

大类资产配置周报(2022.6.5)

欧洲可能成为全球经济衰退的突破口

上海6月1日起有序恢复生产生活秩序；国务院公布六个方面33项具体政策措施及分工安排。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**：5月制造业PMI为49.6，非制造业PMI为47.8。
- **要闻**：国务院公布扎实稳住经济一揽子政策措施，提出六个方面33项具体政策措施及分工安排；国家发改委等九部门印发《“十四五”可再生能源发展规划》；国家发改委、国家能源局印发《关于促进新时代新能源高质量发展的实施方案》；财政部印发《财政支持做好碳达峰碳中和工作的意见》；上海6月1日起有序恢复住宅小区出入、公共交通运营和机动车通行。

资产表现回顾

- **风险资产价格反弹**。本周沪深300指数上涨2.21%，沪深300股指期货上涨2.46%；焦煤期货本周上涨12.75%，铁矿石主力合约本周上涨11.12%；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1.71%；十年国债收益率上行5BP至2.76%，活跃十年国债期货本周下跌0.52%。

资产配置建议

- **资产配置排序**：大宗>股票>货币>债券。在主要发达国家当中，除了日本，欧央行基本是最后一个引导加息的经济体，但是相较于美、加、英、澳、新等发达国家主动加息或跟随美联储加息，欧央行加息更多是为遏制通胀压力。这可能导致欧洲成为全球经济衰退的突破口：一方面乌克兰危机对欧洲影响最为直接，明显体现在能源安全和食品价格方面，另一方面根据IMF的最新预测，2022年欧盟实际GDP同比增速2.88%，新兴和发展中欧洲实际GDP同比下降2.85%，在通胀持续且强劲上行的情况下，对欧央行加息速度和幅度的悲观预期可能被放大，进而冲击基础并不牢固的欧洲经济。从大类资产看，欧洲经济疲弱支撑美元指数走强，随着市场对全球经济的关注点从复苏转移到衰退，人民币资产将受益于经济基本面的国际比较优势，建议关注通胀和增长两条配置主线。

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 (2022.6.5)

宏观经济		本期观点	观点变化
一个月内	+	疫情冲击过去，经济复苏为主	上调↑
三个月内	=	关注稳增长政策落地	上调↑
一年内	-	能源和食品价格拖累全球经济复苏	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	超配↑
债券	-	人民币债券收益率历史分位数偏低	低配
货币	=	收益率将在2%下方波动	标配
大宗商品	+	稳增长政策改善周期品供需结构	超配
外汇	=	全球加息潮导致汇市波动加大	标配

资料来源：中银证券

相关研究报告

《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

《经济低点已现，期待拐点：大类资产配置周报》2022.5.29

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
美元资产疲弱，全球风险资产反弹.....	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：关注半年末换仓交易.....	8
债券：关注债市供给放量对收益率造成的压力.....	9
大宗商品：基建投资支撑周期品价格.....	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：欧央行加息对美元指数的影响主要在短期.....	12
下周大类资产配置建议.....	14

图表目录

本期观点 (2022.6.5)	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 (2022.6.5)	14

一周概览

美元资产疲弱，全球风险资产反弹

风险资产价格反弹。本周沪深 300 指数上涨 2.21%，沪深 300 股指期货上涨 2.46%；焦煤期货本周上涨 12.75%，铁矿石主力合约本周上涨 11.12%；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 1.71%；十年国债收益率上行 5BP 至 2.76%，活跃十年国债期货本周下跌 0.52%。

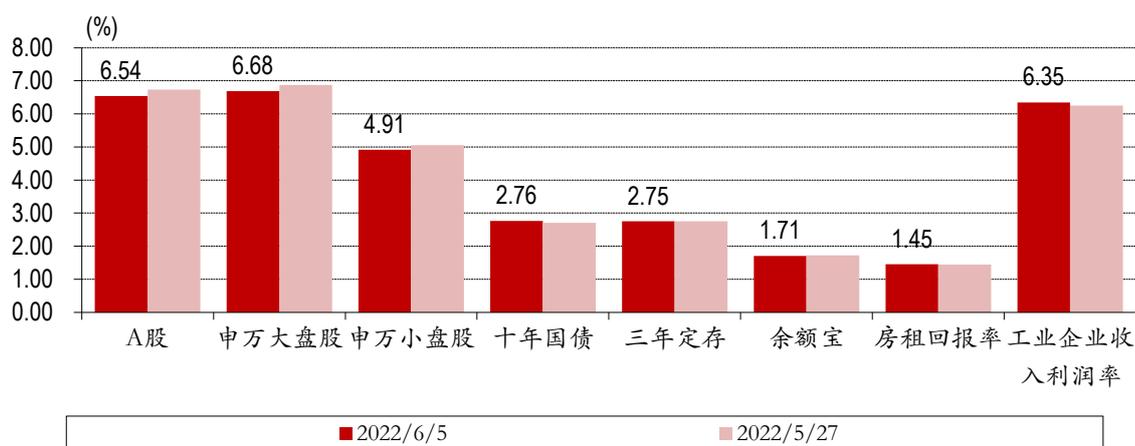
图表 1. 代表性资产一周表现和配置建议

股票	债券
沪深 300 +2.21% 沪深 300 期货 +2.46% 本期评论：估值调整较为充分 配置建议：超配	10 年国债到期收益率 2.76%/本周变动 +5BP 活跃 10 年国债期货 -0.52% 本期评论：人民币债券收益率历史分位数偏低 配置建议：低配
大宗	保守
铁矿石期货 +11.12% 焦煤期货 +12.75% 本期评论：稳增长政策改善周期品供需结构 配置建议：超配	余额宝 1.71%/本周变动 -2BP 股份制理财 3M 1.75%/本周变动 0BP 本期评论：收益率将在 2% 下方波动 配置建议：标配

资料来源：万得，中银证券

5 月制造业 PMI 反弹但仍在荣枯线下方。本周 A 股指数上涨，大盘股和小盘股估值上行幅度相当。央行在公开市场继续 0 投放，拆借利率继续维持在较低水平波动，周五 R007 利率收于 1.67%，GC007 利率收于 1.72%。本周十年国债收益率上行 5BP，周五收于 2.76%。5 月制造业 PMI 指数较 4 月明显上升，但仍未回到荣枯线上方，从细分项来看，4 月工业增加值同比增速或仍在下降区间，社零的增速虽然也较 4 月回升但仍大概率在下降区间，固投仍是支撑经济的重要支柱。

图表 2. 大类资产收益率横向比较



资料来源：万得，中银证券

美元资产价格下跌，全球风险资产价格上涨。股市方面，本周 A 股指数普涨，领涨的指数是创业板指（5.85%），涨幅靠后的指数是上证综指（2.08%）；港股方面恒生指数上涨 1.86%，恒生国企指数上涨 2.61%，AH 溢价指数上行 0.67 收于 138.85；美股方面，标普 500 指数本周下跌 1.2%，纳斯达克下跌 0.98%。债市方面，本周国内债市普跌，中债总财富指数本周下跌 0.14%，中债国债指数下跌 0.27%，金融债指数下跌 0.21%，信用债指数下跌 0.04%；十年美债利率上行 22 BP，周五收于 2.96%。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 1.71%。期货市场方面，NYMEX 原油期货上涨 4.51%，收于 120.26 美元/桶；COMEX 黄金上涨 0.14%，收于 1853.9 美元/盎司；SHFE 螺纹钢上涨 4.98%，LME 铜上涨 0.64%，LME 铝下跌 5.14%；CBOT 大豆下跌 1.89%。美元指数上涨 0.52% 收于 102.17。VIX 指数下行至 24.79。本周美元指数虽然反弹但尚未回到此前的上升趋势，美元资产价格下跌，全球风险资产价格有所表现。

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	2022/5/30 上期涨跌幅	- 本月以来	2022/6/5 今年以来
股票	000001.SH	上证综指	3,195.46	2.08	(0.52)	4.87	(12.21)
	399001.SZ	深证成指	11,628.31	3.88	(2.28)	5.51	(21.73)
	399005.SZ	中小板指	8,024.39	4.08	(1.78)	5.40	(19.64)
	399006.SZ	创业板指	2,458.26	5.85	(3.92)	6.00	(26.02)
	881001.WI	万得全 A	4,920.30	3.08	(1.21)	6.71	(16.88)
	000300.SH	沪深 300	4,089.57	2.21	(1.87)	1.83	(17.22)
债券	CBA00301.C	中债总财富指数	216.21	(0.14)	0.27	0.54	1.79
	CBA00603.C	中债国债	209.97	(0.27)	0.46	0.59	1.62
	CBA01203.C	中债金融债	216.49	(0.21)	0.29	0.50	1.44
	CBA02703.C	中债信用债	200.47	(0.04)	0.11	0.49	1.70
	885009.WI	货币基金指数	1,633.24	0.03	0.04	0.17	0.87
大宗商品	CL.NYM	NYMEX 原油	120.26	4.51	4.34	14.87	59.90
	GC.CMX	COMEX 黄金	1,853.90	0.14	0.46	(3.02)	1.38
	RB.SHF	SHFE 螺纹钢	4,788.00	4.98	(0.76)	(1.54)	11.32
	CA.LME	LME 铜	9,520.00	0.64	0.72	(2.55)	(2.06)
	AH.LME	LME 铝	2,724.00	(5.14)	(2.63)	(10.76)	(2.97)
	S.CBT	CBOT 大豆	1,699.50	(1.89)	1.60	0.88	26.90
货币	-	余额宝	1.71	-2 BP	-2 BP	-15 BP	-37 BP
	-	银行理财 3M	1.75	0 BP	-17 BP	-17 BP	-106 BP
外汇	USD.X	美元指数	102.17	0.52	(1.35)	(1.01)	6.46
	USDCNY.IB	人民币兑美元	6.68	0.49	(0.51)	(1.34)	(4.74)
	EURCNY.IB	人民币兑欧元	7.13	1.02	(2.16)	(2.48)	1.10
	JPYCNY.IB	人民币兑日元	5.14	2.71	(1.28)	(1.28)	7.15
港股	HSI.HI	恒生指数	21,082.13	1.86	(0.10)	(0.03)	(9.90)
	HSCEI.HI	恒生国企	7,267.57	2.61	(0.54)	(0.43)	(11.76)
	HSAHP.HI	恒生 AH 溢价	138.85	0.67	(1.16)	0.36	(8.15)
美国	SPX.GI	标普 500	4,108.54	(1.20)	6.58	(0.57)	(13.80)
	IXIC.GI	NASDAQ	12,012.73	(0.98)	6.84	(2.61)	(23.22)
	UST10Y.GBM	十年美债	2.96	22 BP	-4 BP	7 BP	144 BP
	VIX.GI	VIX 指数	24.79	(3.62)	(12.61)	(25.78)	43.96
	CRBFD.RB	CRB 食品	588.73	(0.64)	(0.22)	(0.37)	20.01

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）

- 5月份中国采购经理指数有所回升。国家统计局公布数据显示，5月份，制造业采购经理指数、非制造业商务活动指数和综合PMI产出指数同步回升，分别为49.6%、47.8%和48.4%，虽低于临界点，但明显高于4月2.2、5.9和5.7个百分点。数据表明近期疫情形势和国际局势变化等因素对经济运行造成较大冲击，但随着高效统筹疫情防控和经济社会发展成效显现，我国经济景气水平较4月份有所改善。
- 国务院公布扎实稳住经济一揽子政策措施，提出六个方面33项具体政策措施及分工安排。国务院要求，进一步加大增值税留抵退税政策力度，预计新增留抵退税1420亿元。今年出台的各项留抵退税政策新增退税总额达到约1.64万亿元。加快财政支出进度，加快地方政府专项债券发行使用并扩大支持范围，加大政府采购支持中小企业力度，将面向小微企业价格扣除比例由6%-10%提高至10%-20%。继续推动实际贷款利率稳中有降。提高资本市场融资效率，科学合理把握首次公开发行股票并上市（IPO）和再融资常态化；支持内地企业赴境外上市，依法依规推进符合条件平台企业赴境外上市。加快推动交通基础设施投资，支持中国国家铁路集团有限公司发行3000亿元铁路建设债券。稳定和扩大民间投资，出台支持平台经济规范健康发展具体措施，稳定增加汽车、家电等大宗消费。
- 国家发改委等九部门印发《“十四五”可再生能源发展规划》提出，“十四五”期间，我国将加快黄河几字弯、冀北、松辽等七大陆上新能源基地，藏东南、川滇黔桂两大水风光综合基地和海上风电基地集群建设，可再生能源在一次能源消费增量中的占比超过50%，可再生能源发电量在全社会用电量增量中的占比超过50%，风电和太阳能发电量实现翻倍。到2025年，可再生能源消费总量达到10亿吨标准煤左右，可再生能源年发电量达到3.3万亿千瓦时左右，地热能供暖、生物质供热、生物质燃料、太阳能热利用等非电利用规模达到6000万吨标准煤以上。
- 国家发改委、国家能源局印发《关于促进新时代新能源高质量发展的实施方案》，旨在锚定到2030年我国风电、太阳能发电总装机容量达到12亿千瓦以上的目标，加快构建清洁低碳、安全高效的能源体系。方案提出7方面21项具体政策举措，包括创新新能源开发利用模式，加快推进以沙漠、戈壁、荒漠地区为重点的大型风电光伏基地建设；加快构建适应新能源占比逐渐提高的新型电力系统；支持引导新能源产业健康有序发展；完善支持新能源发展的财政金融政策，研究探索将新能源项目纳入基础设施REITs试点支持范围等。
- 全国财政支持稳住经济大盘工作视频会议在京召开。会议要求，把稳增长放在更加突出位置，着力保市场主体以保就业保民生，努力确保二季度经济实现合理增长和失业率尽快下降。进一步加大增值税留抵退税政策力度，加快退税进度，确保上半年基本完成小型企业以及制造业等行业中型、大型企业存量留抵税额集中退还。加快财政支出进度，加紧推进已纳入年度计划安排的重大工程建设。加快地方政府专项债券发行使用并扩大支持范围，确保今年新增专项债券在6月底前基本发行完毕，力争在8月底前基本使用完毕。积极扩大有效投资，进一步加快下达预算；促进居民消费持续恢复，进一步提振汽车消费。
- 财政部印发《财政支持做好碳达峰碳中和工作的意见》，以支持实现碳达峰工作为侧重点，提出综合运用财政资金引导、税收调节、多元化投入、政府绿色采购等政策措施做好财政保障工作。《意见》明确，重点支持构建清洁低碳安全高效的能源体系、重点行业领域绿色低碳转型、绿色低碳科技创新和基础能力建设、绿色低碳生活和资源节约利用、碳汇能力巩固提升、完善绿色低碳市场体系等六大方面。其中提出，大力支持发展新能源汽车，完善充换电基础设施支持政策，稳妥推动燃料电池汽车示范应用工作。
- 银保监会日前下发《加强保险机构资金运用关联交易监管工作有关事项通知》，要求强力整治保险机构大股东或实际控制人、内部人等关联方通过关联交易挪用、侵占、套取保险资金，输送利益，转移财产，规避监管，隐匿风险等，坚持零容忍、重处罚、严监管，坚决遏制资金运用违法违规关联交易，推动保险行业高质量发展。
- 财政部印发《资产管理产品相关会计处理规定》，针对资管产品的特殊性作出规范，其中包括：明确资管产品具有有限寿命本身不影响持续经营假设的成立，豁免现金流量表编制要求，允许货币市场基金、现金管理类理财产品等继续按照相关监管规定采用影子定价和偏离度控制确定金融资产的公允价值等。

- 央行、外汇局解读国务院常务会部署扎实稳住经济的有关金融政策表示，央行、外汇局将靠前发力，适当加力，继续加大稳健货币政策实施力度，营造良好的货币金融环境，与有关部门齐心协力，推动一揽子政策尽快落地，发挥好稳住经济和助企纾困的政策效应，保持经济运行在合理区间。一是增强信贷总量增长的稳定性；二是突出金融支持重点领域，从二季度起央行通过普惠小微贷款支持工具提供的激励资金比例由 1% 提高到 2%；三是继续推动降低企业融资成本。
- 农业农村部等 11 个部门联合印发《统筹新冠肺炎疫情防控和“菜篮子”产品保供稳价工作指南》指出，严禁以疫情防控为由，擅自设卡拦截、随意断路封村，不让农民下地种田、限制农机通行作业、限制“菜篮子”产品运输、分销、配送，影响“菜篮子”产品市场稳定。
- 工信部联合有关部门印发通知，正式开展新一轮新能源汽车下乡活动，后续还将组织家电、绿色建材下乡等活动，进一步促进大宗商品消费。工信部表示，有信心、有决心、有恒心，全力以赴推动工业经济企稳回升。商务部表示，支持新能源汽车购买使用，破除新能源汽车市场地方保护，深入开展新能源汽车下乡活动，积极支持充电设施建设。名单显示，26 家车企参与本轮新能源汽车下乡活动，比亚迪、一汽、上汽、广汽、长城等多家车企及多款车型均在名单之列。
- 一批重磅新规 6 月起开始实施，其中包括：《电力可靠性管理办法（暂行）》施行，严禁发生非不可抗力拉闸限电；外贸企业办理出口退税将更便利；白酒“新国标”正式实施，明确白酒不得使用非谷物食用酒精和食品添加剂；固体饮料不得暗示治疗保健功能；6 月 10 日前核酸检测、抗原检测进一步降价；火车票预售期重大调整，铁路客票预售期将调整为 15 天（含当天）。
- 财政部发布通知，进一步加大政府采购支持中小企业力度。提高政府采购工程面向中小企业预留份额，超过 400 万元工程采购项目中适宜由中小企业提供的，在坚持公开公正、公平竞争原则和统一质量标准前提下，2022 年下半年面向中小企业预留份额由 30% 以上阶段性提高至 40% 以上。
- 上海市政府发布《上海市加快经济恢复和重振行动方案》，包括 8 个方面、50 条政策措施。根据行动方案，上海将于 6 月 1 日起取消企业复工复产审批制度，同时出台系列政策稳外资、促消费、扩投资。上海将为市场主体减负，除减免房租外，还将对符合条件的企业减免房产税和城镇土地使用税，对非居民用户给予 3 个月应缴水费、电费、天然气费 10% 财政补贴。上海将以大宗消费为抓手，年内新增非营业性客车牌照额度 4 万个，按照国家政策要求阶段性减征部分乘用车购置税，对置换纯电动汽车的个人消费者给予一次性 1 万元补贴，支持大型商贸企业和电商平台发放消费优惠券，支持文创、旅游、体育产业发展，大力促进消费加快恢复。
- 上海市新冠肺炎疫情防控工作领导小组办公室发布通告，6 月 1 日零时起，有序恢复住宅小区出入、公共交通运营和机动车通行。除中高风险地区 and 封控区、管控区外，各区、各街镇及各居村委、业委会、物业公司等，不得以任何理由限制居住本社区的居民出入。
- 鉴于 5 月下旬以来南方持续降雨，6 月 4 日至 6 日仍将有强降雨，并与前期强降雨区叠加度高，经综合研判和应急会商，中国气象局将重大气象灾害（暴雨）应急响应状态提升为 III 级。

大类资产表现

A股：关注半年末换仓交易

关注下半年有内需支撑的行业。本周市场指数普涨，领涨的指数包括创业板指（5.85%）、中小板指（4.08%）、深证成指（3.88%），下跌的指数仅有上证红利（-1.09%）。行业方面分化，领涨的行业有汽车（7.22%）、电子元器件（7.08%）、电力设备（6.86%），领跌的行业有煤炭（-2.75%）、房地产（-2.48%）、建筑（-1.68%）。本周周期品行业和房地产产业链有所下跌，下半年外需可能出现回落，稳增长更多依靠内需。

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 (%)	
创业板指	5.85	汽车	7.22	次新股指数	9.48
中小板指	4.08	电子元器件	7.08	智能汽车指数	8.73
深证成指	3.88	电力设备	6.86	共享汽车指数	8.46
上证 180	1.40	建筑	(1.68)	海绵城市指数	(0.70)
上证 50	0.99	房地产	(2.48)	装配式建筑指数	(1.45)
上证红利	(1.09)	煤炭	(2.75)	福建自贸区指数	(1.80)

资料来源：万得，中银证券

A股一周要闻（新闻来源：万得）

- 风电、光伏 | 国家发改委等九部门印发《“十四五”可再生能源发展规划》提出，“十四五”期间，我国将加快黄河几字弯、冀北、松辽等七大陆上新能源基地，藏东南、川滇黔桂两大水风光综合基地和海上风电基地集群建设，可再生能源在一次能源消费增量中的占比超过 50%，可再生能源发电量在全社会用电量增量中的占比超过 50%，风电和太阳能发电量实现翻倍。
- 风电、光伏 | 国家发改委、国家能源局印发《关于促进新时代新能源高质量发展的实施方案》，旨在锚定到 2030 年我国风电、太阳能发电总装机容量达到 12 亿千瓦以上的目标，加快构建清洁低碳、安全高效的能源体系。方案提出 7 方面 21 项具体政策举措。
- 冷链物流 | 6 月 1 日，商务部、国家邮政局等八部门发布关于加快贯通县乡村电子商务体系和快递物流配送体系有关工作的通知。
- 汽车 | 5 月 31 日，财政部、税务总局发布《关于减征部分乘用车车辆购置税的公告》（以下简称公告），其中明确将对购置日期在 2022 年 6 月 1 日至 2022 年 12 月 31 日期间内且单车价格（不含增值税）不超过 30 万元的 2.0 升及以下排量乘用车，减半征收车辆购置税。
- 新能源汽车 | 财政部印发《财政支持做好碳达峰碳中和工作的意见》，以支持实现碳达峰工作为侧重点，提出综合运用财政资金引导、税收调节、多元化投入、政府绿色采购等政策措施做好财政保障工作。
- 基建 | 5 月 31 日，国务院印发《扎实稳住经济的一揽子政策措施》，其中在稳投资促消费方面，提出加快推动交通基础设施投资，支持中国国家铁路集团有限公司发行 3000 亿元铁路建设债券。另外，铁路部门决定自 2022 年 6 月 1 日起，将铁路客票预售期调整为 15 天。
- 基建 | 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。全国首批保障性租赁住房 REITs 项目正式申报。其中，中金厦门安居保障性租赁住房 REIT 在上交所申报，基金管理人为中金基金。红土创新深圳人才安居保障性租赁住房 REIT 在深交所申报，基金管理人为红土创新基金。
- 环保 | 住房和城乡建设部等六部门日前联合发布的《关于进一步加强农村生活垃圾收运处置体系建设管理的通知》提出，到 2025 年农村生活垃圾无害化处理水平明显提升，有条件的村庄实现生活垃圾分类、源头减量，各省（区、市）住房和城乡建设等部门于 2022 年 6 月底前研究制定本地区农村生活垃圾收运处置体系建设管理量化工作目标。

债券：关注债市供给放量对收益率造成的压力

稳增长的政策需要资金来源，政府债发行和支持纾困行业发债都将明显增加债券市场供给。十年期国债收益率周五收于 2.76%，本周上行 5BP，十年期国开债收益率周五收于 2.99%，较上周五上行 6BP。本周期限利差上行 2BP 至 0.8%，信用利差上行 5BP 至 0.51%。

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

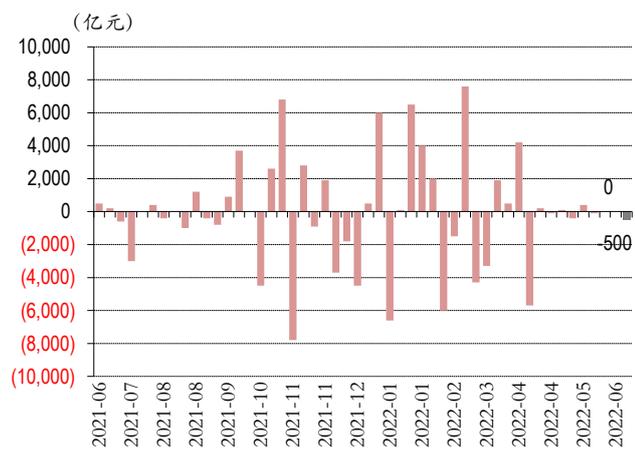
图表 6. 信用利差和期限利差



资料来源：万得，中银证券

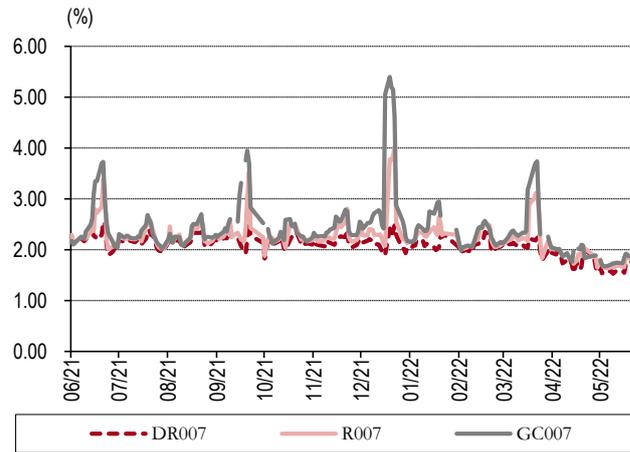
拆借利率继续维持在较低水平。本周央行在公开市场继续 0 投放，拆借利率维持在较低水平波动，周五 R007 利率收于 1.67%，交易所资金 GC007 利率收于 1.72%。预计 6 月拆借利率将整体维持平稳波动，并且考虑到稳增长的政策接下来要加大落地，债市发行量或将明显上升，预计宽货币的政策导向至少在三季度当中将持续。

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)

- 国务院表示，继续支持和鼓励金融机构发行金融债券，建立“三农”、小微企业、绿色、双创金融债券绿色通道，为重点领域企业提供融资支持。督促指导银行间债券市场和交易所债券市场各基础设施全面梳理收费项目，对民营企业债券融资交易费用能免尽免，进一步释放支持民营企业信号。
- 首批保障性租赁住房 REITs 项目——红土创新深圳人才安居保障性租赁住房封闭式基础设施证券投资基金和中金厦门安居保障性租赁住房封闭式基础设施证券投资基金也已分别在深交所和上交所申报，正式进入项目审核阶段。

大宗商品：基建投资支撑周期品价格

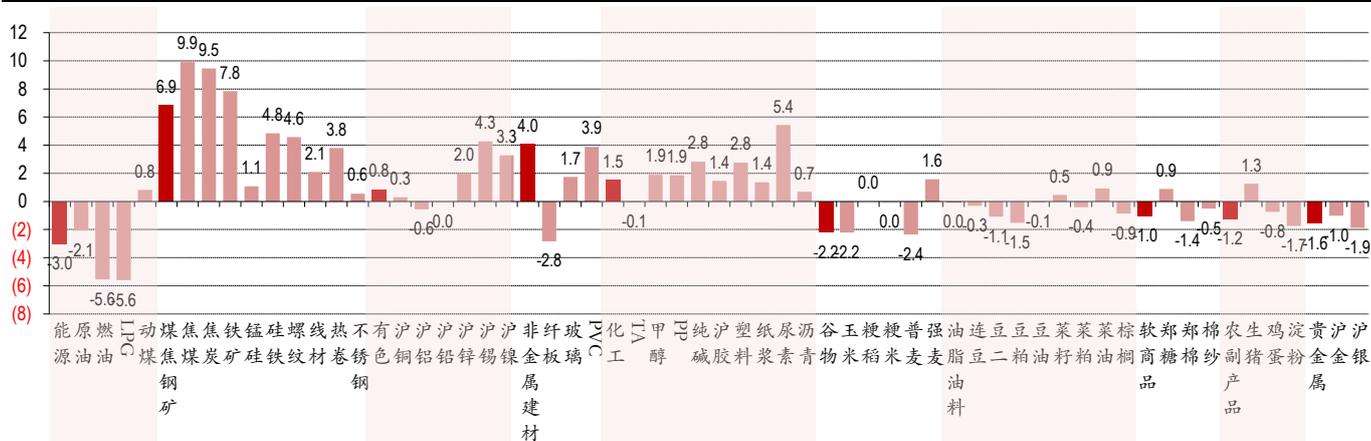
周期品价格继续上涨。本周商品期货指数上涨 1.6%。从各类商品期货指数来看，上涨的有煤焦钢矿（6.86%）、非金属建材（4.05%）、化工（1.53%）、有色金属（0.84%），下跌的有油脂油料（-0.03%）、贵金属（-1.56%）、谷物（-2.2%）、能源（-3.04%）。各期货品种中，本周涨幅较大的大宗商品有焦煤（9.91%）、焦炭（9.45%）、铁矿（7.83%），跌幅靠前的则有 LPG（-5.6%）、燃油（-5.55%）、纤板（-2.83%）。三季度基建投资加大落地的方向确定性较强，周期品价格受益，关注影响投资的意外因素冲击。

图表 9. 大宗商品本周表现

商品 +1.6%	能源 -3.04%	煤焦钢矿 +6.86%
有色金属 +0.84%	非金属建材 +4.05%	化工 +1.53%
谷物 -2.2%	油脂油料 -0.03%	贵金属 -1.56%

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

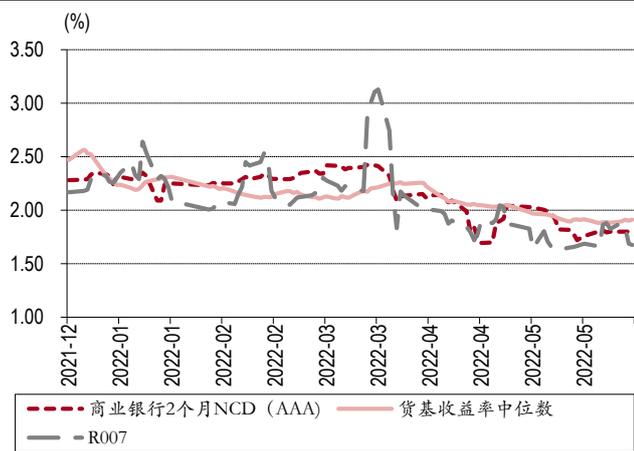
大宗商品一周要闻 (新闻来源：万得)

- 欧佩克下调 2022 年全球石油过剩预期，预计 2022 年石油供应过剩 140 万桶/日，此前为 190 万桶/日。
- OPEC+ 决定在七月增产 64.8 万桶/天，较此前的 43.2 万桶/天显著上升。欧佩克代表们表示，增产的配额将按照以往的方式在成员之间按比例分配。
- 欧盟 27 个成员国同意终止俄罗斯石油海运进口，通过管道交付的俄石油将继续流动。欧佩克代表称，尽管对俄罗斯石油实施禁令，欧佩克+可能继续增产计划。
- 美国能源信息署 (EIA)：3 月美国原油和石油产品供应量增至 2050 万桶/日，为去年 12 月以来的最高水平。美国至 5 月 27 日当周 API 原油库存减少 118.1 万桶，预期减少 6.7 万桶，前值增加 56.7 万桶。
- 俄罗斯政府将矿物肥料出口配额生效期延长到 2022 年年底，氮肥的配额略多于 830 万吨，复合肥的配额略多于 590 万吨。
- 印尼将 6 月毛棕榈油出口参考价上调至 1700.12 美元/吨，5 月为 1657.39 美元/吨；毛棕榈油出口税维持在 200 美元/吨不变，出口专项税维持在 375 美元/吨不变。
- 乌克兰农业部日前表示，乌克兰 2022 年春季作物播种几乎结束，但播种面积比 2021 年减少 22%，其中春大麦播种同比下降 31%，玉米播种同比下降 14%。
- 农忙叠加疫情因素影响，部分地区水泥市场需求下滑，企业销售压力较大，为抢占淡季市场份额，水泥企业降价。玻璃市场新一轮涨价潮来袭。
- 我国相关机构近日已从巴西订购 25 万至 40 万吨玉米。

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1.71%；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1.91%。本周货币基金中位数收益率小幅上行，预计6月末之前仍将季节性释放收益，但上行幅度或较为有限，且拉长周期看回落趋势不改。

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

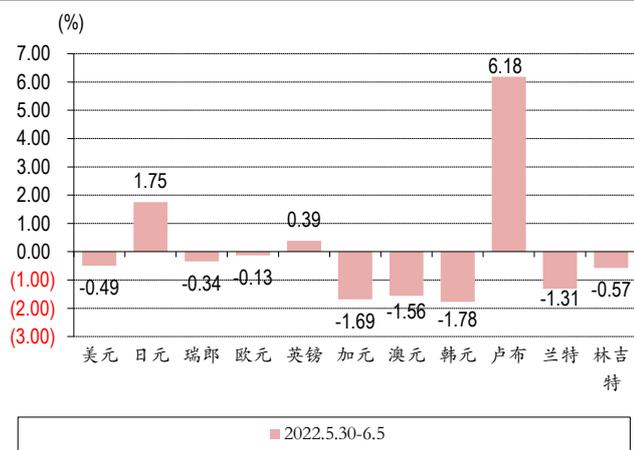


资料来源：万得，中银证券

外汇：人民币汇率波动加大

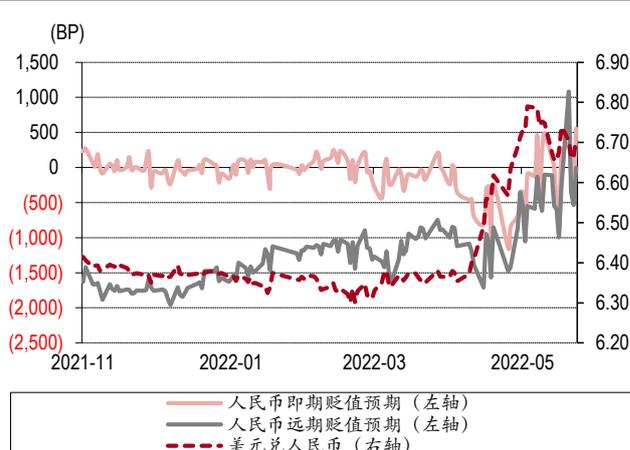
人民币兑美元中间价本周上行329BP，至6.7095。本周人民币对卢布(6.18%)、日元(1.75%)、英镑(0.39%)升值，对欧元(-0.13%)、瑞郎(-0.34%)、美元(-0.49%)、林吉特(-0.57%)、兰特(-1.31%)、澳元(-1.56%)、加元(-1.69%)、韩元(-1.78%)贬值。人民币汇率在6.70附近波动加大。

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)

- 国家外汇局发布通知，进一步拓宽企业跨境融资渠道，允许上海市分局等试点分局开展高新技术和“专精特新”企业跨境融资便利化试点，允许符合条件相关企业一定额度内自主借用外债。前期已开展试点的分局辖内符合条件高新技术和“专精特新”企业，可在不超过等值1000万美元额度内自主借用外债。

港股：欧央行加息对美元指数的影响主要在短期

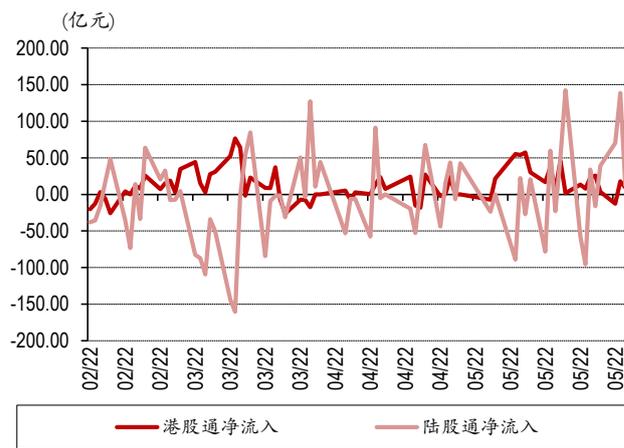
美元指数的弱势或主要集中在三季度。本周港股方面恒生指数上涨 1.86%，恒生国企指数上涨 2.61%，AH 溢价指数上行 0.67 收于 138.85。行业方面本周领涨的有公用事业（6.45%）、金融业（5.87%）、非必需性消费（5.74%），跌幅靠前的有能源业（-1.48%）、地产建筑业（-0.93%）、电讯业（-0.43%）。本周南下资金总量 24.12 亿元，同时北上资金总量 292.45 亿元。欧央行的加息引导越发明朗，预计 7 月将落地，货币政策的相对优势减小将主导美元指数在三季度偏弱，但整体仍是下行有底，四季度美国的经济基本面优势将扩大，预计届时美元指数将重新走强。

图表 15. 恒指走势



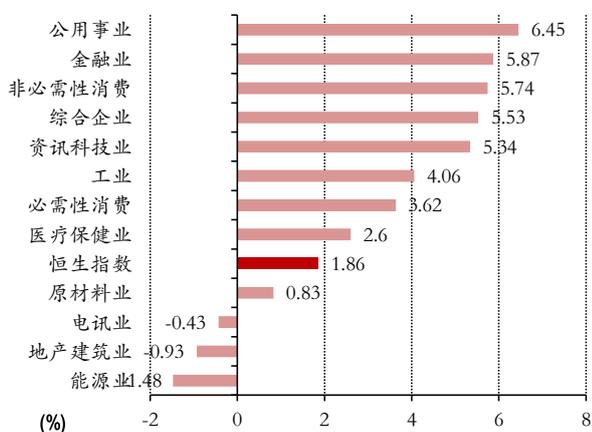
资料来源：万得，中银证券

图表 16. 陆港通资金流动情况



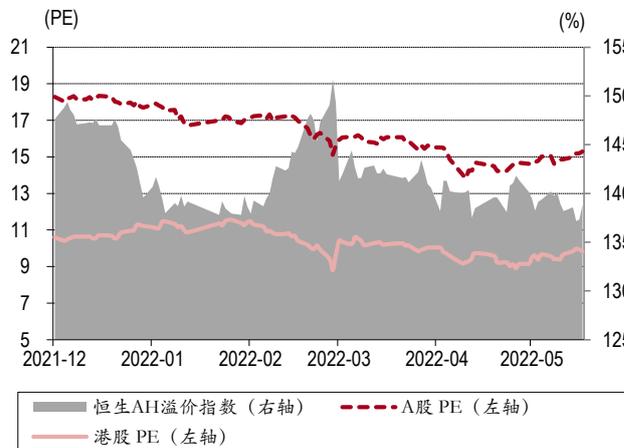
资料来源：万得，中银证券

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)

- 美联储经济状况褐皮书：所有 12 个联邦储备地区都报告了持续的经济增长，大多数地区显示略有或温和增长；四个地区显示经济温和增长；大多数地区指出，他们的联系人报告了强劲的价格上涨，尤其是投入价格。
- 美国总统拜登与美联储主席鲍威尔及财政部长耶伦会面，讨论通货膨胀问题。美国总统拜登表示，需要从复苏过渡到稳定增长，并强调尊重美联储的独立性，还指出美联储将使用其政策工具来应对物价上涨。耶伦承认，她在 2021 年预测通货膨胀率上升不会构成持续麻烦时做出了错误的判断，称没有完全理解当时的情况，而且还出现了一些意料之外的冲击使情况更加恶化。耶伦还警告，不能排除进一步的通胀冲击。

- 美联储副主席布雷纳德表示，市场对6月和7月各加息50基点的预期似乎是合理的，现在很难找到9月份暂停升息的理由。布雷纳德指出，很难准确预测通胀何时会下降，但美联储的工具已经开始产生预期的效果；金融环境已普遍大幅收紧。
- 加拿大央行宣布加息50个基点至1.5%，旨在努力控制通胀，避免价格上涨失控。这也是该行连续第二次加息50个基点。加拿大央行同时警告称，如有必要将采取“更强有力”措施，以实现2%通胀目标。
- 日本央行行长黑田东彦表示，将继续坚持强有力的货币宽松政策，以帮助经济从低迷状态中复苏。对任何有关退出刺激政策的建议不予理会。黑田东彦指出，不认为日本央行的货币政策是日元迅速走软的原因，日元正从近期“不受欢迎”的迅速走软中恢复稳定，目前形势正在改善。
- 孟加拉央行将回购利率提高25个基点至5%。
- 欧盟6月1日消息称，因匈牙利反对，原本计划在当天正式获批的欧盟第六轮对俄制裁方案无法如期通过。在刚刚结束的欧盟特别峰会上，欧盟各国领导人原则上就欧盟第六轮对俄制裁方案达成共识，其中包括对俄石油实施“部分禁运”。根据欧盟规则，各成员国驻欧盟代表还需将此政治共识落实为法律文本，在此基础上，新一轮对俄制裁方案才能正式生效。
- 日本政府在内阁会议上敲定2022年版《制造业白皮书》，要求强化日本半导体竞争力，并在可进行大量数据通信的第五代（5G）移动通信系统以及可急速提升计算处理速度量子计算机等数字技术方面提升竞争力。
- 韩国政府公布民生稳定方案，将在生活·菜篮子价格、教育·通信等生活费、中产阶级·普通老百姓的住房稳定三大领域推进10个保民生项目。住房方面，政府决定将面向仅持一套房产业主征收的保有税（财产税和综合不动产税）降至2020年水平。
- 据央视新闻，俄罗斯联邦储蓄银行（Sberbank）表示，目前处于正常运行状态，被排除在环球银行间金融通信协会（SWIFT）支付系统之外不会影响其国际结算。
- 受俄乌冲突影响，能源市场持续动荡，食品价格飙升，欧元区5月CPI初值同比上涨8.1%，再创新高；能源价格同比上涨39.2%，是推升通胀主因。
- 法国第一季度GDP终值同比上升4.5%，预期及初值均为5.3%；环比下降0.2%，预期及初值均为持平。法国5月CPI同比上涨5.2%，预期5%，前值4.8%；PPI上涨27.8%，前值26.5%。
- 德国联邦统计局初步数据显示，在能源和食品价格飙升的推动下，德国5月份CPI同比攀升至7.9%，高于市场预期的7.6%，刷新1990年两德统一后的最高纪录。德国财政部长Christian Lindner在数据公布前不久称，控制价格飙升是“首要任务”，同时主张终结扩张性的财政政策。
- 越南5月出口同比增长16.4%，预期25.6%；进口增长12.9%，预期15.0%；贸易逆差17.3亿美元，预期盈余4亿美元。
- 世卫组织发布疾病信息通报，5月13日至26日期间，已有23个非猴痘流行国家和地区向世卫组织上报了257例猴痘确诊病例，还有约120例疑似病例。世卫组织预计，随着监测范围的扩大，还将发现更多猴痘病例。病毒可能已传播了数周或更长时间而未被发现，且存在广泛的人际传播。世卫组织将猴痘的全球公共卫生风险评估为中等。
- 据央视财经，俄罗斯工业和贸易部表示，俄罗斯在今年年底前将限制氟气等惰性气体的出口，以回应欧盟此前针对该国半导体出口方面的限制。氟气、氦气、氙气等惰性气体是芯片制造过程中不可或缺的原材料。而据相关估计，俄罗斯惰性气体供应量占全球供应总量的30%。
- 德国联邦议院在经过4天的辩论之后，正式投票通过了联邦内阁政府2022年度的财政预算。根据此前联邦财政部提出的预算草案，本年度德国政府的财政预算高达4960亿欧元，其中债务总额达到1389亿欧元，为两德统一以来历史第二高的债务。
- 韩国统计局公布数据，由于能源价格高企，韩国5月消费者价格指数同比上涨5.4%，高于4月份的4.8%，创近14年来新高。
- 据欧盟消息称，在因匈牙利的反对而推迟一天后，欧盟27个成员国正式批准第六轮对俄制裁方案。预计相关制裁措施将于次日正式生效。

下周大类资产配置建议

5月经济复苏趋势符合预期但幅度明显偏弱。5月份，制造业采购经理指数、非制造业商务活动指数和综合PMI产出指数同步回升，分别为49.6%、47.8%和48.4%，虽低于临界点，但明显高于4月2.2、5.9和5.7个百分点。从细项来看，制造业PMI中生产环节环比4月显著好转，以生产为核心，订单和进货也有明显改善，但销售环节明显偏弱，不仅产成品库存环比4月下降且落入荣枯线下方，出厂价格也较4月大幅下行并降至荣枯线下方。目前看来，制造业可能即将进入去库存周期，考虑到原材料购进价格继续上升但出厂价格下降的情况，需要关注后续生产端的恢复斜率。非制造业PMI受疫情影响仍在荣枯线下方，关注服务业从业人员较4月继续下降的情况，以及疫情叠加毕业季对失业率的后续影响。

防通胀是欧美央行的首要任务。本周加拿大央行宣布加息50个基点至1.5%，旨在努力控制通胀，避免价格上涨失控，加拿大央行同时警告称，如有必要将采取“更强有力”措施，以实现2%通胀目标；欧央行此前也表示将于6月讨论加息并将于7月落地，在欧央行引导市场预期加息之后，市场部分投资者对于2023年欧央行加息的幅度已经升至100BP以上；数据方面，5月法国CPI同比上涨5.2%，前值4.8%，德国CPI同比7.9%，刷新1990年两德统一后的最高纪录，欧元区5月CPI初值同比上涨8.1%，再创新高。美国CPI同比增速已于4月下行，但欧洲在乌克兰危机的直接影响下，能源和食品价格居高不下，考虑到欧洲经济尚未从疫情中恢复，叠加通胀和加息，可能导致出现衰退迹象。

欧洲可能成为全球经济衰退的突破口。在主要发达国家当中，除了日本，欧央行基本是最后一个引导加息的经济体，但是相较于美、加、英、澳、新等发达国家主动加息或跟随美联储加息，欧央行加息更多是为遏制通胀压力。这可能导致欧洲成为全球经济衰退的突破口：一方面乌克兰危机对欧洲影响最为直接，明显体现在能源安全和食品价格方面，另一方面根据IMF的最新预测，2022年欧盟实际GDP同比增速2.88%，新兴和发展中欧洲实际GDP同比下降2.85%，在通胀持续且强劲上行的情况下，对欧央行加息速度和幅度的悲观预期可能被放大，进而冲击基础并不牢固的欧洲经济。从大类资产看，欧洲经济疲弱支撑美元指数走强，随着市场对全球经济的关注点从复苏转移到衰退，人民币资产将受益于经济基本面的国际比较优势，建议关注通胀和增长两条配置主线。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 (2022.6.5)

宏观经济		本期观点	观点变化
一个月内	+	疫情冲击过去，经济复苏为主	上调
三个月内	=	关注稳增长政策落地	上调
一年内	-	能源和食品价格拖累全球经济复苏	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	超配
债券	-	人民币债券收益率历史分位数偏低	低配
货币	=	收益率将在2%下方波动	标配
大宗商品	+	稳增长政策改善周期品供需结构	超配
外汇	=	全球加息潮导致汇市波动加大	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