

大类资产配置周报(2022.11.20)

流动性易放大年底资产价格波动幅度

10月经济数据低于预期；中美领导人在巴厘岛会晤。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**: 10月工增同比5%，社零同比下降0.5%，1-10月固投同比5.8%；1-10月财政收入累计同比下降4.5%，财政政策累计同比增长6.4%。
- **要闻**: 国家领导人出席二十国集团领导人第十七次峰会并发表重要讲话；国家领导人同美国总统拜登在巴厘岛举行会晤；央行发布第三季度中国货币政策执行报告；央行、银保监会出台十六条措施支持房地产市场平稳健康发展；央行、银保监会修订发布《商业汇票承兑、贴现与再贴现管理办法》。

资产表现回顾

- **避险资产价格波动加大**。本周沪深300指数上涨0.35%，沪深300股指期货上涨0.04%；焦煤期货本周上涨3.76%，铁矿石主力合约本周上涨6.96%；股份制银行理财预期收益率收于1.6%，余额宝7天年化收益率下跌4BP至1.29%；十年国债收益率上行9BP至2.83%，活跃十年国债期货本周下跌1.54%。

资产配置建议

- **资产配置排序：股票>大宗>货币>债券**。大类资产配置调整一方面受到经济基本面等宏观因素影响，另一方面也具有比较明显的季节性特征。11月以来，宏观政策逐步在新冠防疫和房地产融资两方面边际放松，但同时10月经济数据整体低于一致预期，一定程度上导致市场预期宏观政策将继续加码，稳定向好的复苏趋势。随着年底市场普遍预期2023年人民币资产将转向复苏交易，导致短期内资产价格波动加大。我们认为叠加年底金融体系流动性季节性偏紧的情况，人民币资产价格波动加大的过程或将持续一段时间，但期间央行加大公开市场操作流动性投放有望稳定市场整体波动的安全性。整体来看，市场波动不改复苏交易趋势，我们维持看好风险资产的观点。

风险提示：全球通胀回落偏慢；流动性回流美债；全球新冠疫情不确定。

本期观点 (2022.11.20)

宏观经济	本期观点	观点变化	
一个月内	=	关注稳增长政策落地	不变
三个月内	=	经济持续弱复苏	不变
一年内	-	欧美经济衰退影响全球	不变
大类资产	本期观点	观点变化	
股票	+	复苏之下股市受益	超配
债券	-	复苏抬高债市收益率	低配
货币	=	收益率将在2%下方波动	标配
大宗商品	=	经济复苏提振需求	标配
外汇	=	中国经济基本面优势支撑汇率宽幅波动	标配

资料来源：中银证券

相关研究报告

《全球经济下行背景下，我国货币政策预调微调的时间窗口在四季度：大类资产配置周报》

2022.10.16

《关注亚洲金融市场波动：大类资产配置周报》

2022.10.23

《稳增长还是抑通胀，海外货币政策面临两难：大类资产配置周报》 2022.10.30

《稳增长措施重回市场关注重点：大类资产配置周报》 2022.11.6

《人民币资产复苏交易可期：大类资产配置周报》 2022.11.13

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
市场转向复苏交易.....	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：TMT领涨.....	8
债券：关注年底流动性波动.....	9
大宗商品：海外经济四季度大概率开始衰退.....	10
货币类：货基收益率中位数维持在较低水平.....	11
外汇：人民币对美元连续反弹.....	11
港股：美国通胀拐点或已出现.....	12
下周大类资产配置建议.....	14
风险提示：.....	14

图表目录

本期观点 (2022.11.20)	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 (2022.11.20)	14

一周概览

市场转向复苏交易

避险资产价格波动加大。本周沪深 300 指数上涨 0.35%，沪深 300 股指期货上涨 0.04%；焦煤期货本周上涨 3.76%，铁矿石主力合约本周上涨 6.96%；股份制银行理财预期收益率收于 1.6%，余额宝 7 年化收益率下跌 4BP 至 1.29%；十年国债收益率上行 9BP 至 2.83%，活跃十年国债期货本周下跌 1.54%。

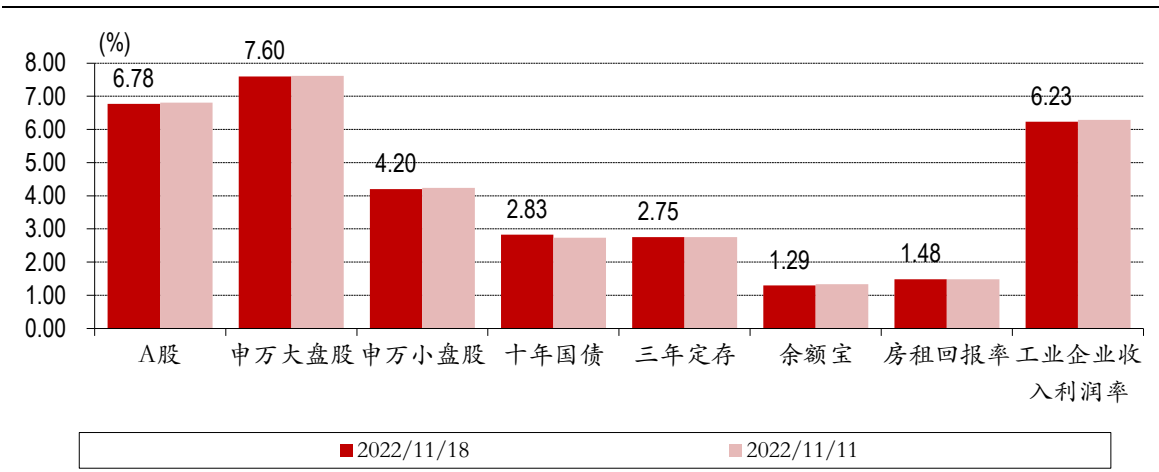
图表 1. 代表性资产一周表现和配置建议

股票	债券
沪深 300 +0.35% 沪深 300 期货 +0.04% 本期评论： 复苏交易抬头 配置建议： 超配	10 年国债到期收益率 2.83%/本周变动 +9BP 活跃 10 年国债期货 -1.54% 本期评论： 经济复苏抬高收益率 配置建议： 低配
大宗	保守
铁矿石期货 +6.96% 焦煤期货 +3.76% 本期评论： 国内复苏，美元难强 配置建议： 标配	余额宝 1.29%/本周变动 -4BP 股份制理财 3M 1.6%/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

10 月数据低于预期，内需偏弱。本周 A 股指数涨多跌少，小盘股估值上升幅度更大，大盘股估值仅小幅上行。本周央行在公开市场净投放资金 2180 亿元，流动性出现波动，拆借利率先上再下，周五 R007 利率收于 1.82%，GC007 利率收于 1.91%。本周十年国债收益率上升 9BP，周五收于 2.83%。10 月经济数据低于预期，主要受国内多地疫情散发影响，工业生产实际天数偏少，内需偏弱，但随着防疫二十条落地和房地产融资条件放宽，预计内需将持续改善。

图表 2. 大类资产收益率横向比较



资料来源：万得，中银证券

国内复苏交易，海外经济下行。股市方面，本周 A 股指数涨多跌少，领涨的指数是万得全 A (0.54%)，领跌的指数是创业板指 (-0.65%)；港股方面恒生指数上涨 3.85%，恒生国企指数上涨 4.4%，AH 溢价指数下行 2.54 收于 144.16；美股方面，标普 500 指数本周下跌 0.69%，纳斯达克下跌 1.57%。债市方面，本周国内债市普跌，中债总财富指数本周下跌 0.5%，中债国债指数下跌 0.6%，金融债指数下跌 0.44%，信用债指数下跌 0.49%；十年美债利率持平，周五收于 3.82%。万得货币基金指数本周上涨 0.02%，余额宝 7 天年化收益率下行 4 BP，周五收于 1.29%。期货市场方面，NYMEX 原油期货下跌 9.78%，收于 80.26 美元/桶；COMEX 黄金下跌 0.98%，收于 1752 美元/盎司；SHFE 螺纹钢上涨 3.14%，LME 铜下跌 5.38%，LME 铝下跌 1.97%；CBOT 大豆下跌 1.55%。美元指数上涨 0.53% 收于 106.97。VIX 指数上行至 23.12。本周人民币资产转向复苏交易，但美国通胀走低市场预期美联储货币政策转向，欧洲四季度经济确定性衰退。

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	2022/11/14 上期涨跌幅	- 本月以来	2022/11/18 今年以来
股票	000001.SH	上证综指	3,097.24	0.32	0.54	7.04	(14.91)
	399001.SZ	深证成指	11,180.43	0.36	(0.43)	7.53	(24.75)
	399005.SZ	中小板指	7,537.56	0.01	(1.47)	6.56	(24.52)
	399006.SZ	创业板指	2,389.76	(0.65)	(1.87)	5.50	(28.08)
	881001.WI	万得全 A	4,906.10	0.54	0.20	7.57	(17.12)
	000300.SH	沪深 300	3,801.57	0.35	0.56	8.35	(23.05)
债券	CBA00301.C	中债总财富指数	219.05	(0.50)	(0.14)	(0.76)	3.12
	CBA00603.C	中债国债	213.00	(0.60)	(0.20)	(1.01)	3.09
	CBA01203.C	中债金融债	219.71	(0.44)	(0.24)	(0.81)	2.95
	CBA02703.C	中债信用债	202.03	(0.49)	(0.14)	(0.67)	2.49
	885009.WI	货币基金指数	1,646.00	0.02	0.03	0.07	1.66
大宗商品	CL.NYM	NYMEX 原油	80.26	(9.78)	(4.05)	(7.25)	6.71
	GC.CMX	COMEX 黄金	1,752.00	(0.98)	5.82	6.78	(4.19)
	RB.SHF	SHFE 螺纹钢	3,716.00	3.14	2.86	7.99	(13.60)
	CA.LME	LME 铜	8,036.00	(5.38)	6.07	7.87	(17.33)
	AH.LME	LME 铝	2,415.00	(1.97)	4.35	8.69	(13.98)
	S.CBT	CBOT 大豆	1,427.50	(1.55)	(0.72)	0.56	6.59
货币	-	余额宝	1.29	-4 BP	-6 BP	-12 BP	-78 BP
	-	银行理财 3M	1.60	0 BP	0 BP	0 BP	-121 BP
外汇	USD.XF	美元指数	106.97	0.53	(3.95)	(4.15)	11.46
	USDCNY.IB	人民币兑美元	7.13	(0.24)	2.20	2.34	(11.84)
	EURCNY.IB	人民币兑欧元	7.38	(0.77)	(3.20)	(1.97)	(2.28)
	JPYCNY.IB	人民币兑日元	5.09	(0.28)	(3.15)	(3.57)	8.11
港股	HSI.HI	恒生指数	17,992.54	3.85	7.21	22.51	(23.10)
	HSCEI.HI	恒生国企	6,125.40	4.40	7.02	24.03	(25.63)
	HSAHP.HI	恒生 AH 溢价	144.16	(2.54)	(4.34)	(10.38)	(2.84)
美国	SPX.GI	标普 500	3,965.34	(0.69)	5.90	2.41	(16.80)
	IXIC.GI	NASDAQ	11,146.06	(1.57)	8.10	1.44	(28.76)
	UST10Y.GBM	十年美债	3.82	0 BP	-35 BP	-28 BP	230 BP
	VIX.GI	VIX 指数	23.12	2.66	(8.27)	(10.66)	34.26
	CRBFD.RB	CRB 食品	557.65	0.79	(0.08)	0.98	13.67

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）

- 国家统计局公布数据显示，中国 10 月规模以上工业增加值同比增 5%，预期增 5%，前值增 6.3%。10 月社会消费品零售总额同比降 0.5%，预期增 1.7%，前值增 2.5%。1-10 月固定资产投资同比增 5.8%，预期增 5.9%，前值增 5.9%。1-10 月全国房地产开发投资同比下降 8.8%，其中住宅投资下降 8.3%。
- 中国 10 月 70 大中城市中有 10 城新建商品住宅价格环比上涨，9 月为 15 城；环比看，南充涨幅 1%领跑，北上广深分别涨 0.4%、涨 0.3%、跌 0.3%、跌 0.7%。
- 据财政部统计数据，2022 年 1-10 月，全国一般公共预算收入 173397 亿元，扣除留抵退税因素后增长 5.1%，按自然口径计算下降 4.5%。其中，中央一般公共预算收入 80005 亿元，扣除留抵退税因素后增长 4.8%，按自然口径计算下降 5.5%；地方一般公共预算本级收入 93392 亿元，扣除留抵退税因素后增长 5.4%，按自然口径计算下降 3.6%。全国税收收入 142579 亿元，扣除留抵退税因素后增长 2.4%，按自然口径计算下降 8.9%；非税收入 30818 亿元，比上年同期增长 23.2%。1-10 月累计，全国一般公共预算支出 206334.00 亿元，比上年同期增长 6.40%。
- 国家领导人出席二十国集团领导人第十七次峰会并发表重要讲话。他强调，各方要继续深化抗疫国际合作，遏制全球通胀，化解系统性经济金融风险，特别是发达经济体要减少货币政策调整的负面外溢效应。要继续维护以世界贸易组织为核心的多边贸易体制，积极推动世界贸易组织改革，推进贸易和投资自由化便利化。建设开放、稳定、可持续的大宗商品市场，共同畅通供应链，稳定市场价格。
- 据新华社，国家领导人同美国总统拜登在巴厘岛举行会晤。两国元首就中美关系中的战略性问题以及重大全球和地区问题坦诚深入交换了看法。国家领导人指出，打贸易战、科技战，人为“筑墙设垒”，强推“脱钩断链”，完全违反市场经济原则，破坏国际贸易规则，只会损人不利己。两国元首同意两国财金团队就宏观经济政策、经贸等问题开展对话协调。
- 国家主席习近平在曼谷出席亚太经合组织第二十九次领导人非正式会议时指出，要坚持真正的多边主义，维护多边贸易体制。坚定维护以规则为基础的多边贸易体制，维护全球产业链供应链安全稳定，构建开放、公平、非歧视的贸易投资环境，早日建成全面、高水平的亚太自由贸易区。要坚持开放区域合作，共促亚太繁荣。积极主动扩大开放，全面提升区域经济合作水平。中国扩大高水平开放的决心不会变，中国开放的大门只会越开越大。
- 央行发布第三季度中国货币政策执行报告表示，加大稳健货币政策实施力度，搞好跨周期调节，兼顾短期和长期、经济增长和物价稳定、内部均衡和外部均衡，坚持不搞“大水漫灌”，不超发货币，为实体经济提供更有力的、更高质量的支持。综合运用多种货币政策工具，为巩固经济回稳向上态势、做好年末经济工作提供适宜的流动性环境。高度重视未来通胀升温的潜在可能性，特别是需求侧的变化，做好妥善应对，保持物价水平基本稳定。密切关注主要发达经济体经济走势和货币政策调整的溢出影响，以我为主兼顾内外平衡。
- 央行在货币政策执行报告表示，坚持不将房地产作为短期刺激经济的手段，坚持稳地价、稳房价、稳预期，稳妥实施房地产金融审慎管理制度，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，推动保交楼专项借款加快落地使用并视需要适当加大力度，引导商业银行提供配套融资支持，维护住房消费者合法权益，促进房地产市场平稳健康发展。
- 为支持优质房地产企业合理使用预售监管资金，防范化解房地产企业流动性风险，促进房地产市场平稳健康发展，银保监会、住建部、央行联合发布通知，指导商业银行按市场化、法治化原则，向优质房地产企业出具保函置换预售监管资金。通知要求，房地产企业要按规定使用保函置换的预售监管资金，优先用于项目工程建设、偿还项目到期债务等，不得用于购置土地、新增其他投资、偿还股东借款等。
- 央行等六部门发布通知明确，对于 2022 年第四季度到期的、因新冠肺炎疫情影响暂时遇困的小微企业贷款（含个体工商户和小微企业主经营性贷款），还本付息日期原则上最长可延至 2023 年 6 月 30 日。为充分调动银行业金融机构的积极性，通知提出，央行综合运用多种货币政策工具，保持银行体系流动性合理充裕。

- 据中国基金报，央行、银保监会出手，出台十六条措施支持房地产市场平稳健康发展，要求保持房地产融资平稳有序、积极做好“保交楼”金融服务、依法保障住房金融消费者合法权益、延长房地产贷款集中度管理政策过渡期安排。两部门明确，稳定房地产开发贷款投放，支持个人住房贷款合理需求，支持开发贷款及信托贷款等存量融资合理展期，支持优质房地产企业发行债券融资，阶段性优化房地产项目并购融资政策，加快推动房地产风险市场化出清。
- 央行 15 日开展 8500 亿元的 MLF，较当月 1 万亿元的到期量缩量 1500 亿元。而在此前，市场对此次 MLF 操作颇为期待。虽然 MLF 缩量续做，但央行同步开展了 1720 亿元 7 天期逆回购操作，实现短期流动性净投放 1700 亿元；另外，11 月以来，央行还通过 PSL、科技创新再贷款等工具投放中长期流动性 3200 亿元，整体来看，中长期流动性投放总量已高于本月 MLF 到期量。
- 国家卫健委发布优化疫情防控措施解读问答，对整治层层加码问题提出新的要求。各地严禁随意封校停课、停工停产、未经批准阻断交通，随意采取“静默”管理，随意封控、长时间不解封，随意停诊等各类层层加码行为，加大通报、公开曝光力度，对造成严重后果的依法依规严肃追责。
- 文旅部进一步优化新冠肺炎疫情防控措施，跨省旅游经营活动不再与风险区实施联动管理，游客需凭 48 小时内核酸检测阴性证明乘坐跨省交通工具。同时，继续暂停旅行社和在线旅游企业经营出入境团队旅游及“机票+酒店”业务。
- 最高人民法院强调，未来将加强对平台经济、核心技术、医药通信等重点领域和关键环节的反垄断司法力度。目前最高法正起草新的反垄断民事诉讼司法解释，重点新增有关反垄断实体审查判断标准和互联网平台行为规制内容。
- 深圳市房地产中介协会最新数据显示，截至 11 月 14 日，深圳全市共有 42049 套有效在售二手房源，较上周增加 948 套，在售二手房源数量持续增加。
- 去年全年我国出生人口仅 1062 万人，创下近年来新低。同时，根据国家统计局历年数据，48 万人的净增人口数量创下近 60 年来（1962 年以来）的新低，全国总人口已经快达到负增长的警戒线。有 13 个省份 2021 年人口自然增长率为负，其中至少有江苏、湖北、湖南、内蒙古、山西、天津为近几十年来人口自然增长率首次转负。
- 据住建部监测，10 月份以来不少城市新建商品住宅网签成交量明显回升，北京、重庆、厦门、济南、成都、无锡、沈阳等城市新房成交面积环比增加超过 10%；个别前期受疫情影响较大的城市，疫情得到有效控制后购房需求集中释放，成交量增幅超过 50%。
- 央行、外汇局发布《境外机构投资者投资中国债券市场资金管理规定》，完善境外机构投资者投资中国债券市场资金管理，推动中国债券市场进一步开放。
- 央行、银保监会修订发布《商业汇票承兑、贴现与再贴现管理办法》，明确银行承兑汇票和财务公司承兑汇票的最高承兑余额不得超过该承兑人总资产的 15%，承兑汇票保证金余额不得超过该承兑人吸收存款规模的 10%。同时，将商业汇票最长期限由 1 年调整至 6 个月。并为银行承兑汇票和财务公司承兑汇票比例限额要求设置一年过渡期。。

大类资产表现

A股：TMT领涨

复苏交易推升股指。本周市场指数涨多跌少，领涨的指数包括上证50（1.14%）、中证500（0.86%）、上证180（0.55%），下跌的指数仅有上证红利（-1.88%）、创业板指（-0.65%）。行业方面分化较大，领涨的行业有医药（5.69%）、传媒（5.27%）、计算机（4%），领跌的行业有煤炭（-5.72%）、有色金属（-4.98%）、汽车（-3.54%）。防疫二十条和房地产融资政策放松，拉高市场对经济复苏的预期。

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 (%)	
上证50	1.14	医药	5.69	网络游戏指数	6.63
中证500	0.86	传媒	5.27	网络安全指数	6.06
上证180	0.55	计算机	4.00	虚拟现实指数	6.02
中小板指	0.01	汽车	(3.54)	锂电池指数	(3.32)
创业板指	(0.65)	有色金属	(4.98)	新能源汽车指数	(3.45)
上证红利	(1.88)	煤炭	(5.72)	小金属指数	(4.00)

资料来源：万得，中银证券

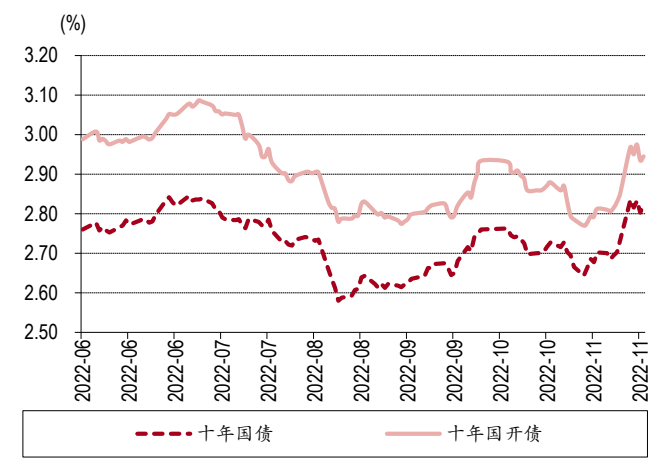
A股一周要闻（新闻来源：万得）

- **游戏** | 国家新闻出版署披露11月国产网络游戏审批名单，本次共有70款游戏获得版号，涉及多家上市公司。这是今年以来第六批国产网络游戏版号下发。
- **集成电路** | 2022世界集成电路大会在合肥召开。工信部副部长王江平表示，将围绕云计算、大数据、工业互联网、人工智能、车联网等重大应用需求，加强与全球集成电路产业界的合作，推动产业链各环节的创新发展。
- **数字经济** | 国务院《关于数字经济发展情况的报告》全文发布。报告提出，到2025年，数字经济迈向全面扩展期，具有国际竞争力的数字产业集群初步形成。
- **可再生能源** | 国家能源局要求切实抓好大型风光基地建设工作，重点抓好年底前可再生能源并网消纳，高度重视推进可再生能源绿证工作。
- **医药** | 国家药监局召开推进外贸外资工作会议强调，在做好防疫药品和医疗器械审批监管的基础上，加快药品和医疗器械审评审批，加强对抗疫产品的质量监管，扎实推动医药重点外资项目落地投产。
- **旅游** | 文旅部进一步优化新冠肺炎疫情防控措施，跨省旅游经营活动不再与风险区实施联动管理，游客需凭48小时内核酸检测阴性证明乘坐跨省交通工具。
- **地产** | 为支持优质房地产企业合理使用预售监管资金，防范化解房地产企业流动性风险，促进房地产市场平稳健康发展，银保监会、住建部、央行联合发布通知，指导商业银行按市场化、法治化原则，向优质房地产企业出具保函置换预售监管资金。
- **医药** | 11月14日，在“2022上海国际生物医药产业周”的开幕活动中，生物医药产业链各环节的代表性企业共同发布“生物医药上海愿景”：到2025年，实现生物医药制造业产值达到2400亿元，生物医药产业规模超万亿元。
- **地产** | 据中国基金报，央行、银保监会出手，出台十六条措施支持房地产市场平稳健康发展，要求保持房地产融资平稳有序、积极做好“保交楼”金融服务、依法保障住房金融消费者合法权益、延长房地产贷款集中度管理政策过渡期安排。
- **虚拟现实** | 赛迪研究院预测，2025年国内虚拟现实产业规模有望超2500亿元。随着虚拟现实技术对实体经济赋能作用逐渐释放，2025年有望带动万亿元市场。

债券：关注年底流动性波动

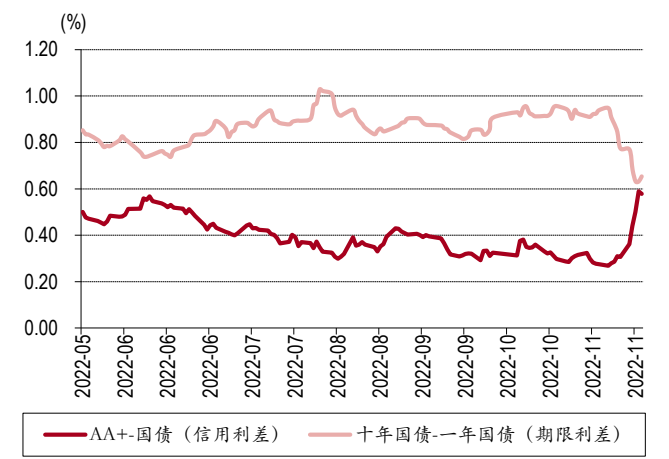
复苏预期成主流，低收益率之下市场交易预期反转。十年期国债收益率周五收于 2.83%，本周上行 9BP，十年国开债收益率周五收于 2.95%，较上周五上行 9BP。本周期限利差下行 12BP 至 0.65%，信用利差上行 27BP 至 0.58%。

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

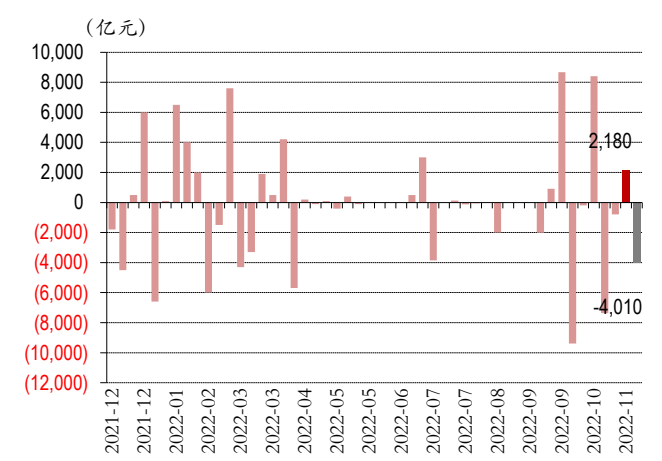
图表 6. 信用利差和期限利差



资料来源：万得，中银证券

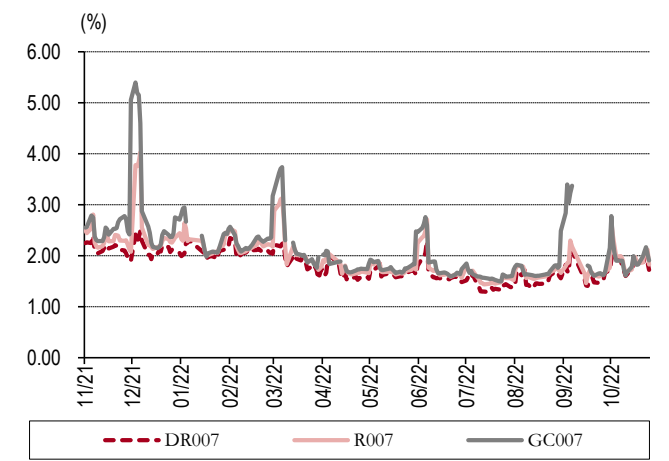
拆借利率波动加大，信用债和短端利率债收益率上行更明显。本周央行在公开市场净投放 2180 亿元，拆借利率先上后下，周五 R007 利率收于 1.82%，交易所资金 GC007 利率收于 1.91%。央行未降准，也未全额对冲到期的 1 万亿 MLF，但通过结构化货币政策工具超额供应了流动性，但年底资金季节性偏紧叠加市场交易预期反转，预计央行公开市场年底或保持净投放以平抑市场波动。

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)

- 本周以来，债券市场迎来大幅调整，2 年期、5 年期、10 年期国债期货均持续走低。在此背景下，债券基金也普遍面临回撤。
- 央行数据显示，截至 10 月末，境外机构持有银行间市场债券 3.38 万亿元，约占银行间债券市场总托管量的 2.7%。外汇交易中心数据显示，10 月境外机构投资者净买入 117 亿元。
- 交易商协会加快推进“第二支箭”政策落实，受理美的置业 150 亿元储架式注册发行，龙湖集团已完成 200 亿元中票注册。还有多家民营房企正在开展发债注册筹备工作。

大宗商品：海外经济四季度大概率开始衰退

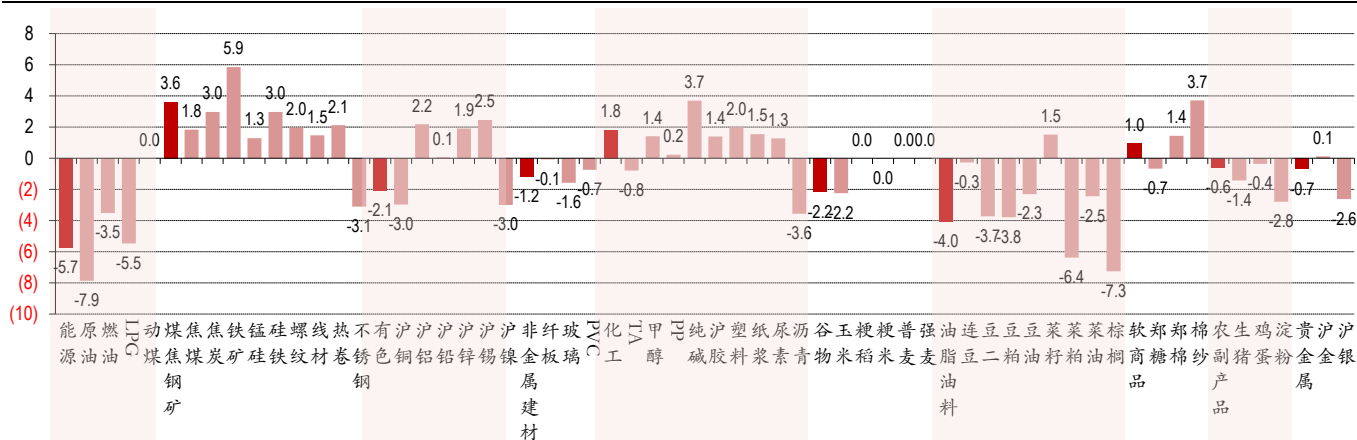
大宗商品短期反映海外衰退预期。本周商品期货指数下跌0.65%。从各类商品期货指数来看，上涨的有焦煤钢矿(3.61%)、化工(1.81%)，下跌的有贵金属(-0.7%)、非金属建材(-1.21%)、有色金属(-2.08%)、谷物(-2.19%)、油脂油料(-4.05%)、能源(-5.72%)。各期货品种中，本周涨幅较大的大宗商品有铁矿(5.86%)、棉纱(3.71%)、纯碱(3.7%)，跌幅靠前的则有原油(-7.86%)、棕榈(-7.26%)、菜粕(-6.38%)。四季度欧洲经济将率先进入衰退，外需疲弱拖累大宗商品价格。

图表 9. 大宗商品本周表现

商品 -0.65%	能源 -5.72%	焦煤钢矿 +3.61%
有色金属 -2.08%	非金属建材 -1.21%	化工 +1.81%
谷物 -2.19%	油脂油料 -4.05%	贵金属 -0.7%

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

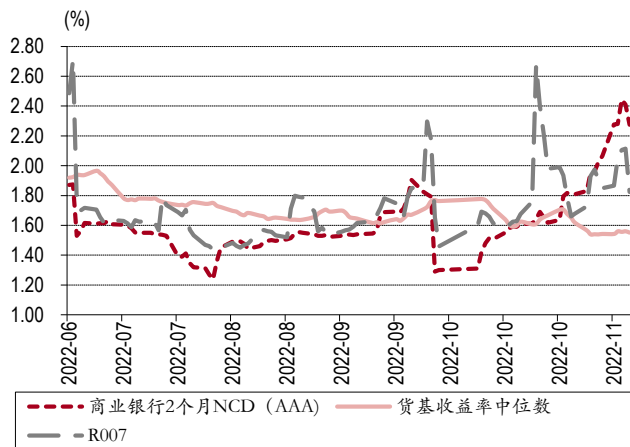
大宗商品一周要闻 (新闻来源：万得)

- 俄罗斯允许黑海粮食协议在不改变条款和范围的情况下进行延期，如果没有异议，粮食协议将自动延长 120 天。
- 据农业农村部，近期随着养殖户正常出栏，全国生猪价格和猪肉价格均出现回落。11 月第 2 周，全国猪肉平均价格为每公斤 41.2 元，环比下降 1.1%，同比上涨 51%，涨幅较 10 月初收窄 33 个百分点。
- 农业农村部表示，当前我国“菜篮子”产品生产形势较好，供应总量充足，市场保持平稳，完全可以满足城乡居民消费需求。其中，猪肉目前全国生猪生产仍在增长，价格企稳回落。鸡蛋产能基本稳定，价格有所回落。蔬菜产量稳中有增，价格季节性下跌。
- 统计局新闻发言人付凌晖表示，10 月份猪肉价格大幅回升主要是由于去年同期基数较低。目前，生猪产能、生猪存栏保持总体稳定，生猪生产处在合理水平，不支持猪肉价格大幅上涨。
- 国际能源署 (IEA) 发布月度原油市场报告，将 2022 年石油需求增长预测上调 18 万桶/日至 210 万桶/日，并预计 2023 年全球石油需求增长将放缓 4 万桶/日至 160 万桶/日。IEA 预计，2022 年全球石油产量将增加 460 万桶/日至 9990 万桶/日，到 2023 年预计增加 74 万桶/日至 1.007 亿桶/日。
- 欧佩克再度下调石油需求展望，为今年 4 月以来第五次下调。欧佩克预期，2022 年全球石油需求将增加 255 万桶/日，较此前减少 10 万桶/日。2023 年全球石油需求增长预测较此前下调 10 万桶/日至 220 万桶/日。
- 世界金属统计局报告显示，今年 1-9 月，原铝、铜、铅、锡处于供应短缺状态，而镍和锌处于供应过剩状态。其中，镍市场供应盈余 1.05 万吨，表观需求同比减少 5.46 万吨。

货币类：货基收益率中位数维持在较低水平

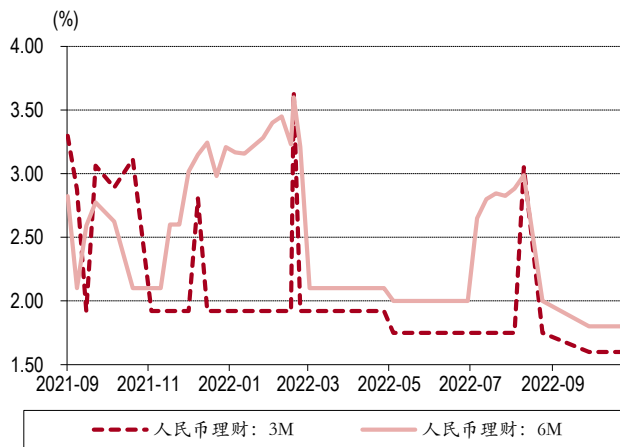
货币基金收益率中位数将继续保持在 2% 下方波动。本周余额宝 7 天年化收益率下行 4BP，周五收于 1.29%；人民币 3 个月理财产品预期年化收益率收于 1.8%。本周万得货币基金指数上涨 0.02%，货币基金 7 天年化收益率中位数周五收于 1.55%。货币基金短期对流动性稳定的要求上升。

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

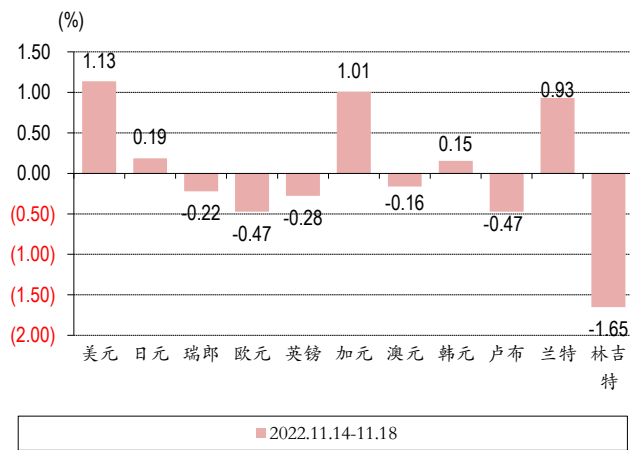


资料来源：万得，中银证券

外汇：人民币对美元连续反弹

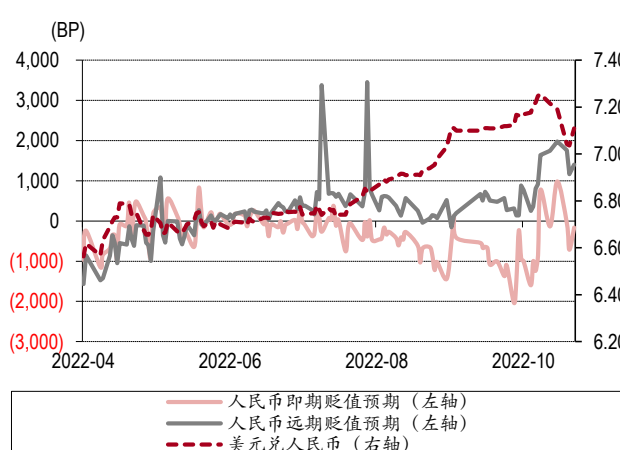
人民币兑美元中间价本周下行 816BP，至 7.1091。本周人民币对美元(1.13%)、加元(1.01%)、兰特(0.93%)、日元(0.19%)、韩元(0.15%) 升值，对澳元(-0.16%)、瑞郎(-0.22%)、英镑(-0.28%)、欧元(-0.47%)、卢布(-0.47%)、林吉特(-1.65%) 贬值。虽然美元指数短期偏弱，但难以持续走弱。

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)

- 商务部发布数据显示，1-10 月，全国实际使用外资金额 10898.6 亿元人民币，同比增长 14.4%，折合 1683.4 亿美元，增长 17.4%。
- SWIFT 数据显示，10 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 2.13%。与 9 月相比，当月人民币支付金额总体减少 19.86%，同时所有货币支付金额总体减少 7.97%。

- 由于地方政府资金危机，英国将放宽市政税上限。英国财政大臣亨特赋予地方政府权利，将市政税率从 2.99% 提高至最高 4.99%。
- 英国新一届政府首份预算方案出台，主要内容为规模达 550 亿英镑的支出削减和增税方案，以缩小英国财政缺口并重塑投资者对英国经济政策的信心。
- 英国政府预算责任办公室发布经济展望，预测英国今年 GDP 的增长率大致在 4.2%，但明年会衰退 1.4%，并在随后的年份恢复增长。此外，英国今明两年的通胀将分别为 9.1% 和 7.4%。
- 据央视新闻，当地时间 11 月 15 日，多家波兰媒体报道，有导弹在波兰境内爆炸并造成两人死亡。波兰政府发言人米勒表示，由于目前的危机情况，经与总统杜达协商，总理莫拉维茨基已下令紧急召开国家安全及国防事务部长委员会会议，他呼吁不要发布未经核实信息，并表示政府将在会议结束后发表评论。
- 美国 10 月 PPI 升幅同比放缓至 8%，环比上升 0.2%，均低于市场预期。10 月核心 PPI 同比放缓 6.7%，环比降至 0，也均低于市场预期。数据再次表明，美国通胀正在显著放缓，美联储可能已无必要继续大幅加息。
- 美国 10 月零售销售环比升 1.3%，创今年 2 月以来最高水平，超过市场预期的 1%，前值持平。剔除汽车和汽油后的核心零售销售环比上升 0.9%，创今年 5 月以来最高水平，高于市场预期的 0.2%，前值为 0.3%。
- 欧元区 10 月 CPI 终值同比升 10.6%，较初值 10.7% 略有下调，但仍是历史新高。CPI 环比终值为 1.5%，符合预期。能源与食品价格大幅上涨仍然是推高欧元区通胀水平的主要因素。
- 日本三季度 GDP 环比萎缩 0.3%，同比萎缩 1.2%，为时隔三个季度再度陷入萎缩。日本三季度进口环比增长 5.2%，为 2020 年第四季度以来最大增幅，但出口仅录得环比增长 1.9%。
- 日本 10 月核心 CPI 同比上涨 3.6%，为 1982 年 2 月以来的最快增速，已连续 14 个月上涨，且连续 7 月高于日本央行 2% 的通胀目标。尽管如此，日本央行行长黑田东彦重申，将通过持续宽松措施来坚定支持经济，并预计明年的 CPI 升幅将缩窄至低于 2%。
- 美国财政部报告显示，全球投资者 9 月份持有的美国国债总规模降至 7.296 万亿美元，为 2021 年 5 月以来最低水平，单月抛售达 2130 亿美元。持有规模前十的国家和地区中，仅有英国、比利时增持。
- 《2022 年亚太经合组织领导人宣言》指出，今年亚太经合组织主题是“开放、联通、平衡”，围绕全面开放、全面联通、全面平衡三大优先领域开展工作，推动亚太地区实现长期、强劲、创新、包容经济增长和可持续发展。重申致力于实现亚太经合组织布特拉加亚愿景，到 2040 年建成一个开放、活力、强韧、和平的亚太共同体，实现亚太人民和子孙后代共同繁荣。为实现疫后经济复苏，将优先推动以增长为重点的结构性改革，实现包容、可持续和创新改革，包括为所有企业特别是中小微和初创企业创造有利环境，增强中小企业“专精特新”能力，促进其提高生产力并融入国际市场。
- 由于液化天然气等进口能源价格高企及日元贬值，日本连续 15 个月出现贸易逆差，10 月贸易逆差达 2.16 万亿日元，创有可比统计以来同期新高。日本 10 月出口同比增 25.3%，进口增 53.5%，均创历史新高。
- 西班牙央行公布数据，西班牙公共债务数额达到约 1.504 万亿欧元，为有统计以来首次达到 1.5 万亿欧元以上，占该国 GDP 的比重为 116%。
- 据韩国房地产委员会数据，韩国 10 月份全国公寓价格环比下跌 1.2%，为 2003 年 11 月数据公布以来最大月度跌幅，原因则是不断上涨的抵押贷款利率抑制购房需求。

下周大类资产配置建议

10月经济数据低于预期。10月规模以上工业增加值同比增5%，预期增5%，前值增6.3%。10月社会消费品零售总额同比降0.5%，预期增1.7%，前值增2.5%。1-10月固定资产投资同比增5.8%，预期增5.9%，前值增5.9%。1-10月全国房地产开发投资同比下降8.8%，其中住宅投资下降8.3%。10月70大中城市中有10城新建商品住宅价格环比上涨，9月为15城。1-10月，全国一般公共预算收入扣除留抵退税因素后增长5.1%，按自然口径计算下降4.5%，1-10月累计，全国一般公共预算支出206334.00亿元，比上年同期增长6.40%。10月经济数据表现与此前发布的PMI、进出口、金融数据等方向一致，其中表现最弱的是社零数据，受10月全国多地散发疫情影响，线下消费场景复苏再度被扰动，导致社零同比增速年内第四个月落入负增长区间。

美国经济数据继续向好，但美联储释放鹰派预期引导。美国10月PPI升幅同比放缓至8%，环比上升0.2%，均低于市场预期。10月核心PPI同比放缓6.7%，环比降至0，也均低于市场预期。10月零售销售环比升1.3%，创今年2月以来最高水平，超过市场预期的1%，前值持平。剔除汽车和汽油后的核心零售销售环比上升0.9%，创今年5月以来最高水平，高于市场预期的0.2%，前值为0.3%。继美国10月CPI和非农就业向好之后，本周发布的PPI和零售销售数据一样向好。但美联储相关官员发声偏鸽派，虽然认为12月加息幅度可能回落，但继续向市场喊话货币政策收紧的方向不会改变。从市场的角度看，短期内最关注的是美联储货币政策收紧节奏的边际调整，至于货币政策的重点，大概率将随着经济和通胀的演变相机抉择，因此美债利率大幅回落后维持在近期较低水平。

流动性易放大年底资产价格波动幅度。大类资产配置调整一方面受到经济基本面等宏观因素影响，另一方面也具有比较明显的季节性特征。11月以来，宏观政策逐步在新冠防疫和房地产融资两方面边际放松，但同时10月经济数据整体低于一致预期，一定程度上导致市场预期宏观政策将继续加码，稳定向好的复苏趋势。随着年底市场普遍预期2023年人民币资产将转向复苏交易，导致短期内资产价格波动加大。我们认为叠加年底金融体系流动性季节性偏紧的情况，人民币资产价格波动加大的过程或将持续一段时间，但期间央行加大公开市场操作流动性投放有望稳定市场整体波动的安全性。整体来看，市场波动不改复苏交易趋势，我们维持看好风险资产的观点。大类资产配置顺序：股票>大宗>货币>债券。

风险提示：

全球通胀回落偏慢；流动性回流美债；全球新冠疫情不确定。

图表 19. 本期观点 (2022.11.20)

宏观经济		本期观点	观点变化
一个月内	=	关注稳增长政策落地	不变
三个月内	=	经济持续弱复苏	不变
一年内	-	欧美经济衰退影响全球	不变
大类资产		本期观点	观点变化
股票	+	复苏之下股市受益	超配
债券	-	复苏抬高债市收益率	低配
货币	=	收益率将在2%下方波动	标配
大宗商品	=	经济复苏提振需求	标配
外汇	=	中国经济基本面优势支撑汇率宽幅波动	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公开发表。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