

大类资产配置周报 (2022.5.29)

经济低点已现，期待拐点

国常会部署6方面33项措施稳增长。调整大类资产配置顺序：大宗>股票>货币>债券。

宏观要闻回顾

- **经济数据**：1-4月规模以上工业企业利润同比增长3.5%。
- **要闻**：国务院常务会议进一步部署稳经济一揽子措施，涉及财政、金融、消费、投资等共6方面33项措施；中共中央办公厅、国务院办公厅印发《乡村建设行动实施方案》；国务院办公厅发布《关于进一步盘活存量资产扩大有效投资的意见》；国务院办公厅印发《关于推动外贸保稳提质的意见》；中共中央办公厅、国务院办公厅印发《关于推进实施国家文化数字化战略的意见》。

资产表现回顾

- **风险偏好下降**。本周沪深300指数下跌1.87%，沪深300股指期货下跌1.85%；焦煤期货本周下跌3.34%，铁矿石主力合约本周上涨3.26%；股份制银行理财预期收益率收于1.75%，余额宝7天年化收益率下跌2BP至1.72%；十年国债收益率下行9BP至2.7%，活跃十年国债期货本周上涨0.71%。

资产配置建议

- **调整资产配置排序**：大宗>股票>货币>债券。4月在疫情的影响下，国内工业增加值、社零、工业企业利润同比增速转降，5月国内疫情已经环比出现改善，包括物流、生产、消费都较4月好转。虽然5月数据改善的幅度仍有不确定性，但4月是年内经济低点已经比较确定。数据之外，稳增长的政策也从5月下旬开始明显加码，我们认为在基建投资加大落实带动下，下半年经济增速将较二季度明显回升。受基建投资力度加大影响，周期品价格供需结构向好提振大宗商品价格表现；5月A股市场明显调整，上市公司二季度业绩预期下降和下半年业绩环比改善，加之海外下半年经济增速预期可能下调，凸显A股基本面优势；但是稳增长需要提高宏观杠杆率，预计下半年债券供给量上升，可能抬高利率中枢。

风险提示：全球通胀上行过快；流动性回流美债；全球新冠疫情影响扩大。

本期观点 (2022.5.29)

宏观经济	本期观点	观点变化
一个月内	- 疫情冲击仍将持续	不变
三个月内	- 关注稳增长政策落地	不变
一年内	- 全球经济增速面临下调	不变
大类资产	本期观点	观点变化
股票	= 国内经济仍有比较优势，估值调整较为充分	标配
债券	- 美联储货币政策加快收紧波及全球	低配
货币	= 收益率将在2%上方波动	标配
大宗商品	+ 通胀预期和供需错配推高大宗商品价格	超配
外汇	= 美联储加息超预期引起汇市震动	标配

资料来源：中银证券

相关研究报告

《警惕美联储收紧货币政策的外溢性：大类资产配置周报》2022.4.24

《二季度需求端的回落可能超预期：大类资产配置周报》2022.5.1

《谨慎应对全球加息潮：大类资产配置周报》2022.5.8

《关注汇率快速贬值带来的压力：大类资产配置周报》2022.5.15

《稳经济的政策着力“减负”：大类资产配置周报》2022.5.22

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

目录

一周概览.....	4
债涨股跌.....	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：周期品再涨.....	8
债券：收益率延续下行趋势.....	9
大宗商品：基建投资或超预期.....	10
货币类：货基收益率中位数将保持在2%下方.....	11
外汇：人民币汇率波动加大.....	11
港股：美元指数回调幅度加大.....	12
下周大类资产配置建议	14

图表目录

本期观点 (2022.5.29)	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 (单位: %)	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 (2022.5.29)	14

一周概览

债涨股跌

风险偏好下降。本周沪深 300 指数下跌 1.87%，沪深 300 股指期货下跌 1.85%；焦煤期货本周下跌 3.34%，铁矿石主力合约本周上涨 3.26%；股份制银行理财预期收益率收于 1.75%，余额宝 7 天年化收益率下跌 2BP 至 1.72%；十年国债收益率下行 9BP 至 2.7%，活跃十年国债期货本周上涨 0.71%。

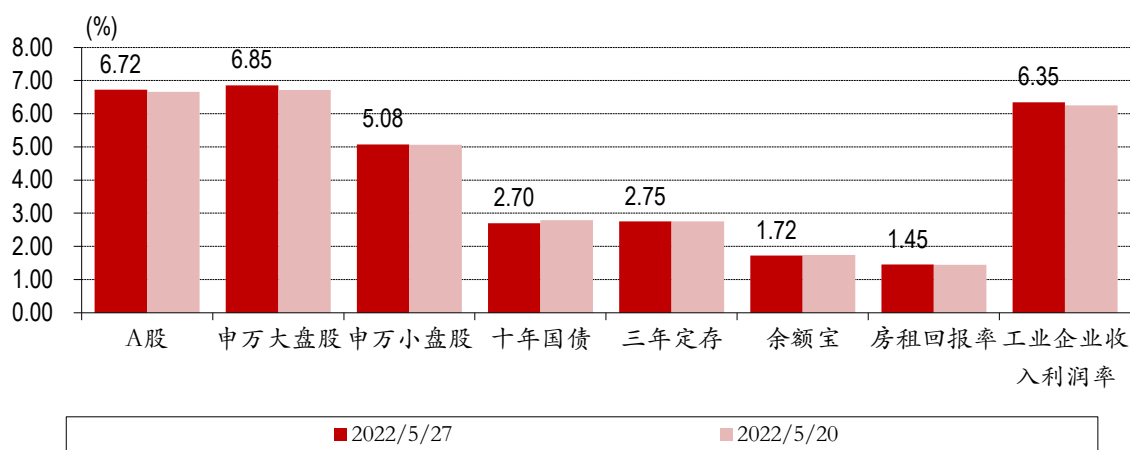
图表 1. 代表性资产一周表现和配置建议

股票	债券
沪深 300 -1.87% 沪深 300 期货 -1.85% 本期评论: 估值调整较为充分 配置建议: 标配	10 年国债到期收益率 2.7%/本周变动 -9BP 活跃 10 年国债期货 +0.71% 本期评论: 美联储货币政策加快收紧波及全球 配置建议: 低配
大宗商品	保守资产
铁矿石期货 +3.26% 焦煤期货 -3.34% 本期评论: 稳增长政策有望加码 配置建议: 超配	余额宝 1.72%/本周变动 -2BP 股份制理财 3M 1.75%/本周变动 -17BP 本期评论: 收益率将在 2% 上方波动 配置建议: 标配

资料来源: 万得, 中银证券

4 月工业企业利润增速转降。本周 A 股指数下跌，大盘股和小盘股估值都有不同程度下行。央行在公开市场 0 投放，拆借利率较此前有所上升，周五 R007 利率收于 1.82%，GC007 利率收于 1.87%。本周十年国债收益率下行 9BP，周五收于 2.7%。4 月工业企业利润增速转负，其中营收利润率较 3 月继续上升，但主要是受到上游行业拉动，下游行业如食品受到提价影响，利润占比也有所上升，但中游制造业的利润空间进一步被压缩。4 月受疫情影响，工业企业库存同比增速进一步走高，预计接下来工业将进入去库存阶段，工业生产存在走弱的可能。

图表 2. 大类资产收益率横向比较



资料来源: 万得, 中银证券

美元指数下跌, 美股美债上涨。股市方面, 本周 A 股指数普跌, 跌幅较小的指数是上证综指 (-0.52%), 领跌的指数是创业板指 (-3.92%); 港股方面恒生指数下跌 0.1%, 恒生国企指数下跌 0.54%, AH 溢价指数下行 1.16 收于 138.18; 美股方面, 标普 500 指数本周上涨 6.58%, 纳斯达克上涨 6.84%。债市方面, 本周国内债市普涨, 中债总财富指数本周上涨 0.27%, 中债国债指数上涨 0.46%, 金融债指数上涨 0.29%, 信用债指数上涨 0.11%; 十年美债利率下行 4 BP, 周五收于 2.74%。万得货币基金指数本周上涨 0.03%, 余额宝 7 天年化收益率下行 2 BP, 周五收于 1.72%。期货市场方面, NYMEX 原油期货上涨 4.34%, 收于 115.07 美元/桶; COMEX 黄金上涨 0.46%, 收于 1850.6 美元/盎司; SHFE 螺纹钢下跌 0.76%, LME 铜上涨 0.72%, LME 铝下跌 2.63%; CBOT 大豆上涨 1.6%。美元指数下跌 1.35% 收于 101.64。VIX 指数下行至 25.72。本周受欧央行加息表态影响, 美元指数明显下跌, 但我们认为欧央行加息后经济基本面将明显受影响, 因此美元指数不会持续走弱。

图表 3. 大类资产表现跟踪 (单位: %)

大类资产	代码	名称	现价	本期时间 本期涨跌幅	2022/5/23 上期涨跌幅	- 本月以来	2022/5/27 今年以来
股票	000001.SH	上证综指	3,130.24	(0.52)	2.02	2.73	(14.00)
	399001.SZ	深证成指	11,193.59	(2.28)	2.64	1.56	(24.66)
	399005.SZ	中小板指	7,709.64	(1.78)	2.94	1.26	(22.79)
	399006.SZ	创业板指	2,322.48	(3.92)	2.51	0.14	(30.10)
	881001.WI	万得全 A	4,773.33	(1.21)	2.63	3.53	(19.36)
	000300.SH	沪深 300	4,001.30	(1.87)	2.23	(0.37)	(19.01)
债券	CBA00301.C	中债总财富指数	216.52	0.27	0.15	0.69	1.94
	CBA00603.C	中债国债	210.54	0.46	0.15	0.86	1.90
	CBA01203.C	中债金融债	216.95	0.29	0.12	0.72	1.66
	CBA02703.C	中债信用债	200.56	0.11	0.17	0.53	1.75
	885009.WI	货币基金指数	1,632.74	0.03	0.04	0.14	0.84
	CL.NYM	NYMEX 原油	115.07	4.34	(0.13)	9.91	53.00
大宗商品	GC.CMX	COMEX 黄金	1,850.60	0.46	2.04	(3.20)	1.20
	RB.SHF	SHFE 螺纹钢	4,576.00	(0.76)	0.50	(5.90)	6.39
	CA.LME	LME 铜	9,490.00	0.72	2.86	(2.86)	(2.37)
	AH.LME	LME 铝	2,868.50	(2.63)	6.51	(6.03)	2.17
	S.CBT	CBOT 大豆	1,732.50	1.60	3.60	2.83	29.36
	-	余额宝	1.72	-2 BP	-2 BP	-13 BP	-35 BP
货币	-	银行理财 3M	1.75	-17 BP	0 BP	-17 BP	-106 BP
	USDX.FX	美元指数	101.64	(1.35)	(1.36)	(1.53)	5.91
	USDCNY.IB	人民币兑美元	6.71	(0.51)	1.61	(1.84)	(5.26)
	EURCNY.IB	人民币兑欧元	7.21	(2.16)	0.05	(3.54)	0.08
	JPYCNY.IB	人民币兑日元	5.28	(1.28)	0.93	(4.11)	4.56
	HSI.HI	恒生指数	20,697.36	(0.10)	4.11	(1.86)	(11.54)
港股	HSCEI.HI	恒生国企	7,082.38	(0.54)	4.62	(2.96)	(14.01)
	HSAHP.HI	恒生 AH 溢价	138.18	(1.16)	(1.98)	(0.31)	(8.82)
	SPX.GI	标普 500	4,158.24	6.58	(3.05)	0.64	(12.76)
美国	IXIC.GI	NASDAQ	12,131.13	6.84	(3.82)	(1.65)	(22.46)
	UST10Y.GBM	十年美债	2.74	-4 BP	-15 BP	-15 BP	122 BP
	VIX.GI	VIX 指数	25.72	(12.61)	1.94	(22.99)	49.36
	CRBFD.RB	CRB 食品	592.66	(0.19)	(0.80)	0.29	20.81

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）

- 今年前4个月，全国规模以上工业企业实现利润总额26582.3亿元，同比增长3.5%，增速较1-3月份回落5个百分点。4月份，工业企业利润同比下降8.5%。统计局表示，总体看，工业企业受国内疫情短期冲击及国际形势更趋复杂严峻等因素影响，4月份利润短期承压明显，但随着全国疫情形势总体趋于稳定，企业复工复产有序推进，进一步减轻市场主体负担的各项政策效应不断释放，工业企业效益状况将逐步恢复。
- 国务院常务会议进一步部署稳经济一揽子措施，涉及财政、金融、消费、投资等共6方面33项措施，努力推动经济回归正常轨道、确保运行在合理区间。财政及相关政策方面，包括在更多行业实施存量增量留抵退税，增加退税1400多亿元；将中小微企业个体工商户和5个特困行业缓缴养老等社保费政策延至年底，并扩围至其他特困行业，预计今年缓缴3200亿元。金融政策方面，包括今年普惠小微贷款支持工具额度和支持比例增加一倍等。稳产业链供应链方面，优化复工复产政策，取消来自疫情低风险地区通行限制，有序增加国内国际客运航班。促消费和有效投资方面，阶段性减征部分乘用车购置税600亿元，因城施策支持刚性和改善性住房需求，新开工一批水利特别是大型引水灌溉、交通、老旧小区改造、地下综合管廊等项目。保能源安全方面，调整煤矿核增产能政策，再开工一批能源项目。另外，做好失业保障、低保和困难群众救助等工作，视情及时启动社会救助和保障标准与物价上涨挂钩联动机制。
- 中共中央办公厅、国务院办公厅印发《乡村建设行动实施方案》，明确实施农村道路畅通工程、乡村清洁能源建设工程、农产品仓储保鲜冷链物流设施建设工程、数字乡村建设发展工程、农村人居环境整治提升五年行动、强化农村防汛抗旱和供水保障等12项重点任务，并就创新乡村建设推进机制、强化政策支持和要素保障等作出细化部署。
- 国务院召开稳住经济大盘电视电话会议。
- 盘活存量资产重磅文件出炉，要求聚焦重点领域、重点区域、重点企业，通过推动基础设施REITs健康发展、规范有序推进PPP、积极推进产权规范交易等多种方式，切实做好盘活存量资产工作。国务院办公厅发布《关于进一步盘活存量资产扩大有效投资的意见》提出，要重点盘活存量规模较大、当前收益较好或增长潜力较大的基础设施项目资产，包括交通、水利、仓储物流、新型基础设施等；统筹盘活存量和改扩建有机结合的项目资产，包括综合交通枢纽改造、工业企业退城进园等；有序盘活长期闲置但具有较大开发利用价值的项目资产，包括老旧厂房等。
- 国务院办公厅印发《关于推动外贸保稳提质的意见》，从促进外贸货物运输保通保畅、推动跨境电商加快发展提质增效、加快提升外贸企业应对汇率风险能力、支持加工贸易稳定发展等13个方面提出具体举措，帮扶外贸企业应对困难挑战，实现进出口保稳提质任务目标，助力稳经济稳产业链供应链。
- 央行印发《关于推动建立金融服务小微企业敢贷愿贷能贷会贷长效机制的通知》，着力提升金融机构服务小微企业的意愿、能力和可持续性，助力稳市场主体、稳就业创业、稳经济增长。《通知》要求，发挥好货币政策工具总量和结构双重功能，用好降准、再贷款再贴现、普惠小微贷款支持工具，持续增加普惠小微贷款投放。加大小微企业金融债券、资本补充债发行力度，积极开展信贷资产证券化。
- 财政部印发《关于发挥财政政策引导作用支持金融助力市场主体纾困发展的通知》，提出发挥政府性融资担保机构增信作用、加大创业担保贷款贴息力度等六方面举措，发挥财政政策引导作用，撬动金融资源更好支持市场主体纾困发展。
- 国务院国资委印发通知，从支付账款、减免房租、降低成本、优化供给、融通资金等方面提出27条有力有效措施，推动中央企业助力中小企业纾困解难，促进协同发展。
- 中央国家机关住房资金管理中心：支持企业缓缴住房公积金，缓缴期间视同正常缴存，职工提取公积金和申请公积金贷款不受影响；租房公积金提取限额由每人每月1500元提高至2000元；个人贷款不作逾期处理。

- 央行、银保监会召开主要金融机构货币信贷形势分析会，研究部署加大信贷投放力度。会议指出，受国内外超预期因素影响，近期经济新的下行压力进一步加大。金融系统要加大实体经济支持力度，全力以赴稳住经济基本盘。要用好用足各种政策工具，从扩增量、稳存量两方面发力，以适度的信贷增长支持经济高质量发展。要聚焦重点区域、重点领域和重点行业，围绕中小微企业、绿色发展、科技创新、能源保供、水利基建等，加大金融支持力度。要落实政策要求，保持房地产信贷平稳增长，支持中小微企业、个体工商户、货车司机贷款和受疫情影响严重的个人住房、消费贷款等实施延期还本付息。要加快已授信贷款的放款进度。要坚持市场化原则，平衡好信贷适度增长和防范金融风险之间的关系，提升金融支持实体经济的可持续性。
- 住建部、财政部、央行联合发布通知明确，受新冠肺炎疫情影响的企业，可按规定申请缓缴住房公积金，到期后进行补缴；在此期间，缴存职工正常提取和申请住房公积金贷款，不受缓缴影响。受新冠肺炎疫情影响的缴存人，不能正常偿还住房公积金贷款的，不作逾期处理，不作为逾期记录报送征信部门。各地根据当地房租水平和合理租住面积，可提高住房公积金租房提取额度，支持缴存人按需提取，更好地满足缴存人支付房租的实际需要。
- 《“十四五”数字经济发展规划》明确了“十四五”时期推动数字经济发展的蓝图。下一步发改委将重点推动三方面工作：一是研究起草推动数字化转型的指导意见；二是组织专项工程，提升行业整体数字化水平；三是布局数字化转型促进中心，提供数字化转型公共服务。
- 中共中央办公厅、国务院办公厅印发《关于推进实施国家文化数字化战略的意见》提出，夯实文化数字化基础设施，依托现有有线电视网络设施、广电 5G 网络和互联互通平台，形成国家文化专网；发展数字化文化消费新场景，大力发展线上线下一体化、在线在场相结合的数字化文化新体验；加快文化产业数字化布局，在文化数据采集、加工、交易、分发、呈现等领域，培育一批新型文化企业，引领文化产业数字化建设方向；支持符合科创属性的数字化文化企业在科创板上市融资，推进文化数字化相关学科专业建设，用好产教融合平台。
- 深圳打响一线城市刺激汽车消费“第一枪”，将对包括消费电子、家电、新能源汽车等在内多个品类进行补贴。深圳商务局网站显示，消费电子补贴资金总额 7000 万元，每人累计最高 2000 元；家用电器补贴资金总额 3000 万元，每人累计最高 2000 元。另外，深圳将新增投放 2 万个普通小汽车增量指标，并对购买新能源车最高补贴 1 万。
- 我国退休人员基本养老金连续 18 年上调。财政部、人社部印发通知明确，从 2022 年 1 月 1 日起，为 2021 年底前已按规定办理退休手续并按月领取基本养老金的企业和机关事业单位退休人员提高基本养老金水平，总体调整水平为 2021 年退休人员月人均基本养老金的 4%。
- 5 年期以上 LPR 由 4.6% 下调至 4.45% 以后，北京、上海、广州、深圳等一线城市银行房贷利率已普遍下调 15 个基点。其中，北京首套房在 LPR 基础上最低上浮 55 个基点，最低可做到 5%，二套房上浮 105 个基点，最低可做到 5.5%；上海首套、二套房贷利率分别达到 4.8%、5.5%；广州地区首套房在 LPR 基础上普遍上浮 60-80 个基点，二套房普遍上浮 80-100 个基点。
- 中国证监会和香港证监会原则同意两地交易所将符合条件的 ETF 纳入互联互通。投资者通过互联互通投资 ETF，仅可在二级市场进行交易，不允许申购赎回。ETF 投资额度与股票投资额度一并统计及管理。证监会同时起草《关于交易型开放式基金纳入互联互通相关安排的公告》，明确投资者识别码安排，以及证券公司、公募基金管理人相关要求等。两地交易所及登记结算机构将制定发布或调整完善相关业务规则，积极推进技术系统开发及测试、投资者教育等各项准备工作，预计需要 2 个月左右准备时间。
- 央行等三部门统筹同步推进银行间和交易所债券市场对外开放，支持境外机构投资者直接或通过互联互通投资交易所债券市场，自主选择交易场所。坚持穿透式数据和信息收集，探索建立健全兼容多级托管的包容性制度安排。投资银行间债券市场的境外机构投资者可以根据实际需要，自主选择债券登记结算机构或者境内托管银行提供债券托管服务。央行和外汇局将及时发布境外机构投资者投资中国债券市场资金管理规定，统一境外机构投资者资金跨境管理政策，进一步便利境外机构投资者投资中国债券市场。
- 证监会办公厅、发改委办公厅联合发布通知，推动保障性租赁住房 REITs 业务规范有序开展。通知严格落实房地产市场调控政策，在发起主体、回收资金用途等方面构建有效的隔离机制，压实参与机构责任，切实防范 REITs 回收资金违规流入商品住宅和商业地产开发领域。证监会将鼓励权属清晰、运营模式成熟、具有可持续市场化收益的保障性租赁住房发行 REITs，推动试点项目尽快落地，同时加强市场监管，督促原始权益人和中介机构诚实守信、归位尽责，确保保障性租赁住房 REITs 行稳致远。

大类资产表现

A股：周期品再涨

国内稳经济加码落实基建。本周市场指数普跌，上涨的指数仅有上证红利（0.71%），领跌的指数包括创业板指（-3.92%）、深证成指（-2.28%）、中证100（-2.12%）。行业方面分化较大，领涨的行业有煤炭（7.05%）、石油石化（4.11%）、交通运输（2.39%），领跌的行业有家电（-3.97%）、房地产（-3.36%）、电力设备（-3.1%）。本周受基建投资力度加大预期影响，周期品行业领涨。

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	0.71	煤炭	7.05	国资改革指数	4.55
上证 380	(0.18)	石油石化	4.11	油气改革指数	4.41
中证 500	(0.50)	交通运输	2.39	可燃冰指数	3.41
中证 100	(2.12)	电力设备	(3.10)	互联网金融指数	(3.49)
深证成指	(2.28)	房地产	(3.36)	最小市值指数	(3.66)
创业板指	(3.92)	家电	(3.97)	生物疫苗指数	(3.71)

资料来源：万得，中银证券

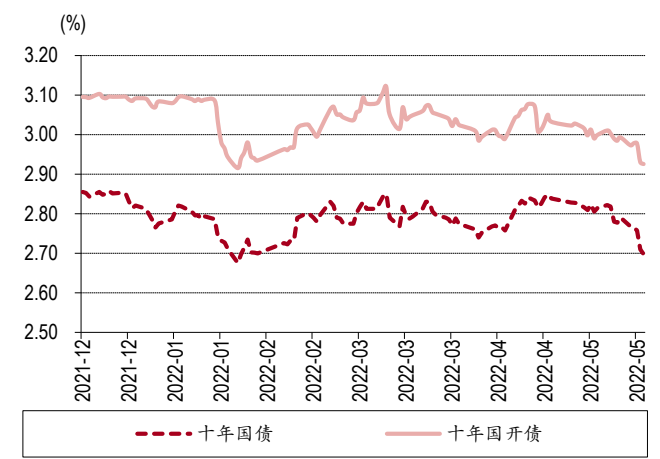
A股一周要闻（新闻来源：万得）

- 外贸 | 国务院办公厅印发《关于推动外贸保稳提质的意见》，从促进外贸货物运输保通保畅、推动跨境电商加快发展提质增效、加快提升外贸企业应对汇率风险能力、支持加工贸易稳定发展等 13 个方面提出具体举措，帮扶外贸企业应对困难挑战，实现进出口保稳提质任务目标，助力稳经济稳产业链供应链。
- 光伏 | 据媒体报道，近日上海、江西、浙江、湖北等多个省市分别发布“十四五”能源规划，到 2025 年预计累计新增光伏装机量分别达到 2.7GW、16GW、12.45GW、15GW，并强调推广光伏建筑一体化应用。除装机目标外，此前多个省市还针对 BIPV 项目给出了相应补贴政策。浙江省政府办公厅近日印发《浙江省能源发展“十四五”规划》提出，到 2025 年，现代能源体系建设取得明显进展。
- 基建 | 5 月 25 日，国务院发布《关于进一步盘活存量资产扩大有效投资的意见》，提出进一步盘活存量资产，鼓励更多 REITs 项目发行上市。
- 锂矿 | 5 月 24 日，澳大利亚主力锂矿企业皮尔巴拉（Pilbara）结束了今年第二次锂精矿拍卖。5000 吨精矿成交价格为 5955 美元/吨，较 4 月底 5850 美元/吨的拍卖价又上涨了 105 美元/吨。
- 特高压 | 近日，世界上容量最大、首次在电网负荷中心实现分区互联的柔性直流背靠背电网工程在粤港澳大湾区建成，启动投产，将大幅提升粤港澳大湾区电力供应保障能力。
- 智慧农业 | 5 月 23 日，中共中央办公厅、国务院办公厅印发《乡村建设行动实施方案》。方案指出，实施数字乡村建设发展工程。推进数字技术与农村生产生活深度融合，持续开展数字乡村试点。加强农村信息基础设施建设，深化农村光纤网络、移动通信网络、数字电视和下一代互联网覆盖，进一步提升农村通信网络质量和覆盖水平。加快建设农业农村遥感卫星等天基设施。建立农业农村大数据体系，推进重要农产品全产业链大数据建设。发展智慧农业，深入实施“互联网+”农产品出村进城工程和“数商兴农”行动。
- 汽车产业链 | 国务院常务会议日前召开，进一步部署稳经济一揽子措施，努力推动经济回归正常轨道，确保运行在合理区间。会议明确，阶段性减征部分乘用车购置税 600 亿元。
- 数字新基建 | 中共中央办公厅、国务院办公厅近日印发《关于推进实施国家文化数字化战略的意见》。意见提出，支持符合科创属性的数字化文化企业在科创板上市融资。探索建立文化资源数据价值评估体系，健全与资金需求和期限相匹配的筹资渠道。

债券：收益率延续下行趋势

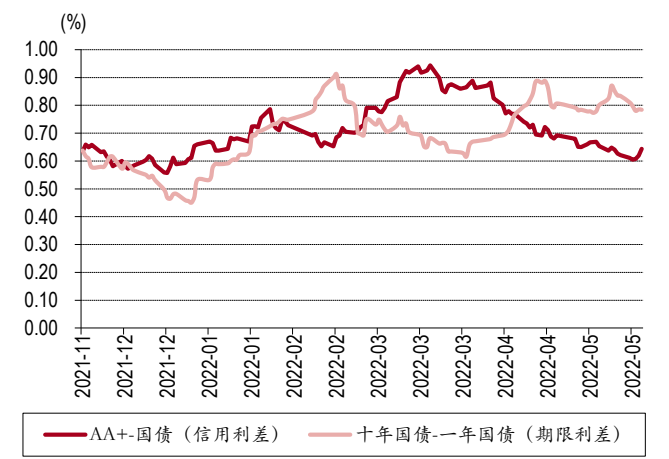
宽松的货币市场流动性推动债市收益率继续下行。十年期国债收益率周五收于 2.7%，本周下行 9BP，十年国开债收益率周五收于 2.93%，较上周五下行 7BP。本周期限利差下行 5BP 至 0.78%，信用利差上行 1BP 至 0.48%。

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

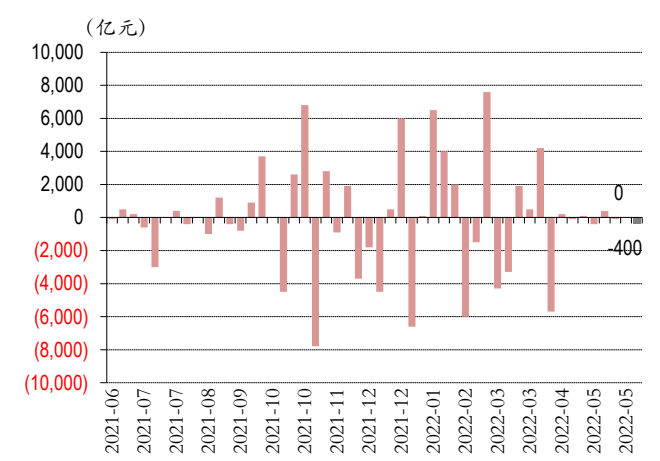
图表 6. 信用利差和期限利差



资料来源：万得，中银证券

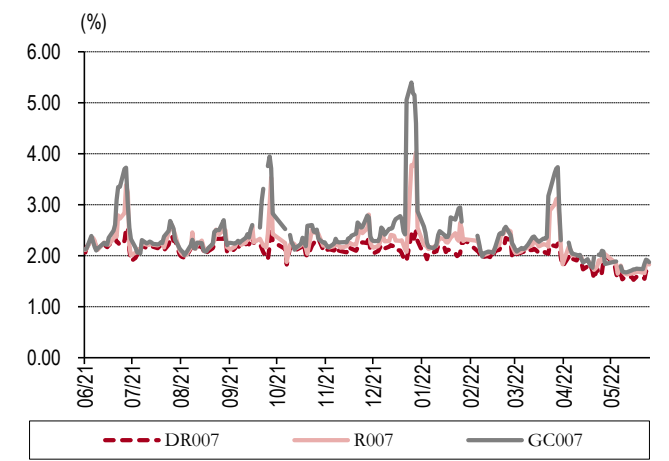
拆借利率继续维持在较低水平。本周央行在公开市场 0 投放，拆借利率较上周小幅上升，周五 R007 利率收于 1.82%，交易所资金 GC007 利率收于 1.87%。即将进入 6 月，半年末市场流动性预计仍将季节性紧张，预计央行将维持拆借利率在当前水平波动，因此公开市场投放或加量，但短期内货币拆借利率波动中枢不变，因此无需因为季节性因素担忧货币政策收紧。

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)

- 央行披露，4 月份，债券市场共发行各类债券 50512 亿元，月末债券市场托管余额为 138.2 万亿元；银行间债券市场现券成交 20.3 万亿元，日均成交 10137.6 亿元，同比增加 30.3%，环比减少 0.9%。截至 4 月末，境外机构在中国债券市场的托管余额为 3.9 万亿元，占中国债券市场托管余额的比重为 2.8%。
- 民营房企融资正在持续回暖。2022 年以来，美的置业、龙湖、旭辉、碧桂园、滨江、金地等已完成约 300 亿元债务融资工具注册。据 Wind 统计，1-4 月，民营房企成功发行债务融资工具近百亿元。

大宗商品：基建投资或超预期

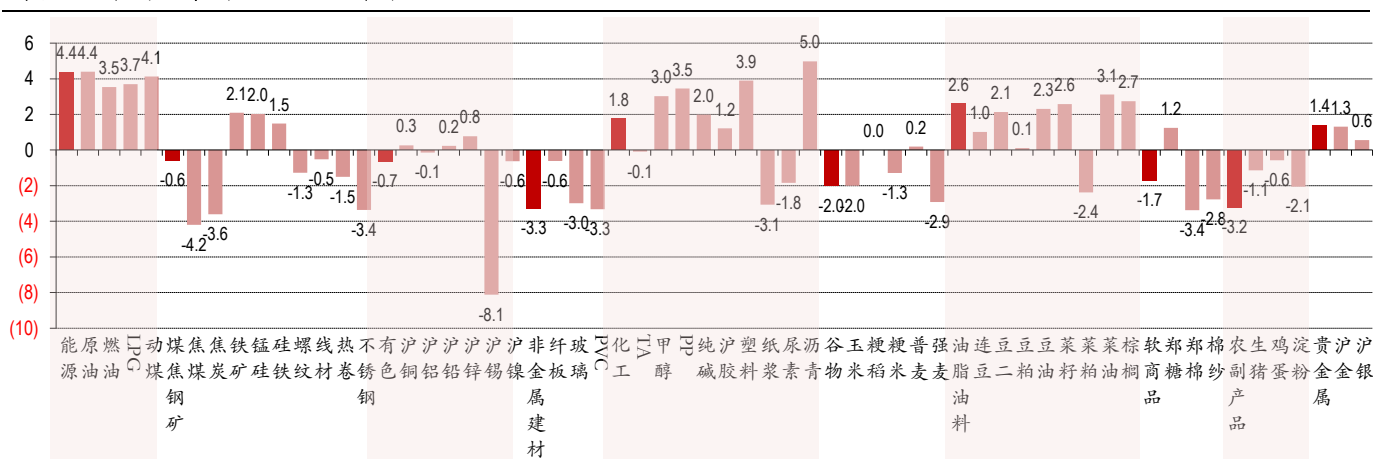
周期品价格继续上涨。本周商品期货指数上涨 1.02%。从各类商品期货指数来看，上涨的有能源(4.36%)、油脂油料(2.61%)、化工(1.77%)、贵金属(1.4%) 上涨，煤焦钢矿(-0.58%)、有色金属(-0.65%)、谷物(-2%)、非金属建材(-3.29%)。各期货品种中，本周涨幅较大的大宗商品有沥青(4.98%)、原油(4.4%)、动煤(4.13%)，跌幅靠前的则有沪锡(-8.12%)、焦煤(-4.19%)、焦炭(-3.6%)。下半年大宗商品的两条主线，一是能源和农产品价格上涨，二是国内基建投资带动周期品价格上涨。

图表 9. 大宗商品本周表现

商品 +1.02%	能源 +4.36%	煤焦钢矿 -0.58%
有色金属 -0.65%	非金属建材 -3.29%	化工 +1.77%
谷物 -2%	油脂油料 +2.61%	贵金属 +1.4%

资料来源：万得，中银证券

图表 10. 本周大宗商品涨跌幅 (%)



资料来源：万得，中银证券

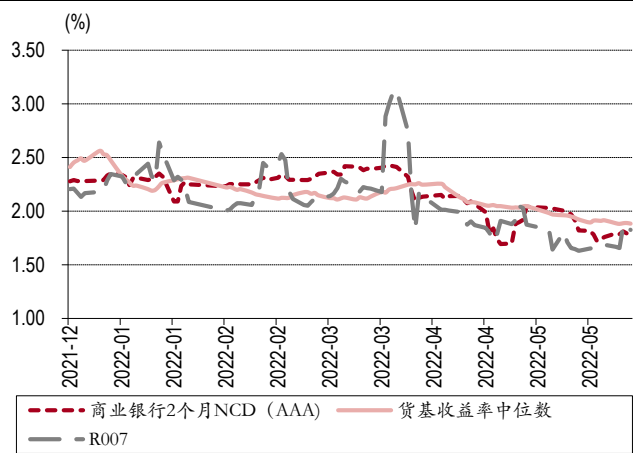
大宗商品一周要闻 (新闻来源：万得)

- 国家发改委完善进口液化天然气接收站气化服务定价机制，将气化服务价格由政府定价转为政府指导价，实行最高上限价格管理，鼓励“一省份一最高限价”，并明确按照“准许成本加合理收益”的方法制定最高气化服务价格。
- 英国政府将向石油和天然气公司征收 25% 的能源利润税。该税是暂时性的，当石油和天然气价格恢复到历史上更正常的水平时，征税将被逐步取消。
- 美国能源部发布从战略石油储备中出售原油的额外通知，出售战略石油储备中至多达 4010 万桶的原油，此次出售属于拜登 3 月 31 日宣布释放原油储备的一部分。
- 沙特暗示，将继续支持俄罗斯在欧佩克+中的作用。沙特能源大臣阿卜杜勒·阿齐兹表示，沙特希望与欧佩克+达成一项协议，其中包括俄罗斯。如果有需求，欧佩克+将会增加产量，但是现在就新协议形成想法还为时过早。
- 国家发改委表示，将持续密切关注煤炭市场和价格情况，发现煤炭价格超出合理区间且经提醒约谈拒不改正的，将作为涉嫌哄抬价格线索移交有关部门依法查处。
- 国务院领导人对全国“三夏”生产工作推进电视电话会议作出重要批示强调，切实做好夏收工作，保障人员和机具畅通无阻、农资运输配送高效有序，各地不得以任何名义违规私设关卡，影响夏收。要确保不误农时、颗粒归仓。
- 印度修订糖出口政策：今后仅仅允许获得食品部批准的糖料出口，且糖出口量的上限设定为 1000 万吨。
- 国内钢材社会库存继续小幅下降。中钢协公布数据显示，5 月中旬，21 个城市 5 大品种钢材社会库存 1208 万吨，环比下降 3%，比年初上升 53.3%，比上年同期上升 0.2%。

货币类：货基收益率中位数将保持在2%下方

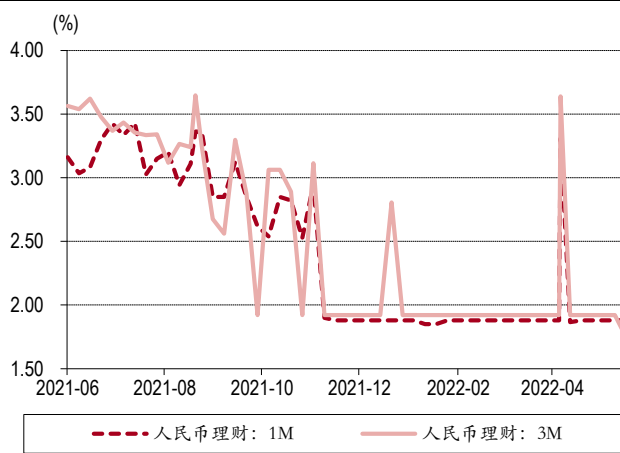
货币基金收益率中位数或将保持在2%下方波动。本周余额宝7天年化收益率下行2BP，周五收于1.72%；人民币3个月理财产品预期年化收益率收于1.75%。本周万得货币基金指数上涨0.03%，货币基金7天年化收益率中位数周五收于1.88%。6月预计货币拆借利率将出现波动加大情况，货币基金收益率可能随之波动，但难持续上行。

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

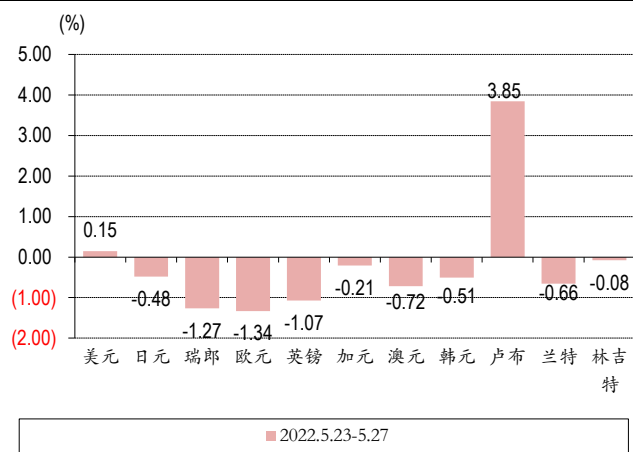


资料来源：万得，中银证券

外汇：人民币汇率波动加大

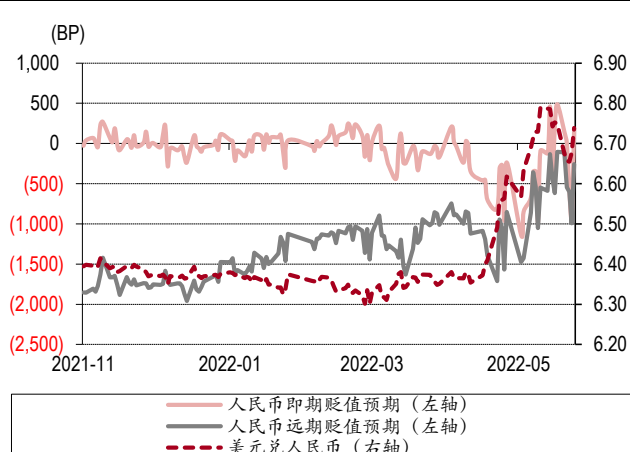
人民币兑美元中间价本周下行100BP，至6.7387。本周人民币对卢布(3.85%)、美元(0.15%)升值，对林吉特(-0.08%)、加元(-0.21%)、日元(-0.48%)、韩元(-0.51%)、兰特(-0.66%)、澳元(-0.72%)、英镑(-1.07%)、瑞郎(-1.27%)、欧元(-1.34%)贬值。美元指数回调，人民币汇率波动加大。

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)

- 商务部、央行、外汇局落实推动外贸保稳提质意见，印发《关于支持外贸企业提升汇率风险管理能力的通知》，从完善汇率避险服务，进一步提升人民币跨境结算的便利性等5个方面提出多条措施，进一步支持外贸企业提升汇率风险管理能力，促进外贸企业稳健经营。

港股：美元指数回调幅度加大

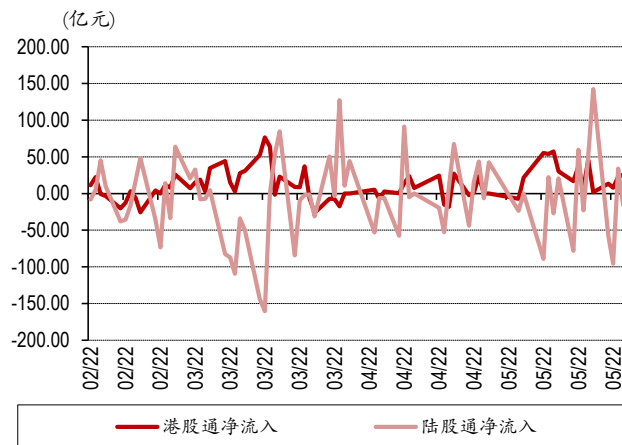
美元指数难持续走弱，新兴市场波动难下降。本周港股方面恒生指数下跌0.1%，恒生国企指数下跌0.54%，AH溢价指数下行1.16收于138.18。行业方面本周领涨的有金融业(1.59%)、公用事业(0.89%)、工业(0.42%)，跌幅靠前的有医疗保健业(-4.08%)、非必需性消费业(-2.22%)、电讯业(-1.83%)。本周南下资金总量73.25亿元，同时北上资金总量-95.8亿元。虽然欧央行加息超出市场预期导致美元指数走弱，但欧洲经济可能更快受到加息负面影响，或进一步凸显美国经济相对优势，美元指数下行有底。

图表 15. 恒指走势



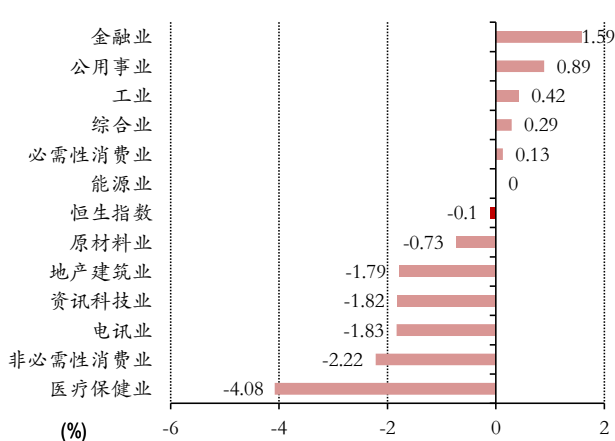
资料来源：万得，中银证券

图表 16. 陆港通资金流动情况



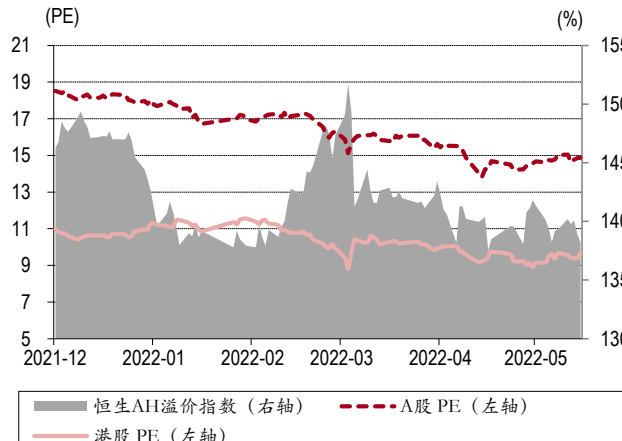
资料来源：万得，中银证券

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)

- 美联储会议纪要显示，多数与会者认为，在接下来的两次会议上，每次升息 50 个基点可能是合适的。与会者一致认为，委员会应通过提高联邦基金利率目标范围和缩小美联储资产负债表规模，迅速将货币政策立场转向中性。
- 欧洲央行官网发表该行行长拉加德题为《欧元区货币政策正常化》的文章，其中明确提出欧洲央行将在今年 7 月举行的货币政策会议上决定加息。拉加德指出，欧元区现在所面对的经济和金融环境已发生重大变化，一方面能源价格高涨造成了高通胀，同时消费和投资的低迷也使欧元区经济复苏前景不确定。在这种复杂的背景下，欧洲央行货币政策需要保持渐进性、可选择性和灵活性。

- 英国央行行长贝利表示，如果数据证明有必要加息，英国央行准备再次加息，政策制定者需要确保通胀得到控制。英国劳动力市场吃紧，而需求没有快速增长。
- 韩国央行将基准利率上调 25 个基点至 1.75%，符合市场预期。这是继 1 月和 4 月分别加息 25 个基点后韩国央行今年第三次加息，也是自去年 8 月以来第五次加息。韩国央行上调今年通胀预期，从 2 月预测的 3.1% 升至 4.5%，全年 GDP 增速预期则由 3% 下调至 2.7%。韩国央行行长表示，年内加息至 2.5% 的市场预期合理。
- 新西兰联储宣布加息 50 个基点至 2%，为 2021 年 10 月以来连续第五次加息，也是连续第二次加息 50 个基点。新西兰联储表示，力求将通胀水平控制在 1% 至 3% 的目标区间。
- 俄罗斯央行宣布，将基准利率下调 300 个基点至 11%，下调幅度大于此前市场预期的 250 个基点，因数据显示近几周俄物价上涨节奏明显放缓，以及卢布汇率回升令通胀压力缓解。展望未来，俄罗斯央行称将考虑在未来几次会议上进一步降息。
- 印尼央行将 7 天逆回购利率维持在 3.5% 不变，符合预期。印尼央行行长表示，将在 6 月将存款准备金率上调至 6%，7 月起将上调至 7.5%，从 9 月起将上调至 9%。
- 尼日利亚央行宣布加息 150 个基点，将基准贷款利率由 11.5% 上调至 13%，以控制通胀。这是自 2020 年 9 月以来该国首次调整贷款基准利率。
- 以色列央行加息 40 个基点至 0.75%，为最近逾 10 年来首次启动加息周期，且紧缩幅度超过市场预期，以期应对通胀高于央行目标。
- 巴基斯坦央行加息 150 个基点，将关键利率从 12.25% 上调至 13.75%。
- 美国一季度 GDP 增速遭下修。美国商务部公布数据，一季度美国 GDP 修正后折年率环比萎缩 1.5%，此前公布的初值为萎缩 1.4%，而市场预期为上修至萎缩 1.3%。
- 美国国会预算办公室发布报告，上调对美国经济增长的预期，预计美国 2022 年 GDP 将增长 3.1%，2023 年和 2024 年将分别增长 2.2% 和 1.5%。报告预计，2022 年美国 CPI 同比将增长 4.7%，2023 年降至 2.7%，2024 年降至 2.3%。美国国会预算办公室预计，美国 2022 年财政赤字将减少至 1 万亿美元，2021 年美国财政赤字高达 2.8 万亿美元。从 2023 年到 2032 年年均财政赤字预计约为 1.6 万亿美元；到 2032 年时，预计财政赤字将占到 GDP 的 6.1%。
- 国际金融协会（IIF）将 2022 年全球经济增长预期下调一半，理由是俄乌冲突以及美国收紧货币政策产生的经济影响。IIF 将其对今年全球 GDP 增长的预测从 4.6% 下调至 2.3%，G3（美国、欧元区和日本）今年的增长率为 1.9%。
- IMF 总裁格奥尔基耶娃再度提出全球经济面临巨大挑战的警告，并称全球经济正面临“二战以来最大的考验”。她指出，俄乌冲突导致全球经济陷入分裂的风险，目前已有超过 30 个国家限制食品、能源和其他关键商品的贸易，各国应降低贸易壁垒，以确保供应链的安全，缓解商品短缺并降低价格。
- 美国商务部数据显示，4 月份美国核心 PCE 价格指数同比上涨 4.9%，较 3 月数据 5.2% 回落 0.3 个百分点，为 2021 年 11 月以来最低增幅。4 月整体 PCE 价格指数同比上涨 6.3%，较 3 月创下的 40 年高位纪录 6.6% 回落 0.3 个百分点。
- 美国 4 月份个人支出大幅上涨，而收入仅温和增长。数据显示，美国 4 月个人消费支出环比增长 0.9%，个人收入环比增长 0.4%；储蓄率跌至仅 4.4%，为 2008 年 9 月雷曼危机以来最低水平。
- 5 月份密歇根大学消费者信心指数终值从初值 59.1 降至 58.4；4 月份的终值为 65.2。当前经济状况指标跌至 63.3，为 13 年来最低；预期指标跌至 55.2。消费者预计未来一年价格上涨 5.3%，接近 40 年高点。
- 美国商务部数据显示，4 月份商品贸易逆差收窄 15.9% 至 1059 亿美元，创出 2009 年以来最大降幅。4 月份美国商品进口额环比下降 5% 至 2799 亿美元，4 月出口额增长 3.1% 至创纪录的 1739 亿美元。

下周大类资产配置建议

4月数据显露疫情的负面影响。1-4月份，全国规模以上工业企业实现利润总额26582.3亿元，同比增长3.5%。采矿业实现利润总额5435.7亿元，同比增长1.46倍；制造业实现利润总额19819.2亿元，下降8.3%；电力、热力、燃气及水生产和供应业实现利润总额1327.3亿元，下降29.3%。在41个工业大类行业中，19个行业利润总额同比增长，20个行业下降，1个行业由亏转盈，1个行业持平。4月多地散发疫情对工业企业利润影响较大，虽然营收利润率整体是上升的，但行业之间的利润结构变化趋势没有扭转，中游制造业利率占比继续下滑，特别是在供应链受阻的情况下，工业企业资产周转率下降、存货上升，预计下一阶段将进入去库存周期。除此之外，成本不断上升的问题还在继续，4月每百元营收中成本上升的幅度较3月扩大，考虑到国际大宗商品价格仍在高位，下游需求又偏弱，预计中游利润仍将持续受挤压。

欧央行加息改变美元单边走强格局。欧洲央行官网发表该行行长拉加德题为《欧元区货币政策正常化》的文章，其中明确提出欧洲央行将在今年7月举行的货币政策会议上决定加息。5月初美联储落地加息50BP，并且指引年内利率将升至中性水平附近，同一时间海外大多数国家和地区的央行都采取了不同程度的加息跟进，欧央行是个例外，因此在欧洲经济基本面和货币政策双双落后的情况下，美元指数月内一度接近104，但随着欧洲通胀形势逐渐严峻，欧央行在5月底开始引导市场预期7月加息落地，美元指数随之回落。我们认为在乌克兰危机的直接影响下，欧央行加息难改通胀趋势，并且可能造成地区经济预期下调，因为美元依然具备明显的相对优势，当前的下行只是阶段性调整。

经济低点已现，期待拐点。4月在疫情的影响下，国内工业增加值、社零、工业企业利润同比增速转降，5月国内疫情已经环比出现改善，包括物流、生产、消费都较4月好转。虽然5月数据改善的幅度仍有不确定性，但4月是年内经济低点已经比较确定。数据之外，稳增长的政策也从5月下旬开始明显加码，我们认为在基建投资加大落实带动下，下半年经济增速将较二季度明显回升。受基建投资力度加大影响，周期品价格供需结构向好提振大宗商品价格表现；5月A股市场明显调整，上市公司二季度业绩预期下降和下半年业绩环比改善，加之海外下半年经济增速预期可能下调，凸显A股基本面优势；但是稳增长需要提高宏观杠杆率，预计下半年债券供给量上升，可能抬高利率中枢。调整大类资产配置顺序：大宗>股票>货币>债券。

风险提示：全球通胀上行过快；流动性回流美债；全球新冠疫情影响扩大。

图表 19. 本期观点 (2022.5.29)

宏观经济		本期观点	观点变化
一个月内	-	疫情冲击仍将持续	不变
三个月内	-	关注稳增长政策落地	不变
一年内	-	全球经济增速面临下调	不变
大类资产		本期观点	观点变化
股票	=	国内经济仍有比较优势，估值调整较为充分	标配
债券	-	美联储货币政策加快收紧波及全球	低配
货币	=	收益率将在2%上方波动	标配
大宗商品	+	通胀预期和供求错配推高大宗商品价格	超配
外汇	=	美联储加息超预期引起汇市震动	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 6-12 个月内超越基准指数 20%以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6-12 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 6-12 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 6-12 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6-12 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 6-12 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