

大类资产配置周报(2020.7.5)

关注 A 股半年报

6 月经济恢复继续向好；改革政策有所推进；央行降低再贷款再贴现利率。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：**6 月制造业 PMI 为 50.9，非制造业 PMI 为 54.4。
- **要闻：**中央全面深化改革委员会第十四次会议审议通过《国企改革三年行动方案（2020－2022 年）》、《关于深化新一代信息技术与制造业融合发展的指导意见》、《深化农村宅基地制度改革试点方案》；央行于 7 月 1 日起下调再贷款、再贴现利率 0.25 个百分点；国务院允许地方政府专项债合理支持中小银行补充资本金；央行、香港金管局、澳门金管局决定在粤港澳大湾区开展“跨境理财通”业务试点。

资产表现回顾

- **股涨债跌。**本周沪深 300 指数上涨 6.78%，沪深 300 股指期货上涨 6.94%；焦煤期货本周上涨 0.38%，铁矿石主力合约本周下跌 2.75%；股份制银行理财预期收益率上涨 2BP 至 3.87%，余额宝 7 天年化收益率下跌 2BP 至 1.42%；十年国债收益率上行 6BP 至 2.9%，活跃十年国债期货本周下跌 0.17%。

资产配置建议

- **资产配置排序：股票>大宗>债券>货币。**上半年 A 股市场明显分化，上证综指下跌 2%，创业板指上涨 35%，受到新冠疫情的负面影响 1-2 月经济数据大幅下滑，虽然自 3 月开始财政政策和货币政策都积极发力，力保经济平稳恢复，但从数据表现来看，经济的恢复仍需时间。从债市上半年违约的情况来看，共计 66 只债券违约 821 亿元，年化来看已经超过 2019 年，显示出实体经济经营仍有较大压力。在业绩压力的推动下，三季度 A 股投资者可能进一步向业绩确定性较强的龙头抱团。

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（2020.7.5）

宏观经济		本期观点	观点变化
一个月内	-	经济仍在疫情后的恢复趋势中	不变
三个月内	-	国内复产复工复商复市推动增速反弹	不变
一年内	-	相较 2019 年经济增速下行	不变

大类资产		本期观点	观点变化
股票	+	估值较低，具备比较优势	超配
债券	=	货币环境较宽松，利率水平偏低	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

《赢得未来：大类资产配置周报》2020.5.24
《投资和改革双管齐下：大类资产配置周报》2020.5.31
《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

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

牛市疑影 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：上行突破 3100 点 8

债券：供给放量，数据向好 9

大宗商品：经济恢复，能源涨价 10

货币类：货币拆借利率回落 11

外汇：美国就业超预期 11

港股：经济数据的好转期可能偏短 12

下周大类资产配置建议 14

图表目录

首页 · 本期观点（2020.7.5） 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（2020.7.5） 14

一周概览

牛市疑影

股涨债跌。本周沪深 300 指数上涨 6.78%，沪深 300 股指期货上涨 6.94%；焦煤期货本周上涨 0.38%，铁矿石主力合约本周下跌 2.75%；股份制银行理财预期收益率上涨 2BP 至 3.87%，余额宝 7 天年化收益率下跌 2BP 至 1.42%；十年国债收益率上行 6BP 至 2.9%，活跃十年国债期货本周下跌 0.17%。

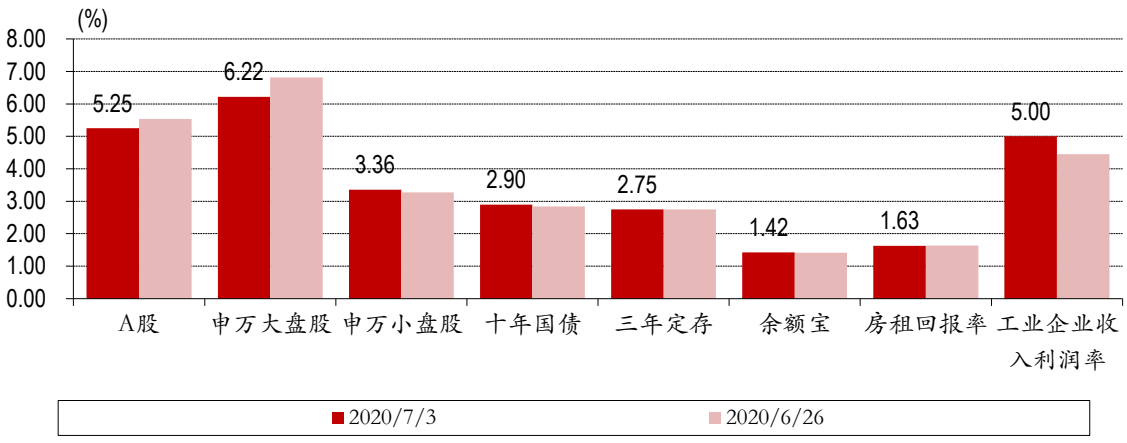
图表 1. 代表性资产一周表现和配置建议

股票 沪深 300 +6.78% 沪深 300 期货 +6.94% 本期评论：A 股持续受益海外资金流入 配置建议：超配	**债券** 10 年国债到期收益率 2.9%/本周变动 +6BP 活跃 10 年国债期货-0.17% 本期评论：收益率处于历史低位 配置建议：低配
大宗商品 铁矿石期货 -2.75% 焦煤期货 +0.38% 本期评论：二季度经济环比上升 配置建议：标配	**保守资产** 余额宝 1.42%/本周变动 -2BP 股份制理财 3M 3.87%/本周变动 +2BP 本期评论：利率下行至较低水平 配置建议：标配

资料来源：万得，中银证券

A 股连续大涨，基本面貌似没这么强劲。本周 A 股继续上涨，且大盘股估值明显大幅上行，小盘股估值小幅下行。本周央行在公开市场净回笼资金 3950 亿元，半年末时间点过后央行开始着手在公开市场净回笼资金，同时资金拆借利率开始下行，周五 R007 利率收于 1.86%，GC007 利率收于 1.92%。本周十年国债收益率上行 6BP，收于 2.9%。近期 A 股持续上行，进入 7 月之后市场风格出现明显转换，金融地产周期开始补涨，中小创涨幅落后，但从基本面来看经济虽然在持续恢复趋势当中，但增速水平并没有这么好。

图表 2. 大类资产收益率横向比较



资料来源：万得，中银证券

全球经济数据提振投资者风险偏好。股市方面，本周 A 股指数大涨，领涨的指数是沪深 300（6.78%），涨幅靠后的指数是创业板指（3.36%）；港股方面恒生指数上涨 3.35%，恒生国企指数上涨 3.96%，AH 溢价指数上行 3.83 收于 132.56；美股方面，标普 500 指数本周上涨 4.02%，纳斯达克上涨 4.62%。债市方面，本周国内债市分化，中债总财富指数本周上涨 0.07%，中债国债指数下跌-0.1%，金融债指数上涨 0.1%，信用债指数上涨 0.12%，分级债 A 下跌 0%；十年美债利率上行 4 BP，周五收于 0.68%。万得货币基金指数本周上涨 0.04%，余额宝 7 天年化收益率下行-2 BP，周五收于 1.42%。期货市场方面，NYMEX 原油期货上涨 4.68%，收于 40.29 美元/桶；COMEX 黄金上涨 0.38%，收于 1787 美元/盎司；SHFE 螺纹钢上涨 0.11%，LME 铜上涨 0.97%，LME 铝上涨 0.66%；CBOT 大豆上涨 4.12%。美元指数下跌-0.26%收于 97.24。VIX 指数下行至 27.68。本周海外经济数据出现一定向好迹象，特别是美国就业数据向好，但预计随着疫情的二次冲击，经济数据将有所波动。

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	*2020/6/29* 上期涨跌幅	- 本月以来	*2020/7/3* 今年以来
股票	000001.SH	上证综指	3,152.81	5.82	0.40	10.53	3.37
	399001.SZ	深证成指	12,433.26	5.25	1.25	15.70	19.20
	399005.SZ	中小板指	8,287.90	5.37	1.98	18.48	24.96
	399006.SZ	创业板指	2,462.56	3.36	2.72	18.01	36.95
	881001.WI	万得全 A	4,823.54	5.51	0.81	13.27	11.75
	000300.SH	沪深 300	4,419.60	6.78	0.98	14.29	7.88
债券	CBA00301.C	中债总财富指数	200.86	0.07	(0.01)	(0.70)	2.32
	CBA00603.C	中债国债	194.92	(0.10)	0.07	(1.09)	2.51
	CBA01203.C	中债金融债	200.44	0.10	(0.09)	(0.85)	2.56
	CBA02703.C	中债信用债	186.89	0.12	(0.11)	(0.36)	2.18
	930896.CSI	分级债 A	1,086.28	0.00	(0.10)	(0.05)	(0.57)
	885009.WI	货币基金指数	1,566.90	0.04	0.02	0.16	1.08
大宗商品	CL.NYM	NYMEX 原油	40.29	4.68	(4.19)	13.52	(34.02)
	GC.CMX	COMEX 黄金	1,787.00	0.38	1.81	2.02	17.33
	RB.SHF	SHFE 螺纹钢	3,619.00	0.11	(0.25)	2.43	1.71
	CA.LME	LME 铜	6,015.00	0.97	1.60	11.88	(2.58)
	AH.LME	LME 铝	1,612.00	0.66	0.35	4.13	(10.94)
	S.CBT	CBOT 大豆	896.75	4.12	(1.74)	6.66	(6.15)
货币	-	余额宝	1.42	-2 BP	-1 BP	-10 BP	-101 BP
	-	银行理财 3M	3.87	2 BP	7 BP	0 BP	-28 BP
外汇	USDX.FX	美元指数	97.24	(0.26)	(0.19)	(1.04)	0.83
	USDCNY.IB	人民币兑美元	7.07	0.09	0.05	1.08	(1.46)
	EURCNY.IB	人民币兑欧元	7.94	0.61	(0.72)	(0.15)	(1.74)
	JPYCNY.IB	人民币兑日元	6.58	0.99	(0.35)	1.38	(2.51)
港股	HSI.HI	恒生指数	25,373.12	3.35	(0.38)	10.50	(9.99)
	HSCEI.HI	恒生国企	10,243.29	3.96	(1.22)	7.14	(8.28)
	HSAHP.HI	恒生 AH 溢价	132.56	3.83	3.00	6.60	5.44
美国	SPX.GI	标普 500	3,130.01	4.02	(2.86)	2.82	(3.12)
	IXIC.GI	NASDAQ	10,207.63	4.62	(1.90)	7.56	13.76
	UST10Y.GBM	十年美债	0.68	4 BP	-6 BP	3 BP	-124 BP
	VIX.GI	VIX 指数	27.68	(20.30)	(1.11)	0.62	100.87
	CRBFD.RB	CRB 食品	289.95	0.38	(2.80)	(5.19)	(14.34)

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 6 月官方制造业 PMI 为 50.9，预期 50.4，前值 50.6；其中，生产指数、新订单指数分别为 53.9、51.4，均高于临界点。6 月非制造业 PMI 为 54.4，前值 53.6；综合 PMI 为 54.2，前值 53.4。
- 央行发布调查报告显示，二季度企业家宏观经济热度指数为 19.3%，比上季提高 6.9 个百分点，比去年同期低 15.2 个百分点。其中，62%企业家认为宏观经济“偏冷”，37.4%认为“正常”，0.6%认为“偏热”。二季度银行家宏观经济热度指数为 13.0%，比上季提高 6.5 个百分点。其中，24.3%银行家认为当前宏观经济“正常”，比上季增加 11.7 个百分点。对于三季度房价，22.8%居民预期“上涨”，51.2%居民预期“基本不变”，13.2%居民预期“下降”，12.8%居民“看不准”。
- 中央全面深化改革委员会第十四次会议审议通过《国企改革三年行动方案（2020－2022 年）》、《关于深化新一代信息技术与制造业融合发展的指导意见》、《深化农村宅基地制度改革试点方案》。会议指出，今后 3 年是国企改革关键阶段，要抓重点、补短板、强弱项，推进国有经济布局优化和结构调整。
- 央行决定于 7 月 1 日起下调再贷款、再贴现利率 0.25 个百分点。调整后，3 个月、6 个月和 1 年期支农再贷款、支小再贷款利率分别为 1.95%、2.15%和 2.25%；再贴现利率为 2%。央行还下调金融稳定再贷款利率 0.5 个百分点，调整后，金融稳定再贷款利率为 1.75%，金融稳定再贷款（延期期间）利率为 3.77%。
- 国务院常务会议决定，着眼增强金融服务中小微企业能力，允许地方政府专项债合理支持中小银行补充资本金；通过《保障中小企业款项支付条例（草案）》，维护其合法权益；部署进一步促进国家高新技术产业开发区深化改革、扩大开放，推动高质量发展。
- 央行：创新和完善宏观调控，稳健的货币政策要更加灵活适度，把支持实体经济恢复与可持续发展放到更加突出的位置；综合运用并创新多种货币政策工具，保持流动性合理充裕；有效发挥结构性货币政策工具的精准滴灌作用，提高政策的“直达性”；着力打通货币传导的多种堵点，继续释放改革促进降低贷款利率的潜力，推动供给体系、需求体系和金融体系形成相互支持的三角框架。
- 水利部：长江发生今年一号洪水，启动水旱灾害防御Ⅳ级应急响应，并要求水利部长江水利委员会及相关省（市）做好监测预报预警、水工程防洪调度等防范应对工作。
- 央行工作论文：M2/GDP 不可能无限发散，未来我国 M2/GDP 也将趋向收敛；珍惜正常货币政策空间，坚守币值稳定目标，坚持稳健货币政策；加大减税降负力度，改进税制税负结构，真正优化营商环境稳妥推进利率并轨，完善货币政策工具体系，畅通货币政策利率传导机制，顺利实现货币政策调控方式由数量型向价格型转型。
- 发改委、能源局印发《电力中长期交易基本规则》，在价格机制方面，除计划电量执行政府确定的价格外，电力中长期交易成交价格应由市场主体通过双边协商等市场化方式形成，第三方不得干预。除国家有明确规定外，双边协商交易原则上不进行限价。
- 财政部、税务总局：自 2020 年 1 月 1 日起至 2024 年 12 月 31 日，对在海南自贸港工作的高端人才和紧缺人才，其个人所得税实际税负超过 15%的部分，予以免征；对注册在海南自贸港并实质性运营的鼓励类产业企业，减按 15%的税率征收企业所得税。
- 发改委：继续免收企业应收账款质押登记、变更登记、异议登记费；免收农村商业银行、小额贷款公司、民营银行等 10 类金融机构征信查询服务费，包括查询企业信用报告和个人信用报告服务费；预计全年可减轻企业负担 8.9 亿元。
- 财政部、海关总署、国税总局公告，调整离岛免税政策，支持海南自贸港建设。7 月 1 日起，海南离岛旅客每年每人免税购物额度为 10 万元，不限次；扩大免税商品种类，增加电子消费产品等 7 类消费者青睐商品，仅限定化妆品、手机和酒类商品单次购买数量。
- 央行、香港金管局、澳门金管局决定在粤港澳大湾区开展“跨境理财通”业务试点。“跨境理财通”指粤港澳大湾区居民个人跨境投资粤港澳大湾区银行销售的理财产品，按照购买主体身份可分为“南向通”和“北向通”。

- 交通运输部及四省区联合发布《关于珠江水运助力粤港澳大湾区建设的实施意见》，提出要巩固提升香港国际航运中心地位，增强广州、深圳国际航运综合服务功能；推进粤港澳智慧港口、智慧航道、智能船舶和智慧海事建设。
- 国家发展改革委发布关于延长阶段性降低企业用电成本政策的通知，实施范围继续为除高耗能行业用户外的，现执行一般工商业及其它电价、大工业电价的电力用户。自 2020 年 7 月 1 日起至 12 月 31 日止，电网企业在计收上述电力用户（含已参与市场交易用户）电费时，统一延续按原到户电价水平的 95%结算。
- 水利部：将水旱灾害防御Ⅳ级应急响应提升至Ⅲ级，派出四个工作组分赴重庆、湖北、江苏、浙江防洪一线指导地方开展防御工作。水利部长江水利委员会、太湖流域管理局也分别将水旱灾害防御Ⅳ级应急响应提升至Ⅲ级。
- 山西发布《关于加快省属国有企业“腾笼换鸟”促进国有资本优化布局的实施意见》，2020 年“腾笼换鸟”项目转让净收益以保底收益 100 亿元为基数，其中 30%用于上缴公共财政，21 亿元用于解决省属国有企业分离办社会职能等历史遗留问题。
- 资管新规重磅配套细则《标准化债权类资产认定规则》正式出台，自 8 月 3 日起施行。与征求意见稿相比，《认定规则》仅对一些技术细节的表述进行调整，并没有方向性的变化——没有放松也没有收紧，并用列举法明确，标准化债权类资产是指依法发行的债券、资产支持证券等固定收益证券。
- 深圳落实粤港澳大湾区个人所得税优惠政策，对在深圳工作的境外高端人才和紧缺人才，按内地与香港个人所得税税负差额给予补贴，其在深圳市缴纳个人所得税已纳税额，超过其按应纳税所得额的 15%计算的税额部分，给予财政补贴。
- 科创板再融资制度正式实施！证监会修改完善《科创板再融资办法》，精简优化发行条件；明确发行上市审核和注册程序，上交所审核期限为二个月，证监会注册期限为十五个工作日，针对“小额快速”融资设置简易程序。对发行承销作出特别规定，就发行价格等作出专门安排；并加大对市场主体违法违规行为追责力度。
- 施行 13 年的《成品油市场管理办法》和《原油市场管理办法》7 月 3 日废止。今年 4 月 17 日，商务部已牵头起草《关于促进石油成品油流通高质量发展的意见（征求意见稿）》，要求加强石油成品油流通法规和标准体系建设。

大类资产表现

A 股：上行突破 3100 点

市场风格转向。本周市场指数大幅上涨，上证综指上行突破 3100 点，领涨的指数包括中证 100（7.4%）、上证 50（7.33%）、上证 180（7.1%），涨幅靠后的指数包括创业板指（3.36%）、中证 1000（4.03%）、上证 380（4.29%）。行业方面全面上行但分化较大，领涨的行业有餐饮旅游（19.4%）、非银行金融（13.76%）、房地产（10.25%），涨幅靠后的行业有传媒（1.19%）、医药（1.98%）、钢铁（2.13%）。本周 A 股风格较此前发生较大变化，市场对中报业绩的关注度可能有所上升。

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 100	7.40	餐饮旅游	19.40	粤港澳大湾区指数	6.90
上证 50	7.33	非银行金融	13.76	MSCI 概念指数	6.77
上证 180	7.10	房地产	10.25	互联网金融指数	6.64
上证 380	4.29	钢铁	2.13	网络游戏指数	1.05
中证 1000	4.03	医药	1.98	最小市值指数	0.64
创业板指	3.36	传媒	1.19	ST 概念指数	(0.18)

资料来源：万得，中银证券

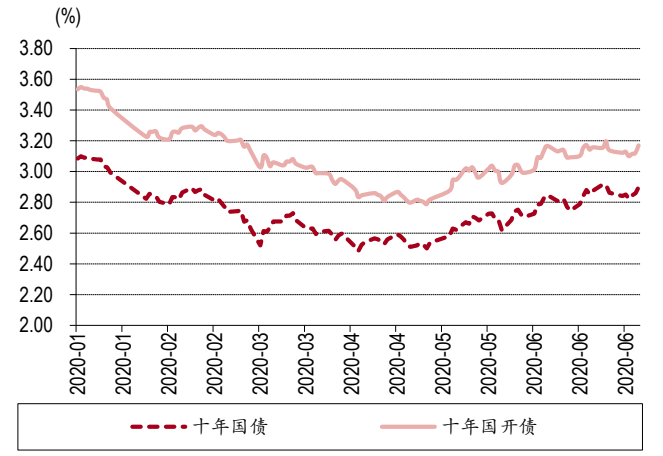
A 股一周要闻（新闻来源：万得）

- 充电桩|在新基建政策的加持下，充电桩市场将大幅放量，未来十年预计将形成万亿元的充电桩基础设施建设市场。与此同时， 充电桩新技术多角度、全方位的发展和实验，吸引了各路资本跑步入场，也让未来汽车市场充满多种可能。
- 交通水利|交通和水利两部门近日不约而同发声，要求做好固定资产有效投资，推进新老基建投资落地。
- 北斗应用|记者从西安卫星测控中心获悉，北斗三号最后一颗全球组网卫星 1 日顺利进入长期运行管理模式，至此，30 颗北斗三号全球组网卫星全部进入长管模式，中国北斗朝着完整服务全球的目标迈出关键一步。
- 维生素 | 7 月 1 日起，维生素 D3 实行新国标。根据新国标，维生素 D3 油的起始原料为羊毛脂胆固醇，限制了脑干胆固醇的使用，羊毛脂成为生产维生素 D3 的唯一合法来源原料。
- 大气治理|生态环境部日前印发的《2020 年挥发性有机物治理攻坚方案》提出，京津冀及周边、长三角等地将重点攻坚挥发性有机物（VOCs）治理，力争实现 6~9 月优良天数提高目标。
- 冰雪运动|30 日，记者在相关发布会上了解到，为促进并规范冰雪运动快速发展，辽宁省人民政府办公厅印发《关于加快推进冰雪运动发展的实施意见》。
- 农机装备 | 据农业农村部 29 日消息，设施种植是保障“菜篮子”产品供应、促进农民增收和繁荣农村经济的有效途径。设施装备和机械化生产是设施种植高质量发展的重要支撑。
- 免税产业|财政部、海关总署、税务总局昨日发布《关于海南离岛旅客免税购物政策的公告》，自 2020 年 7 月 1 日起实施。
- 旅游业 | 文化和旅游部发文指出，端午期间，红色旅游、乡村旅游、生态旅游、“文化遗产+旅游”和旅游民宿成为假日旅游热点，自驾游、亲子游、家庭游持续升温，夜间旅游活动增多，成为假日旅游新亮点。
- 污染防治|今年 9 月 1 日起，修订后的固体废物污染环境防治法将施行，明确进一步促进固废综合利用。基层干部、企业负责人和专家呼吁，多管齐下尽快提高固废利用水平，进一步健全完善固废综合利用相关行业及产品标准，及时更新行业政策，在新技术研发、税收等方面给予更多扶持。

债券：供给放量，数据向好

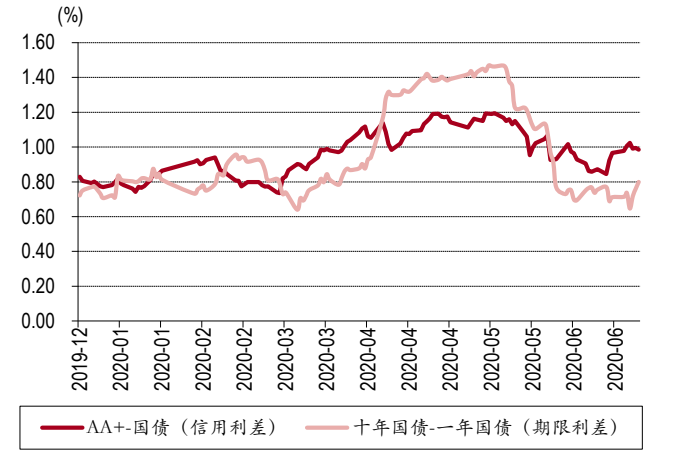
特别国债发行供给放量阶段性冲击供需结构。十年期国债收益率周五收于 2.9%，本周上行 6BP，十年国开债收益率周五收于 3.17%，较上周五上行 5BP。同时目前公布的美国经济数据超预期的好，也提升了市场的大类资产风险偏好。本周期限利差上行 9BP 至 0.8，信用利差上行 2BP 至 0.79。

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

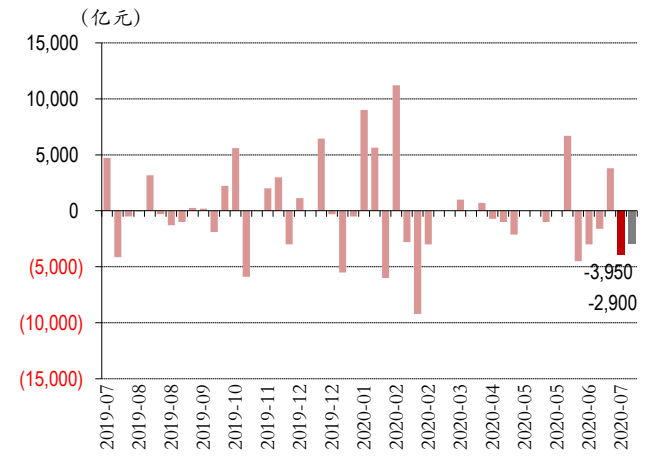
图表 6. 信用利差和期限利差



资料来源：万得，中银证券

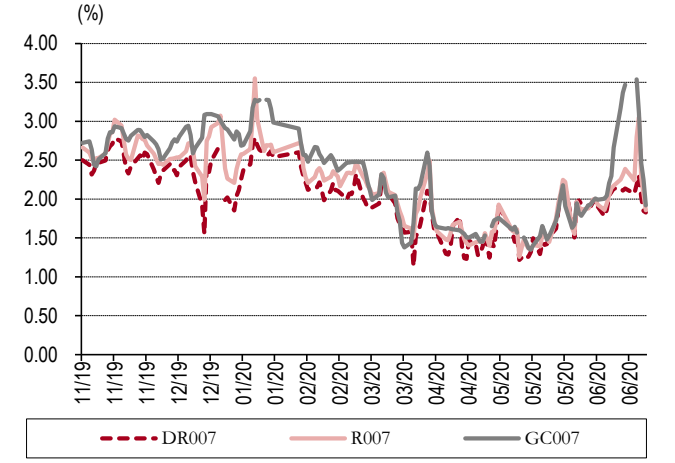
度过半年末央行开始回笼资金。本周央行在公开市场净回笼资金 3950 亿元，但半年末时点已过，资金市场明显放松，周五 R007 利率收于 1.86%，交易所资金 GC007 利率收于 1.92%。市场对于央行接下来宽信用的政策导向基本形成一致预期，预计下半年只要经济平稳恢复，货币拆解市场再难出现上半年的宽松情况。

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）

- 中债登数据显示，上半年中债登为境外机构托管债券面额净增量达 3190.38 亿元，为去年同期的 2.3 倍。
- 央行、发改委、证监会明确公司信用类债券违约处置有关事宜，围绕构建统一的债券违约制度框架，对发行人、债券持有人及各类中介机构职责义务和权利进行规范，同时针对发行人恶意逃废债等若干问题统一解决方向，推动债券市场违约处置向市场化、法治化迈进。

大宗商品：经济恢复，能源涨价

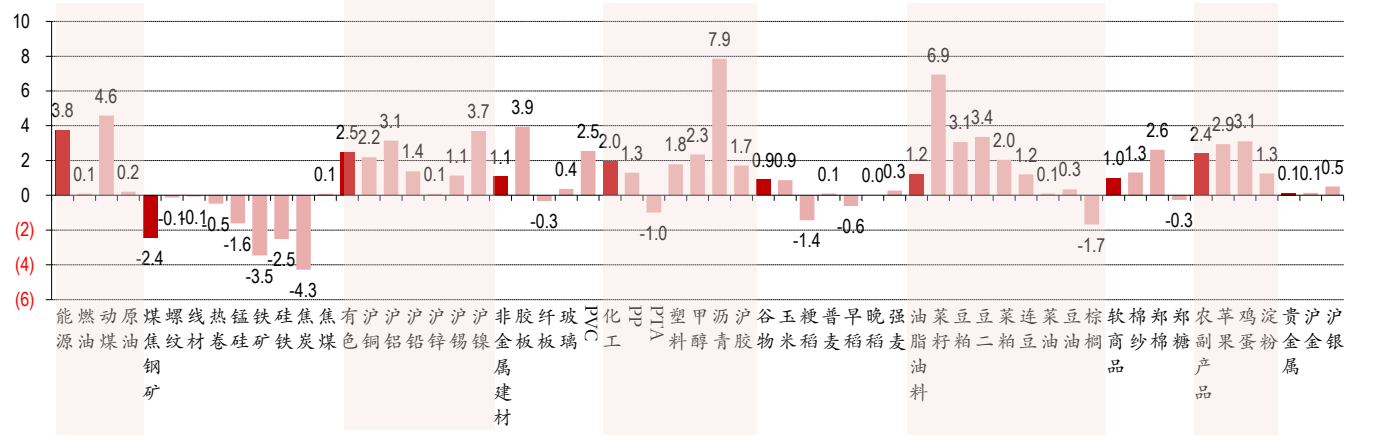
看短期海外数据向好。本周商品期货指数上涨 0.32%。从各类商品期货指数来看，上涨的有能源（3.77%）、有色金属（2.47%）、化工（1.96%）、油脂油料（1.22%）、非金属建材（1.06%）、谷物（0.9%）、贵金属（0.12%），下跌的仅有煤焦钢矿（-2.43%）。各期货品种中，本周涨幅较大的大宗商品有沥青(7.86%)、菜籽(6.94%)、动煤(4.59%)，跌幅靠前的则有焦炭(-4.27%)、铁矿(-3.46%)、硅铁（-2.52%）。海外经济数据向好推动风险偏好上行。

图表 9. 大宗商品本周表现

商品 +0.32%	能源 +3.77%	煤焦钢矿 -2.43%
有色金属 +2.47%	非金属建材 +1.06%	化工 +1.96%
谷物 +0.9%	油脂油料 +1.22%	贵金属 +0.12%

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

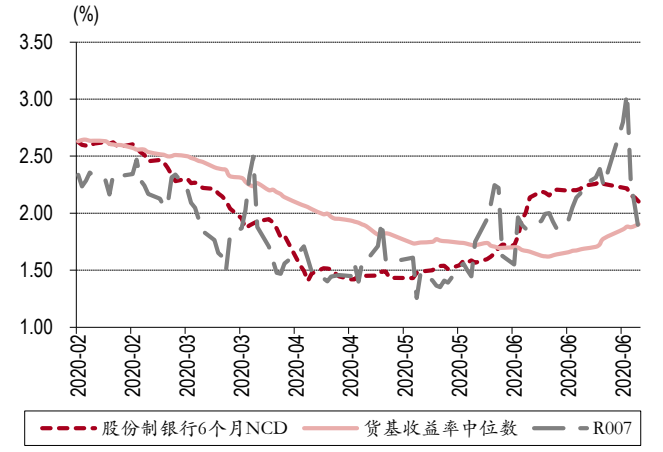
大宗商品一周要闻（新闻来源：万得）

- 中汽协发布重点企业销量快报，6 月汽车行业销量预计完成 228 万辆，环比增长 4%，同比增长 11%；上半年汽车行业累计销量预计完成 1024 万辆，同比下降 17%。据第一商用车网统计，6 月我国重卡市场销售 16.5 万辆，环比下滑 8%，同比增长 59%。上半年重卡市场累计销售约 81 万辆，同比增 23%。
- 联合国粮农组织：世界粮食价格指数 6 月均值为 93.2 点，而 5 月均值为 91.1 点；预计 2020 年世界粮食产量将达到 2.79 亿吨，同比增加 8130 万吨。联合国世界粮食计划署发布最新《全球粮食危机报告》表示，受新冠疫情影响，到今年底，全球面临严重粮食不安全状况的人数将增至 2.65 亿，同比几乎翻一倍。
- 印度 6 月黄金进口同比下跌 86%，二季度黄金进口量同比下降 96%至 13 吨。
- 阿曼石油部通知其所有客户，9 月装运和交付的原油配额将减少约 10%，这反映出该国承诺遵守欧佩克+达成的减产协议，即截至 9 月减产 16.1 万桶/日。
- 调查显示，欧佩克 6 月原油产量降至 1991 年以来的最低水平；欧佩克 6 月份原油下降了 193 万桶/日，至 2269 万桶/日。
- 俄罗斯石油运输公司：6 月俄罗斯原油出口降至 1500 万吨以下。
- 中物联钢铁物流专业委员会：6 月钢铁 PMI 为 49.3%，环比下降 1.6 个百分点，前期钢铁行业加快回升的势头有所放缓；预计 7 月市场需求可能先抑后扬，钢厂生产保持环比增长，原材料价格或有所下滑。

货币类：货币拆借利率回落

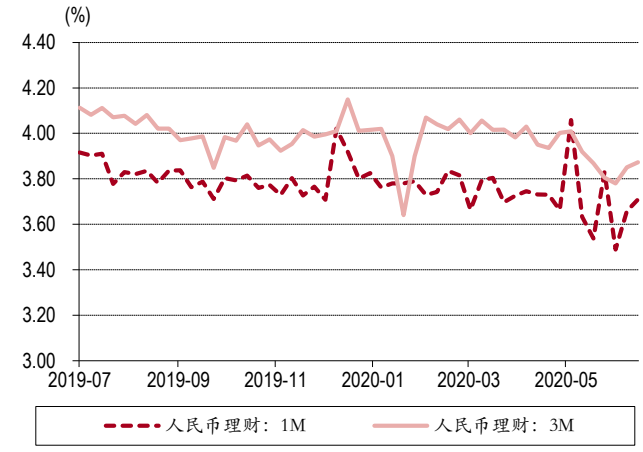
货基收益率上行。本周余额宝 7 天年化收益率下行-2BP，周五收于 1.42%；人民币 3 个月理财产品预期年化收益率上行 2BP 收于 3.87%。本周万得货币基金指数上涨 0.04%，货币基金 7 天年化收益率中位数周五收于 1.9%。本周货基收益率中位数相较上一周上行了 12BP，但跨国半年末时点，货币拆借市场利率明显大幅下行，预计货基收益率之后将重新回落。

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

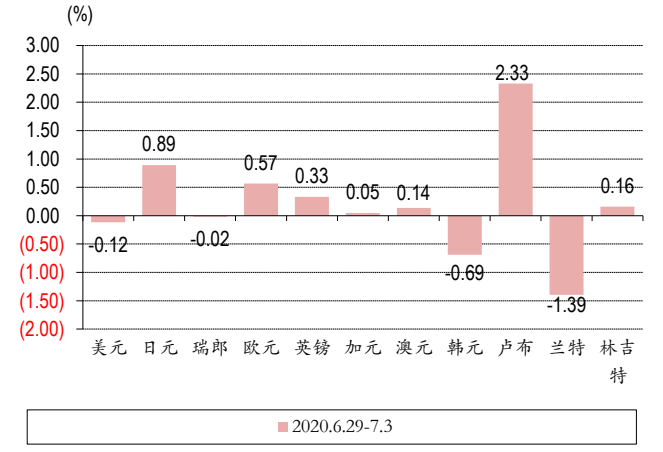


资料来源：万得，中银证券

外汇：美国就业超预期

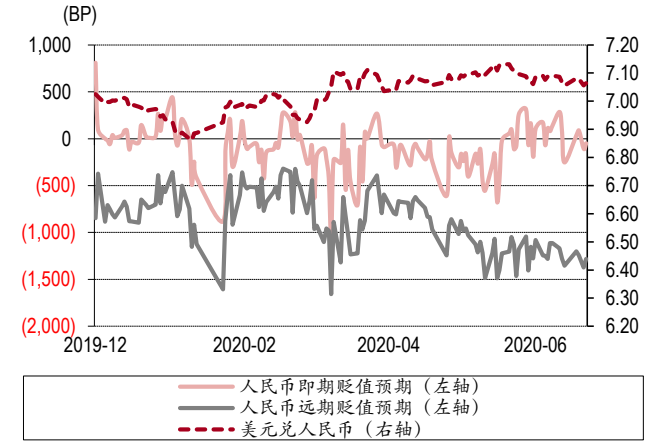
人民币兑美元中间价本周上行 83BP，至 7.0638。本周人民币对卢布(2.33%)、日元(0.89%)、欧元(0.57%)、英镑(0.33%)、林吉特(0.16%)、澳元(0.14%)、加元(0.05%)升值，对瑞郎(-0.02%)、美元(-0.12%)、韩元(-0.69%)、兰特(-1.39%)贬值。虽然美国近期新增新冠疫情大幅上升，但近期发布的就业数据明显好于市场预期，由于市场当前更关注短期的情况，因此对美元有正面提振。

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

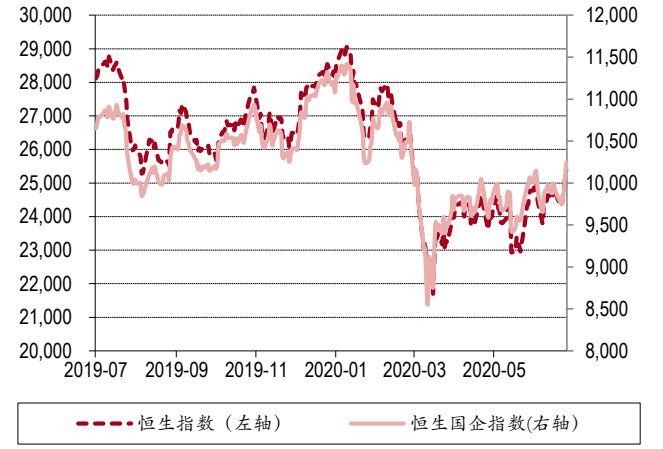
外汇市场一周要闻（新闻来源：万得）

- 外管局：3 月末我国银行业对外金融资产 12075 亿美元，对外负债 13483 亿美元，对外净负债 1408 亿美元，其中，人民币净负债 3306 亿美元，外币净资产 1898 亿美元。

港股：经济数据的好转期可能偏短

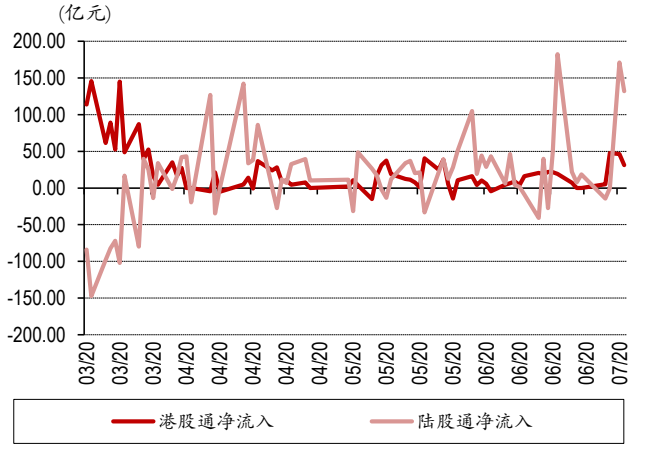
疫情的二次冲击将影响海外数据的表现。本周恒生指数上涨 3.35%，恒生国企指数上涨 3.96%，AH 溢价指数上行 3.83 收于 132.56。行业方面本周领涨的有资讯科技业（7.17%）、工业（5.82%）、地产建筑业（5.12%），涨幅靠后的有公用事业（0.61%）、医疗保健业（2.61%）、金融业（2.93%）。本周南下资金总量 130.36 亿元，同时北上资金总量 307.18 亿元。A 股依然是全球资金竞相追逐的风险资产。

图表 15. 恒指走势



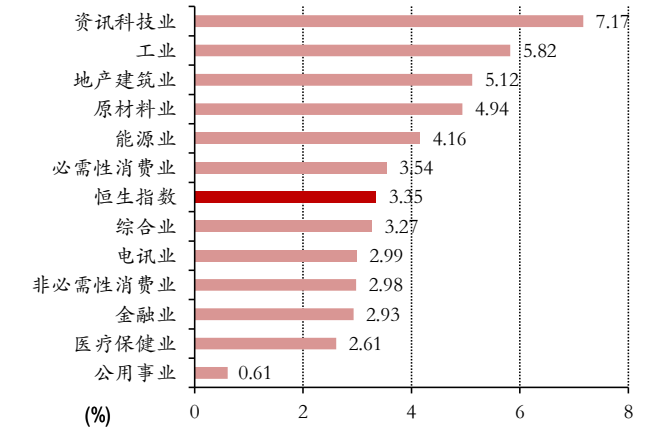
资料来源：万得，中银证券

图表 16. 陆港通资金流动情况



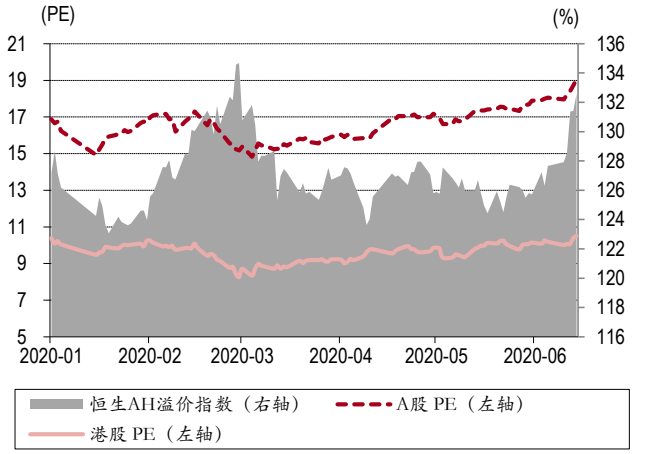
资料来源：万得，中银证券

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：最近一周，美联储所持总体资产规模降至 7.00904 万亿美元，之前一周为 7.0823 万亿美元。美联储所持美国国债达到 4.213 万亿美元，之前一周为 4.197 万亿美元。
- 美国 6 月非农就业人口新增 480 万，创历史新高，预期增 305.8 万，前值增 250.9 万。6 月失业率 11.1%，为连续第二月回落，预期 12.5%，前值 13.3%。
- 俄罗斯宪法修正案全民投票获通过。此次修宪涉及到允许现任或前任总统再参加两届总统选举。该修正案通过意味着，普京可在 2024 年继续参选，如当选将连任到 2036 年。
- 美联储会议纪要：委员们同意根据需要对收益率曲线控制（YCC）进行更多分析；美联储致力于动用所有工具来支撑美国经济；委员们预计今年下半年将消费强劲；二季度的数据可能表明经济活动出现二战后最大幅度的下滑；委员们认为经济面临“极端不确定性”和“显著风险”。
- 美国 6 月 ISM 制造业 PMI 为 52.6，创 2019 年 4 月以来最高水平，预期 49.5，前值 43.1。

- 欧元区 6 月制造业 PMI 终值为 47.4，预期为 46.9，初值为 46.9。英国 6 月制造业 PMI 为 50.1，符合预期及前值。德国 6 月制造业 PMI 终值为 45.2，预期为 44.6，初值为 44.6。
- 德国 6 月季调后失业率为 6.4%，续刷近五年新高，预期为 6.6%，前值为 6.3%。5 月实际零售销售同比增 3.8%，预期减 3.5%；环比增 13.9%，预期增 3.9%。
- 韩国 6 月出口同比降 10.9%，连续三个月出现两位数下滑，预期降 7.8%；进口同比降 11.4%，预期降 9.6%。
- 澳大利亚主要城市 6 月房价降幅从 5 月的 0.5%扩大至 0.8%，为连续第二个月下跌。
- 世界卫生组织官员：预计新冠疫情将在 7 月于智利和哥伦比亚到达峰值，8 月于阿根廷、巴西、玻利维亚和秘鲁到达峰值，10 月于哥斯达黎加到达峰值。
- 美联储主席鲍威尔：第二季度 GDP 增速降幅可能是有记录以来最大的；新冠肺炎本身以及其应对措施导致了经济活动急剧下降，失业人数激增；第二次新冠疫情爆发可能会削弱信心；第二波疫情可能迫使政府和民众暂停经济活动。
- 美国财长努钦：将在 7 月和国会研究可能的新冠疫情救助措施；预计新的疫情救助措施将针对部分特定行业。
- 美国国家经济顾问库德洛：各州放慢经济重启的步伐是对的；不担心经济重启脱离正轨；经济前景看起来还不错，但存在不确定性；考虑到进一步的新冠援助措施时，政府希望能给重返就业岗位的美国人补贴。
- 国际劳工组织：下半年全球劳动力市场前景“高度不确定”，复苏将不足以回到疫情前就业水平；四季度预计 1.4 亿工作岗位将会消失，但在第二波疫情出现的悲观情况下，这一数字可能升至 3.4 亿。
- 德国经济研究所：第二季度经济产出下降 12%，汽车和机械需求将在一段时间内受到影响，德国经济已越过低点。
- 英国首相鲍里斯• 约翰逊表示，已拟定“事关英国国运”经济刺激计划，将在新冠病毒疫情结束后投入数百亿英镑巨额资金；该经济刺激计划将对医院、学校、房产开发、铁路和公路等基础设施项目进行大规模投资。

下周大类资产配置建议

6 月经济继续温和复苏。6 月官方制造业 PMI 为 50.9，预期 50.4，前值 50.6；其中，生产指数、新订单指数分别为 53.9、51.4，均高于临界点。6 月非制造业 PMI 为 54.4，前值 53.6；综合 PMI 为 54.2，前值 53.4。央行发布调查报告显示，二季度企业家宏观经济热度指数为 19.3%，比上季提高 6.9 个百分点，比去年同期低 15.2 个百分点。其中，62%企业家认为宏观经济“偏冷”，37.4%认为“正常”，0.6%认为“偏热”。二季度银行家宏观经济热度指数为 13.0%，比上季提高 6.5 个百分点。其中，24.3%银行家认为当前宏观经济“正常”，比上季增加 11.7 个百分点。对于三季度房价，22.8%居民预期“上涨”，51.2%居民预期“基本不变”，13.2%居民预期“下降”，12.8%居民“看不准”。6 月 PMI 虽然第四个月在 50 上方，但从细项来看出口订单依然较弱，最为强势的是价格表现。二季度央行调查问卷也显示，经济复苏的幅度偏弱，企业盈利虽然有所好转，贷款需求也上升，但各项指标依然偏低。

美国经济韧性十足，但其他地区就没这么幸运了。美国 6 月非农就业人口新增 480 万，创历史新高，6 月失业率 11.1%，为连续第二月回落；美国 6 月 ISM 制造业 PMI 为 52.6，创 2019 年 4 月以来最高水平，预期 49.5，前值 43.1。5 月美国经济重启之后，虽然近期遭受了疫情的二次冲击，但是从数据看失业率明显下降，PMI 指数快速回升至 50 上方，显示出基本面的强劲。但是相较美国，欧洲的失业率仍在高位，通胀处于较低水平，PMI 也没有回升至 50 上方，经济增长压力较大。

关注 A 股半年报。上半年 A 股市场明显分化，上证综指下跌 2%，创业板指上涨 35%，受到新冠疫情的负面影响 1-2 月经济数据大幅下滑，虽然自 3 月开始财政政策和货币政策都积极发力，力保经济平稳恢复，但从数据表现来看，经济的恢复仍需时间。从债市上半年违约的情况来看，共计 66 只债券违约 821 亿元，年化来看已经超过 2019 年，显示出实体经济经营仍有较大压力。在业绩压力的推动下，三季度 A 股投资者可能进一步向业绩确定性较强的龙头抱团。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（2020.7.5）

宏观经济		本期观点	观点变化
一个月内	-	经济仍在疫情后的恢复趋势中	不变
三个月内	-	国内复产复工复商复市推动增速反弹	不变
一年内	-	相较 2019 年经济增速下行	不变
大类资产		**本期观点**	**观点变化**
股票	+	估值较低，具备比较优势	超配
债券	=	货币环境较宽松，利率水平偏低	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