

大类资产配置周报(2020.5.10)

关注资本市场的供给端变化

4 月出口增速超预期；央行发布一季度货币政策执行报告；美国失业率快速上升。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：**4 月出口同比 3.5%，进口-14.2%，贸易顺差 453.4 亿美元。
- **要闻：**央行、外管局发布《境外机构投资者境内证券期货投资资金管理规定》，取消合格境外机构投资者（QFII）和人民币合格境外机构投资者（RQFII）境内证券投资额度限制。

资产表现回顾

- **股涨债跌。**本周沪深 300 指数上涨 1.3%，沪深 300 股指期货上涨 3.51%；焦煤期货本周上涨 4.69%，铁矿石主力合约本周上涨 5.51%；股份制银行理财预期收益率下跌-1BP 至 3.94%，余额宝 7 天年化收益率下跌-1BP 至 1.67%；十年国债收益率上行 14BP 至 2.64%，活跃十年国债期货本周下跌-1.18%。

资产配置建议

- **资产配置排序：股票>大宗>债券>货币。**本周国务院常务会议提出在年初已发行地方政府专项债 1.29 万亿元基础上，再提前下达 1 万亿元专项债新增限额并力争 5 月底发行完毕，从债市供给端的角度看，将明显提升债市的供给水平。除此之外，截至 4 月底，A 股市场 IPO 已达 75 家，募资总额 972 亿元，远超去年同期水平。结合供给端出现放量迹象和央行取消合格境外机构投资者境内证券投资额度限制来看，我们认为在市场预期人民币资产投资需求有上升趋势的情况下，国内供给端也在加快步伐，两者相互影响，可能影响国内资产市场的估值中枢和波动。

风险提示：疫情在全球传播时间过长，全球经济下行幅度超预期；国内通胀压力较高。

首页 · 本期观点（2020.5.10）

宏观经济		本期观点	观点变化
一个月内	-	受疫情影响经济增速仍处于较低水平	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	+	流动性好转推升国内股市	超配
债券	=	降息利好，供给放量	标配
货币	-	收益率将调整至 2%下方	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

《全球合作抗疫：大类资产配置周报》2020.3.29

《资本市场在政策和基本面之间寻求平衡：大类资产周报》2020.4.5

《全球政策宽松的利好将流向人民币资产：大类资产配置周报》2020.4.12

《经济恢复是个过程：大类资产配置周报》2020.4.19

《警惕海外避险情绪再度升温：大类资产配置周报》2020.4.26

《一季报全部上市公司利润下滑 24%：大类资产配置周报》2020.5.3

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

张晓娇
xiaojiao.zhang@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号：S1300514010002

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

风险偏好上升难持续 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：中小创明显回升 7
债券：收益率快速上行 8
大宗商品：能源建材领涨 9
货币类：关注理财资金的流动 10
外汇：人民币汇率小幅走弱 10
港股：资金加大北上力度 11

下周大类资产配置建议 13

图表目录

首页 · 本期观点（2020.5.10） 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（2020.5.10） 13

一周概览

风险偏好上升难持续

股涨债跌。本周沪深 300 指数上涨 1.3%，沪深 300 股指期货上涨 3.51%；焦煤期货本周上涨 4.69%，铁矿石主力合约本周上涨 5.51%；股份制银行理财预期收益率下跌-1BP 至 3.94%，余额宝 7 天年化收益率下跌-1BP 至 1.67%；十年国债收益率上行 14BP 至 2.64%，活跃十年国债期货本周下跌-1.18%。

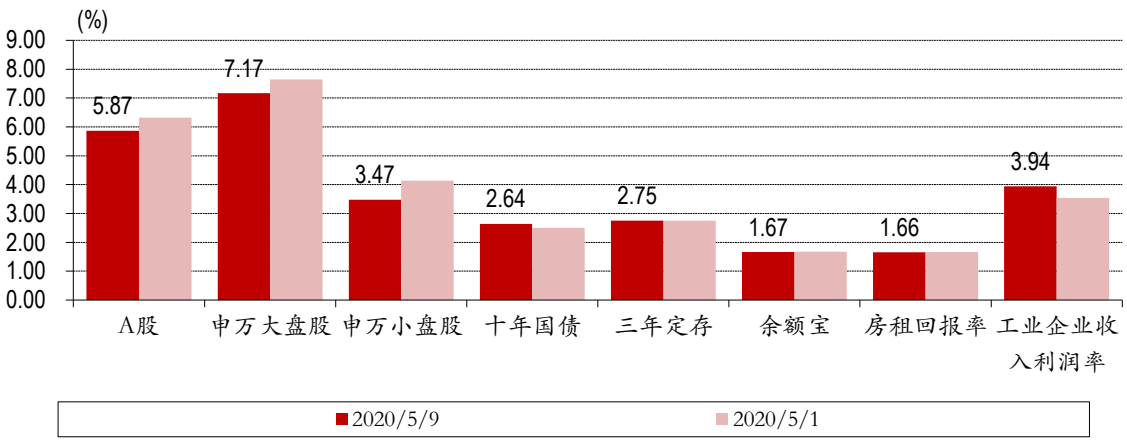
图表 1. 代表性资产一周表现和配置建议

股票		**债券**	
沪深 300 +1.3% 沪深 300 期货 +3.51%		10 年国债到期收益率 2.64%/本周变动 +14BP 活跃 10 年国债期货-1.18%	
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 +5.51% 焦煤期货 +4.69%		余额宝 1.67%/本周变动 -1BP 股份制理财 3M 3.94%/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

4 月出口数据好于预期。本周 A 股整体上涨，小盘股估值上升幅度远超大盘股。本周央行在公开市场没有操作，跨月之后资金拆借利率再度下行，周五 R007 利率收于 1.61%，GC007 利率收于 1.57%。本周十年国债收益率上行 14BP，收于 2.64%。4 月进出口数据发布，出口显著好于市场预期，我们认为这是受医疗品类出口加强和国内复工的持续影响，且有去年同期低基数的影响在。下周将发布 4 月金融数据、通胀数据和经济数据，整体来看或仍将维持宽松的货币政策环境、偏高的通胀水平和持续修复的经济表现。

图表 2. 大类资产收益率横向比较



资料来源：万得，中银证券

受到复工预期影响，风险资产普涨。股市方面，本周 A 股指数普涨，领涨的指数是创业板指（2.7%），涨幅靠后的指数是上证综指（1.23%）；港股方面恒生指数下跌-1.68%，恒生国企指数下跌-1.72%，AH 溢价指数上行 1.45 收于 127.01；美股方面，标普 500 指数本周上涨 3.5%，纳斯达克上涨 6%。债市方面，本周国内债市普跌，中债总财富指数本周下跌-0.28%，中债国债指数下跌-0.58%，金融债指数下跌-0.6%，信用债指数下跌-0.07%，分级债 A 上涨 0.01%；十年美债利率上行 5 BP，周五收于 0.69%。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-1 BP，周五收于 1.67%。期货市场方面，NYMEX 原油期货上涨 16.82%，收于 26.04 美元/桶；COMEX 黄金上涨 0.23%，收于 1704.8 美元/盎司；SHFE 螺纹钢上涨 3.26%，LME 铜上涨 3.34%，LME 铝上涨 0.34%；CBOT 大豆上涨 0.06%。美元指数上涨 0.71%收于 99.75。VIX 指数下行至 27.98。本周受海外复工预期的影响，风险资产普涨，但目前全球新冠疫情确诊人数已经超过 400 万，海外防疫形势仍不可松懈。

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	*2020/5/4* 上期涨跌幅	- 本月以来	*2020/5/9* 今年以来
股票	000001.SH	上证综指	2,895.34	1.23	1.84	1.23	(5.07)
	399001.SZ	深证成指	11,001.58	2.61	2.86	2.61	5.47
	399005.SZ	中小板指	7,231.93	2.04	4.29	2.04	9.03
	399006.SZ	创业板指	2,125.24	2.70	3.28	2.70	18.19
	881001.WI	万得全 A	4,323.18	2.11	1.73	2.11	0.16
	000300.SH	沪深 300	3,963.62	1.30	3.04	1.30	(3.25)
债券	CBA00301.C	中债总财富指数	203.45	(0.28)	0.04	(0.28)	3.65
	CBA00603.C	中债国债	198.83	(0.58)	0.01	(0.58)	4.57
	CBA01203.C	中债金融债	204.09	(0.60)	0.02	(0.60)	4.43
	CBA02703.C	中债信用债	187.86	(0.07)	0.06	(0.07)	2.71
	930896.CSI	分级债 A	1,088.72	0.01	0.05	0.01	(0.35)
	885009.WI	货币基金指数	1,562.80	0.03	0.03	0.03	0.82
大宗商品	CL.NYM	NYMEX 原油	26.04	16.82	31.82	19.18	(57.35)
	GC.CMX	COMEX 黄金	1,704.80	0.23	(1.46)	0.63	11.93
	RB.SHF	SHFE 螺纹钢	3,452.00	3.26	0.99	3.26	(2.98)
	CA.LME	LME 铜	5,280.50	3.34	(0.65)	1.77	(14.47)
	AH.LME	LME 铝	1,492.00	0.34	(1.95)	(0.17)	(17.57)
	S.CBT	CBOT 大豆	850.00	0.06	0.95	(0.61)	(11.04)
货币	-	余额宝	1.67	-1 BP	-9 BP	-1 BP	-76 BP
	-	银行理财 3M	3.94	-1 BP	-8 BP	-1 BP	-21 BP
外汇	USDX.FX	美元指数	99.75	0.71	(1.19)	0.74	3.43
	USDCNY.IB	人民币兑美元	7.08	(0.39)	0.44	(0.39)	(1.62)
	EURCNY.IB	人民币兑欧元	7.66	0.10	(0.75)	0.10	1.88
	JPYCNY.IB	人民币兑日元	6.66	(0.66)	(0.60)	(0.66)	(3.81)
港股	HSI.HI	恒生指数	24,230.17	(1.68)	3.41	(1.68)	(14.05)
	HSCEI.HI	恒生国企	9,868.34	(1.72)	3.98	(1.72)	(11.64)
	HSAHP.HI	恒生 AH 溢价	127.01	1.45	(0.94)	1.45	(0.11)
美国	SPX.GI	标普 500	2,929.80	3.50	(0.21)	0.60	(9.32)
	IXIC.GI	NASDAQ	9,121.32	6.00	(0.34)	2.61	1.66
	UST10Y.GBM	十年美债	0.69	5 BP	4 BP	5 BP	-123 BP
	VIX.GI	VIX 指数	27.98	(24.76)	3.51	(18.07)	103.05
	CRBFD.RB	CRB 食品	287.66	1.88	2.34	1.88	(15.01)

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）

- 4 月（以人民币计）出口同比增长 8.2%，进口下降 10.2%；贸易顺差 3181.5 亿元，增加 2.6 倍。4 月（以美元计）出口同比增长 3.5%，进口下降 14.2%；贸易顺差 453.4 亿美元，增加 2.5 倍。
- 财政部、税务总局发布公告，延长小规模纳税人减免增值税政策执行期限至 12 月 31 日，以进一步支持广大个体工商户和小微企业全面复工复业。
- 商务部：将全面落实外商投资法及其实施条例，持续完善配套规定，落实外资企业依法平等享受税费减免等各类支持政策；五方面举措帮助外贸企业应对国际疫情影响。
- 央行、外管局发布《境外机构投资者境内证券期货投资资金管理规定》，取消合格境外机构投资者（QFII）和人民币合格境外机构投资者（RQFII）境内证券投资额度限制，进一步便利境外投资者参与我国金融市场。规定明确，实施本外币一体化管理，允许合格投资者自主选择汇入资金币种和时机。
- 商务部："五一"期间全国市场人气明显回升，消费呈现积极回暖态势；5 月 1 日-5 日，商务部重点监测零售企业日均销售额比清明假期增长 32.1%，同比下降 6.7%。
- 银保监会发布《关于金融资产投资公司开展资产管理业务有关事项的通知》，金融资产投资公司开展资产管理业务，应按照约定条件和实际投资收益情况向投资者支付收益、不保证本金支付和收益水平，投资者自担投资风险并获得收益。
- 国务院金融委会议指出，在全球金融市场剧烈动荡的形势下，我国股市、债市、汇市总体平稳运行，韧性较强；金融委各单位要完善宏观预案，创造有效需求，优化供给结构，保持流动性合理充裕，提高政策质量，狠抓政策落实。
- 国务院金融委：有关部门已经制定中小银行深化改革和补充资本的工作方案，要抓紧落实；在充实资本的同时，解决好中小银行在业务定位、公司治理、信贷成本等方面的突出问题，推动治理结构与业务发展良性循环。
- 八部委联合发文进一步帮扶服务业小微企业和个体工商户缓解房屋租金压力，推动对承租国有房屋用于经营、出现困难的服务业小微企业和个体工商户，免除上半年 3 个月房屋租金，优先帮扶受疫情影响严重、经营困难的餐饮、旅游、影院剧场等行业。
- 财政部就《国有金融资本管理条例》公开征求意见。《条例》聚焦制约国有金融资本管理的体制机制障碍，明确出资人等相关方面职责，明晰委托代理关系，规范国有金融资本管理，规范国有金融机构运营等事项。
- 5 月 8 日上午，中美全面经济对话中方牵头人刘鹤应约与美贸易代表莱特希泽、财政部长姆努钦通话。双方表示应加强宏观经济和公共卫生合作，努力为中美第一阶段经贸协议的落实创造有利氛围和条件，推动取得积极成效。双方同意保持沟通协调。
- 银保监会拟加强对资金信托投资非标债权资产管理，限制投资比例及非标债权集中度。明确全部集合资金信托投资于非标债权资产金额不得超过全部集合资金信托合计实收信托 50%，投资于同一融资人及其关联方非标债权资产金额不得超过信托公司净资产 30%。

大类资产表现

A 股：中小创明显回升

A 股普涨，中小创率先反弹。本周市场指数普涨，领涨的指数包括中证 1000（3.25%）、中证 500（2.87%）、创业板指（2.7%），涨幅靠后的指数包括上证 50（0.39%）、上证红利（0.65%）、中证 100（0.78%）。行业方面涨多跌少，领涨的行业有食品饮料（4.05%）、通信（3.89%）、计算机（3.77%），领跌的行业有交通运输（-0.97%）、银行（-0.7%）、房地产（-0.3%）。本周次新股指数领涨主题指数，市场活跃度明显上升。

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	3.25	食品饮料	4.05	次新股指数	8.75
中证 500	2.87	通信	3.89	芯片国产化指数	6.15
创业板指	2.70	计算机	3.77	去 IOE 指数	6.07
中证 100	0.78	房地产	(0.30)	丝绸之路指数	0.61
上证红利	0.65	银行	(0.70)	上海本地重组指数	0.56
上证 50	0.39	交通运输	(0.97)	ST 概念指数	(1.99)

资料来源：万得，中银证券

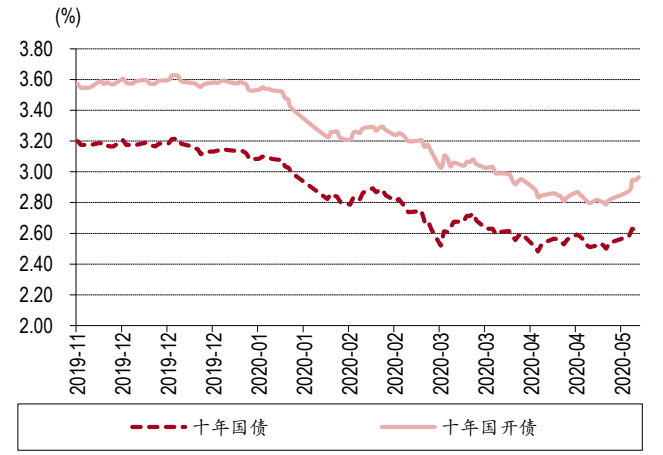
A 股一周要闻（新闻来源：万得）

- 移动物联网 | 工信部官网 7 日发布《关于深入推进移动物联网全面发展的通知》。《通知》要求，到 2020 年底，NB-IoT 网络实现县级以上城市主城区普遍覆盖，重点区域深度覆盖；移动物联网连接数达到 12 亿。
- 汽车产业 | 伴随复工复产力度加大和多地汽车消费刺激政策的推出，我国汽车消费正迅速回暖。记者 7 日从 2020 年中国汽车消费论坛处获悉，4 月下旬以来，国家重点监测的零售企业汽车销售额比 3 月下旬增长超 2 成，回补势头正日趋见好。
- 高端制造 | 工业和信息化部近日批复组建国家高性能医疗器械创新中心和国家集成电路特色工艺及封装测试创新中心。下一步，工信部将加强对两家国家制造业创新中心的监督指导，和有关地方共同推进创新中心加快建设，不断提升技术创新能力和行业服务能力，为制造业关键领域高质量发展提供有力支撑。
- 跨境电商 | 国务院昨日公布了新一批跨境电商综合试验区的城市名单，包括河北雄安新区、山西大同、内蒙古满洲里等 46 个城市入围。
- 数字经济 | 近期，各地继续加大对重大项目投资的支持力度，一大批投资项目加速落地。其中，以数字经济为代表的一批新产业、新业态成为本轮重大项目投资的重点。
- 旅游产业 | 文化和旅游部的数据显示，今年“五一”假期，全国共计接待国内游客 1.15 亿人次，实现国内旅游收入 475.6 亿元。

债券：收益率快速上行

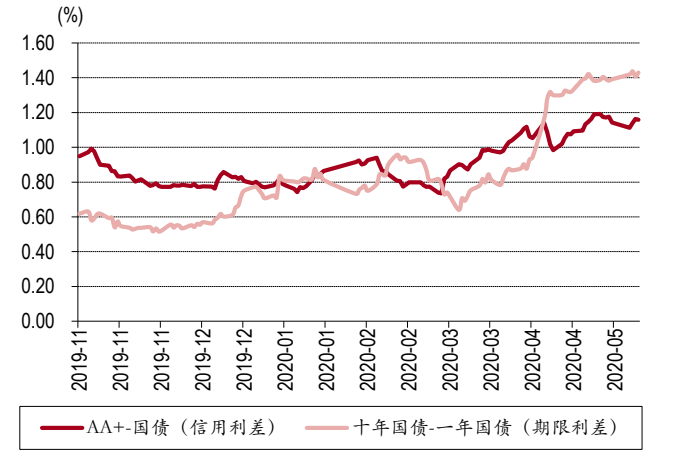
收益率曲线整体上行，长久期利率债上行更为明显。十年期国债收益率周五收于 2.64%，本周上行 14BP，十年国开债收益率周五收于 2.97%，较上周五上行 18BP。供给加大的预期和 4 月出口数据好于预期，一定程度上推动了市场调整。本周期限利差上行 5BP 至 1.43，信用利差上行 1BP 至 0.93。

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

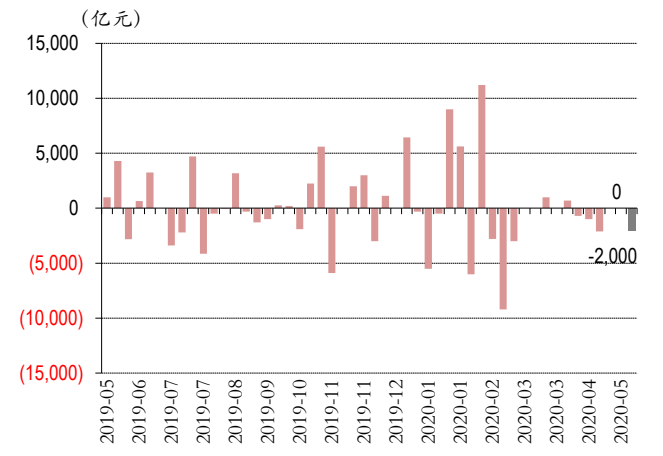
图表 6. 信用利差和期限利差



资料来源：万得，中银证券

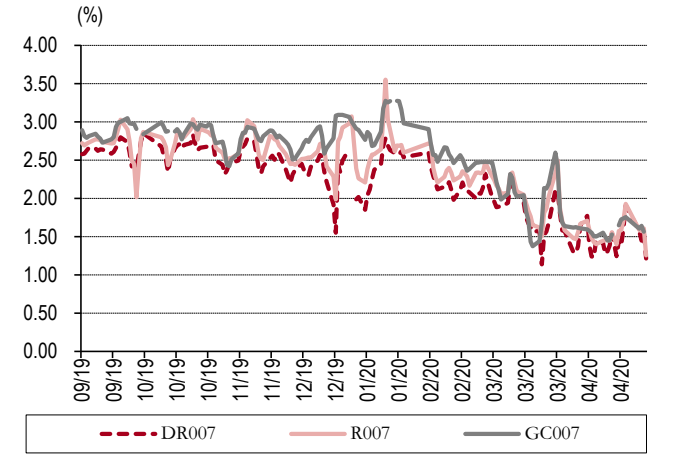
跨月之后资金利率快速回落。本周央行在公开市场没有操作，跨月之后资金利率快速回落，货币拆借市场整体依然宽松，周五 R007 利率收于 1.61%，交易所资金 GC007 利率收于 1.57%。央行发布一季度货币政策执行报告，货币政策整体仍将维持此前偏宽松的基调，我们认为二季度是我国经济从疫情冲击影响下恢复的关键时期，货币政策边际收紧的可能性很小，同时为防范海外疫情对我国外需的拖累，货币政策宽松的可能性更大。

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）

- 多位市场人士称，此前不能发行的棚改项目专项债，现在可以发行。21 世纪经济报道称，监管部门对本次棚改专项债提出三个要求，具体包括：棚改专项债仅支持已开工项目，不得用于货币化安置项目；棚改项目必须纳入年度棚改计划任务，信息与相关材料要件信息一致。
- 中国外汇交易中心：4 月境外机构投资者共达成现券交易 7854 亿元，同比增加 106%；买入债券 4634 亿元，卖出债券 3220 亿元，净买入 1414 亿元。

大宗商品：能源建材领涨

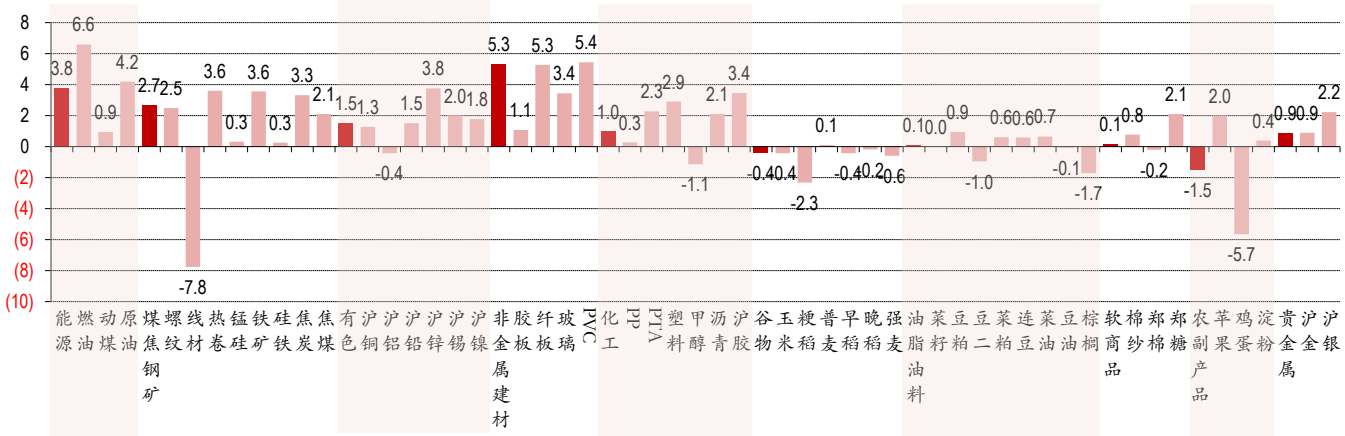
投资拉动是 2020 年国内经济增长的主要抓手。本周商品期货指数上涨 0.9%。从各类商品期货指数来看，上涨的有非金属建材（5.32%）、能源（3.81%）、煤焦钢矿（2.68%）、有色金属（1.52%）、化工（0.97%）、贵金属（0.87%）、油脂油料（0.08%），下跌的仅有谷物（-0.41%）。各期货品种中，本周涨幅较大的大宗商品有燃油（6.6%）、PVC（5.44%）、纤板（5.27%），跌幅靠前的则有线材（-7.76%）、鸡蛋（-5.66%）、粳稻（-2.32%）。4 月出口增速超预期，市场对经济恢复的乐观预期可能有所升温，但经济恢复是个过程，2020 年投资对国内经济的拉动显著偏高。

图表 9. 大宗商品本周表现

商品 +0.9%	能源 +3.81%	煤焦钢矿 +2.68%
有色金属 +1.52%	非金属建材 +5.32%	化工 +0.97%
谷物 -0.41%	油脂油料 +0.08%	贵金属 +0.87%

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

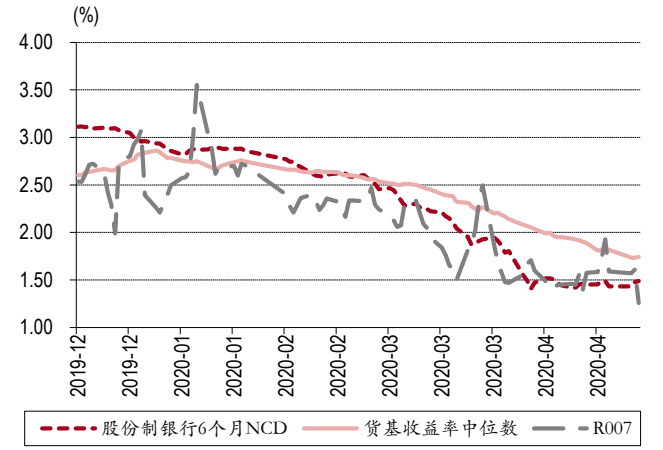
大宗商品一周要闻（新闻来源：万得）

- 海关总署：中国前 4 月进口原油 1.7 亿吨，同比增加 1.7%；进口均价为每吨 2906.7 元，下跌 8.9%；包括口罩在内的纺织品出口 2613 亿元，增长 5.9%。
- 世界黄金协会：截至 4 月份，全球黄金 ETF 连续 6 个月获得资金流入，总持仓升至纪录新高的 3355 吨，资产管理规模达纪录高位的 1840 亿美元。
- 农业农村部要求，进一步落实生猪养殖扶持政策，加强金融、用地等方面的支持，持续强化非洲猪瘟防控，全力加快生猪生产恢复；要“抓大带小”带动中小养殖户，发展标准化规模养殖，保障猪肉稳定供给。
- 美国至 5 月 1 日当周 EIA 原油库存增 459 万桶，预期增 775.9 万桶，前值增 899.1 万桶。
- 俄罗斯 5 月 1 日至 5 日，石油和天然气凝析油产量降至 950 万桶/日。
- 美国得州原油监管机构放弃采取欧佩克式的减产配额，驳回了减产动议。
- 国家能源局表示，正出台落实包括推动东部老油气田稳产，加快页岩油气、煤层气等非常规资源开发，优化煤炭生产开发布局，推动能源协调互济等 20 项具体举措，保障能源生产、运行安全。
- 据农业农村部农垦局监测，4 月国内主销区国产全乳标准胶（SCRWF）现货价格基本跟随国外走势，在 9200 元/吨-9800 元/吨之间波动，月均价格创 2016 年 1 月以来新低。

货币类：关注理财资金的流动

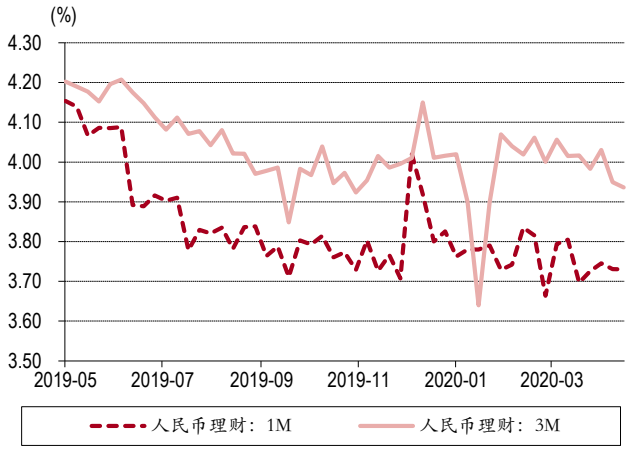
货基投向受限抑制货基产品竞争力。本周余额宝 7 天年化收益率下行-2BP，周五收于 1.67%；人民币 3 个月理财产品预期年化收益率下行-1BP 收于 3.94%。本周万得货币基金指数上涨 0.03%，货币基金 7 天年化收益率中位数周五收于 1.74%。由于货币基金政策监管较严格，因此在短端利率下行过程中收益率难以通过投资品的调整提高收益率，未来货基整体规模将有所变化。

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

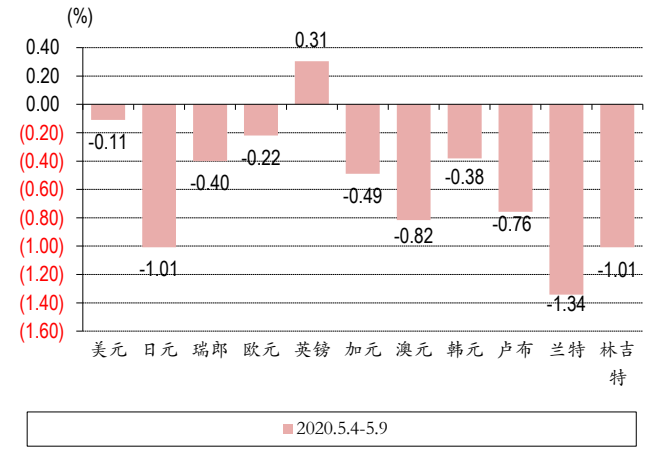


资料来源：万得，中银证券

外汇：人民币汇率小幅走弱

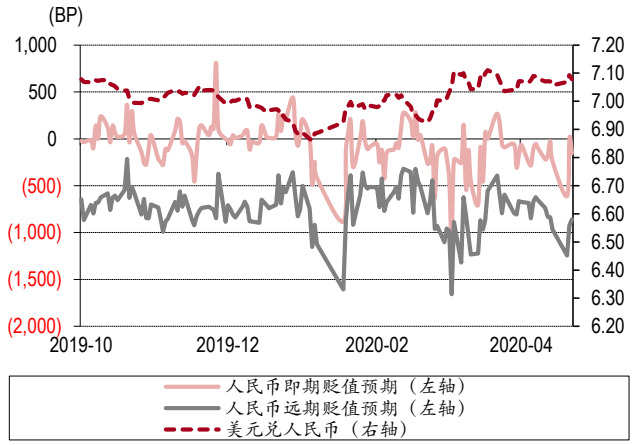
人民币兑美元中间价本周上行 78BP，至 7.0788。本周人民币对英镑(0.31%）升值，对美元(-0.11%）、欧元(-0.22%)、韩元(-0.38%)、瑞郎(-0.4%)、加元(-0.49%)、卢布(-0.76%)、澳元(-0.82%)、日元(-1.01%)、林吉特(-1.01%）、兰特(-1.34%）贬值。随着国内货币政策的宽松，市场对于人民币汇率是否高于可能存在疑虑，但从远期汇率来看，当前水平依然较为均衡，难有明显贬值空间。

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

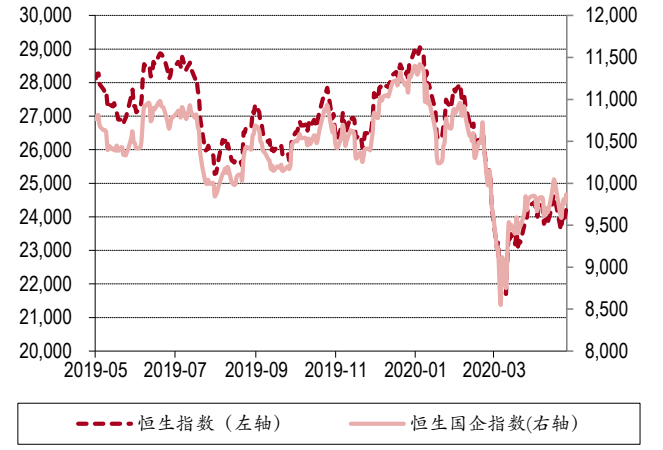
外汇市场一周要闻（新闻来源：万得）

- 中国 4 月外汇储备 30914.6 亿美元，环比增加 308.3 亿美元，结束两连降；黄金储备报 6264 万盎司，为连续第 7 个月维持不变。

港股：资金加大北上力度

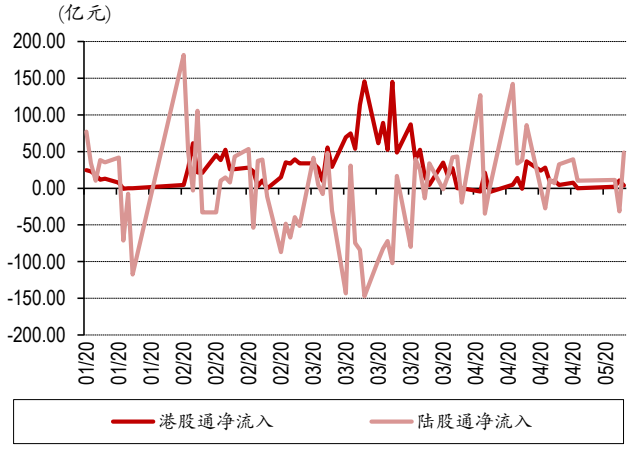
海外资金持续净流入 A 股。本周恒生指数下跌-1.68%，恒生国企指数下跌-1.72%，AH 溢价指数上行 1.45 收于 127.01。行业方面本周领涨的有非必需性消费业(2.29%)、医疗保健业(1.97%)、工业(1.86%)，跌幅靠前的有电讯业（-3.65%）、能源业（-2.51%）、金融业（-2.35%）。本周南下资金总量 24.5 亿元，同时北上资金总量 78.32 亿元。港股的优势在于估值低，但基本面的变化不确定性较大。

图表 15. 恒指走势



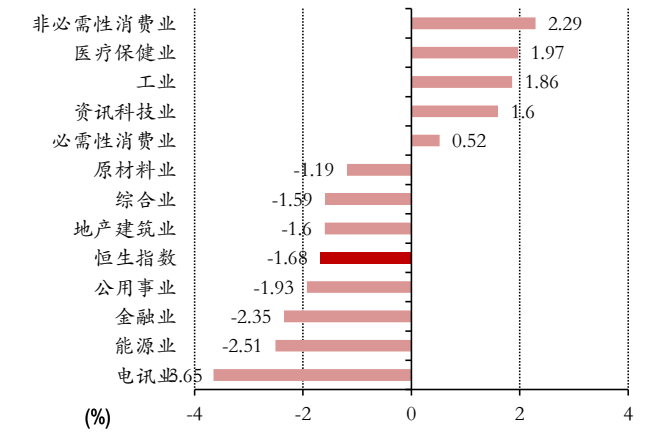
资料来源：万得，中银证券

图表 16. 陆港通资金流动情况



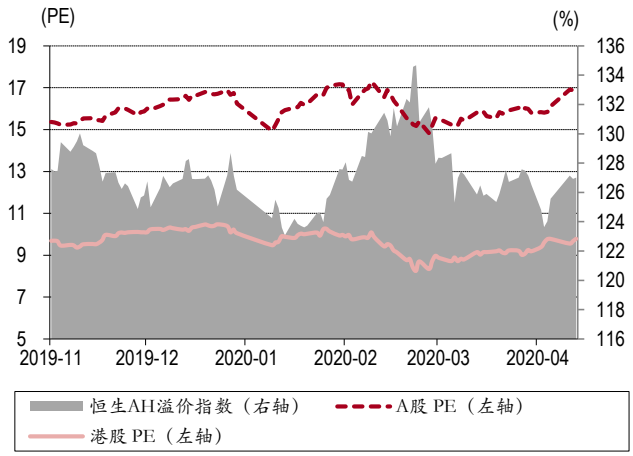
资料来源：万得，中银证券

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）

- IMF：近几周经济前景有所恶化；预计金融市场的波动性将到来；危机持续时间比四月中预期的要长。
- 英国央行维持基准利率在 0.1%不变，维持 6450 亿英镑资产购买总规模不变，均符合市场预期。英国央行随时准备采取进一步行动以支持经济，预计 2020 年投资萎缩 26%。
- 英国央行：2020 年 GDP 增速预期为-14%，1 月时预期为 0.8%，其中二季度 GDP 增速预期为-25%；2021 年 GDP 增速预期为 15%；预计经济降幅将是快速但短暂的，此后将缓慢复苏。
- 英国央行行长贝利：预计在解除封锁措施后，疫情对经济需求影响将持续一年左右；英国央行可能在 6 月采取更多量化宽松措施，进一步措施不排除任何选项，英国离负利率还远得很。
- 欧盟预计，今年全球 GDP 将萎缩 3.5%，明年将增长 5.2%；欧元区今明两年经济增速预期分别为-7%和 6.3%；预计欧元区今年失业率为 9.6%，明年回落至 8.6%；将美国今年 GDP 增速预期从 1.8%下调至-6.5%。

- 英美就脱欧后自由贸易协议开始谈判，第一轮讨论于 5 月 6 日开始，并将持续两周左右。双方有约 100 名谈判代表参加。谈判每 6 周举行一次，通过远程方式进行。
- 意大利总理孔特：意大利不需要欧洲稳定机制，欧盟复苏基金难以在夏季前启动；新的刺激方案将于本周末通过，价值约为 550 亿欧元。
- 英国国家统计局宣布，自 4 月起暂停公布房屋价格指数，主因疫情导致计算方法发生改变，衡量通货膨胀的 CPI 和 CPIH 可能会更加波动。
- 美国 4 月 ADP 就业人数减少 2023.6 万人，创纪录最大降幅，预期减少 2005 万人，前值由减少 2.7 万人修正为减少 14.9 万人。
- 巴西央行将基准利率下调 75 个基点至 3%，此前市场普遍预期将降息 50 个基点。
- 美国财政部公布季度债务再融资计划，将发行创纪录的 960 亿美元 3 年、10 年和 30 年期国债；预计将首次招标出售 200 亿美元 20 年期国债；在未来数季度开始将融资（渠道）从短期国库券转向更长期债券。
- 澳洲联储维持关键利率在 0.25%不变，同时准备扩大债券购买规模。预计今年上半年 GDP 将萎缩约 10%，全年萎缩 6%。
- 美国 4 月 ISM 非制造业 PMI 降至 41.8，为 2009 年 12 月以来首次陷入萎缩区间，并创 2009 年 3 月以来新低。美国 4 月 Markit 服务业 PMI 终值 26.7，创 2009 年以来新低。
- 纽约联储发布的数据显示，截至 3 月美国家庭债务总计 14.3 万亿美元，创历史新高，较上一季度增长 1.1%。
- 德国宪法法院裁定，欧洲央行 QE“部分”违反德国宪法。德国央行必须在未来 3 个月内，停止按照欧央行长期刺激计划购买国债，除非欧洲央行可以证明计划的必要性。
- 马来西亚将隔夜利率降低 50 个基点至 2%，为 2009 年以来最大降息幅度。
- 阿根廷三个主要债权人团体发布声明称，他们“无法支持”政府的债务重组方案，因此将不会接受债券赎回计划。
- 越南央行行长表示，将考虑进一步下调政策利率，如再融资、贴现和公开市场操作以及其他类型的借贷成本利率，以帮助企业重病毒大流行中复苏。
- 美国 4 月季调后非农就业人口减少 2050 万人，创二战后最大降幅，预期减少 2200 万人，前值减少 70.1 万人；失业率升至 14.7%，预期升至 16%，前值为 4.4%。特朗普称，非农就业数据完全在意料之中，毫无意外，失去的工作将会很快回来。
- 澳洲联储货币政策声明：预计 2020 年澳大利亚 GDP 萎缩 6%，2021 年为 6%；在就业和 CPI 取得进展之前不会上调现金利率；如有需要，准备好再次扩大购债规模。
- 日本 3 月实际家庭消费同比下降 6%，为 5 年来最大降幅，且为 2019 年 10 月消费税加税以来连续 6 个月同比下降。日本 4 月 Markit 综合 PMI 为 25.8，前值 27.8；服务业 PMI 为 21.5，前值 22.8。

下周大类资产配置建议

4 月出口超预期，但海外需求走弱仍是趋势。4 月（以美元计）出口同比增长 3.5%，进口下降 14.2%；贸易顺差 453.4 亿美元，增加 2.5 倍。5 月 1 日-5 日，商务部重点监测零售企业日均销售额比清明假期增长 32.1%，同比下降 6.7%。4 月出口增速显著超预期，一部分原因是国内开工率恢复正常，积压的订单得到处理，另一方面从品类来看，海外对医疗用品的需求也对出口有一定贡献。但从外需变化趋势看，海外疫情没有得到有效控制，外需下行的趋势仍未结束。五一小长假期间国内消费环比上升，但同比依然负增长。我们维持此前观点，认为需求和经济的恢复需要时间和过程。

海外重启经济，是危也是机。从海外主要国家和地区 4 月经济数据来看，进一步出现了 PMI 下行、失业率上行的问题。但即便疫情没有得到有效控制，欧美主要地区仍决定在 5 月重启经济。对中国来说，一方面海外重启经济有利于拉动外需，提振国内经济增长，另一方面仍需抓紧防范境外出现疫情反弹和输入型病例，巩固国内防疫成果。维持二季度国内经济环比大幅上行的判断。

关注资本市场的供给端变化。本周国务院常务会议提出在年初已发行地方政府专项债 1.29 万亿元基础上，再提前下达 1 万亿元专项债新增限额并力争 5 月底发行完毕，从债市供给端的角度看，将明显提升债市的供给水平。除此之外，截至 4 月底，A 股市场 IPO 已达 75 家，募资总额 972 亿元，远超去年同期水平。结合供给端出现放量迹象和央行取消合格境外机构投资者境内证券投资额度限制来看，我们认为在市场预期人民币资产投资需求有上升趋势的情况下，国内供给端也在加快步伐，两者相互影响，可能影响国内资产市场的估值中枢和波动。维持大类资产配置顺序：股票>大宗>债券>货币。

风险提示：疫情在全球传播时间过长，全球经济下行幅度超预期；国内通胀压力较高。

图表 19. 本期观点（2020.5.10）

宏观经济		本期观点	观点变化
一个月内	-	受疫情影响经济增速仍处于较低水平	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	+	流动性好转推升国内股市	超配
债券	=	降息利好，供给放量	标配
货币	-	收益率将调整至 2%下方	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