大类资产配置周报(2020.4.12)

全球政策宽松的利好将流向人民币资产

3 月通胀下行，金融数据较 2 月大幅反弹；要素市场化配置改革文件出台；世贸组织预计 2020 年全球商品贸易增速大幅下降。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：**3 月 M2 同比 10.1%，新增人民币贷款 2.85 万亿元，新增社融 5.16 万亿；3 月 CPI 同比 4.3%，PPI 同比-1.5%。
- **要闻：**中共中央、国务院发布《关于构建更加完善的要素市场化配置体制机制的意见》；世贸组织预计，今年全球商品贸易总额将大幅下降 13%-32%；国务院批复同意设立广西百色重点开发开放试验区；商务部：暂停征收加工贸易内销缓税利息，暂免征收至年底；国家能源局就《中华人民共和国能源法（征求意见稿）》公开征求意见。

资产表现回顾

- **资本市场明显反弹。**本周沪深 300 指数上涨 1.51%，沪深 300 股指期货上涨 1.52%；焦煤期货本周下跌-7.97%，铁矿石主力合约本周上涨 6.52%；股份制银行理财预期收益率下跌 0BP 至 4.02%，余额宝 7 天年化收益率下跌-10BP 至 1.91%；十年国债收益率下行-5BP 至 2.54%，活跃十年国债期货本周上涨 0.27%。

资产配置建议

- **资产配置排序：股票>大宗>债券>货币。**目前全球的宽松政策整体上是货币政策稳定供给，财政政策刺激需求，在不考虑全球经济增长前景进一步恶化的前提下，基本面相对较好、财政和货币政策工具空间更大、经济增长率先恢复的人民币资产具备相对优势。在当前 A 股估值相对较低的情况下，未来我国资本市场进一步加大对外开放空间较大，有利于海外资金持续净流入。

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（2020.4.12）

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下滑	不变
三个月内	-	投资、消费、工业增加值都受明显影响	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 2.5%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

《疫情对全球经济前景的影响压低风险偏好：大类资产配置周报》2020.3.1

《短期内流动性对资本市场的推动更明显：大类资产配置周报》2020.3.8

《全球性的货币政策有用但有限：大类资产配置周报》2020.3.15

《中国经济数据领先全球：大类资产配置周报》2020.3.22

《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

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
(8621)2032 8517
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

政策力挺，市场反弹 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：关注一季报 8
债券：超额存款准备金利率下调的影响很大 9
大宗商品：短暂的波动 10
货币类：货基收益率将下行破 2% 11
外汇：美元指数在 100 附近波动 11
港股：海外资金再流入 A 股 12

下周大类资产配置建议 15

图表目录

首页 · 本期观点（2020.4.12） 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（2020.4.12） 15

一周概览

政策力挺，市场反弹

资本市场明显反弹。本周沪深 300 指数上涨 1.51%，沪深 300 股指期货上涨 1.52%；焦煤期货本周下跌-7.97%，铁矿石主力合约本周上涨 6.52%；股份制银行理财预期收益率下跌 0BP 至 4.02%，余额宝 7 天年化收益率下跌-10BP 至 1.91%；十年国债收益率下行-5BP 至 2.54%，活跃十年国债期货本周上涨 0.27%。

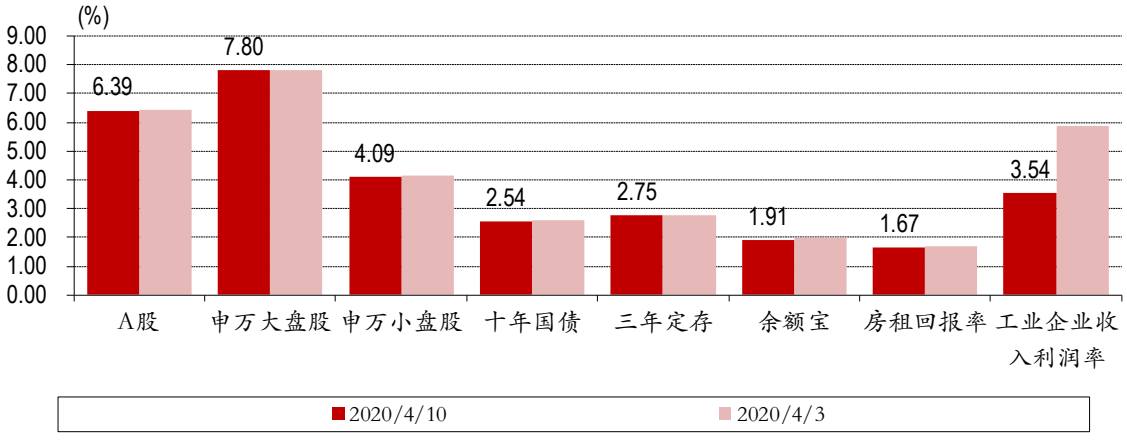
图表 1. 代表性资产一周表现和配置建议

股票		**债券**	
沪深 300 +1.51%		10 年国债到期收益率 2.54%/本周变动 -5BP	
沪深 300 期货 +1.52%		活跃 10 年国债期货+0.27%	
本期评论：	中美贸易摩擦缓和	本期评论：	市场处于均衡水平
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 +6.52%		余额宝 1.91%/本周变动 -10BP	
焦煤期货 -7.97%		股份制理财 3M 4.02%/本周变动 0BP	
本期评论：	关注经济周期拐点出现	本期评论：	货币拆借利率和短端利率企稳
配置建议：	标配	配置建议：	标配

资料来源：万得，中银证券

通胀下行，货币宽松。本周全球刺激政策再度加码，刺激资本市场反弹，国内方面股市普涨，小盘股估值上升幅度超过大盘股。本周央行在公开市场回笼到期的逆回购 700 亿，受此前降准影响利率水平维持在低位，周五 R007 利率收于 1.67%，GC007 利率收于 1.61%。本周十年国债收益率下行 5BP，收于 2.54%。3 月国内通胀出现下行，主要是受食品和原油的影响，但核心 CPI 同比增速有所上行，PPI 同比增速继续下行，市场担忧需求走弱影响价格。在货币政策放松的影响下，3 月金融数据走强，进一步加大了对实体经济流动性的支持，但我们认为国内的货币政策力度相较海外依然较为克制。

图表 2. 大类资产收益率横向比较



资料来源：万得，中银证券

刺激政策支撑风险资产价格走高。股市方面，本周 A 股指数普涨，领涨的指数是创业板指（2.27%），涨幅较小的指数是中小板指（1.09%）；港股方面恒生指数上涨 4.58%，恒生国企指数上涨 3.37%，AH 溢价指数下行-1.32 收于 125.89；美股方面，标普 500 指数本周上涨 12.1%，纳斯达克上涨 10.59%。债市方面，本周国内债市普涨，中债总财富指数本周上涨 0.69%，中债国债指数上涨 0.65%，金融债指数上涨 1.08%，信用债指数上涨 0.47%，分级债 A 下跌-0.53%；十年美债利率上行 11 BP，周五收于 0.73%。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-10 BP，周五收于 1.91%。期货市场方面，NYMEX 原油期货下跌-18.17%，收于 23.19 美元/桶；COMEX 黄金上涨 5.77%，收于 1740.6 美元/盎司；SHFE 螺纹钢上涨 5.31%，LME 铜上涨 3.98%，LME 铝上涨 0.17%；CBOT 大豆上涨 1%。美元指数下跌-1.11%收于 99.52。VIX 指数下行至 41.67。本周国内外刺激政策进一步出台，资本市场率先受到提振。

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	*2020/4/6* 上期涨跌幅	- 本月以来	*2020/4/10* 今年以来
股票	000001.SH	上证综指	2,796.63	1.18	(0.30)	1.68	(8.31)
	399001.SZ	深证成指	10,298.41	1.86	0.00	3.37	(1.27)
	399005.SZ	中小板指	6,705.05	1.09	1.33	3.09	1.09
	399006.SZ	创业板指	1,949.88	2.27	0.15	4.17	8.44
	881001.WI	万得全 A	4,132.28	1.68	(0.35)	2.71	(4.27)
	000300.SH	沪深 300	3,769.18	1.51	0.09	2.25	(7.99)
债券	CBA00301.C	中债总财富指数	203.04	0.69	0.26	0.85	3.44
	CBA00603.C	中债国债	198.84	0.65	0.22	0.67	4.58
	CBA01203.C	中债金融债	204.20	1.08	0.42	1.25	4.48
	CBA02703.C	中债信用债	187.24	0.47	0.15	0.57	2.37
	930896.CSI	分级债 A	1,087.26	(0.53)	0.05	(0.52)	(0.48)
	885009.WI	货币基金指数	1,560.55	0.03	0.04	0.05	0.67
大宗商品	CL.NYM	NYMEX 原油	23.19	(18.17)	34.82	13.23	(62.02)
	GC.CMX	COMEX 黄金	1,740.60	5.77	(0.32)	9.02	14.28
	RB.SHF	SHFE 螺纹钢	3,373.00	5.31	(4.58)	3.94	(5.20)
	CA.LME	LME 铜	5,032.00	3.98	1.08	1.64	(18.50)
	AH.LME	LME 铝	1,484.00	0.17	(4.24)	(2.75)	(18.01)
	S.CBT	CBOT 大豆	862.75	1.00	(3.26)	(2.62)	(9.71)
货币	-	余额宝	1.91	-10 BP	-3 BP	-11 BP	-52 BP
	-	银行理财 3M	4.02	0 BP	-4 BP	0 BP	-13 BP
外汇	USDX.FX	美元指数	99.52	(1.11)	2.35	0.56	3.18
	USDCNY.IB	人民币兑美元	7.04	0.77	0.04	0.81	(1.00)
	EURCNY.IB	人民币兑欧元	7.70	(0.53)	1.95	1.23	1.35
	JPYCNY.IB	人民币兑日元	6.49	0.90	(0.53)	0.83	(1.24)
港股	HSI.HI	恒生指数	24,300.33	4.58	(1.06)	2.95	(13.80)
	HSCEI.HI	恒生国企	9,811.12	3.37	(0.15)	2.25	(12.15)
	HSAHP.HI	恒生 AH 溢价	125.89	(1.32)	(1.13)	0.59	(1.23)
美国	SPX.GI	标普 500	2,789.82	12.10	(2.08)	7.94	(13.65)
	IXIC.GI	NASDAQ	8,153.58	10.59	(1.72)	5.89	(9.13)
	UST10Y.GBM	十年美债	0.73	11 BP	-10 BP	3 BP	-119 BP
	VIX.GI	VIX 指数	41.67	(10.96)	(28.59)	(22.17)	202.39
	CRBFD.RB	CRB 食品	291.95	(1.18)	(6.20)	(5.28)	(13.75)

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）

- 3 月 M2 同比增长 10.1%，预期 8.5%，前值 8.8%；新增人民币贷款 2.85 万亿元，同比多增 1.16 万亿元。一季度社会融资规模增量累计为 11.08 万亿元，比上年同期多 2.47 万亿元；3 月末社会融资规模存量为 262.24 万亿元，同比增长 11.5%。
- 3 月 CPI 同比上涨 4.3%，预期增 4.7%，前值增 5.2%；其中猪肉价格上涨 116.4%，影响 CPI 上涨约 2.79 个百分点。3 月 PPI 同比下降 1.5%，预期降 1.1%，前值降 0.4%。
- 中央出台第一份要素市场化配置文件。中共中央、国务院发布《关于构建更加完善的要素市场化配置体制机制的意见》，要求根据不同要素属性、市场化程度差异和经济社会发展需要，分类完善要素市场化配置体制机制。意见要求，稳妥推进存贷款基准利率与市场利率并轨，提高债券市场定价效率，健全反映市场供求关系的国债收益率曲线。推动超大、特大城市调整完善积分落户政策，放开放宽除个别超大城市外的城市落户限制，试行以经常居住地登记户口制度。
- 中央应对新冠肺炎疫情工作领导小组印发《关于在有效防控疫情的同时积极有序推进复工复产的指导意见》，要求各地区各部门贯彻“外防输入、内防反弹”总体防控策略，统筹疫情防控和经济社会发展，在防控常态化条件下加快恢复生产生活秩序，积极有序推进复工复产。
- 中央政治局召开会议，分析国内外新冠肺炎疫情防控和经济运行形势，研究部署落实常态化疫情防控举措、全面推进复工复产工作。国家领导人指出，要坚持底线思维，做好较长时间应对外部环境变化的思想准备和工作准备。要统筹推进疫情防控和经济社会发展工作，外防输入、内防反弹防控工作决不能放松，经济社会发展工作要加大力度。
- 国务院金融稳定发展委员会召开第二十五次会议，要求加大宏观政策实施力度，稳健的货币政策要更加灵活适度，把支持实体经济恢复发展放到更加突出的位置。引导信贷资源更多支持受疫情冲击较大的中小微企业和民营企业。发挥好资本市场枢纽作用，不断强化基础性制度建设，坚决打击各种造假和欺诈行为，放松和取消不适应发展需要的管制，提升市场活跃度。高度重视国际疫情和经济金融形势研判应对，防范境外风险向境内传递。
- 国务院常务会议决定，推出增设跨境电子商务综合试验区、支持加工贸易等系列举措，积极应对新冠肺炎疫情影响，努力稳住外贸外资基本盘。会议指出，在已设立 59 个跨境电商综合试验区基础上，再新设 46 个跨境电商综合试验区。加强对小微企业、个体工商户和农户普惠金融服务，实行财政金融政策联动，将部分已到期税收优惠政策延长到 2023 年底。此外，针对全球疫情严峻形势，第 127 届广交会于 6 月中下旬在网上举办。
- 发改委印发《2020 年新型城镇化建设和城乡融合发展重点任务》，促进大中小城市和小城镇协调发展，提升城市治理水平，推进城乡融合发展。督促城区常住人口 300 万以下城市全面取消落户限制；促进农业转移人口等非户籍人口在城市便捷落户。全面推开农村集体经营性建设用地直接入市；加快引导工商资本入乡发展，开展工商资本入乡发展试点。
- 财政部：新能源汽车购置补贴政策延长 2 年，将会同有关部门抓紧出台具体措施，稳定市场预期，为释放汽车消费需求创造条件；有必要延续对新能源汽车财税政策支持，保持产业良好势态，提升竞争力。
- 工信部电子信息司召开 2020 年一季度电子信息制造业经济运行分析会议，要求化危为机，对于因全球疫情蔓延可能引发的断供，指导企业寻求可替代产品，增强产业链抗风险能力；积极研究政策措施，充分挖掘内需市场潜力，实现供需良性循环。
- 国务院联防联控机制印发《新冠病毒无症状感染者管理规范》，要求加强对无症状感染者的监测和发现，规范无症状感染者的报告。各级各类医疗卫生机构发现无症状感染者，应当于 2 小时内进行网络直报。
- 世贸组织预计，今年全球商品贸易总额将大幅下降 13%-32%，下滑幅度可能超过金融危机，汽车和电子产品贸易将首当其冲；预计今年全球 GDP 将萎缩 2.5%-8.8%，明年全球商品贸易总额将回升 21%-24%。
- 国务院批复同意设立广西百色重点开发开放试验区，要求充分发挥试验区对东盟特别是对越南合作的独特优势，推进体制机制创新，提升基础设施互联互通水平，推动产业深度开放合作。要加大对试验区建设支持力度，在有关规划编制、政策制定、资金投入、项目安排等方面给予积极指导和倾斜。

- 湖北省发布通告，从4月8日零时起，撤除武汉市交通管控卡口，有序恢复铁路、民航、水运、公路、城市公交运行；全市长途汽车客运站恢复正常运营，省际客运班线暂不恢复；恢复巡游出租车运营；有轨电车、轮渡恢复正常运营。
- 黑龙江绥芬河市所有小区自4月8日6时起实行封闭管理。
- 国税总局、银保监会联合印发通知，要在已实施"银税互动"支持政策框架下，针对疫情期间小微企业更加迫切的资金需求，加大税收信用贷款支持力度，努力帮助小微企业复工复产渡过难关。
- 中国驻美国使馆就搭乘临时包机意愿摸底调查：如安排临时航班和包机，将优先安排小留学生乘机回国；机票和回国隔离费用自理。
- 据经参，贝壳研究院近日公布的一季度二手房成交数据显示，重点监测的18个城市二手房3月成交量比1至2月增长41.8%，已恢复至去年同期水平的63%。不过，从季度数据来看，受疫情干扰与小区封闭管理影响，今年一季度北上广深等18个城市二手房整体成交量环比减少39.2%，同比减少44.6%，当前季度成交量为近五年季度成交最低水平。
- 商务部：暂停征收加工贸易内销缓税利息，暂免征收至年底，可以降低企业内销成本，缓解企业资金压力；已启动外商投资产业目录修订工作，全国鼓励外商投资产业目录重点增加促进制造业高质量发展的相关条目，中西部地区外商投资优势产业目录更加侧重提升中西部和东北地区承接产业转移能力。
- 国家能源局就《中华人民共和国能源法（征求意见稿）》公开征求意见：建立可再生能源电力消纳保障制度，规定各省、自治区、直辖市社会用电量中消纳可再生能源发电量的最低比重指标；实施流域梯级开发水能资源，在生态优先前提下积极有序推进大型水电基地建设。

大类资产表现

A 股：关注一季报

受刺激政策影响股市反弹。本周市场指数普涨，领涨的指数包括中证 1000（2.37%）、创业板指（2.27%）、中证 500（1.99%），涨幅靠后的指数包括上证红利（0.62%）、中小板指（1.09%）、上证综指（1.18%）。行业方面涨多跌少，领涨的行业有餐饮旅游（4.77%）、国防军工（4.63%）、建材（4.47%），下跌的行业仅有电子元器件（-1.15%）。本周受国内外刺激政策的影响和海外资金净流入，A 股出现了明显反弹，但考虑到新冠疫情对一季度经济影响较大，仍需关注一季度财报整体表现。

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（%）	
中证 1000	2.37	餐饮旅游	4.77	卫星导航指数	4.78
创业板指	2.27	国防军工	4.63	航母指数	4.71
中证 500	1.99	建材	4.47	军民融合指数	4.08
上证综指	1.18	房地产	0.23	稀土永磁指数	(0.60)
中小板指	1.09	石油石化	0.04	芯片国产化指数	(0.69)
上证红利	0.62	电子元器件	(1.15)	次新股指数	(1.49)

资料来源：万得，中银证券

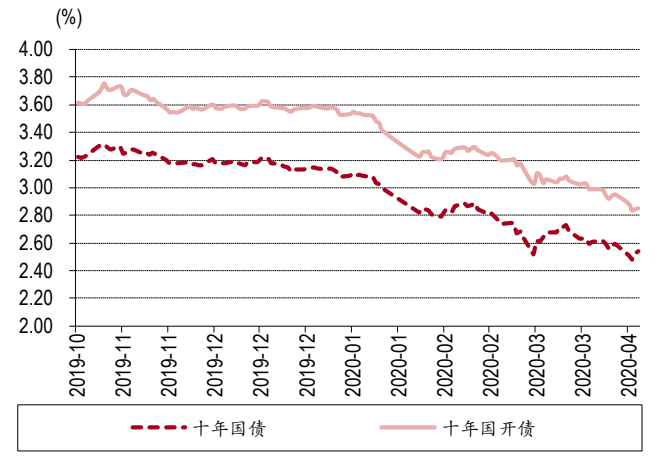
A 股一周要闻（新闻来源：万得）

- 充电桩|国家发展改革委产业发展司副司长蔡荣华在国务院联防联控机制新闻发布会上表示，为了促进新能源汽车的发展，国家将继续加大充电基础设施的建设力度，包括结合老旧小区改造等工作，引导相关方联合起来开展充电基础设施的建设运营，解决居民区里建桩比较难的问题。在高速公路、城市和乡村加快形成适度超前、快充为主、慢充为辅的公共充电网络。
- 水泥|“今年水泥总产能只减不增。”工信部原材料工业司一级巡视员吕桂新近日在中国水泥协会召开的“推动水泥行业有序复工复产及错峰生产工作视频座谈会”上表示，要营造良好的市场环境，既要防止供不应求、价格暴涨现象，又要防止产能集中释放，无序竞争。
- 5G|昨日，中国电信、中国移动、中国联通联合举行线上发布会，发布《5G 消息白皮书》，阐述了 5G 消息的核心理念，明确了相关业务功能及技术需求，提出了对 5G 消息生态建设的若干构想。
- 新能源汽车|记者近日从工业和信息化部获悉，为引导我国新能源汽车产业顺利度过“爬坡过坎”的关键时期，《新能源汽车产业发展规划（2021—2035 年）》将尽快发布实施。
- 特斯拉产业链|特斯拉计划最早从本周开始扩大在中国产品线，推出一款在中国制造的、行驶里程更长的 Model 3。该款车一次充电行驶里程将超过 650 公里，而目前最基础的版本起步价为 32.38 万元，行驶里程约为 450 公里。
- 呼吸机|机构调研，国产呼吸机供不应求，有经销商称现在价格涨幅大概在 30%到 80%之间，呼吸机生产商表示没有现货，订单已经排到七八月份。目前各大厂商正在开足马力日夜赶工，提升适用于新冠肺炎重症患者治疗的重症治疗呼吸机的产能，但依然缺口巨大。国内厂商已经在寻找关键零部件的国产替代厂家，向制约重症治疗呼吸机产能的关键环节发起“进攻”。
- 金融|央行决定自 4 月 7 日起，将金融机构在央行超额存款准备金利率从 0.72%下调至 0.35%。该利率的上一次调整是在 2008 年，由 0.99%下调至 0.72%。央行还宣布，针对 4000 家中小银行定向降准 1 个百分点，共释放长期资金约 4,000 亿元，于 4 月 15 日和 5 月 15 日分两次实施。
- 特高压|国网公司近日召开新基建工作领导小组第一次会议，再度明确将加快新型基础设施建设，持续加快推进特高压工程建设，将确保年内建成“3 交 1 直”工程，力争明年建成陕北～湖北、雅中～江西直流工程。推进已纳入国家规划的华中交流网架、白鹤滩外送 2 回直流等工程尽快核准。全年特高压建设项目投资规模将达到 1811 亿元，将有效带动上下游产业发展。

债券：超额存款准备金利率下调的影响很大

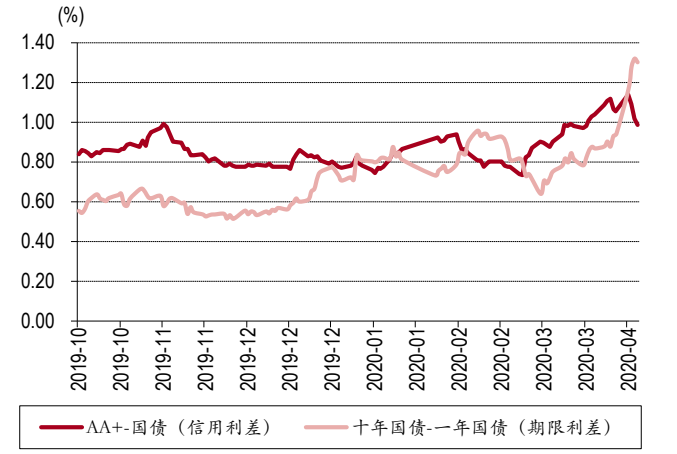
超额存款准备金利率下调释放的流动性冲击债市。十年期国债收益率周五收于 2.54%，本周下行-5BP，十年国开债收益率周五收于 2.85%，较上周五下行-9BP。短端利率债受到的影响更加明显。本周期限利差上行 37BP 至 1.3，信用利差下行-7BP 至 0.77。

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

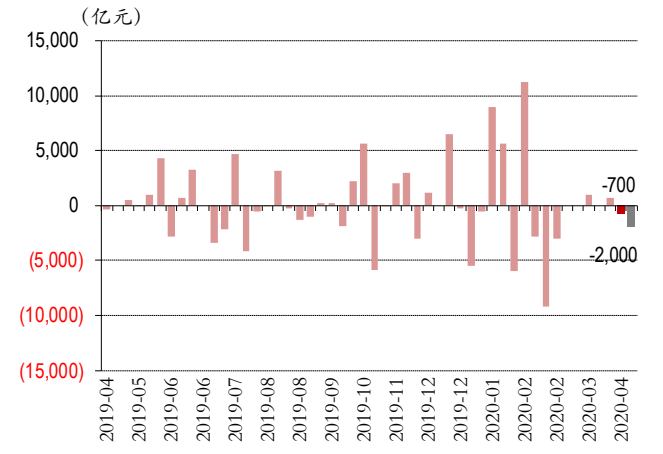
图表 6. 信用利差和期限利差



资料来源：万得，中银证券

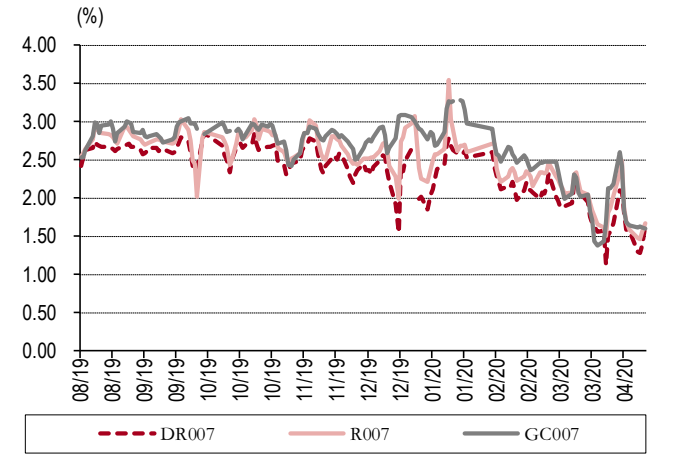
货币拆借市场利率维持在较低水平。本周央行在公开市场净回笼到期的 700 亿 7 天逆回购，但受到上周五央行下调准备金和超额存准利率的影响，货币拆借市场依然维持宽松，周五 R007 利率收于 1.67%，交易所资金 GC007 利率收于 1.61%。从 3 月金融数据来看，我国货币政策依然较为克制，未来可以落实的工具较为充足，目前主要是通过金融机构解决实体经济流动性派生的问题。如果新冠疫情的全球影响持续，货币政策将根据实体经济的变化进一步出台措施。

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）

- 外汇交易中心：3 月境外机构投资者共达成现券交易 9,226 亿元，交易量同比大增 165%，环比增长 54%；占同期现券市场总成交量 4%。
- 美国债务规模正以惊人速度扩张。截至 4 月 9 日，美国国债总规模突破 24 万亿美元大关，创历史新高。数据显示，3 月前三周，海外央行抛售逾千亿美元美国国债，而机构投资者也减持数百亿美元美债用于填补自身杠杆交易保证金缺口。因此，美联储成为美国国债最大买单者。

大宗商品：短暂的波动

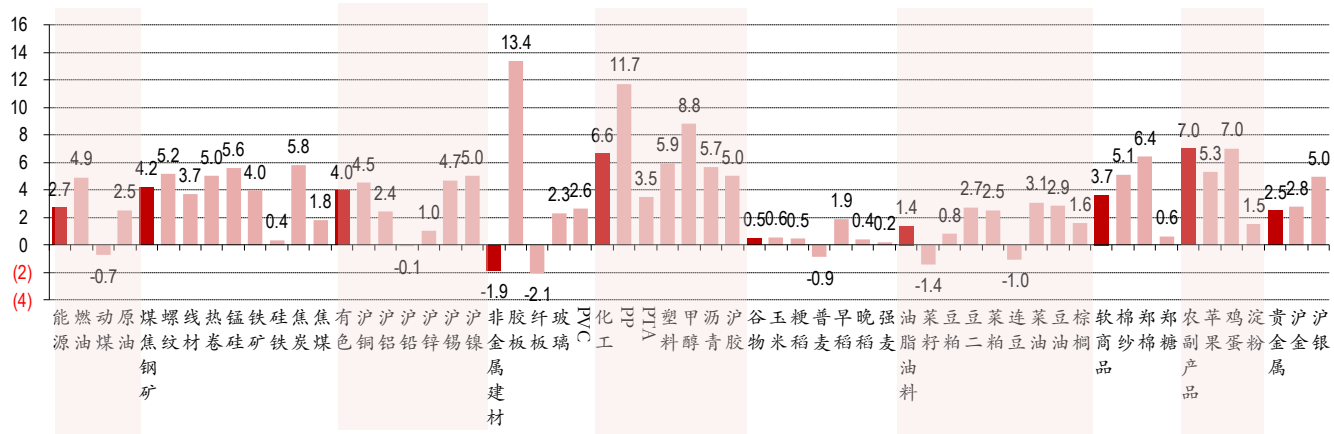
油价出现转机，政策刺激大宗价格波动。本周商品期货指数上涨 3.2%。从各类商品期货指数来看，上涨的有化工（6.64%）、煤焦钢矿（4.19%）、有色金属（3.97%）、能源（2.73%）、贵金属（2.49%）、油脂油料（1.42%）、谷物（0.52%），下跌的有非金属建材（-1.86%）。各期货品种中，本周涨幅较大的大宗商品有胶板（13.4%）、PP（11.74%）、甲醇（8.8%），跌幅靠前的则有纤板（-2.06%）、菜籽（-1.41%）、连豆（-1.03%）。国际原油减产协议在望，预计国际油价将出现反弹。

图表 9. 大宗商品本周表现

商品 +3.2%	能源 +2.73%	煤焦钢矿 +4.19%
有色金属 +3.97%	非金属建材 -1.86%	化工 +6.64%
谷物 +0.52%	油脂油料 +1.42%	贵金属 +2.49%

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

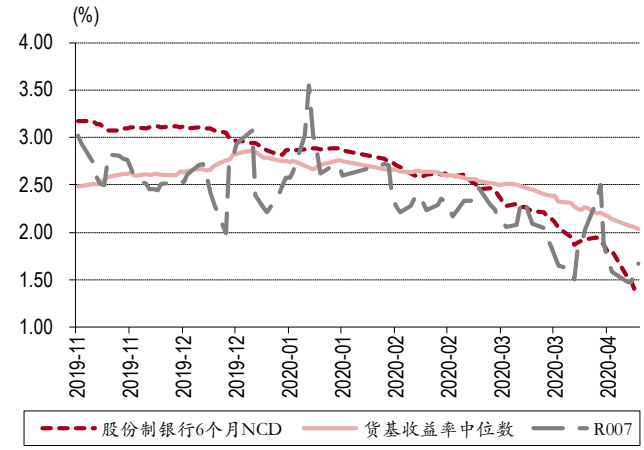
大宗商品一周要闻（新闻来源：万得）

- 据新浪援引外媒，韩国今年将扩大国家原油储备 49 万桶。韩国国家石油公司称，由于油价低迷，计划在年内购买 64 万桶原油和柴油，以作为战略储备。
- 世界黄金协会：全球黄金 ETF 及类似产品持仓一季度增长 298 吨，合计净流入 230 亿美元，这是史上以美元绝对值衡量的季度资产管理规模最高增幅，其持仓吨数增长亦为 2016 年以来季度最高。
- 工信部：继续抓好水泥化解产能过剩工作，严禁新上扩大产能项目，严格执行产能减量置换政策，确保总产能只减不增；坚持和完善水泥错峰生产，阶段性减少排放和减轻大气污染。
- 伦敦金属交易所：铜库存增加 43350 吨，触及去年 10 月以来高位；铝库存增加 13700 吨，锌库存增加 14075 吨，镍库存增加 456 吨，锡库存减少 40 吨，铅库存不变。
- 发改委：2 月中旬以来鲜猪肉价格呈持续回落态势；今后一段时间将会同有关部门继续组织竞价投放中央冻猪肉储备。
- 中储粮黑龙江分公司自 2019 年 12 月 12 日开始最低收购价稻谷收购工作，截至 2020 年 3 月 31 日收购期结束，收购总量 1432.6 万吨，较上个收购期增长 5.6%，共支付收购资金 374.5 亿元。
- 欧佩克+声明确认，如果墨西哥加入，石油产量将削减 1000 万桶/日；欧佩克+呼吁所有产油国为稳定油市做出贡献。消息人士称，欧佩克大致就新的减产协议达成一致，将与墨西哥合作。
- 近期废钢到货增长较快，价格下行压力较大。眼下废钢市场面临局面是：钢厂到货越多，价格越跌，而价格越跌，供货商越急于出货。主要是由于钢厂利润下降甚至亏损，很多钢厂被迫减产自救，短期废钢供应远大于需求。

货币类：货基收益率将下行破 2%

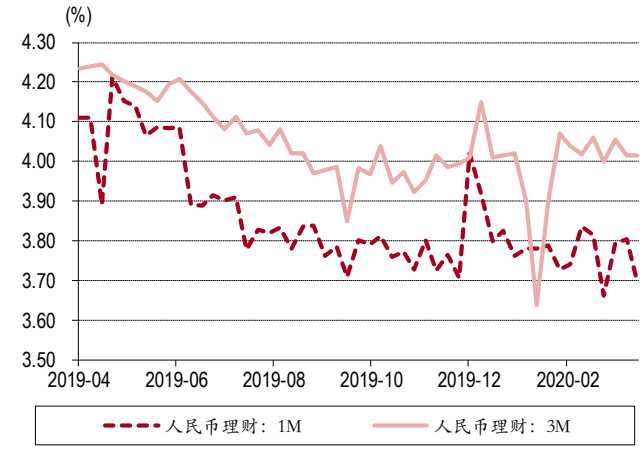
2%是货币基金收益率的中枢还是上限未可知。本周余额宝 7 天年化收益率下行-11BP，周五收于 1.91%；人民币 3 个月理财产品预期年化收益率上行 0BP 收于 4.02%。本周万得货币基金指数上涨 0.03%，货币基金 7 天年化收益率中位数周五收于 2.04%。从当前货币拆借利率走势和短端利率债收益率看，2%存在成为货基收益率上限的可能。

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

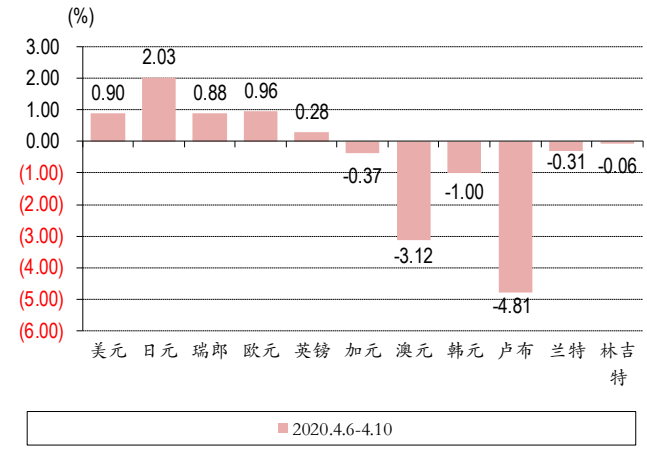


资料来源：万得，中银证券

外汇：美元指数在 100 附近波动

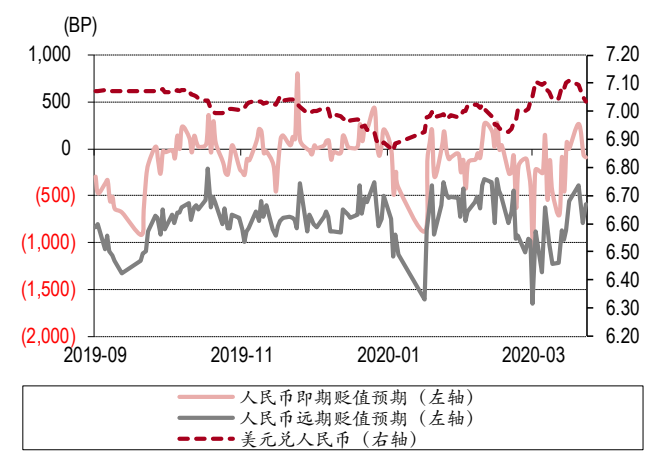
人民币兑美元中间价本周下行-641BP，至 7.0354。本周人民币对日元(2.03%）、欧元(0.96%）、美元(0.9%）、瑞郎(0.88%）、英镑(0.28%）升值，对林吉特(-0.06%）、兰特(-0.31%）、加元(-0.37%）、韩元(-1%）、澳元(-3.12%）、卢布(-4.81%）贬值。随着全球经济增速大幅下行，全球难免进入比差阶段，人民币或许为全球投资者提供了美元之外的另一个选择。

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

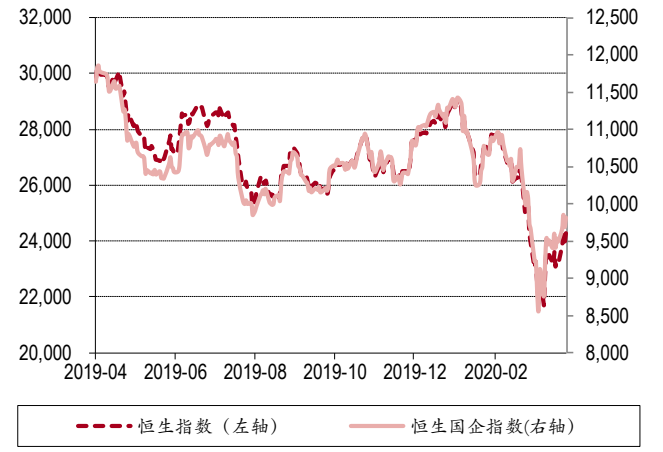
外汇市场一周要闻（新闻来源：万得）

- 中国 3 月外汇储备 30606.3 亿美元，环比减少 460.88 亿美元。3 月末黄金储备报 6264 万盎司（约 1948.32 吨），环比持平。

港股：海外资金再流入 A 股

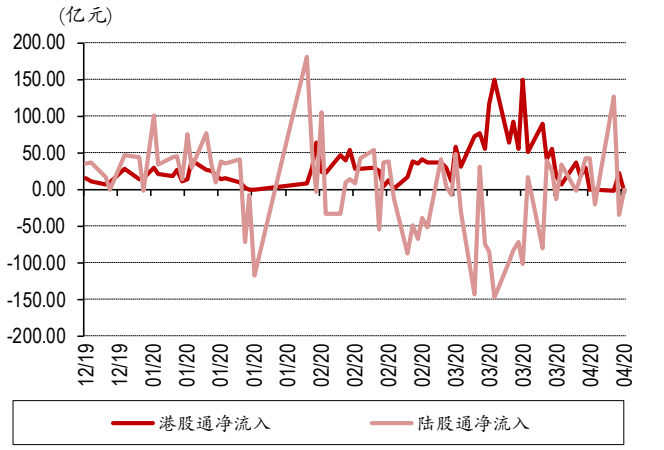
关注海外资金回流对市场的冲击。本周恒生指数上涨 4.58%，恒生国企指数上涨 3.37%，AH 溢价指数下行-1.32 收于 125.89。行业方面本周领涨的有非必需性消费业（10.77%）、综合业（8.64%）、原材料业（7.04%），涨幅靠后的有电讯业（2.3%）、能源业（2.81%）、金融业（3.37%）。本周南下资金总量 19.27 亿元，同时北上资金总量 116.1 亿元。海外强力的经济刺激计划对资本市场的提振立竿见影，但我们对于公司的业绩表现存疑。

图表 15. 恒指走势



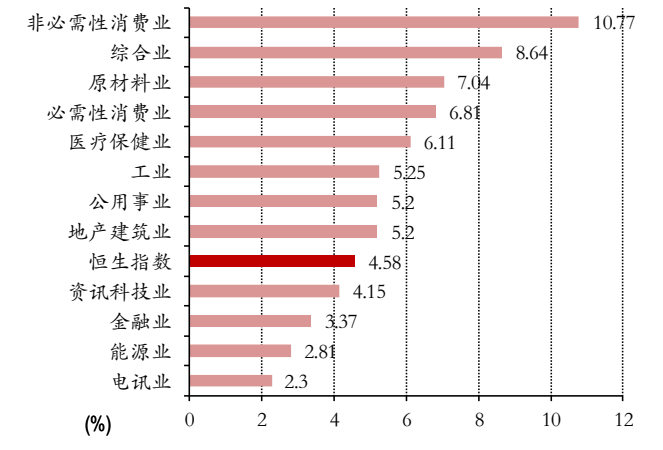
资料来源：万得，中银证券

图表 16. 陆港通资金流动情况



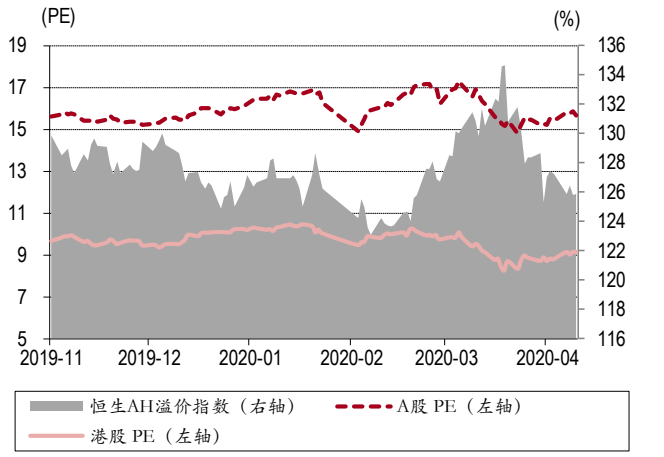
资料来源：万得，中银证券

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）

- 美联储宣布，将采取进一步措施提供高达 2.3 万亿美元贷款，包括大众企业贷款计划和市政流动性便利，其中市政流动性便利可提供至多 5000 亿美元贷款，大众企业贷款计划可提供至多 6000 亿美元贷款。此外，将定期资产抵押证券贷款工具（TALF）抵押品范围拓展至 AAA 级 CMB 债券，以及新的 CLO。
- 美联储会议纪要：前景充满了"极大的"不确定性，零利率将保持至经济消化疫情的打击之后。会议纪要没有提出新的前瞻性指引，但重申美联储希望在市场恶化的情况下采取"强有力"的货币政策应对措施，防范冠状病毒带来的前所未有的风险。联邦公开市场委员会认为，美联储的弹药还没有耗尽，如果需要，可以通过资产购买和指导来做更多事情。

- 美联储主席鲍威尔：有理由相信当经济反弹时，反弹势头将是强健的；将使用借贷工具，直至美国走上经济复苏道路；失业率可能暂时升至非常高的水平；在美联储行动后，市场情况逐步改善；预计美国第二季度经济活动将非常疲软；一旦疫情消退，预计经济将相对较快反弹，大部分人预计在下半年出现。美联储没有评估何时重启经济。
- 美联储总体资产负债表规模扩大至 6.13 万亿美元，创历史新高。
- 美联储等三机构联合声明：将社区银行杠杆率暂时降低至 8%；从 2020 年第二季度开始至年底，杠杆率在 8%或 8%以上并符合一定其他标准的银行组织可以选择使用社区银行杠杆率框架;社区银行组织将在 2022 年 1 月 1 日之前将社区银行的杠杆率要求重新设定在 9%以上。
- 欧盟财长达成规模逾 5900 亿美元的疫情应对方案。
- 国际货币基金组织预计，2020 年全球经济出现大萧条以来最严重衰退，将有超过 170 个国家 GDP 出现负增长；理事会已批准将紧急基金规模增加一倍，达 1000 亿美元。
- 欧洲央行行长拉加德：必须对脆弱的小型企业伸出援手，必须逐步偿还债务，过早进行财政紧缩会造成风险，危机过后将考虑如何摊销债务，减免债务是不可想象的，建立集体重建基金是个不错的主意，但离达成有关重建基金一致意见还有一段距离。
- 欧洲央行会议纪要：在 3 月 18 日会议前，市场出现“严重收紧”，所有委员均在 3 月 18 日会议上同意需要作出有力回应；委员会内部“大多数”成员支持抗疫购债提议，有部分委员对提议的（债券）发行比例和发行人限制持保留意见。
- 英国政府：计划直接从英国央行借款，缓解立即出售数十亿美元债券支持经济压力。
- 韩国央行将基准利率维持在 0.75%不变，符合市场预期。韩国央行表示，将把韩国住房融资房抵押贷款支持证券纳入直接购买范围，经济、通胀可能下跌至低于此前预测的水平。
- 韩国央行行长李柱烈：维持利率不变决定并非一致通过，有两名成员反对；韩国央行和政府正讨论为非银行金融公司提供贷款；利率政策仍有空间；如有需要，将增加购买政府债券规模，最多购买 1.5 万亿韩元政府债券，将购买 20 年期、10 年期和 5 年期政府债券。
- 日本央行公布 4 月地区经济报告，下调对全国九个地区的经济形势评估。这是 2008 年雷曼危机导致经济恶化的 2009 年 1 月以来，时隔 11 年零 3 个月再次下调对所有地区评估。
- 澳洲联储金融稳定性评估报告：金融系统在疫情之前有强劲的起点，尚不清楚封锁令会如何影响资产价格；贷款标准收紧提升了家庭债务的质量，疫情相关高度不确定性加剧了金融市场的波动率；为遏制新冠疫情而采取的特殊措施，正在对经济活动和全球金融体系产生重大影响；银行在当前一段时间内发债的需求有限。
- 美国 4 月 4 日当周初请失业金人数 660.6 万，预期 500 万，前值由 664.8 万修正为 686.7 万。
- 欧元集团主席森特诺表示，各国财长并未就新冠肺炎疫情救助方案达成一致。欧元集团 4 月 7 日召开会议，希望成员国能就近 5000 亿新冠肺炎疫情救助方案达成共识，但经过十多个小时讨论，由于成员国分歧很大，最终并未能够达成一致。
- 美国总统特朗普表示，现在开始非常彻底地考虑重启经济活动；将会提前很早重启经济活动，而非延后；正在考虑下一阶段刺激措施。
- 韩国总统文在寅：政府将会采取所有可行措施来保障经济；计划为出口商提供超过 36 万亿韩元贸易融资；计划采取额外的总值 17.7 万亿韩元的措施来支持国内需求。韩国财长洪南基：将于下周向国会提交第二份额外预算。
- 美国财长努钦称，美国将发行 20 年期和 30 年期国债，并无计划发行 50 年期国债；有 3500 个借贷机构在小企业借贷系统中积极发挥作用；本周将宣布主体街借贷便利。
- 欧洲央行宣布暂时性抵押品宽松措施，将希腊政府债券纳入抵押品；放松使用信贷额度的规则，暂时增加欧元系统的风险忍受度，以支撑经济的信贷供应。该措施是史无前例的。欧洲央行称，将进一步评估措施，以暂时缓解评级下调对抵押品的影响。
- 澳大利亚央行维持现金利率在 0.25%不变，符合预期。澳洲联储预计，第二季度将出现非常大幅度经济萎缩，失业率预计将升至多年来高点，承诺采取一切措施支持就业；在达成充分就业及确信 CPI 达成目标前，将不会提升利率；随着流动性更加充裕，将逐步减少每日公开市场操作规模。

- 新西兰联储将扩大大资产购买计划规模，拟追加 30 亿新西兰元。将在 12 个月内将量化宽松项目规模扩大至 330 亿新西兰元。
- 韩国政府召开国务会议，审议通过“2019 会计年度国家决算报告”。根据报告，2019 年韩国国家债务为 1743.6 万亿韩元，同比增加 60.2 万亿韩元。其中，央地政府承担的债务史上首次超过 700 万亿韩元，为 728.8 万亿韩元。
- 日本首相安倍晋三：计划宣布价值约 108 万亿日元的经济刺激方案；已与日本自民党就 108 万亿日元的经济刺激方案达成一致意见；同意需要就东京都和大阪宣布进入紧急状态；最早于 4 月 7 日宣布进入紧急状态。
- 德国财长肖尔茨：新的政府计划将帮助中小型企业；企业信贷额度最高可达 80 万欧元；有信心在本周就欧盟援助问题达成协议；可以在这周启用欧洲反应机制。肖尔茨计划为小型企业提供贷款计划，总贷款额度“无限制”。
- 英国女王伊丽莎白二世第五次发表电视讲话：我向你们发表讲话之际，我知道我们正处在一个越来越具有挑战性的时刻。我希望在未来的几年中，每个人都能为他们如何应对这一挑战感到自豪。女王在发言中向在国家健康医疗系统 NHS 一线工作和在关键岗位工作的人表示感谢。
- 美国总统特朗普批准怀俄明州宣布进入灾难状态，至此，美国全国 50 个州均已宣布进入灾难状态，系史上首次。
- 因新冠肺炎疫情而全国“封城”以后，印度经济受到巨大影响，全国失业率升到 43 个月以来最高水平。印度政府正酝酿出台新的刺激计划拉动经济，新一轮财政刺激方案很可能在 4 月 14 日左右推出。
- 欧盟委员会公布对成员国援助计划的决定，批准比利时对企业 500 亿欧元的贷款方案和德国对企业援助计划的修改案。
- 美国总统特朗普表示，希望能够尽快重启美国经济，如果经济重启后出现第二轮疫情的爆发，会考虑再次关闭经济；正在成立接触限制措施的委员会；将于下周二宣布旨在于疫情后解除限制措施的任务小组。美国死亡病例将远低于 10 万例；全国新冠肺炎的新增病例正在减少，数据显示美国的新冠疫情可能接近峰值。
- 第二波蝗灾开始侵袭非洲。联合国粮食及农业组织称，蝗灾爆发部分是由于气候变化，会对粮食安全和生计造成“前所未有的威胁”。该组织还称，此次新浪潮规模大约是第一次浪潮二十倍。
- 美国 3 月未季调 CPI 同比升 2.1%，预期升 1.6%，前值升 2.3%；季调后 CPI 环比降 0.4%，预期降 0.3%，前值升 0.1%。

下周大类资产配置建议

3 月数据向好。3 月 M2 同比增长 10.1%，预期 8.5%，前值 8.8%；新增人民币贷款 2.85 万亿元，同比多增 1.16 万亿元。一季度社会融资规模增量累计为 11.08 万亿元，比上年同期多 2.47 万亿元；3 月末社会融资规模存量为 262.24 万亿元，同比增长 11.5%。3 月 CPI 同比上涨 4.3%，预期增 4.7%，前值增 5.2%；其中猪肉价格上涨 116.4%，影响 CPI 上涨约 2.79 个百分点。3 月 PPI 同比下降 1.5%，预期降 1.1%，前值降 0.4%。目前来看通胀继续回落，金融数据走高，经济依然在修复过程当中。我们预测全年 CPI 同比增速将继续稳步回落，但 PPI 同比可能延续 2019 年的负增长，需求疲弱是主要因素。为缓解经济下行对实体经济的负面影响，金融数据或持续高于市场预期。

海外经济刺激力度持续加码。美联储宣布将采取进一步措施提供高达 2.3 万亿美元贷款，包括大众企业贷款计划和市政流动性便利，其中市政流动性便利可提供至多 5,000 亿美元贷款，大众企业贷款计划可提供至多 6,000 亿美元贷款；欧盟财长达成规模逾 5,900 亿美元的疫情应对方案；IMF 理事会已批准将紧急基金规模增加一倍，达 1,000 亿美元；英国政府计划直接从英国央行借款，缓解立即出售数十亿美元债券支持经济压力。另有包括日本韩国在内的国家也推出了大额财政刺激计划。我们认为财政政策有利于刺激各国内需。

全球政策宽松的利好将流向人民币资产。目前全球的宽松政策整体上是货币政策稳定供给，财政政策刺激需求，在不考虑全球经济增长前景进一步恶化的前提下，基本面相对较好、财政和货币政策工具空间更大、经济增长率先恢复的人民币资产具备相对优势。在当前 A 股估值相对较低的情况下，未来我国资本市场进一步加大对外开放空间较大，有利于海外资金持续净流入。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（2020.4.12）

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下滑	不变
三个月内	-	投资、消费、工业增加值都受明显影响	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 2.5%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