

中国银行个人金融资产配置策略季报

2020年第4季度



投资策略专题 | 资本市场
2020年10月9日

本期执笔：文晓波

康成、洪郑冲、余超、俞亚莲、李品章、肖敏、刘南希、孟凡强等对本报告亦有贡献

中国银行投资策略研究中心

联系人：文晓波

联系电话：010-66592240

审核：

总行 程慧心

目 录

摘 要	1
一、年度策略回顾	2
（一）前三季度市场表现	2
（二）前三季度我行资产配置策略回顾	4
二、四季度全球及中国经济展望	6
（一）全球疫情深度传播，各国抗疫常态运行	6
（二）新冠肺炎对全球、中国经济的影响	7
三、四季度大类资产观点	9
（一）全球股市：反弹已至平台期，市场回归基本面	9
（二）中国股市：经济持续复苏，市场蓄势整理	14
（三）中债难现趋势向好，美债谨防高位下跌	15
（四）黄金区间波动，原油震荡整理	16
（五）美元止跌反弹，人民币强势整理	17
四、四季度资产配置策略	17
（一）四季度大类资产配置策略	17
（二）四季度资产配置策略一览表	19
（三）对客户四季度组合构建的几点建议	20
免责声明	23

摘要

经历了一季度全球金融市场的血雨腥风，二季度的全球资本市场迎来预期中的反弹行情，三季度延续反弹冲高回落，全球股市前三季度先抑后扬；全球主要债市（价格）先扬后抑，中美利差创历史新高；黄金前三季度持续走好，原油表现依然最差，各国央行释放的流动性为市场的企稳功不可没。反观疫情和经济，二季度中国有效控制疫情后经济持续复苏；欧洲阶段性控制疫情分阶段重启经济，目前仍有二次爆发风险；美国、印度、巴西疫情与经济同步发展，目前仍很胶着；全球疫情进入深度传播阶段，全球经济在抗疫常态中继续复苏。

展望四季度，全球疫情深度传播，部分国家和地区有二次爆发迹象，全球经济在疫情深度传播中缓慢复苏；中国经济启动双循环模式，十四五开启美好未来，中国是 G20 经济体中今年唯一正增长的国家。因此，我们认为，全球股市反弹已至平台期，市场回归基本面。四季度主要关注各国经济复苏量能的积累和后续政策回归常态的步伐。四季度大类资产配置策略在年度策略基础上修正完善如下：

股市：维持年度观点从“转折到复苏”，经济持续复苏，量能不断积累，市场区间震荡，蓄势整理备战来年。**债市：**中债难现趋势向好，关注短债结构性机会，美债谨防高位下跌；信用债和中资美元债仍然维持标配。**商品：**黄金区间波动，原油震荡整理。**外汇：**美元止跌反弹，人民币强势整理。

一、年度策略回顾

(一) 前三季度市场表现

1、全球股市上半年先抑后扬，三季度冲高回落

受新冠肺炎在全球大流行、各国超常规政策刺激和经济逐步复苏影响，2020 年前三季度全球股市大多呈先抑后扬走势。一季度以美国为代表的多国股市熔断并创造历史单日跌幅纪录，美国股市三大股指一季度平均下跌 19.37%，年内高点回落极端跌幅达 35.55%，欧洲股市英国富时 100、法国 CAC40 指数、德国 DAX 指数平均下跌 25.42%，年内高点回落极端跌幅达 35.88%，相继落入技术熊市。二季度在美联储一系列史无前例的宽松政策刺激下，美国股市三大股指道琼斯工业指数、纳斯达克和标普 500 指数二季度平均反弹 24.3%，欧洲英国富时 100、法国 CAC40 指数、德国 DAX 指数二季度平均反弹 17.74%。三季度全球主要经济体股市都走出了冲高回落趋势，美国股市三大股指平均上涨 9.04%，其中纳斯达克和标普 500 还创了各自的历史新高；英国富时 100、法国 CAC40 指数、德国 DAX 指数涨跌幅分别为 -4.92%、-2.69% 和 3.65%，表现出现分化。总体来看，基本验证我们三季度“反弹接近平台期，市场回归基本面”的判断，但流动性驱动的美股“任性”走势还是有些出乎我们的意料，把不与美联储为敌演绎到了极致。

中国股市前三个季度先抑后扬，万得全 A 指数前三季度涨跌幅度分别为 -6.79%、14.74% 和 8.41%，年初至今上涨 15.94%。结构上看，创业板依然是全

球主要经济体股指中表现最好的，今年以来上涨 56.41%，与上证 50 年初至今上涨 5.52% 形成强烈反差。红利指数年初至今涨跌幅为 -7.78%，是为数不多年内下跌的指数，科创 50 指数 7 月 23 日推出以来涨跌幅为 -5.24%。总的来说，定性上看 A 股正在验证我们年度白皮书从“转折到复苏”的判断，疫情引起的一季度“倒春寒”并没有阻止年度趋势的形成，以创业板为代表的科技股更是走出了牛市的行情。

2、全球主要债市（价格）先扬后抑，中美利差创历史新高

2020 年前三季度全球债市与股市正好相反，价格先扬后抑（收益率先抑后扬），呈现跷跷板走势。一季度中美 10 年期国债收益率分别下行 55bp 和 122bp。二、三季度随着中国股市的反弹，中国 10 年期国债收益率分别较前一季度上行 33bp 和 27bp；相对来讲，美债表现更为坚挺，二、三季度美国 10 年期国债收益率较前一季基本持平和微微上行 2bp，美联储的持续宽松支撑了美国股债的“水牛”。三季度我国央行货币政策回归常态意图愈加明显，期间国内资金利率中枢上移，Shibor 隔夜利率主要在 1.3%-2.1% 区间震荡，债市持续低迷，但跌幅较二季度有所收敛，中债全价指数下跌 1.82%，市场表现符合三季度预测逻辑。中证转债指数继一季度微涨 0.02% 和二季度下跌 1.86% 之后，三季度上涨 4.59%，是债市下跌中的强力支撑品种，与年度观点预期保持一致。中美货币政策的差异致中美十年期国债利差持续扩大，最高达 247bp，创历史新高。

3、黄金前三季度持续走好，原油表现依然最差

受益于全球货币宽松以及美元信用的减弱，今年前三季度黄金在大类资产中的表现依然靠前，伦敦金前三季度累计上涨 25.15%，一、二、三季度分别上涨 3.92 %、12.93%和 5.89%，三季度更是创出 2063.10 美元/盎司的历史新高，我们白皮书年度超配黄金并一直维持至今的看法获得了丰厚的回报。原油依然是今年前三季度表现最差的资产类别，NYMEX 原油前三季度累计下跌 39.54%，一、二、三季度涨跌幅分别为 -67.08 %、94.43%和 1.50%。总体来看，原油较差的表现也与我们白皮书看空原油并低配观点表现一致，同时 5 月交货原油结算价为负的历史纪录也是超出我们认知的。

4、美元先扬后抑，非美纷纷反弹

前三季度外汇市场的整体走势表现为美元弱，非美货币分化，人民币汇率逐步升值。美元方面，一季度由于全球疫情爆发，风险资产抛售潮导致金融市场出现“美元荒”，使得美元指数一度创下近三年新高。随着美联储开启无限量 QE，美元流动性紧张缓解后，美元指数在二季度逐步回落。三季度由于美国新冠疫情的二次爆发，美国财政部、美联储不断出台大规模财政与货币政策的刺激措施，导致美元的吸引力进一步被削弱，美元指数再度下跌。前三季度美元指数累计下跌 2.70%，走势与我们年度白皮书对美元保守的观点相一致。非美货币方面，欧元上涨 4.5%，日元上涨 2.93%，澳元上涨 1.98%，英镑下跌 2.59%，加元下跌 2.63%。其中欧元、加元、日元的走势与年度白皮书观点一致。由于英国无协议脱欧的可能性持续存在，澳元受疫情影响小，这两种货币的表现超出了白皮书的预测。人民币汇率方面，一季度由于中国

疫情率先爆发叠加美元流动性紧张，人民币汇率一季度有所贬值。二季度之后，随着国内疫情得到有效控制，经济有序复工复产，中国央行的货币政策也逐步向常态化恢复，中美国债利差持续拉大，人民币资产的吸引力不断增强，直接驱动了人民币三季度以来强势表现。前三季度，人民币兑美元的离岸汇率上涨 2.55%，表现与我们年度白皮书对人民币谨慎推荐的观点一致。

（二）前三季度我行资产配置策略回顾

我行在 2019 年 12 月 20 日发布了《2020 年中国银行个人金融全球资产配置白皮书》，这是我行第二次发布相关报告。报告观点：在“东起西落”的长期趋势及 2020 年“美国与世界分化”宏观主题背景下，从估值、经济增长、宏观政策等方面去分析全球各种资产，以及基于对未来 3-5 年的长期判断，我们认为，2020 年全球大类资产配置顺序为权益、黄金、债券、商品。全球权益优先配置中国股市，中国港股积极推荐，超配中国 A 股；美股顶部震荡，波动增大，应阶段性降低仓位，波段操作并逐年调降配置比例，建议标配，欧洲股市锚定美股；债券方面，建议超配可转债，低配利率债，标配信用债、中资美元债和美债。大宗方面，黄金超配，原油低配。货币方面，积极推荐英镑；人民币、欧元谨慎推荐；加元、日元标配；美元、澳元保守。

为了在年度策略指导下紧跟宏观政策变化和微观市场反应相机决策，我们还通过“中银资产配置策略周报”指导不同风险偏好客户构建投资组合，将市场策略与组合构建密切结合。

一季度，2 月初我们在市场极度恐慌时为投资者打气，助其战胜恐惧；2

月底市场氛围大幅度偏离当时经济和国际疫情外部氛围时，我们提示了市场风险。二季度，在大类资产配置方面，我们对美元、日元等进行调升，对美股、港股等进行了调降。我们对二季度 A 股走势研判为“国内权益筑底反弹，中国股市重启复苏”。在具体的节奏把握方面，我们 4 月 7 日用“政策东风如期而至，反弹时机日渐成熟”的周报标题给出二季度底部抬升、震荡盘升的研判，二季度市场走势完全验证了我们的判断，虽然经历了几次小震荡，但上升趋势保持完好，整个二季度我们都坚持了震荡盘升的基调。

三季度，我们 A 股走势研判为“重回复苏轨道中枢上移，风格轮动演绎结构行情”。认为三季度先扬后抑，震荡整固或是大概率事件，建议逢高对前期配置且收益丰厚的产品获利了结，适当进行权益产品以旧换新操作，保持权益资产配置比例不变的前提下适度进行风格转换。具体的节奏把握方面，我们 7 月 13 日用“快速上涨接近尾声，回归常态震荡盘升”的周报标题提示投资者三季度最赚钱的时段告一段落，后续市场很可能就是震荡整理的结构行情，三季度后续的走势完全验证了我们季度策略观点。

二、四季度全球及中国经济展望

（一）全球疫情深度传播，各国抗疫常态运行

截止三季度末，全球感染新冠肺炎总人数已超过 3,413 万人，是二季度末的 3 倍多；累计死亡人数已超过 101 万人，较二季度末增加 1 倍；最近一个月日均感染增加量在 30 万人左右，累计感染人数前三的国家美国、印度和巴西，

分别为 745 万、631 万和 481 万。展望四季度，全球主要经济体中，中国已基本控制住疫情，连续 45 天无本土感染病例；美国、印度、巴西已处于疫情深度传播过程之中，但仍在预期之内；欧洲疫情可能会有反复。中国疾控中心流行病学首席专家吴尊友表示，目前全球疫情大流行仍然处在高峰期，没有出现缓和下降态势，在没有新的特别有效的措施情况下，未来一段时间要很好控制，可能性不大，全球疫情仍处于深度传播过程中。

考虑到各国对疫情已经有了各自认为成熟的应对方法，再加上经济完全复苏前各国依然会保持适度的政策支持等。据此判断，全球疫情已经接近“最坏”的时段，对经济的影响边际减弱，包括中美经济在内的主要经济体先后进入复苏趋势。

（二）新冠肺炎对全球、中国经济的影响

1、全球经济：在疫情深度传播中复苏

尽管疫情在全球深度传播，疫情最坏的情况尚未到来，但对经济影响的最坏时段已经过去，边际影响减弱，全球经济正走在复苏的路上。一方面，全球对于新冠肺炎的认知增加，防控手段和治疗能力有所提升，在疫情防控常态下发展经济也摸索出了适合自己国情的应对策略；另一方面，疫苗研发已经取得重大突破，全球已经有 7 款疫苗进入 3 期临床，理性预期年底或明年初疫苗在高风险暴露人群中接种应该是大概率事件，这对于全球信心的提升有所帮助。基于上述预期，即便疫情再次升级，各国大概率不会重新采取第二季度的封城封国熔断措施，经济仍可在疫情共存模式下发展，结合各国依

然相对有力度的财政货币政策，经济恢复的进程将不会被完全打断。考虑到主要经济中美国大选前两党的争斗，新一轮财政刺激方案未必能够顺利落地，欧洲二次疫情和英国脱欧带来的负面影响，中国等疫情管控较好国家刺激政策开始回归正常，预计四季度全球经济的复苏力度不及三季度。

2、中国经济：双循环建新格局，十四五谋好未来

针对当前复杂的国际国内形势，党中央及时提出“以国内大循环为主体，国内国际双循环相互促进的新发展格局”，是底线思维在经济发展中的重要体现，同时也为未来经济发展指明了方向。中国银行研究院认为：前三季度，中国政府持续统筹疫情防控和经济社会发展，扎实推进落实“六稳”、“六保”政策，宏观经济景气在二季度“V”字型反转的基础上持续上升。预计三季度中国 GDP 增长 5.1% 左右。展望四季度，中国经济将进入复苏的平台期，增长动能将有所放缓，GDP 增长 5.6% 左右，增速高于三季度，经济复苏边际趋缓。尽管经济复苏逐步接近正常水平，但经济金融领域存在的诸多风险点值得特别关注。

四季度影响我国经济的主要因子除了疫情之外，10 月底将要召开的十九届五中全会以及正在制定的十四五规划将是两个重要的决定因素，尤其是十四五规划对于经济未来的产业政策影响深远。预计四季度我国财政政策相对谨慎，聚焦两会所制定的财政政策落地工作，特别国债已于 7 月底期间完成发行，地方专项债剩余 1 万亿额度将于 10 月前发行完毕，政府净融资计划逐步完成，后续财政支出力度增加可期。货币政策保持稳健灵活，流动性总体充裕但边际收紧，回归稳健趋势明显，目前基本处于央行决策的合意水平，

预计四季度进一步大幅收缩可能性小。总体来讲，我国经济四季度仍将在复苏的轨道上继续推进，同时基于十四五规划的憧憬和各种改革开放政策的综合作用，必将为明年的经济增长打下坚实的基础，勾画美好未来。

三、四季度大类资产观点

(一) 全球股市：反弹已至平台期，市场回归基本面

全球主要经济体股市上半年先抑后扬，三季度冲高回落。延续至三季度的反弹，一是对一季度大跌的修正；二是因为各国救市政策释放充足流动性助推所致。预计四季度，这一始于二季度的反弹大多已经达到了平衡阶段，仅有的分化来自于各国政策回归常态的步伐和各自经济基本面的差异。

四季度美国股市基本面是经济继续修复和政策助力大选。从美国经济目前的修复幅度看，已从最差的-12%修复到-4%，离正常的增长水平仍有较大修复空间；政策方面，11月初的大选在即，基于大选因素，现有的政策服务于股市也是美国当局的重点考量，美联储四季度依然会为其市场的稳定提供足够的流动性，但财政刺激政策方面未必能够顺利落地。我们认为，美国股市四季度前半时段基本面还会勉强支撑其高估值（标普 500 的市盈率反弹至目前的 32 倍，纳斯达克从 26 倍反弹至了 62 倍），三季度的高点很可能就是全年的高点，情绪反转时刻或与大选同步逼近，强势整理或能支撑到大选前后，季度后半时段美国大选结果以及可能的大选有效性诉讼等都有可能引发美股向下调整，让高估的股价等等经济复苏的步伐，回归经济基本面或者观察大选后的政策主张是大概率事件，我们维持“美股顶部震荡”的判断。

相对来讲，主要经济体中欧洲、日本股市已经跟不上美股的步伐，在三季度已经回归基本面，提前反应未来经济修复的复杂性、政策回归常态和疫情政策后遗症等。总体来看，全球资本市场二季度以流动性支撑的反弹已经达到新的平衡位置，三季度冲高回落进入平台震荡整理，回归各自经济基本面正在推进。白皮书年度观点“东方复苏，西方渐暮”的大格局依然成立。

（二）中国股市：经济持续复苏、市场蓄势整理

1、改革持续推进，股市长期向好

今年以来，支撑中国股市从“转折到复苏”最核心的因素来自于改革预期激发的配置需求，而这种需求并非短期的昙花一现，而是可持续数年的持续资金流入。首先，在全球面临百年未有之大变局时刻，中国向全世界释放更高水平的改革开放信号无疑提升了中国资产的竞争力，即使贸易保护主义的抬头也难以阻止国际资本追逐中国资产的洪流，这是由资本的逐利本性决定的历史趋势，支持市场长期向好。其次，国内经济发展模式的改变，房住不炒发展理念在各级政府的落实和深入人心，通过资本市场支持科技创新和实体经济的发展，提升中国经济自主可控和核心竞争力，以及由此引发的全社会要素市场化流动与居民资产配置再平衡，都将为中国经济和资本市场的长期向好形成支撑。第三，中国国家治理模式优势凸显，注重长期规划和短期刺激相结合，集中力量办大事等对于解决后疫情时代以及未来的可持续发展问题具有比较优势。10月下旬即将召开的十九届五中全会，十四五规划都将为中国经济长期可持续发展指明方向，为资本市场长期向好提供动力源泉。

第四，在党中央“建制度、不干预、零容忍”资本市场发展九字方针指导下，科创板、创业板注册制相继落地，全市场 15% 的股票和总市值 10% 的上市公司已经进入注册制行列，市场各主体正在逐步适应注册制下发行、交易规律，多层次资本市场已经搭建完毕渐入佳境，可以预见在未来的一段时间中小板和主板注册制也将全面推广，一个与国际接轨、有活力和韧性的资本市场必然支持股市长期向好。证监会副主席方星海在 2020 中国国际金融年度论坛上表示长期困扰我国股市的所谓“牛短熊长”的脉冲式市场正在消失。中国股市韧性正在增强，投资者获得感提升，公募基金与优质企业供需两旺形成良性循环，国际竞争力持续提升，长期向好趋势已经形成。

2、经济持续复苏，支撑结构行情

随着疫情在中国境内得到有效控制以及联防联控、防控网格化管理等应对疫情防控机制的全面推广，疫情防控常态化下发展经济模式有效推动了经济复苏，我国经济基本面持续改善。投资方面，房地产和制造业投资反弹，生产反弹至疫情前水平；社会消费品零售总额增速首次转正，出口继续超预期；通胀方面，猪肉等食品价格回落为主，非食品价格震荡偏弱，叠加去年的高基数，通胀短期亦无压力。展望四季度，如果秋冬之际疫情没有大规模二次爆发，那么经济走出疫情影响几成定局，但由于经济复苏过程中产生的供给恢复快于需求，出口快于进口，以及消费慢于投资等结构性矛盾和差异化表现，势必造成相应板块上市公司的市场表现节奏不尽相同。同时，由于当前的经济复苏各行业仍处于量变过程，复苏力度有限，还不足以激发经济

景气驱动的全面行情，甚至周期股的阶段性行情都难以形成共识。医药、科技等前期已创历史新高估值的板块三季度已经开启估值回归之旅，四季度有望达到市场可接受的位置；而银行、保险等低估值板块四季度还将经历调整拨备及释放坏账压力，此后方可轻装上阵；前期市场对于银行资产质量下降的预期差导致的价值低估四季度有望重新定价。因此，四季度普遍的预期仍然是局部的、结构性的行情，这与当下经济的弱复苏是匹配的。

3、行情已至均衡期，休养生息待明年

二季度以来的反弹将受疫情冲击的市场重新拉回到复苏的轨道，缘于流动性推升与防疫比较优势，但三季度初市场的快速拉升又让市场的向上脱离了基本面的支撑，上证指数短短 8 个交易日上涨近 500 点/15.8%，深成指甚至一度上涨近 20%，两市单日成交量突破 1.7 万亿。这其中各种改革措施的集中释放是直接诱因，如 6 月末国常会宣布允许地方政府专项债支持中小银行补充资本金，传言证监会计划向银行发放券商牌照等；也与支持经济修复释放的流动性短期没有全数注入实体经济推升资产价格有关。上证 7 天国债逆回购利率均值从一季度的 2.44%，迅速下降至二季度的 1.85%，流动性相对充裕。

经过三季度的快速拉升，目前创业板综指与科创 50 等成长股票的绝对估值已经达到较高的水平，PE（TTM）已分别达到 82.96 倍和 116.74 倍，尽管它们 2020 年每股收益分别有 132.98%和 12.44%的预期增长率，但短期上涨动力仍然不足。同时，以沪深 300 为代表的核心资产 PE（TTM）也达到了 14.64 倍和近 2 年 96.08%分位，而其 2020 年每股收益的预期增长率为-2.43%，基本

达到与当前经济基本面匹配的位置。在经济复苏量变尚未积累到质变的阶段，市场向上突破箱体缺乏基本面的支撑和量能的配合，向下需要预期外事件的触动，大概率仍然维持区间震荡，不排除四季度某个时段因为突发事件而向下短时间破位的可能，但这种破位预计很快就会得以修复，四季度的休养生息，蓄势整理更有利于 2021 年的市场复兴。

4、AH 溢价已至阶段性高位，港股长期配置的性价比正日益凸显

对比美股、A 股等全球主要市场，三季度港股走势稍显弱势，在国安法实施，香港疫情有效管控之后，其他影响港股的核心因素均出现积极变化，有望对港股形成支撑。首先，恒生指数调整于 9 月 7 日正式生效，以阿里为代表的新经济公司正式纳入，吸引更多优质公司赴港上市，中概股回归加速，港股市场迎来结构性变化，成为投资新经济的沃土，对全球投资者吸引力进一步增强。第二，今年以来，南下资金流入强劲，尤其是在三季度港股回调过程中净流入 1,491.73 亿元，呈现出主动买跌的态势，优质港股因其稳定分红且收益率高成为包括保险在内长线资金的配置对象，“北水南下”趋势将进一步加速。第三，从盈利端看，在国内工业增加值、固定资产投资、消费等数据环比改善的背景下，四季度国内宏观经济边际向好是大方向，以内地企业为主的港股市场基本面同步转好，低估值的港股市场将迎来双击，得到全球资金的再配置。第四，截至 9 月 24 日，恒生沪深港通 AH 股溢价指数为 147.84，位于 2016 年 2 月以来的阶段性高位。实证显示 AH 溢价具有均值回归的特性，相较而言，当前的港股具备较高的配置性价比，港股最佳配置时段或已临近。

5、外部风险增加，谨慎情绪主导

基于美国大选需要的中美冲突升级潜在风险，以及由此派生的其他地缘冲突（如中印边境摩擦，台海形势紧张）增加了四季度外部风险发生的概率，进而影响四季度投资者的参与热情。中美摩擦方面，美国近年来挑起的贸易战，以及对中国科技公司的打压（华为限芯、发布针对微信及抖音的禁令）表明，中美摩擦具有长期性和可预见性。随着大选临近，两党同时将中国议题作为吸引选民的一张大牌，主动制造超预期的摩擦，导致冲突升级又具有一定的突发性，这些都会对四季度我国乃至全球资本市场带来压力。从美国选举自身来看，选举谁能胜出仍然难料，加之自由派大法官金斯伯格逝世，一旦后续选票接近，可能再度引发选举胜出有效性诉讼等美国内部混乱，这也是四季度一个潜在外部风险。除此之外，疫情本身的演变，二次爆发规模超预期，疫苗研发进度的不及预期，这些将是左右投资者情绪的又一风险源头。四季度外部风险较二、三季度相对较高，但基本在投资者预期范围内，这在一定程度主导了投资者谨慎的情绪，制约了四季度行情的发展，预计这些制约因素在季度末才会缓解进而逐步累积乐观的情绪，进入新的乐观情绪周期。

（三）中债难现趋势向好，美债谨防高位下跌

国内债市方面，我们预计四季度难现趋势向好行情，但中短端结构性机会值得关注。首先，经济复苏的方向确定，债市难现趋势向好。疫情的冲击作用逐步消退，即使面临季节性反复，全球防疫水平及物资条件均好于年初，

经济以复苏为主旋律。生产、消费、投资等经济指标有望持续上行，短期债市很难出现趋势性好转。其次，货币政策仍以回归正常化为主，对债市的影响总体亦将呈中性。央行将以短期流动性的调节为主，推进利率市场化改革，并持续注重风险的防控。第三，供给压力有所减轻，有利于债市情绪修复。截至 8 月末，地方政府债的新增债券已发行 3.75 万亿，9 月后预估剩余发行量约为 3,000 亿左右，地方债的巨量发行状态将在四季度明显缓解，将有利于债市情绪的修复。第四，中美利差加大，中债吸引力增强。加上人民币升值，外资或将成为债市勇于抄底的先锋，且国内债市的各项机制和制度也在不断完善，包括延长部分债券的交易时间、允许境外投资机构直接参与市场交易等，监管层还积极促进国内债市纳入国际债券指数。第五，风险释放充分，中短债机会初现。经过两个季度的单边下跌，债市风声鹤唳的状态已过去，市场将会更理性地面对基本面和资金面的干扰，其中前期跌幅较大的中短端品种或将先于长端品种出现战略性机会。

美国债市方面，建议四季度谨防高位下跌风险。疫苗上市四季度可期、美国经济亦现较快复苏状态，叠加美联储宽松政策或出现边际上的拐点，及美债处于历史估值高位，目前的风险远大于机会。考虑到四季度美国大选存在不确定性，美债四季度或呈先平后跌、震幅加大的走势。

（四）黄金区间波动，原油震荡整理

黄金主要受货币政策（尤其是美联储）和避险情绪的影响，二者相同效应会加剧黄金的涨跌，相异效应就会导致市场多空势头的纠结，产生横盘的

效应。四季度，美联储将把 2% 的通胀率目标视为一段时间内的平均水平，暗示一段时间内将维持目前的低利率水平，并为美联储加大宽松力度留足了空间。从货币政策角度观察，对黄金价格仍有支撑作用。从避险情绪来看，疫情仍在发展，但超预期的情况不会太多，全球经济虽复苏缓慢，但趋势确定；从避险角度观察又限制黄金上涨。综合来看，在三季度创历史新高之后，四季度黄金暂时缺乏进一步上冲再创新高的基本面和技术面支撑，也还没到结束上升趋势的时候，大概率呈现区间震荡，对三季度冲高回落的技术面进行修正整固。

原油方面，四季度新冠疫情下全球经济复苏的力度，OPEC+ 各产油国扩产都将成为影响油价走势的关键因素。技术层面，步入秋冬季，疫情或存在再次反弹的可能，而油价在上半年大“V”反转后三季度在新的平衡区域已经震荡数月，市场正密切关注疫情的进展，交投亦较为清淡。供需层面，需求端受疫情的持续影响，预计全球经济复苏力度有限，而供给端预计 OPEC+ 各产油国扩展仍将克制，减产执行可期，在供需都不太明朗的背景下油价或延续震荡整理的态势，静待经济复苏量能的积累再进行方向性的选择。

（五）美元止跌反弹，人民币强势整理

三季度外汇市场的整体格局是美元弱势下跌，非美货币集体反弹。美元指数下跌是由美国与非美各国货币政策差异化所致，直接驱动因素是新冠疫情在美国的深度传播，使得美国财政部、美联储不断出台大规模财政与货币救助措施相对于非美主要国家（如欧元区、澳洲）更宽松，美元吸引力下降

所致。

展望四季度，美国疫情虽深度传播未得到有效控制，但美国经济在疫情常态化中逐步恢复也是事实。随着美国经济数据逐月改善，美联储货币政策再度边际宽松的可能性较低。此外，四季度诸多潜在风险因素，如新冠病毒在秋冬季再度失控、美国大选、中美摩擦等，都对美元指数形成支撑。预计四季度美元指数大幅下挫的可能性较低，震荡中有反弹或是主旋律。随着美元的反弹，非美货币自今年二季度以来的上行局面大概率告一段落，表现开始分化。其中避险货币日元有望继续走强，人民币经历了第三季度的快速升值后，四季度可能稍作休整，但因中国较好的基本面支撑仍会保持强势，欧元、英镑、澳元、加元几个风险货币四季度难有上佳表现，弱势震荡的概率较大。

四、四季度资产配置策略

（一）四季度大类资产配置策略

年度白皮书里我们认为全球资产配置的原则是：**全球财富再平衡，资产从高度集中于美国向中美和其他市场分散**。目前这一原则依然有效，疫情应急阶段过后，全球财富再平衡过程提速，全球会加快配置中国资产。

由于全球主要经济体经济大都依赖于宽松政策支撑，全球低利率和负利率经济体量扩大，程度加深，我们仍然坚持 2020 年中国大类资产配置顺序为**权益、黄金、债券、商品**。经过前三季度的修正，目前的大类资产配置策略如下：

股市：全球权益优先配置中国股市，超配（谨慎推荐）中国 A 股和中国港股，维持从“转折到复苏”的年度观点，二季度建议低位加大配置中国资产的力度；三季度建议保持权益资产配置比例不变的前提下，通过产品“以旧换新”操作逢高兑现收益，调整组合持仓结构；四季度建议维持三季度权益配比与组合持仓结构。关于美股“顶部震荡，波动增大，应阶段性降低仓位，波段操作并逐年调降配置比例，建议标配”的年度观点二季度修正为“趁反弹加快调降配置比例进程，建议保守”，二、三季度美股的反弹正好提供了高位降仓的机会，四季度建议维持保守；二季度对英国从标配修正为“保守”；欧洲、日本低配保持不变，三、四季度继续维持。鉴于印度疫情深度传播以及对其脆弱经济基础的冲击，三季度将印度股市从超配（谨慎推荐）调降为标配，四季度继续维持标配。

债券：维持可转债超配观点；利率债、信用债和中资美元债维持标配；美债建议保守。

商品：黄金因全球宽松货币政策超出预期，避险需求更加突出，地缘政治风险较高等，前三季度建议维持超配，四季度继续维持超配等待技术调整结束，开启新一轮上涨周期。原油一季度大跌后，二季度从大类资产价格走势研判角度建议从“低配（保守）逢低逐步提升至标配”，三、四季度理论上仍建议维持标配，但鉴于配置工具缺乏，建议实际操作中用黄金替代。

外汇：人民币、日元继续维持谨慎推荐；美元、欧元、澳元维持标配不变；加元由标配调至保守，英镑维持保守不变。

(二) 四季度资产配置策略一览表

股票	低配程度		标准配置	超配程度	
	看空	保守		谨慎推荐	积极
美国 (标普 500)		●			
欧洲 (DAX, CAC)		●			
英国 (富时 100)		●			
日本 (日经 225)		●			
印度 (NIFTY50)			●		
中国 A 股 (沪深 300)				●	
中国港股 (恒生指数)				●	
债券	看空		标配	谨慎推荐	
	看空	保守		谨慎推荐	积极
美国国债			●		
中资美元债			●		
中国: 货币市场			●		
中国: 利率债		●			
中国: 信用债			●		
中国: 可转债				●	
商品	看空		标配	谨慎推荐	
	看空	保守		谨慎推荐	积极
黄金				●	
原油			●		
外汇	看空		标配	谨慎推荐	
	看空	保守		谨慎推荐	积极
美元			●		
欧元			●		
英镑		●			
加元		●			
澳元		●			
日元				●	
人民币				●	

注: 红色圆点为二季度修正, 黄色圆点为三季度修正, 蓝色圆点为四季度修正, 黑色维持年度观点。

(三) 对客户四季度组合构建的几点建议

按照我行投资策略服务客户资产配置模式, 结合年度策略及四季度修正, 我们对客户现阶段的资产配置建议如下 (不同风险偏好客户具体产品组合推荐参见“中银资产配置策略周报”中客群配置模板及“中银资产配置日报”在售

产品)：

1、鉴于我们鼓励投资者运用资产配置理念进行长期投资达成自身财富管理目标，我们对客户的大类资产（战略资产）配置比例在一段时间内原则上保持稳定，没有半年级别的剧烈波动，我们原则上不调整战略资产配比。因此，建议投资者不必过度关注短期波动调整战略资产比例，可根据我们的建议保持战略资产配置比例相对稳定的同时，结合市场波动调整战术资产配置（即进行同等风险属性产品的新旧转换或替换产品管理机构）。

2、偏股型权益类产品配置建议：经过二季度的反弹，我们三季度策略建议已完成组合构建的投资者，逢高对前期配置收益丰厚的产品进行适当以旧换新操作，保持权益资产配置比例不变的前提下适度进行风格转换，目前看来这样的转换应该可以做出 10%左右的差价；未完成组合构建的投资者，以新发产品为主构建组合，也可通过智能定投方式对选定优质老产品持续定投，完成组合构建。鉴于我们对中国股市四季度箱体整理主基调的研判，对于已经完成组合构建的投资者，四季度无需做调仓或者风格转换动作；对于尚未完成组合构建的投资者，如遇突发事件接近或跌破箱体下沿，可以选择自己喜欢的老基金择时加仓，其余时段均可以选择优质新基金完成组合构建。具体产品可选择头部资产管理机构，优秀基金经理管理的优质阳光私募、股票型券商大集合、优质权益基金等新发产品为主；在产品风格选择上，激进型投资者可以在组合中增加科技类（新基建）主题，创业板主题等投资于长周期向好公司的产品；受益于多层次资本市场建设，行业整合和改革预期较多、未来增长比较确定的券商、保险行业基金；稳健型投资者仍然建议以价值类产品为锚，高股息策略仍

可坚守，经济复苏正在从量变到质变转变过程之中，周期类产品的最佳投资时机也正在临近，亦坚守。

3、偏债净值型产品（俗称固收+）配置建议：本质上讲，偏债净值型产品收益主要取决于债券投资收益（债券占比较高），而债券投资理论上均是靠时间累积票息收益，资本利得（通过债券价格上涨）仅仅在货币政策较大调整和经济周期转折时出现。因此同一个产品，其债券组合到期收益率的高低是简单评判此产品配置时机优劣的基本考量。鉴于国内债券市场经过二季度的大幅调整后，三季度中债全价指数继续下跌 1.82%，高位风险已得到较大程度的释放，偏债净值型存量产品组合到期收益率或配置性价比持续提升，用债券类大集合、债券型基金或者固收+策略基金构建投资组合时可以获得更好的预期收益，宜加快组合构建进程，相对于三季度而言或许还可以获得一点价格上涨的收益。偏债净值型产品组合久期选择上，投资期限较长者可选择组合久期中长期产品，投资期限较短者可选择中短久期产品。此外，策略中性量化产品也可以归类为偏债净值型产品供中高端客户选择。

4、另类产品配置建议：我们建议通过黄金类基金、实物金等产品完成组合中另类产品的配置，三季度黄金冲高回落，但黄金的行情还未结束，四季度我们依然建议维持超配，配置不足者可逢黄金调整时增配。

5、海外产品配置建议：四季度仍然建议用中资美元债产品替代其他美元产品，不建议配置抄底海外股市（除港股之外）的权益类产品。

6、组合产品配置建议：对于大智若愚，喜欢化繁为简者，建议根据选择与自己风险偏好相匹配的慧选 FOF、中银慧投产品买入持有，在方法上也可以选

择智能定投的方式进行。

以上策略是我们基于当前和可以预见的未来基本面所做的研判。我们根据重大基本面变化情况相机决策，具体请关注“中国银行私人银行”公众号、“中国银行财富金融”公众号以及中国银行手机银行推出的“中银资产配置策略周报”和“中银资产配置日报”。

免责声明

本报告由中国银行投资策略研究中心撰写，署名分析师完全基于公开信息资料，秉承独立客观公正的分析立场，以勤勉尽责的职业态度，坚持专业和深度价值研究，但不能保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告内容及观点仅供交流使用，对任何个人和机构均不构成任何投资建议。对于本报告所提供信息所导致的任何直接或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。本报告中包含的观点或估计谨代表作者迄今为止的判断，它们不一定反映中国银行的观点。中国银行可以不经通知加以改变，且没有对此报告更新、修正或修改的责任。

本报告版权仅为中国银行股份有限公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式对外翻版、复制和发布。不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。中国银行股份有限公司保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。