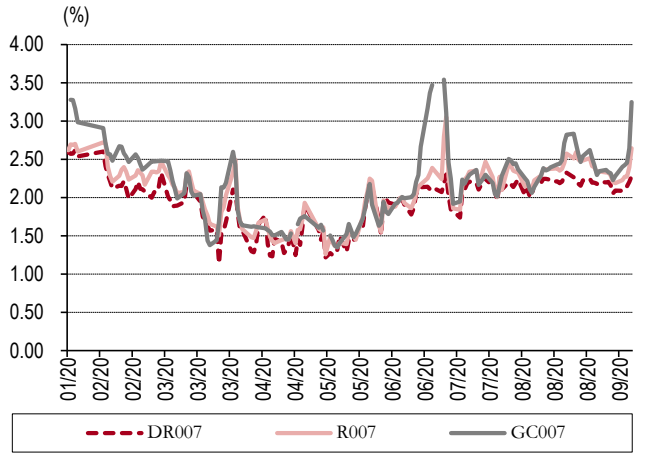
央行在公开市场加大净投放。本周央行在公开市场净投放资金 2600 亿元，考虑到临近季末，央行加大了 MLF 投放力度，但资金市场拆借利率依然明显上升，周五 R007 利率收于 2.64%，交易所资金 GC007 利率收于 3.25%。从当前海外央行动向来看，基本上还是按兵不动，等待经济复苏过程中更明确需要放松的信号。国内经济复苏形势更好，因此货币政策更加谨慎。

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）

- 二季度末，我国金融业机构总资产为 340.43 万亿元，同比增长 10%。金融业机构负债为 310.01 万亿元，同比增长 9.9%。
- 去年三季度以来，隐性债务置换密集推进，中小银行也在密集介入。南方某监管部门指出，当地中小银行平滑债务总量超过全辖的一半，需关注化债中的金融风险。
- 外汇交易中心等提升境外机构投资中国债券便利度，允许交易双方无需提交申请即可线上自主选择达成 T+N 交易。

大宗商品：通胀预期推升农产品价格

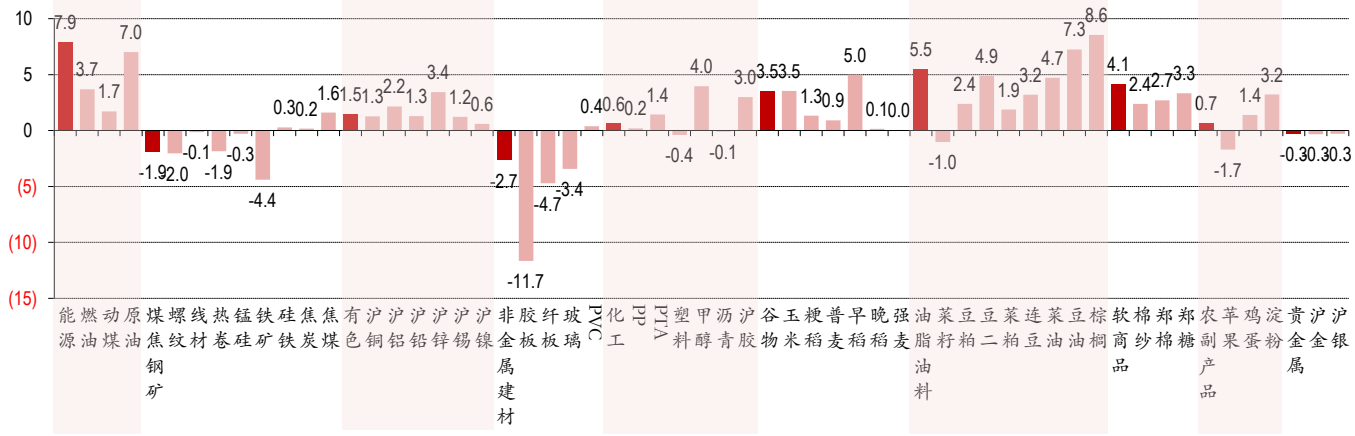
经济数据支撑能源需求，通胀预期推升农产品价额。本周商品期货指数上涨 1.21%。从各类商品期货指数来看，上涨的有能源（7.91%）、油脂油料（5.52%）、谷物（3.49%）、有色金属（1.49%）、化工（0.63%），下跌的有贵金属（-0.32%）、煤焦钢矿（-1.9%）、非金属建材（-2.67%）。各期货品种中，本周涨幅较大的大宗商品有棕榈（8.56%）、豆油（7.25%）、原油（7.01%），跌幅靠前的则有胶板（-11.65%）、纤板（-4.72%）、铁矿（-4.4%）。国内 8 月经济数据较好推动能源价格上升，但通胀预期升温也影响了农产品的价格表现。

图表 9. 大宗商品本周表现

商品 +1.21%	能源 +7.91%	煤焦钢矿 -1.9%
有色金属 +1.49%	非金属建材 -2.67%	化工 +0.63%
谷物 +3.49%	油脂油料 +5.52%	贵金属 -0.32%

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

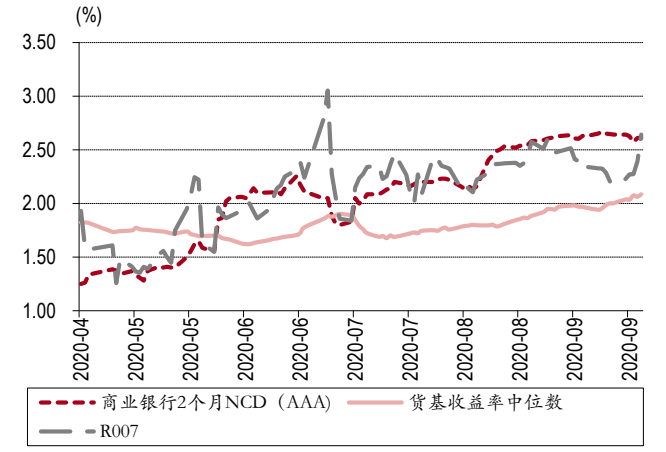
大宗商品一周要闻（新闻来源：万得）

- 造纸业的“金九银十”如期到来。8 月白卡纸大幅提价 500 元/吨之后，各大纸企近期再次密集发函涨价，提价幅度在 200 元至 300 元/吨。
- 据农业农村部监测，8 月份全国生猪存栏环比增长 4.7%，连续 7 个月增长，同比增长 31.3%。预计四季度猪肉价格将低于去年同期。
- 我国期货市场价格首次在境外交易所直接应用。上期所和挪威浆纸交易所签约发布纸浆期货交割结算价授权协议，挪威浆纸交易所将于 9 月 21 日挂牌上市基于上期所纸浆期货交割结算价的交易合约。
- 欧佩克+草案声明认为，第二波新冠疫情对石油需求构成风险，强调完全遵循石油减产和补偿过剩生产。
- 俄罗斯经济部预计，该国石油产量在 2020 年下降 9.5%，2021 年增长 2%。
- 大商所发布通知，自 9 月 21 日结算时起，玉米期货合约套期保值和投机交易保证金水平分别调整为 7%和 8%。
- IEA 月报称，油市更加脆弱，疫情卷土重来损害原油需求；8 月全球原油供应增加 110 万桶/日至 9170 万桶/日，预计下半年石油需求复苏将明显放缓。
- 因预测需求疲软且页岩油产量复苏，OPEC 下调全球石油市场展望，预计 2020 年石油日消费量将出现 946 万桶的史无前例降幅。OPEC 8 月原油产量增加 76 万桶至 2405 万桶/日。
- 粮农组织总干事屈冬玉强调，全球粮食市场供应充足。但由于全球经济复苏面临困境，粮食获取将受到收入下降和失业的不利影响。必须确保贸易畅通，促进全球粮食安全和营养状况。

货币类：货基收益率回到 2

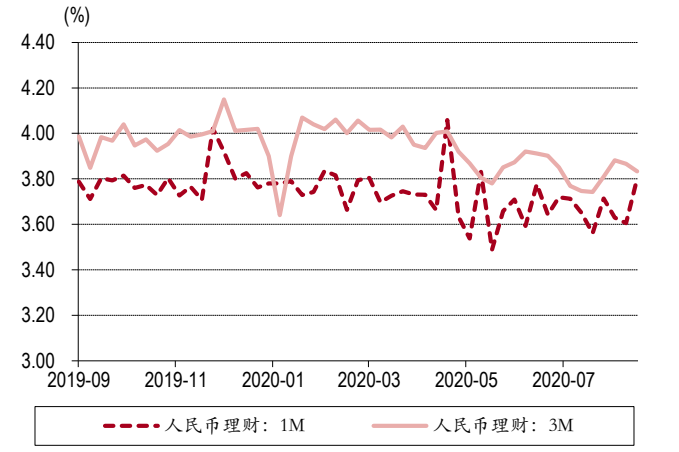
货币基金收益率可能逐步回升至 2.2-2.5%。本周余额宝 7 天年化收益率上行 6BP，周五收于 1.64%；人民币 3 个月理财产品预期年化收益率下行-3BP 收于 3.83%。本周万得货币基金指数上涨 0.03%，货币基金 7 天年化收益率中位数周五收于 2.09%。利率上升趋势下，货基收益率上升较慢。

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

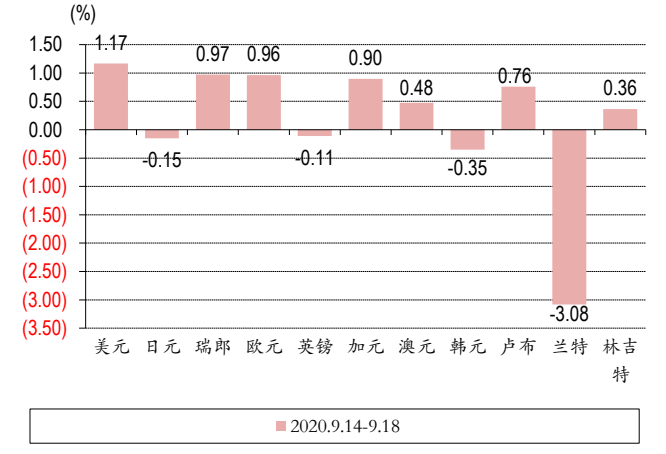


资料来源：万得，中银证券

外汇：人民币汇率继续升值

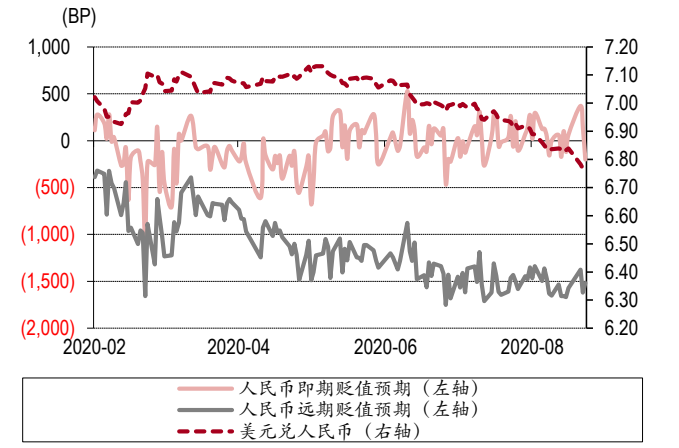
人民币兑美元中间价本周下行-798BP，至 6.7591。本周人民币对美元(1.17%）、瑞郎(0.97%）、欧元(0.96%）、加元(0.9%）、卢布(0.76%）、澳元(0.48%）、林吉特(0.36%）升值，对英镑(-0.11%）、日元(-0.15%）、韩元(-0.35%）、兰特(-3.08%）贬值。人民币汇率的强势，主要源自国内经济复苏的强劲，需要关注的是汇率可能对出口造成一定负面影响。

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

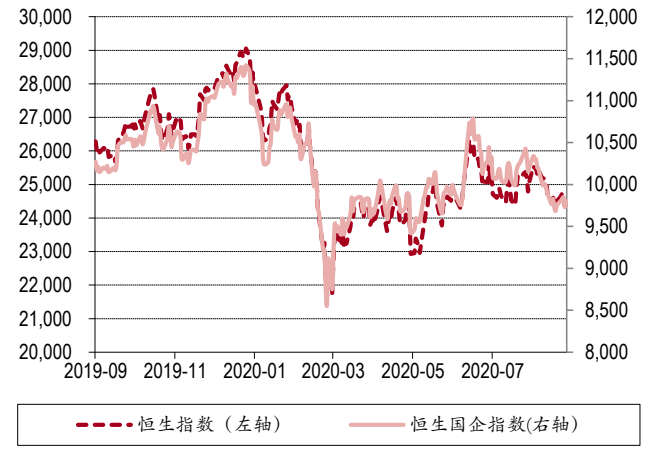
外汇市场一周要闻（新闻来源：万得）

- SWIFT：8 月人民币继续保持全球第五大活跃货币的位置，全球支付占比由 7 月的 1.86%升至 1.91%。
- 中国 8 月末央行外汇占款 21.2 万亿元人民币，环比减少 38.3 亿元，连续 7 个月减少。
- 《2020 年人民币东盟国家使用报告》显示，2019 年东盟国家人民币跨境收付金额同比增长 34.71%。

港股：北上资金净流入

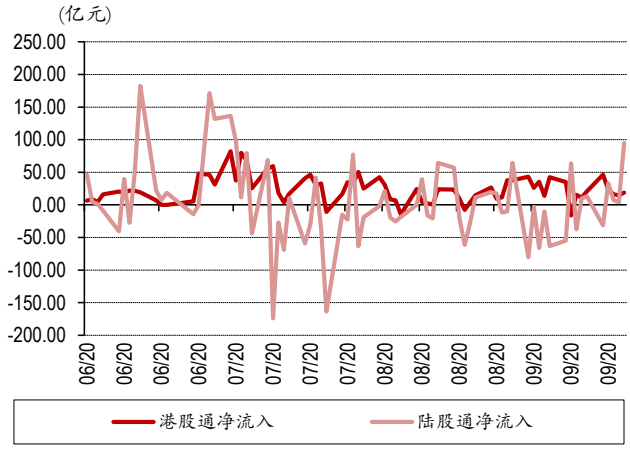
国内经济基本面具备明显全球比较优势。本周恒生指数下跌-0.2%，恒生国企指数上涨 0.52%，AH 溢价指数上行 3.8 收于 147.19。行业方面本周领涨的有原材料业（7.22%）、非必需性消费业（4.09%）、工业（4.09%），跌幅靠前的有电讯业（-1.24%）、综合业（-0.36%）、金融业（-0.34%）。本周南下资金总量 118.95 亿元，同时北上资金总量 108.32 亿元。本周海外股票市场依然疲弱，但国内股票市场明显普涨，从基本面来看，疫情反复是海外股市表现较差的重要原因，国内外经济复苏的差异也导致 A 股具备全球比较优势。

图表 15. 恒指走势



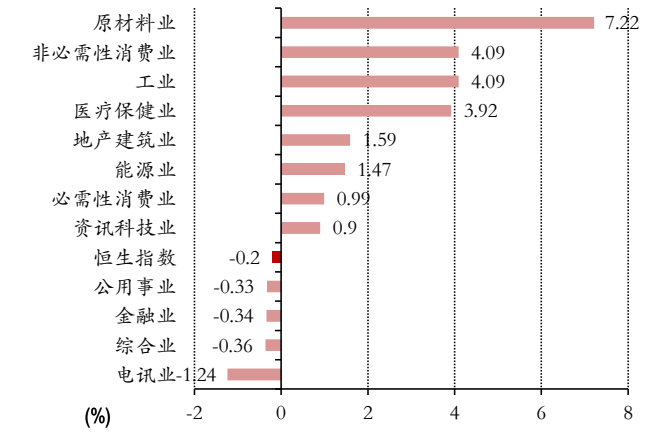
资料来源：万得，中银证券

图表 16. 陆港通资金流动情况



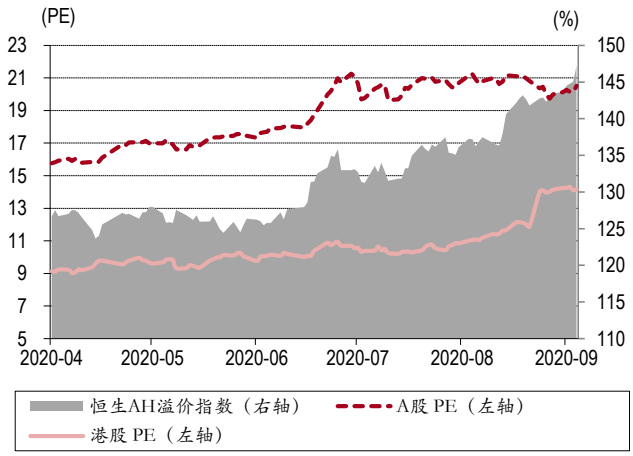
资料来源：万得，中银证券

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）

- 美联储将基准利率维持在 0%-0.25%区间不变，符合市场预期。美联储称，将维持利率不变直到通胀处于 2%及实现就业最大化。美联储公布的 9 月份点阵图显示，美联储预计将维持利率在当前水平直至 2023 年。
- 美联储声明称，17 名委员中，1 名委员支持在 2022 年加息。有 13 人认为维持利率至 2023 年不变，4 名委员预计在 2023 年加息。美联储声明还发布了对未来经济增长的预期，2020 年底 GDP 增速预期中值为-3.7%，6 月预期为-6.5%。2021 年底 GDP 增速预期中值为 4%，6 月预期为 5%。
- 美联储主席鲍威尔：美国经济复苏快于预期，但是整体活动依旧低于新冠疫情前水平；美联储仍致力于使用所有工具，并准备按需调整资产购买；重申经济发展仍将依赖于政府控制疫情的能力，可能需要更多财政和货币支持。

- 据报道：美国总统特朗普称，TikTok 与甲骨文和沃尔玛的交易“仍在推进中”。
- 美国总统特朗普在白宫记者会上表示，预计到 2021 年 4 月，能有足够的新冠疫苗提供给所有美国人。但这一预测与美疾控中心主任的说法存在分歧。
- 美国第二季度经常帐赤字环比大幅上升至 1705 亿美元，创 2008 年第四季度以来新高。美国 9 月密歇根大学消费者信心指数初值 78.9，预期 75，前值 74.1。
- 俄罗斯央行将基准利率维持在 4.25%不变，但表示可能在下一次会议上降息。
- 英国央行按兵不动，称如果市场状况恶化可以提高 QE 规模，并讨论了负利率的有效性。经济学家预计，英国央行 QE 规模将在 11 月扩大 500 亿英镑。
- 日本央行按兵不动，重申将不设限购买日本国债。日本央行行长黑田东彦称，首要任务是维持价格稳定，日本经济开始复苏，预计通胀将回升至正区间。
- 美国至 9 月 12 日当周初请失业金人数降至 86 万人，连续第三周低于 100 万，但仍高于预期的 85 万人，也远高于金融危机崩溃时期的任何一周的峰值。
- 巴西央行维持基准利率在 2%不变，符合市场预期，结束 9 连降。巴西央行：本次利率决定为一致通过；经济前景显示需要格外高的刺激力度；近期的指标出现部分复苏；经济增长的不确定性仍然比往常更大；预计通胀会在短期内回升；预计不会下调货币政策刺激。
- 新任日本首相菅义伟表示，将继承“安倍经济学”，将恢复经济活力作为重要课题，目前保证就业、维持各产业继续运转至关重要。
- OECD 最新报告预测，今年全球 GDP 将缩水 4.5%，明年则将实现 5%的 GDP 增幅。欧元区今年 GDP 增幅将为负 7.9%，明年有望实现 5.1%增幅；美国今年经济预期增幅为负 3.8%，明年预期增幅 4%。
- 日本 8 月出口额同比下降 14.8%，为连续 21 个月同比下降，连续 6 个月两位数下降，但当月对中国出口总额同比增 5.1%。
- 美国取消对加拿大加征铝关税，加拿大也决定，不对美国进口商品征收报复性关税。加拿大贸易部长：如果美国采取新的惩罚性措施，加拿大准备随时征收报复性关税；在铝产品关税上，加拿大没有任何让步。
- 联合国世界旅游组织（UNWTO）专家认为，大流行结束后，全球旅游业需要 2-4 年的时间才能恢复到 2019 年的水平。
- 美国财长努钦和美联储主席鲍威尔将于 9 月 24 日在参议院银行委员会就新冠肺炎疫情的援助问题进行作证。
- 澳大利亚维多利亚州政府宣布 30 亿澳元的一揽子经济救助计划，对该州在疫情中受到冲击最严重的企业伸出援手，主要包括减税、拨款等方式。

下周大类资产配置建议

8 月经济数据超预期。8 月工业增加值同比增速 5.6%，1-8 月工业增加值同比增速 0.4%。1-8 月采矿业工业增加值累计同比增速-1%，制造业累计同比增速 0.9 %，公用事业累计同比增速 0.3%，高技术产业累计同比增速 5.6%。8 月社零同比增速 0.5%，1-8 月社零累计同比增速为-8.6%。8 月限额以上企业商品零售总额同比增速 5.1%，同比增速较高的细分行业包括通讯器材、化妆品和金银珠宝。1-8 月固定资产投资增速为-0.3%，民间固定资产投资增速-2.8%。制造业投资 1-8 月累计同比增长-8.1%，基建投资累计同比增长-0.3%，地产投资累计同比增长 4.6%。从制造业细分行业看，累计同比增速较 7 月明显上升的包括交运设备、农副食品、医药制造、纺织、化学原料等行业。由于需求的恢复也明显回升，因此国内经济复苏趋势进一步向好。

全球央行按兵不动，但 2020 年经济负增长难以避免。美联储将基准利率维持在 0%-0.25%区间不变，并预计将维持利率在当前水平直至 2023 年。根据 OECD 最新报告预测，今年全球 GDP 将缩水 4.5%，明年则将实现 5%的 GDP 增幅。本周包括美联储在内，英国、俄罗斯、巴西等国央行均维持利率在当前水平。我们认为全球范围内，特别是发达国家和地区，央行降息空间已经非常小，接下来更可能采取加码量化宽松来提供流动性。即便如此，2020 年全球经济增速依然将负增长，2021 年经济增速一定程度上将受今年秋冬新冠疫情二次冲击的影响。

内需恢复成为破局亮点。8 月社零当月同比增速回正，超出市场预期。结合当前的经济数据和国际环境看，出口国增速连续两个月明显正增长，进口增速相对疲弱，人民币汇率兑美元较强势，美国持续对我国施加负面影响，我们认为未来内需的恢复或可成为破局亮点：一是有利于扩大进口，缓解人民币升值压力，二是有利于吸引外资持续来华投资，三是有利于减轻投资拉动 GDP 的压力。但就短期来看，仍需警惕美国大选前后海外可能对中国发起的风险事件。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；美国大选期间政策的不确定性。

图表 19. 本期观点（2020.9.20）

宏观经济		本期观点	观点变化
一个月内	-	经济恢复速度明显放缓	不变
三个月内	-	经济仍在疫情后的恢复趋势中	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	=	供给放量，流动性环境相对宽松	标配
货币	-	收益率将在 1.5-1.8%区间波动	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