

大类资产配置周报 (2020.11.29)

货币政策跨了几个周期

10月工业企业利润累计同比增速转正；央行发布三季度货币政策执行报告。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**：10月规模以上工业企业利润同比增长28.2%，1-10月累计同比增长0.7%。
- **要闻**：国务院金融委研究规范债券市场发展、维护债券市场稳定工作；央行发布第三季度中国货币政策执行报告；银保监会原则同意包商银行进入破产程序。

资产表现回顾

- **期货市场上行**。本周沪深300指数上涨0.76%，沪深300股指期货上涨0.52%；焦煤期货本周上涨8.89%，铁矿石主力合约本周上涨2.68%；股份制银行理财预期收益率下跌-5BP至3.74%，余额宝7天年化收益率上涨12BP至2.07%；十年国债收益率下行-1BP至3.3%，活跃十年国债期货本周上涨0.23%。

资产配置建议

- **资产配置排序：股票>大宗>债券>货币**。三季度央行货币政策执行报告再次强调搞好跨周期政策设计，我们认为应该关注“经济周期”和“内外均衡”两个重点。由于我国新冠疫情防控得当，国内经济复苏先于海外，因此我国本轮的货币政策至少要跨过国内经济的下行期、上行期以及海外经济的下行期，我们认为外需对我国经济增长的影响依然较大，至少应当见到海外经济增速触底，外需基本稳定之后，宽松的货币政策才会考虑有计划有步骤的退出。在此之前，政策的主要任务应该是促改革、防风险和扩大开放。
- **风险提示**：全球秋冬季疫情反复；欧美财政救助和货币宽松力度不及预期。

相关研究报告

《关注三季度经济数据中的细节：大类资产配置周报》2020.10.18

《三季度GDP低于预期，但经济向好没变：大类资产配置周报》2020.10.25

《谋划供给，深挖需求：大类资产配置周报》2020.11.1

《人民币成了美国大选期间的避险资产：大类资产配置周报》2020.11.8

《信用风险事件扰动市场：大类资产配置周报》2020.11.15

《关注货币政策导向：大类资产配置周报》2020.11.22

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

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

首页 · 本期观点 (2020.11.29)

宏观经济	本期观点	观点变化
一个月内	- 经济恢复速度边际放缓	不变
三个月内	- 消费修复持续超预期	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	= 流动性环境相对宽松	标配
货币	- 收益率将在2%附近波动	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

目录

一周概览.....	4
关注年底估值切换行情	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：年底前高估值品种可能持续走弱	7
债券：信用利差小幅回落.....	8
大宗商品：周期品价格上升	9
货币类：货基收益率缓慢上行	10
外汇：人民币汇率预期稳定	10
港股：海外乐观情绪再起.....	11
下周大类资产配置建议	13

图表目录

首页·本期观点(2020.11.29)	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(2020.11.29)	13

一周概览

关注年底估值切换行情

期货市场上行。本周沪深 300 指数上涨 0.76%，沪深 300 股指期货上涨 0.52%；焦煤期货本周上涨 8.89%，铁矿石主力合约本周上涨 2.68%；股份制银行理财预期收益率下跌-5BP 至 3.74%，余额宝 7 天年化收益率上涨 12BP 至 2.07%；十年国债收益率下行-1BP 至 3.3%，活跃十年国债期货本周上涨 0.23%。

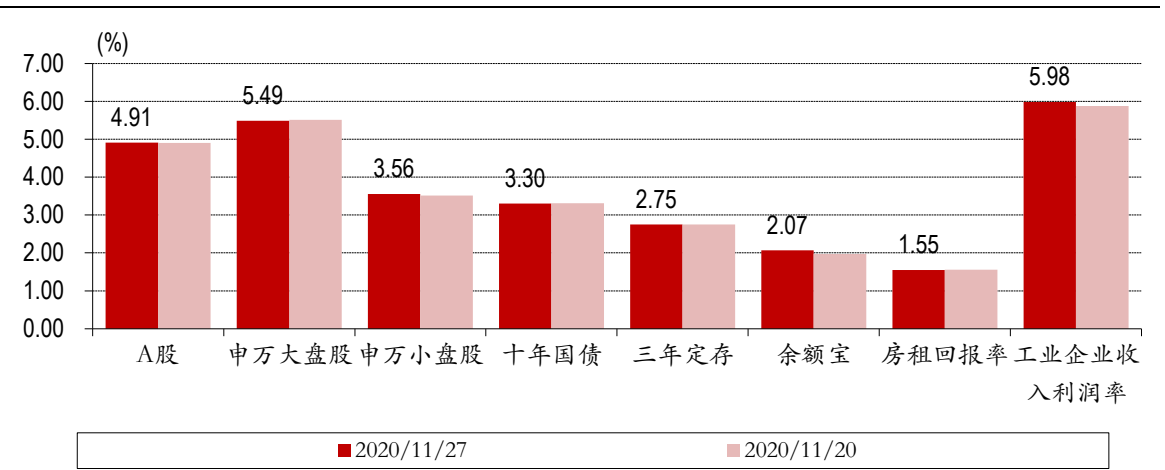
图表 1. 代表性资产一周表现和配置建议

股票	债券
沪深 300 +0.76% 沪深 300 期货 +0.52% 本期评论: A 股基本面有全球比较优势 配置建议: 超配	10 年国债到期收益率 3.3%/本周变动 -1BP 活跃 10 年国债期货 +0.23% 本期评论: 货币政策方向未定 配置建议: 低配
大宗商品	保守资产
铁矿石期货 +2.68% 焦煤期货 +8.89% 本期评论: 基建投资和通胀预期影响价格 配置建议: 标配	余额宝 2.07%/本周变动 +12BP 股份制理财 3M 3.74%/本周变动 -5BP 本期评论: 资金利率中枢回升 配置建议: 标配

资料来源: 万得, 中银证券

10 月工业企业利润继续修复。本周 A 股分化，年底估值切换风格继续，大盘股估值偏稳，小盘股估值出现调整。央行在公开市场净投放资金 1300 亿元，资金拆借利率维持大幅波动，周五 R007 利率收于 2.58%，GC007 利率收于 2.66%。本周十年国债收益率下行 1BP，收于 3.3%。10 月工业企业利润数据继续修复，企业资产负债表维持修复趋势，但流动性偏好依然较高，我们认为企业的流动性偏好或最早将在 2021 年春节复工后才可能出现下降趋势。另外年底补库存的趋势依然明显，目前来看整体需求维持在相对强势的水平上。

图表 2. 大类资产收益率横向比较



资料来源: 万得, 中银证券

大宗商品价格上升。股市方面，本周 A 股指数分化，领涨的指数是上证综指（0.91%），领跌的指数是创业板指（-1.8%）；港股方面恒生指数上涨 1.68%，恒生国企指数上涨 2.25%，AH 溢价指数下行-0.16 收于 142.25；美股方面，标普 500 指数本周上涨 2.27%，纳斯达克上涨 2.96%。债市方面，本周国内债市普涨，中债总财富指数本周上涨 0.18%，中债国债指数上涨 0.2%，金融债指数上涨 0.3%，信用债指数上涨 0.08%，分级债 A 下跌 0%；十年美债利率上行 1 BP，周五收于 0.84%。万得货币基金指数本周上涨 0.04%，余额宝 7 天年化收益率上行 12 BP，周五收于 2.07%。期货市场方面，NYMEX 原油期货上涨 7.31%，收于 45.52 美元/桶；COMEX 黄金下跌-4.69%，收于 1784.5 美元/盎司；SHFE 螺纹钢下跌-0.78%，LME 铜上涨 3.13%，LME 铝上涨 0.23%；CBOT 大豆上涨 1.04%。美元指数下跌-0.51%收于 91.78。VIX 指数下行至 20.84。本周国际大宗商品价格出现不同程度回升，主要由于美国大选风险落地，全球经济复苏趋势较明朗，但需要关注的是，随着大宗商品价格上行，通胀预期也可能上升。

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	2020/11/23 上期涨跌幅	- 本月以来	2020/11/27 今年以来
股票	000001.SH	上证综指	3,408.31	0.91	2.04	5.70	11.74
	399001.SZ	深证成指	13,690.88	(1.17)	0.71	3.43	31.25
	399005.SZ	中小板指	9,028.19	(1.17)	(0.10)	0.68	36.12
	399006.SZ	创业板指	2,618.99	(1.80)	(1.47)	(1.39)	45.65
	881001.WI	万得全 A	5,276.17	(0.34)	1.54	4.33	22.23
	000300.SH	沪深 300	4,980.77	0.76	1.78	6.08	21.58
债券	CBA00301.C	中债总财富指数	200.31	0.18	(0.15)	0.01	2.04
	CBA00603.C	中债国债	192.48	0.20	(0.24)	(0.26)	1.23
	CBA01203.C	中债金融债	199.97	0.30	(0.16)	0.21	2.32
	CBA02703.C	中债信用债	187.59	0.08	(0.27)	(0.29)	2.56
	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	1,579.28	0.04	0.04	0.16	1.88
大宗商品	CL.NYM	NYMEX 原油	45.52	7.31	5.83	27.19	(25.45)
	GC.CMX	COMEX 黄金	1,784.50	(4.69)	(0.88)	(5.07)	17.16
	RB.SHF	SHFE 螺纹钢	3,924.00	(0.78)	3.76	6.43	10.29
	CA.LME	LME 铜	7,505.50	3.13	3.99	11.71	21.57
	AH.LME	LME 铝	1,997.50	0.23	2.95	8.06	10.36
	S.CBT	CBOT 大豆	1,193.25	1.04	2.87	12.97	24.88
货币	-	余额宝	2.07	12 BP	9 BP	27 BP	-36 BP
	-	银行理财 3M	3.74	-5 BP	9 BP	-4 BP	-41 BP
外汇	USDX.FX	美元指数	91.78	(0.51)	(0.77)	(2.38)	(4.84)
	USDCNY.IB	人民币兑美元	6.58	(0.17)	0.65	1.76	5.51
	EURCNY.IB	人民币兑欧元	7.85	(0.61)	0.15	(0.39)	(0.53)
	JPYCNY.IB	人民币兑日元	6.33	0.02	(0.57)	1.49	1.35
港股	HSI.HI	恒生指数	26,894.68	1.68	1.13	11.56	(4.59)
	HSCEI.HI	恒生国企	10,790.30	2.25	0.08	10.55	(3.38)
	HSAHP.HI	恒生 AH 溢价	142.25	(0.16)	3.30	(5.74)	15.13
美国	SPX.GI	标普 500	3,638.35	2.27	(0.77)	11.27	12.62
	IXIC.GI	NASDAQ	12,205.85	2.96	0.22	11.86	36.03
	UST10Y.GBM	十年美债	0.84	1 BP	-6 BP	-4 BP	-108 BP
	VIX.GI	VIX 指数	20.84	(12.07)	2.60	(45.19)	51.23
	CRBFD.RB	CRB 食品	358.06	0.25	3.33	5.98	5.78

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 10 月规模以上工业企业利润同比增长 28.2%，前值增 10.1%。1-10 月累计同比增长 0.7%，累计增速年内首次由负转正，1-9 月份为下降 2.4%。
- 央行发布第三季度中国货币政策执行报告称，今年我国实现全年经济正增长是大概率事件。未来随着经济增速逐步向潜在水平回归，宏观杠杆率有望趋于平稳。下一阶段，科学把握货币政策操作的力度、节奏和重点，既保持流动性合理充裕，不让市场缺钱，又坚决不搞“大水漫灌”，不让市场的钱溢出来。要积极完善债券市场管理制度建设，促进公司信用类债券信息披露标准统一。坚持市场化、法治化原则，完善债券违约风险防范和处置机制。
- 国务院副总理刘鹤在人民日报撰文详解加快构建以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的“双循环”新格局。文章从科技创新、供需互动、金融支持、新型城镇化、提高收入水平、高水平对外开放六个方面详解实施路径。文章指出，推动“双循环”必须坚持实施更大范围、更宽领域、更深层次对外开放。要对金融体系进行结构性调整，大力提高直接融资比重，改革优化政策性金融，发挥资本市场对于推动科技、资本和实体经济高水平循环的枢纽作用，提升金融科技水平。
- 第 19 次中国-东盟交通部长会议以视频方式线上举行，会议发布《〈第 19 次中国-东盟交通部长会议〉部长联合声明》，鼓励高官和相关工作组在顾及新冠肺炎疫情影响和本地区国际航空运输恢复情况的前提下，研究继续扩大航空运输自由化的可能性，以进一步促进经济增长。
- 商务部推进消费升级行动计划现场会强调，要培育国际消费中心城市，高质量推进步行街改造提升，优化便民消费载体，提升电商进农村；稳定和扩大汽车消费，提振家电家具消费，扩大进口商品消费，促进餐饮消费；提升传统消费，培育新型消费。
- 发改委表示，将重点做好三项行动推动 5G 建设与发展，一是 5G 网络完善行动，进一步完善中西部和东部地区基础网络体系；二是 5G 应用跃升行动，加大公共场景开放力度，推动 5G 应用创新；三是 5G 共享共赢行动，坚持推进开放发展。据悉，目前我国 5G 独立组网初步实现规模商用，截止 10 月，已累计开通 5G 基站超过 70 万，终端连接数超过 1.8 亿个。
- 上海市明确二〇三五年远景目标和“十四五”发展主要目标，“十四五”时期，要全力打造改革开放新高地，建设更高水平开放型经济新体制。二〇三五年远景目标包括：国际经济、金融、贸易、航运、科技创新中心和文化大都市功能全面升级，成为具有全球影响力的长三角世界级城市群核心引领城市，成为社会主义现代化国家建设的重要窗口和城市标杆。
- 上海自贸区将推离岸业务财政扶持政策：注册地及税收户管均在上海自贸试验区内，开展离岸转手买卖创新业务企业，根据企业离岸转手买卖业务对上海市综合贡献程度，给予一定扶持，年度扶持金额最高不超过 1000 万元。
- 银保监会发布《信托公司行政许可事项实施办法》，取消外资金融机构入股信托公司 10 亿美元总资产要求；调整“信托公司特定目的信托受托机构资格”准入条件，适当放宽对信托公司经营年限和监管评级的要求。同时，明确要求独立董事在同一家信托公司任职时间累计不得超过 6 年。
- 消费金融市场多重利好密集释放。近日监管部门发文降低消费金融公司拨备覆盖率、拓宽市场化融资渠道，被认为是促进消费金融公司发展的重磅信号。与此同时，消费金融公司批筹进程明显加快，年内目前已有 5 家消费金融公司获批，达近四年来批筹高峰，且仍有招商银行、兴业银行、光大银行等 10 余家银行候场排队。
- 国务院金融委研究规范债券市场发展、维护债券市场稳定工作，强调要秉持“零容忍”态度，要依法严肃查处欺诈发行、虚假信息披露、恶意转移资产、挪用发行资金等各类违法违规行为，严厉处罚各种“逃废债”行为。要加强行业自律和监督，加强部门协调合作，深化债券市场改革，建立健全市场制度。
- 银保监会原则同意包商银行进入破产程序。这也意味着在顺利实施和完成破产程序后，包商银行将成为我国首家被实施破产的商业银行金融机构。上周，包商银行 65 亿元二级资本债因“无法生存触发事件”全额减记，这也是史上首例全额减记。

大类资产表现

A股：年底前高估值品种可能持续走弱

年底估值切换，大盘股整体占优。本周市场指数分化，领涨的指数包括上证50 (2.54%)、上证180 (1.75%)、中证100 (1.35%)，领跌的指数包括中证1000 (-1.84%)、创业板指 (-1.8%)、上证380 (-1.49%)。行业方面分化明显，领涨的行业有煤炭 (4.69%)、银行 (4.46%)、非银行金融 (3.65%)，领跌的行业有家电 (-3.6%)、建材 (-3.17%)、医药 (-3.05%)。本周大盘股表现相对较好，估值切换风格或将短期延续。

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50	2.54	煤炭	4.69	航母指数	3.05
上证180	1.75	银行	4.46	煤电重组指数	2.96
中证100	1.35	非银行金融	3.65	油气改革指数	1.79
上证380	(1.49)	医药	(3.05)	生物疫苗指数	(3.16)
创业板指	(1.80)	建材	(3.17)	智能家居指数	(3.33)
中证1000	(1.84)	家电	(3.60)	共享单车指数	(4.10)

资料来源：万得，中银证券

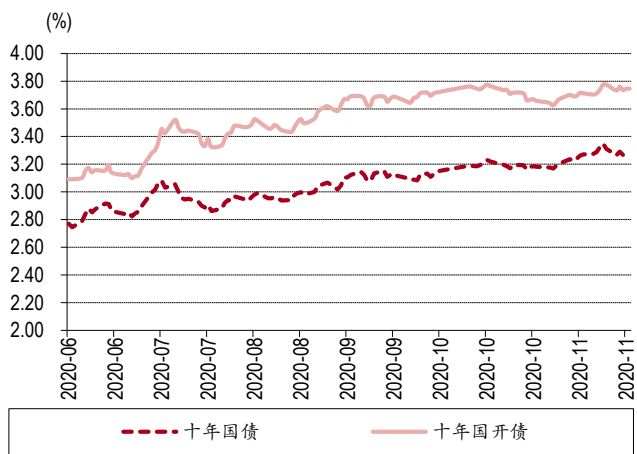
A股一周要闻 (新闻来源：万得)

- 知识产权 | 《经济参考报》记者获悉，有关部门正加快制定面向2035年的知识产权强国战略纲要和知识产权“十四五”规划，其中对专利转化运用作了系统性谋划，将进一步完善知识产权转化运用激励政策，完善知识产权市场运行体制机制等，大力发展专利密集型产业。
- 核能核电 | 据中核集团11月27日消息，11月27日00时41分，华龙一号全球首堆——中核集团福清核电5号机组首次并网成功。
- 可再生能源 | 财政部近日下发的《关于加快推进可再生能源发电补贴项目清单审核有关工作的通知》要求，抓紧审核存量项目信息，分批纳入补贴清单。
- 智能制造 | 2020世界智能制造大会将于今日在南京开幕。大会将全面展示智能制造领域的最新技术和顶尖产品，为数字技术与制造业深度融合提供标杆。
- 内燃机 | 近日，记者从中国内燃机工业协会获悉，协会已经完成了《内燃机行业“十四五”发展规划》编制。根据《规划》，高效节能的内燃机在“十四五”期间大有可为。
- 测绘 | 11月24日，自然资源部副部长王广华在国务院政策例行吹风会上透露，改革之后，测绘资质类别等级总数由138项压减到20项，压减幅度达到85.5%。将测绘资质由4个等级压减为2个等级，过去是甲乙丙丁，现在是甲乙两个等级。
- 化工 | 近期，在终端需求回暖、海外订单增多等多种因素的助推下，国内多种大宗化工原料价格出现强劲上涨，产业链上下游迎来整体复苏，相关上市公司业绩得到正向修复。
- 冷链物流 | 浙江日前出台《浙江省冷链物流创新发展三年行动计划（2020-2022年）》。《行动计划》提出，开展冷链物流功能节点创新布局，到2022年底浙江全省至少挂牌成立11个冷链物流骨干基地，建设33个冷链物流园区；引进培育一批冷链物流龙头企业，到2022年底带动冷链物流产业投资1000亿元左右。
- 5G+工业互联网 | 日前，2020中国5G+工业互联网大会在武汉开幕。记者从会上获悉，5G商用一年多来，全国“5G+工业互联网”融合创新建设项目已超过1100个，在航空、钢铁、矿业、港口等行业实现率先发展。
- 汽车产业 | 随着国内疫情明显改善，加之国家诸多利好政策刺激之下，我国汽车行业明显回暖，产销量逐渐步入上行通道。

债券：信用利差小幅回落

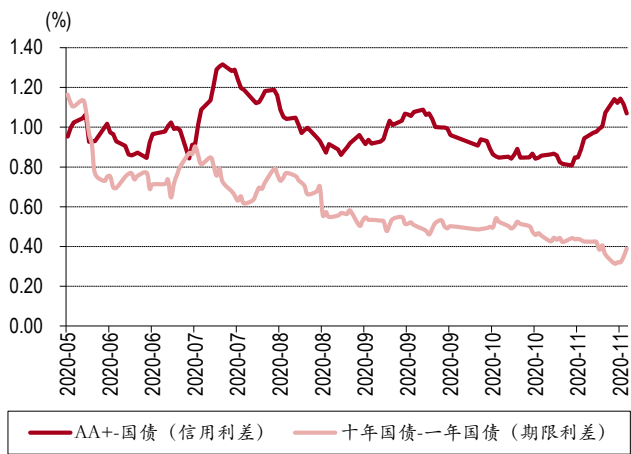
金融稳定会议提振市场信心，关注信用利差回落的幅度。十年期国债收益率周五收于 3.3%，本周下行-1BP，十年国开债收益率周五收于 3.75%，较上周五下行-3BP。本周期限利差上行 3BP 至 0.39，信用利差下行-4BP 至 0.74。

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

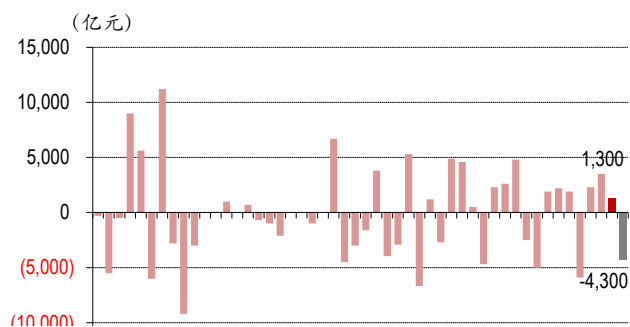
图表 6. 信用利差和期限利差



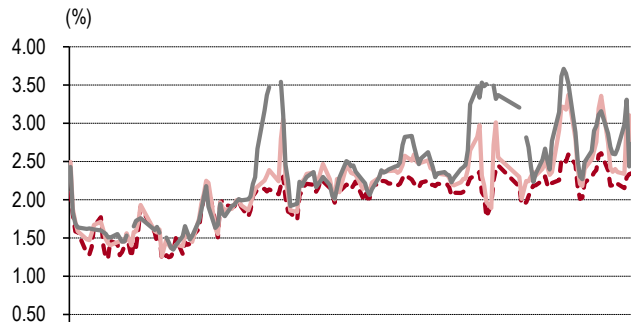
资料来源：万得，中银证券

资金拆借利率宽幅波动。本周央行在公开市场净投放资金 1300 亿元，资金拆借利率整体宽幅震荡，周五 R007 利率收于 2.58%，交易所资金 GC007 利率收于 2.66%。年底前债市收益率可能维持在较高水平上波动，考虑到年底流动性通胀较为紧张，预计央行的公开市场净投放操作将继续。货币政策的关注点依然是货币政策跨周期操作框架下回归常态的时间选择，但短期内可能性不大。

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_1214

