

大类资产配置周报(2022.9.4)

强美元的外溢性影响加大

党的二十大于 10 月 16 日在京召开。调整大类资产配置顺序：股票>债券>货币>大宗。

宏观要闻回顾

- **经济数据**：8 月制造业 PMI 为 49.4%，非制造业 PMI 为 52.6%。
- **要闻**：党的二十大于 10 月 16 日在京召开；《求是》杂志发表重要讲话《新发展阶段贯彻新发展理念必然要求构建新发展格局》；四川终止突发事件能源供应保障二级应急响应。

资产表现回顾

- **风险资产调整**。本周沪深 300 指数下跌 2.04%，沪深 300 股指期货下跌 2.26%；焦煤期货本周下跌 9.52%，铁矿石主力合约本周下跌 8.08%；股份制银行理财预期收益率收于 3.05%，余额宝 7 天年化收益率上涨 5BP 至 1.42%；十年国债收益率下行 2BP 至 2.62%，活跃十年国债期货本周上涨 0.28%。

资产配置建议

- **调整资产配置排序：股票>债券>货币>大宗**。美元指数上行突破 110，与此同时，欧元兑美元汇率再次跌破 1，美元兑日元汇率突破 140，续创 1998 年以来新高。但是美元指数走强的趋势可能尚未结束，一方面，以能源危机为突破口的欧洲经济仍面临通胀高企和增长乏力的双重考验，美国相较欧洲的基本面优势将对美元汇率构成基本面支撑，另一方面，美联储表态为遏制通胀加息的进程短期内不会停止，在加息预期之下，两年期美债收益率已经上行突破 3.5%，十年美债收益率也回升至 3.2% 上方，将持续吸引国际资本回流美元资产，同时支持美元汇率。美元升值的同时，人民币汇率也面临贬值压力，但相较欧洲、日本和其他新兴市场国家，我国在经济增速、通胀压力和政策空间方面仍有比较优势，预计人民币汇率或仍将以波动为主，不会形成持续贬值趋势。维持看好人民币资产的观点，考虑到美元走强对国际大宗商品价格的负面影响，以及国内流动性宽松，上调债券的排序并下调大宗的排序。

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 (2022.9.4)

宏观经济	本期观点	观点变化
一个月内	= 疫情后的经济反弹基本结束	下调↓
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	= 短期内货币政策仍将保持宽松	标配↑
货币	= 收益率将在 2% 下方波动	标配
大宗商品	- 美元走强，全球经济增速下调拖累需求	低配↓
外汇	- 美元指数走强影响人民币汇率波动	低配↓

资料来源：中银证券

相关研究报告

《保持比较优势，防止经济增长走极端：大类资产配置周报》2022.7.31

《台海局势扰动投资者风险偏好：大类资产配置周报》2022.8.7

《美国通胀回落，衰退预期摇摆：大类资产配置周报》2022.8.14

《气候异常引起的经济数据疲弱在 8 月仍将持续：大类资产配置周报》2022.8.21

《多事之秋：大类资产配置周报》2022.8.28

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
美元指数强势的外溢性影响持续发酵.....	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：中小创继续调整.....	8
债券：收益率仍维持在较低水平.....	9
大宗商品：美元走强拖累大宗商品价格.....	10
货币类：货基收益率中位数维持在较低水平.....	11
外汇：美元走强推动人民币汇率向贬值方向调整.....	11
港股：市场对9月美联储加息的幅度仍存疑.....	12
下周大类资产配置建议.....	14
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。.....	14

图表目录

本期观点 (2022.9.4)	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 (2022.9.4)	14

一周概览

美元指数强势的外溢性影响持续发酵

风险资产调整。本周沪深 300 指数下跌 2.04%，沪深 300 股指期货下跌 2.26%；焦煤期货本周下跌 9.52%，铁矿石主力合约本周下跌 8.08%；股份制银行理财预期收益率收于 3.05%，余额宝 7 天年化收益率上涨 5BP 至 1.42%；十年国债收益率下行 2BP 至 2.62%，活跃十年国债期货本周上涨 0.28%。

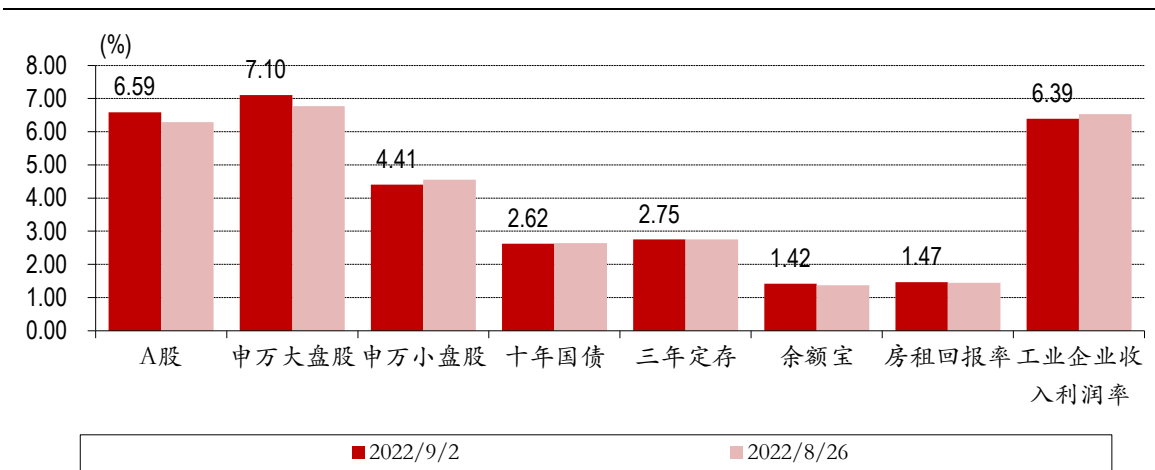
图表 1. 代表性资产一周表现和配置建议

股票	债券
沪深 300 -2.04% 沪深 300 期货 -2.26% 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 2.62%/本周变动 -2BP 活跃 10 年国债期货 +0.28% 本期评论: 流动性持续宽松, 货币政策难收紧 配置建议: 标配
大宗	保守
铁矿石期货 -8.08% 焦煤期货 -9.52% 本期评论: 美元走强, 全球经济增长疲弱 配置建议: 低配	余额宝 1.42%/本周变动 +5BP 股份制理财 3M 3.05%/本周变动 +130BP 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

8 月 PMI 指数疲弱。本周 A 股指数普跌, 但估值有所分化大盘股估值下跌, 小盘股估值上行。本周央行在公开市场继续 0 投放, 拆借利率下降继续维持在较低水平波动, 周五 R007 利率收于 1.58%, GC007 利率收于 1.63%。本周十年国债收益率下降 2BP, 周五收于 2.62%。8 月制造业 PMI 指数继续维持在荣枯线下方, 但较 7 月小幅上升, 从分项来看, 8 月制造业 PMI 的变化核心来自供应链的持续改善和去库存趋势延续, 但生产指数相对疲弱, 价格指数也明显继续处于荣枯线下方, 接下来需要关注出厂价疲弱对工业企业盈利能力的负面影响。

图表 2. 大类资产收益率横向比较



资料来源: 万得, 中银证券

美元指数一度上行突破 110。股市方面，本周 A 股指数普跌，跌幅较小的指数是上证综指 (-1.54%)，领跌的指数是创业板指 (-4.06%)；港股方面恒生指数下跌 3.56%，恒生国企指数下跌 3.59%，AH 溢价指数上行 2.5 收于 146.13；美股方面，标普 500 指数本周下跌 3.29%，纳斯达克下跌 4.21%。债市方面，本周国内债市普涨，中债总财富指数本周上涨 0.19%，中债国债指数上涨 0.36%，金融债指数上涨 0.28%，信用债指数上涨 0.09%；十年美债利率上行 16 BP，周五收于 3.2%。万得货币基金指数本周上涨 0.03%，余额宝 7 天年化收益率上行 5 BP，周五收于 1.42%。期货市场方面，NYMEX 原油期货下跌 6.24%，收于 87.25 美元/桶；COMEX 黄金下跌 1.55%，收于 1722.6 美元/盎司；SHFE 螺纹钢下跌 10.81%，LME 铜下跌 7.46%，LME 铝下跌 7.56%；CBOT 大豆下跌 2.84%。美元指数上涨 0.69% 收于 109.61。VIX 指数下行至 25.47。本周美元指数表现持续强劲，市场开始关注欧洲经济持续走弱和亚洲汇率持续贬值可能产生的负面影响。

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	2022/8/29 上期涨跌幅	- 本月以来	2022/9/2 今年以来
股票	000001.SH	上证综指	3,186.48	(1.54)	(0.67)	(2.05)	(12.45)
	399001.SZ	深证成指	11,702.39	(2.96)	(2.42)	(4.60)	(21.23)
	399005.SZ	中小板指	7,966.78	(3.59)	(1.92)	(4.76)	(20.22)
	399006.SZ	创业板指	2,533.02	(4.06)	(3.44)	(5.15)	(23.77)
	881001.WI	万得全 A	5,042.97	(2.20)	(1.91)	(3.25)	(14.81)
	000300.SH	沪深 300	4,023.61	(2.04)	(1.05)	(3.51)	(18.56)
债券	CBA00301.C	中债总财富指数	219.63	0.19	(0.10)	0.84	3.40
	CBA00603.C	中债国债	214.26	0.36	(0.19)	1.30	3.70
	CBA01203.C	中债金融债	220.38	0.28	(0.16)	0.98	3.26
	CBA02703.C	中债信用债	202.63	0.09	(0.05)	0.37	2.80
	885009.WI	货币基金指数	1,640.41	0.03	0.03	0.15	1.31
大宗商品	CL.NYM	NYMEX 原油	87.25	(6.24)	2.80	(11.53)	16.01
	GC.CMX	COMEX 黄金	1,722.60	(1.55)	(0.69)	(3.32)	(5.80)
	RB.SHF	SHFE 螺纹钢	3,637.00	(10.81)	2.48	(9.39)	(15.44)
	CA.LME	LME 铜	7,552.00	(7.46)	0.63	(4.62)	(22.31)
	AH.LME	LME 铝	2,305.00	(7.56)	4.36	(7.37)	(17.90)
	S.CBT	CBOT 大豆	1,419.75	(2.84)	4.33	(3.32)	6.01
货币	-	余额宝	1.42	5 BP	-1 BP	-3 BP	-66 BP
	-	银行理财 3M	3.05	130 BP	0 BP	130 BP	24 BP
外汇	USD.FX	美元指数	109.61	0.69	0.69	3.57	14.21
	USDCNY.IB	人民币兑美元	6.90	(0.59)	(0.78)	(2.43)	(8.31)
	EURCNY.IB	人民币兑欧元	6.89	(0.66)	0.31	(0.17)	4.46
	JPYCN.IB	人民币兑日元	4.92	1.82	(0.50)	3.00	11.09
港股	HSI.HI	恒生指数	19,452.09	(3.56)	2.01	(3.49)	(16.86)
	HSCEI.HI	恒生国企	6,672.42	(3.59)	2.99	(3.09)	(18.99)
	HSAHP.HI	恒生 AH 溢价	146.13	2.50	(1.24)	1.72	(0.87)
美国	SPX.GI	标普 500	3,924.26	(3.29)	(4.04)	(4.99)	(17.66)
	IXIC.GI	NASDAQ	11,630.86	(4.21)	(4.44)	(6.13)	(25.66)
	UST10Y.GBM	十年美债	3.20	16 BP	6 BP	53 BP	168 BP
	VIX.GI	VIX 指数	25.47	(0.35)	24.08	19.41	47.91
	CRBFD.RB	CRB 食品	550.31	(2.89)	1.63	0.18	12.18

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 8 月官方制造业 PMI 为 49.4%，低于临界点，环比上升 0.4 个百分点，制造业景气水平有所回升；官方非制造业 PMI 为 52.6%，环比下降 1.2 个百分点，仍位于扩张区间，非制造业连续三个月恢复性增长。
- 中共中央政治局会议建议，党的二十大于 10 月 16 日在京召开。会议指出，目前大会各项筹备工作进展顺利，要继续扎实做好大会筹备工作，确保大会胜利召开。
- 9 月 1 日出版的第 17 期《求是》杂志将发表中共中央总书记习近平在党的十九届五中全会第二次全体会议上重要讲话《新发展阶段贯彻新发展理念必然要求构建新发展格局》。讲话指出，构建新发展格局是事关全局的系统性、深层次变革，是立足当前、着眼长远的战略谋划，是适应我国发展新阶段要求、塑造国际合作和竞争新优势的必然选择。构建新发展格局是把握发展主动权的先手棋，不是被迫之举和权宜之计；是开放的国内国际双循环，不是封闭的国内单循环；是以全国统一大市场基础上的国内大循环为主体，不是各地都搞自我小循环。构建新发展格局是一个系统工程，既要“操其要于上”，加强战略谋划和顶层设计，也要“分其详于下”，把握工作着力点：一是要加快培育完整内需体系；二是要加快科技自立自强；三是要推动产业链供应链优化升级；四是要推进农业农村现代化；五是要提高人民生活品质；六是要牢牢守住安全发展这条底线。
- 国家发改委在《求是》杂志发表署名文章《加快构建新发展格局 牢牢把握发展主动权》称，要立足新发展阶段，完整、准确、全面贯彻新发展理念，加快构建新发展格局，推动高质量发展，提升国民经济体系整体效能，推动形成供需互促、产销并进的良性循环。要强化国家战略科技力量，瞄准人工智能、量子信息、集成电路、生命健康、脑科学、生物育种等前沿领域，实施一批具有前瞻性、战略性的国家重大科技项目。
- 国务院常务会议部署充分释放政策效能，加快扩大有效需求。会议指出，稳经济接续政策细则 9 月上旬应出尽出，着力扩大有效需求，巩固经济恢复基础。将上半年开工项目新增纳入政策性开发性金融工具支持，并将老旧小区改造、省级高速公路等纳入支持领域。出台支持制造业企业、职业院校等设备更新改造的政策。引导商业银行为重点项目建设、设备更新改造配足中长期贷款。支持刚性和改善性住房需求，地方要“一城一策”用好政策工具箱，灵活运用阶段性信贷政策和保交楼专项借款。促进汽车等大宗消费。
- 一批新规 9 月 1 日起施行。向境外提供重要数据应申报数据出境安全评估，《数据出境安全评估办法》明确 4 种应当申报数据出境安全评估的情形；《保险资产管理公司管理规定》不再限制外资险企在保险资管公司持股比例上限，并要求保险资产管理公司应建立全面风险管理体系。新修订的义务教育课程方案和课程标准于 2022 年秋季学期开始执行，劳动课正式升级为中小学独立课程。《关于严格执行招标投标法规制度进一步规范招标投标主体行为的若干意见》加大对违法投标行为打击力度。《北京市住房租赁条例》明确，加强住房租赁价格监测，租金明显上涨时政府可“干预”。
- 国家发改委等六部门联合发布《关于阶段性调整价格补贴联动机制加大对困难群众物价补贴力度的通知》，将启动条件中 CPI 单月同比涨幅达到 3.5% 阶段性调整为 3.0%，同时保持 CPI 中食品价格同比涨幅达到 6% 启动条件不变，满足任一条件即启动价格补贴联动机制。通知要求，将领取失业补助金人员和低保边缘人口等两类群体，阶段性新增纳入价格补贴联动机制保障范围。执行期限为 2022 年 9 月至 2023 年 3 月（对应 2022 年 8 月至 2023 年 2 月物价指数）。
- 央行就《金融控股公司关联交易管理办法（征求意见稿）》公开征求意见。《办法》将关联交易分为金融控股公司本级关联交易和附属机构关联交易，前者受央行监管，后者受金融监管部门监管。按照管理目标不同，集团内部交易重点防范虚构交易、转移利润、隐藏风险、监管套利等问题，集团对外关联交易重点防范利益输送风险。
- 财政部发布上半年中国财政政策执行情况报告：下一步将加大宏观政策调节力度，谋划增量政策工具，靠前安排、加快节奏、适时加力，继续做好“六稳”、“六保”工作，持续保障改善民生，保持经济运行在合理区间，以实际行动迎接党的二十大胜利召开。

- 国家发改委等 13 部门出台养老托育服务业纾困扶持政策，对养老托育服务机构属于中小微企业和个体工商户范畴、承租国有房屋的，一律免除租金到 2022 年底；2022 年对符合条件的机构按照 50% 税额顶格减征“六税两费”；延续实施阶段性降低失业保险、工伤保险费率政策；开展普惠养老专项再贷款试点。
- 据商务部，1-7 月，我国服务贸易继续保持平稳增长，服务进出口总额 33922.1 亿元，同比增长 20.7%，服务贸易逆差下降 20.1% 至 1077.3 亿元。7 月当月，我国服务进出口总额 4999 亿元，同比增长 15.7%。
- 四川终止突发事件能源供应保障二级应急响应。近日四川省多地降雨，气温明显下降，流域来水进一步增加，水电发电能力恢复正常，电力供需紧张局面基本缓解。
- 商务部回应“美国限制英伟达向中国出售两款芯片”表示，一段时间以来，美方不断滥用出口管制措施，限制半导体相关物项对华出口，中方对此坚决反对。美方相关做法背离公平竞争原则，违反国际经贸规则，不仅损害中国企业的正当权益，也将严重影响美国企业的利益，阻碍国际科技交流和经贸合作，对全球产业链供应链稳定 and 世界经济恢复造成冲击。
- 广东出台加大力度持续促进消费若干措施，其中提出：开展家电“以旧换新”活动，最高补贴 70%；持续优化汽车消费环境，广州、深圳进一步完善购车资格规定、增加购车指标；支持各地从当地实际出发完善房地产政策，支持刚性和改善性住房需求；拓展文化旅游消费，大力发展夜间文旅经济。
- 民政部最新公布《2021 年民政事业发展统计公报》显示，全年依法办理结婚登记 764.3 万对，为 36 年来结婚人数首次低于 800 万对大关，比上年下降 6.1%。结婚率为 5.4‰，比上年下降 0.4 个百分点。其中，30 岁及以上人群占比合计达到 48.2%，创下新高。整体而言，我国结婚年龄越来越迟。
- 工信部等五部门联合印发加快电力装备绿色低碳创新发展行动计划，重点围绕火电装备、水电装备、核电装备、风电装备、太阳能装备、氢能装备、储能装备、输电装备、配电装备、用电装备等电力装备 10 个领域，提出六项行动。行动计划提出，通过 5-8 年时间，煤电机组灵活性改造能力累计超过 2 亿千瓦，风电和太阳能发电装备满足 12 亿千瓦以上装机需求，核电装备满足 7000 万千瓦装机需求。

大类资产表现

A股：中小创继续调整

高估值品种调整继续。本周市场指数普跌，跌幅较小的指数包括上证红利(-0.06%)、上证50(-1.47%)、上证综指(-1.54%)，领跌的指数包括创业板指(-4.06%)、中小板指(-3.59%)、深证成指(-2.96%)。行业方面跌多涨少，领涨的行业有家电(2.85%)、房地产(1.66%)、轻工制造(1.43%)，领跌的行业有电力设备(-6.71%)、有色金属(-6.24%)、汽车(-5.3%)。本周A股半年报披露完毕，非金融非两油盈利同比增长2.75%，下半年上市公司盈利有望增速上行。

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	(0.06)	家电	2.85	卫星导航指数	4.16
上证50	(1.47)	房地产	1.66	网络游戏指数	3.02
上证综指	(1.54)	轻工制造	1.43	文化传媒概念指数	2.52
深证成指	(2.96)	汽车	(5.30)	新能源指数	(7.37)
中小板指	(3.59)	有色金属	(6.24)	锂电池指数	(7.56)
创业板指	(4.06)	电力设备	(6.71)	充电桩指数	(8.92)

资料来源：万得，中银证券

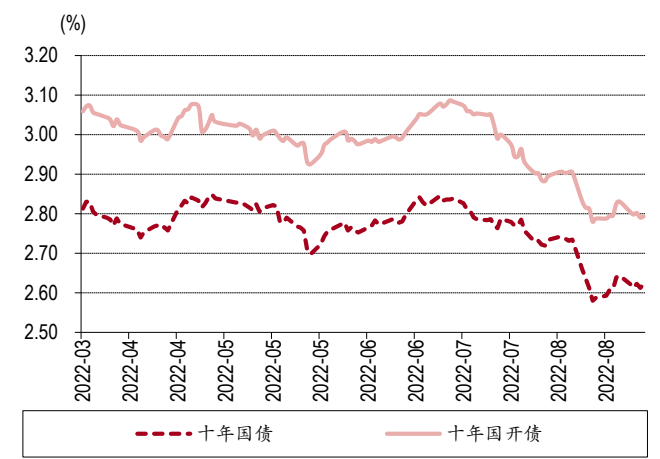
A股一周要闻 (新闻来源：万得)

- **高科技** | 国家发改委发表文章表示，瞄准人工智能、量子信息、集成电路、生命健康、脑科学、生物育种等前沿领域，实施一批具有前瞻性、战略性的国家重大科技项目。
- **元宇宙** | 9月1日在上海开幕的2022世界人工智能大会上，上海发布了六大元宇宙重大场景，让场内外观众对未来城市有了更多感知。
- **人工智能** | 2022世界人工智能大会9月1日正式开幕。今年大会以“智联世界 元生无界”为主题，旨在充分把握人工智能与元宇宙相融互促的发展趋势。
- **汽车产业** | 8月车市延续上月淡季不淡良好趋势。在车购税减半政策及地方补贴政策、厂商促销联动作用下，车市持续回暖。
- **智能驾驶** | 8月30日，自然资源部发布《关于促进智能网联汽车发展维护测绘地理信息安全的通知》，通知明确各类车载传感器以及智能网联汽车的制造、集成、销售等，不属于法定的测绘活动。该通知为智能网联汽车进一步明晰了政策环境。
- **水务** | 近日，水利部、国家发展改革委、财政部、国家乡村振兴局联合印发关于加快推进农村规模化供水工程建设的通知，旨在通过优化区域工程布局，不断推进水源工程建设，加快建设农村规模化供水工程（包括城市供水管网延伸工程和千吨万人供水工程），提升农村供水保障水平，实现农村供水高质量发展。《通知》要求，目标到2025年，全国农村自来水普及率达到88%以上。
- **电力设备** | 工信部等五部门联合印发加快电力装备绿色低碳创新发展行动计划，重点围绕火电装备、水电装备、核电装备、风电装备、太阳能装备、氢能装备、储能装备、输电装备、配电装备、用电装备等电力装备10个领域，提出六项行动。
- **养老产业** | 国家发改委等13部门出台养老托育服务业纾困扶持政策，对养老托育服务机构属于中小微企业和个体工商户范畴、承租国有房屋的，一律免除租金到2022年底；2022年对符合条件的机构按照50%税额顶格减征“六税两费”；延续实施阶段性降低失业保险、工伤保险费率政策；开展普惠养老专项再贷款试点。
- **新能源** | 作为“十四五”清洁能源发展的重中之重，目前包括大型风电、光伏基地在内的多个大基地规划建设正在加快推进，后续还将有更多的项目开工。

债券：收益率仍维持在较低水平

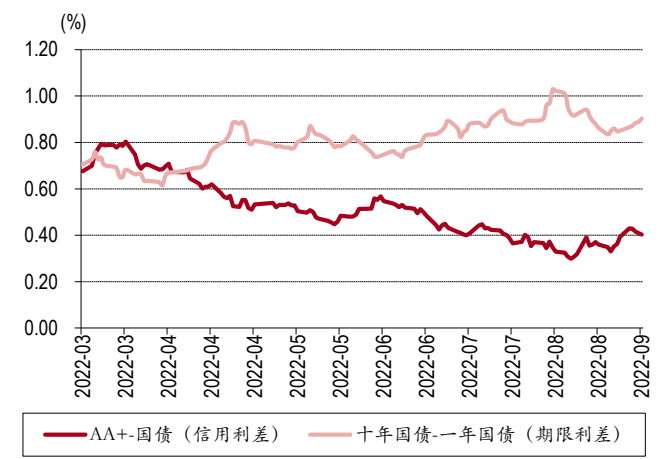
8月末之后债市流动性再度好转，利率债和信用债收益率出现普遍下行。十年期国债收益率周五收于2.62%，本周下行2BP，十年国开债收益率周五收于2.79%，较上周五下行4BP。本周期限利差上行5BP至0.9%，信用利差上行1BP至0.4%。

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

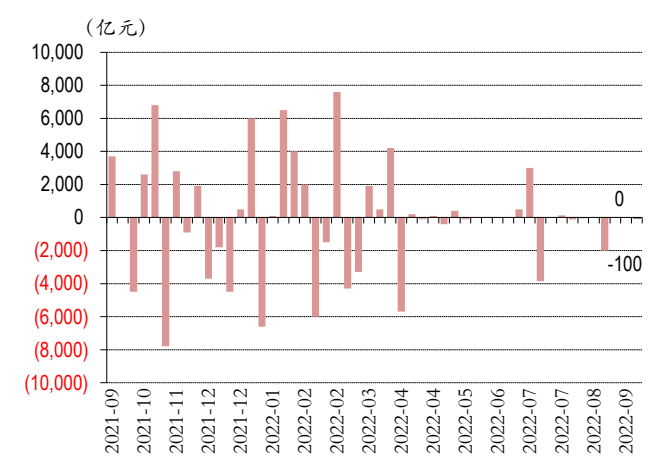
图表 6. 信用利差和期限利差



资料来源：万得，中银证券

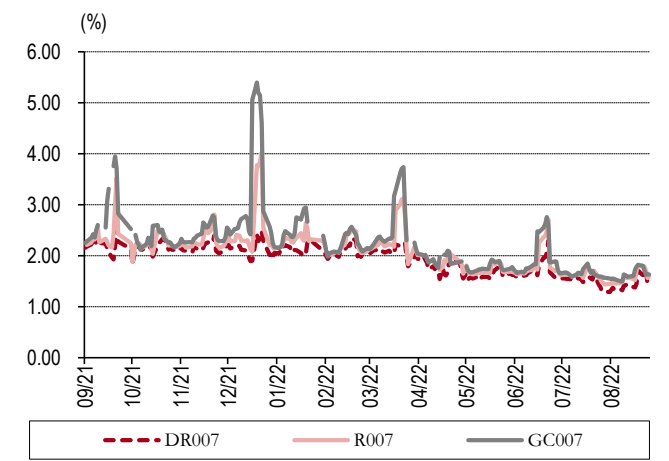
拆借利率再度回落。本周央行在公开市场继续 0 投放，拆借利率在 8 月末之后重新下行，周五 R007 利率收于 1.58%，交易所资金 GC007 利率收于 1.63%。月末资金拆借利率波动属于正常情况，当前货币市场加杠杆行为比较普遍，但央行并未出现针对性公开市场操作，考虑到二十大会议时间已经发布，市场上一定程度上开始预期宽松的货币政策至少将延续至 10 月底。

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)

- 8月人民银行对金融机构开展常备借贷便利操作共6.84亿元，期限均为隔夜。期末常备借贷便利余额为4.81亿元。8月期末抵押补充贷款余额为25399亿元。
- 增信支持民营房企发债持续发力。美的置业公告发行10亿元的2022年第三期中期票据、新城控股公告发行10亿元的2022年度第二期中期票据，均由中债信用增进公司提供担保增信。
- “19兰州城投PPN008”已兑付，时间是8月29日晚20点40分左右。兰州城投相关人士表示，受疫情影响，公司资金归集出现一点波折，耽误了时间，在大额关闭之前资金未能打款至上清所。

大宗商品：美元走强拖累大宗商品价格

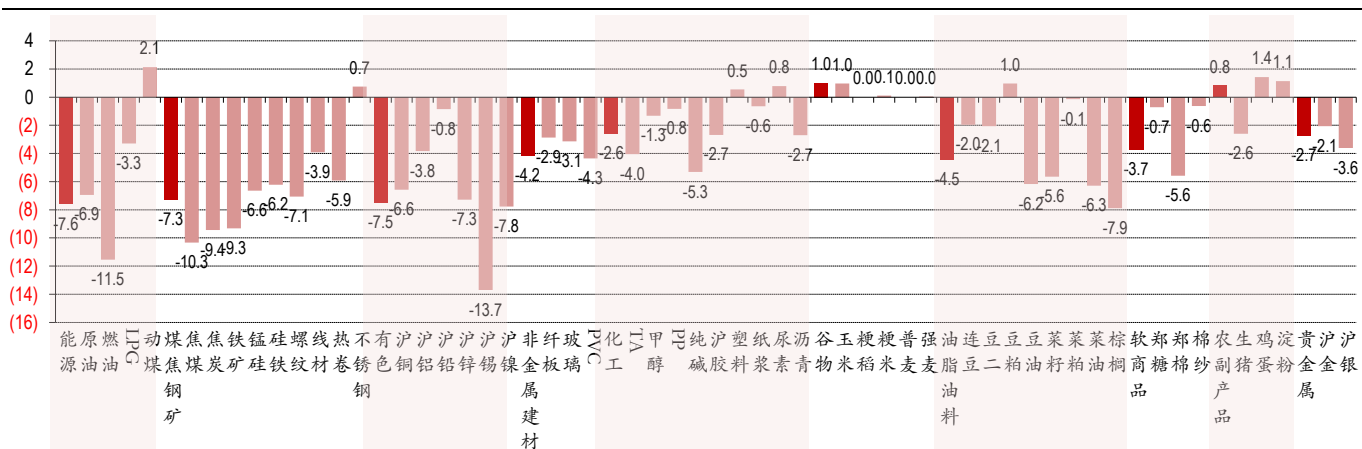
全球大宗商品价格持续承压。本周商品期货指数下跌5.09%。从各类商品期货指数来看，上涨的有谷物（1.02%），喜爱的的有化工（-2.61%）、贵金属（-2.73%）、非金属建材（-4.16%）、油脂油料（-4.46%）、煤焦钢矿（-7.3%）、有色金属（-7.48%）、能源（-7.6%）。各期货品种中，本周涨幅较大的大宗商品有动煤（2.14%）、鸡蛋（1.42%）、淀粉（1.14%），跌幅靠前的则有沪锡（-13.71%）、燃油（-11.55%）、焦煤（-10.33%）。目前国际大宗商品承受来自欧洲经济衰退和美元走强的双重压制。

图表 9. 大宗商品本周表现

商品 -5.09%	能源 -7.6%	煤焦钢矿 -7.3%
有色金属 -7.48%	非金属建材 -4.16%	化工 -2.61%
谷物 +1.02%	油脂油料 -4.46%	贵金属 -2.73%

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

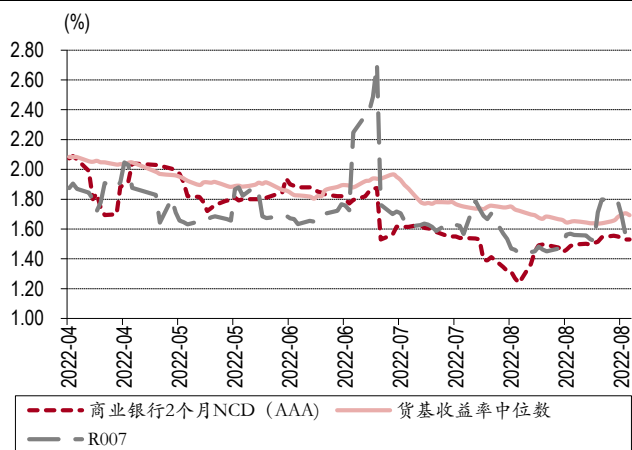
大宗商品一周要闻 (新闻来源：万得)

- 国家发改委价格司指导各地 9 月份加大政府猪肉储备投放力度，与国家投放中央猪肉储备工作形成合力。目前各地正按照工作部署，积极准备投放猪肉储备。
- 国家粮食和物资储备局最新发布，截至 8 月 25 日，主产区各类粮食企业累计收购小麦 5030 万吨，同比增加 80 万吨，旺季收购进度已超 8 成，大部分主产区已进入收尾阶段。
- 中央财政下达资金 100 亿元，再次向实际种粮农民发放一次性农资补贴，统筹支持秋收秋种，缓解农资价格上涨带来的种粮增支影响，进一步调动农民种粮积极性。
- 欧佩克+联合技术委员会下调原油供应预期，将今年供应过剩预测下调一半至 40 万桶/日，明年预测从供应过剩 90 万桶/日调整为供应短缺 30 万桶/日。
- EIA：上周美国原油库存减少 332.6 万桶，预期减少 148.3 万桶；国内原油产量增加 10 万桶至 1210 万桶/日，出口减少 21 万桶/日至 396.7 万桶/日；战略石油储备（SPR）库存减少 306.7 万桶至 4.5 亿桶。
- 七国集团财长将于 9 月 2 日举行线上会议，讨论对俄罗斯石油设定价格上限的计划。该计划将允许在限价下购买俄罗斯石油的买家继续获得关键服务，比如油轮融资和保险。
- 日本政府将为国有机构日本石油、天然气和金属国家公司建立一个框架，以大量进口液化天然气（LNG）。这是日本政府首次为民间企业采购燃料。
- 欧洲天然气基础设施（GIE）数据显示，截至 28 日，欧盟已存储过冬所需的 79.94% 的天然气。这意味着，欧盟天然气储气量正接近完成此前设定的目标，即存储的天然气在 11 月 1 日前至少达到总容量的 80%。

货币类：货基收益率中位数维持在较低水平

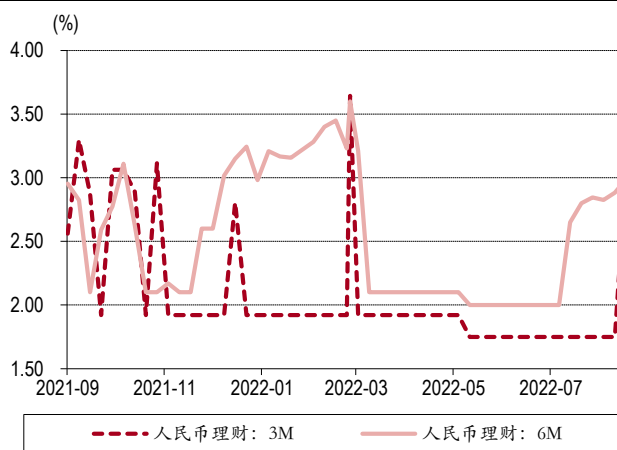
货币基金收益率中位数将继续保持在2%下方波动。本周余额宝7天年化收益率上行5BP，周五收于1.42%；人民币3个月理财产品预期年化收益率收于3.05%。本周万得货币基金指数上涨0.03%，货币基金7天年化收益率中位数周五收于1.69%。8月底货币市场拆借利率有所上升，但9月初继续下行，货币市场宽松基本面不改。

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

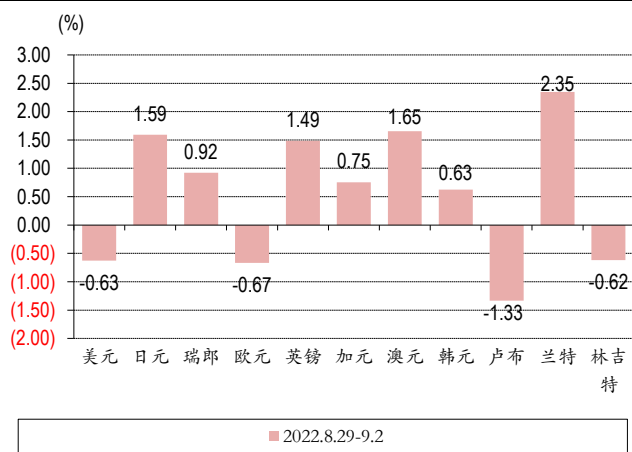


资料来源：万得，中银证券

外汇：美元走强推动人民币汇率向贬值方向调整

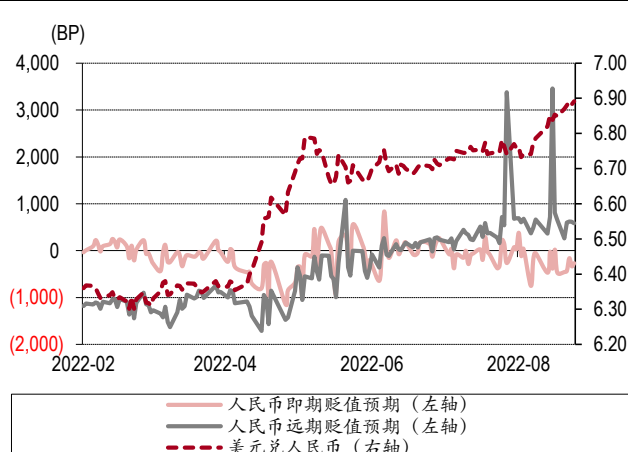
人民币兑美元中间价本周上行431BP，至6.8917。本周人民币对兰特(2.35%)、澳元(1.65%)、日元(1.59%)、英镑(1.49%)、瑞郎(0.92%)、加元(0.75%)、韩元(0.63%)升值，对林吉特(-0.62%)、美元(-0.63%)、欧元(-0.67%)、卢布(-1.33%)贬值。美元指数超预期强势，带动人民币汇率走弱。

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)

- 今年以来欧元对美元贬值已超12%，创2002年以来新低且为20年来首次跌破平价。欧元猛烈贬值推高进口成本，加剧能源价格飙升和创纪录的通胀飙升对欧元区经济冲击，影响企业利润率。
- 美元兑日元盘中一度接近140关口，并续创1998年以来新高。韩元对美元汇率收盘价失守1360关口，跌至1362.6韩元，为2009年4月1日以来最低收盘价。

港股：市场对9月美联储加息的幅度仍存疑

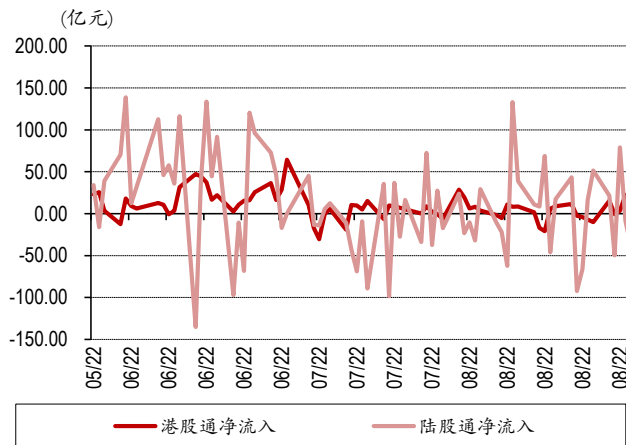
美国就业数据依然强劲。本周港股方面恒生指数下跌 3.56%，恒生国企指数下跌 3.59%，AH 溢价指数上行 2.5 收于 146.13。行业方面本周跌幅较小的有资讯科技业 (-2.05%)、电讯业 (-2.15%)、能源业 (-2.47%)，跌幅靠前的有原材料业 (-8.9%)、工业 (-7.45%)、非必需性消费 (-5.29%)。本周南下资金总量 37.73 亿元，同时北上资金总量 4.41 亿元。美国 9 月数据依然向好，支持美联储继续大幅加息，但市场预期仍徘徊在 50BP 和 75BP 之间。

图表 15. 恒指走势



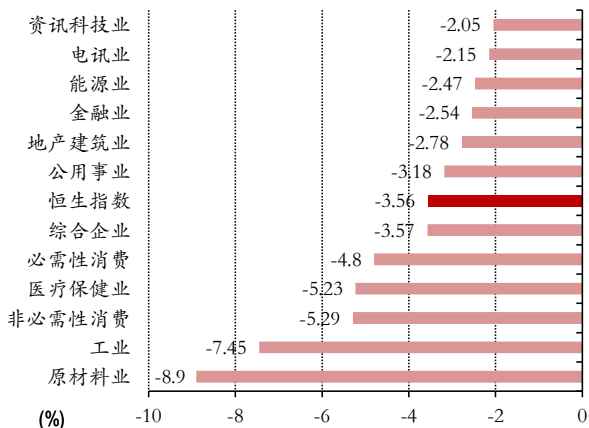
资料来源：万得，中银证券

图表 16. 陆港通资金流动情况



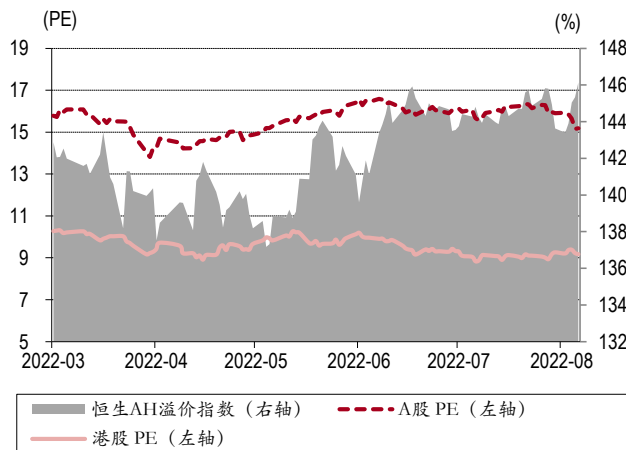
资料来源：万得，中银证券

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)

- 美国上周初请失业金人数为 23.2 万人，连续第三周下降，降至两个月来最低水平，表明尽管经济增长放缓，但就业需求依然健康。另外，美国 8 月挑战者企业裁员人数 2.05 万人，前值 2.58 万人。
- 美国 8 月 ISM 制造业 PMI 持平于 52.8，高于市场预期，但仍处于两年多地位。原材料成本指标连续第五个月下降，表明通胀压力正在减弱。就业指数升至 54.2 的 5 个月高点。
- 美国劳工部数据显示，美国 8 月份新增非农就业 31.5 万，为 2021 年 4 月以来最小增幅，但仍高于上市场预期的 30 万，7 月份修正后为增加 52.6 万。但失业率意外升至六个月高点 3.7%，为 1 月份以来首次上升，就业参与率升至 2020 年 3 月以来最高 62.4%。美国 8 月份时薪环比上升 0.3%，同比上升 5.2%，均不及预期。

- 美国7月工厂订单环比降1%，为2020年4月以来最大降幅，预期升0.2%，前值由升2%修正至升1.8%。
- 欧元区8月制造业PMI终值录得49.6，为2020年6月以来新低，初值为49.7。德国8月制造业PMI终值为49.1，同样创2020年6月以来新低，初值49.8。法国8月制造业PMI终值为50.6，初值为49。
- 欧元区8月CPI同比上涨9.1%，续创历史新高，高于预期的上涨9%；环比则上升0.5%，预期0.4%。能源价格8月上漲逾38%，依旧是通胀走高的主要原因。继7月份加息50个基点后，市场目前预计欧洲央行9月将有类似或更大幅度的加息。高盛预计欧洲央行下周将加息75个基点。
- 欧元区PPI同比上升37.9%，高于市场预期的37.3%，连续两个月下降后再度上行；环比则大幅上升4%，超过市场预期的3.7%，前值修正为上升1.3%。欧洲央行调查显示，欧洲消费者预期未来12个月的通胀率为5%。
- 欧盟官员称，欧盟正在考虑制定能源价格上限，考虑对能源公司征收暴利税，也可能会采取措施减少电力需求。此外，欧盟委员会还在考虑改革欧盟电力市场的设计。
- 韩国政府多部门联合发布提高出口竞争力战略，政府将提供史上最高的351万亿韩元（约合人民币1.81万亿元）融资支持，并重点管控贸易三大利空因素，同时大力支持韩国出口主力产业的技术研发。
- 德国总理朔尔茨承诺，政府“很快”就会完成新救助方案的推出工作。德国副总理兼经济和气候保护部部长哈贝克表示，德国已经为冬天做好了准备，政府将通过新的一揽子措施来应对能源价格的大幅上涨。有媒体爆料称，救助金额最高或将达到400亿欧元，包括向中低收入人士发放一次性免税补助等。
- 韩国政府敲定2023年度财政预算案，明年预算为639万亿韩元，同比增加5.2%，增幅创近6年来最低。根据该预算案，韩国政府明年将斥资1万亿韩元助推半导体产业发展，斥资3.2万亿韩元加强全球供应链问题应对能力，并为新能源汽车和全无人驾驶汽车商用化提供支持。
- 据央视财经，美国白宫要求国会今年秋天通过一笔471亿美元新紧急资金，用以对抗新冠疫情、对乌军事援助及应对自然灾害。两党议员们必须在9月30日最终期限前统一意见，否则美国政府将在中期选举前几周面临“灾难性的关门”风险。
- 七国集团财长发表联合声明，决定对俄石油和石油产品实施价格上限。只有在石油和石油产品价格等于或低于所制定的价格上限时，才允许对其进行运送。俄罗斯方面明确表示，加入对俄石油限价的将不再属于俄罗斯石油的接受国，俄方不会根据这种非市场的原则与这些国家进行合作。
- 联合国粮农组织报告显示，8月份全球食品价格指数为138点，环比下降1.9%，同比仍高出7.9%。自今年3月创下历史新高后，该指数连续5个月回落，8月几乎所有食品类商品价格均有所下调。

下周大类资产配置建议

8月经济数据可能依然表现疲弱。8月官方制造业PMI为49.4%，低于临界点，环比上升0.4个百分点，制造业景气水平有所回升；官方非制造业PMI为52.6%，环比下降1.2个百分点，仍位于扩张区间，非制造业连续三个月恢复性增长。8月疫情反弹和高温天气将持续影响经济数据，从PMI指数表现来看，主导经济走向的利多因素是供应链持续恢复，但是利空因素是主动去库存和需求端疲弱，多方面因素影响下，制造业PMI各项指数虽然较7月有不同程度回升，但整体仍在荣枯线下方，表明经济增长依然承受压力。但与海外不同的是，我国8月制造业PMI数据中，原材料价格和出厂价格指数都在荣枯线下方，短期内国内通胀压力依然可控。

能源危机困扰欧洲。欧元区8月CPI同比上涨9.1%，续创历史新高，高于预期的上涨9%；环比则上升0.5%，预期0.4%。能源价格8月上漲逾38%，依旧是通胀走高的主要原因。继7月份加息50个基点后，市场目前预计欧洲央行9月将有类似或更大幅度的加息。欧盟官员称，欧盟正在考虑制定能源价格上限，考虑对能源公司征收暴利税，也可能采取减少电力需求。欧盟跟随美国制裁俄罗斯，直接影响欧洲的能源供给稳定性，秋冬季临近，能源需求进一步上升，但是欧盟对俄罗斯的能源制裁却有所加码，预计能源危机将持续困扰欧洲，并同时在经济增长和通胀两方面产生负面影响。另一方面，随着欧元对美元汇率第二次下行突破1，资本市场对欧债危机的担忧也持续升温。

强美元的外溢性影响加大。美元指数上行突破110，与此同时，欧元兑美元汇率再次跌破1，美元兑日元汇率突破140，续创1998年以来新高。但是美元指数走强的趋势可能尚未结束，一方面，以能源危机为突破口的欧洲经济仍面临通胀高企和增长乏力的双重考验，美国相较欧洲的基本面优势将对美元汇率构成基本面支撑，另一方面，美联储表态为遏制通胀加息的进程短期内不会停止，在加息预期之下，两年期美债收益率已经上行突破3.5%，十年美债收益率也回升至3.2%上方，将持续吸引国际资本回流美元资产，同时支持美元汇率。美元升值的同时，人民币汇率也面临贬值压力，但相较欧洲、日本和其他新兴市场国家，我国在经济增速、通胀压力和政策空间方面仍有比较优势，预计人民币汇率或仍将以波动为主，不会形成持续贬值趋势。维持看好人民币资产的观点，考虑到美元走强对国际大宗商品价格的负面影响，以及国内流动性宽松，上调债券的排序并下调大宗的排序。调整后大类资产配置顺序：股票>债券>货币>大宗。

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 (2022.9.4)

宏观经济		本期观点	观点变化
一个月内	=	疫情后的经济反弹基本结束	下调↓
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	=	短期内货币政策仍将保持宽松	标配↑
货币	=	收益率将在2%下方波动	标配
大宗商品	-	美元走强，全球经济增速下调拖累需求	低配↓
外汇	-	美元指数走强影响人民币汇率波动	低配↓

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