



# 大类资产配置周报(2020.3.22)

## 中国经济数据领先全球

全球重启降息和量化宽松应对新冠疫情冲击；我国继续抓紧复工，促消费。  
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**：1-2月工业增加值同比降13.5%，社零同比下降20.5%，固投同比下降24.5%，民间固投下降26.4%；房地产开发投资同比下降16.3%，商品房销售面积同比下降39.9%；2月21城新建商品住宅价格环比上涨。
- **要闻**：全球重启降息和量化宽松，部分发达国家将推出经济刺激政策；军事科学院军事医学研究院团队研制的重组新冠疫苗获批启动展开临床试验；发改委将与有关部门一道，突出抓好六个方面消费工作。

### 资产表现回顾

- **全球大类资产继续调整**。本周沪深300指数下跌-6.21%，沪深300股指期货下跌-6.56%；焦煤期货本周下跌-0.67%，铁矿石主力合约本周上涨1.67%；股份制银行理财预期收益率下跌-6BP至4%，余额宝7天年化收益率下跌-10BP至2.16%；十年国债收益率上行1BP至2.68%，活跃十年国债期货本周下跌-0.24%。

### 资产配置建议

- **资产配置排序：股票>大宗>债券>货币**。本周海外市场继续反映新冠疫情的影响，从各国政策应对来看，目前大多数都已采取了中国的经验办法。我们认为从国内新冠疫情演化和经济数据的反映看，未来海外很可能首先出现3月PMI指数大幅下行，继而出现经济数据的大幅下行，然后反映到失业率上升。但不同的是，我国由于政策推出的时间较早且较为坚决，因此国内新冠疫情的控制比较有效，预计自3月开始经济数据环比将有明显改善，但从海外的情况来看，即使货币政策已经明显宽松，部分国家也计划推出刺激经济增长的措施，但受疫情影响生产和需求都明显受限，预计经济数据将在未来一段时间内保持下行趋势。相较之下，人民币资产具有比较优势。

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(2020.3.22)

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

《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

《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

<b>一周概览</b> .....	<b>4</b>
新冠疫情恐导致全球经济衰退 .....	4
要闻回顾和数据解读（新闻来源：万得） .....	6
<b>大类资产表现</b> .....	<b>7</b>
A股：相对海外表现较好.....	7
债券：LPR 不调整，但货币拆借利率进一步被压低.....	8
大宗商品：经济下行冲击需求 .....	9
货币类：货基收益率或接近 2%.....	10
外汇：“强势”是“美元”的“问题”.....	10
港股：经济刺激计划也在准备当中 .....	11
<b>下周大类资产配置建议</b> .....	<b>14</b>

## 图表目录

首页·本期观点(2020.3.22)	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(2020.3.22)	14

## 一周概览

### 新冠疫情恐导致全球经济衰退

全球大类资产继续调整。本周沪深 300 指数下跌-6.21%，沪深 300 股指期货下跌-6.56%；焦煤期货本周下跌-0.67%，铁矿石主力合约本周上涨 1.67%；股份制银行理财预期收益率下跌-6BP 至 4%，余额宝 7 天年化收益率下跌-10BP 至 2.16%；十年国债收益率上行 1BP 至 2.68%，活跃十年国债期货本周下跌-0.24%。

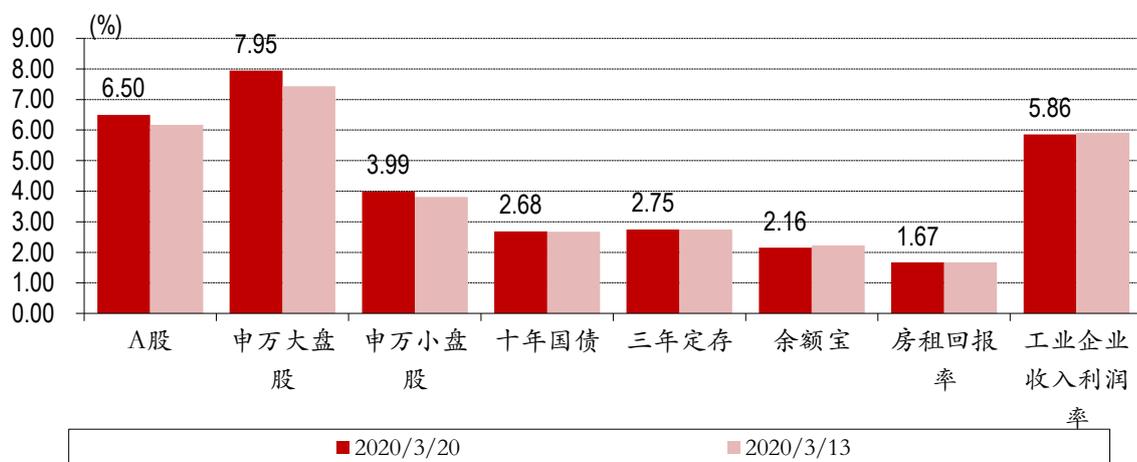
图表 1. 代表性资产一周表现和配置建议

股票	债券
沪深 300 -6.21% 沪深 300 期货 -6.56% 本期评论：中美贸易摩擦缓和 配置建议：超配	10 年国债到期收益率 2.68%/本周变动 +1BP 活跃 10 年国债期货 -0.24% 本期评论：市场处于均衡水平 配置建议：低配
大宗商品	保守资产
铁矿石期货 +1.67% 焦煤期货 -0.67% 本期评论：关注经济周期拐点出现 配置建议：标配	余额宝 2.16%/本周变动 -10BP 股份制理财 3M 4%/本周变动 -6BP 本期评论：货币拆借利率和短端利率企稳 配置建议：标配

资料来源：万得，中银证券

关注 2 月全球进出口数据和 3 月 PMI。本周新冠疫情在海外蔓延的趋势延续，市场的恐慌情绪继续加重，流动性受到明显影响，A 股方面也受到海外影响，小盘股估值下降的幅度超过大盘股。本周央行在公开市场投放资金 1,000 亿元，虽然市场资金并不紧张，但在央行投放 MLF 的情况下，资金利率快速下行，周五 R007 利率收于 1.65%，GC007 利率收于 1.38%。本周十年国债收益率上行 1BP，收于 2.68%。预计 3 月海外 PMI 将出现明显下行，同时受到 1-2 月国内生产消费大幅下降的影响，海外 1-2 月进出口数据也将受到明显影响。

图表 2. 大类资产收益率横向比较



资料来源：万得，中银证券

市场的恐慌有政策出台对冲，效果有待观察。股市方面，本周 A 股指数普跌，跌幅较小的指数是上证综指（-4.91%），领跌的指数是深证成指（-6.29%）；港股方面恒生指数下跌-5.11%，恒生国企指数下跌-5.51%，AH 溢价指数上行 0.28 收于 130.79；美股方面，标普 500 指数本周下跌-14.98%，纳斯达克下跌-12.64%。债市方面，本周国内债市普跌，中债总财富指数本周下跌-0.04%，中债国债指数下跌-0.12%，金融债指数下跌-0.05%，信用债指数下跌-0.02%，分级债 A 上涨 0.05%；十年美债利率下行-2 BP，周五收于 0.92%。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-10 BP，周五收于 2.16%。期货市场方面，NYMEX 原油期货下跌-26.38%，收于 23.64 美元/桶；COMEX 黄金下跌-1.03%，收于 1501.1 美元/盎司；SHFE 螺纹钢下跌-4.33%，LME 铜下跌-13.92%，LME 铝下跌-6.16%；CBOT 大豆上涨 1.68%。美元指数上涨 3.96%收于 102.39。VIX 指数上行至 66.04。本周虽然海外货币政策大幅宽松，且部分国家出台了刺激经济增长的政策，但资本市场依然出现恐慌性下跌。

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	2020/3/16	-	2020/3/20
				本期涨跌幅	上期涨跌幅	本月以来	今年以来
股票	000001.SH	上证综指	2,745.62	(4.91)	(4.85)	(4.68)	(9.98)
	399001.SZ	深证成指	10,150.13	(6.29)	(6.49)	(7.56)	(2.69)
	399005.SZ	中小板指	6,635.79	(5.91)	(6.79)	(8.55)	0.05
	399006.SZ	创业板指	1,915.05	(5.69)	(7.40)	(7.56)	6.50
	881001.WI	万得全 A	4,078.39	(5.29)	(5.60)	(5.25)	(5.52)
	000300.SH	沪深 300	3,653.22	(6.21)	(5.88)	(7.28)	(10.82)
债券	CBA00301.C	中债总财富指数	200.45	(0.04)	0.08	0.27	2.12
	CBA00603.C	中债国债	196.07	(0.12)	0.03	0.42	3.12
	CBA01203.C	中债金融债	200.13	(0.05)	0.03	0.33	2.40
	CBA02703.C	中债信用债	185.72	(0.02)	(0.01)	0.13	1.54
	930896.CSI	分级债 A	1,092.25	0.05	0.02	0.12	(0.02)
	885009.WI	货币基金指数	1,558.63	0.04	0.05	0.13	0.55
大宗商品	CL.NYM	NYMEX 原油	23.64	(26.38)	(19.50)	(47.18)	(61.28)
	GC.CMX	COMEX 黄金	1,501.10	(1.03)	(8.58)	(4.19)	(1.44)
	RB.SHF	SHFE 螺纹钢	3,359.00	(4.33)	3.48	0.15	(5.59)
	CA.LME	LME 铜	4,700.00	(13.92)	(2.74)	(16.59)	(23.87)
	AH.LME	LME 铝	1,577.00	(6.16)	0.30	(6.93)	(12.87)
	S.CBT	CBOT 大豆	863.00	1.68	(4.91)	(3.33)	(9.68)
货币	-	余额宝	2.16	-10 BP	-6 BP	-16 BP	-27 BP
	-	银行理财 3M	4.00	-6 BP	4 BP	-4 BP	-15 BP
外汇	USDX.FX	美元指数	102.39	3.96	2.47	4.34	6.16
	USDCNY.IB	人民币兑美元	7.07	(1.05)	(0.76)	(1.09)	(1.43)
	EURCNY.IB	人民币兑欧元	7.61	2.63	(0.21)	1.21	2.48
	JPYCNY.IB	人民币兑日元	6.44	2.26	(0.56)	(0.26)	(0.46)
港股	HSI.HI	恒生指数	22,805.07	(5.11)	(8.08)	(12.72)	(19.10)
	HSCEI.HI	恒生国企	9,118.67	(5.51)	(7.72)	(11.49)	(18.35)
	HSAHP.HI	恒生 AH 溢价	130.79	0.28	0.12	4.06	3.67
美国	SPX.GI	标普 500	2,304.92	(14.98)	(8.79)	(21.98)	(28.66)
	IXIC.GI	NASDAQ	6,879.52	(12.64)	(8.17)	(19.70)	(23.33)
	UST10Y.GBM	十年美债	0.92	-2 BP	20 BP	-21 BP	-100 BP
	VIX.GI	VIX 指数	66.04	14.20	37.89	64.65	379.25
	CRBFD.RB	CRB 食品	313.25	(2.51)	(2.75)	(3.78)	(7.45)

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）

- 1-2月规模以上工业增加值同比降13.5%，2019年12月为增6.9%。从环比看，2月份，规模以上工业增加值下降26.63%。1-2月社会消费品零售总额同比名义下降20.5%（扣除价格因素实际下降23.7%）。其中，除汽车以外的消费品零售额下降18.9%。1-2月份全国固定资产投资（不含农户）同比下降24.5%，其中民间固定资产投资下降26.4%。2月份固定资产投资（不含农户）环比下降27.38%。1-2月房地产开发投资同比下降16.3%，其中住宅投资7318亿元下降16%。1-2月份商品房销售面积同比下降39.9%，其中住宅销售面积下降39.2%。2月70大中城市中有21城新建商品住宅价格环比上涨，1月为47城；环比看，成都涨幅1.2%领跑，北上广深分别涨0.1%、持平、跌0.1%、持平。
- 工信部发布支持中小企业应对新冠肺炎疫情指引，设立3000亿元专项再贷款，支持金融机构向疫情防控重点保障企业提供优惠贷款，中央财政按企业实际获得贷款利率的50%进行贴息；对纳税人运输疫情防控重点保障物资取得的收入，免征增值税。
- 商务部表示，推动进一步扩大开放；加快压减全国和自贸试验区外资准入负面清单，持续扩大外资市场准入；加快修订《鼓励外商投资产业目录》，增加鼓励条目，提升开放广度和深度。商务部回应区域全面经济伙伴关系（RCEP）进度称，各方都在按照领导人的指示，致力于年底签署RCEP协定。
- 四川省对推动成渝地区双城经济圈建设作出全面部署，有关方面正深入研究谋划具体工作举措。与此同时，目前重庆市有关方面也正开展谋划研究，包括深入研究推进成渝地区双城经济圈各领域发展思路。
- 发改委将与有关部门一道，突出抓好六个方面消费工作：第一，全力保障吃穿用基本消费。第二，培育壮大新型消费、升级消费。第三，重振文旅和餐饮消费。第四，扩容提质养老、托育等服务消费。第五，全面推广健康消费。第六，着力释放三四线城市和农村市场消费潜力。
- 湖北省决定调整基础设施项目资本金比例，对公路、铁路、城建等领域补短板基础设施项目，最低资本金比例由20%调整到15%。为缓解融资压力，湖北省总共设立融资额2000亿专项资金。
- 国务院常务会议部署深入推进“放管服”改革，培育壮大新动能，促进稳就业。会议要求，扩大创业担保贷款对象范围，对优质项目免除反担保要求，缓解小微企业和个体工商户融资难。把推进重大投资项目开复工作为稳投资、扩内需重要内容，推动各地1.1万个在建重点项目加快施工进度。加快发行和使用按规定提前下达的地方政府专项债，抓紧下达中央预算内投资。
- 央行进一步部署运用再贷款再贴现支持复工复产工作，要求进一步管好用好再贷款再贴现政策，重点支持现阶段亟需解决、受疫情影响较大的“难点”和“痛点”。数据显示，截至3月15日，金融机构累计发放优惠利率贷款共1114亿元。
- 由军事科学院军事医学研究院陈薇院士领衔的科研团队自抵达武汉以来，就集中力量展开在疫苗研制方面的应急科研攻关，3月16日20时18分，陈薇院士团队研制的重组新冠疫苗获批启动展开临床试验。
- 发改委修订《中央定价目录》，定价项目同口径统计缩减近30%，自2020年5月1日起施行。《中央定价目录》删除近年来已经明确放开价格或取消收费的定价项目，突出垄断环节价格监管和竞争性环节价格市场化改革方向，根据机构改革调整定价部门。
- 财政部：要做好对各级财政库款监测和资金调度，确保地方结合疫情形势有序推进重大项目复工复产；抓好已经出台的财政贴息、大规模的降费、缓缴税费等优惠政策的贯彻落实，确保政策落地生效，同时激发民间资本投入积极性。
- 发改委表示，除湖北外，截至3月20日重点项目复工率为89.1%。重大铁路项目已基本复工，京沈高铁等一批重大铁路项目正在抓紧施工建设。
- 国务院印发《关于应对疫情影响强化稳就业举措实施意见》，要求加快重大工程项目、出口重点企业开复工，全力以赴推动重点行业和低风险地区就业；加大减负稳岗力度，加快实施阶段性、有针对性的减税降费政策；实施重大产业就业影响评估，加快制定和完善引导相关产业向中西部地区转移的政策措施。
- 监管部门近期已下发要求，明确2020年专项债不得用于土地储备、棚改等与房地产相关领域。与此同时，专项债项目范围由原定七大领域中，增加申报应急医疗救治设施、公共卫生设施等国家重大战略领域项目。

## 大类资产表现

### A股：相对海外表现较好

虽然A股也下跌，但跌幅较海外明显小。本周市场指数普跌，跌幅较小的指数包括上证380(-3.71%)、中证500(-4.36%)、中证1000(-4.63%)，领跌的指数包括中证100(-6.68%)、深证成指(-6.29%)、沪深300(-6.21%)。行业方面普跌，跌幅较小的行业有传媒(-1.52%)、商贸零售(-1.76%)、建材(-1.81%)，领跌的行业有汽车(-8.77%)、通信(-8.15%)、房地产(-7.61%)。关注海外市场接下来的表现。

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 (%)	
上证380	(3.71)	传媒	(1.52)	丝绸之路指数	2.18
中证500	(4.36)	商贸零售	(1.76)	新零售指数	0.12
中证1000	(4.63)	建材	(1.81)	装配式建筑指数	(0.69)
沪深300	(6.21)	房地产	(7.61)	特斯拉指数	(7.42)
深证成指	(6.29)	通信	(8.15)	新能源汽车指数	(7.73)
中证100	(6.68)	汽车	(8.77)	智能汽车指数	(8.29)

资料来源：万得，中银证券

### A股一周要闻 (新闻来源：万得)

- 光伏 | 财政部、国家发展改革委、国家能源局、国务院扶贫办联合印发通知，发布可再生能源电价附加资金补助目录（第三批光伏扶贫项目）。此前国家能源局已正式下发《国家能源局关于2020年风电、光伏发电项目建设有关事项的通知》。
- 汽车 | 商务部表示将会同有关部门进一步研究提出促进汽车、家具、家电等重点商品消费的政策措施，促进汽车限购向引导使用政策转变，支持引导各地制定奖补政策，鼓励企业开展电子产品以旧换新。
- 旅游 | 近日，上海、陕西等多地发布通知，拟恢复旅游企业部分经营活动。旅行社、在线旅游平台的首批产品陆续上线接受预订，线下旅行社以及民宿行业也开始有序复工。
- 基建 | 国务院常务会议部署深入推进“放管服”改革，培育壮大新动能，促进稳就业。会议要求，扩大创业担保贷款对象范围，对优质项目免除反担保要求，缓解小微企业和个体工商户融资难。
- 生猪养殖 | 近日，国家发展改革委、农业农村部联合印发了《关于支持民营企业发展生猪生产及相关产业的实施意见》（以下简称《意见》）。《意见》针对民营企业发展生猪生产及相关产业中面临的用地、环保、信贷、保险等突出问题，切实加大对民营企业发展生猪生产的政策扶持力度，优化民营企业发展生猪及相关产业的营商环境，鼓励民营企业立足当前加快恢复并扩大生猪生产、着眼长远转变方式促进产业转型。
- 智能科技 | 近日，国家发改委、财政部、证监会等23部门联合印发《关于促进消费扩容提质加快形成强大国内市场的实施意见》。其中，作为消费扩容提质重要途径的“智能+”消费生态体系引人关注。
- 医药科技 | 新华社报道，3月16日出版的第6期《求是》杂志将发表国家领导人的重要文章《为打赢疫情防控阻击战提供强大科技支撑》。文章指出，要加强药物、医疗装备研发和临床救治相结合，切实提高治愈率、降低死亡率；要推进疫苗研发和产业化链条有机衔接，为有可能出现的常态化防控工作做好周全准备；要统筹病毒溯源及其传播途径研究，搞清楚病源从哪里来、向哪里去，利用人工智能、大数据等新技术开展流行病学和溯源调查，提高精准度和筛查效率。
- 5G | 国家发改委等23个部门上周联合发文《关于促进消费扩容提质加快形成强大国内市场的实施意见》，要求加快5G网络等信息基础设施建设和商用步伐。

## 债券：LPR 不调整，但货币拆借利率进一步被压低

美联储降息 all in。十年期国债收益率周五收于 2.68%，本周上行 1BP，十年国开债收益率周五收于 3.05%，较上周五下行-1BP。随着全球投资者恐慌情绪蔓延，国内投资者偏好向短端利率债转移。本周期限利差上行 6BP 至 0.81，信用利差上行 4BP 至 0.8。

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

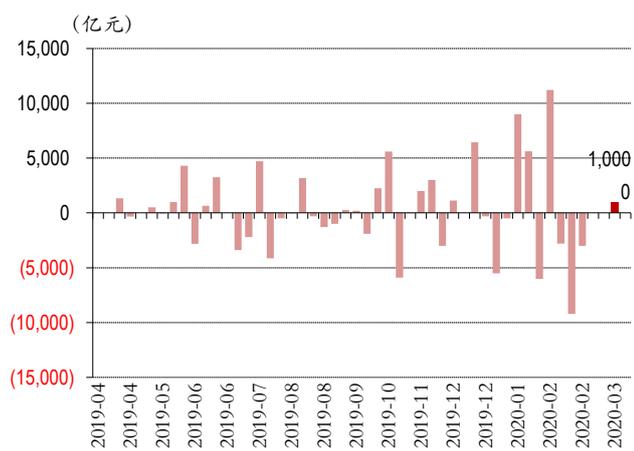
图表 6. 信用利差和期限利差



资料来源：万得，中银证券

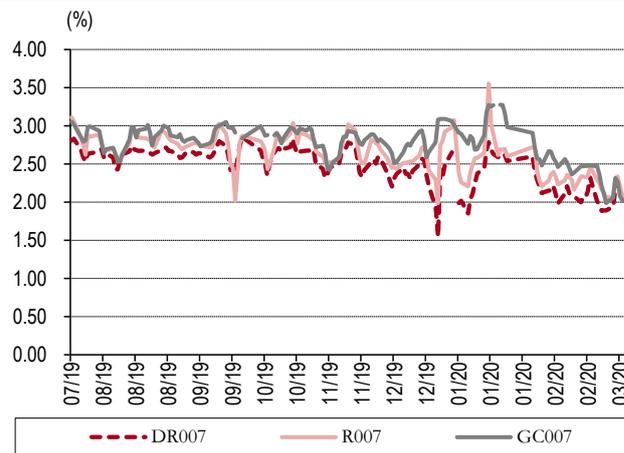
货币拆借市场利率大幅下行。本周央行在公开市场流动性宽松的情况下净投放 MLF 1,000 亿元，受到资金宽裕影响，周五 R007 利率收于 1.65%，交易所资金 GC007 利率收于 1.38%。市场此前预期央行会降息，但 MLF 和 LPR 利率都没有下调，反而是资金拆借利率大幅下行。此前拆借利率在 1.5% 左右还要追溯到 2015-2016 年期间，如果利率进一步下行，则可能回到 2009-2010 年的货币环境下，我们认为通过公开市场传导货币政策可能是当前的选择，未来央行仍有降息的可能性。

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)

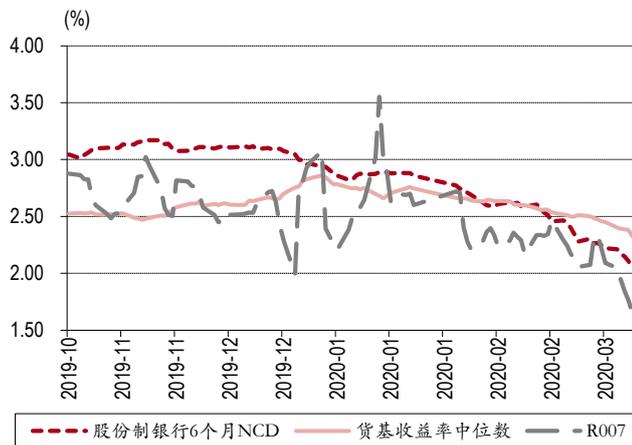
- 3 月 LPR 报价出炉：1 年期品种报 4.05%，上次为 4.05%；5 年期以上品种报 4.75%，上次为 4.75%。
- 央行最新资产负债表显示，截至 2 月末中国央行总资产 36.1 万亿，环比收缩 1.2 万亿。
- 央行：2 月银行间货币市场成交共计 58.0 万亿元，同比下降 8.22%，环比下降 16.24%；银行间债券市场现券成交 9.8 万亿元，日均成交 4924.6 亿元，同比下降 22.87%，环比下降 42.55%。
- 财政部通报，截至 3 月 20 日，全国各地发行新增的地方政府债券已达 14079 亿元，占提前下达额度 76%。



## 货币类：货基收益率或接近 2%

货基收益率在 2.5% 以下将持续较长时间。本周余额宝 7 天年化收益率下行-10BP，周五收于 2.16%；人民币 3 个月理财产品预期年化收益率下行-6BP 收于 4%。本周万得货币基金指数上涨 0.04%，货币基金 7 天年化收益率中位数周五收于 2.33%。由于受到全球宽松货币政策的影响，资金利率快速下降。

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

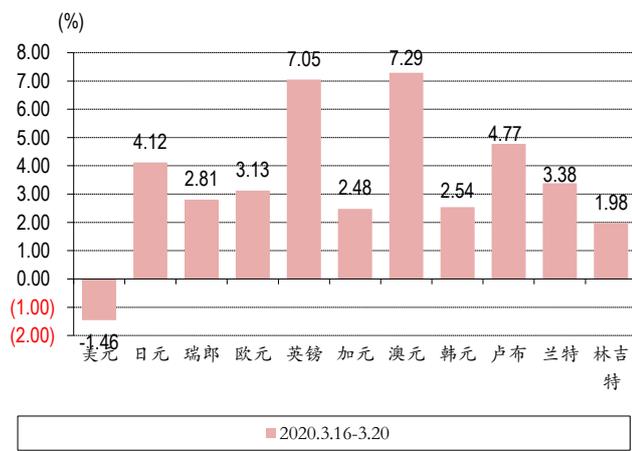


资料来源：万得，中银证券

## 外汇：“强势”是“美元”的“问题”

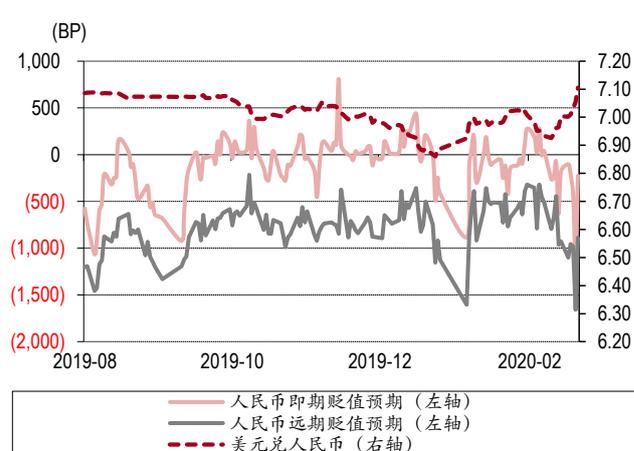
人民币兑美元中间价本周上行 1019BP，至 7.1052。本周人民币对澳元(7.29%)、英镑(7.05%)、卢布(4.77%)、日元(4.12%)、兰特(3.38%)、欧元(3.13%)、瑞郎(2.81%)、韩元(2.54%)、加元(2.48%)、林吉特(1.98%) 都升值，只有对美元(-1.46%) 贬值。由于此前海外资产长期上涨，导致投资者杠杆处于较高水平，因此当全球资本市场均快速下跌的情况下，更容易引发投资者的集中抛售潮，导致资金回流美元，美元被强势。

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 2 月末央行外汇占款 21.2 万亿元，环比减少 125 亿元。
- SWIFT 最新报告显示，2 月人民币在全球支付中占比为 2.11%，前值为 1.65%。

## 港股：经济刺激计划也在准备当中

不只是货币政策出台，经济刺激政策也在出台。本周恒生指数下跌-5.11%，恒生国企指数下跌-5.51%，AH溢价指数上行0.28收于130.79。行业方面本周跌幅较小的有电讯业(-1.65%)、资讯科技业(-3.83%)、金融业(-4.23%)，跌幅靠前的有工业(-11.03%)、公用事业(-10.42%)、非必需性消费业(-10.03%)。本周南下资金总量413.71亿元，同时北上资金总量-337.7亿元。虽然陆股通资金还在流出，但我们认为这是投资者全面下调各类资产投资仓位导致的。

图表 15. 恒指走势



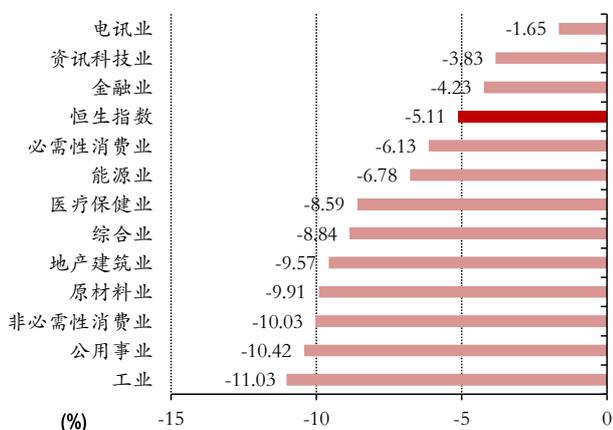
资料来源：万得，中银证券

图表 16. 陆港通资金流动情况



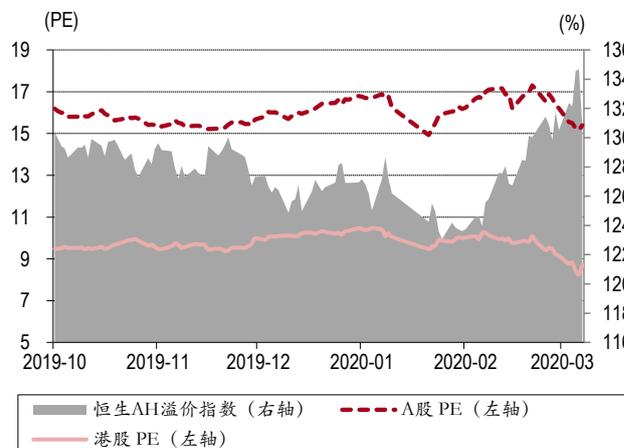
资料来源：万得，中银证券

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)

- 德国交通部：为应对新冠疫情爆发，将对来自其他欧盟国家的旅行者关闭边境。澳大利亚颁布旅行禁令，禁止非澳大利亚国民、居民入境，当地时间周五晚 21:00 生效。新西兰颁布旅行禁令，禁止外国人入境，自周四午夜开始生效；新西兰公民及永久居民仍可回国。
- 美联储发布货币市场流动性工具的临时最终规则，修改机构资本规则，使金融机构能够因其进行 MMLF 活动的低风险而获得信贷，机构将不承担与这些活动有关的信贷或市场风险。
- 欧洲央行作出新冠疫情下平抑市场和保护欧元区经济的最新举措，启动了一项规模 7500 亿欧元 (8200 亿美元) 的临时紧急债券购买计划。
- 英国央行再度降息 15 个基点至 0.1%。英国央行：将债券购买计划规模增加 2000 亿英镑至 6450 亿英镑；扩大定期融资机制规模；今天宣布的资产购买将会尽快完成，英国央行将在适当的时候向市场发布进一步的指导意见。

- 日本央行额外提供 2.3 万亿日元用于购买证券。日本央行购入 2016 亿日元 ETF，创纪录新高。日本央行副行长雨宫正佳：疫情发展不确定性极高，必须仔细观察市场影响；央行准备在必要时毫不犹豫采取宽松措施。
- 韩国总统文在寅：采取规模达 50 万亿韩元（约合人民币 2770 亿元）的金融救济措施，稳定疫情下受冲击的民生经济。
- 澳洲联储将基准利率下调 25 个基点至 0.25%。菲律宾央行下调基准利率 50 个基点至 3.25%。印尼央行下调基准利率 25 个基点至 4.5%，将借贷便利利率下调 25 个基点至 5.25%。马来西亚央行将法定存款准备金率从 3% 下调至 2%。南非央行下调回购利率 50 个基点至 5.75%。
- 瑞士央行维持政策利率于-0.75% 不变，维持存款利率于-0.75% 不变。
- 丹麦央行上调利率 15 个基点至-0.6%。
- 加拿大央行将启动常备定期流动性便利工具（STLF），将在 3 月 30 日起生效。
- 美国 3 月费城联储制造业指数骤降至-12.7，创纪录最大降幅，预期 10，前值 36.7。
- 韩国央行将购买 1.5 万亿韩元政府债券以稳定市场。
- 据新浪，美国白宫考虑发行 50 年期和 25 年期债券为 1.3 万亿美元刺激方案提供资金。
- 据华盛顿邮报获得的一份财政部备忘录显示，财政部的新冠肺炎疫情刺激计划的目标是 1 万亿美元，其中包括向美国人派发 2000 美元的支票；该计划还可能包括拨出 3000 亿美元帮助小企业避免大规模裁员。
- 加拿大总理特鲁多宣布总额为加拿大 GDP 3% 的刺激措施。加拿大总理特鲁多：加拿大援助方案总额为 820 亿加元；将为民众和企业提供高达 270 亿加元的援助；将提供 550 亿加元用于满足税务延迟缴税和企业、家庭的流动性需求。
- 据日本朝日新闻，日本考虑向每人派发至少 1.2 万日元的现金援助。
- 欧洲央行管委维勒鲁瓦：欧洲央行下定决心避免混乱；如有需要将购买更多债券；商业票据市场流动性不足，需要我们进一步采取行动；对在欧洲进行“直升机式撒钱”没有疑问。
- 冰岛央行将关键利率降低 50 个基点至 1.75%，并将逆周期缓冲比例从 2% 调降至 0%。冰岛央行称，金融稳定委员会已经考虑应对疫情的缓和措施。
- 巴西央行将基准利率下调 50 个基点至 3.75%。巴西央行：降息 50 个基点的决定是一致通过的；新兴市场经济体的环境变得更有挑战性；新冠病毒使全球经济增速放缓。
- 美联储宣布，恢复商业票据融资机制，而上一次使用该工具还要追溯到 2008 年金融危机时。财政部将向美联储提供 100 亿美元的信贷保护，这些资金将来自财政部的外汇稳定基金，除非延期，商业票据融资机制将于 2021 年 3 月 17 日终止。
- 美联储：正在建立一级交易商信贷便利机制，该机制将于 3 月 20 日起生效，到期时间最长 90 天；这一举措使一级交易商可以支持市场运转；一级交易商信贷便利的利率将向贴现利率看齐；该机制将使用至少 6 个月。
- 美国财长努钦表示将推出 1 万亿美元经济刺激计划，其中包括为小企业提供 3000 亿美元的贷款，2000 亿美元用来保持稳定性，还包括两轮 2500 亿美元的支票发放。努钦表示，我们正在考虑立即向美国人发放支票。特朗普正寻求直接给美国人超 1000 美元的补贴。
- 法国总统马克龙：面对新冠肺炎疫情的严峻形势，法国处于“战争状态”，需要全面动员抗击疫情，同时呼吁法国人“最大限度”减少出行。法国财长勒梅尔：法国将动用 450 亿欧元支持经济；预计今年经济将收缩 1%。
- 韩国决定针对进口口罩和口罩核心原材料暂停征收关税；零关税措施将从 3 月 18 日起实施，截至 6 月 30 日。韩国政府决定，从 19 日零时起将特别入境检疫程序的适用范围扩大至所有国家和地区。
- 澳洲联储会议纪要：货币政策委员会准备好进一步放松政策，以支持经济；一季度增长将明显弱于预期，难以预测经济放缓的持续时间；疫情对旅游和教育造成显著影响，这将拖累 0.5% 的一季度 GDP 增速。
- 新西兰宣布应对疫情支持计划，规模为 121 亿新西兰元，大约为 GDP 的 4%。
- 巴基斯坦央行将关键利率调降 75 个基点至 12.5%；突尼斯央行将基准利率调降至 6.75%。
- IMF：准备好调动 1 万亿美元贷款能力用于抗击疫情；呼吁全球提供货币、财政和监管支持；为防止疫情对经济造成长期损害，有必要出台额外的财政刺激措施。

- 日本央行维持利率在-0.1%不变，维持国债收益率目标在0%附近不变，但下调经济评估。日本央行将ETF年度购买目标增加6万亿日元至12万亿日元，将日本房地产投资信托基金(J-REITs)购买目标提升至1800亿日元。调整企业债、商业票据购买操作，将会购买更多的企业债、商业票据直至九月末；新的贷款项目利率为0%，期限为一年。
- 韩国央行在紧急政策会议上宣布，将关键利率降低50个基点至0.75%。韩国央行：将以宽松立场执行货币政策；需要降低病毒对经济增长和通胀的影响。
- 据新浪，美联储周日将利率降至0-0.25%区间，并推出7000亿美元的大规模量化宽松计划，以保护经济免受病毒影响。美联储还将银行的紧急贷款贴现率下调了125个基点，至0.25%，并将贷款期限延长至90天。在美联储再次紧急降息之后的新闻发布会上，美联储主席鲍威尔表示，美国经济仍然强劲，但新冠肺炎疫情在全球的蔓延，使得经济增长面临风险，因此需要及时采取行动，来支持经济的稳定和增长；美国联邦公开市场委员会(FOMC)本周不会举行计划中的会议。
- 联合国秘书长古特雷斯表示，新冠疫情让世界面临一场前所未有的公共卫生危机，全球经济会衰退并可能达创纪录规模。世界必须果断采取协调一致创新行动。
- 美国总统特朗普批准纽约宣布进入灾难状态，在美国50个州中，纽约是受新冠病毒影响最严重的一个州。
- 美国贸易代表办公室(USTR)拟进一步豁免医疗产品关税，USTR称，在进行301征税时，美方将把健康考虑放在了优先位置，并且正在为此目的采取其他行动。
- 美联储与加拿大央行、英国央行、日本央行、欧洲央行和瑞士央行宣布协同行动，提高货币互换额度，进一步增加流动性。欧洲央行和其他主要国家的央行进行的7天期美元操作频率从每周提高至每天。美联储称，互换安排将从3月23日启动，至少持续到4月底。
- 挪威央行降息75个基点至0.25%。挪威央行称，金融稳定委员会一致同意降息，不排除进一步降息可能性。
- 墨西哥央行将基准利率下调50个基点至6.5%。

## 下周大类资产配置建议

**1-2月经济数据如实反映了新冠疫情的影响超出市场预期。**1-2月规模以上工业增加值同比降13.5%，2019年12月为增6.9%。从环比看，2月份，规模以上工业增加值下降26.63%。1-2月社会消费品零售总额同比名义下降20.5%（扣除价格因素实际下降23.7%）。其中，除汽车以外的消费品零售额下降18.9%。1-2月份全国固定资产投资（不含农户）同比下降24.5%，其中民间固定资产投资下降26.4%。2月份固定资产投资（不含农户）环比下降27.38%。1-2月房地产开发投资同比下降16.3%，其中住宅投资7,318亿元下降16%。1-2月份商品房销售面积同比下降39.9%，其中住宅销售面积下降39.2%。2月70大中城市中有21城新建商品住宅价格环比上涨，1月为47城；环比看，成都涨幅1.2%领跑，北上广深分别涨0.1%、持平、跌0.1%、持平。1-2月我国工业增加值、固投、社零均出现了同比大幅负增长，增速下行幅度均远远超出此前市场预期，如实反映了新冠疫情在1-2月对我国经济的重大影响。从3月开始国内复产复工稳步推进，我们认为届时经济数据同比或仍维持在相对低位，但环比将有明显改善。

**经济紧缩阴影笼罩全球。**美联储上周日将利率降至0-0.25%区间，并推出7,000亿美元的大规模量化宽松计划，以保护经济免受病毒影响。美联储还将银行的紧急贷款贴现率下调了125个基点，至0.25%，并将贷款期限延长至90天。受到美国宽松货币政策的外溢性影响，各国各地区都开始继降息之后，纷纷启动量化宽松的货币政策，包括欧央行、英国、日本、韩国、加拿大等等。货币政策之外，以美国为首的部分国家同时计划推出大规模经济刺激计划。受新冠疫情的影响，全球经济活动活跃度进一步降低，当前市场已经预期2020年美国 and 欧洲经济都可能出现萎缩，因此财政政策和货币政策的推出力度均不同程度上超出此前市场预期。

**中国经济数据领先全球。**本周海外市场继续反映新冠疫情的影响，从各国政策应对来看，目前大多数都已采取了中国的经验办法。我们认为从国内新冠疫情演化和经济数据的反映看，未来海外很可能首先出现3月PMI指数大幅下行，继而出现经济数据的大幅下行，然后反映到失业率上升。但不同的是，我国由于政策推出的时间较早且较为坚决，因此国内新冠疫情的控制比较有效，预计自3月开始经济数据环比将有明显改善，但从海外的情况来看，即使货币政策已经明显宽松，部分国家也计划推出刺激经济增长的措施，但受疫情影响生产和需求都明显受限，预计经济数据将在未来一段时间内保持下行趋势。相较之下，人民币资产具有比较优势。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影响全球经济增长；国内通胀压力较高。

图表 19. 本期观点 (2020.3.22)

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士，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