

大类资产配置周报(2022.7.31)

保持比较优势，防止经济增长走极端

政治局会议召开；美国二季度经济落入技术性衰退。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**：上半年规模以上工业企业利润同比增长1%；7月制造业PMI为49，非制造业PMI为53.8。
- **要闻**：政治局召开会议，要求全面落实疫情要防住、经济要稳住、发展要安全；国务院同意建立由国家发改委牵头的数字经济发展部际联席会议制度；首个国产抗新冠口服药获批上市；国家领导人在同美国总统拜登通电话；美联储7月议息会议加息75BP。

资产表现回顾

- **人民币资产仍由避险情绪主导**。本周沪深300指数下跌1.61%，沪深300股指期货下跌1.57%；焦煤期货本周上涨13.75%，铁矿石主力合约本周上涨17.55%；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1.45%；十年国债收益率下行3BP至2.76%，活跃十年国债期货本周上涨0.3%。

资产配置建议

- **资产配置排序：股票>大宗>货币>债券**。本周IMF发布最新《世界经济展望报告》，年内连续第三次下调全球经济增速预期，预计今明两年全球经济将分别增长3.2%和2.9%，较4月份预期分别下调0.4和0.7个百分点，其中，美国今明两年经济增速被下调1.4和1.3个百分点至2.3%和1%，欧元区被下调0.2和1.1个百分点至2.6%和1.2%。二季度美国GDP初值年化环比萎缩0.9%，为连续第二季度陷入萎缩，美国经济陷入技术性衰退。相较之下，我国二季度实际GDP同比增长0.4%，上半年累计同比增长2.5%仍具备明显的比较优势，我们认为经济增长和通货膨胀两方面的国际比较优势，是7月政治局会议战术性放松年初制定的经济增长目标要求的重要原因。短期内人民币资产价格将率先反应政策不及预期的利空影响，避险资产短期可能占优，中期我们维持配置观点，认为人民币资产将从经济基本面和政策空间两方面的比较优势上得到支撑。

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 (2022.7.31)

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

《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

《欧央行加息点燃衰退风险引线：大类资产配置周报》2022.7.24

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
美联储加息符合预期.....	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：成长股调整.....	8
债券：避险情绪支撑债市走强.....	9
大宗商品：价格连续两周反弹.....	10
货币类：货基收益率中位数维持在较低水平.....	11
外汇：人民币汇率维持在较高水平.....	11
港股：美元指数走弱，但美元资产价格强劲.....	12
下周大类资产配置建议.....	14

图表目录

本期观点 (2022.7.31)	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 (2022.7.31)	14

一周概览

美联储加息符合预期

人民币资产仍由避险情绪主导。本周沪深 300 指数下跌 1.61%，沪深 300 股指期货下跌 1.57%；焦煤期货本周上涨 13.75%，铁矿石主力合约本周上涨 17.55%；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 1.45%；十年国债收益率下行 3BP 至 2.76%，活跃十年国债期货本周上涨 0.3%。

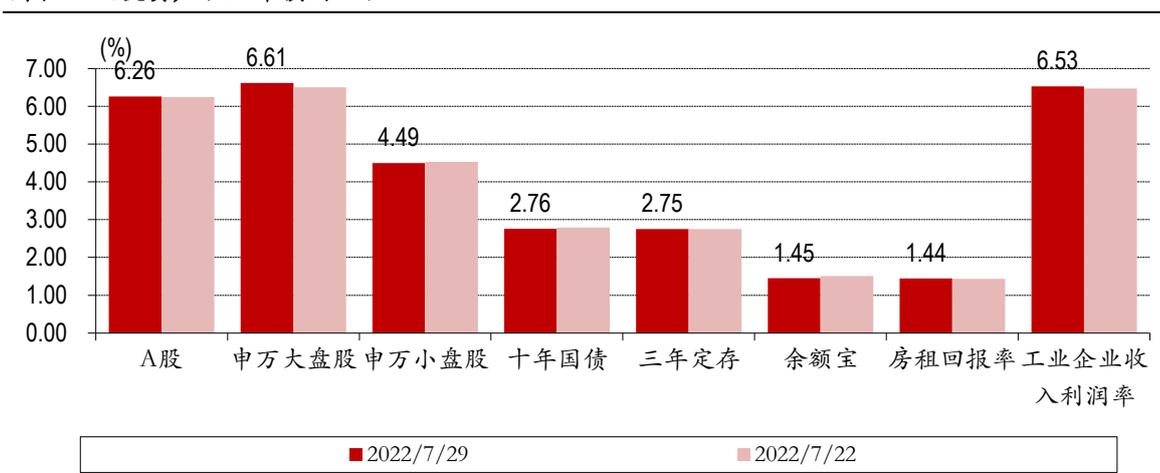
图表 1. 代表性资产一周表现和配置建议

股票	债券
沪深 300 -1.61% 沪深 300 期货 -1.57% 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 -3BP 活跃 10 年国债期货 +0.3% 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 +17.55% 焦煤期货 +13.75% 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 1.45%/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

6 月工业企业利润率继续上行，7 月制造业 PMI 落入荣枯线下方。本周 A 股指数普跌，但小盘股估值小幅上升。本周央行在公开市场净回笼 120 亿元，拆借利率维持在较低水平震荡，周五 R007 利率收于 1.7%，GC007 利率收于 1.63%。本周十年国债收益率下降 3BP，周五收于 2.76%。7 月政治局会议意外没有加码宏观政策调控力度，并强调疫情防控算政治账的重要性，预计叠加周末 7 月制造业 PMI 回落幅度较大且位于荣枯线下方的情况，市场或将反馈一波悲观预期。

图表 2. 大类资产收益率横向比较



资料来源：万得，中银证券

美元指数继续调整，国际大宗商品价格上涨，但国际股市普遍下跌。股市方面，本周 A 股重要指数普跌，跌幅较小的指数是万得全 A (-0.28%)，领跌的指数是创业板指 (-2.44%)；港股方面恒生指数下跌 2.2%，恒生国企指数下跌 3.11%，AH 溢价指数下行 0.44 收于 144.41；美股方面，标普 500 指数本周上涨 4.26%，纳斯达克上涨 4.7%。债市方面，本周国内债市普涨，中债总财富指数本周上涨 0.21%，中债国债指数上涨 0.27%，金融债指数上涨 0.24%，信用债指数上涨 0.13%；十年美债利率下行 10 BP，周五收于 2.67%。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 1.45%。期货市场方面，NYMEX 原油期货上涨 3.8%，收于 98.3 美元/桶；COMEX 黄金上涨 3.2%，收于 1782.7 美元/盎司；SHFE 螺纹钢上涨 4.42%，LME 铜上涨 6.34%，LME 铝上涨 0.28%；CBOT 大豆上涨 11.99%。美元指数下跌 0.67% 收于 105.84。VIX 指数下行至 21.33。本周受美国二季度经济环比连续两个季度负增长影响，美元指数走弱，但美联储加息 75BP 符合预期，因此美元资产表现较好。

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	2022/7/25 上期涨跌幅	- 本月以来	2022/7/29 今年以来
股票	000001.SH	上证综指	3,253.24	(0.51)	1.30	(4.28)	(10.62)
	399001.SZ	深证成指	12,266.92	(1.03)	(0.14)	(4.88)	(17.44)
	399005.SZ	中小板指	8,365.38	(0.59)	(1.11)	(5.28)	(16.23)
	399006.SZ	创业板指	2,670.45	(2.44)	(0.84)	(4.99)	(19.63)
	881001.WI	万得全 A	5,212.43	(0.28)	1.31	(2.67)	(11.94)
	000300.SH	沪深 300	4,170.10	(1.61)	(0.24)	(7.02)	(15.59)
债券	CBA00301.C	中债总财富指数	217.79	0.21	0.18	0.69	2.53
	CBA00603.C	中债国债	211.51	0.27	0.18	0.80	2.37
	CBA01203.C	中债金融债	218.25	0.24	0.19	0.74	2.27
	CBA02703.C	中债信用债	201.89	0.13	0.17	0.54	2.42
	885009.WI	货币基金指数	1,637.83	0.03	0.03	0.14	1.15
大宗商品	CL.NYM	NYMEX 原油	98.30	3.80	(2.56)	(7.05)	30.70
	GC.CMX	COMEX 黄金	1,782.70	3.20	1.27	(1.36)	(2.51)
	RB.SHF	SHFE 螺纹钢	3,996.00	4.42	4.29	(8.66)	(7.09)
	CA.LME	LME 铜	7,925.00	6.34	2.77	(4.03)	(18.47)
	AH.LME	LME 铝	2,482.50	0.28	4.95	1.51	(11.58)
	S.CBT	CBOT 大豆	1,473.50	11.99	(2.16)	1.06	10.02
货币	-	余额宝	1.45	-6 BP	-6 BP	-15 BP	-62 BP
	-	银行理财 3M	1.75	0 BP	0 BP	0 BP	-106 BP
外汇	USD.XF	美元指数	105.84	(0.67)	(1.32)	1.08	10.28
	USDCNY.IB	人民币兑美元	6.74	0.39	0.02	(0.67)	(5.74)
	EURCNY.IB	人民币兑欧元	6.88	(0.09)	(1.30)	1.51	4.61
	JPYCNY.IB	人民币兑日元	5.07	(3.15)	(0.88)	(3.25)	8.34
港股	HSI.HI	恒生指数	20,156.51	(2.20)	1.53	(7.79)	(13.85)
	HSCEI.HI	恒生国企	6,885.48	(3.11)	2.14	(10.19)	(16.40)
	HSAHP.HI	恒生 AH 溢价	144.41	(0.44)	(0.43)	2.52	(2.59)
美国	SPX.GI	标普 500	4,130.29	4.26	2.55	9.11	(13.34)
	IXIC.GI	NASDAQ	12,390.69	4.70	3.33	12.35	(20.80)
	UST10Y.GBM	十年美债	2.67	-10 BP	-16 BP	-31 BP	115 BP
	VIX.GI	VIX 指数	21.33	(7.38)	(4.95)	(25.71)	23.87
CRBFD.RB	CRB 食品	553.29	2.15	(1.56)	(3.17)	12.78	

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）

- 中国上半年规模以上工业企业实现利润总额 42702.2 亿元，同比增长 1%。6 月份，产业链供应链进一步恢复，工业企业效益明显改善，全国规模以上工业企业利润同比增长 0.8%，由连续两个月下降转为正增长，利润增速较 5 月回升 7.3 个百分点，呈加速恢复态势。
- 7 月份制造业 PMI 为 49.0，位于临界点以下，制造业景气水平有所回落，预期 50.4，前值 50.2。从企业规模看，大、中型企业 PMI 分别为 49.8 和 48.5，小型企业 PMI 为 47.9，环比下降 0.7 个百分点，仍低于临界点。从分类指数看，在构成制造业 PMI 的 5 个分类支撑中，供应商配送时间指数高于临界点，生产指数、新订单指数、原材料库存指数和从业人员指数均低于临界点。7 月非制造业 PMI 为 53.8，仍位于扩展区间，非制造业连续两个月恢复性增长。从行业情况看，铁路运输、航空运输、住宿、餐饮、电信广播电视及卫星传输服务、生态保护及公共设施管理、文化体育娱乐等行业商务活动指数位于 55 以上较高景气区间；资本市场服务、保险、房地产、租赁及商务服务等行业商务活动指数低于临界点。
- 中共中央政治局召开会议，分析研究当前经济形势，部署下半年经济工作。会议指出，做好下半年经济工作，要全面落实疫情要防住、经济要稳住、发展要安全的要求，巩固经济回升向好趋势，着力稳就业稳物价，保持经济运行在合理区间，力争实现最好结果。会议强调，宏观政策要在扩大需求上积极作为，财政货币政策要有效弥补社会需求不足，用好地方政府专项债券资金，货币政策要保持流动性合理充裕；要提高产业链供应链稳定性和国际竞争力，优化国内产业链布局。
- 中共中央政治局会议指出，要强化粮食安全保障，提升能源资源供应保障能力，加大力度规划建设新能源供给消化体系。要稳定房地产市场，坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，因城施策用足用好政策工具箱，支持刚性和改善性住房需求，压实地方政府责任，保交楼、稳民生。要保持金融市场总体稳定，妥善化解一些地方村镇银行风险，严厉打击金融犯罪。要继续实施国企改革三年行动方案。要推动平台经济规范健康持续发展，完成平台经济专项整改，对平台经济实施常态化监管。要积极促进进出口、扩大进口。
- 国家领导人在同美国总统拜登通电话时强调，当前全球经济形势充满挑战。中美应该就宏观经济政策协调、维护全球产业链供应链稳定、保障全球能源和粮食安全等重大问题保持沟通。违背规律搞脱钩断链，无助于提振美国经济，也将使世界经济变得更加脆弱。
- 国务院常务会议部署进一步扩需求举措，推动有效投资和增加消费；部署毫不松懈抓好秋粮生产，确保实现全年粮食丰收。会议指出，要发挥有效投资对经济恢复发展的关键性作用，督促地方加快专项债使用，以市场化方式用好政策性开发性金融工具。推动消费继续成为经济主拉动力。除个别地区外，限购地区要增加汽车指标数量、放宽购车资格限制。打通二手车流通堵点。延续免征新能源汽车购置税政策。支持刚性和改善性住房需求。鼓励地方对绿色智能家电等予以适度补贴。
- 国家领导人同印度尼西亚总统佐科举行会谈时强调，中方愿继续扩大进口印尼大宗商品和优质农副产品，积极参与建设印尼新首都和北加里曼丹工业园，扩大发展融资合作，在数字经济、绿色发展等领域培育新增长点。佐科表示，欢迎中方积极参与印尼新首都和北加里曼丹绿色工业园建设，加强“全球海洋支点”构想同共建“一带一路”倡议战略对接，深化投资、技术、疫苗、医疗卫生等领域合作。
- 国务院同意建立由国家发改委牵头的数字经济发展部际联席会议制度，主要职责包括推进实施数字经济发展战略，统筹数字经济发展工作，研究和协调数字经济领域重大问题；协调制定数字化转型、促进大数据发展、“互联网+”行动等数字经济重点领域规划和政策等。
- 司法助力全国统一大市场建设 30 条出炉。最高法发布《关于为加快建设全国统一大市场提供司法服务和保障的意见》提出，支持发展统一的资本市场，依法严惩操纵市场、内幕交易、非法集资、贷款诈骗、洗钱等金融领域犯罪；依法打击垄断和不正当竞争行为，强化司法反垄断和反不正当竞争；依法惩处扰乱市场秩序违法犯罪行为，加大对利用“阴阳合同”逃税、文娱领域高净值人群逃税等行为的惩处力度。

- 工信部官员回应“外资企业撤离中国”传言表示，制造业外迁、产业链转移是一种正常的经济现象，在经济全球化条件下，资本为降低生产成本、扩大市场份额，往往会对全球生产能力布局主动进行调整。下一步工信部将支持外资加大在华投资，鼓励外资投向先进制造、高新技术等领域，全力支持重点外资项目加快落地。
- 据国家能源局，进入 7 月份以后，随着我国经济的增长和气温比去年同期偏高，特别是全球大范围出现持续性的高温天气，我国电力消费和电力负荷也在较快增长。随着“七下八上”（7 月下旬到 8 月上旬）负荷高峰期的来临，预计全国用电负荷还将继续攀升。目前全国的电力供需平稳有序。
- 住建部决定征集遴选部分城市开展智能建造试点，推动建筑业向数字设计、智能施工、建筑机器人等方面转型，通过打造智能建造产业集群，催生一批新产业新业态新模式。
- 长三角一体化示范区从积极推进新型信息基础设施一体化建设、加快推动数字产业化等 5 个方面推出 20 条举措，共同推进示范区数字经济领域创新举措率先落地，加快推动示范区产业数字化和数字产业化。
- 《横琴粤澳深度合作区促进集成电路产业发展若干措施》公布，从支持企业发展、人才引进、平台建设、粤澳协同创新等四个方面提出具体扶持措施。其中提出，对在合作区新设立的符合条件的总部、区域性总部企业，将分别给予 2000 万元、1000 万元一次性奖励。
- 首个国产抗新冠口服药获批上市。国家药监局应急附条件批准河南真实生物阿兹夫定片增加新冠肺炎治疗适应症注册申请，用于治疗普通型新型冠状病毒肺炎（COVID-19）成年患者。国家药监局强调，要加快新冠病毒治疗药物研发上市速度。复星医药宣布与真实生物达成战略合作，联合开发及独家商业化阿兹夫定。
- 郑州试水房企纾困新路径，“四种模式”助力“保交楼”。“四种模式”具体为：“棚改统贷统还”模式；“项目并购”模式；“破产重组”模式；“保障性租赁住房”模式。
- 住建部、发改委印发《“十四五”全国城市基础设施建设规划》，提出要基本完成 2000 年底前建成的 21.9 万个需改造城镇老旧小区改造任务，加快新型城市基础设施建设，推进城市智慧化转型发展，到 2025 年 5G 用户普及率超过 56%，推动智慧城市基础设施与智能网联汽车协同发展。
- 银保监会拟修订出台《企业集团财务公司管理办法》，提高财务公司申请设立门槛，引导企业集团理性申设财务公司。明确外资跨国集团可直接发起设立外资财务公司。取消部分未能有效服务集团发展且外部成本更低、替代性更强的非核心主营业务，区分财务公司对内基础业务和对外专项业务，实施分级监管。增加强化股东监管的相关措施，完善风险处置和退出机制。

大类资产表现

A股：成长股调整

市场仍对稳增长有所期待。本周市场指数分化，领涨的指数包括中证1000 (1.18%)、上证红利 (1%)、上证380 (0.34%)，领跌的指数包括创业板指 (-2.44%)、上证50 (-1.97%)、中证100 (-1.84%)。行业方面分化明显，领涨的行业有综合 (3.33%)、房地产 (3.02%)、汽车 (2.42%)，领跌的行业有医药 (-3.63%)、食品饮料 (-2.74%)、餐饮旅游 (-2.48%)。本周政治局会议召开，但宏观政策整体保持谨慎，一定程度上影响了市场对下半年经济增长的预期。

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	1.18	综合	3.33	机器人指数	6.05
上证红利	1.00	房地产	3.02	工业4.0指数	5.83
上证380	0.34	汽车	2.42	特斯拉指数	4.84
中证100	(1.84)	餐饮旅游	(2.48)	MSCI概念指数	(1.18)
上证50	(1.97)	食品饮料	(2.74)	污水处理指数	(1.27)
创业板指	(2.44)	医药	(3.63)	PPP指数	(1.92)

资料来源：万得，中银证券

A股一周要闻 (新闻来源：万得)

- 交通运输 | 今年上半年，交通固定资产投资超1.6万亿元，同比增长6.7%。交通运输部新闻发言人舒驰表示，下半年交通运输经济将延续恢复态势，努力实现全年行业发展预期目标。
- 智能汽车 | 上海市政府常务会议原则同意《上海市加快智能网联汽车创新发展实施方案》。会议指出，上海要举全市之力打造智能网联汽车发展的制高点，把加快智能网联汽车创新发展作为抢占新赛道培育新动能的关键举措，围绕核心技术攻关、平台建设、示范应用、基础设施等，加快推进实施一批重点项目。
- 软件 | 7月27日，2022中国工业软件大会在重庆开幕。此外27日，华为 HarmonyOS 3 版本正式发布，带来六大升级，支持包括打印机、智能眼镜、车机在内的12种智能设备组合协同。
- 储能 | 国家能源局电力司司长何洋27日表示，将继续推动新型储能的试点和示范，通过试点示范，带动新型储能的技术、商业模式和体制机制的创新；并建立新型储能的成本疏导机制，推动新型储能的商业化应用和发展。
- 煤炭 | 在海外煤价处于高位的情况下，国内进口煤价倒挂严重，进口煤量骤降。同时，国内煤炭供应也偏紧，煤炭企业持续增产。
- 智能制造 | 十年来，我国制造业增加值从2012年的16.98万亿元增加到2021年的31.4万亿元，占全球比重从22.5%提高到近30%，我国持续保持世界第一制造大国地位。这是工业和信息化部26日在“推动制造业高质量发展，夯实实体经济根基”新闻发布会上发布的数据。
- 传媒 | 截至目前，2022年暑期档总票房（含预售）突破40亿元。从目前的趋势来看，随着多部新片陆续定档，今年很可能成为2020年以来最强暑期档，超过去年同期，实现票房逆袭。
- 医药 | 国家药监局应急附条件批准河南真实生物阿兹夫定片增加新冠肺炎治疗适应症注册申请，用于治疗普通型新型冠状病毒肺炎（COVID-19）成年患者。
- 数字货币 | 央行数字货币研究所所长穆长春：下一步将加强立法，完善顶层制度设计；为确保数字人民币可控匿名要求的有效落实，需要在顶层制度设计上作出四项相应安排。
- 消费 | 二季度消费板块结束了此前5个季度的连续减配，公募基金迎来仓位回补，食品饮料、汽车和社会服务等核心消费行业获得明显加仓。

债券：避险情绪支撑债市走强

宏观政策不加码，市场预期下半年经济增速可能下调，支撑债市收益率下行。十年期国债收益率周五收于 2.76%，本周下行 3BP，十年国开债收益率周五收于 2.93%，较上周五下行 7BP。本周期限利差上行 1BP 至 0.89%，信用利差上行 1BP 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

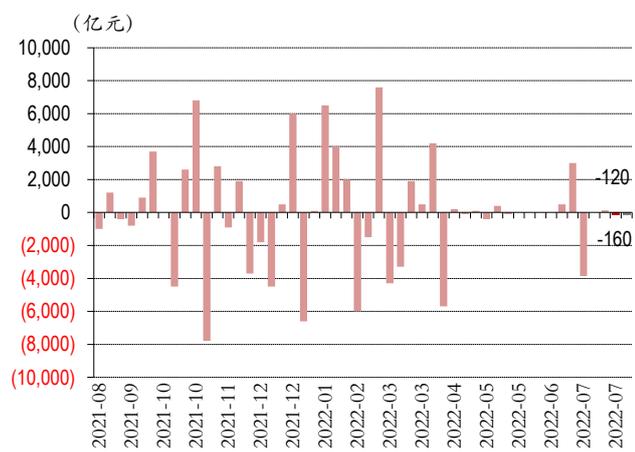
图表 6. 信用利差和期限利差



资料来源：万得，中银证券

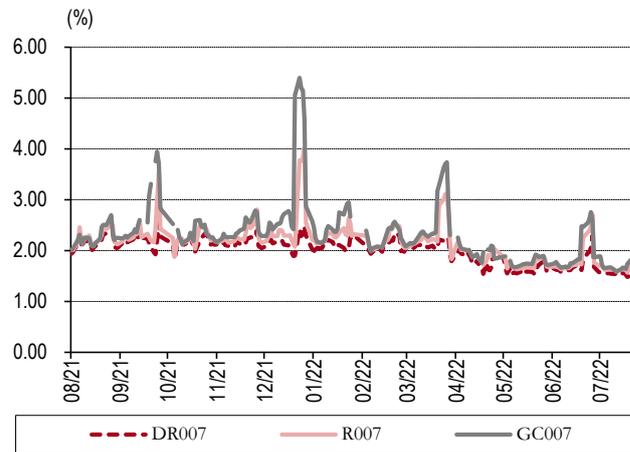
拆借利率保持低水平震荡。本周央行在公开市场净回笼 120 亿元，拆借利率维持在较低水平，周五 R007 利率收于 1.7%，交易所资金 GC007 利率收于 1.63%。预计下半年货币政策仍将维持流动性整体偏宽松，拆借利率整体或也将在较低水平波动。

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)

- 财政部称，6 月全国发行新增债券 15765 亿元，其中一般债券 2041 亿元、专项债券 13724 亿元。全国发行再融资债券 3572 亿元，其中一般债券 2383 亿元、专项债券 1189 亿元。合计，全国发行地方政府债券 19337 亿元，其中一般债券 4424 亿元、专项债券 14913 亿元。
- 交易商协会推出一揽子熊猫债机制优化举措。一是允许更多境外发行人获得“多品种统一注册 (DFI)”便利，将熊猫债 DFI 适用范围扩大至境外基础层企业。二是统一境外企业信息披露要求，允许境外基础层企业使用境外成熟层企业募集说明书表格。三是对特定国际发行人试点“增发机制”。四是为熊猫债引入常发行计划。

大宗商品：价格连续两周反弹

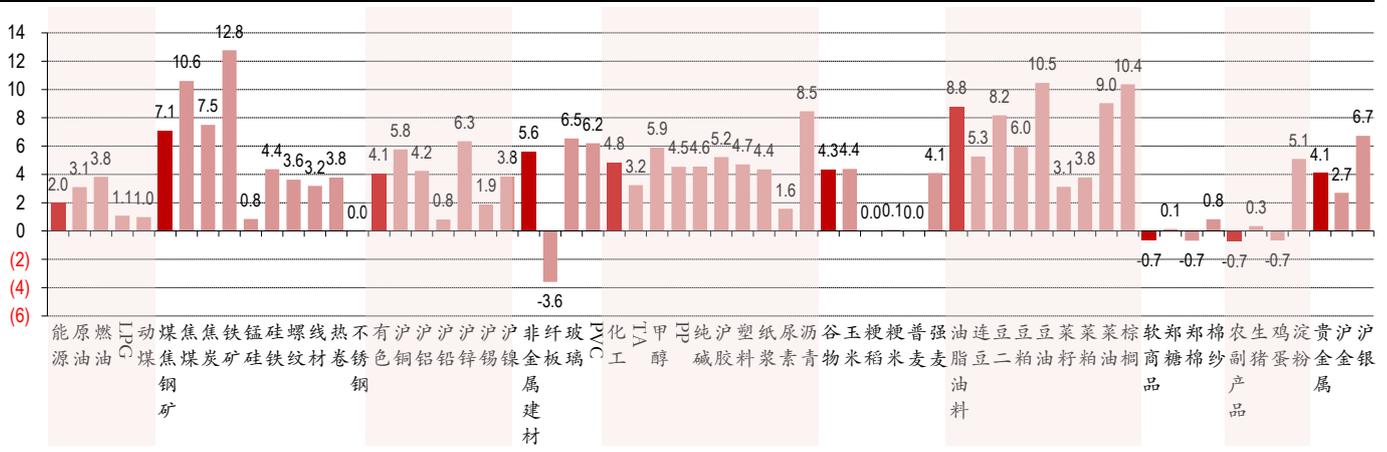
美元回调继续带动大宗商品价格反弹。本周商品期货指数上涨 5.12%。从各类商品期货指数来看均上涨，涨幅由高到低有油脂油料（8.82%）、煤焦钢矿（7.1%）、非金属建材（5.61%）、化工（4.83%）、谷物（4.34%）、贵金属（4.09%）、有色金属（4.07%）、能源（1.98%）。各期货品种中，本周涨幅较大的大宗商品有铁矿（12.77%）、焦煤（10.59%）、豆油（10.46%），跌幅靠前的则有纤板（-3.6%）、郑棉（-0.69%）、鸡蛋（-0.67%）。美元指数走弱带动国际大宗商品价格反弹。

图表 9. 大宗商品本周表现

商品 +5.12%	能源 +1.98%	煤焦钢矿 +7.1%
有色金属 +4.07%	非金属建材 +5.61%	化工 +4.83%
谷物 +4.34%	油脂油料 +8.82%	贵金属 +4.09%

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

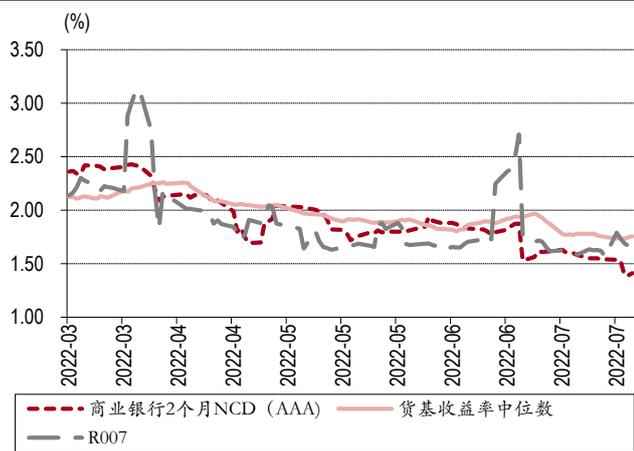
大宗商品一周要闻（新闻来源：万得）

- 中国上半年钢铁产量有所下降，生铁、粗钢产量分别为 43892.7 万吨、52687.7 万吨，同比分别下降 4.7%、6.5%。上半年钢材价格下降明显，6 月末中国钢材综合价格指数为 122.52 点，环比下降 8.01%；同比下降 14.61%，连续三个月同比下降。
- 世界黄金协会报告显示，第二季度中国黄金 ETF 流出 4.8 吨，6 月末总持仓量降至 57 吨，上半年中国黄金 ETF 累计流出 18.3 吨。预计印度 2022 年下半年黄金需求将同比下降。
- EIA 报告：上周美国原油库存减少 452.3 万桶，预期减少 103.7 万桶，前值减少 44.5 万桶；原油产量增加 20 万桶至 1210 万桶/日，出口增加 78.9 万桶/日至 454.8 万桶/日，原油出口量创纪录新高。
- 国内成品油价格迎来“三连跌”。据国家发改委，26 日 24 时起，汽油每吨下调 300 元，柴油每吨下调 290 元，折合每升 92 号汽油下调 0.24 元，95 号汽油下调 0.25 元，0 号柴油下调 0.25 元。以油箱容量在 50L 的家用轿车为例，加满一箱 92 号汽油将少花 12 元，较 6 月中下旬少花 39 元左右。
- 中国煤炭工业协会发布倡议书提出，严格执行中长期合同制度和保供稳价政策，促进煤炭市场平稳运行。严格落实国家发展改革委 574 号文件要求，以电煤保供为重点，带头严格执行电煤中长期合同制度，大力推进中长期合同补签换签工作，努力提高中长期合同兑现率。
- 俄罗斯统计局报告显示，今年上半年俄罗斯煤炭开采量下降 0.8% 至 2.08 亿吨，化肥产量下降 7.6%，其中钾肥下降 23%。不过俄罗斯 6 月汽油产量增加 7.5%，柴油产量增加 9.3%。
- 乌克兰方面宣布，计划本周从乌克兰黑海港口启动粮食外运，第一批粮食将从切尔诺莫斯克港口发货。

货币类：货基收益率中位数维持在较低水平

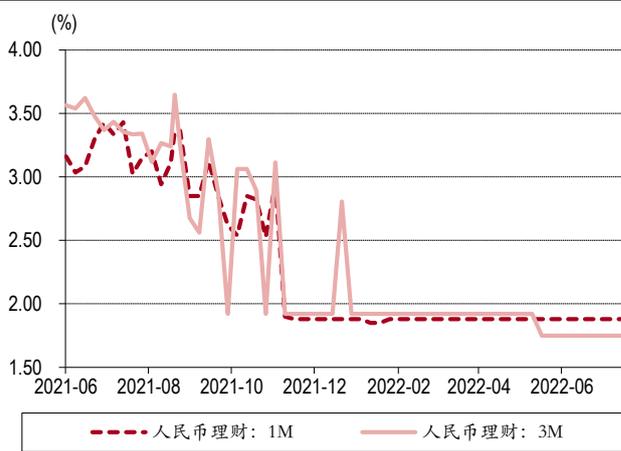
货币基金收益率中位数或将保持在 2% 下方波动。本周余额宝 7 天年化收益率下行 6BP，周五收于 1.45%；人民币 3 个月理财产品预期年化收益率收于 1.75%。本周万得货币基金指数上涨 0.03%，货币基金 7 天年化收益率中位数周五收于 1.76%。受拆借利率维持在较低水平影响，货币基金收益率中位数继续维持在较低水平。

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

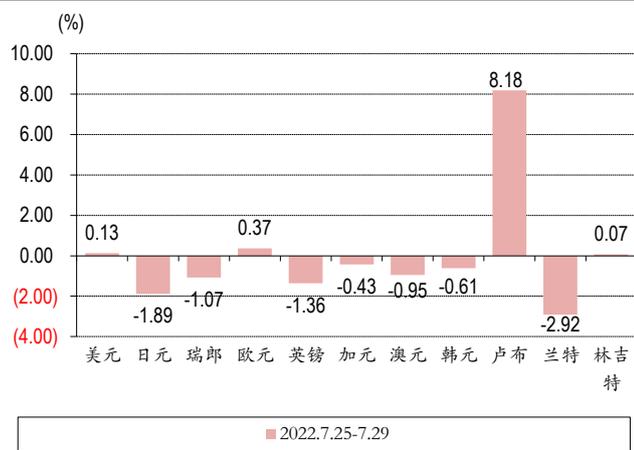


资料来源：万得，中银证券

外汇：人民币汇率维持在较高水平

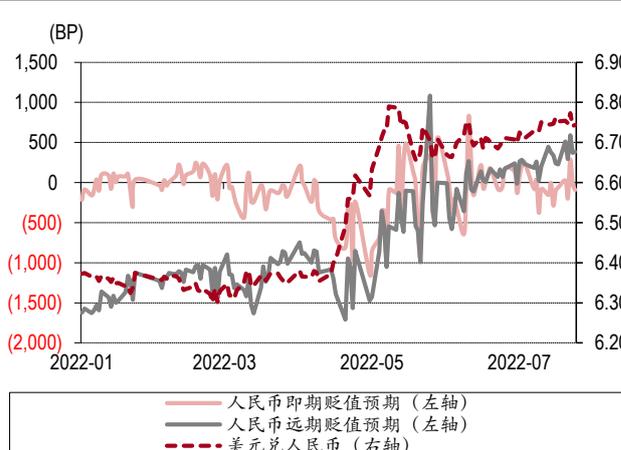
人民币兑美元中间价本周下行 85BP，至 6.7437。本周人民币对卢布(8.18%)、欧元(0.37%)、美元(0.13%)、林吉特(0.07%) 升值，对加元(-0.43%)、韩元(-0.61%)、澳元(-0.95%)、瑞郎(-1.07%)、英镑(-1.36%)、日元(-1.89%)、兰特(-2.92%) 贬值。美国连续两个季度 GDP 环比负增长，导致美元指数走弱。

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)

- SWIFT 最新统计显示，6 月，在基于金额统计的全球支付货币排名中，人民币保持全球第五大最活跃货币的位置，占比 2.17%。
- 上半年全国实际使用外资金额 7233.1 亿元人民币，按可比口径同比增长 17.4%。

港股：美元指数走弱，但美元资产价格强劲

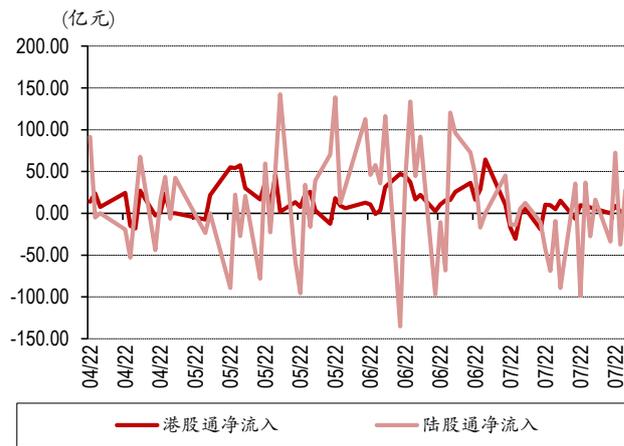
美国连续两个季度 GDP 环比负增长无碍美元资产走强。本周港股方面恒生指数下跌 2.2%，恒生国企指数下跌 3.11%，AH 溢价指数下行 0.44 收于 144.41。行业方面本周领涨的有能源业（2.02%）、原材料业（1.07%）、公用事业（0.46%），跌幅靠前的有资讯科技业（-7.12%）、医疗保健业（-5.97%）、非必需性消费（-2.93%）。本周南下资金总量 4.62 亿元，同时北上资金总量 11.48 亿元。美国二季度 GDP 环比第二个季度负增长，美国经济陷入技术性衰退，带动美元指数走弱，但国际资本避险情绪已经升温，因此美元虽然走弱，但美元资产价格整体走强。

图表 15. 恒指走势



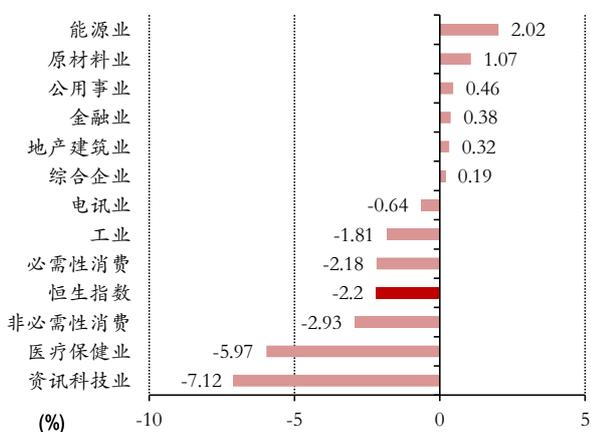
资料来源：万得，中银证券

图表 16. 陆股通资金流动情况



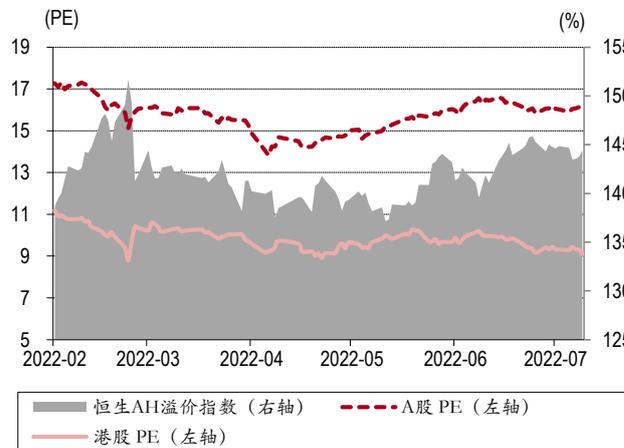
资料来源：万得，中银证券

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)

- 美联储将基准利率上调 75 个基点至 2.25% 至 2.50% 区间，符合市场预期，这使得 6-7 月累计加息达到 150 个基点，幅度为 1980 年代初以来最大。FOMC 声明称，委员们以 12-0 的投票比例一致通过此次的利率决定。委员会高度关注通胀风险，坚定致力于让通胀回归其 2% 的目标。将按计划于 9 月份加速缩表，抵押贷款支持证券 (MBS) 的每月缩减上限将升至 350 亿美元，而国债的每月缩减上限将升至 600 亿美元。美联储重申继续加息可能是合适之举。

- 美联储主席鲍威尔称，另一次大幅加息取决于数据；某个时间点放慢加息节奏可能是适宜的；必要时将毫不迟疑地采取更大幅度的行动，加息的速度取决于未来的数据；美联储正在迅速采取行动，以降低通胀，“有必要”将通胀压低至 2.0%；美国经济富有弹性，但劳动力市场极度紧张，通胀过高；美国目前没有发生衰退；不认为美国必须要经历经济衰退，但软着陆的可能性明显缩小了；美联储尚未决定何时开始放慢加息的步伐，不会对 9 月会议提供具体指引。鲍威尔讲话引发美股大涨，纳指涨超 4%，美债收益率和美元下跌。
- 日本央行会议纪要显示，委员们同意在必要时增加宽松政策。一些成员认为，随着物价上涨范围越来越大，工资也需要随之大幅上涨。
- 美国经济陷入技术性衰退。美国商务部公布数据显示，受企业和政府支出以及住宅投资下降拖累，美国第二季度 GDP 年化环比萎缩 0.9%，为连续第二季度陷入萎缩，但萎缩幅度小于第一季度的 1.6%，此前市场预期二季度将增长 0.5%。二季度核心 PCE 物价指数环比涨幅放缓至 4.4%，个人消费支出放缓至 1%。美国总统拜登称，随着美联储采取行动压低通胀，经济增长放缓不足为奇。另外，美国劳工部数据显示，上周初请失业金人数为 25.6 万人，较前一周修正后的 26.1 万人下降 0.5 万人。
- 据美国国会预算办公室（CBO）数据，随着应对疫情的刺激支出减少以及财政部收入创纪录，美国联邦预算赤字迈向四年来最小。该机构在其长期展望中表示，在始于 10 月 1 日的财政年度中，预算赤字占 GDP 的比例将降至 3.9%。
- 美国 6 月核心 PCE 物价指数同比升 4.8%，预期升 4.7%，前值升 4.7%；环比升 0.6%，创逾一年来最大增幅，预期升 0.5%，前值升 0.3%；美国 6 月个人支出环比升 1.1%，预期升 0.9%，前值自升 0.2%修正至升 0.3%。
- 欧元区 7 月 CPI 初值同比升 8.9%，超出市场预期，并再创历史新高。7 月欧元区能源价格同比上涨 39.7%，是推升当月通胀的主因。
- 欧元区第二季度 GDP 初值同比升 4%，环比升 0.7%，均好于经济学家此前预期。其中，德国二季度 GDP 初值同比升 1.5%，预期升 1.8%；法国第二季度 GDP 初值同比升 4.2%，预期升 3.7%。
- 加拿大 5 月 GDP 同比升 5.6%，预期升 5.4%，前值升 5%；环比持平，预期降 0.2%，前值升 0.3%。
- 美国 6 月耐用品订单环比升 1.9%，为 2021 年 11 月以来最大增幅，预期降 0.5%，前值升 0.8%。
- 德国 7 月 CPI 初值环比升 0.9%，预期升 0.6%，6 月终值升 0.1%；同比升 7.5%，预期升 7.4%，6 月终值升 7.6%。
- 韩国第二季度 GDP 环比增长 0.7%，连续 8 个季度保持增势，同比则增长 2.9%。服装类、餐饮住宿业、娱乐文化业消费需求旺盛，推动居民消费环比增加 3%。
- IMF 发布最新《世界经济展望报告》，年内连续第三次下调全球经济增速预期，预计明年两年全球经济将分别增长 3.2%和 2.9%，较 4 月份预期分别下调 0.4 和 0.7 个百分点。其中，美国明年两年经济增速被下调 1.4 和 1.3 个百分点至 2.3%和 1%，欧元区被下调 0.2 和 1.1 个百分点至 2.6%和 1.2%。IMF 还再次调高通胀预期，并重申高通胀预计将持续更久。IMF 指出，全球经济前景的风险压倒性地倾向于下行，而随着物价上涨继续挤压全球各地的生活水平，抑制通货膨胀应该是决策者的首要任务。
- 澳大利亚政府下调 GDP 增长预期，预计经济本财年将进一步减速至 3%，低于先前预期的 3.5%，然后在 2024 财年从先前预测的 2.5%降至 2%。
- 日本内阁府将本财年 GDP 实际增长预期从 3.2%下调至 2%左右。
- 因工作岗位、薪酬和工作条件等争议未能解决，英国全国铁路、海运和运输工人工会 27 日按计划举行罢工行动，4 万多名铁路职工和 14 家火车运营公司参与，导致全国只有 20% 的火车运营。另外，因薪酬谈判破裂，英国机车工程师和消防员协会宣布于 8 月 13 日罢工一天，将有 9 个公司的火车司机参加。
- 欧盟成员国就一项经过较大调整的“节气”方案达成共识，同意在自愿基础上将天然气使用量减少 15%，以应对欧盟面临的天然气短缺问题。欧盟方面同时给出了诸多豁免和例外条款。比如，与其他成员国的天然气网络没有互连的成员国可以被免除强制“节气”。

下周大类资产配置建议

7月制造业 PMI 指数明显走弱。7月份制造业 PMI 为 49.0，位于临界点以下，制造业景气水平有所回落，预期 50.4，前值 50.2。从企业规模看，大、中型企业 PMI 分别为 49.8 和 48.5，小型企业 PMI 为 47.9，环比下降 0.7 个百分点，仍低于临界点。从分类指数看，在构成制造业 PMI 的 5 个分类支撑中，供应商配送时间指数高于临界点，生产指数、新订单指数、原材料库存指数和从业人员指数均低于临界点。7月非制造业 PMI 为 53.8，仍位于扩展区间，非制造业连续两个月恢复性增长。从行业情况看，铁路运输、航空运输、住宿、餐饮、电信广播电视及卫星传输服务、生态保护及公共设施管理、文化体育娱乐等行业商务活动指数位于 55 以上较高景气区间；资本市场服务、保险、房地产、租赁及商务服务等行业商务活动指数低于临界点。7月制造业 PMI 指数走弱超出市场预期，且反应出当前内外需双双下行，制造业生产端已经受到影响，出现降价去库存的情况。

美联储左右为难。经济增长和通货膨胀是全球所有央行的两难问题，包括美联储。美国商务部公布数据显示，受企业和政府支出以及住宅投资下降拖累，美国第二季度 GDP 年化环比萎缩 0.9%，为连续第二季度陷入萎缩，但萎缩幅度小于第一季度的 1.6%，此前市场预期二季度将增长 0.5%。虽然此前美联储曾经表态，解决通胀是首要问题，但在经济衰退的压力之下，7月美联储选择符合市场预期的加息 75BP，并且向市场释放鸽派观点，鲍威尔表示某个时间点放慢加息节奏可能是适宜的，导致市场开始预期美联储将在接下来 9 月加息 50BP、11 月加息 25BP，并且在年内就结束加息进程。

保持比较优势，防止经济增长走极端。本周 IMF 发布最新《世界经济展望报告》，年内连续第三次下调全球经济增长预期，预计今明两年全球经济将分别增长 3.2% 和 2.9%，较 4 月份预期分别下调 0.4 和 0.7 个百分点，其中，美国今明两年经济增速被下调 1.4 和 1.3 个百分点至 2.3% 和 1%，欧元区被下调 0.2 和 1.1 个百分点至 2.6% 和 1.2%。二季度美国 GDP 初值年化环比萎缩 0.9%，为连续第二季度陷入萎缩，美国经济陷入技术性衰退。相较之下，我国二季度实际 GDP 同比增长 0.4%，上半年累计同比增长 2.5% 仍具备明显的比较优势，我们认为经济增长和通货膨胀两方面的国际比较优势，是 7 月政治局会议战术性放松年初制定的经济增长目标要求的重要原因。短期内人民币资产价格将率先反应政策不及预期的利空影响，避险资产短期可能占优，中期内我们维持配置观点，认为人民币资产将从经济基本面和政策空间两方面的比较优势上得到支撑。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 (2022.7.31)

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