大类资产配置周报(2020.9.6)

全球资本市场震荡或源自对央行的依赖

关注市场对美联储货币政策的解读；从数据看目前全球经济仍在反弹通道中。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 月制造业 PMI 为 51，非制造业 PMI 为 55.2。
- **要闻：**央行提出以培育 DR 为重点、健全中国基准利率和市场化利率体系的思路和方案；外交部长王毅：要确保年内完成中欧投资协定谈判，尽快签署《中欧合作 2025 战略规划》；《首都功能核心区控制性详细规划（街区层面）（2018 年-2035 年）》正式发布。

资产表现回顾

- **十年国债继续上行。**本周沪深 300 指数下跌-1.53%，沪深 300 股指期货下跌-1.66%；焦煤期货本周上涨 4.8%，铁矿石主力合约本周上涨 3.22%；股份制银行理财预期收益率上涨 7BP 至 3.88%，余额宝 7 天年化收益率上涨 2BP 至 1.51%；十年国债收益率上行 6BP 至 3.12%，活跃十年国债期货本周上涨 0.02%。

资产配置建议

- **资产配置排序：股票>大宗>债券>货币。**美联储周报显示，最近一周，总资产减少 452 亿美元至 4.49 万亿美元，央行货币政策的波动，可能是导致资本市场波动的重要原因。我们不认为在全球经济复苏前景仍有较大不确定性的当前，全球主要央行会主动收紧货币政策，但从国际资本市场过去十年间的表现来看，央行主导的流动性充裕是支持资产价格持续上行的重要原因，因此在当前全球经济基本面疲弱且资产估值高企的情况下，货币政策的影响进一步被放大。横向比较之下，我国的经济基本面向好趋势相对明朗，且央行货币政策仍有空间，维持看好人民币资产的观点。

风险提示：全球经济恢复速度偏慢；国内需求恢复程度持续弱于供给。

首页 · 本期观点（2020.9.6）

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

《美元疲弱或引发全球资本市场轮动：大类资产配置周报》2020.7.26

《中国的基本面相对优势愈发明显：大类资产配置周报》2020.8.2

《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

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

股债双双调整 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：受到海外波及 7
债券：供给强势，需求稍弱 8
大宗商品：农产品期货价格坚挺 9
货币类：收益率震荡持平 10
外汇：人民币明显走强 10
港股：关注美联储的后续操作 11

下周大类资产配置建议 13

图表目录

首页 · 本期观点（2020.9.6） 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（2020.9.6） 13

一周概览

股债双双调整

十年国债继续上行。本周沪深 300 指数下跌-1.53%，沪深 300 股指期货下跌-1.66%；焦煤期货本周上涨 4.8%，铁矿石主力合约本周上涨 3.22%；股份制银行理财预期收益率上涨 7BP 至 3.88%，余额宝 7 天年化收益率上涨 2BP 至 1.51%；十年国债收益率上行 6BP 至 3.12%，活跃十年国债期货本周上涨 0.02%。

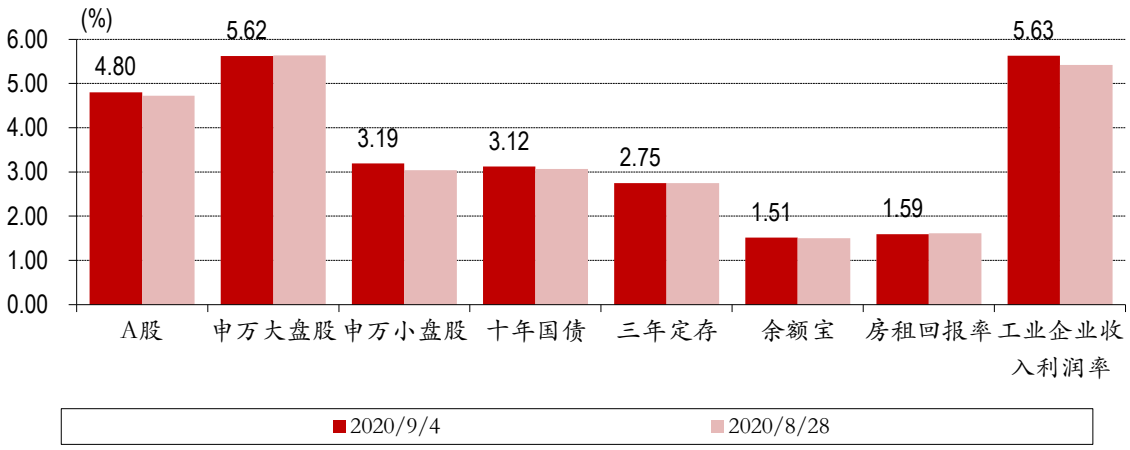
图表 1. 代表性资产一周表现和配置建议

股票		**债券**	
沪深 300 -1.53%		10 年国债到期收益率 3.12%/本周变动 +6BP	
沪深 300 期货 -1.66%		活跃 10 年国债期货+0.02%	
本期评论：	A 股持续受益海外资金流入	本期评论：	收益率处于历史低位
配置建议：	超配	配置建议：	低配
大宗商品		**保守资产**	
铁矿石期货 +3.22%		余额宝 1.51%/本周变动 +2BP	
焦煤期货 +4.8%		股份制理财 3M 3.88%/本周变动 +7BP	
本期评论：	二季度经济环比上升	本期评论：	利率下行至较低水平
配置建议：	标配	配置建议：	标配

资料来源：万得，中银证券

8 月 PMI 继续向好。本周 A 股下跌，大盘股估值基本持平，小盘股估值显著下行。本周央行在公开市场净回笼资金 4700 亿元，资金拆借利率稳中有降，周五 R007 利率收于 2.348%，GC007 利率收于 2.34%。本周十年国债收益率上行 6BP，收于 3.12%。8 月制造业 PMI 小幅下行，主要是受到生产数据下行影响所致，整体看来制造业环比仍在复苏轨道上。我们认为当前受海外经济环比持续修复的正面影响，国内生产端的向好趋势可以维持，但需要关注接下来秋冬季海外疫情是否会出现反复。

图表 2. 大类资产收益率横向比较



资料来源：万得，中银证券

全球资产齐调整，避险需求小幅上扬。股市方面，本周 A 股指数普跌，跌幅较小的指数是万得全 A（-0.92%），领跌的指数是中小板指（-2%）；港股方面恒生指数下跌-2.86%，恒生国企指数下跌-2.93%，AH 溢价指数上行 1.19 收于 141.81；美股方面，标普 500 指数本周下跌-2.31%，纳斯达克下跌-3.27%。债市方面，本周国内债市普跌，中债总财富指数本周下跌-0.1%，中债国债指数下跌-0.22%，金融债指数下跌-0.14%，信用债指数下跌-0.03%，分级债 A 下跌 0%；十年美债利率下行-2 BP，周五收于 0.72%。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 2 BP，周五收于 1.51%。期货市场方面，NYMEX 原油期货下跌-8.05%，收于 39.51 美元/桶；COMEX 黄金下跌-1.72%，收于 1940.9 美元/盎司；SHFE 螺纹钢上涨 1%，LME 铜上涨 1.69%，LME 铝下跌-0.44%；CBOT 大豆上涨 1.84%。美元指数上涨 0.58%收于 92.82。VIX 指数上行至 30.75。本周美元指数仍在 93 下方震荡，风险资产中股票、原油均有所下行，避险资产中黄金也下跌，只有美债小幅上涨。

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	*2020/8/31* 上期涨跌幅	- 本月以来	*2020/9/4* 今年以来
股票	000001.SH	上证综指	3,355.37	(1.42)	0.68	1.37	10.01
	399001.SZ	深证成指	13,656.66	(1.41)	2.77	0.14	30.93
	399005.SZ	中小板指	9,084.62	(2.00)	2.35	(0.04)	36.97
	399006.SZ	创业板指	2,732.15	(0.93)	4.76	(2.26)	51.95
	881001.WI	万得全 A	5,288.37	(0.92)	1.56	1.32	22.52
	000300.SH	沪深 300	4,770.22	(1.53)	2.66	1.60	16.44
债券	CBA00301.C	中债总财富指数	199.34	(0.10)	(0.27)	(0.41)	1.55
	CBA00603.C	中债国债	192.43	(0.22)	(0.47)	(0.87)	1.20
	CBA01203.C	中债金融债	197.97	(0.14)	(0.37)	(0.41)	1.30
	CBA02703.C	中债信用债	186.89	(0.03)	(0.13)	0.08	2.18
	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	1,571.62	0.03	0.04	0.17	1.39
大宗商品	CL.NYM	NYMEX 原油	39.51	(8.05)	1.39	(1.89)	(35.29)
	GC.CMX	COMEX 黄金	1,940.90	(1.72)	1.31	(2.27)	27.43
	RB.SHF	SHFE 螺纹钢	3,754.00	1.00	(1.22)	(0.11)	5.51
	CA.LME	LME 铜	6,780.00	1.69	2.84	5.72	9.82
	AH.LME	LME 铝	1,792.00	(0.44)	1.87	4.58	(0.99)
	S.CBT	CBOT 大豆	968.00	1.84	5.06	8.46	1.31
货币	-	余额宝	1.51	2 BP	4 BP	11 BP	-92 BP
	-	银行理财 3M	3.88	7 BP	7 BP	3 BP	-27 BP
外汇	USDX.FX	美元指数	92.82	0.58	(0.99)	(0.71)	(3.76)
	USDCNY.IB	人民币兑美元	6.84	0.38	0.70	2.01	1.82
	EURCNY.IB	人民币兑欧元	8.10	0.87	(0.00)	2.29	(3.73)
	JPYCNY.IB	人民币兑日元	6.44	0.95	0.78	3.68	(0.42)
港股	HSI.HI	恒生指数	24,695.45	(2.86)	1.23	0.41	(12.40)
	HSCEI.HI	恒生国企	9,883.98	(2.93)	(0.29)	(1.55)	(11.50)
	HSAHP.HI	恒生 AH 溢价	141.81	1.19	3.14	6.86	14.69
美国	SPX.GI	标普 500	3,426.96	(2.31)	3.26	4.76	6.07
	IXIC.GI	NASDAQ	11,313.14	(3.27)	3.39	5.28	26.09
	UST10Y.GBM	十年美债	0.72	-2 BP	10 BP	17 BP	-120 BP
	VIX.GI	VIX 指数	30.75	33.93	1.86	25.72	123.15
	CRBFD.RB	CRB 食品	327.23	1.51	3.05	6.82	(3.32)

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）

- 8 月中国官方制造业 PMI 为 51，预期 51.5，前值 51.1；非制造业 PMI 为 55.2，前值 54.2；综合 PMI 为 54.5，前值 54.1。
- 中共中央政治局审议《黄河流域生态保护和高质量发展规划纲要》，强调要统筹推进山水林田湖草沙综合治理、系统治理、源头治理，采取有效举措推动黄河流域高质量发展，加快新旧动能转换，建设特色优势现代产业体系，优化城市发展格局，推进乡村振兴。
- 中央深改委会议审议通过《关于推进对外贸易创新发展的实施意见》、《关于新时代振兴中西部高等教育的若干意见》、《关于规范民办义务教育发展的实施意见》、《关于进一步规范医疗行为促进合理医疗检查的指导意见》、《关于进一步推进生活垃圾分类工作的若干意见》。国家领导人强调，要继续用足用好改革这个关键一招，保持勇往直前、风雨无阻的战略定力，围绕坚持和完善中国特色社会主义制度、推进国家治理体系和治理能力现代化，推动更深层次改革，实行更高水平开放，为构建新发展格局提供强大动力。中央深改委强调，要坚决守住土地公有制性质不改变、耕地红线不突破、农民利益不受损这三条底线；要把保障粮食安全放在突出位置，健全粮食安全制度体系；要完善农村产权制度和要素市场化配置，大力实施乡村振兴战略，健全城乡融合发展体制机制和政策体系。
- 国务院常务会议要求坚持稳健的货币政策灵活适度，保持政策力度和可持续性，不搞大水漫灌，引导资金更多流向实体经济，以促进经济金融平稳运行。
- 央行提出以培育 DR 为重点、健全中国基准利率和市场化利率体系的思路和方案。下阶段将通过创新和扩大 DR 在浮息债、浮息同业存单等金融产品中的运用，将其打造为中国货币政策调控和金融市场定价的关键性参考指标。
- 美国贸易代表办公室发布文件，对于智能手表和某些医用口罩在内的部分中国商品，关税豁免期限会再延长 4 个月至 2020 年底。
- 商务部：跨境服务贸易负面清单年底前将出台；2020 年服贸会将采取线上线下结合的方式，共计 1.8 万家境内外企业及机构参展参会，企业数量超过往年；未来 15 年中国进口服务将超过 10 万亿美元，中国服务市场开放的大门将越开越大。
- 国务委员兼外长王毅在北京出席二十国集团外长视频会议时表示，中方愿与各方携手发起和推动“人员与货物跨境流动便利化倡议”。王毅表示，本次外长会重点讨论人员往来和边境管控议题，十分必要和及时。各方在防疫安全前提下，应逐步、有序扩大人员往来，将已搭建的双边通道升级为多边网络；强化疫情通报，实施远端核酸检测，互认检测结果和健康码；搭建货物绿色通道，提高货物通关效率，畅通产业链供应链，探讨对重要医疗物资产品实施零关税的可行性。
- 农业农村部：正编制“十四五”种业发展规划，并会同国家发展改革委进一步修改完善《现代种业提升工程建设规划》，拟作为‘十四五’时期种业基础设施建设和布局的依据。
- 国务院常务会议明确金融控股公司准入规范，非金融企业、自然人等控股或实际控制两个或两个以上不同类型金融机构，并且控股或实际控制的金融机构总资产规模符合要求的，应申请设立金融控股公司。
- 住建部印发政务公开工作要点，强调坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，落实城市主体责任，稳地价、稳房价、稳预期。严格规范房地产开发和中介市场秩序，防止虚假宣传、恶意炒作等加剧市场波动。
- 中指研究院报告显示，8 月份，中国 300 城土地出让金总额为 4311 亿元，环比减少 23%。上海、宁波和北京分列前三位，当月土地出让收入分别为 379.7 亿元、356.4 亿元和 256.8 亿元。
- 外交部长王毅：要确保年内完成中欧投资协定谈判，尽快签署《中欧合作 2025 战略规划》；中欧要坚持相互开放市场，加强技术产业合作，推动制定全球数字领域的标准规则。
- 商务部：对原产于澳大利亚的进口相关葡萄酒进行反补贴立案调查；对原产于美国的进口相关乙二醇和丙二醇的单烷基醚发起反倾销立案调查。
- 《首都功能核心区控制性详细规划（街区层面）（2018 年-2035 年）》正式发布。在公示版基础上，批复版控规主要增加了“加强公共卫生体系建设”相关内容。

大类资产表现

A 股：受到海外波及

估值偏高是 A 股的内在问题。本周市场指数普跌，跌幅较小的指数包括中证 1000（-0.31%）、万得全 A（-0.92%）、创业板指（-0.93%），领跌的指数包括中小板指（-2%）、上证 50（-1.76%）、上证 380（-1.76%）。行业方面跌多涨少，领涨的行业有汽车（1.68%）、基础化工（1.04%）、电子元器件（0.81%），领跌的行业有非银行金融（-2.68%）、银行（-2.41%）、农林牧渔（-2.38%）。本周 A 股出现较明显的调整，一定程度上受到海外市场大跌和国内估值偏高的双重影响。

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	(0.31)	汽车	1.68	PM2.5 指数	6.11
万得全 A	(0.92)	基础化工	1.04	保底增持指数	4.69
创业板指	(0.93)	电子元器件	0.81	高送转概念指数	4.41
上证 380	(1.76)	农林牧渔	(2.38)	福建自贸区指数	(2.33)
上证 50	(1.76)	银行	(2.41)	装配式建筑指数	(2.40)
中小板指	(2.00)	非银行金融	(2.68)	电子竞技指数	(2.91)

资料来源：万得，中银证券

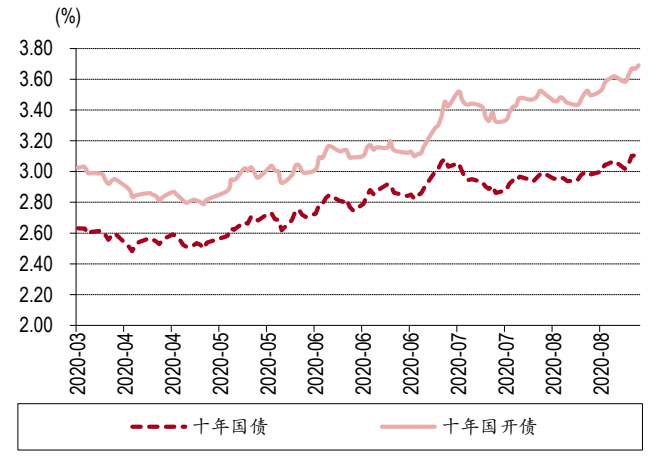
A 股一周要闻（新闻来源：万得）

- 乡村振兴 | 今年以来，金融机构对“三农”领域的信贷支持力度不断加大。专家表示，随着乡村振兴战略向纵深推进，一系列政策效果正逐渐显现，有效地疏通了金融资源流向农村的梗阻。
- 新兴产业 | 近期，多地陆续出台一批力度更大的政策促进战略性新兴产业发展，重点推进 5G、智能装备、大数据等领域发展。
- 核能核电 | 国务院常务会议核准了已列入国家规划、具备建设条件、采用“华龙一号”三代核电技术的海南昌江核电二期工程和民营资本首次参股投资的浙江三澳核电一期工程。
- 基建 | 伴随国家区域重大战略的推进和“十四五”规划编制的启动，多地开始抢抓机遇，布局区域规划相关的基础设施建设项目，同时结合“十四五”规划编制，谋划实施一批既利当前又利长远的基础性、枢纽性重大项目。
- 智能汽车 | 近期，多地政府加大了对智能汽车发展的政策支持力度，通过密集建设智能汽车示范区、开放载人测试许可、完善无人驾驶相关技术标准和法规等方式，加速智能汽车生态建设，推进产业逐步形成闭环。
- 物流 | 《经济参考报》记者了解到，不少地方提出加快建设国际物流枢纽，蓄势打造新物流大通道。与此同时，在新基建领衔下，以智慧物流支撑新发展格局建设的步伐也在加快。
- 电商产业 | 经济参考报》记者获悉，近期多个部门密集表态，将就进一步挖掘农村市场消费潜力出台促进方案，其中推动电商进农村、完善商贸流通网络等成为突破重点。
- 在线旅游 | 据文化和旅游部 8 月 31 日消息，日前，文化和旅游部印发《在线旅游经营服务管理暂行规定》，将于 2020 年 10 月 1 日起正式施行。
- 工业互联网 | 2020 年 8 月 29 日，工业互联网大会线上召开。在加快我国智能制造步伐、缓解经济压力两方面作用下，工业互联网被寄予厚望。
- 航天军工 | 8 月 28 日，中国航天事业的主导力量——航天科技集团与航天科工集团，在京签署深化战略合作协议。

债券：供给强势，需求稍弱

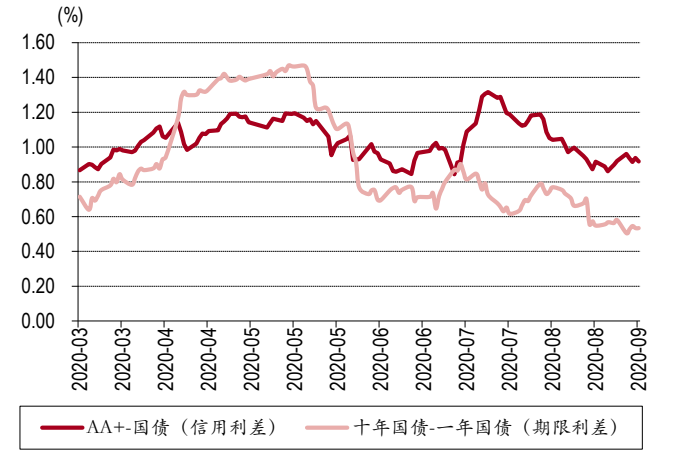
债市利率继续上升，十年国债站上 3.1。十年期国债收益率周五收于 3.12%，本周上行 6BP，十年国开债收益率周五收于 3.69%，较上周五上行 7BP。考虑到央行的货币政策重点在于宽信用，因此债市供给放量导致利率持续上行。本周期限利差下行-5BP 至 0.53，信用利差下行-3BP 至 0.74。

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

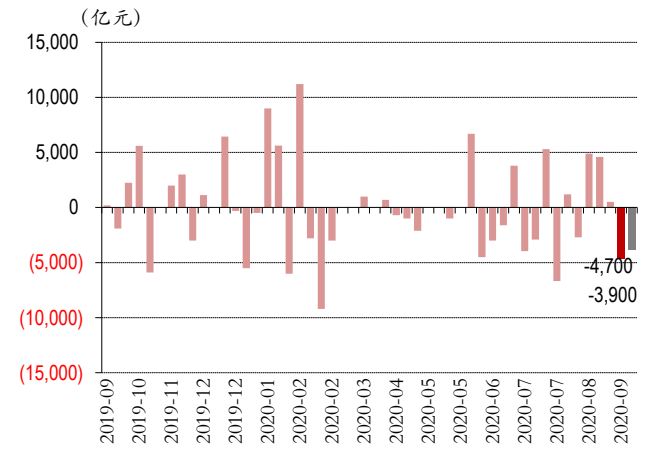
图表 6. 信用利差和期限利差



资料来源：万得，中银证券

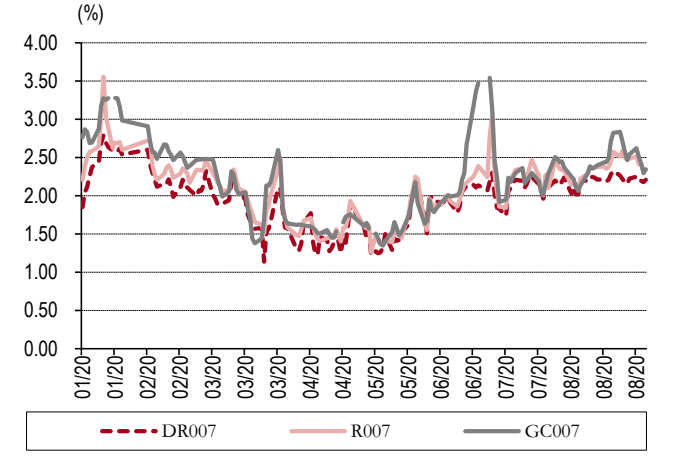
央行在公开市场净回笼。本周央行在公开市场净回笼资金 4700 亿元，资金市场拆借利率稳中有降，周五 R007 利率收于 2.34%，交易所资金 GC007 利率收于 2.34%。债市当前的主要矛盾是供求之前的矛盾，今年以来利率债发行加量，但 7 月以来央行货币政策转向宽信用，因此一定程度上导致债市供给相对强势，利率再度出现上行趋势。

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）

- 我国拟进一步便利境外机构投资者配置人民币债券资产，鼓励其作为中长期投资者投资中国债市。将境外机构准入申请从产品调整为管理人、托管人，已进入银行间债市的境外机构即可投资交易所债市。
- 中债登数据显示，8 月境外机构净增持 1178.31 亿元中国债券，为连续 21 个月增加。
- 中原地产研究中心统计数据显示，8 月全国房企境内外融资全面井喷，境内债券单月发现超过 659 亿，同比增 5.1%。美元债发行 65.6 亿美元，同比增 176%。

大宗商品：农产品期货价格坚挺

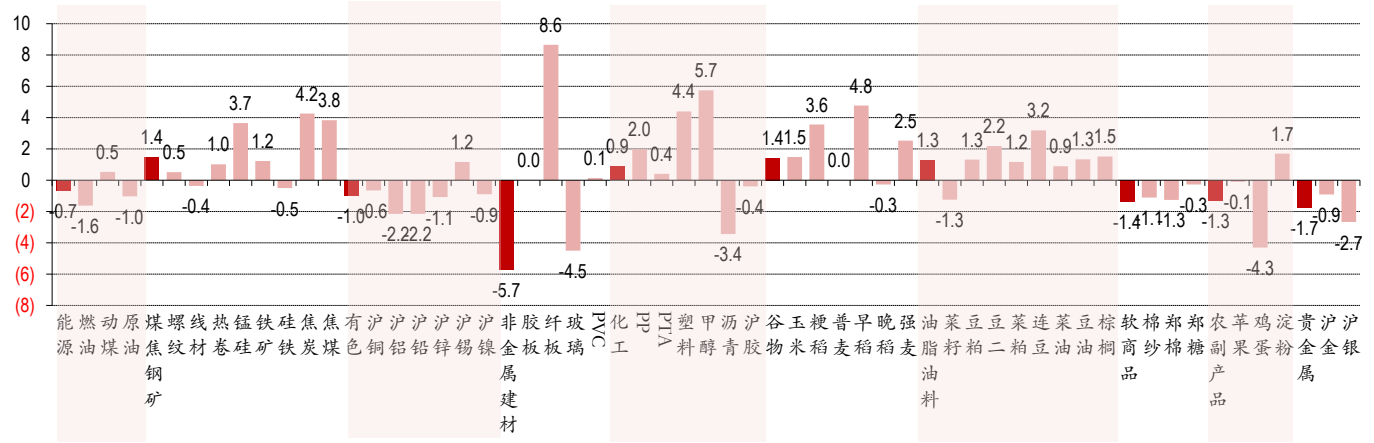
周期震荡，农产品坚挺。本周商品期货指数下跌-0.54%。从各类商品期货指数来看，上涨的有煤焦钢矿（1.45%）、谷物（1.42%）、油脂油料（1.29%）、化工（0.87%），下跌的有能源（-0.67%）、有色金属（-1.01%）、贵金属（-1.74%）、非金属建材（-5.7%）。各期货品种中，本周涨幅较大的大宗商品有纤板（8.64%）、甲醇（5.74%）、早稻（4.77%），跌幅靠前的则有玻璃（-4.5%）、鸡蛋（-4.31%）、沥青（-3.44%）。目前市场对全球范围内的通胀担忧抬头，一定程度上推升了农产品期货价格。

图表 9. 大宗商品本周表现

商品 -0.54%	能源 -0.67%	煤焦钢矿 +1.45%
有色金属 -1.01%	非金属建材 -5.7%	化工 +0.87%
谷物 +1.42%	油脂油料 +1.29%	贵金属 -1.74%

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

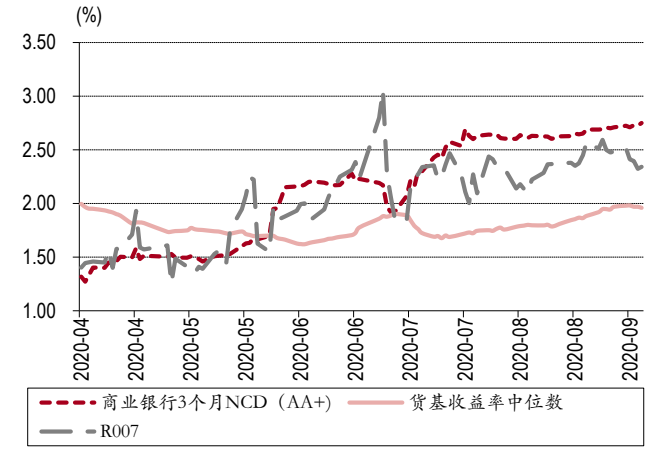
大宗商品一周要闻（新闻来源：万得）

- 世界黄金协会：全球各国央行 7 月份净买入黄金 8.9 吨，创 1 年新低；当月出售黄金 17.7 吨，创 1 年新高。
- 美国 7 月原油出口 324 万桶/日，前值 275 万桶/日。加拿大 7 月原油总出口增加 41 万桶/日至 352 万桶/日，其中对美国原油出口增加 44 万桶/日至 343 万桶/日。
- 伊拉克石油部长：伊拉克将在未来三个月继续减产；申请在 2021 年一季度从欧佩克+减产协议中豁免。
- 俄罗斯能源部长诺瓦克：俄今年原油产出预计将下降约 10%至 5.1 亿吨，8-12 月石油产量将较此前计划水平下降 13.8%左右；2020 年天然气产量预计将同比下降 10%。
- 国家发改委拟修订煤炭矿区总体规划管理规定，明确规划总规模 1000 万吨/年及以上的矿区由国家发改委审批；规划总规模 1000 万吨/年以下的矿区由省级部门审批。
- 国家发改委发放棉花进口滑准税配额 40 万吨，全部为非国营贸易配额，且限定用于加工贸易方式进口。
- 伦敦金银市场协会称，其追踪的黄金持有量在 7 月达到 8790 吨，总价值突破 5550 亿美元，均创下历史新高。
- 工信部原材料工业司赴包头调研稀土产业发展情况，实地考察白云鄂博主东矿区及北方稀土、天和磁材、英思特稀磁等生产企业，详细了解稀土资源开发与应用产业发展情况。
- 智利国家统计局数据显示，7 月份智利铜产量同比下降 4.6%，至 46.79 万吨。

货币类：收益率震荡持平

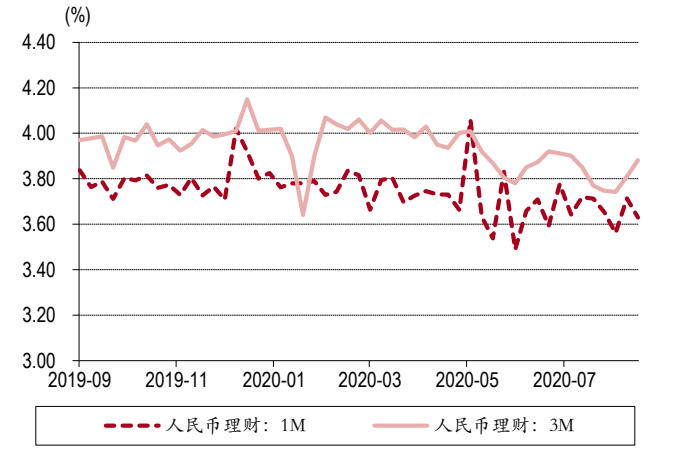
货基收益率暂时稳定在 2%下方。本周余额宝 7 天年化收益率上行 2BP，周五收于 1.51%；人民币 3 个月理财产品预期年化收益率上行 7BP 收于 3.88%。本周万得货币基金指数上涨 0.03%，货币基金 7 天年化收益率中位数周五收于 1.96%。虽然本周债市收益率上行，但货基收益率持平甚至小幅下降。

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

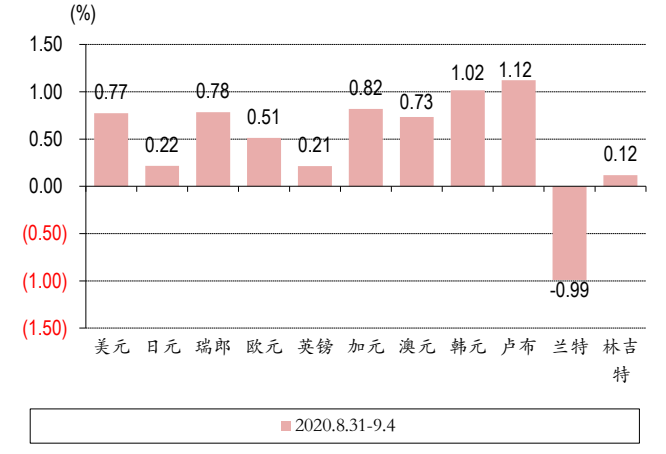


资料来源：万得，中银证券

外汇：人民币明显走强

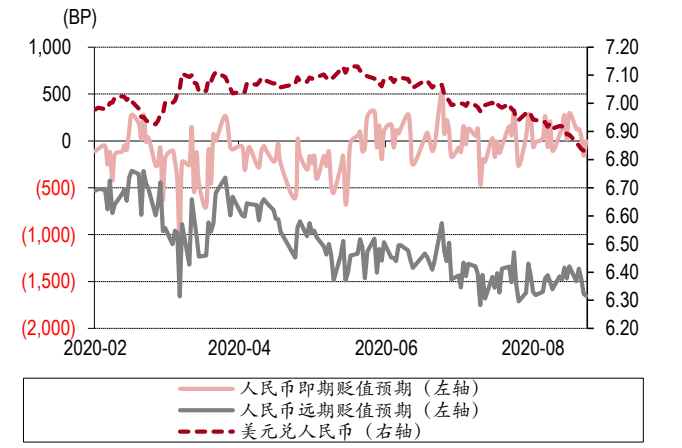
人民币兑美元中间价本周下行-532BP，至 6.8359。本周人民币对卢布(1.12%）、韩元(1.02%）、加元(0.82%）、瑞郎(0.78%）、美元(0.77%）、澳元(0.73%）、欧元(0.51%）、日元(0.22%）、英镑(0.21%）、林吉特(0.12%）升值，对兰特(-0.99%）贬值。考虑到美元指数继续疲弱，以及海外疫情反弹的影响，人民币汇率本周大幅走强。

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

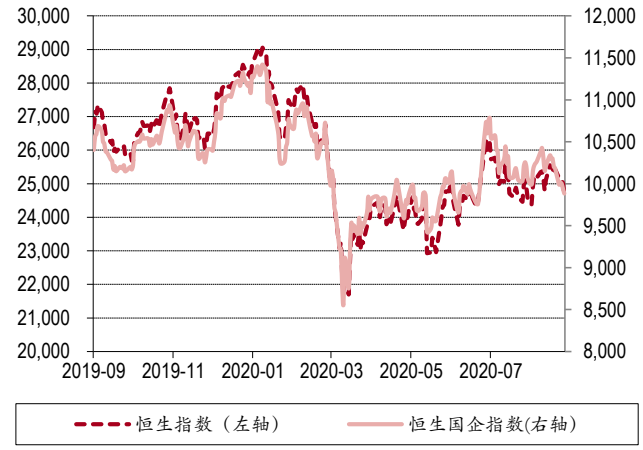
外汇市场一周要闻（新闻来源：万得）

- 香港金管局向市场注入 24.49 亿港元以维护汇率稳定，香港银行体系总结余由此进一步增至 2063.28 亿港元，刷新近 3 年高位。4 月初至今港元汇率已经触发强方兑换保证约 40 次，累计约 1300 亿港元资金流入港元体系。

港股：关注美联储的后续操作

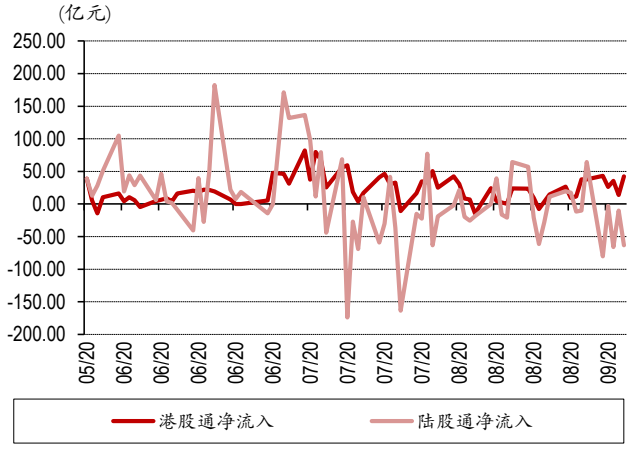
货币政策对资本市场的影响明显增大。本周恒生指数下跌-2.86%，恒生国企指数下跌-2.93%，AH 溢价指数上行 1.19 收于 141.81。行业方面本周领涨的有原材料业（2.22%）、非必需性消费业（-1.1%）、工业（-1.12%），跌幅靠前的有电讯业（-4.05%）、金融业（-3.1%）、恒生指数（-2.86%）。本周南下资金总量 160.93 亿元，同时北上资金总量-222.62 亿元。美联储的货币政策成为资本市场高位支撑的重要力量。

图表 15. 恒指走势



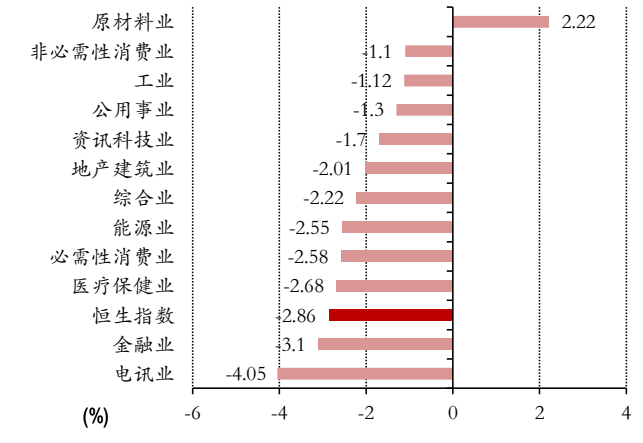
资料来源：万得，中银证券

图表 16. 陆港通资金流动情况



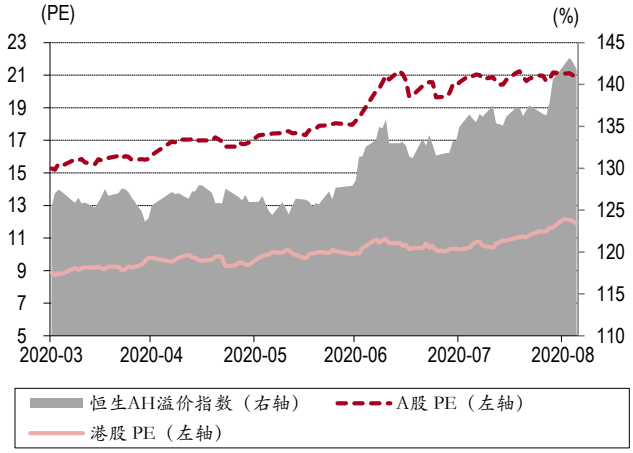
资料来源：万得，中银证券

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）

- 美联储周报：最近一周，总资产减少 452 亿美元，至 4.49 万亿美元。
- 英国央行行长贝利：正在考虑发行央行数字货币，推出任何数字货币都需要经过慎重考虑。
- 美国 7 月贸易帐逆差 636 亿美元，创 12 年新高，预期逆差 580 亿美元，前值修正为逆差 535 亿美元。
- 美国 8 月 29 日当周初请失业金人数为 88.1 万人，续刷 3 月 14 日以来新低，预期 95 万人，前值 100.6 万人。
- 美联储褐皮书：大部分地区的经济活动上升，但增幅大体温和，且低于疫情前水平；制造业的增长最为常见；受车辆销售强劲、旅游与零售在一定程度上改善的影响，消费者开支继续回暖。
- 美国国会预算办公室（CBO）：预计 2020 财年美国政府预算缺口为 3.3 万亿美元，4 月份预计为 3.7 万亿美元。

- 新西兰联储主席奥尔：通胀和就业目标仍然是首要问题，如有需要将准备额外货币政策工具，可能会包括负利率，更多的 QE；未来的 QE 可能包括国内以及国外的资产，不会过度依赖单一的货币政策工具。
- 澳洲联储：维持基准利率在 0.25%及 3 年期国债收益率目标不变；上调定期借贷便利规模，总规模约为 2000 亿澳元；预计未来几年通胀率均值为 1%-1.5%。
- 韩国政府敲定“2021 年度预算案”：预算总额同比增 8.5%，至创纪录的 555.8 万亿韩元；计划发行国债不超 172.9 万亿韩元（1456 亿美元），国家债务将增至 945 万亿韩元，占 GDP 比重将提升至 46.7%。
- 联合国粮农组织亚太区域会议召开，重点关注新冠疫情传播形势以及对区域粮食体系的影响。受此次新冠疫情影响，南亚地区的饥饿人数到 2030 年可能增加近三分之一，达到 3.3 亿。
- 美国 8 月 ISM 制造业 PMI 为 56，创 2019 年 1 月以来新高，预期为 54.5，前值为 54.2。
- 美国财长努钦：如果万亿美元的救助规模不够，我们可以做得更多。
- 美国宣布对墨西哥、巴西钢铁进口采取更多措施。美国贸易代表办公室：将采取额外措施解决从墨西哥和巴西进口钢铁的问题；将继续对从墨西哥进口的某些钢铁产品免征关税，并计划在 12 月进行更多磋商；将 2020 年对巴西半成品钢铁产品的剩余（进口）配额从 35 万吨减少到 6 万吨。
- 俄罗斯卫生部长表示，目前还有几种新冠病毒疫苗在注册阶段，11-12 月疫苗将达到最大产量。
- 截至 8 月 17 日，有创纪录的 45 家资产超过 10 亿美元的大企业申请破产。2009 年同一时期，也是金融危机最深重的时候，申请破产的大企业也仅有 38 家。
- 英国政府正讨论将出售资产的基本税率从 10%上调到 20%，增值税税率将从 28%上调至 40%，并研究削减退休福利，对网上销售征税和提高燃油税，借此弥补疫情和经济萎缩带来的财政损失。
- 哥伦比亚央行将关键贷款利率下调 25 个基点至 2%。
- 日本计划在 9 月 17 日于国会上选出新首相。日本内阁官房长官菅义伟打算参与自民党领导人的角逐，以接替安倍晋三担任首相。安倍晋三此前宣布，因溃疡性大肠炎复发，无法做出正确政治判断，决定辞去首相一职。
- 美联储主席鲍威尔：在未来若干年，美国经济都需要低利率来支撑；美国经济复苏需要较长的时间，今后的复苏之路将更加艰难；美联储不会过早撤回对经济的支持；衷心相信经济将回归至良好状态，这只是速度问题。
- 联合国粮农组织数据显示，受需求普遍走强和美元疲软的影响，8 月份全球食品价格连续第三个月上涨，达到今年 2 月以来的最高水平。其中，食糖和植物油价格指数环比涨幅分别达 6.7%和 5.9%。

下周大类资产配置建议

8 月波动向好。8 月中国官方制造业 PMI 为 51，预期 51.5，前值 51.1；非制造业 PMI 为 55.2，前值 54.2；综合 PMI 为 54.5，前值 54.1。从 PMI 数据指向来看，8 月经济依然在复苏的轨道上，从细分数据来看，8 月 PMI 整体持续好转，但生产数据环比有所下滑，可能导致 8 月工业增加值同比增速有所波动。我们认为在新冠疫苗面世之前，全球经济恢复的不确定性较大，预计整体将以波动性恢复趋势为主，我国受益于疫情防控得力，生产端或持续稍好于需求端，不排除净出口或成为经济的短期拉动项。

数据继续好转，情况越发复杂。由于经济数据的发布较实际情况滞后约 1-2 个月，因此海外主要国家和地区出现了数据持续好转但经济实际情况越发复杂的问题。从数据来看美国初请失业金人数持续下降，PMI 强劲上升，指向经济大幅好转，但由于防疫措施没有落实到位，因此新冠新增感染人数重新大幅回升。同样的问题也存在于欧洲地区。我们认为海外未来一段时间内经济前景展望将较大程度上依赖新冠疫苗的研发进度，在新冠疫苗面世之前，预计经济的复苏依然存疑。

全球资本市场震荡或源自对央行的依赖。美联储周报显示，最近一周，总资产减少 452 亿美元至 4.49 万亿美元，央行货币政策的波动，可能是导致资本市场波动的重要原因。我们不认为在全球经济复苏前景仍有较大不确定性的当前，全球主要央行会主动收紧货币政策，但从国际资本市场过去十年间的表现来看，央行主导的流动性充裕是支持资产价格持续上行的重要原因，因此在当前全球经济基本面疲弱且资产估值高企的情况下，货币政策的影响进一步被放大。横向比较之下，我国的经济基本面向好趋势相对明朗，且央行货币政策仍有空间，维持看好人民币资产的观点。维持大类资产配置顺序：股票>大宗>债券>货币。

风险提示：全球经济恢复速度偏慢；国内需求恢复程度持续弱于供给。

图表 19. 本期观点（2020.9.6）

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