

大类资产配置周报(2022.12.4)

美联储货币政策寻拐点，全球资本市场寻台阶

防疫措施科学调整；地产融资第三支箭调整。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**：11月制造业PMI为48，非制造业PMI为46.7。
- **要闻**：国务院副总理孙春兰于本周三、周四两次召开国家卫健委座谈会；证监会宣布在涉房企业股权融资方面调整优化五项措施；国务院关税税则委员会公布对美加征关税商品第九次排除延期清单。

资产表现回顾

- **股市上涨，债市调整**。本周沪深300指数上涨2.52%，沪深300股指期货上涨2.7%；焦煤期货本周上涨0.69%，铁矿石主力合约本周上涨5.22%；股份制银行理财预期收益率收于1.6%，余额宝7天年化收益率上涨5BP至1.4%；十年国债收益率上行4BP至2.87%，活跃十年国债期货本周下跌0.18%。

资产配置建议

- **资产配置排序：股票>大宗>货币>债券**。目前市场认为美联储在连续四次加息75BP之后，大概率12月加息50BP，将确认大幅加息进程结束的拐点；基于11月美国ISM制造业PMI自2020年5月以来首次落入荣枯线下方，以及10月核心PCE物价指数低于预期，市场开始预期2023年美联储货币政策或许转向宽松。2023年美联储的货币政策较2022年更加左右为难，一方面美国通胀开始走低但同比仍在较高水平且可能回落速度偏慢，另一方面快速大幅加息对经济的负面影响开始显现，在分裂国会和财政政策难宽松的掣肘下，美联储的货币政策要在抗通胀和保增长这一对矛盾的政策目标中二选一。市场预期美联储或将在加息过程结束后加大市场预期引导，强调通胀会确定性持续回落，然后进入降息阶段。短期内全球大类资产中美元走弱、美债利率下行、美股上涨、大宗上涨，反应的是美联储货币政策转向的预期，但是进入2023年后，随着欧美数据开始验证经济衰退过程，当前乐观的市场预期可能开始重新定价基本面衰退对资产价格的负面影响。

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 (2022.12.4)

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

《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

《流动性易放大年底资产价格波动幅度：大类资产配置周报》2022.11.20

《放宽地产融资，稳定复苏趋势：大类资产配置周报》2022.11.27

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
美元延续疲弱，风险资产受益	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：受益于基本面的国际优势	7
债券：波动仍未结束	8
大宗商品：美元疲弱	9
货币类：货基收益率中位数维持在较低水平	10
外汇：人民币对美元升值	10
港股：美联储 12 月大概率加息 50BP	11
下周大类资产配置建议	13
风险提示：	13

图表目录

本期观点 (2022.12.4)	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	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 (2022.12.4)	13

一周概览

美元延续疲弱，风险资产受益

股市上涨，债市调整。本周沪深300指数上涨2.52%，沪深300股指期货上涨2.7%；焦煤期货本周上涨0.69%，铁矿石主力合约本周上涨5.22%；股份制银行理财预期收益率收于1.6%，余额宝7天年化收益率上涨5BP至1.4%；十年国债收益率上行4BP至2.87%，活跃十年国债期货本周下跌0.18%。

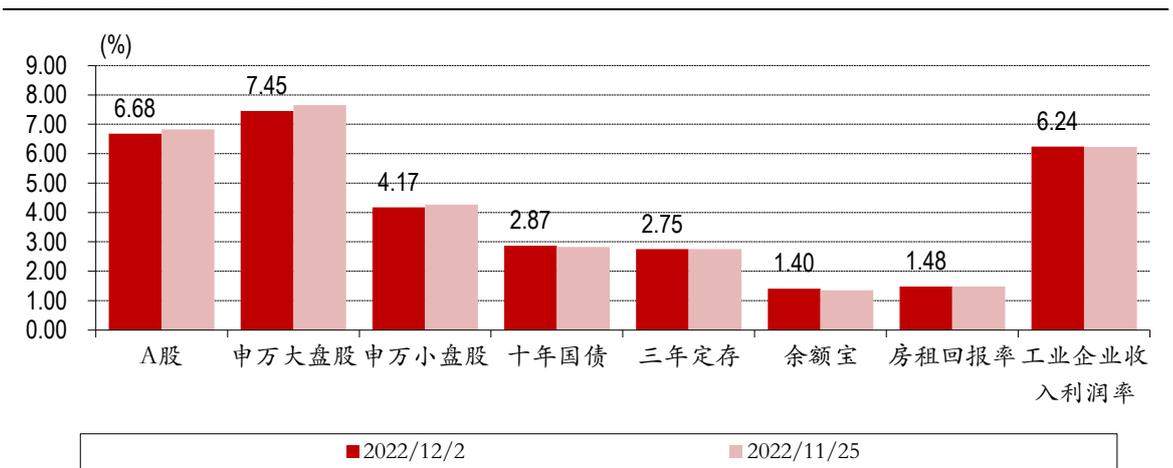
图表 1. 代表性资产一周表现和配置建议

股票	债券
沪深300 +2.52% 沪深300期货 +2.7% 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2.87%/本周变动+4BP 活跃10年国债期货-0.18% 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 +5.22% 焦煤期货 +0.69% 本期评论： 国内复苏，美元难强 配置建议： 标配	余额宝1.4%/本周变动+5BP 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

11月PMI超预期疲弱。本周A股指数普涨，大盘股和小盘股估值均有所上行，但小盘股估值上行幅度更大。本周央行在公开市场净投放资金2940亿元，流动性有所好转，拆借利率下行，周五R007利率收于1.78%，GC007利率收于1.82%。本周十年国债收益率收于2.87%，上升4BP。11月制造业PMI和非制造业PMI均明显走弱，主要是受国内多地疫情反弹影响，虽然PMI数据中还表现出被动补库存、订单疲弱、前景预期下行等因素影响，但由于多地疫情防控政策已经开始边际放松，加之房地产融资政策放松，因此市场对经济前景仍保持乐观。

图表 2. 大类资产收益率横向比较



资料来源：万得，中银证券

美元指数行至 105 下方。股市方面，本周 A 股指数普涨，领涨的指数是创业板指（3.2%），涨幅较小的指数是上证综指（1.76%）；港股方面恒生指数上涨 6.27%，恒生国企指数上涨 6.66%，AH 溢价指数下行 0.58 收于 142.13；美股方面，标普 500 指数本周上涨 1.13%，纳斯达克上涨 2.09%。债市方面，本周国内债市普跌，中债总财富指数本周下跌 0.21%，中债国债指数下跌 0.29%，金融债指数下跌 0.21%，信用债指数下跌 0.12%；十年美债利率下行 17 BP，周五收于 3.51%。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 1.4%。期货市场方面，NYMEX 原油期货上涨 5.32%，收于 80.34 美元/桶；COMEX 黄金上涨 3.27%，收于 1811.4 美元/盎司；SHFE 螺纹钢上涨 3.17%，LME 铜上涨 5.79%，LME 铝上涨 8.19%；CBOT 大豆上涨 0.3%。美元指数下跌 1.47% 收于 104.51。VIX 指数下行至 19.06。本周美元指数继续回落，全球风险资产价格回升。

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	2022/11/28 上期涨跌幅	- 本月以来	2022/12/2 今年以来
股票	000001.SH	上证综指	3,156.14	1.76	0.14	9.08	(13.29)
	399001.SZ	深证成指	11,219.79	2.89	(2.47)	7.91	(24.48)
	399005.SZ	中小板指	7,489.80	2.47	(3.03)	5.89	(25.00)
	399006.SZ	创业板指	2,383.32	3.20	(3.36)	5.22	(28.27)
	881001.WI	万得全 A	4,957.89	2.44	(1.35)	8.71	(16.24)
	000300.SH	沪深 300	3,870.95	2.52	(0.68)	10.32	(21.65)
债券	CBA00301.C	中债总财富指数	219.02	(0.21)	0.20	(0.78)	3.11
	CBA00603.C	中债国债	212.70	(0.29)	0.15	(1.15)	2.95
	CBA01203.C	中债金融债	219.79	(0.21)	0.25	(0.78)	2.99
	CBA02703.C	中债信用债	202.20	(0.12)	0.20	(0.59)	2.58
	885009.WI	货币基金指数	1,647.02	0.03	0.03	0.13	1.72
大宗商品	CL.NYM	NYMEX 原油	80.34	5.32	(4.44)	(7.15)	6.82
	GC.CMX	COMEX 黄金	1,811.40	3.27	0.03	10.40	(0.94)
	RB.SHF	SHFE 螺纹钢	3,808.00	3.17	0.57	10.67	(11.46)
	CA.LME	LME 铜	8,472.00	5.79	(1.06)	13.72	(12.84)
	AH.LME	LME 铝	2,556.00	8.19	(2.67)	15.03	(8.96)
	S.CBT	CBOT 大豆	1,440.50	0.30	0.37	1.48	7.56
货币	-	余额宝	1.40	5 BP	6 BP	-1 BP	-67 BP
	-	银行理财 3M	1.60	0 BP	0 BP	0 BP	-121 BP
外汇	USDX.FX	美元指数	104.51	(1.47)	(0.84)	(6.36)	8.90
	USDCNY.IB	人民币兑美元	7.04	1.72	(0.48)	3.57	(10.43)
	EURCNY.IB	人民币兑欧元	7.39	0.69	(0.90)	(2.18)	(2.49)
	JPYCNY.IB	人民币兑日元	5.24	(1.87)	(1.20)	(6.78)	5.27
港股	HSI.HI	恒生指数	18,675.35	6.27	(2.33)	27.16	(20.18)
	HSCEI.HI	恒生国企	6,368.74	6.66	(2.52)	28.96	(22.68)
	HSAHP.HI	恒生 AH 溢价	142.13	(0.58)	(1.45)	(12.41)	(4.87)
美国	SPX.GI	标普 500	4,071.70	1.13	1.53	5.16	(14.57)
	IXIC.GI	NASDAQ	11,461.50	2.09	0.72	4.31	(26.74)
	UST10Y.GBM	十年美债	3.51	-17 BP	-14 BP	-59 BP	199 BP
	VIX.GI	VIX 指数	19.06	(7.02)	(11.33)	(26.35)	10.69
	CRBFD.RB	CRB 食品	556.00	(0.53)	1.37	0.68	13.34

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）

- 11 月份，受国内疫情点多面广频发，国际环境更趋复杂严峻等多重因素影响，中国采购经理指数回落，其中制造业 PMI、非制造业 PMI 和综合 PMI 分别为 48、46.7 和 47.1，均不及市场预期，其中制造业 PMI 为年内次低，表明我国经济景气水平总体有所回落。
- 国务院决定于 2023 年开展第五次全国经济普查。第五次全国经济普查将首次统筹开展投入产出调查，全面调查我国第二产业和第三产业发展规模、布局和效益，摸清各类单位基本情况，掌握国民经济行业间经济联系。
- 国务院副总理孙春兰在国家卫生健康委召开座谈会，听取有关方面专家对优化完善防控措施的意见建议。她指出，要不断完善诊断、检测、收治、隔离等措施，加强全人群特别是老年人免疫接种，加快治疗药物和医疗资源准备，落实好“疫情要防住、经济要稳住、发展要安全”的要求。
- 国务院副总理孙春兰 1 日在国家卫生健康委召开座谈会，听取防控工作一线代表对优化完善防控措施的意见建议。她强调，要总结基层经验做法，推动防控措施持续优化。
- 国务院联防联控机制印发《加强老年人新冠病毒疫苗接种工作方案》。其中提出，加快提升 80 岁以上人群接种率，继续提高 60-79 岁人群接种率。
- 银保监会启动养老保险公司商业养老金业务试点，首批试点机构为人保养老保险、人寿养老保险、太平养老保险和国民养老保险，试点区域为北京、上海、江苏、浙江、福建、山东、河南、广东、四川、陕西等 10 个省（市）。
- 工信部正式公布 45 个国家先进制造业集群的名单，涉及新一代信息技术、高端装备、新材料、生物医药及高端医疗器械、新能源及智能网联汽车等领域。
- 证监会宣布在涉房企业股权融资方面调整优化五项措施，并自即日起施行。五方面举措包括恢复涉房上市公司并购重组及配套融资，允许符合条件的房地产企业实施重组上市；恢复上市房企和涉房上市公司再融资，允许上市房企非公开方式再融资；调整完善房地产企业境外上市政策，H 股上市公司再融资与 A 股政策保持一致；进一步发挥 REITs 盘活房企存量资产作用；积极发挥私募股权投资基金作用，开展不动产私募投资基金试点。
- 国务院关税税则委员会公布对美加征关税商品第九次排除延期清单，对《国务院关税税则委员会关于对美加征关税商品第七次排除延期清单的公告》中的相关商品，延长排除期限，自 2022 年 12 月 1 日至 2023 年 5 月 31 日，继续不加征我为反制美 301 措施所加征的关税。
- 中指研究院发布报告显示，今年前 11 个月，TOP100 房企销售总额为 67268.1 亿元，同比下降 42.1%，降幅较上月收窄 1.3 个百分点，11 月单月销售额同比下降 34.4%，环比下降 4.9%。销售额超千亿房企 19 家，较去年同期减少 16 家；超百亿房企 100 家，较去年同期减少 51 家。
- 中国民航局又向中国商飞颁发 C919 大型客机生产许可证，标志着国产 C919 客机从设计研制阶段，正式转向批量生产阶段。首架 C919 飞机的交付接收工作也已正式启动，计划在下月正式交付首家客户东航，并于明年上半年投入商业运营。
- 郑州市疫情防控指挥部宣布，11 月 29 日 24 时起，解除流动性管理，转入常态化疫情防控。无社会面活动人员，如无出行需求，可不作核酸检测。商超、菜市场、理发店等生活必需场所恢复营业，电影院、餐饮等场所有序开放。
- 银保监会制定发布《商业银行表外业务风险管理办法》，将所有表外业务统一纳入监管，要求商业银行开展表外业务应遵循管理全覆盖、分类管理和风险为本原则，确保表外业务风险可控、合规经营。
- 深圳：公园、旅游景点等凭健康码绿码通行，乘坐公交、地铁、出租车、网约车等市内交通工具查验健康码绿码，不再查验核酸检测证明。
- 据券商中国，近日，多家银行在广州地区推出个人房贷延期还款服务引起广泛关注。据悉，不同银行面向广州用户提供的还款延长期限最长可达 12 个月。

大类资产表现

A股：受益于基本面的国际优势

中小创表现更好。本周市场指数普涨，领涨的指数包括创业板指（3.2%）、深证成指（2.89%）、上证50（2.75%），涨幅靠后的指数包括上证红利（0.19%）、上证380（1.1%）、中证500（1.32%）。行业方面多数上涨，领涨的行业有餐饮旅游（10.76%）、食品饮料（7.79%）、商贸零售（6.42%），下跌的行业仅有煤炭（-0.92%）。A股开始进入2022年收官月，不仅反应对经济基本面前景的预期，同时也体现出机构投资者对2023年的展望。

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	3.20	餐饮旅游	10.76	广东国资改革指数	7.95
深证成指	2.89	食品饮料	7.79	特色小镇指数	6.56
上证50	2.75	商贸零售	6.42	新零售指数	6.38
中证500	1.32	钢铁	0.08	煤电重组指数	0.24
上证380	1.10	电力及公用事业	0.03	航母指数	0.20
上证红利	0.19	煤炭	(0.92)	核能核电指数	(0.18)

资料来源：万得，中银证券

A股一周要闻（新闻来源：万得）

- **新能源车** | 造车新势力集中公布11月交付数据，哪吒汽车以约1.51万辆蝉联第一位。理想汽车紧随其后，11月共交付新车约1.5万辆，创下单月最高交付纪录。蔚来交付1.42万辆排在第三位，当月交付量同样创下新高。
- **物流** | 国家邮政局实时监测数据显示，2022年我国快递业务量再超1000亿件，比2021年提前7天达到千亿件，充分彰显行业发展的强大韧性。
- **先进制造** | 工信部正式公布45个国家先进制造业集群的名单，涉及新一代信息技术、高端装备、新材料、生物医药及高端医疗器械、新能源及智能网联汽车等领域。
- **无人驾驶** | 《上海市浦东新区促进无驾驶人智能网联汽车创新应用规定》发布，将自2023年2月1日起施行。
- **新能源** | 国家能源局发布通知，要求对具备并网条件的风电、光伏发电项目，切实采取有效措施，“应并尽并、能并早并”。加大配套接网工程建设，与风电、光伏发电项目建设做好充分衔接，力争同步建成投运。
- **大飞机产业** | 中国民航局又向中国商飞颁发C919大型客机生产许可证，标志着国产C919客机从设计研制阶段，正式转向批量生产阶段。首架C919飞机的交付接收工作也已正式启动，计划在下月正式交付首家客户东航，并于明年上半年投入商业运营。
- **地产** | 证监会宣布在涉房企业股权融资方面调整优化五项措施，并自即日起施行。五方面举措包括恢复涉房上市公司并购重组及配套融资，允许符合条件的房地产企业实施重组上市；恢复上市房企和涉房上市公司再融资，允许上市房企非公开方式再融资；调整完善房地产企业境外市场上市政策，H股上市公司再融资与A股政策保持一致；进一步发挥REITs盘活房企存量资产作用；积极发挥私募股权投资基金作用，开展不动产私募投资基金试点。
- **光伏** | 据工信部，1-10月，全国光伏压延玻璃新增在产产能同比增加70.5%，10月份呈现“需求明显上升，库存明显减少”的态势，行业平均库存约14天，较9月底减少7天。
- **金融** | 人民银行决定于12月5日降低金融机构存款准备金率0.25个百分点，不包含已执行5%存款准备金率的金融机构。
- **煤炭、天然气** | 今年入冬以来，最强寒潮来了，我国大部地区将出现剧烈降温。

债券：波动仍未结束

信用债收益率上行幅度最大，债市仍面临较大波动压力。十年期国债收益率周五收于 2.87%，本周上行 4BP，十年期国开债收益率周五收于 2.99%，较上周五上行 6BP。本周期限利差下行 5BP 至 0.71%，信用利差上行 15BP 至 0.68%。

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

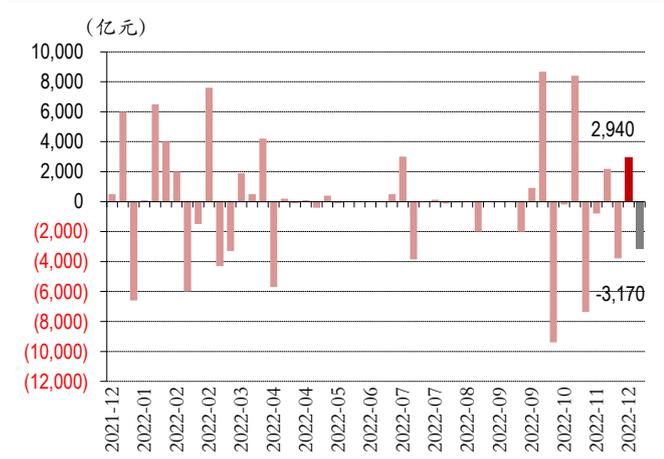
图表 6. 信用利差和期限利差



资料来源：万得，中银证券

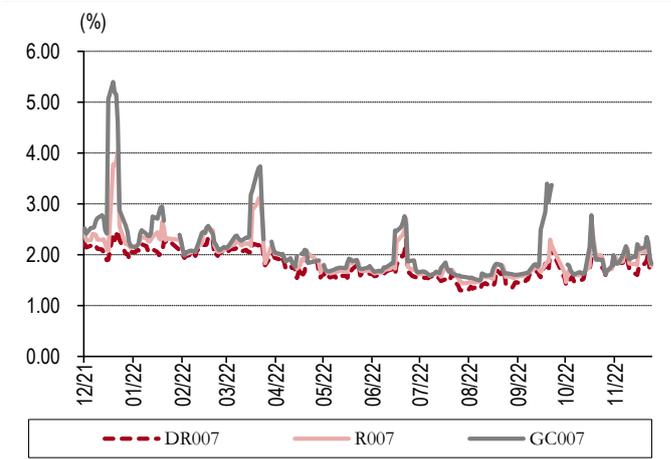
拆借利率下行明显。本周央行在公开市场净投放 2940 亿元，拆借利率明显下行，周五 R007 利率收于 1.78%，交易所资金 GC007 利率收于 1.82%。本周央行加大了在公开市场净投放逆回购资金量，我们认为 2023 年春节假期时间明显提前，叠加 12 月跨年 and 年初信贷冲量以及近期房地产融资放宽影响，央行或维持流动性净投放操作。

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)

- 央行公告称，11 月，国家开发银行、中国进出口银行、中国农业发展银行净新增抵押补充贷款 3675 亿元。
- 据财政部，10 月，全国发行新增地方政府债券 4555 亿元，发行再融资债券 2252 亿元。截至 10 月末，全国地方政府债务余额 351688 亿元。
- 央行、外汇局联合发布通知，完善境外机构境内发行债券（简称熊猫债）资金管理要求，进一步便利境外机构在境内债券市场融资。明确发债募集资金可留存境内，也可汇往境外使用。

大宗商品：美元疲弱

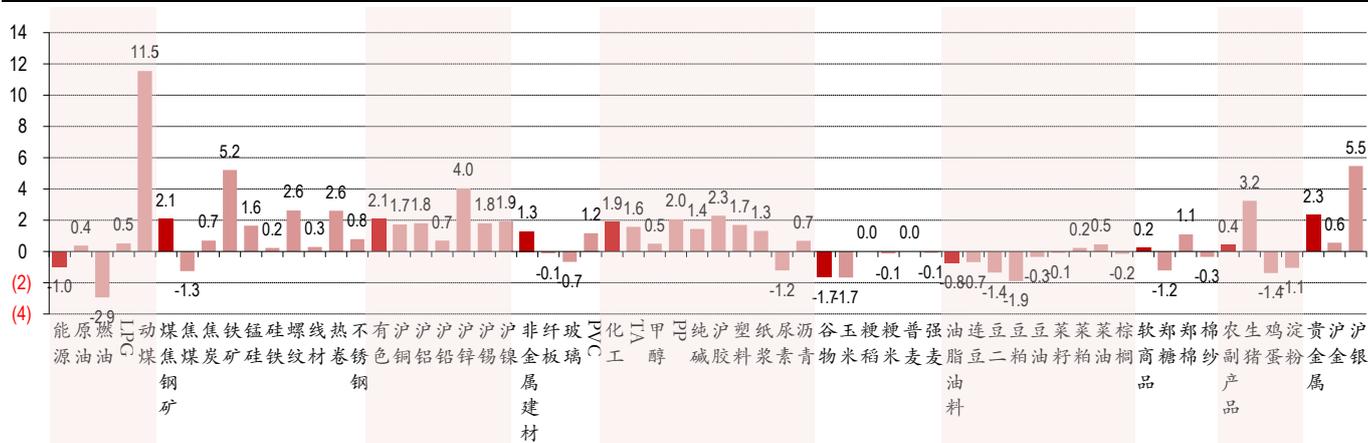
大宗商品价格短期反映美元走弱的影响。本周商品期货指数上涨 1.36%。从各类商品期货指数来看，上涨的有贵金属 (2.31%)、煤焦钢矿 (2.07%)、有色金属 (2.06%)、化工 (1.89%)、非金属建材 (1.29%)，下跌的有油脂油料 (-0.75%)、能源 (-0.97%)、谷物 (-1.65%)。各期货品种中，本周涨幅较大的大宗商品有动煤 (11.55%)、沪银 (5.47%)、铁矿 (5.2%)，跌幅靠前的则有燃油 (-2.95%)、豆粕 (-1.89%)、玉米 (-1.68%)。短期内美元走弱将支撑大宗商品价格，但需求端疲弱制约大宗价格上限。

图表 9. 大宗商品本周表现

商品 +1.36%	能源 -0.97%	煤焦钢矿 +2.07%
有色金属 +2.06%	非金属建材 +1.29%	化工 +1.89%
谷物 -1.65%	油脂油料 -0.75%	贵金属 +2.31%

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

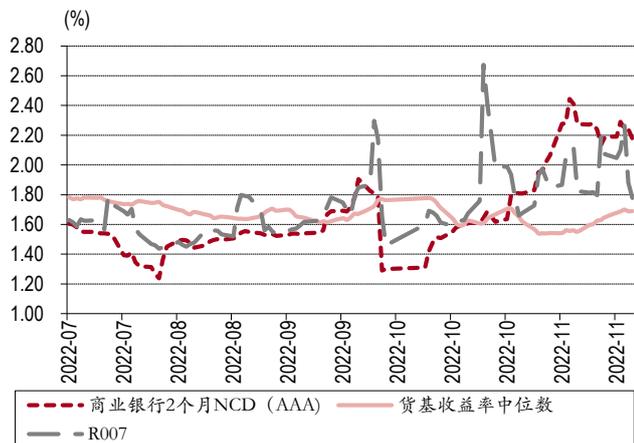
大宗商品一周要闻 (新闻来源：万得)

- 美国能源部寻求暂停授权战略石油储备 (SPR) 销售。
- 欧盟接近达成将俄罗斯石油价格限制在 60 美元的协议；波兰仍在推动降低价格上限。欧盟就俄罗斯石油价格上限的谈判将于明天继续。
- 欧佩克原油产量在 11 月创下了自 2020 年以来的最大降幅，以满足此前欧佩克+达成的最新减产协议。调查显示当月欧佩克所有成员国合计减产幅度略超过 100 万桶/日，总产量降至 2879 万桶。
- 据央视新闻，欧盟成员国达成一致，同意对俄罗斯海运出口的原油设置每桶 60 美元的价格上限。协议正式生效后，如果原油价格超过每桶 60 美元的门槛，将禁止欧盟企业为俄原油运输提供保险、金融等服务。
- 2022 年 11 月 30 日，世界黄金协会发布《何为“黄金+”，为何“+黄金”》研究报告。报告显示，面对高度市场不确定性，全球各国央行、主权基金、养老金、基金产品将目光转向黄金。报告通过全球央行和机构投资者黄金投资真实案例，深度解读“黄金+”抵御地缘政治风险及货币贬值风险的作用，并对后市黄金价格驱动因素进行展望。
- 据国家发改委，截至 11 月 23 日，全国生猪出场价格为 25.1 元/公斤，较 11 月 16 日下跌 2.71%。发改委表示，按目前价格及成本推算，未来生猪养殖头均盈利为 764.28 元。
- 联合国粮农组织报告显示，国际食品价格指数 11 月总体稳定，谷物、肉类、乳制品国际价格下跌，基本抵消植物油和食糖报价涨幅。另外，粮农组织将 2022 年谷物产量预测下调至 27.56 亿吨，同比下降 2%，其中小麦产量预报下调至 7.812 亿吨。
- 国家粮食和物资储备局发布，截至 11 月 30 日，主产区各类粮食企业累计收购秋粮 7035 万吨，同比增加 537 万吨，收购进度明显快于去年同期。

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1.4%；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0.03%，货币基金7天年化收益率中位数周五收于1.69%。货币基金收益率继续小幅上行但仍在利率走廊下方。

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

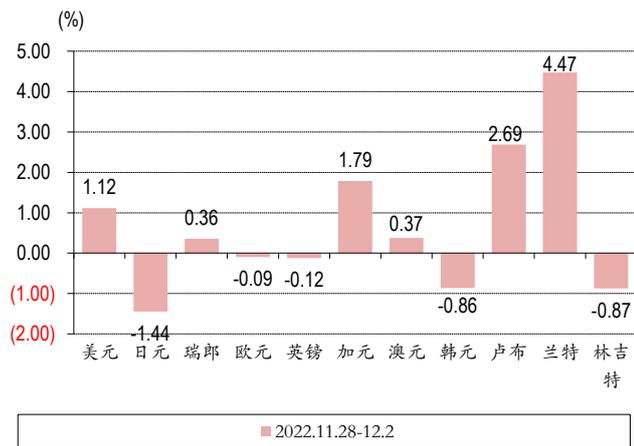


资料来源：万得，中银证券

外汇：人民币对美元升值

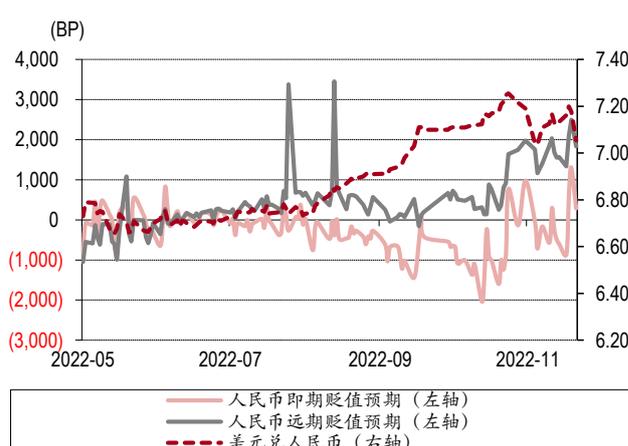
人民币兑美元中间价本周下行797BP，至7.0542。本周人民币对兰特(4.47%)、卢布(2.69%)、加元(1.79%)、美元(1.12%)、澳元(0.37%)、瑞郎(0.36%)升值，对欧元(-0.09%)、英镑(-0.12%)、韩元(-0.86%)、林吉特(-0.87%)、日元(-1.44%)贬值。美元指数疲弱提振国际外汇市场。

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

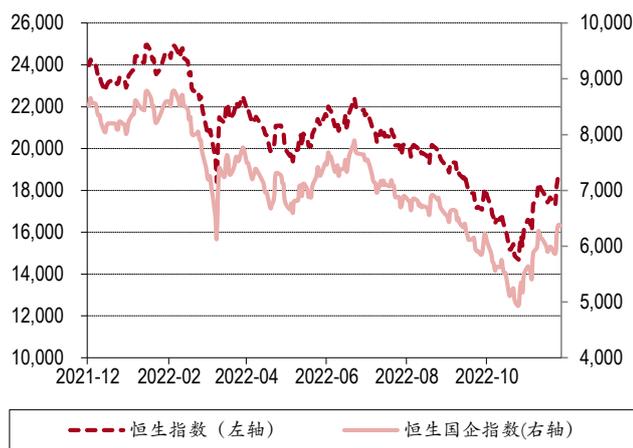
外汇市场一周要闻 (新闻来源：万得)

- 日本央行遭受创纪录账面损失，截至9月末账面亏损为8750亿日元，从之前六个月的4.4万亿日元利润迅速转亏。日本央行债券持有量激增至545万亿日元，超过经济规模。
- 韩国金融公司将向债券稳定基金再注入5万亿韩元，以帮助韩国缓解信贷市场的压力。同时，韩国央行将通过回购交易向参与企业提供2.5万亿韩元的流动性。

港股：美联储 12 月大概率加息 50BP

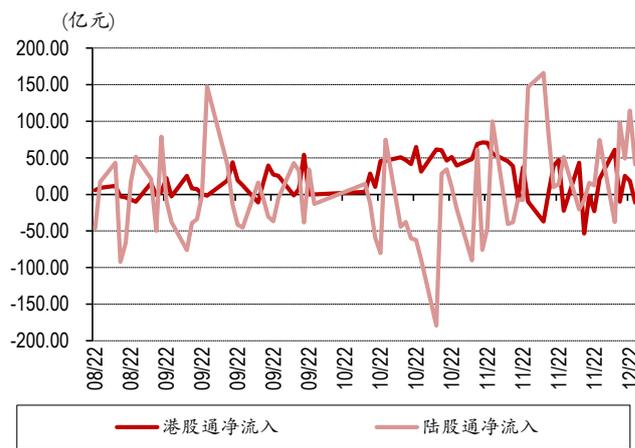
市场开始定价美联储货币政策边际转向。本周港股方面恒生指数上涨 6.27%，恒生国企指数上涨 6.66%，AH 溢价指数下行 0.58 收于 142.13。行业方面本周领涨的有非必需性消费 (12.65%)、资讯科技业 (11.51%)、必需性消费 (10.33%)，跌幅靠前的有能源业 (-1.4%)、公用事业 (-1.34%)、电讯业 (-0.27%)。本周南下资金总量 83.63 亿元，同时北上资金总量 265.07 亿元。美联储主席鲍威尔表示最快 12 月将放缓加息步伐，被市场视为货币政策边际转向，12 月大概率加息 50BP，并且认为美联储最快将在 2023 年下半年降息的预期重新上升。

图表 15. 恒指走势



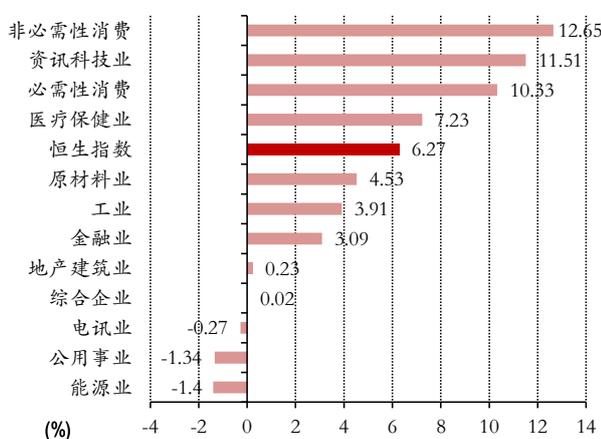
资料来源：万得，中银证券

图表 16. 陆港通资金流动情况



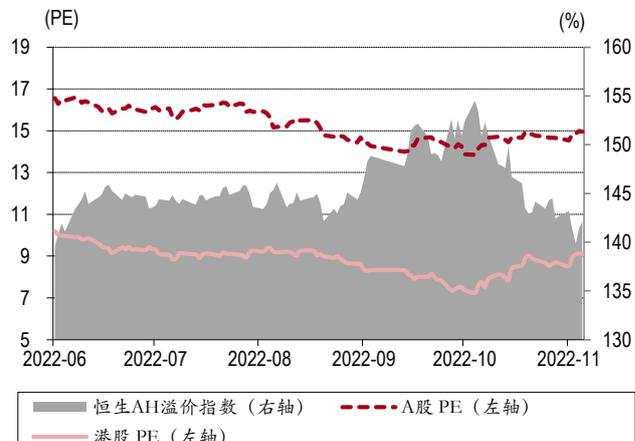
资料来源：万得，中银证券

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)

- 美联储主席鲍威尔表示，美联储在“一段时间内”将需要采取限制性政策；最快 12 月就会放缓加息步伐；利率峰值可能“略高于”9 月份的预期；已经在“足够严格”的政策上取得了实质性进展，还有更多的工作要做。利率峰值水平存在相当大的不确定性；到目前为止只看到了劳动力需求和工资增长放缓的“初步”迹象；将在安全的水平停止缩表；软着陆是“可能的”，但不会给出具体概率。
- 美联储最新一期经济状况“褐皮书”显示，与上份报告比较，美国整体经济活动大致持平或略有上升，利率和通货膨胀继续对经济活动构成压力，促使中低收入消费者越来越多地购买低价商品，许多人对前景表示了更大的不确定性或悲观情绪。报告显示，汽车销量平均略有下降。各地区的制造业活动参差不齐，大多数地区的就业人数温和增长，劳动力需求总体疲软。随着消费者越来越寻求折扣，零售价格面临下行压力，食品价格在一些地区进一步上涨或保持高位。

- 美联储贴现利率会议纪要显示，9家地方联储的主管们此前寻求加息75个基点。此外，堪萨斯城联储、纽约联储、费城联储的主管们当时倾向于将贴现利率提高50个基点。
- 欧洲央行将于12月21日至1月1日暂停资产购买计划（APP）和紧急抗疫购债计划（PEPP）。
- 欧洲央行行长拉加德表示，鉴于欧元区近几个月来的通货膨胀率持续走高，将会考虑继续加息。欧洲央行管委诺特表示，收紧政策的力度不足以抗击通胀，需要经济下滑来给物价增长降温。欧洲央行管委 Makhoulf 表示，明年可能会放缓加息。
- 欧洲央行行长拉加德警告称，未来一段时间的前景仍将不明朗，欧洲正在经历一个非常具有挑战性的时期。一些欧洲国家的财政政策可能导致需求过剩，财政和货币政策需要同时发挥作用，以实现可持续、平衡的经济增长。
- 韩国央行行长李昌镛表示，打击通胀仍是重中之重，如果一切发展如预期，终端利率可能在3.5%。美联储最近的言论有助于缓解美元兑韩元的汇率压力。
- 美国10月核心PCE物价指数环比升0.2%，为今年7月以来最小增幅，低于市场预期的0.3%，前值0.5%。10月核心PCE物价指数同比升5%，为连续第四个月放缓，前值5.1%。
- 美国11月ISM制造业PMI为49，为2020年5月以来首次陷入萎缩区间，预期为49.8，前值为50.2。美国11月Markit制造业PMI终值为47.7，预期为47.6，前值为47.6。
- 美国商务部数据显示，10月份个人储蓄占可支配收入之比降至2.3%，创2005年以来最低水平，凸显出通胀和借贷成本上升正在削弱家庭的财务缓冲能力。
- 美国劳工部数据显示，美国11月非农就业人口新增26.3万人，远超预期的20万人，前值也由26.1万人大幅上修至28.4万人，失业率则维持在3.7%。另外，11月平均时薪环比增0.6%，同比增5.1%，均超市场预期，其中环比增速创1月以来最快，这也意味着通胀压力加剧。
- 欧盟统计局数据显示，欧元区11月CPI初值同比上升10%，低于预期的10.4%以及前值10.6%。11月CPI环比更是下滑0.1%，为一年半来首次放缓，市场预期为上升0.2%。但11月核心CPI同比加速至6.6%，预期为降至6.3%，环比则上升0.2%。
- 欧元区10月PPI同比升30.8%，低于市场预期的31.7%，较前值41.9%大幅回落；环比下滑2.9%，创纪录最大降幅，前值上升1.6%。
- 欧元区11月制造业PMI终值录得47.1，低于预期及初值47.3。德国11月制造业PMI终值46.2，初值46.7。法国11月制造业PMI终值48.3，初值49.1。英国11月制造业PMI为46.5，好于前值46.2。日本11月制造业PMI终值49，初值49.4。韩国11月制造业PMI为49，前值48.2。印度11月制造业PMI为55.7，高于预期和前值。西班牙11月制造业PMI为45.7，前值44.7。意大利11月制造业PMI为48.4，前值46.5。
- 德国10月实际零售销售同比降5%，环比降2.8%，降幅均远超市场预期，且较9月数据明显恶化。
- IMF总裁格奥尔基耶娃表示，IMF预测2023年的全球经济增长率为2.7%，但实际增长率有25%的概率会低于2%。2023年，预计全球至少三分之一的国家将陷入经济衰退。欧盟委员会主席冯德莱恩发表声明，称欧盟已冻结3000亿欧元的俄罗斯央行储备。
- 美国总统拜登签署一项避免全国铁路工人罢工的法案，以解决铁路工人劳资纠纷问题。
- 法国财长勒梅尔表示，虽然法国可以试着通过谈判来豁免美国《通胀削减法案》中的部分关税和限制，但问题的关键在于，面对美国的政策，欧洲必须采取行动捍卫自身的经济利益。
- 韩国产业通商资源部表示，韩国货运罢工七天已造成水泥、钢铁、汽车、汽油行业共计约1.6万亿韩元（约合人民币87亿元）的损失。
- 日本众议院通过2022财年第二次补充预算案，规模为28.92万亿日元，相关款项将用于应对物价高涨及新冠疫情等。

下周大类资产配置建议

11月经济数据延续疲弱。11月份，受国内疫情点多面广频发，国际环境更趋复杂严峻等多重因素影响，中国采购经理指数回落，其中制造业 PMI、非制造业 PMI 和综合 PMI 分别为 48、46.7 和 47.1，均不及市场预期，其中制造业 PMI 为年内次低，表明我国经济景气水平总体有所回落。11 月经济数据显示国内秋冬季疫情反弹对经济造成的压力，不仅体现在订单和生产端，同时也开始在就业、预期库存等方面开始体现。基于经济数据走弱的影响，宏观政策已经开始发力，包括防疫政策科学调整、房地产融资三支箭齐发、央行全面降准释放约 5000 亿元长期资金等。整体来看，在外需疲弱内需回落的背景下，经济增长压力较大，但宏观政策仍有空间，复苏趋势依然比较稳定。

美联储加息的拐点或将出现。美联储主席鲍威尔表示，最快 12 月就会放缓加息步伐，利率峰值可能“略高于”9 月份的预期。经济数据也支持美联储放缓加息步伐，一方面美国 10 月核心 PCE 物价指数环比升 0.2%，为今年 7 月以来最小增幅，低于市场预期的 0.3%，另一方面，美国 11 月 ISM 制造业 PMI 为 49，为 2020 年 5 月以来首次陷入萎缩区间，预期为 49.8，前值为 50.2，且美国商务部数据显示，10 月份个人储蓄占可支配收入之比降至 2.3%，创 2005 年以来最低水平。考虑到经济下行从幅度到时间可能都较预期来的更快，美联储为实现经济软着陆或加快货币政策转向。欧洲方面，经济数据也出现相似的通胀拐点、经济下滑的迹象，但欧央行表示仍将继续加息。两相对比之下，美元指数走弱，缓解了全球汇率市场上非美货币的贬值压力，并且提振了投资者的市场情绪，进入了短暂的股债同涨阶段。

美联储货币政策寻拐点，全球资本市场寻台阶。目前市场认为美联储在连续四次加息 75BP 之后，大概率 12 月加息 50BP，将确认大幅加息进程结束的拐点；基于 11 月美国 ISM 制造业 PMI 自 2020 年 5 月以来首次落入荣枯线下方，以及 10 月核心 PCE 物价指数低于预期，市场开始预期 2023 年美联储货币政策或许转向宽松。2023 年美联储的货币政策较 2022 年更加左右为难，一方面美国通胀开始走低但同比仍在较高水平且可能回落速度偏慢，另一方面快速大幅加息对经济的负面影响开始显现，在分裂国会和财政政策难宽松的掣肘下，美联储的货币政策要在抗通胀和保增长这一对矛盾的政策目标中二选一。市场预期美联储或将在加息过程结束后加大市场预期引导，强调通胀会确定性持续回落，然后进入降息阶段。短期内全球大类资产中美元走弱、美债利率下行、美股上涨、大宗上涨，反应的是美联储货币政策转向的预期，但是进入 2023 年后，随着欧美数据开始验证经济衰退过程，当前乐观的市场预期可能开始重新定价基本面衰退对资产价格的负面影响。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 (2022.12.4)

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