

大类资产配置周报(2020.7.19)

好数据与好市场

二季度经济数据好于预期。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：**二季度 GDP 同比 3.2%，上半年 GDP 同比-1.6%；6 月社零同比-1.8%，工增同比 4.8%；上半年固投同比-3.1%，房地产投资同比 1.9%；上半年居民人均可支配收入同比名义增长 2.4%，人均消费支出名义同比-5.9%；6 月城镇调查失业率为 5.7%；6 月 70 大中城市中有 61 城新建商品住宅价格环比上涨；6 月出口（以美元计）同比增 0.5%，进口增 2.7%。
- **要闻：**国务院金融委召开第三十六次会议；国务院领导人主持召开经济形势专家和企业家座谈会；深圳进一步收紧楼市调控政策；农业农村部启动农业重大自然灾害二级应急响应；银保监会进一步引导优化保险公司权益类资产配置。

资产表现回顾

- **股债跷跷板。**本周沪深 300 指数下跌-4.39%，沪深 300 股指期货下跌-4.88%；焦煤期货本周上涨 0.33%，铁矿石主力合约本周上涨 3.6%；股份制银行理财预期收益率下跌-1BP 至 3.91%，余额宝 7 天年化收益率下跌-2BP 至 1.37%；十年国债收益率下行-8BP 至 2.95%，活跃十年国债期货本周上涨 0.52%。

资产配置建议

- **资产配置排序：股票>大宗>债券>货币。**二季度经济数据发布，整体上超出市场预期，但股市对此的反应却是大幅调整，其中的逻辑联系在于市场担忧积极的财政政策和适度宽松的货币政策可能有所回撤。我们维持此前观点，认为人民币资产在全球具有比较优势，且在国内大类资产配置方面看好权益类。上半年经济大幅调整后环比持续强劲反弹，股市上涨的归因主要来自货币政策宽松带来的资产价格膨胀，下半年股市的逻辑可能切换为海外资金的流入、龙头集中、行业基本面快速修复、估值和成长性相匹配等，债市可能依然受制于供给放量和违约风险，利率以波动为主。

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（2020.7.19）

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

《6 月国内资本市场以波动为主：大类资产配置周报》2020.6.7

《国际组织再度下调全球经济增长预期：大类资产配置周报》2020.6.14

《稳住供给，等待需求：大类资产配置周报》2020.6.21

《A 股成了全球风险资产的避风港：大类资产周报》2020.6.28

《关注 A 股半年报：大类资产配置周报》2020.7.5

《二季度经济数据反弹：大类资产配置周报》2020.7.12

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
(8621) 2032 8517
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

A 股大幅调整，债市重整旗鼓 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：指数回落 8

债券：债市利率下行 9

大宗商品：风险偏好未下降 10

货币类：货基收益率进入平稳期 11

外汇：人民币汇率中间价下行破 7 11

港股：疫情回升 12

下周大类资产配置建议 14

图表目录

首页 · 本期观点（2020.7.19） 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（2020.7.19） 14

一周概览

A 股大幅调整，债市重整旗鼓

股债跷跷板。本周沪深 300 指数下跌-4.39%，沪深 300 股指期货下跌-4.88%；焦煤期货本周上涨 0.33%，铁矿石主力合约本周上涨 3.6%；股份制银行理财预期收益率下跌-1BP 至 3.91%，余额宝 7 天年化收益率下跌-2BP 至 1.37%；十年国债收益率下行-8BP 至 2.95%，活跃十年国债期货本周上涨 0.52%。

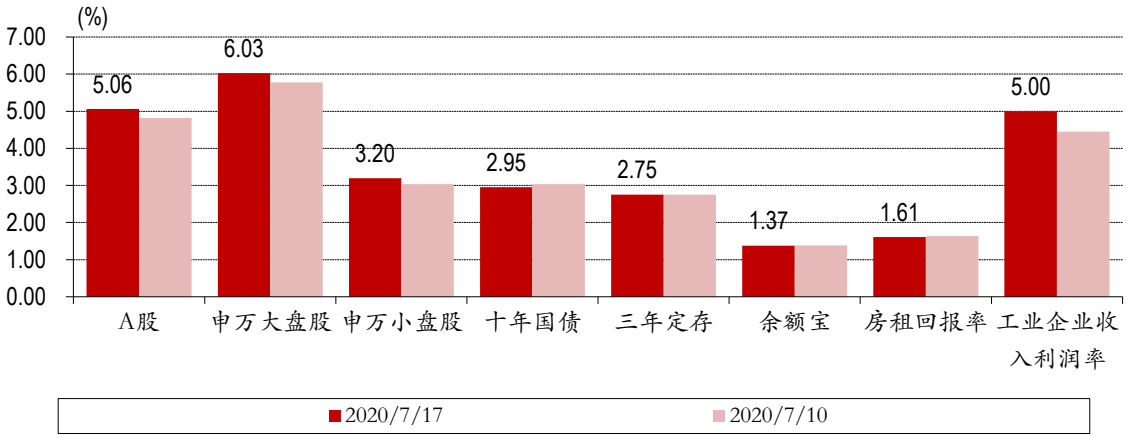
图表 1. 代表性资产一周表现和配置建议

股票	沪深 300 -4.39% 沪深 300 期货 -4.88%	**债券**	10 年国债到期收益率 2.95%/本周变动 -8BP 活跃 10 年国债期货+0.52%
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	铁矿石期货 +3.6% 焦煤期货 +0.33%	**保守资产**	余额宝 1.37%/本周变动 -2BP 股份制理财 3M 3.91%/本周变动 -1BP
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

经济数据强劲，A 股大幅调整。本周 A 股下行幅度较大，小盘股估值下降幅度远超大盘股。本周央行在公开市场净投放资金 5300 亿元，资金拆借利率走稳，周五 R007 利率收于 2.47%，GC007 利率收于 2.3%。本周十年国债收益率下行 8BP，收于 2.95%。本周国内二季度经济数据出台，二季度实际 GDP 同比增长 3.2%超出市场预期，市场担忧积极的财政政策和宽松的货币政策环境可能有所收敛，因此导致 A 股出现明显调整，我们认为考虑到下半年美国大选期间美国对中国的态度可能发生转变，届时外部环境变化可能影响我国外需形势，进而影响当前国内复苏持续向好的经济形势，为此需要预备足够的政策工具，且当前国内经济向好趋势明朗，不排除政策环境短期边际收紧。

图表 2. 大类资产收益率横向比较



资料来源：万得，中银证券

美元指数继续走弱。股市方面，本周 A 股指数普跌，跌幅较小的指数是深证成指（-4.07%），领跌的指数是上证综指（-5%）；港股方面恒生指数下跌-2.48%，恒生国企指数下跌-3.2%，AH 溢价指数下行-1.76 收于 131.23；美股方面，标普 500 指数本周上涨 1.25%，纳斯达克下跌-1.08%。债市方面，本周国内债市普涨，中债总财富指数本周上涨 0.12%，中债国债指数上涨 0.44%，金融债指数上涨 0.16%，信用债指数上涨 0.02%，分级债 A 下跌 0%；十年美债利率下行-1 BP，周五收于 0.64%。万得货币基金指数本周上涨 0.03%，余额宝 7 天年化收益率下行-2 BP，周五收于 1.37%。期货市场方面，NYMEX 原油期货上涨 0.54%，收于 40.77 美元/桶；COMEX 黄金上涨 0.56%，收于 1812 美元/盎司；SHFE 螺纹钢上涨 0.62%，LME 铜上涨 0.39%，LME 铝下跌-1.51%；CBOT 大豆上涨 0.48%。美元指数下跌-0.68%收于 96.01。VIX 指数下行至 25.68。本周国际资本市场表现分化，但随着美国新增确诊人数持续上升，美元指数进一步走弱。

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	*2020/7/13* 上期涨跌幅	- 本月以来	*2020/7/17* 今年以来
股票	000001.SH	上证综指	3,214.13	(5.00)	7.31	7.69	5.38
	399001.SZ	深证成指	13,114.94	(4.07)	9.96	9.36	25.73
	399005.SZ	中小板指	8,760.51	(4.25)	10.40	9.29	32.08
	399006.SZ	创业板指	2,662.40	(4.18)	12.83	9.20	48.07
	881001.WI	万得全 A	5,021.97	(4.51)	9.03	8.79	16.34
	000300.SH	沪深 300	4,544.70	(4.39)	7.55	9.14	10.94
债券	CBA00301.C	中债总财富指数	199.61	0.12	(0.74)	(0.64)	1.68
	CBA00603.C	中债国债	193.82	0.44	(1.00)	(0.79)	1.94
	CBA01203.C	中债金融债	198.16	0.16	(1.30)	(1.17)	1.39
	CBA02703.C	中债信用债	186.06	0.02	(0.47)	(0.35)	1.73
	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	1,567.91	0.03	0.03	0.07	1.15
大宗商品	CL.NYM	NYMEX 原油	40.77	0.54	(0.15)	3.82	(33.23)
	GC.CMX	COMEX 黄金	1,812.00	0.56	0.66	0.64	18.97
	RB.SHF	SHFE 螺纹钢	3,726.00	0.62	2.41	4.43	4.72
	CA.LME	LME 铜	6,437.00	0.39	6.85	7.02	4.26
	AH.LME	LME 铝	1,663.00	(1.51)	4.65	2.69	(8.12)
	S.CBT	CBOT 大豆	895.00	0.48	(0.78)	1.45	(6.33)
货币	-	余额宝	1.37	-2 BP	-3 BP	-3 BP	-106 BP
	-	银行理财 3M	3.91	-1 BP	5 BP	4 BP	-24 BP
外汇	USDX.FX	美元指数	96.01	(0.68)	(0.59)	(1.41)	(0.45)
	USDCNY.IB	人民币兑美元	7.00	0.10	0.86	1.04	(0.49)
	EURCNY.IB	人民币兑欧元	7.98	(0.89)	0.42	(0.50)	(2.22)
	JPYCNY.IB	人民币兑日元	6.54	0.35	0.26	0.50	(1.89)
港股	HSI.HI	恒生指数	25,089.17	(2.48)	1.40	2.71	(11.00)
	HSCEI.HI	恒生国企	10,203.57	(3.20)	2.91	4.56	(8.64)
	HSAHP.HI	恒生 AH 溢价	131.23	(1.76)	0.43	2.66	4.11
美国	SPX.GI	标普 500	3,224.73	1.25	1.76	4.01	(0.19)
	IXIC.GI	NASDAQ	10,503.19	(1.08)	4.01	4.42	17.06
	UST10Y.GBM	十年美债	0.64	-1 BP	-3 BP	-2 BP	-128 BP
	VIX.GI	VIX 指数	25.68	(5.90)	(1.41)	(15.61)	86.36
	CRBFD.RB	CRB 食品	293.22	0.53	0.60	0.97	(13.37)

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）

- 中国二季度 GDP 同比增 3.2%，预期增 2.9%，前值下降 6.8%；从环比看，二季度 GDP 增长 11.5%。上半年 GDP 同比下降 1.6%。6 月社会消费品零售总额同比下降 1.8%，前值降 2.8%；其中，除汽车以外的消费品零售额下降 1%。上半年社会消费品零售总额同比下降 11.4%，其中网上零售额增长 7.3%。6 月规模以上工业增加值同比增 4.8%，预期增 4.5%，前值增 4.4%；上半年规模以上工业增加值同比下降 1.3%。上半年固定资产投资（不含农户）同比降 3.1%，预期降 3.5%，前值降 6.3%。上半年房地产开发投资同比增 1.9%，1-5 月为降 0.3%。其中，住宅投资增长 2.6%，增速比 1-5 月提高 2.6 个百分点。上半年商品房销售面积下降 8.4%，1-5 月为下降 12.3%。房企到位资金下降 1.9%，1-5 月为下降 6.1%。上半年居民人均可支配收入 15666 元，同比名义增长 2.4%，扣除价格因素，实际下降 1.3%；人均消费支出 9718 元，比上年同期名义下降 5.9%，扣除价格因素，实际下降 9.3%。6 月城镇调查失业率为 5.7%，比 5 月下降 0.2 个百分点；上半年，全国城镇新增就业人员 564 万人，完成全年目标任务的 62.7%。
- 中国 6 月 70 大中城市中有 61 城新建商品住宅价格环比上涨，5 月为 57 城；环比看，银川涨幅 1.9%领跑，杭州、南京、厦门、武汉、昆明等 14 个城市涨幅达到或超过 1%；北上广深分别涨 0.4%、0.5%、0.6%、0.8%。
- 中国 6 月出口（以人民币计）同比增 4.3%，前值增 1.4%；进口增 6.2%，前值降 12.7%。上半年出口下降 3%，前值降 4.7%；进口降 3.3%，前值降 5.2%。6 月出口（以美元计）同比增 0.5%，预期降 2.9%，前值降 3.3%；进口增 2.7%，预期降 9.7%，前值降 16.7%。上半年出口下降 6.2%，前值降 7.7%；进口降 7.1%，前值降 8.2%。
- 上半年全国一般公共预算收入 96176 亿元，同比下降 10.8%。其中，证券交易印花税 892 亿元，同比增长 16%。财政部表示，推进复工复产和助企纾困成效继续显现，6 月财政收入同比增长 3.2%，增幅由负转正，为年内首次月度正增长。
- 国务院领导人主持召开经济形势专家和企业家座谈会时表示，要全面落实助企纾困和激发市场活力规模性政策，更大力度推进改革开放，稳住经济基本盘，保住基本民生，有效防范风险，努力完成全年经济社会发展目标任务。要坚持并全面落实积极的财政政策、稳健的货币政策和就业优先政策，对企业更大规模减税降费让利。
- 国务院金融委召开第三十六次会议。会议认为，市场主体诚信建设，事关资本市场长期健康发展。欺诈发行、财务造假等违法犯罪行为是资本市场的“毒瘤”，损害广大投资者合法权益，危及市场秩序，制约资本市场功能的有效发挥，必须坚决、果断、及时地加以纠正。
- 中共中央政治局常务委员会召开会议，研究部署防汛救灾工作。会议强调，要全面提高灾害防御能力，坚持以防为主、防抗救相结合，把重大工程建设、重要基础设施补短板、城市内涝治理、加强防灾备灾体系和能力建设等纳入“十四五”规划中统筹考虑。
- 商务部等 7 部门启动小店经济推进行动，培育一批试点城市，推动社区、批发市场、商圈、特色街等小店集聚区转型升级，到 2025 年形成人气旺、“烟火气”浓的小店集聚区 1000 个，达到“百城千区亿店”目标。
- 国资委：下半年将力争中央企业总体效益实现正增长，将在业绩考核等方面加大对中央企业稳增长的鼓励和支持力度；坚决守住不发生系统性风险的底线，继续严控非主业投资比例和投向，持续加大金融、房地产等高风险领域项目的监管力度。全面实施国企改革三年行动；指导推动中央企业在健全现代企业制度、推进三项制度改革、深化国有资本投资、运营公司试点、积极稳妥深化混合所有制改革、加大剥离办社会职能和解决历史遗留问题等方面发力攻坚。
- 银保监会支持部分省份因地制宜对辖内城商行采取联合重组等方式，深化改革化解风险。目前，已有省份结合辖内城商行深化改革和化解风险的方案，研究使用地方专项债补充资本事宜，监管部门将积极做好配合指导工作。
- 农业农村部印发《全国乡村产业发展规划（2020-2025 年）》，提出用 3-5 年时间，培育一批产值超 1 亿元的特色产业专业村，培育一批产值超 10 亿元的农业产业强镇，培育一批产值超 100 亿元现代农业产业园，培育一批产值超 1000 亿元的骨干优势特色产业集群。

- 发改委等 13 部门联合发文，支持新业态新模式健康发展，激活消费市场带动扩大就业，打造数字经济新优势。积极探索便捷化线上办公等线上服务新模式，加快推进产业数字化转型；鼓励发展微商电商、网络直播等新个体经济，培育发展生产资料共享等共享经济新业态。
- 深圳进一步收紧楼市调控政策，其中包括：落户满 3 年且需提交连续 3 年个税或社保证明方可购房；离异后 3 年内购房按离异前政策标准执行；二手房转让增值税征免年限由 2 年调整为 5 年；普通住房标准新增总价不超 750 万元指标，二套非普通住房首付比例提至 80%。
- 银保监会通报影子银行和交叉金融业务存在的突出问题，主要集中在“资管新规”“理财新规”执行不到位、非标投资业务管控不力等方面。银保监会要求坚决防止影子银行回潮和结构复杂产品死灰复燃，严禁资金违规流入股市，违规投向房地产领域等限制性领域。
- 住建部等 6 部门印发《关于加强房屋网签备案信息共享提升公共服务水平的通知》，将进一步提高房屋网签备案数据的使用效能，深化“放管服”改革，促进房地产市场平稳健康发展。
- 文化和旅游部发布《关于推进旅游企业扩大复工复业有关事项的通知》，恢复跨省（区、市）团队旅游，出入境旅游业务暂不恢复。调整旅游景区限量措施，接待游客量由不得超过最大承载量的 30%调至 50%。
- 农业农村部启动农业重大自然灾害二级应急响应，向江苏、安徽、江西、湖北、湖南等 5 个省派出抗洪救灾专家工作组；实行灾情日调度，坚持 24 小时值班制度，及时反映灾情和抗灾救灾工作进展情况。
- 银保监会进一步引导优化保险公司权益类资产配置，设置差异化权益类资产投资监管比例。明确八档权益类资产监管比例，最高可到占上季末总资产的 45%。中国人寿、太保寿险、泰康人寿、新华人寿、人保财险、太平财险等行业大中型公司投资权益类资产比例上限由原来的 30%提高到 35%。
- 9 家金融机构被接管一年！7 月 17 日起，银保监会依法对天安财险、华夏人寿、天安人寿、易安财险、新时代信托、新华信托实施接管；鉴于新时代证券、国盛证券、国盛期货隐瞒实际控制人或持股比例，公司治理失衡，为保护投资者合法权益，维护证券市场秩序，证监会决定对其依法实行接管。
- 国家卫健委：7 月 17 日，31 个省（自治区、直辖市）和新疆生产建设兵团报告新增确诊病例 22 例，其中境外输入病例 6 例（广东 3 例，山东 2 例，福建 1 例），本土病例 16 例（均在新疆）；无新增死亡病例；新增疑似病例 1 例，为本土病例（在新疆）；新增无症状感染者 14 例（境外输入 5 例）。
- 中央网信办等七部门联合印发《关于开展国家数字乡村试点工作的通知》。试点内容包括七方面：一是开展数字乡村整体规划设计，二是完善乡村新一代信息基础设施，三是探索乡村数字经济新业态，四是探索乡村数字治理新模式，五是完善“三农”信息服务体系，六是完善设施资源整合共享机制，七是探索数字乡村可持续发展机制。

大类资产表现

A 股：指数回落

A 股出现调整。本周市场指数普跌，跌幅较小的指数包括上证红利（-3.47%）、上证 380（-4.04%）、深证成指（-4.07%），领跌的指数包括中证 1000（-5.28%）、上证 180（-5.13%）、上证综指（-5%）。行业方面跌多涨少，领涨的行业有建材（3.86%）、农林牧渔（0.63%）、电力及公用事业（0.6%），领跌的行业有计算机（-8.99%）、通信（-8.66%）、电子元器件（-8.65%）。本周市场调整较为明显，一定程度上是担忧政策边际收紧，我们认为我国经济基本面具备国际比较优势，继续看好国际资本流入和人民币资产的表现。

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（%）	
上证红利	(3.47)	建材	3.86	污水处理指数	1.39
上证 380	(4.04)	农林牧渔	0.63	丝绸之路指数	1.02
深证成指	(4.07)	电力及公用事业	0.60	新疆区域振兴指数	0.96
上证综指	(5.00)	电子元器件	(8.65)	去 IOE 指数	(10.33)
上证 180	(5.13)	通信	(8.66)	芯片国产化指数	(11.46)
中证 1000	(5.28)	计算机	(8.99)	次新股指数	(11.52)

资料来源：万得，中银证券

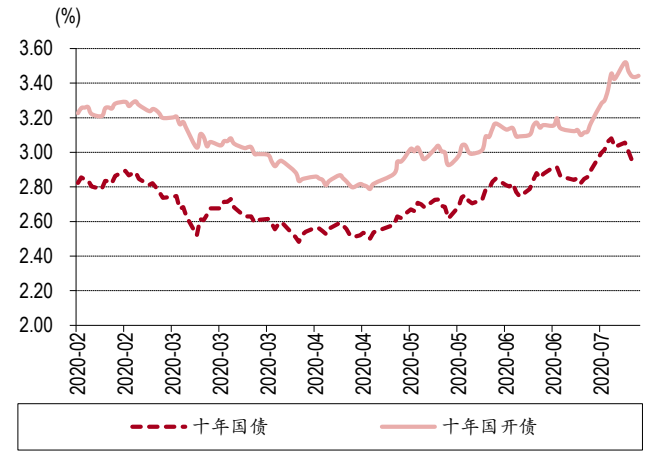
A 股一周要闻（新闻来源：万得）

- 乡村振兴 | 农业农村部 7 月 16 日发布《全国乡村产业发展规划（2020-2025 年）》。要求推进聚集发展，集聚资源、集中力量，建设富有特色、规模适中、带动力强的特色产业集聚区。规划提出用 3-5 年的时间，培育一批产值超 1 亿元的特色产业专业村，培育一批产值超 10 亿元的农业产业强镇，培育一批产值超 100 亿元的现代农业产业园，培育一批产值超 1000 亿元的骨干优势特色产业集群。
- 小店经济 | 商务部等 7 部门联合印发《关于开展小店经济推进行动的通知》。明确通过开展小店经济推进行动，培育一批试点城市，推动社区、批发市场、商圈、特色街等小店集聚区转型升级，并要求地方加强联动，全国一盘棋，至 2025 年，形成小店集聚区 1000 个，达到“百城千区亿店”目标。
- 服务型制造 | 工业和信息化部等十五部门近日联合发布《关于进一步促进服务型制造发展的指导意见》。《意见》要求，加大资本市场对服务型制造企业的支持力度。政策支持有条件的制造业企业利用债券融资、股权融资、项目融资等多种形式，强化并购重组等资本运营，推动企业转型升级。
- 新能源汽车产业 | 7 月 15 日，工业和信息化部等三部门发布《关于开展新能源汽车下乡活动的通知》，提出为促进农村地区新能源汽车推广应用，引导农村居民出行方式升级，助力美丽乡村建设和乡村振兴战略，将联合组织开展新能源汽车下乡活动。
- 旅游 | 7 月 14 日晚，文化和旅游部办公厅下发通知：除中、高风险区域外，其余地区经当地同意后，可恢复旅行社及在线旅游企业经营跨省（区、市）团队旅游及“机票+酒店”业务。同时，在严格落实各项防控措施，采取预约、限流的前提下，允许逐步开放旅游景区室内场所。
- 电力设备 | 得益于上半年国网公司等加快电力基础设施建设、手持订单充足，目前电力设备行业整体景气度较高，上半年业绩较好。
- 券商 | 创业板试点注册制首批上会企业全部闯关成功！从 6 月 15 日首批企业获受理，到如今首批过会，深交所审核速度及效率不可谓不高。有投行人士分析，这些幸运儿最快有望于 8 月份在创业板挂牌交易。

债券：债市利率下行

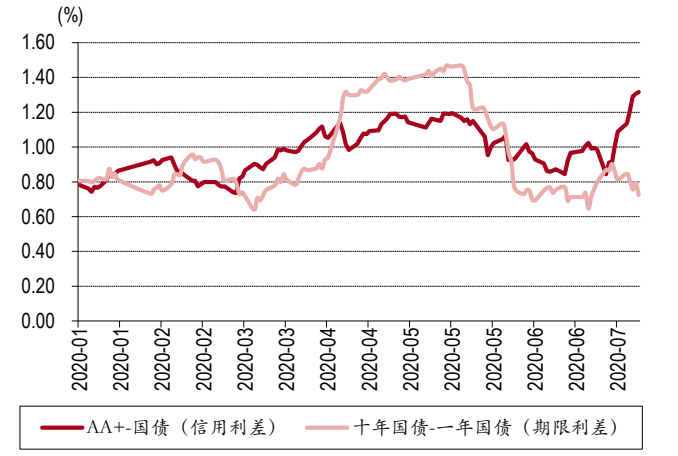
股跌债涨。十年期国债收益率周五收于 2.95%，本周下行-8BP，十年国开债收益率周五收于 3.44%，较上周五上行 2BP。信用利差开始走阔，预计未来一段时间内，十年国债或将围绕 3%上下波动。本周期限利差下行-9BP 至 0.73，信用利差上行 22BP 至 1.11。

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

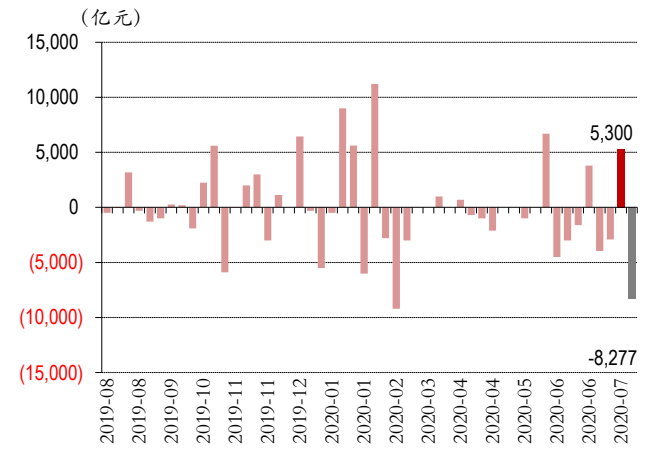
图表 6. 信用利差和期限利差



资料来源：万得，中银证券

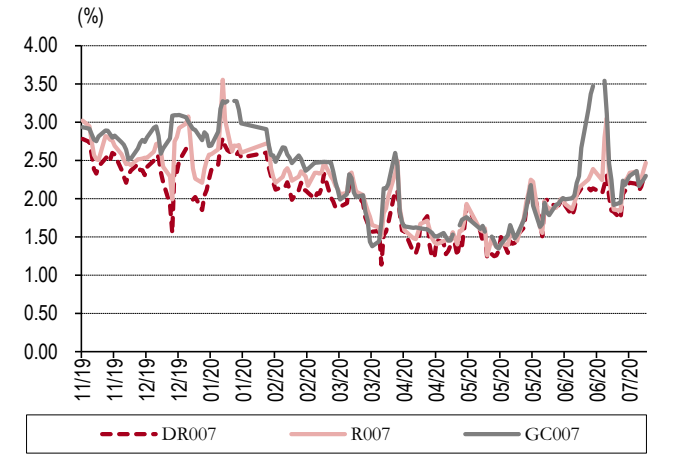
利率的波动或也有中枢。本周央行在公开市场净投放资金 5300 亿元，资金市场平稳震荡，周五 R007 利率收于 2.47%，交易所资金 GC007 利率收于 2.3%。本周央行加大了公开市场资金净投放力度，拆借利率维持平稳震荡，我们认为央行加大资金投放力度的背景是债市收益率前期持续上行。考虑到前有抗疫后有防汛，今年财政收支压力较大，国债收益率如果持续大幅上行，将对财政利息支出形成明显压力，因此我们认为未来以十年国债为标杆利率或在 3%上下波动。

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）

- 央行：6 月债券市场共发行各类债券 4.2 万亿元，月末债券市场托管余额为 107.8 万亿元；银行间债市现券成交 23.5 万亿元，日均成交 1.12 万亿元，同比增长 36.49%，环比下降 2.09%；交易所债券市场现券成交 1.4 万亿元，日均成交 688.5 亿元，同比增长 105.88%，环比下降 6.2%。
- 财政部：近期下达第 4 批 1.26 万亿元专项债券额度；今年以来新增专项债券发行使用情况良好，严格防范法定专项债券风险，绝不因疫情形势放松风险管控。

大宗商品：风险偏好未下降

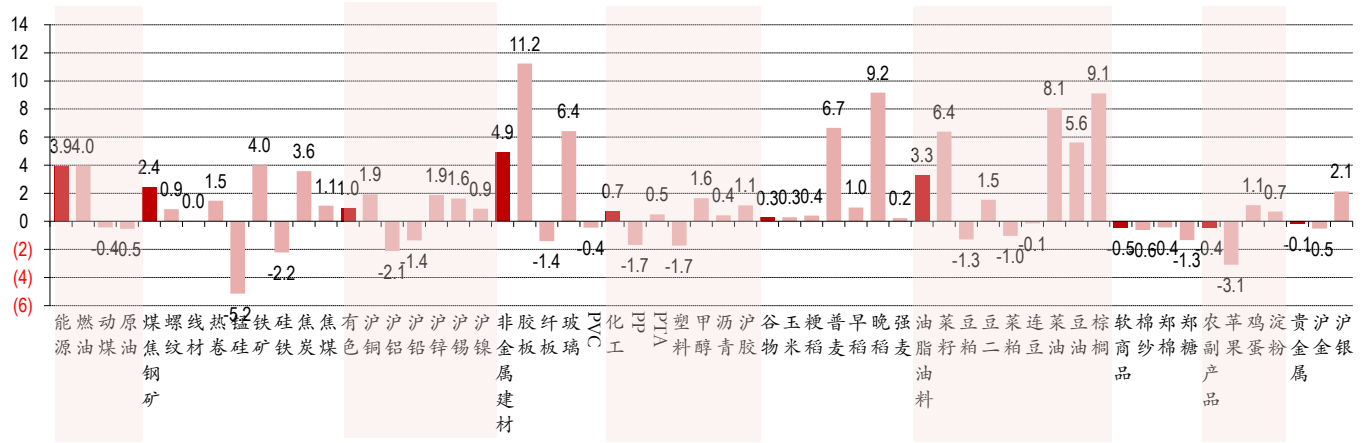
大宗表现整体强劲。本周商品期货指数上涨 1.73%。从各类商品期货指数来看，上涨的有非金属建材（4.9%）、能源（3.95%）、油脂油料（3.28%）、煤焦钢矿（2.41%）、有色金属（0.97%）、化工（0.72%）、谷物（0.27%），下跌的仅有贵金属（-0.14%）。各期货品种中，本周涨幅较大的大宗商品有胶板（11.23%）、晚稻（9.16%）、棕榈（9.12%），跌幅靠前的则有锰硅（-5.15%）、苹果（-3.09%）、硅铁（-2.22%）。虽然本周 A 股市场下跌，但大宗商品市场显示风险偏好仍在高位。

图表 9. 大宗商品本周表现

商品 +1.73%	能源 +3.95%	煤焦钢矿 +2.41%
有色金属 +0.97%	非金属建材 +4.9%	化工 +0.72%
谷物 +0.27%	油脂油料 +3.28%	贵金属 -0.14%

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

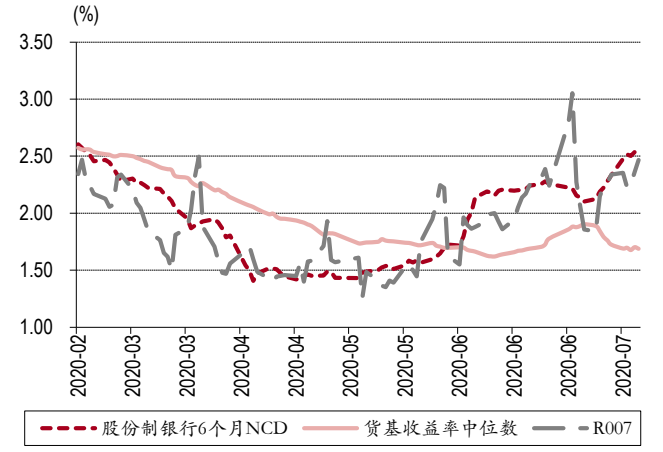
大宗商品一周要闻（新闻来源：万得）

- 我国继续对稀土矿实行开采总量控制。自然资源部、工信部公布，2020 年度全国稀土矿开采总量控制指标为 14 万吨，全国钨精矿开采总量控制指标为 10.5 万吨。
- 工信部拟在河北、山西、内蒙古、山东、河南等地冶金和煤电产业集中区，建设 10 个以上协同利用冶金和煤电固废制备全固废胶凝材料、混凝土等生产基地，推动钢铁、煤电、建材等产业耦合共生，实现年消纳工业固废 3 亿吨。
- 农业农村部:7 月第 2 周全国集贸市场猪肉平均售价每公斤 53.15 元,已连续 6 周上涨,涨幅 15.6%,但比 2 月中旬高点低 6.49 元；这一轮猪肉价格上涨主要是消费拉动，近期南方持续强降雨天气一定程度上影响生猪及猪肉调运，推升部分地区活猪价格。
- 云南滇中世界级锂矿开钻，预测资源量达 489 万吨。稀有金属锂是一种重要的战略资源，广泛用于电池、医药、核工业、航空航天、新能源汽车等新兴领域，具有很高的经济和战略价值。
- 世界黄金协会发布数据显示，6 月全球黄金交易型开放式指数基金（黄金 ETF）净流入 104 吨，全球黄金 ETF 总持仓规模达 3621 吨，创历史新高。
- 伊朗将 8 月出售给亚洲买家轻质原油价格上调 1 美元/桶。俄罗斯将从 8 月 1 日起上调原油出口关税至 46.9 美元/吨。巴西国家石油公司以 3.65 亿美元的价格出售 10 个油田。沙特阿美削减至少 4 家亚洲炼油厂 8 月阿拉伯重质和中质原油配额。
- 欧佩克+联合部长级监督委员会：虽然某些局部地区可能重新封锁，但油价复苏迹象是明显的，包括实物原油市场和期货市场。会议同意 8 月开始进入原油减产协议第二阶段；8 月实际减产数量将高于 850 万桶/日。欧佩克+文件显示，8-9 月，欧佩克将减产 770 万桶/日，伊拉克及其他产油国补偿性减产 84.2 万桶/日。

货币类：货基收益率进入平稳期

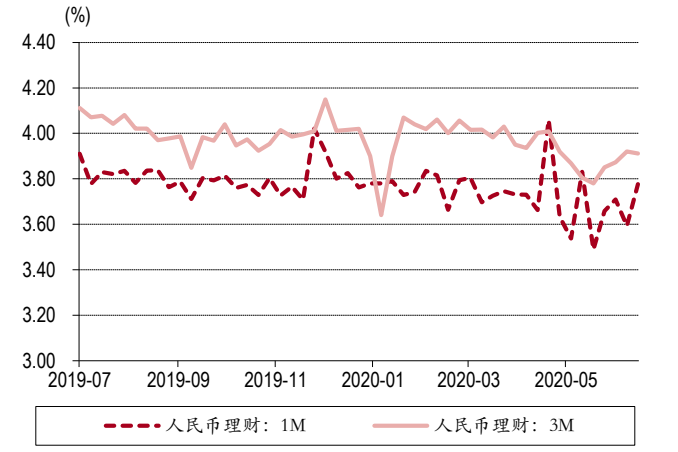
货基收益率将以小幅震荡为主。本周余额宝 7 天年化收益率下行-2BP，周五收于 1.37%；人民币 3 个月理财产品预期年化收益率下行-1BP 收于 3.91%。本周万得货币基金指数上涨 0.03%，货币基金 7 天年化收益率中位数周五收于 1.69%。本周货基收益率中位数相较上一周回落了 3BP，回落幅度明显收窄，考虑到此前债市利率较上半年上行，预计货币基金收益率未来将平稳波动。

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

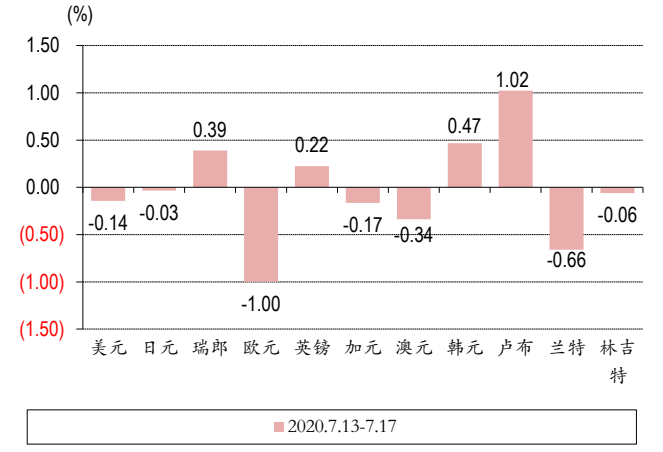


资料来源：万得，中银证券

外汇：人民币汇率中间价下行破 7

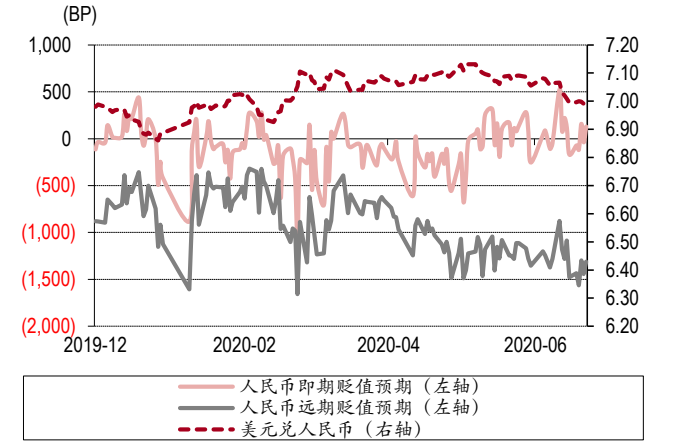
人民币兑美元中间价本周上行 100BP，至 7.0043。本周人民币对卢布(1.02%）、韩元(0.47%）、瑞郎(0.39%）、英镑(0.22%）升值，对日元(-0.03%）、林吉特(-0.06%）、美元(-0.14%）、加元(-0.17%）、澳元(-0.34%）、兰特(-0.66%）、欧元(-1%）贬值。随着美国新冠确诊人数持续上行，美元指数走弱，人民币汇率被走强。

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）

- 中国 5 月所持美债增加 109 亿美元至 1.08 万亿美元，创最近三个月新高，为美国的第二大债权国。
- 中国 6 月央行口径外汇占款余额为 211742.47 亿元，环比减少 60.16 亿元，为连续第五个月减少。

港股：疫情回升

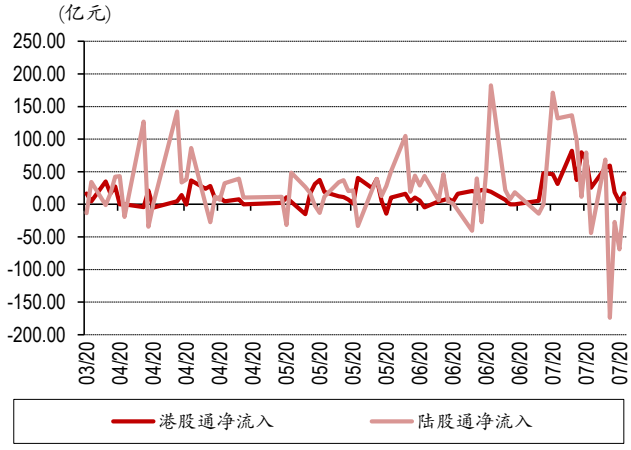
疫情反复，影响经济基本面。本周恒生指数下跌-2.48%，恒生国企指数下跌-3.2%，AH 溢价指数下行-1.76 收于 131.23。行业方面本周领涨的有必需性消费业（2.91%）、非必需性消费业（-0.03%）、综合业（-0.31%），跌幅靠前的有资讯科技业（-6.99%）、工业（-3.76%）、金融业（-3.32%）。本周南下资金总量 154.41 亿元，同时北上资金总量-191.16 亿元。疫情对本地经济的影响是明显负面的。

图表 15. 恒指走势



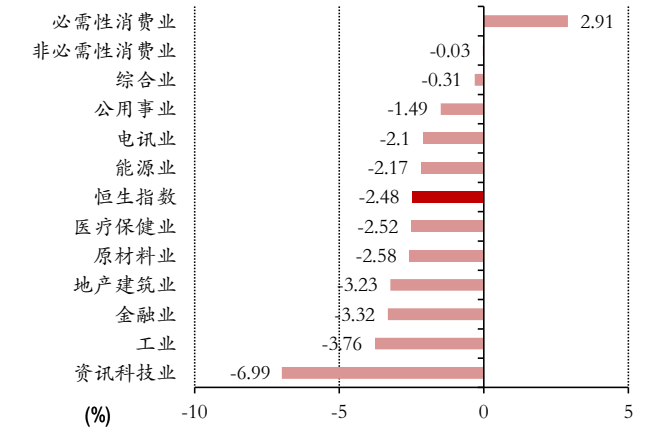
资料来源：万得，中银证券

图表 16. 陆港通资金流动情况



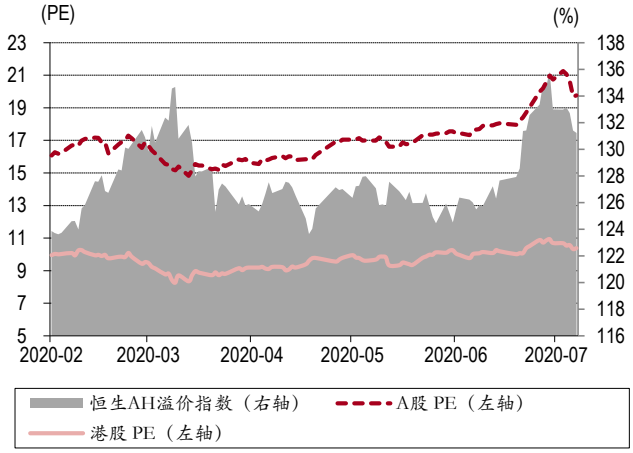
资料来源：万得，中银证券

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）

- 英国有关部门宣布，2020 年 12 月 31 日以后禁止购买新的华为 5G 设备；到 2027 年底，所有华为设备将从 5G 网络中删除。华为英国发言人 Edward Brewster 表示，这一决定令人失望，对英国所有手机用户来说都是一个坏消息。华为将仔细审视声明对未来英国业务影响，并与英国政府沟通。
- IMF 总裁格奥尔基耶娃：全球经济“尚未脱离困境”，第二波新冠疫情可能造成进一步破坏；失业、破产、行业重组可能对金融业构成重大挑战。
- 欧洲央行维持主要再融资利率在 0.0%不变，维持边际贷款利率在 0.25%不变，维持存款利率在-0.5%不变，符合预期；维持紧急抗疫购债计划规模在 1.35 万亿欧元不变。
- 欧洲央行行长拉加德：预计经济活动在第三季度反弹；通胀将在 2021 年初上升，未来几个月整体通胀将进一步下降，较长期通胀预期受影响较小；放缓紧急抗疫购债计划购买，主要因为市场稳定性提高，如无意外将充分使用额度。

- 韩国央行将关键利率维持在 0.5%不变，符合市场预期。韩国央行称，消费和出口复苏将比预期的要慢，基建投资保持适度增长，注意到家庭债务大幅增加，通胀将仍在低位；当前利率接近有效利率的下限。
- 印尼央行将 7 天逆回购利率下调 25 个基点至 4%，符合市场预期；将存款利率下调 25 个基点至 3.25%。印尼央行称，降息有助于帮助经济复苏，将继续采取货币稳定措施。
- 美联储的褐皮书报告显示，由于许多州解除了封锁令，消费活动开始恢复，美国经济在 7 月初出现了复苏萌芽，但前景仍然高度不确定。所有地区的零售销售增长，车辆销售的反弹突出，食品与饮料销售持续增长。休闲与娱乐开支出现改善，但仍然远低于 2019 年同期水平。
- 加拿大央行维持利率在 0.25%不变，符合预期；继续每周至少 50 亿加元大规模资产（加拿大政府债）购买；将维持政策利率在有效利率下限，直至经济闲置得到吸纳，可实现 2%通胀目标。核心情景显示，加拿大经济在 2022 年之前不太可能恢复到疫情之前水平；预计 2020 年四季度实际 GDP 将下降 6.8%，全年下降 7.8%，2021 年增长 5.1%，2022 年增长 3.7%。
- 日本东京调整疫情警戒级别至最高水平，东京专家小组表示，正看到新冠肺炎的感染蔓延。
- 日本央行按兵不动，预计 2020 财年 GDP 将萎缩 4.7%，此前预期萎缩 3%-5%；2021 财年 GDP 增速预期为 3.3%，此前为 2.8%；2020 财年核心通胀预期为-0.5%，2021 财年为 0.3%。
- 美国波士顿联邦法官伯勒斯 14 日在开庭审理哈佛大学和麻省理工学院提起的相关诉讼时宣布，美国政府同意撤销留学生签证新规。
- 德国慕尼黑施瓦宾医院近期对今年 1 月首批感染新冠病毒的患者进行了血液样本检测。检测结果显示，痊愈者血液中的中和抗体数量减少。该医院传染病主任文特纳表示，这项结果将对长期免疫和疫苗战略产生何种影响，目前还有待观察，但这意味着患者在痊愈后仍有可能再次感染新冠病毒。
- 俄罗斯总统普京已将其 3600 亿美元的旗舰国家投资计划推迟 6 年，原因是新冠病毒疫情使俄罗斯陷入经济衰退，联邦预算出现缺口。
- 美国 6 月财政预算赤字录得 8640 亿美元，创纪录新高。因为应对新冠疫情的经济冲击，联邦政府支出同比增加两倍多。
- 英国在长达 206 页文件中制定了脱欧边境计划，将从 2021 年起对欧盟出口实施检查。
- 英国首相约翰逊表示，为预防冬季疫情反弹，政府计划到 10 月底将检测新冠病毒的能力大幅提高到每天至少 50 万次。
- IMF：美联储有空间增加资产购买和前瞻性指引；预计美国经济第二季度暴跌 37%，2020 年全年萎缩 6.6%；美国经济前景面临风险，包括肺炎确诊人数增加、系统性贫困增加。
- 美联储正式扩大面向大众实体经济的贷款计划，以纳入非营利性组织，同时部分放宽原先的指示条款，允许较规模较小的实体参与其中。
- 欧洲央行预计，2020 年欧元区 GDP 将下降 8.3%，2021 年将增长 5.7%；将长期通胀预期下调至 1.6%；2021 年失业率将上升至 9.3%。
- 韩国央行将向特殊目的实体（SPV）提供最高 8 万亿韩元贷款，用于购买韩国企业债券，SPV 将从 7 月 24 日起开始购买企业债和商业票据，购债重点是 A 至 BBB 级的企业债，购债时长为 6 个月。
- 东京奥组委公布东京奥运会全新比赛日程。东京奥运会将于 2021 年 7 月 23 日至 8 月 8 日举行，为期 17 天，共设 33 个大项 339 个小项比赛，具体比赛日程和比赛场地已全部确定。

下周大类资产配置建议

我国经济内生动力强劲。二季度 GDP 同比增 3.2%，预期增 2.9%，二季度 GDP 环比增长 11.5%，上半年 GDP 同比下降 1.6%。6 月社会消费品零售总额同比-1.8%，除汽车以外的消费品零售额下降 1%。上半年社会消费品零售总额同比下降 11.4%，其中网上零售额增长 7.3%。6 月规模以上工业增加值同比增 4.8%，上半年规模以上工业增加值同比下降 1.3%。上半年固定资产投资（不含农户）同比降 3.1%，房地产开发投资同比增 1.9%。上半年商品房销售面积下降 8.4%，房企到位资金下降 1.9%。上半年居民人均可支配收入 15666 元，同比名义增长 2.4%，扣除价格因素，实际下降 1.3%；人均消费支出 9718 元，比上年同期名义下降 5.9%，扣除价格因素，实际下降 9.3%。6 月城镇调查失业率为 5.7%，比 5 月下降 0.2 个百分点。6 月 70 大中城市中有 61 城新建商品住宅价格环比上涨，5 月为 57 城。6 月出口（以美元计）同比增 0.5%，进口增 2.7%，上半年出口下降 6.2%，进口降 7.1%。6 月主要经济数据陆续发布，虽然需求的恢复依然相对较慢，但整体经济增速在二季度强势翻正，已经超出市场预期，预计下半年在没有外部干扰的情况下，我国仍将在复苏的轨道上稳步增长。

海外短痛不如长痛。虽然海外新冠疫情仍未得到有效控制，但随着经济数据的发布，我们认为海外下定决心有效遏制新冠疫情的可能越来越小。从经济数据来看，自 5 月重启经济以来，欧美等国家普遍表现出失业率下行、消费反弹、经济恢复超预期等特征，同时为应对新冠疫情冲击而采取的财政支出政策也不同程度的影响了各国的财政实力。在财政收入增速下滑掣肘和经济反弹内生需求二者影响下，预计大多数国家将不会再采取严格限制的措施应对疫情影响，与之对应的是，疫情可能在今年秋冬卷土重来，经济恢复的过程中波折可能增加。

好数据与好市场。二季度经济数据发布，整体上超出市场预期，但股市对此的反应却是大幅调整，其中的逻辑联系在于市场担忧积极的财政政策和适度宽松的货币政策可能有所回撤。我们维持此前观点，认为人民币资产在全球具有比较优势，且在国内大类资产配置方面看好权益类。上半年经济大幅调整后环比持续强劲反弹，股市上涨的归因主要来自货币政策宽松带来的资产价格膨胀，下半年股市的逻辑可能切换为海外资金的流入、龙头集中、行业基本面快速修复、估值和成长性相匹配等，债市可能依然受制于供给放量和违约风险，利率以波动为主。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（2020.7.19）

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