

大类资产配置周报 (2022.7.24)

欧央行加息, 点燃衰退风险引线

欧央行加息 50BP 超出市场预期; 欧洲 7 月制造业 PMI 初值落入荣枯线下方。
 大类资产配置顺序: 股票 > 大宗 > 货币 > 债券。

宏观要闻回顾

- **经济数据:** 无。
- **要闻:** 总理出席世界经济论坛全球企业家视频特别对话会表示, 不会为过高增长目标而出台超大规模刺激措施、超发货币、预支未来; 银保监会表示, 将始终坚持“房住不炒”定位, 支持地方更加有力推动“保交楼、保民生、保稳定”工作。

资产表现回顾

- **人民币资产以波动为主。** 本周沪深 300 指数下跌 0.24%, 沪深 300 股指期货下跌 0.38%; 焦煤期货本周下跌 6.38%, 铁矿石主力合约本周下跌 0.08%; 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 6BP 至 1.51%; 十年国债收益率持平于 2.79%, 活跃十年国债期货本周上涨 0.18%。

资产配置建议

- **资产配置排序: 股票 > 大宗 > 货币 > 债券。** 欧央行 7 月超预期落地加息 50BP, 市场对此反应不一: 美股美债上涨, 美元下跌; 欧洲债市分化, 核心国家如英法德国债收益率下降, 但意大利、西班牙国债利率上升; 国际油价下跌, 黄金价格上涨。从资产价格走向看, 欧央行超预期的加息幅度影响下, 国际投资者避险情绪升温, 但短时未出现加速流向美元资产的情况。我们认为欧央行大幅加息是为抑制当前的高通胀形势, 但欧洲通胀根源一则来自国际能源价格高企, 除此之外, 食品、居住、交通、服务价格同比也高增, 货币政策收紧只能通过抑制需求改善供求结构进而压低通胀, 但欧洲自 2007 年以来先后受次贷危机、欧债危机、新冠疫情冲击影响, 企业部门和政府部门杠杆率都处于较高水平, 加息同样也会造成企业和政府再融资成本大幅上升, 特别是欧元区非核心国家首当其冲。在全球大多数经济体处于加息通道的情况下, 资产的国际比较优势来自经济软着陆的能力和发展的韧性, 看好人民币资产比较优势。

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 (2022.7.24)

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	不变
三个月内	=	关注稳增长政策落地	不变
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

《全球资本市场预期重塑: 大类资产配置周报》
 2022.6.19

《国内或将进入为期两个月的政策观望期: 大类资产配置周报》
 2022.6.26

《加大内部与对外人员流动或是三季度看点: 大类资产配置周报》
 2022.7.3

《海外预期衰退, 国内防范通胀: 大类资产配置周报》
 2022.7.10

《海外衰退风声日紧, 国内增长仍有韧性: 大类资产配置周报》
 2022.7.17

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
欧央行加息落地，美元指数调整.....	4
要闻回顾和数据解读（新闻来源：万得）.....	6
大类资产表现	7
A股：成长股仍受追捧.....	7
债券：短期内经济走弱预期主导利率在较低水平.....	8
大宗商品：价格反弹.....	9
货币类：货基收益率中位数持续下行.....	10
外汇：人民币汇率仍有贬值倾向.....	10
港股：欧元走强难持续.....	11
下周大类资产配置建议	13
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。.....	13

图表目录

本期观点 (2022.7.24)	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	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 (2022.7.24)	13

一周概览

欧央行加息落地，美元指数调整

人民币资产以波动为主。本周沪深 300 指数下跌 0.24%，沪深 300 股指期货下跌 0.38%；焦煤期货本周下跌 6.38%，铁矿石主力合约本周下跌 0.08%；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 6BP 至 1.51%；十年国债收益率持平于 2.79%，活跃十年国债期货本周上涨 0.18%。

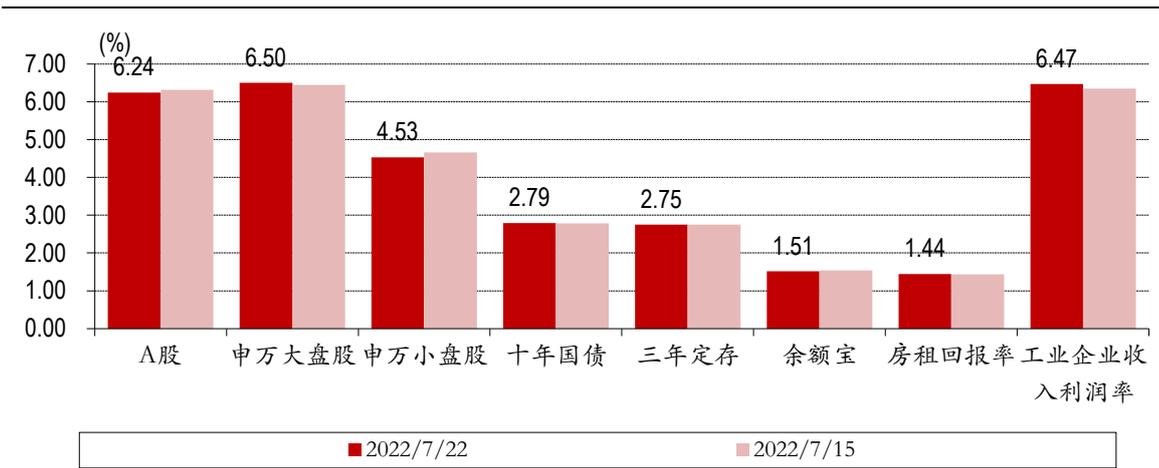
图表 1. 代表性资产一周表现和配置建议

股票	债券
沪深 300 -0.24% 沪深 300 期货 -0.38% 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 2.79%/本周变动 0BP 活跃 10 年国债期货 +0.18% 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 -0.08% 焦煤期货 -6.38% 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 1.51%/本周变动 -6BP 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

央行在公开市场净投放。本周 A 股指数分化，大盘股和小盘股估值也分化，大盘股估值小幅下跌，小盘股估值上升。本周央行在公开市场净投放 130 亿元，拆借利率维持在较低水平震荡，周五 R007 利率收于 1.57%，GC007 利率收于 1.73%。本周十年国债收益率持平，周五收于 2.79%。虽然市场仍在等待政治局会议对下半年经济工作的定调，但本周受到国务院领导人讲话的影响，市场对下半年宏观政策不加码的预期开始升温，并且一定程度上认为这一表态可能相当于提示全年经济增长目标下调。

图表 2. 大类资产收益率横向比较



资料来源: 万得, 中银证券

美元指数调整。股市方面，本周 A 股指数明显分化，领涨的指数是万得全 A (1.31%)，领跌的指数是中小板指 (-1.11%)；港股方面恒生指数上涨 1.53%，恒生国企指数上涨 2.14%，AH 溢价指数下行 0.43 收于 144.85；美股方面，标普 500 指数本周上涨 2.55%，纳斯达克上涨 3.33%。债市方面，本周国内债市普涨，中债总财富指数本周上涨 0.18%，中债国债指数上涨 0.18%，金融债指数上涨 0.19%，信用债指数上涨 0.17%；十年美债利率下行 16 BP，周五收于 2.77%。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 6 BP，周五收于 1.51%。期货市场方面，NYMEX 原油期货下跌 2.56%，收于 95.09 美元/桶；COMEX 黄金上涨 1.27%，收于 1725.3 美元/盎司；SHFE 螺纹钢上涨 4.29%，LME 铜上涨 2.77%，LME 铝上涨 4.95%；CBOT 大豆下跌 2.16%。美元指数下跌 1.32% 收于 106.55。VIX 指数下行至 23.03。本周受欧央行超预期加息 50BP 影响，美元指数有所下跌，但我们认为美元指数当前仅是调整，经济基本面仍是后续主导因素。

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	2022/7/18 上期涨跌幅	- 本月以来	2022/7/22 今年以来
股票	000001.SH	上证综指	3,269.97	1.30	(3.81)	(3.79)	(10.16)
	399001.SZ	深证成指	12,394.02	(0.14)	(3.47)	(3.89)	(16.58)
	399005.SZ	中小板指	8,415.34	(1.11)	(4.27)	(4.71)	(15.73)
	399006.SZ	创业板指	2,737.31	(0.84)	(2.03)	(2.61)	(17.62)
	881001.WI	万得全 A	5,227.07	1.31	(3.00)	(2.40)	(11.70)
	000300.SH	沪深 300	4,238.23	(0.24)	(4.07)	(5.50)	(14.21)
债券	CBA00301.C	中债总财富指数	217.34	0.18	0.26	0.48	2.32
	CBA00603.C	中债国债	210.94	0.18	0.42	0.52	2.10
	CBA01203.C	中债金融债	217.73	0.19	0.32	0.50	2.02
	CBA02703.C	中债信用债	201.63	0.17	0.17	0.41	2.29
	885009.WI	货币基金指数	1,637.29	0.03	0.03	0.10	1.12
大宗商品	CL.NYM	NYMEX 原油	95.09	(2.56)	(6.89)	(10.09)	26.43
	GC.CMX	COMEX 黄金	1,725.30	1.27	(2.05)	(4.54)	(5.65)
	RB.SHF	SHFE 螺纹钢	3,863.00	4.29	(14.95)	(11.70)	(10.18)
	CA.LME	LME 铜	7,389.50	2.77	(8.08)	(10.52)	(23.98)
	AH.LME	LME 铝	2,459.00	4.95	(3.96)	0.55	(12.41)
	S.CBT	CBOT 大豆	1,313.25	(2.16)	(3.63)	(9.93)	(1.94)
货币	-	余额宝	1.51	-6 BP	-9 BP	-9 BP	-56 BP
	-	银行理财 3M	1.75	0 BP	0 BP	0 BP	-106 BP
外汇	USDX.FX	美元指数	106.55	(1.32)	1.02	1.76	11.03
	USDCNY.IB	人民币兑美元	6.77	0.02	(0.92)	(1.07)	(6.16)
	EURCNY.IB	人民币兑欧元	6.87	(1.30)	(0.21)	1.60	4.70
	JPYCNY.IB	人民币兑日元	4.92	(0.88)	1.33	(0.10)	11.13
港股	HSI.HI	恒生指数	20,609.14	1.53	(6.57)	(5.72)	(11.92)
	HSCEI.HI	恒生国企	7,106.70	2.14	(7.86)	(7.31)	(13.72)
	HSAHP.HI	恒生 AH 溢价	144.85	(0.43)	1.35	2.96	(2.15)
美国	SPX.GI	标普 500	3,961.63	2.55	(0.93)	4.66	(16.88)
	IXIC.GI	NASDAQ	11,834.11	3.33	(1.57)	7.30	(24.36)
	UST10Y.GBM	十年美债	2.77	-16 BP	-16 BP	-21 BP	125 BP
	VIX.GI	VIX 指数	23.03	(4.95)	(1.66)	(19.78)	33.74
	CRBFD.RB	CRB 食品	549.76	(0.09)	(1.65)	(3.78)	12.06

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）

- 国务院常务会议部署持续扩大有效需求的政策举措，决定取消和调整一批罚款事项。会议指出，我国经济正处于企稳回升关键窗口，三季度至关重要。下大力气巩固经济恢复基础，着力稳定宏观经济大盘，保持经济运行在合理区间，优先保障稳就业稳物价目标实现。要支持金融机构对受疫情影响的个人消费贷款采取更灵活安排。因城施策促进房地产市场平稳健康发展，保障住房刚性需求，合理支持改善性需求。出台支持平台经济规范健康发展的具体措施。
- 国务院总理李克强出席世界经济论坛全球企业家视频特别对话会强调，中国将保持宏观政策连续性针对性，继续着力帮扶市场主体纾解困难，留住经济发展的“青山”。宏观政策既精准有力又合理适度，不会为过高增长目标而出台超大规模刺激措施、超发货币、预支未来。要坚持实事求是、尽力而为，争取全年经济发展达到较好水平。
- 河南、安徽相继发布公告，启动对相关村镇银行5万元以上10万元以下客户本金的第二批垫付工作。银保监会表示，我国中小银行总体运行平稳，风险可控。上半年，中小银行累计处置不良贷款5945亿元，比上年同期多处置1184亿元。
- 银保监会表示，将始终坚持“房住不炒”定位，支持地方更加有力推动“保交楼、保民生、保稳定”工作。数据显示，6月份房地产贷款新增2003亿元，房地产信贷整体运行平稳，目前按揭贷款中90%以上是首套房贷款，放款速度已经达到2019年以来的最快。
- 目前全国22个“两集中”城市中有19个城市推出第二轮集中供地公告，14个城市完成出让，共计成交涉宅用地312宗，成交金额为3785亿元。其中，62宗地块溢价达到上限成交，占比19.9%；208宗地块底价成交，占比66.7%；流拍及撤牌地块共计26宗，较首轮集中供地减少明显。
- 两部门印发《国民旅游休闲发展纲要（2022—2030年）》，部署培育现代休闲观念、保障旅游休闲时间、优化旅游休闲空间等10项重点任务，具体包括优化全国年节和法定节假日时间分布格局、规划建设环城市休闲度假带、以社区为中心打造休闲生活圈、完善休闲服务设施、发展新兴休闲业态、实施旅游休闲高品质服务行动、开发数字化文旅消费新场景等一系列具体举措。
- 第九次中欧经贸高层对话举行，双方围绕宏观经济、产业链供应链、贸易与投资、金融合作四个专题进行了务实、坦诚、高效的讨论，并就宏观经济政策协调、产业链供应链合作、世贸组织改革、扩大市场开放、中欧地理标志协定实施、动植物检验检疫、金融业双向开放和监管合作等达成一系列成果和共识。
- 国家税务总局数据显示，截至7月20日，合计新增减税降费及退税缓税缓费超3万亿元。今年以来已有20005亿元增值税留抵退税款退到纳税人账户，超过去年全年退税规模的3倍。另外，上半年全国新增减税降费5074亿元。今年以来累计办理缓税缓费5533亿元。
- 发改委印发《关中平原城市群建设“十四五”实施方案》，目标是到2025年，常住人口城镇化率达到65%，并基本实现地级城市高铁全覆盖，新增高速公路通车里程1000公里。
- 商务部等部门将于近期发布《关于促进绿色智能家电消费的若干措施》，共包含9条促进绿色智能家电消费的政策措施。其中提出，开展全国家电以旧换新活动，全面促进绿色智能家电消费；推进绿色智能家电下乡，鼓励有条件的地方对购买绿色智能家电产品给予政策支持。
- 央行、外汇局决定，在上海、广东、陕西、北京、浙江、深圳、青岛、宁波等地开展第二批跨国公司本外币一体化资金池试点。此次试点政策内容主要包括：一是增加试点地区和企业数量；二是允许跨国公司在境内办理境外成员企业本外币集中收付业务；三是进一步便利跨国公司人民币开展跨境收支业务。
- 最高人民法院院长周强强调，要大力加强审判执行工作，服务经济社会高质量发展。加大知识产权司法保护力度，完善反垄断和反不正当竞争裁判规则，服务建设高效规范、公平竞争、充分开放的全国统一大市场。要加强对数据技术应用、数字经济发展司法保护，推动营造开放、健康、安全的数字生态。要依法妥善审理涉民生领域案件，加强对高校毕业生、农民工和新业态形态劳动者等群体权益保护，坚决禁止针对曾经新冠病毒核酸检测阳性康复者就业歧视。

大类资产表现

A股：成长股仍受追捧

市场风格延续，看多成长，对周期谨慎。本周市场指数分化，领涨的指数包括中证1000（2.65%）、中证500（1.5%）、上证380（1.47%），领跌的指数包括中小板指（-1.11%）、创业板指（-0.84%）、中证100（-0.53%）。行业方面分化明显，领涨的行业有传媒（5.05%）、计算机（4.98%）、机械（4.22%），领跌的行业有农林牧渔（-1.59%）、煤炭（-1.35%）、电力设备（-0.85%）。本周市场延续此前风格，成长股受追捧，周期股继续调整。

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 (%)	
中证 1000	2.65	传媒	5.05	污水处理指数	7.28
中证 500	1.50	计算机	4.98	保底增持指数	7.10
上证 380	1.47	机械	4.22	网络游戏指数	6.86
中证 100	(0.53)	电力设备	(0.85)	新能源指数	0.01
创业板指	(0.84)	煤炭	(1.35)	生物疫苗指数	(0.58)
中小板指	(1.11)	农林牧渔	(1.59)	煤电重组指数	(1.48)

资料来源：万得，中银证券

A股一周要闻（新闻来源：万得）

- 中证1000成分股|中证1000股指期货今日正式上市，首批合约挂牌基准价公布，IM2208 合约 为 7018.8 点，IM2209 合约 为 6988.8 点，IM2212 合约 为 6898.8 点，IM2303 合约 为 6798.8 点。同时，由易方达、广发、富国、汇添富推出的首批四只中证1000ETF 今日同步发行，募集上限 均为 80 亿元。
- 电池产业|7月21日-23日，以“智汇绿色动力·创享低碳未来”为主题的2022世界动力电池大会，将在万里长江第一城——四川省宜宾市举行。
- 5G|上海将以5G融合应用发展助力城市全面数字化转型，精准聚焦上海“五个新城”和长三角绿色生态发展一体化示范区等“六大战略区域”，力争到2023年打造成为全国重要的5G应用创新发展高地、5G发展引领区和示范区。
- 新能源|据国家能源局数据，截至6月底，全国发电装机容量约24.4亿千瓦，同比增长8.1%。其中，风电、太阳能发电装机容量均为约3.4亿千瓦，同比分别增长17.2%和25.8%。
- 充电桩|交通运输部审议《加快推进公路沿线充电基础设施建设行动方案》，强调要有效调动社会各方投资建设的积极性，尽快制定印发配套的技术指南，确保科学规范开展工作。
- 高端制造|市场监管总局印发《关于加强计量技术委员会建设的指导意见》提出，发挥计量技术规范对科技创新、产业发展和国家治理的技术支撑作用，加强人工智能、智能制造、高端测试设备、数字化转型、纳米技术与新材料、生物工程、碳达峰碳中和、能源资源、生态环境、防灾减灾、医疗健康等领域计量方法研究。
- 旅游|两部门印发《国民旅游休闲发展纲要（2022—2030年）》，部署培育现代休闲观念、保障旅游休闲时间、优化旅游休闲空间等10项重点任务。
- 风电|中国海上风电装机“十四五”末有望达60GW，较当前增长约150%。
- 物流|全国货运物流有序运行。监测港口完成集装箱吞吐量环比增长6.3%。

债券：短期内经济走弱预期主导利率在较低水平

虽然市场仍旧担忧货币政策收紧带动拆借利率上行，但短期内经济增长压力下的避险情绪仍利好债市。十年期国债收益率周五收于 2.79%，本周持平，十年国开债收益率周五收于 3%，较上周五下行 5BP。本周期限利差下行 2BP 至 0.88%，信用利差下行 6BP 至 0.37%。

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

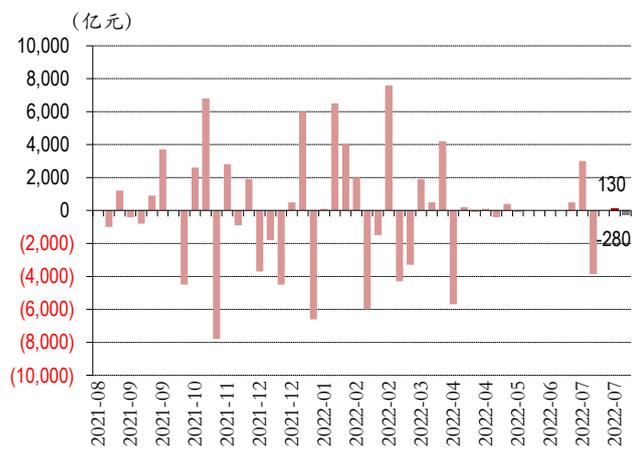
图表 6. 信用利差和期限利差



资料来源：万得，中银证券

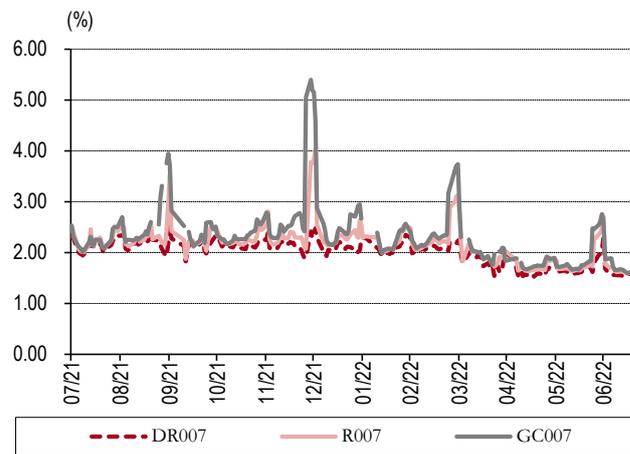
拆借利率维持在较低水平。本周央行在公开市场净投放 130 亿元，拆借利率维持在较低水平，周五 R007 利率收于 1.57%，交易所资金 GC007 利率收于 1.73%。虽然央行有心敲打隔夜拆借滚动加杠杆套利行为，但在经济增长压力下，货币政策难收紧。

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)

- 中国 7 月贷款市场报价利率 (LPR) 持稳：1 年期 LPR 为 3.7%，5 年期以上 LPR 为 4.45%，均与上期持平。
- 中国 6 月债券市场共发行各类债券 65996.8 亿元。国债发行 5040.6 亿元，地方政府债券发行 19336.6 亿元，金融债券发行 9674.6 亿元，公司信用类债券发行 11696.9 亿元，信贷资产支持证券发行 446.8 亿元，同业存单发行 19062.7 亿元。
- 银行现金管理类理财产品加速整改。包括招商银行、兴业银行在内的多家银行调整部分现金管理类理财产品赎回规则，一是将申赎规则由 T+0 转为 T+1，二是将快赎额度由 5 万调整为 1 万元。

大宗商品：价格反弹

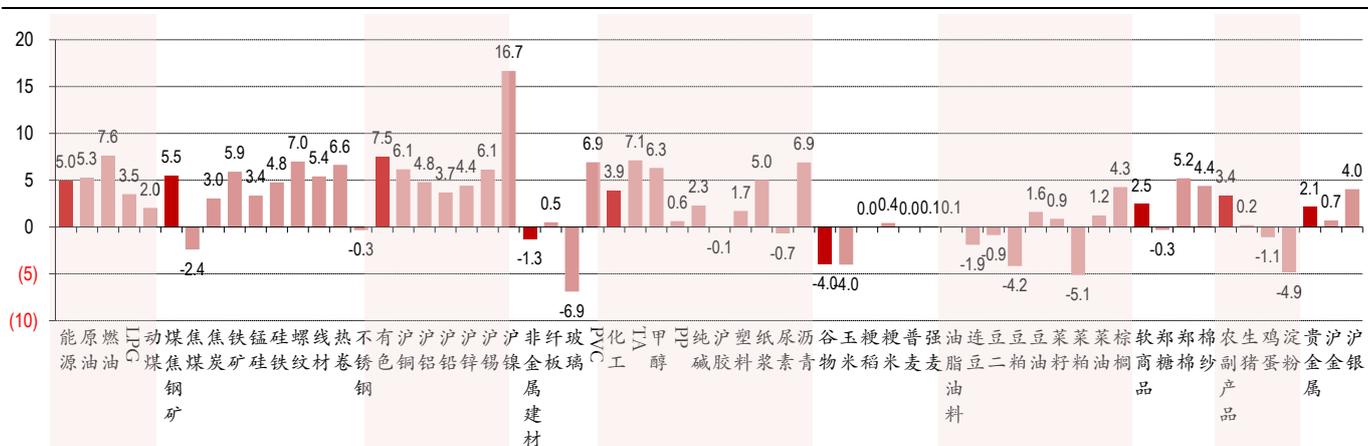
美元回调带动大宗商品价格反弹。本周商品期货指数上涨 3.64%。从各类商品期货指数来看，上涨的有色金属 (7.53%)、煤焦钢矿 (5.53%)、能源 (4.99%)、化工 (3.94%)、贵金属 (2.15%)、油脂油料 (0.1%)，下跌的有非金属建材 (-1.31%)、谷物 (-3.98%)。各期货品种中，本周涨幅较大的大宗商品有沪镍 (16.66%)、燃油 (7.61%)、TA (7.11%)，跌幅靠前的则有玻璃 (-6.91%)、菜粕 (-5.14%)、淀粉 (-4.87%)。目前大宗商品价格可能仍是反弹为主，对衰退的担忧依然压制大宗价格。

图表 9. 大宗商品本周表现

商品 +3.64%	能源 +4.99%	煤焦钢矿 +5.53%
有色金属 +7.53%	非金属建材 -1.31%	化工 +3.94%
谷物 -3.98%	油脂油料 +0.1%	贵金属 +2.15%

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

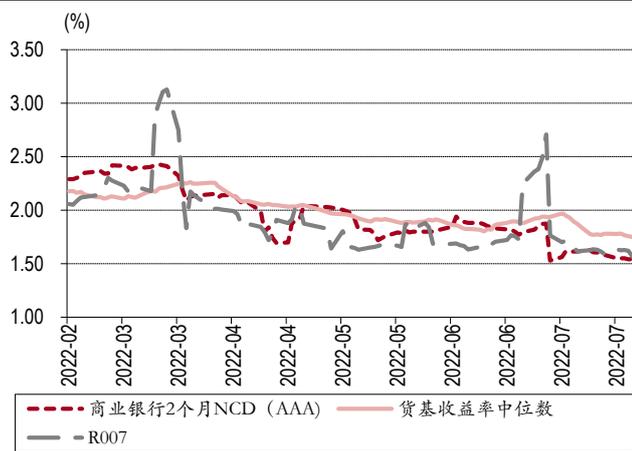
大宗商品一周要闻 (新闻来源：万得)

- “北溪-1”天然气管道结束年度常规维护并恢复供气，首日输送量约为最大输送量的 40%，与维护之前输送量相当。德国副总理宣布新能源安全方案，将进一步收紧此前的天然气储备计划，新的目标是到 11 月 1 日之前完成 95% 的天然气储备；“褐煤发电”也将从 10 月 1 日起重新启动。
- 原油市场数据供应机构 JODI 数据显示，沙特阿拉伯 5 月原油出口量下滑至四个月低点，为 705 万桶/日。与此同时，沙特 5 月原油产量从 4 月 1044.1 万桶/日上升至 1053.8 万桶/日，为两年多以来最高水平。
- 国际铝业协会公布数据显示，6 月份全球原铝产量为 565.1 万吨，去年同期为 554.3 万吨。世界金属统计局 (WBMS) 指出，今年前 5 月全球铜、铅、锡、镍处于供应短缺状态，而铝、锌处于供应过剩状态。
- 欧盟定于 20 日调整对俄罗斯的制裁措施，允许解冻俄主要银行部分资金，用于粮食和化肥贸易。
- 中国铁合金工业协会发布最新倡议书显示，目前锰系合金产品全行业严重亏损，从即日起，严格限、减产 60% 以上；最大程度地减少外矿采购，避免高矿价带来的风险；全行业做好 3 年过苦日子、难日子的准备，苦练内功，降低成本。
- 国际谷物理事会 (IGC) 发布报告，将 2022/23 年度全球大豆产量预测下调 400 万吨至 3.86 亿吨，维持全球大豆消费量在 3.76 亿吨不变。同时，IGC 将 2022/23 年度全球玉米产量下调 100 万吨至 11.89 亿吨，小麦产量上调 100 万吨至 7.7 亿吨。
- 农业农村部表示，上半年我国夏粮产量达 2948 亿斤，创历史新高；生猪产能回归合理区间。随着国际粮价下跌，预计粮食进口将稳中有增。下半年肥猪供应有保障，将适时采取针对性调节措施，保持生猪产能稳定在合理区间。

货币类：货基收益率中位数持续下行

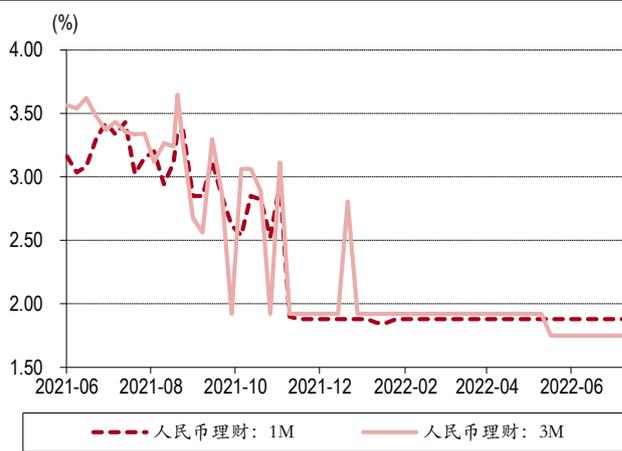
货币基金收益率中位数或将保持在 2% 下方波动。本周余额宝 7 天年化收益率下行 6BP，周五收于 1.51%；人民币 3 个月理财产品预期年化收益率收于 1.75%。本周万得货币基金指数上涨 0.03%，货币基金 7 天年化收益率中位数周五收于 1.75%。受拆借利率维持在较低水平影响，货币基金收益率中位数持续小幅下行。

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

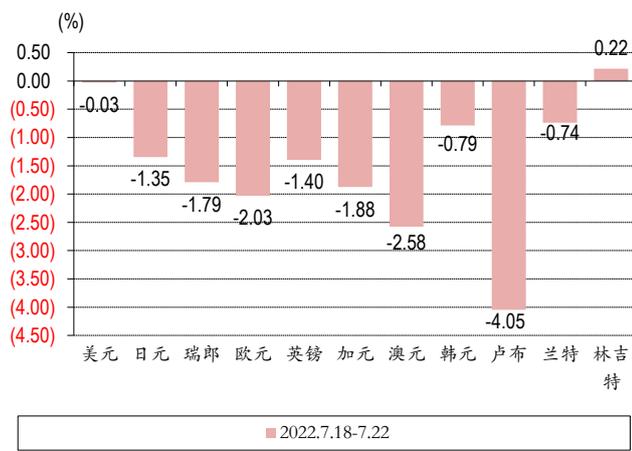


资料来源：万得，中银证券

外汇：人民币汇率仍有贬值倾向

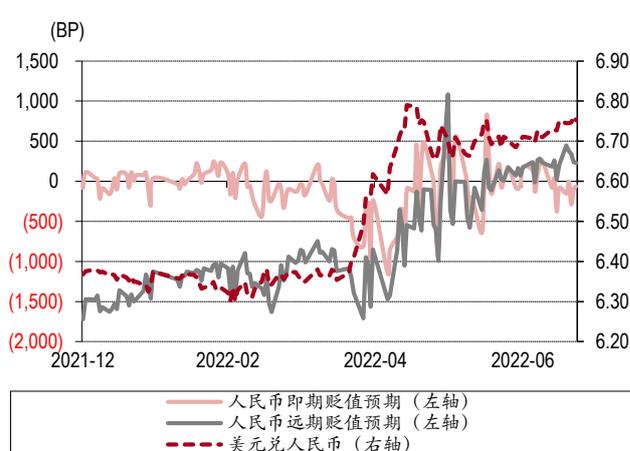
人民币兑美元中间价本周上行 19BP，至 6.7522。本周人民币对林吉特(0.22%) 升值，对美元(-0.03%)、兰特(-0.74%)、韩元(-0.79%)、日元(-1.35%)、英镑(-1.4%)、瑞郎(-1.79%)、加元(-1.88%)、欧元(-2.03%)、澳元(-2.58%)、卢布(-4.05%) 贬值。欧央行超预期加息导致本周美元指数下调，但预计美元难持续走弱，人民币汇率仍有贬值倾向。

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)

- 日本连续 3 个月减持美债，中国持有美债 12 年来首次跌破 1 万亿美元。
- 韩国政府计划对外国投资者投资韩国国债所得利息和转让收入实施免税政策。

港股：欧元走强难持续

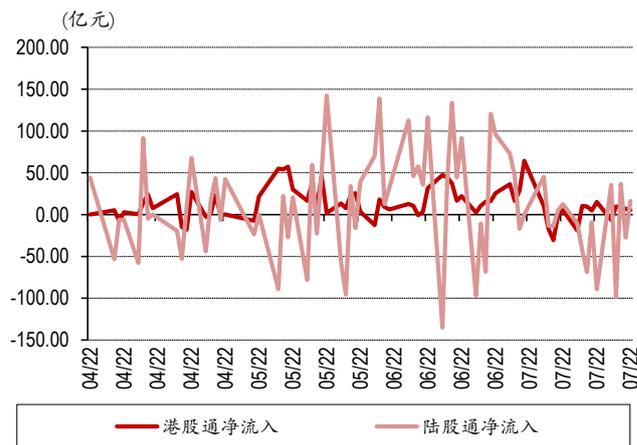
7月欧洲制造业PMI以落入荣枯线下方。本周港股方面恒生指数上涨1.53%，恒生国企指数上涨2.14%，AH溢价指数下行0.43收于144.85。行业方面本周领涨的有资讯科技业（3.41%）、能源业（3.16%）、原材料业（3.03%），跌幅靠前的有地产建筑业（-2.02%）、公用事业（-0.87%）。本周南下资金总量24.27亿元，同时北上资金总量-37.36亿元。虽然本周美元指数下调带动全球风险资产价格上涨，但7月欧元区核心国家德法的制造业PMI初值都已落入荣枯线下方，美元走弱难持续。

图表 15. 恒指走势



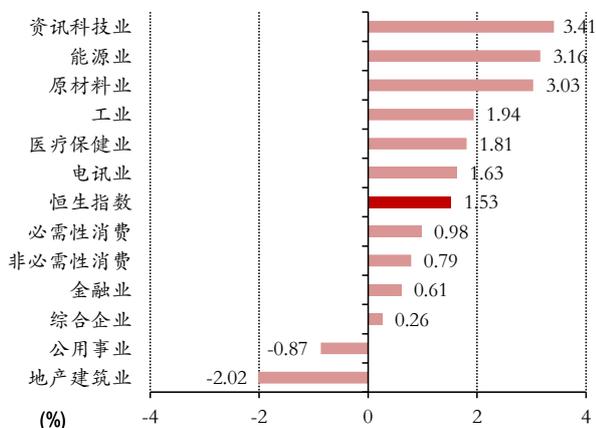
资料来源：万得，中银证券

图表 16. 陆港通资金流动情况



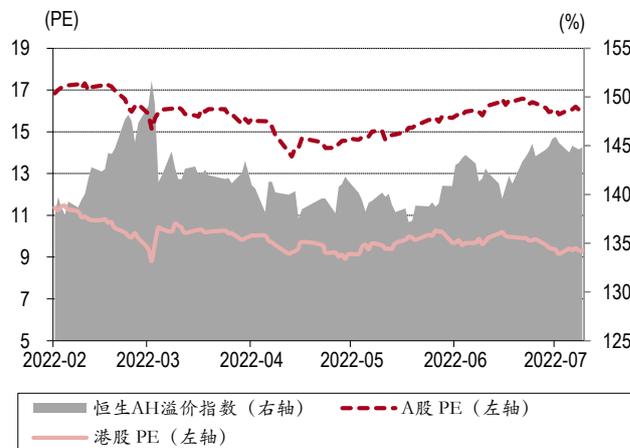
资料来源：万得，中银证券

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)

- 欧洲央行宣布将三大关键利率上调50个基点，加息幅度高于市场此前预期的25个基点，也超出欧洲央行6月的前瞻指引。这是欧洲央行自2011年以来首次加息，旨在遏制当前欧元区居高不下的通货膨胀。欧洲央行称，即将召开的会议上，利率进一步正常化将是适当的，将逐次会议决定进一步加息。欧洲央行还宣布推出“反碎片化”金融工具——传导保护工具(TPI)。
- 欧洲央行行长拉加德表示，加息只是取消特别措施过程中最新一步。只要有必要，欧洲央行就会继续加息，以便在中期将通胀降至目标水平。欧洲央行将评估形势，并根据最新数据决定下一步行动正确步伐。
- 俄罗斯央行意外将利率下调150个基点至8%，此前市场预期下调50个基点至9%。俄央行预测，在当前货币政策下，2022年俄通胀将下降至12%-15%，并预计GDP将下降4%-6%。

- 日本央行决定继续维持超宽松货币政策，把短期利率维持在负 0.1% 的水平，并通过购买长期国债使长期利率维持在零左右。同时，日本央行把 2022 财年日本 GDP 增速预期从 2.9% 下调至 2.4%，核心 CPI 预期从 1.9% 上调至 2.3%。
- 英国央行行长贝利表示，将考虑在 8 月加息 50 个基点，以加快抗击通胀的步伐。贝利还表示，央行将减持量化宽松期间积累的国债持仓，在主动出售的第一年将减持 500-1000 亿英镑。
- 澳洲联储主席洛威表示，6 月份 CPI 将显示通货膨胀率进一步上升，预计今年晚些时候将再次上升；在通胀率接近 6% 或 7% 情况下，将不得不提高利率。
- 土耳其央行宣布维持基准利率在 14% 不变，为连续第七个月维持利率不变。南非央行将回购利率提高 75 个基点至 5.5%，为近 20 年来最大幅度加息，市场预期上调 50 个基点。
- 国际货币基金组织 (IMF) 将 2022 年德国经济增长预期下调至 1.2%，2023 年为 0.8%；预计德国 2022 年通胀率将达 7.7%，2023 年将达 4.8%。
- 日本政府计划将 2022 财年的经济增长预期从 3.2% 下调至约 2%，主要是由于个人消费复苏缓慢。
- 俄罗斯、乌克兰分别与土耳其和联合国就从黑海港口外运农产品问题签署协议，各方将协同从乌克兰包括敖德萨在内的三个港口出口粮食。据报道，现有超过 2000 万吨乌克兰谷物滞留在敖德萨港。联合国秘书长古特雷斯表示，这是“为了全世界达成的协议”，能够为发展中国家和面临饥荒的弱势族群带来救济，稳定全球粮食价格。
- 白宫发表声明称，美国总统拜登新冠病毒检测结果呈阳性，症状轻微。他将在白宫进行隔离，直到检测结果为阴性，在此期间他将继续全面履行其所有职责。
- 意大利总理德拉吉 21 日向总统马塔雷拉递交辞呈。马塔雷拉接受辞呈，并要求德拉吉作为看守内阁总理继续处理当前政务。意大利总统随后宣布解散议会，料将于 9 月 25 日举行大选。
- 世界气象组织模型显示，欧洲热浪要到下周中才会结束，热浪峰值过后气温仍将高于正常水平。欧盟委员会联合研究中心报告称，欧盟和英国总计 44% 的领土在 7 月份面临干旱风险，还有 9% 的领土处于更严重的警报状态。
- 韩国政府敲定 2022 年度税制修正案，将废除针对多套房产持有者实施的重税制度，并简化法人税税率结构，减税优惠普及大中小企业，明年起上班族的所得税负担将最多减少 83 万韩元（约合人民币 4300 元）。
- 欧盟 27 个成员国一致批准《数字市场法》。这部法律对被归为“看门人公司”的互联网巨头企业提出一系列规范性要求，包括不得滥用市场支配地位打压或并购竞争对手、不得未经用户允许强行推送广告或安装软件，不得将采集的用户数据移作他用等等。违者将被处以相当于该企业年营业额 10% 的高额罚款。
- 欧盟一份文件草案显示，根据欧盟最新估计，如果明年冬季严寒且欧洲未能采取预防措施来节省能源，俄罗斯停止供应天然气可能导致欧盟 GDP 减少多达 1.5%。欧盟委员会将发出警告，若冬季气温处于历史平均水平，莫斯科切断天然气运输将导致 GDP 减少 0.6% 至 1%。
- 美国上周初请失业金人数 25.1 万人，创 8 个月来最高水平，较上一周增加 7000 人。
- 美国 6 月大企业联合会领先指标环比降 0.8%，为 2020 年 4 月以来最大降幅，预期降 0.5%。美国 7 月费城联储制造业指数为 -12.3，预期 0，前值 -3.3。
- 美国 6 月成屋销售总数年化 512 万户，创 2020 年 6 月以来新低，预期 538 万户，前值 541 万户。
- 欧元区 7 月制造业 PMI 初值 49.6，预期 51；服务业 PMI 初值 50.6，预期 52。德国 7 月制造业 PMI 初值为 49.2，预期 50.6，6 月终值 52。法国 7 月制造业 PMI 初值为 49.6，创 2020 年 11 月以来新低，预期 50.8，6 月终值 51.4。
- 英国 6 月 CPI 同比上升 9.4%，创 1982 年有数据纪录以来新高，预期 9.3%，前值 9.1%；环比升 0.8%，预期 0.7%，前值 0.7%。
- 加拿大 6 月 CPI 同比上涨 8.1%，创 1983 年 1 月以来最大涨幅。推动加拿大物价上涨主要原因是汽油价格，6 月汽油价格同比上涨超过 50%，食品价格也在快速上涨。
- 亚特兰大联储 GDPNow 模型显示，美国经济预计在第二季度收缩 1.6%，低于 7 月 15 日预测的 1.5% 的收缩。

下周大类资产配置建议

市场关注下半年经济增速。上半年经济增速数据发布后，市场一致预期下半年国内 GDP 实际同比增速将逐季上行，但年初制定的年增长目标 5.5% 完成难度很大，预计年内通过政策调整和加大落地，全年 GDP 增速有望实现 4% 水平的增长。但对于下半年支撑经济增速的构成存在一定预期分歧，其中基建投资增速将是最重要支柱，但基建投资增速强劲增长是否可以维持，以及下半年房地产固定资产投资增速是否能回正是市场关注的重点，消费方面，二季度居民收入增速较一季度再度下滑，且失业率整体仍在相对偏高水平，但因为多地出台汽车消费刺激政策，6 月汽车消费带动社零同比增长大幅转正超出市场预期，因此下半年市场对消费复苏持续性关注度较高。

欧央行加息落地。欧洲央行宣布将三大关键利率上调 50 个基点，加息幅度高于市场此前预期的 25 个基点，也超出欧洲央行 6 月的前瞻指引。这是欧洲央行自 2011 年以来首次加息，旨在遏制当前欧元区居高不下的通货膨胀。英国央行行长贝利表示，将考虑在 8 月加息 50 个基点，以加快抗击通胀的步伐。澳洲联储主席洛威表示，在通胀率接近 6% 或 7% 情况下，将不得不提高利率。目前全球范围内仍在宽松通道中的主要央行只有中国和日本，主要原因仍是各个经济体面临的通胀压力不同所致。

欧央行加息点燃衰退风险引线。欧央行 7 月起超预期落地加息 50BP，市场对此反应不一：美股美债上涨，美元下跌；欧洲债市分化，核心国家如英法德国债收益率下降，但意大利、西班牙国债利率上升；国际油价下跌，黄金价格上涨。从资产价格走向看，欧央行超预期的加息幅度影响下，国际投资者避险情绪升温，但短时未出现加速流向美元资产的情况。我们认为欧央行大幅加息是为抑制当前的高通胀形势，但欧洲的通胀根源一则来自国际能源价格高企，除此之外，食品、居住、交通、服务价格同比也高增，货币政策收紧只能通过抑制需求改善供求结构进而压低通胀，但欧洲自 2007 年以来先后受次贷危机、欧债危机、新冠疫情冲击影响，企业部门和政府部门杠杆率都处于较高水平，加息同样也会造成企业和政府再融资成本大幅上升，特别是欧元区非核心国家首当其冲。在全球大多数经济体处于加息通道的情况下，资产的国际比较优势来自经济软着陆的能力和发展的韧性，看好人民币资产的比较优势。大类资产配置顺序：股票>大宗>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 (2022.7.24)

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	不变
三个月内	=	关注稳增长政策落地	不变
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