



大类资产配置周报(2020.3.15)

全球范围的货币政策有用但有限

全球主要国家和地区货币政策加大流动性供给；国际资本市场巨震；央行降准。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**: 2月M2同比8.8%，新增人民币贷款9,057亿元，新增社融8,554亿元；2月CPI同比5.2%，PPI同比下降0.4%。
- **要闻**: 国家最高领导人在湖北省考察新冠肺炎疫情防控工作；国务院常务会议指出，要抓紧出台普惠金融定向降准措施，并额外加大对股份制银行的降准力度；国务院发布《关于授权和委托用地审批权的决定》；海关总署从减免滞纳金和滞纳金等四方面推出新措施；央行发文加强存款利率管理；欧洲央行货币政策加量不降价；央行降准。

资产表现回顾

- **风险资产普跌**。本周沪深300指数下跌-5.88%，沪深300股指期货下跌-6.36%；焦煤期货本周上涨1.48%，铁矿石主力合约本周下跌0%；股份制银行理财预期收益率上涨4BP至4.06%，余额宝7天年化收益率下跌-6BP至2.25%；十年国债收益率上行5BP至2.68%，活跃十年国债期货本周下跌-0.39%。

资产配置建议

- **资产配置排序：股票>大宗>债券>货币**。本周欧央行维持利率不变，但加大量化宽松和流动性工具的使用，并额外增加1200亿欧元资产购买规模，美联储加大了向市场提供流动性的举措，国内也实施了降准措施。但我们认为货币政策目前对应对冲击的作用已经比较有限。从中国2月的经济表现来看，疫情冲击之下最终需求明显下行，同时企业的融资需求也有所下行，货币政策对缓解企业短期流动性紧张有作用但对需求的下降作用有限。加之冲击之下居民和企业的财务情况可能恶化，金融机构贷款动力可能减弱，有可能造成流动性淤积在金融体系内部，从而造成资金空转影响下国际资本市场波动加大的情况加剧。

风险提示：疫情在全球传播时间过长影响全球经济增长；国内通胀压力较高。

首页·本期观点 (2020.3.15)

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

- 《市场短期波动不可避免：大类资产配置周报》2020.2.2
- 《财报和货币政策将共同影响资本市场：大类资产配置周报》2020.2.9
- 《增长目标不放松：大类资产配置周报》2020.2.16
- 《稳复工和稳就业是当前的头等大事：大类资产配置周报》2020.2.23
- 《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

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
海外恐慌情绪波及国内	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：波动加大	7
债券：已有降准，等待 LPR 调整.....	8
大宗商品：波动性冲击大宗商品.....	9
货币类：货基收益率将维持在低位	10
外汇：人民币波动.....	10
港股：全球性货币宽松再次出现.....	11
下周大类资产配置建议	13

图表目录

首页·本期观点(2020.3.15)	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(2020.3.15)	13

一周概览

海外恐慌情绪波及国内

风险资产普跌。本周沪深300指数下跌-5.88%，沪深300股指期货下跌-6.36%；焦煤期货本周上涨1.48%，铁矿石主力合约本周下跌0%；股份制银行理财预期收益率上涨4BP至4.06%，余额宝7天年化收益率下跌-6BP至2.25%；十年国债收益率上行5BP至2.68%，活跃十年国债期货本周下跌-0.39%。

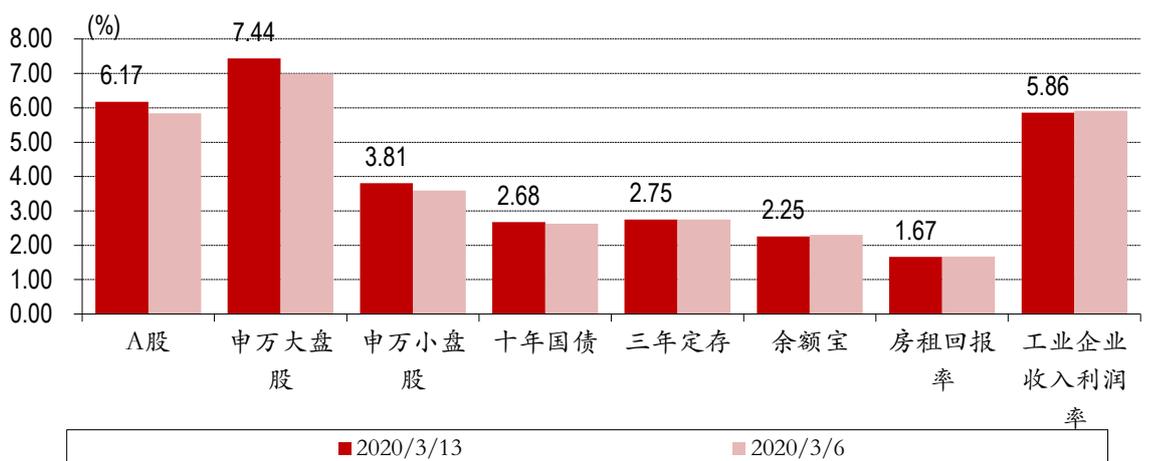
图表 1. 代表性资产一周表现和配置建议

股票	债券
<p>沪深300 -5.88%</p> <p>沪深300期货 -6.36%</p> <p>本期评论: 中美贸易摩擦缓和</p> <p>配置建议: 超配</p>	<p>10年国债到期收益率 2.68%/本周变动 +5BP</p> <p>活跃10年国债期货 -0.39%</p> <p>本期评论: 市场处于均衡水平</p> <p>配置建议: 低配</p>
大宗商品	保守资产
<p>铁矿石期货 0%</p> <p>焦煤期货 +1.48%</p> <p>本期评论: 关注经济周期拐点出现</p> <p>配置建议: 标配</p>	<p>余额宝 2.25%/本周变动 -6BP</p> <p>股份制理财 3M 4.06%/本周变动 +4BP</p> <p>本期评论: 货币拆借利率和短端利率企稳</p> <p>配置建议: 标配</p>

资料来源: 万得, 中银证券

2月经济数据较弱。本周新冠疫情在海外继续蔓延,造成市场的恐慌情绪波及国内,从估值变动幅度看,A股小盘股估值下降的幅度超过大盘股。本周央行依然没有在公开市场投放资金,公开市场也没有资金到期,资金拆借环境依然比较宽松,周五R007利率收于2.09%,GC007利率收于2.02%。本周十年国债收益率上行5BP,收于2.68%。2月通胀和金融数据都已发布,一方面新冠疫情抑制了需求,对生产影响也较大,直接反映在了企业资金需求上,另一方面虽然需求走弱但复工和生产受影响,因此CPI下行幅度有限,且PPI同比再跌入负增长。预计1-2月经济数据将有明显下行。

图表 2. 大类资产收益率横向比较



资料来源: 万得, 中银证券

恐慌情绪主导全球资本市场。股市方面，本周 A 股指数普跌，跌幅较小的指数是上证综指 (-4.85%)，领跌的指数是创业板指 (-7.4%)；港股方面恒生指数下跌-8.08%，恒生国企指数下跌-7.72%，AH 溢价指数上行 0.12 收于 130.51；美股方面，标普 500 指数本周下跌-8.79%，纳斯达克下跌-8.17%。债市方面，本周国内债市涨多跌少，中债总财富指数本周上涨 0.08%，中债国债指数上涨 0.03%，金融债指数上涨 0.03%，信用债指数下跌-0.01%，分级债 A 上涨 0.02%；十年美债利率上行 20 BP，周五收于 0.94%。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-6 BP，周五收于 2.25%。期货市场方面，NYMEX 原油期货下跌-19.5%，收于 33.23 美元/桶；COMEX 黄金下跌-8.58%，收于 1528.9 美元/盎司；SHFE 螺纹钢上涨 3.48%，LME 铜下跌-2.74%，LME 铝上涨 0.3%；CBOT 大豆下跌-4.91%。美元指数上涨 2.47% 收于 98.49。VIX 指数上行至 57.83。本周新冠疫情在海外蔓延加剧，虽然有全球性货币政策对冲，但从次贷经验看边际效用或有限。

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	2020/3/9 上期涨跌幅	- 本月以来	2020/3/13 今年以来
股票	000001.SH	上证综指	2,887.43	(4.85)	5.35	0.25	(5.33)
	399001.SZ	深证成指	10,831.13	(6.49)	5.48	(1.36)	3.84
	399005.SZ	中小板指	7,052.24	(6.79)	4.27	(2.81)	6.33
	399006.SZ	创业板指	2,030.58	(7.40)	5.86	(1.98)	12.93
	881001.WI	万得全 A	4,306.00	(5.60)	5.97	0.04	(0.24)
	000300.SH	沪深 300	3,895.31	(5.88)	5.04	(1.14)	(4.91)
债券	CBA00301.C	中债总财富指数	200.53	0.08	0.22	0.31	2.16
	CBA00603.C	中债国债	196.31	0.03	0.52	0.55	3.24
	CBA01203.C	中债金融债	200.22	0.03	0.35	0.37	2.45
	CBA02703.C	中债信用债	185.77	(0.01)	0.17	0.15	1.56
	930896.CSI	分级债 A	1,091.72	0.02	0.05	0.07	(0.07)
	885009.WI	货币基金指数	1,557.93	0.04	0.05	0.09	0.50
大宗商品	CL.NYM	NYMEX 原油	33.23	(19.50)	(7.13)	(25.76)	(45.58)
	GC.CMX	COMEX 黄金	1,528.90	(8.58)	6.86	(2.41)	0.38
	RB.SHF	SHFE 螺纹钢	3,569.00	3.48	2.59	6.41	0.31
	CA.LME	LME 铜	5,453.50	(2.74)	(0.08)	(3.22)	(11.67)
	AH.LME	LME 铝	1,690.00	0.30	(0.53)	(0.27)	(6.63)
	S.CBT	CBOT 大豆	847.50	(4.91)	(0.42)	(5.07)	(11.30)
货币	-	余额宝	2.25	-6 BP	0 BP	-6 BP	-18 BP
	-	银行理财 3M	4.06	4 BP	-2 BP	2 BP	-9 BP
外汇	USDX.FX	美元指数	98.49	2.47	(2.06)	0.36	2.12
	USDCNY.IB	人民币兑美元	6.99	(0.76)	0.71	(0.04)	(0.38)
	EURCNY.IB	人民币兑欧元	7.82	(0.21)	(1.25)	(1.46)	(0.16)
	JPYCNY.IB	人民币兑日元	6.59	(0.56)	(2.00)	(2.57)	(2.78)
港股	HSI.HI	恒生指数	24,032.91	(8.08)	0.06	(8.03)	(14.75)
	HSCEI.HI	恒生国企	9,650.15	(7.72)	1.50	(6.33)	(13.59)
	HSAHP.HI	恒生 AH 溢价	130.51	0.12	3.66	3.78	3.39
美国	SPX.GI	标普 500	2,711.02	(8.79)	0.61	(8.23)	(16.09)
	IXIC.GI	NASDAQ	7,874.88	(8.17)	0.10	(8.08)	(12.23)
	UST10Y.GBM	十年美债	0.94	20 BP	-39 BP	-19 BP	-98 BP
	VIX.GI	VIX 指数	57.83	37.89	4.56	44.18	319.67
	CRBFD.RB	CRB 食品	321.30	(2.75)	1.49	(1.30)	(5.08)

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2月M2同比增8.8%，预期8.5%，前值8.4%。2月新增人民币贷款9057亿元，预期11960亿元，前值33400亿元。2月社会融资规模增量为8554亿元，市场预期18750亿元，前值为50674亿元。
- 中国2月CPI同比上涨5.2%，预期4.9%，前值5.4%。1-2月平均，CPI同比上涨5.3%。2月PPI同比下降0.4%，预期下降0.3%，前值上涨0.1%。1-2月平均，PPI同比下降0.2%。
- 央行宣布，3月16日实施普惠金融定向降准，对达到考核标准的银行定向降准0.5至1个百分点。在此之外，对符合条件的股份制商业银行再额外定向降准1个百分点，支持发放普惠金融领域贷款。以上定向降准共释放长期资金5500亿元。
- 国家最高领导人在湖北省考察新冠肺炎疫情防控工作时强调，疫情短期内会给湖北经济社会发展带来阵痛，但不会影响经济稳中向好、长期向好的基本面。要继续把疫情防控作为当前头等大事和最重要的工作，不麻痹、不厌战、不松劲，毫不放松抓紧抓实抓细各项防控工作，坚决打赢湖北保卫战、武汉保卫战。
- 国务院常务会议指出，要抓紧出台普惠金融定向降准措施，并额外加大对股份制银行的降准力度；适当下放信用贷款审批权限。要抓紧进一步缩减外商投资准入负面清单，扩大鼓励外商投资产业目录。要有序推动全产业链加快复工复产，支持企业以应收账款、仓单和存货质押等进行融资。
- 国务院发布《关于授权和委托用地审批权的决定》：将国务院可以授权的永久基本农田以外的农用地转为建设用地审批事项授权各省、自治区、直辖市人民政府批准；首批试点省份为北京、天津、上海、江苏、浙江、安徽、广东、重庆，试点期限1年，具体实施方案由试点省份人民政府制订并报自然资源部备案。
- 国家卫健委：总体上，我国本轮疫情流行高峰已经过去，新增发病数在持续下降，疫情总体保持在较低水平。
- 国家电网已研究编制《2020年特高压和跨省500千伏及以上交直流项目前期工作计划》，明确将加速南阳-荆门-长沙工程等5交5直特高压工程年内核准以及前期预可研工作。国网公司董事长毛伟明表示，年初公司初步安排电网投资4000亿元以上，可带动社会投资8000多亿元，整体规模将达到1.2万亿元。
- 农业农村部：2020年全面推开农村集体产权制度改革试点，继续加强农村集体资产管理，审慎稳妥开展第二轮土地承包到期后再延长30年试点工作。
- 海关总署从减免滞报金和滞纳金等四方面推出新措施，进一步降低通关成本，对于疫情发生前已运抵口岸但因疫情原因未能及时报关的进口货物，及企业复工后因疫情出现经营困难或者资金短缺等原因而无法及时报关的进口货物，均可向申报地海关申请减免滞报金。
- 国税总局解读新版《应对新冠肺炎疫情税费优惠政策指引》：困难行业企业，包括交通运输、餐饮、住宿、旅游四大类，困难行业企业2020年度主营业务收入占当年收入总额扣除不征税收入和投资收益后余额的比例，应在50%以上。
- 国务院办公厅近日公布《国有金融资本出资人职责暂行规定》。财政部表示，将推动做实国有金融资本经营预算，平衡好分红和资本补充需要；合理调整国有金融资本在银行、证券、保险等行业比重，推动国有金融资本向重要行业和关键领域、重要基础设施和重点金融机构集中，提高资本配置效率；同时按立法程序加快制定国有金融资本管理条例。
- 央行发文加强存款利率管理，要求各存款类金融机构严格执行存款利率和计结息管理有关规定，按规定要求整改定期存款提前支取靠档计息等不规范存款“创新”产品。央行将存款类金融机构执行存款利率管理规定和自律要求情况纳入宏观审慎评估（MPA）。



大类资产表现

A股：波动加大

依然相较海外偏强势。本周市场指数普跌，跌幅较小的指数包括上证综指（-4.85%）、上证红利（-4.92%）、上证380（-5.19%），领跌的指数包括创业板指（-7.4%）、中小板指（-6.79%）、深证成指（-6.49%）。行业方面涨少跌多，上涨的行业仅有通信（0.9%），领跌的行业有纺织服装（-10.3%）、有色金属（-9.4%）、基础化工（-8.69%）。本周A股也出现了明显调整，但平均跌幅较海外小。

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 (%)	
上证综指	(4.85)	通信	0.90	充电桩指数	2.38
上证红利	(4.92)	餐饮旅游	(1.57)	卫星导航指数	(0.01)
上证380	(5.19)	交通运输	(2.87)	福建自贸区指数	(0.70)
深证成指	(6.49)	基础化工	(8.69)	可燃冰指数	(8.34)
中小板指	(6.79)	有色金属	(9.40)	小金属指数	(8.71)
创业板指	(7.40)	纺织服装	(10.30)	特斯拉指数	(9.47)

资料来源：万得，中银证券

A股一周要闻（新闻来源：万得）

- 特高压|国家电网有限公司最新编制《2020年特高压和跨省500千伏及以上交直流项目前期工作计划》，明确了南阳-荆门-长沙工程等5交5直特高压工程年内核准以及前期预可研工作。
- 物流|国家发改委12日发布消息称，与交通运输部联合印发通知，正式启动2020年国家物流枢纽建设工作。通过推动重大物流基础设施项目开工建设，带动相关物流企业加快复工进度。
- 农业|对于不少农资企业而言，在国家各项扶持政策以及企业积极应对之下，此前一度因物流运输不顺畅而“卡壳”的生产经营问题正得到有效缓解。
- 5G|3月11日，国家广播电视总局局长、党组书记聂辰席在党组会议上提出，要深入谋划新的重大项目，积极跟踪国家关于投资的战略部署，认真编制“十四五”规划，科学谋划设计一些新的重大工程项目，努力推动更多广电项目纳入国家规划，以工程项目带动工作、推动发展。
- 光伏|国家能源局日前发布的《关于2020年风电、光伏发电项目建设有关事项的通知》总体延续了2019年相关政策思路，从推进平价上网项目、推进需国家财政补贴项目、落实电力送出消纳条件等方面，结合行业发展新情况进行了调整完善。
- 航天军工|我国首次火星探测任务无线联试10日在北京航天飞行控制中心圆满完成，充分验证了探测器与地面系统的接口匹配性和一致性，对各类方案、技术状态、软硬件系统进行了全面测试，为任务顺利开展打下了坚实基础。
- 人工智能|科技部近日发函支持济南、西安、成都、重庆四个城市建设国家新一代人工智能创新发展试验区。自此，包括先前获批的北京、上海、合肥、杭州、深圳、天津等6个城市和浙江省德清县，我国国家新一代人工智能创新发展试验区拟将扩容至十市一县。
- 5G|3月9日，华为举行“5G，创造新价值”线上发布会，发布多个5G创新解决方案。以全云化、全融合、全自动和全业务四要素为核心，提供差异化网络能力和确定性网络体验，帮助运营商开启5G新商业时代。
- 熔喷布|面对口罩核心材料熔喷布需求井喷，国务院国资委指导推动相关中央企业加快生产线建设、尽快投产达产，扩大熔喷布市场供给，为疫情防控提供保障。
- 新基建|在各地重大基建项目提速推进的同时，新兴产业迎来“重仓”布局，一批引领性、带动性强的重大项目蓄势开启。作为重要支撑的5G、数据中心等新型基建年内有望大规模落地。

债券：已有降准，等待 LPR 调整

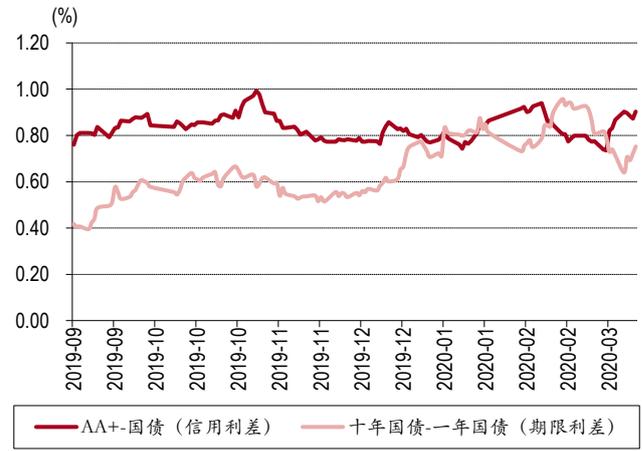
美联储 3 月议息会议预计再降息。十年期国债收益率周五收于 2.68%，本周上行 5BP，十年国开债收益率周五收于 3.06%，较上周五下行 7BP。当前债市整体较均衡，期限利差和信用利差以波动为主。本周期限利差上行 4BP 至 0.75，信用利差上行 3BP 至 0.76。

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



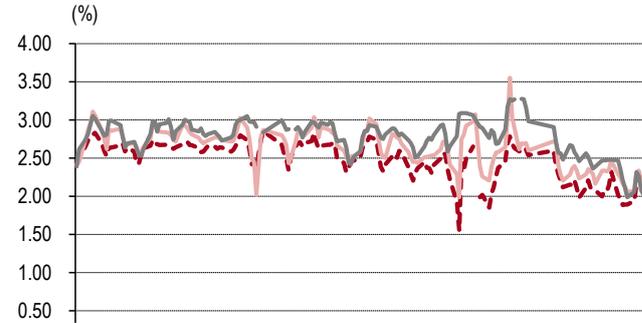
资料来源：万得，中银证券

货币拆借市场利率维持在低位。本周央行在公开市场没有操作，下周公开市场没有资金到期，但在外围降息和扩大 QE 的影响下，拆借资金利率维持在较低水平，周五 R007 利率收于 2.09%，交易所资金 GC007 利率收于 2.02%。周五中国央行根据普惠金融考核实施了降准，向市场释放了长期资金 5,500 亿元，受到外围降息的影响，预计 LPR 也将下调，预计国内货币拆借资金仍将保持在低位。

图表 7. 央行公开市场操作净投放



图表 8. 7 天资金拆借利率



预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_6528



云报告
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告
<https://www.yunbaogao.cn>