



大类资产配置周报(2019.12.1)

基建是经济增长的重要支柱

11 月 PMI 超市场预期；国务院国资委印发《进一步推动构建国资监管大格局有关工作的通知》；《国务院关于加强固定资产投资项目资本金管理的通知》正式公布。大类资产排序：股票>债券>货币>大宗。

宏观要闻回顾

- **经济数据：**10 月规模以上工业企业利润同比下降 9.9%，1-10 月同比下降 2.9%；11 月制造业 PMI50.2，非制造业 PMI54.4。
- **要闻：**中共中央、国务院印发《关于保持土地承包关系稳定并长久不变的意见》；国资委印发《关于以管资本为主加快国有资产监管职能转变的实施意见》；财政部就《中华人民共和国增值税法（征求意见稿）》向社会公开征求意见；《国务院关于加强固定资产投资项目资本金管理的通知》正式公布；国务院国资委印发《进一步推动构建国资监管大格局有关工作的通知》。

资产表现回顾

- **股市依旧下跌，债市基本持平。**本周沪深 300 指数下跌-0.55%，沪深 300 股指期货下跌-0.41%；焦煤期货本周下跌-1.96%，铁矿石主力合约本周上涨 0.23%；股份制银行理财预期收益率上涨 3BP 至 3.95%，余额宝 7 天年化收益率上涨 2BP 至 2.35%；十年国债收益率下行-1BP 至 3.17%，活跃十年国债期货本周下跌-0.1%。

资产配置建议

- **资产配置排序：股票>债券>货币>大宗。**市场近期对 2020 年经济增长的关注度明显上升，虽然经过第四次经济普查之后，对于经济总量至 2020 年底翻一番的目标担忧有所降低，但是在假设中美贸易问题不进一步恶化的背景下，消费增速的持续下降、房地产投资增速维持在高位以及制造业投资增速当前在较低水平，导致市场目前比较一致预期基建将是经济增长的重要支撑，加之专项债额度提前发放和基建固投项目资本金下调，也推动了市场对周期板块的关注度。

风险提示：全球经济数据不达预期；国内通胀持续超预期。

首页 · 本期观点 (2019.12.1)

宏观经济	本期观点	观点变化
一个月内	- 关注全球货币政策的变化	不变
三个月内	- GDP 增速下滑	不变
一年内	- 全球经济增速仍在下行趋势当中	不变
大类资产	本期观点	观点变化
股票	+ 政策底和中美贸易摩擦缓和带动反弹	超配
债券	= 市场处于均衡水平附近或加大震荡	标配
货币	= 维持在 2.5-3% 之间波动	标配
大宗商品	- 关注经济周期可能出现拐点	低配
外汇	= 国际资本存在潜在流入趋势	标配

资料来源：中银国际证券

相关研究报告

《抓住机会继续谋发展：大类资产配置周报》
2019.10.20

《四季度稳增长压力仍需政策缓解：大类资产配置周报》
2019.10.27

《关注十月经济数据走低的可能：大类资产配置周报》
2019.11.3

《中美关系是全球经济绕不过去的问题：大类资产配置周报》
2019.11.10

《了结 2019，布局 2020：大类资产周报》
2019.11.17

《2020 年全球经济的困难不少：大类资产配置周报》
2019.11.24

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
年底风险偏好继续下降	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：主打获利了结	8
债券：压低期限利差	9
大宗商品：短期或见反弹	10
货币类：货基的风险偏好维持在低位	11
外汇：人民币对美元走稳	11
港股：资金大幅净流入内地	12
下周大类资产配置建议	14

图表目录

首页 · 本期观点 (2019.12.1)	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 (2019.12.1)	14

一周概览

年底风险偏好继续下降

股市依旧下跌，债市基本持平。本周沪深 300 指数下跌-0.55%，沪深 300 股指期货下跌-0.41%；焦煤期货本周下跌-1.96%，铁矿石主力合约本周上涨 0.23%；股份制银行理财预期收益率上涨 3BP 至 3.95%，余额宝 7 天年化收益率上涨 2BP 至 2.35%；十年国债收益率下行-1BP 至 3.17%，活跃十年国债期货本周下跌-0.1%。

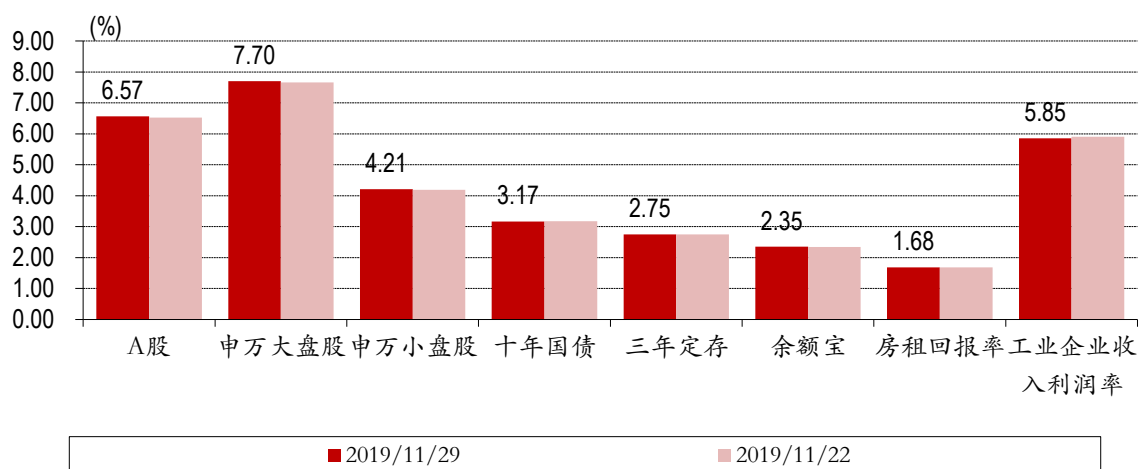
图表 1. 代表性资产一周表现和配置建议

股票		债券	
沪深 300 -0.55%		10 年国债到期收益率 3.17%/本周变动 -1BP	
沪深 300 期货 -0.41%		活跃 10 年国债期货 -0.1%	
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：标配	
大宗商品		保守资产	
铁矿石期货 +0.23%		余额宝 2.35%/本周变动 +2BP	
焦煤期货 -1.96%		股份制理财 3M 3.95%/本周变动 +3BP	
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：低配		配置建议：标配	

资料来源：万得，中银国际证券

11 月国内制造业 PMI 回升至荣枯线以上。本周 A 股指数下跌较多，从估值变动幅度看，小盘股估值下行的幅度略大于大盘股。本周公开市场净回笼资金 3,000 亿，资金面继续宽松收益率基本持平，R007 利率收于 2.69%，GC007 利率收于 2.82%。本周十年国债收益率下行 1BP，周五收于 3.17%。11 月国内 PMI 有所回升，制造业回升至荣枯线以上，从分类看，大中小型企业都有所回暖。我们认为可能是受到海外节假日消费需求引领，导致制造业 PMI 在 11 月出现了全球范围内广泛的反弹，未来仍需关注持续性。

图表 2. 大类资产收益率横向比较



资料来源：万得，中银国际证券

美元指数走势较强。股市方面，本周A股指数普跌，跌幅较小的指数是上证综指（-0.46%），领跌的指数是中小板指（-1.28%）；港股方面恒生指数下跌-0.93%，恒生国企指数下跌-1.95%，AH溢价指数上行2.1收于129.42；美股方面，标普500指数本周上涨0.99%，纳斯达克上涨1.71%。债市方面，本周国内债市分化，中债总财富指数本周上涨0.04%，中债国债指数下跌-0.07%，金融债指数上涨0.03%，信用债指数上涨0.01%，分级债A下跌-0.83%；十年美债利率上行1BP，周五收于1.78%。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2BP，周五收于2.35%。期货市场方面，NYMEX原油期货上涨0.64%，收于58.14美元/桶；COMEX黄金下跌-0.65%，收于1461美元/盎司；SHFE螺纹钢下跌-0.6%，LME铜上涨0.58%，LME铝上涨1.12%；CBOT大豆下跌-1.67%。美元指数下跌0%收于98.28。VIX指数上行至12.62。本周国际资本市场风险偏好保持了略上升的趋势，股市表现更好，黄金价格持续被压制。

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	2019/11/25 上期涨跌幅	- 本月以来	2019/11/29 今年以来
股票	000001.SH	上证综指	2,871.98	(0.46)	(0.21)	(1.95)	15.16
	399001.SZ	深证成指	9,582.16	(0.46)	(0.22)	(0.55)	32.35
	399005.SZ	中小板指	6,096.48	(1.28)	(0.35)	(0.86)	29.63
	399006.SZ	创业板指	1,664.90	(0.89)	0.30	(0.38)	33.14
	881001.WI	万得全A	4,013.60	(0.61)	(0.05)	(1.51)	23.69
	000300.SH	沪深300	3,828.67	(0.55)	(0.70)	(1.49)	27.17
债券	CBA00301.C	中债总财富指数	190.62	0.04	0.51	1.07	3.56
	CBA00603.C	中债国债	121.06	(0.07)	0.42	0.71	(0.09)
	CBA01203.C	中债金融债	123.51	0.03	0.40	0.92	0.25
	CBA02703.C	中债信用债	114.87	0.01	0.08	0.20	1.36
	930896.CSI	分级债A	1,090.56	(0.83)	0.01	(1.29)	(1.11)
	885009.WI	货币基金指数	1,546.46	0.04	0.05	0.19	2.42
大宗商品	CL.NYM	NYMEX 原油	58.14	0.64	0.17	7.31	28.03
	GC.CMX	COMEX 黄金	1,461.00	(0.65)	0.02	(3.55)	14.02
	RB.SHF	SHFE 螺纹钢	3,620.00	(0.60)	3.39	7.29	6.47
	CA.LME	LME 铜	5,889.00	0.58	0.06	1.59	(1.27)
	AH.LME	LME 铝	1,758.50	1.12	(0.85)	0.20	(4.74)
	S.CBT	CBOT 大豆	882.00	(1.67)	(2.45)	(5.39)	(1.45)
货币	-	余额宝	2.35	2 BP	5 BP	9 BP	-27 BP
	-	银行理财 3M	3.95	3 BP	-5 BP	-9 BP	-43 BP
外汇	USDX.FX	美元指数	98.28	(0.00)	0.29	0.99	2.30
	USDCNY.IB	人民币兑美元	7.03	0.14	(0.34)	0.13	(2.33)
	EURCNY.IB	人民币兑欧元	7.74	0.68	(0.81)	1.47	1.59
	JPYCNY.IB	人民币兑日元	6.42	0.88	(0.20)	0.92	(3.29)
港股	HSI.HI	恒生指数	26,346.49	(0.93)	1.02	(2.08)	1.94
	HSCEI.HI	恒生国企	10,301.82	(1.95)	0.78	(2.20)	1.75
	HSAHP.HI	恒生AH溢价	129.42	2.10	(1.84)	(0.37)	12.27
美国	SPX.GI	标普500	3,140.98	0.99	(0.33)	3.40	25.30
	IXIC.GI	NASDAQ	8,665.47	1.71	(0.25)	4.50	30.60
	UST10Y.GBM	十年美债	1.78	1 BP	-7 BP	9 BP	-91 BP
	VIX.GI	VIX 指数	12.62	2.27	2.41	(4.54)	(50.35)
	CRBFD.RB	CRB 食品	324.26	(0.59)	(1.02)	(1.52)	0.01

资料来源：万得，中银国际证券

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实现利润总额 4275.6 亿元，同比下降 9.9%，9 月为降 5.3%。1 到 10 月，全国规模以上工业企业实现利润总额 50151.0 亿元，同比下降 2.9%。
- 中国 11 月官方制造业 PMI 为 50.2，近 7 个月来首度返回枯荣分界线上方；中国 11 月非制造业 PMI 为 54.4，创近 8 个月新高。
- 中共中央办公厅、国务院办公厅近日印发《关于强化知识产权保护的意见》提出，力争到 2022 年，侵权易发多发现象得到有效遏制，权利人维权“举证难、周期长、成本高、赔偿低”的局面明显改观。意见要求，完善新业态新领域保护制度，加大侵权假冒行为惩戒力度，加大刑事打击力度，研究降低侵犯知识产权犯罪入罪标准，提高量刑处罚力度，修改罪状表述，推动解决涉案侵权物品处置等问题。
- 中共中央、国务院发布《关于推进贸易高质量发展的指导意见》，提出适时进一步降低进口关税和制度性成本，激发进口潜力，优化进口结构；推动互联网、物联网、大数据、人工智能、区块链与贸易有机融合，加快培育新动能。到 2022 年，贸易结构更加优化，贸易效益显著提升，贸易实力进一步增强。
- 国务院金融委召开第十次会议，研究防范化解重大金融风险攻坚战进展和下一步思路举措等问题，部署近期金融改革开放重点工作。会议指出，防范化解重大金融风险攻坚战取得阶段性成果。下一步要加大逆周期调节力度，多渠道增强商业银行特别是中小银行资本实力，完善防范、化解和处置风险的长效机制。进一步深化资本市场和中小银行改革，引导私募基金行业规范健康发展。
- 市场监管总局就《经营者反垄断合规指南（公开征求意见稿）》公开征求意见。意见稿指出，经营者不得与其他经营者达成或组织其他经营者达成排除、限制竞争的协议、决定或其他协同行为。经营者不得参与或支持行业协会组织的垄断协议。
- 农业农村部：要抓紧修改完善《土地经营权流转管理办法》等相关配套法律法规和政策措施，在一部分县开展第二轮土地承包到期后的延包试点，中央以及有关部门还会出台指导意见。
- 国务院常务会议要求加快打造市场化法治化国际化营商环境，更大力度为各类市场主体投资兴业破堵点、解难题。会议强调，进一步降低市场准入门槛，大幅放宽对服务业市场主体的资质、从业人员、经营场所等要求，取消对营利性医疗、教育等机构在证照办理等方面不合理限制。整治物流领理收费，明年底进出口单个集装箱常规收费压减至 400 美元以内。
- 《国务院关于加强固定资产投资项目资本金管理的通知》正式公布，公路、铁路等补短板基建项目资本金比例最低可到 15%。根据《通知》，港口、沿海及内河航运项目，项目最低资本金比例由 25% 调整为 20%。机场项目最低资本金比例维持 25% 不变，其他基础设施项目维持 20% 不变。
- 财政部就《中华人民共和国增值税法（征求意见稿）》向社会公开征求意见，增值税起征点为季销售额三十万元。将销售货物、加工修理修配服务、有形动产租赁服务、以及进口货物等适用税率调整为 13%；将销售交通运输、邮政、基础电信、建筑、不动产租赁服务、不动产，转让土地使用权，销售或者进口农产品等货物的适用税率调整为 9%；销售服务、无形资产、金融商品的适用税率为 6%，保持不变。同时，明确增值税征收率为 3%。
- 国资委印发《关于以管资本为主加快国有资产监管职能转变的实施意见》，围绕“管资本”的主线，从总体要求、重点措施、主要路径、支撑保障四个维度，构建以管资本为主加快国有资产监管职能转变的工作体系。
- 中央深改委会议审议通过《关于构建更加完善的要素市场化配置体制机制的意见》、《关于完善农业支持保护制度的意见》、《关于深化我国医疗保障制度改革的意见》、《关于构建现代环境治理体系的指导意见》等 9 份文件。国家领导人强调，要抓紧就党中央明确的国家治理急需的制度、满足人民对美好生活新期待必备的制度进行研究和部署，实现改革举措的有机衔接、融会贯通。
- 国务院领导人主持召开“十四五”规划编制专题会议强调，要围绕推动经济发展、增进人民福祉、防范化解风险等，研究推出一批重大政策；围绕增强发展内生动力、激发市场活力，研究推出一批重大改革开放举措；围绕补短板、促升级、增后劲、惠民生，研究推出一批重大工程和项目。

- 中共中央、国务院印发《关于保持土地承包关系稳定并长久不变的意见》，明确第二轮土地承包到期后再延长三十年；保持农户依法承包集体土地的基本权利长久不变；现阶段不得以退出土地承包权作为农户进城落户的条件；完善土地经营权流转市场，探索更多放活土地经营权的有效途径。
- 中美经贸高级别磋商双方牵头人通话，双方就解决彼此核心关切问题进行了讨论，就解决好相关问题取得共识，同意就第一阶段协议磋商的剩余事项保持沟通。
- 广东就支持深圳建设中国特色社会主义先行示范区进行工作部署，要求持续深化粤港澳合作，加快珠三角优化发展步伐，强化沿海经济带与大湾区、先行示范区协同发展，推动北部生态发展区高质量融入大湾区、先行示范区。
- 央行、银保监会对《系统重要性银行评估办法（征求意见稿）》公开征求意见，拟从实施附加资本要求、落实资本内在约束机制入手，强化流动性、大额风险暴露、风险数据加总和风险报告等方面的监管要求。系统重要性银行将根据评估得分分四组实施差异化监管，最终名单经国务院金融委确定后，由央行和银保监会联合发布。另外，央行将持续开展系统重要性银行监测分析，开展压力测试，并视情提出相应的附加监管要求。
- 央行发布《中国金融稳定报告（2019）》指出，通过一年多的集中整治和多措并举，防范化解金融风险方面取得积极进展。未来要进一步提高金融供给对实体经济的适应性和灵活性；防范金融市场异常波动风险，加强对股市、债市、汇市实时监测，阻断跨市场、跨区域、跨境风险传染，防范金融市场异常波动和共振。
- 国务院国资委印发《进一步推动构建国资监管大格局有关工作的通知》，提出力争用2-3年时间推动实现机构职能上下贯通、法规制度协同一致、行权履职规范统一、改革发展统筹有序、党的领导坚强有力、系统合力明显增强，加快形成国资监管一盘棋。
- 央行发布修订后的《应收账款质押登记办法》，自2020年1月1日起施行。《办法》适应动产融资业务发展的新形势和新要求，对标现代动产担保制度的国际最佳实践，在适用范围、登记协议、登记期限、责任义务等方面作出修订，着力满足市场主体对于建立高效便捷统一的动产担保制度、提升企业融资可获得性的需求。
- 国务院深化医药卫生体制改革领导小组要求以药品集中采购和使用为突破口，进一步深化医药卫生体制改革，为此从药品、医疗、医保改革和行业监管四个方面提出15项改革举措，全面深化药品集中采购和使用改革，推动构建全国统一开放的药品生产流通市场格局，促进市场有序竞争。

大类资产表现

A股：主打获利了结

红利指数连续两周表现最好。本周市场指数跌多涨少，领涨和跌幅较小的指数包括上证红利(0.32%)、中证500(-0.19%)、上证380(-0.44%)，领跌的指数包括中小板指(-1.28%)、中证1000(-1.05%)、上证50(-0.94%)。行业方面，领涨的行业有汽车(1.91%)、电子元器件(1.34%)、石油石化(1.03%)，领跌的行业有食品饮料(-2.72%)、医药(-2.56%)、计算机(-2.42%)。本周市场仍在获利了结当中。

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 (%)	
上证红利	0.32	汽车	1.91	ST概念指数	1.86
中证500	(0.19)	电子元器件	1.34	丝绸之路指数	1.58
上证380	(0.44)	石油石化	1.03	小金属指数	1.55
上证50	(0.94)	计算机	(2.42)	次新股指数	(3.34)
中证1000	(1.05)	医药	(2.56)	区块链指数	(3.96)
中小板指	(1.28)	食品饮料	(2.72)	网络游戏指数	(4.35)

资料来源：万得，中银国际证券

A股一周要闻 (新闻来源：万得)

- 医药|11月28日，国家医保药品目录调整谈判结果正式揭晓，70个药品通过谈判新增进入医保目录，包括52个西药和18个中成药，价格平均降幅为60.7%，还有27个药品“续约”成功，合计97个药品纳入医保目录。本次谈判新增和续约药品中有不少上市公司身影，包括恒瑞医药、天士力、丽珠集团、亿帆医药等约20家知名药企，涉及约26个药品。
- 基建|时至年底，稳投资补短板开始全面提速，尤其是在破解资金来源困局方面，近期多项重磅新政落地：2020年新增专项债额度已提前下达1万亿元，固定资产投资项目资本金管理新规也已正式下发。
- 养老产业|《经济参考报》记者获悉，地方也在紧锣密鼓酝酿新规划，深圳更是开启国内养老服务立法先河。市场准入放开、土地财税支持等一揽子重磅利好之下，新一轮投资窗口期将开启，市场角逐者加快扩容，金融、地产等跨界入局者正跑步入场。
- 旅游业|中国旅游研究院27日在京发布《中国入境旅游发展报告2019》，我国入境游市场保持稳步增长，2018年共接待入境游客1.41亿人次，实现收入1271亿美元，同比上涨3%；2019年入境游收入有望突破1300亿美元。
- 土地流转|中共中央、国务院日前印发《关于保持土地承包关系稳定并长久不变的意见》。《意

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_8703

