

大类资产配置周报(2022.12.25)

12月经济数据面临供求两弱

日央行“事实上加息”25BP；12月全国范围内疫情或拖累经济表现。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**：1-11月财政收入同比下降3%。
- **要闻**：海关总署要求，优化调整口岸疫情防控措施，积极推进边境陆路口岸有序复开；《中共中央 国务院关于构建数据基础制度更好发挥数据要素作用的意见》全文公布；互联互通股票标的范围扩大获两地证监会原则同意；中央农村工作会议12月23日至24日在北京举行。

资产表现回顾

- **疫情影响市场探底**。本周沪深300指数下跌3.19%，沪深300股指期货下跌3.13%；焦煤期货本周下跌6.96%，铁矿石主力合约本周下跌0.85%；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10BP至1.55%；十年国债收益率下行6BP至2.83%，活跃十年国债期货本周上涨0.44%。

资产配置建议

- **资产配置排序：股票>大宗>货币>债券**。随着国内疫情防控政策放松，本周全国范围内确诊人数趋势上行，主要一二线城市地铁客运量约为此前同期客运量的50%左右。疫情短期内主要影响劳动力供给和线下消费场景恢复，预计对12月经济数据将造成负面影响，借鉴2020年2月和2022年4月的历史数据，生产端工业增加值环比分别下降22.10%和下降2.01%，固定资产投资环比分别下降20.86%和下降0.97%，社零在2020年1月环比下降10.77%，在2022年3月下降3.89%，考虑到12月疫情影响范围小于2020年但大于2022年4月的情况，以及时值春节假期前停工停产和人口向三四线回流，预计工增、固投和社零数据或都将再度落入环比负增长区间。但经过12月经济数据探底之后，2023年国内经济将整体以复苏为方向，宏观政策也与复苏同向，虽然当前市场有所调整，我们依然维持看好人民币风险资产的观点。

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(2022.12.25)

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

《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

《美联储货币政策寻拐点，全球资本市场寻台阶：大类资产配置周报》2022.12.4

《期待经济运行整体好转：大类资产配置周报》2022.12.11

《宏观政策与复苏同向：大类资产配置周报》2022.12.18

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
风险资产底部调整.....	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：权重股表现较好	7
债券：年末央行加大公开市场流动性投放	8
大宗商品：国内经济或将在12月继续探底.....	9
货币类：货基收益率中位数年底持续上行	10
外汇：人民币在“6”区间波动	10
港股：关注日央行事实上加息对国际资本市场流动性的影响	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 (2022.12.25)	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 (2022.12.25)	13

一周概览

风险资产底部调整

疫情影响市场探底。本周沪深 300 指数下跌 3.19%，沪深 300 股指期货下跌 3.13%；焦煤期货本周下跌 6.96%，铁矿石主力合约本周下跌 0.85%；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 10BP 至 1.55%；十年国债收益率下行 6BP 至 2.83%，活跃十年国债期货本周上涨 0.44%。

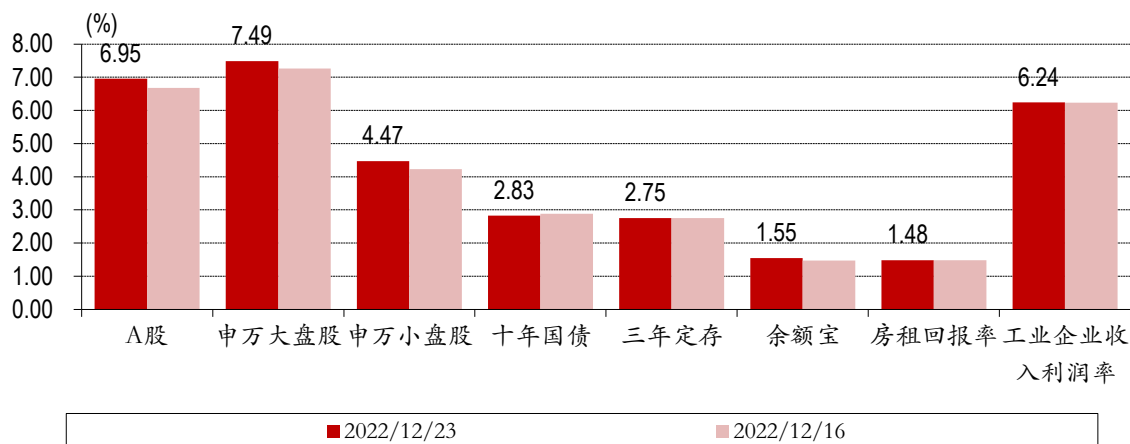
图表 1. 代表性资产一周表现和配置建议

股票	债券
沪深 300 -3.19% 沪深 300 期货 -3.13% 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 -6BP 活跃 10 年国债期货 +0.44% 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 -0.85% 焦煤期货 -6.96% 本期评论: 国内复苏, 美元难强 配置建议: 标配	余额宝 1.55%/本周变动 +10BP 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

12 月经济数据或将环比下行。本周 A 股指数普跌, 大盘股和小盘股估值均有所下降, 小盘股估值下降幅度更大。本周央行在公开市场净投放资金 7040 亿元, 流动性基本分化, 非银机构拆借利率明显上升, 银行机构拆借利率维持在较低水平, 周五 R007 利率收于 1.95%, GC007 利率收于 4.34%。本周十年国债收益率收于 2.83%, 较上周下降 6BP。受国内疫情防控措施放开影响, 疫情对国内生产和消费端都造成一定冲击, 短期内劳动力供给不足, 或将影响 12 月工业增加值环比表现, 从物价走势看, 猪肉价格环比大幅负增长也反映出居民消费短期疲弱, 但随着疫情影响过去, 部分服务消费有所反弹, 整体来看, 预计 12 月经济数据或将出现较为明显的全面环比下行, 但这一状况将在 2023 年好转。

图表 2. 大类资产收益率横向比较



资料来源: 万得, 中银证券

关注日央行事实上加息的潜在影响。股市方面，本周 A 股指数普跌，跌幅较小的指数是沪深 300 (-3.19%)，领跌的指数是万得全 A (-4.27%)；港股方面恒生指数上涨 0.73%，恒生国企指数上涨 0.12%，AH 溢价指数下行 1.87 收于 139.19；美股方面，标普 500 指数本周下跌 0.2%，纳斯达克下跌 1.94%。债市方面，本周国内债市普涨，中债总财富指数本周上涨 0.23%，中债国债指数上涨 0.39%，金融债指数上涨 0.33%，信用债指数上涨 0.23%；十年美债利率上行 27 BP，周五收于 3.75%。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 10 BP，周五收于 1.55%。期货市场方面，NYMEX 原油期货上涨 6.81%，收于 79.35 美元/桶；COMEX 黄金上涨 0.32%，收于 1806 美元/盎司；SHFE 螺纹钢下跌 1.52%，LME 铜上涨 1.35%，LME 铝上涨 0.86%；CBOT 大豆上涨 0.39%。美元指数下跌 0.5% 收于 104.32。VIX 指数下行至 20.87。本周需要关注日央行事实上加息对全球资本市场流动性的冲击性影响。

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	2022/12/19 上期涨跌幅	- 本月以来	2022/12/23 今年以来
股票	000001.SH	上证综指	3,045.87	(3.85)	(1.22)	(3.35)	(16.32)
	399001.SZ	深证成指	10,849.64	(3.94)	(1.80)	(2.33)	(26.97)
	399005.SZ	中小板指	7,239.38	(3.83)	(1.91)	(2.40)	(27.50)
	399006.SZ	创业板指	2,286.19	(3.69)	(1.94)	(2.52)	(31.19)
	881001.WI	万得全 A	4,744.84	(4.27)	(1.54)	(3.54)	(19.84)
	000300.SH	沪深 300	3,828.22	(3.19)	(1.10)	(0.64)	(22.51)
债券	CBA00301.C	中债总财富指数	219.10	0.23	(0.05)	0.07	3.15
	CBA00603.C	中债国债	213.46	0.39	0.09	0.45	3.31
	CBA01203.C	中债金融债	220.23	0.33	(0.01)	0.32	3.19
	CBA02703.C	中债信用债	201.68	0.23	(0.19)	(0.29)	2.31
	885009.WI	货币基金指数	1,648.65	0.03	0.03	0.10	1.82
大宗商品	CL.NYM	NYMEX 原油	79.35	6.81	4.90	(1.49)	5.50
	GC.CMX	COMEX 黄金	1,806.00	0.32	(0.43)	2.62	(1.24)
	RB.SHF	SHFE 螺纹钢	4,005.00	(1.52)	3.58	6.94	(6.88)
	CA.LME	LME 铜	8,378.50	1.35	(2.81)	1.69	(13.81)
	AH.LME	LME 铝	2,395.50	0.86	(4.09)	(3.31)	(14.67)
	S.CBT	CBOT 大豆	1,485.75	0.39	(0.32)	1.11	10.94
货币	-	余额宝	1.55	10 BP	6 BP	16 BP	-52 BP
	-	银行理财 3M	1.60	0 BP	0 BP	0 BP	-121 BP
外汇	USD.X	美元指数	104.32	(0.50)	(0.08)	(1.56)	8.70
	USDCNY.IB	人民币兑美元	6.99	(0.22)	(0.34)	2.17	(9.63)
	EURCNY.IB	人民币兑欧元	7.41	0.03	(0.99)	(0.89)	(2.71)
	JPYCNY.IB	人民币兑日元	5.27	(3.54)	0.26	(3.18)	4.79
港股	HSI.HI	恒生指数	19,593.06	0.73	(2.26)	5.35	(16.26)
	HSCEI.HI	恒生国企	6,642.90	0.12	(2.92)	4.21	(19.35)
	HSHP.HI	恒生 AH 溢价	139.19	(1.87)	(0.24)	(0.64)	(7.81)
美国	SPX.GI	标普 500	3,844.82	(0.20)	(2.08)	(5.77)	(19.33)
	IXIC.GI	NASDAQ	10,497.86	(1.94)	(2.72)	(8.46)	(32.90)
	UST10Y.GBM	十年美债	3.75	27 BP	-9 BP	7 BP	223 BP
	VIX.GI	VIX 指数	20.87	(7.74)	(0.92)	1.41	21.20
	CRBFD.RB	CRB 食品	536.20	(0.89)	0.74	(3.86)	9.30

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）

- 财政部公布数据显示，1-11月累计，全国一般公共预算收入185518亿元，扣除留抵退税因素后增长6.1%，按自然口径计算下降3%。其中，证券交易印花税2549亿元，增长3%。
- 国务院常务会议部署深入抓好稳经济一揽子政策措施落地见效，推动经济巩固回稳基础、保持运行在合理区间。会议要求，对落实稳经济一揽子政策措施抓好填平补齐，确保全面落地；推动重大项目建设和设备更新改造形成更多实物工作量，符合冬季施工条件的不得停工。坚持“两个毫不动摇”，支持民营企业提振信心、更好发展。支持平台经济健康持续发展。落实支持刚性和改善性住房需求和相关16条金融政策。
- 中央农村工作会议12月23日至24日在北京举行。国家领导人强调，锚定建设农业强国目标，切实抓好农业农村工作。要实施新一轮千亿斤粮食产能提升行动，抓紧制定实施方案。要稳慎推进农村宅基地制度改革试点，深化农村集体经营性建设用地入市试点，完善土地增值收益分配机制。要破除妨碍城乡要素平等交换、双向流动的制度和壁垒，促进发展要素、各类服务更多下乡，率先在县域内破除城乡二元结构。要瞄准“农村基本具备现代生活条件”的目标，组织实施好乡村建设行动，特别是要加快防疫、养老、教育、医疗等方面的公共服务设施建设。
- 国家领导人在同德国总统施泰因迈尔通电话时表示，双方应加强市场、资本、技术优势互补，做大汽车、机械、化工等传统领域合作，挖掘服务贸易、智能制造、数字化等领域合作潜力。施泰因迈尔表示，德方愿同中方深化各领域务实合作，更好应对生物多样性保护、能源危机、粮食危机、维护产业链供应链安全稳定、促进世界经济恢复增长等共同挑战。
- 海关总署要求，优化调整口岸疫情防控措施，积极推进边境陆路口岸有序复开，大力协调保障各类口岸通关顺畅，守住外防输入防线的同时便利国际经贸往来。
- 自然资源部完善工业用地供应政策支持实体经济发展。其中提出，健全工业用地长期租赁、先租后让、弹性年期出让等供应体系，支持工业企业选择适宜的用地方式。推进工业用地带条件招标拍卖挂牌出让（租赁），各地可将产业类型、生产技术、节能环保等产业准入要求纳入供地条件。
- 《中共中央国务院关于构建数据基础制度更好发挥数据要素作用的意见》全文公布，从数据产权、流通交易、收益分配、安全治理四个方面，初步搭建我国数据基础制度体系，提出20条政策举措。包括建立保障权益、合规使用的数据产权制度，建立合规高效、场内外结合的数据要素流通和交易制度，建立体现效率、促进公平的数据要素收益分配制度，建立安全可控、弹性包容的数据要素治理制度等。
- 《成渝共建西部金融中心规划联合实施细则》提出，加快建设立足中国西部、面向东亚和东南亚、南亚，服务共建“一带一路”国家和地区的西部金融中心。
- AMC加速推进房地产市场风险化解工作。截至目前，四大全国性AMC中已有3家发布纾困房企数据。中国华融、中国东方资产、中国信达已累计推动及已落地房企纾困项目65个，带动复工复产项目规模超过1500亿元。
- 互联互通股票标的范围扩大获两地证监会原则同意。其中，市值50亿元人民币及以上且符合一定流动性标准等条件的上证A股指数或深证综合指数成份股将纳入沪股通和深股通标的，沪港通下港股通标的范围将扩大至与深港通下港股通一致，符合条件的在港主要上市外国公司股票将被纳入港股通标的。两地交易所表示，将积极推进各项准备工作，预计相关准备时间约3个月。
- 苏州赴欧包机团已回到国内。此次苏州30个赴欧招商小分队在出访期间，共拜访325个企业和机构，现场签约项目37个，举办（参加）招商交流会29场，合计达成意向投资总额59.54亿美元。
- 第六届世界浙商大会12月23日在浙江杭州开幕。此次大会重在引才、引智、引重大项目，招引项目共计78个、总投资额3699亿元，为历届世界浙商大会之最。

大类资产表现

A股：权重股表现较好

疫情冲击经济，市场短期调整。本周市场指数普跌，跌幅较小的指数包括上证 50 (-2.69%)、中证 100 (-3.13%)、沪深 300 (-3.19%)，领跌的指数包括中证 1000 (-5.5%)、中证 500 (-5.1%)、上证 380 (-5.1%)。行业方面基本下跌，上涨的行业仅有餐饮旅游 (0.16%)，领跌的行业有电子元器件 (-5.91%)、电力设备 (-5.9%)、钢铁 (-5.88%)。本周市场仍在反应短期内疫情反弹对经济造成的冲击。

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	(2.69)	餐饮旅游	0.16	电子竞技指数	(0.13)
中证 100	(3.13)	传媒	(0.63)	网络游戏指数	(1.19)
沪深 300	(3.19)	食品饮料	(1.09)	文化传媒概念指数	(1.54)
上证 380	(5.10)	钢铁	(5.88)	太阳能发电指数	(7.01)
中证 500	(5.10)	电力设备	(5.90)	丝绸之路指数	(7.40)
中证 1000	(5.50)	电子元器件	(5.91)	芯片国产化指数	(7.66)

资料来源：万得，中银证券

A股一周要闻 (新闻来源：万得)

- 免税店 | 据报道，12月13日至19日，离岛免税购物金额连续7天超1亿元，离岛免税消费市场逐步“回暖”。据统计，今年1月至11月，海口海关共监管离岛免税销售金额322亿元，购物件数4594万件，购物旅客390万人次。
- 光伏 | 国家发改委，国家能源局22日发布通知，做好2023年电力中长期合同签订履约工作。提出要充分考虑燃料生产成本和发电企业承受能力，鼓励购售双方在中长期合同中设立交易电价与煤炭、天然气价格挂钩联动条款，引导形成交易电价随煤炭、天然气市场价格变化合理浮动机制。此外，绿色电力交易价格根据绿电供需形成，应在对标当地燃煤市场化均价基础上，进一步体现绿色电力的环境价值。
- 职业教育 | 中办、国办印发《关于深化现代职业教育体系建设改革的意见》，探索地方政府和社会力量支持职业教育发展投入新机制，吸引社会资本、产业资金投入，按照公益性原则，支持职业教育重大建设和改革项目。
- 券商 | 证监会表示，加快建设中国特色现代资本市场，不断健全资本市场功能，更好支持科技自立自强，有效管控各类风险，更好推动经济高质量发展。
- 医药 | 国家药监局副局长黄果20日在市场监管总局召开的涉疫药品和医疗用品稳价格保质量专题新闻发布会上表示，为了给疫情防控提供更多更好的“武器”，国家药监局依法依规启动应急审批程序，加快新冠肺炎临床诊疗急需药品的审评审批。
- 储能 | 近日，上海更新了峰谷电价政策，高峰时段电价在平段电价基础上最高可上浮80%。此外河南、江西、湖北等地也纷纷调整了峰谷电价政策。
- 数据 | 《中共中央 国务院关于构建数据基础制度更好发挥数据要素作用的意见》全文公布，从数据产权、流通交易、收益分配、安全治理四个方面，初步搭建我国数据基础制度体系，提出20条政策举措。
- 国企改革 | 国资委强调，要乘势而上实施新一轮深化国有企业改革行动。要加快国有经济布局优化和结构调整，着力打造现代产业链链长，推动传统产业转型升级和新兴产业加快布局。
- 光伏 | 工信部披露，1-10月我国光伏产业运行良好，技术水平持续提升，各环节产量再创新高。根据行业规范公告企业信息和行业协会测算，全国晶硅电池产量超过230GW（吉瓦）。

债券：年末央行加大公开市场流动性投放

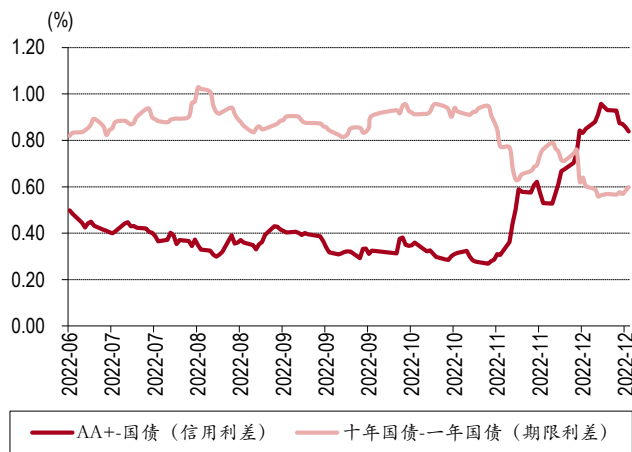
公开市场流动性投放加码，银行间短端拆借利率相对稳定。十年期国债收益率周五收于2.83%，本周下行6BP，十年期国开债收益率周五收于2.99%，较上周五下行5BP。本周期限利差上行3BP至0.6%，信用利差下行9BP至0.84%。

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

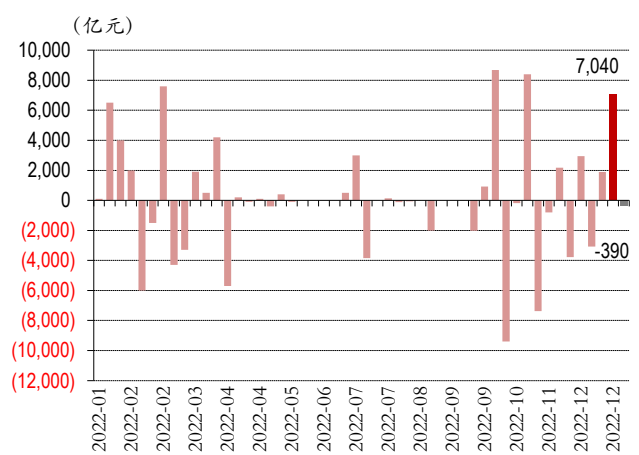
图表 6. 信用利差和期限利差



资料来源：万得，中银证券

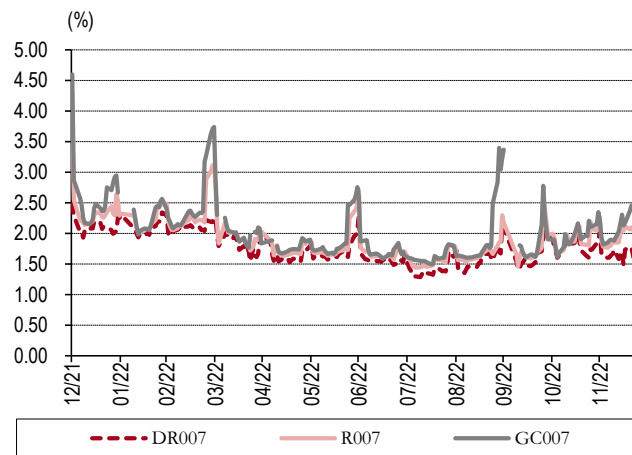
拆借利率年末分化。本周央行在公开市场净投放7040亿元，拆借利率继续分化，周五R007利率收于1.95%，交易所资金GC007利率收于4.34%。本周央行在公开市场加码逆回购投放，稳定了短端银行机构资金拆借利率，考虑到今年春节时点相对靠前，预计公开市场相对宽松的流动性环境将持续至春节之后，最早或于2月才开始持续净回笼资金。

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)

- 央行公开市场操作自12月15日转入净投放后，近5个交易日累计投放5790亿元。
- 中国今年最后一期LPR出炉，1年期LPR报3.65%，5年期以上品种报4.3%，均与上期持平，连续4个月“按兵不动”。
- 财政部部长刘昆撰文表示，将以时时放心不下的责任意识和箭在弦上的备战姿态，坚决防范地方政府融资平台债务风险，强化融资平台公司治理，在有效支持经济高质量发展中保障财政可持续和地方政府债务风险可控。

大宗商品：国内经济或将在 12 月继续探底

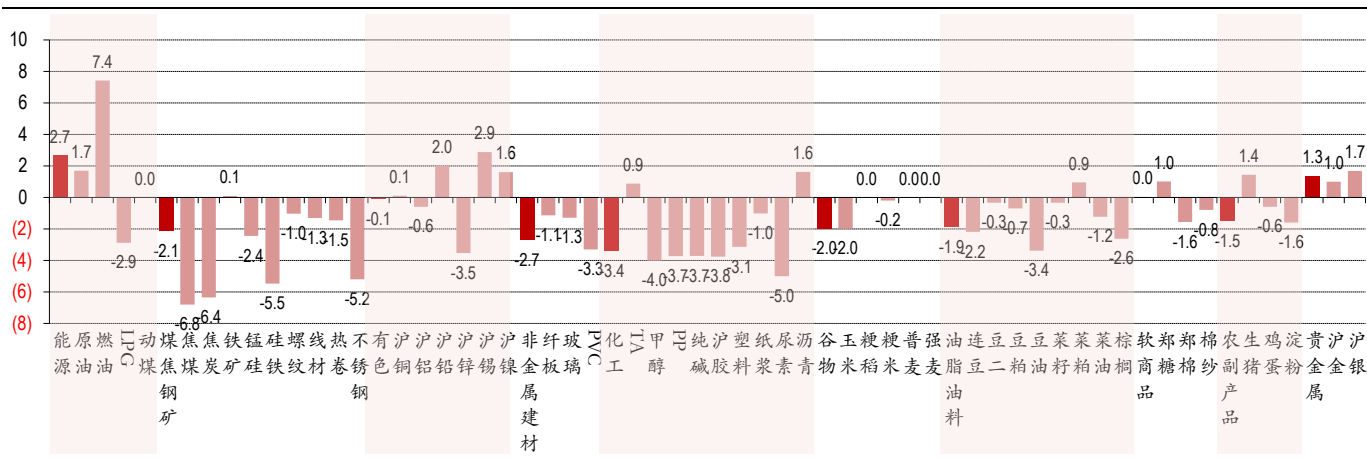
经济短期预期疲弱拖累国内大宗商品价格。本周商品期货指数下跌 1.27%。从各类商品期货指数来看，上涨的有能源（2.66%）、贵金属（1.34%）上涨，下跌的有有色金属（-0.13%）、油脂油料（-1.9%）、谷物（-1.97%）、煤焦钢矿（-2.14%）、非金属建材（-2.73%）、化工（-3.41%）。各期货品种中，本周涨幅较大的大宗商品有燃油（7.42%）、沪锡（2.87%）、沪铅（2.02%），跌幅靠前的则有焦煤（-6.81%）、焦炭（-6.35%）、硅铁（-5.47%）。国内大宗商品价格短期有压力，但中长期受益于复苏趋势。

图表 9. 大宗商品本周表现

商品 -1.27%	能源 +2.66%	煤焦钢矿 -2.14%
有色金属 -0.13%	非金属建材 -2.73%	化工 -3.41%
谷物 -1.97%	油脂油料 -1.9%	贵金属 +1.34%

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

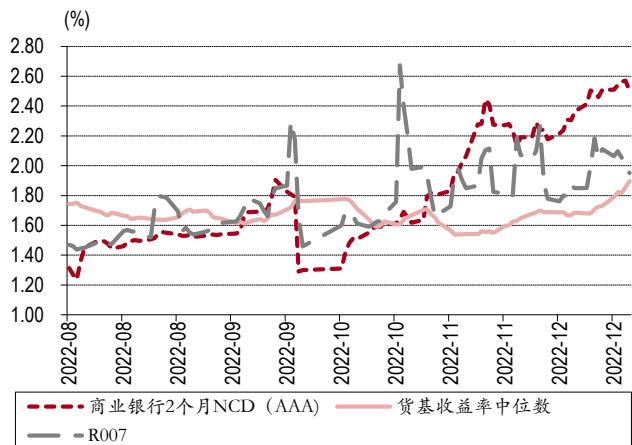
大宗商品一周要闻（新闻来源：万得）

- EIA：美国至 12 月 16 日当周原油库存降 589.5 万桶，预期降 165.7 万桶，前值增 1023.1 万桶；战略石油储备降 364.7 万桶至 3.786 亿桶，创 1983 年 12 月 30 日当周以来最低；原油产量维持在 1210 万桶/日不变，出口增加 4.4 万桶/日至 436 万桶/日。
- 欧盟能源部长会议达成协议，将天然气价格上限定在每兆瓦时 180 欧元。
- 自然资源部宣布，全面启动新一轮战略性矿产国内找矿行动，加大重点勘查区找矿力度，加大油气等能源资源勘探开发和增储力度，增强国内矿产资源保障能力。
- 世界钢铁协会公布数据显示，11 月全球粗钢产量为 1.391 亿吨，同比下降 2.6%。其中，中国粗钢产量为 7450 万吨，增长 7.3%。
- 印尼总统佐科宣布，印尼将从 2023 年 6 月开始禁止铝土矿出口，并鼓励印尼国内铝土矿加工和提炼行业发展。
- 国家发改委研究做好生猪市场保供稳价工作，将继续紧盯市场供需和价格动态，必要时采取收储等储备调节措施，促进生猪市场长期健康发展。
- 国家发改委价格监测中心数据显示，截至 12 月 14 日当周，全国猪料比价价为 5.78，环比下降 8.83%。按目前价格及成本推算，未来生猪养殖头均盈利为 437.25 元。目前生猪供应量充裕，而终端市场缺乏利好支撑，预计短期猪价仍有走低可能，生猪预期盈利将继续缩水。
- 欧盟粮食贸易商会（Coceral）：预计欧盟 2023 年谷物产量为 3.044 亿吨，同比增长 6.8%。
- 印度市场监管机构宣布，将包括小麦、稻谷和毛棕榈油在内的大宗商品衍生品合约交易暂停时间延长至 2023 年 12 月 20 日。

货币类：货基收益率中位数年底持续上行

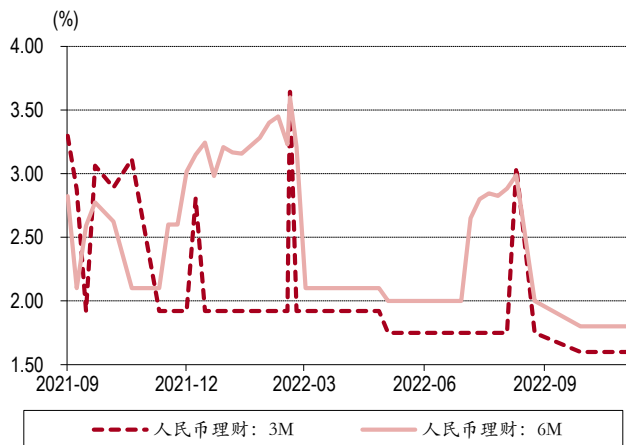
货币基金收益率中位数上行至 1.9%。本周余额宝 7 天年化收益率上行 10BP，周五收于 1.55%；人民币 3 个月理财产品预期年化收益率上行 0BP 收于 1.8%。本周万得货币基金指数上涨 0.03%，货币基金 7 天年化收益率中位数周五收于 1.9%。货币基金收益率快速攀升。

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

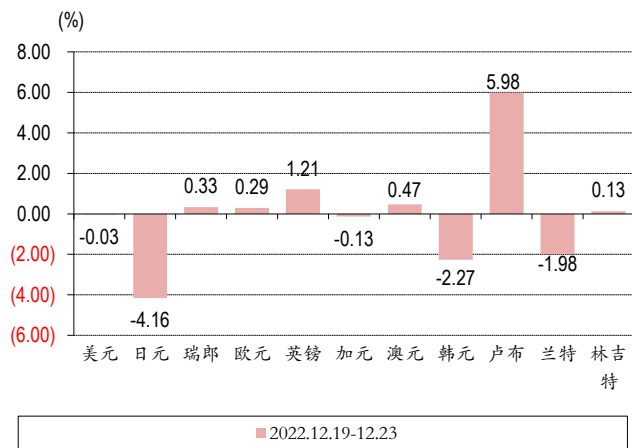


资料来源：万得，中银证券

外汇：人民币在“6”区间波动

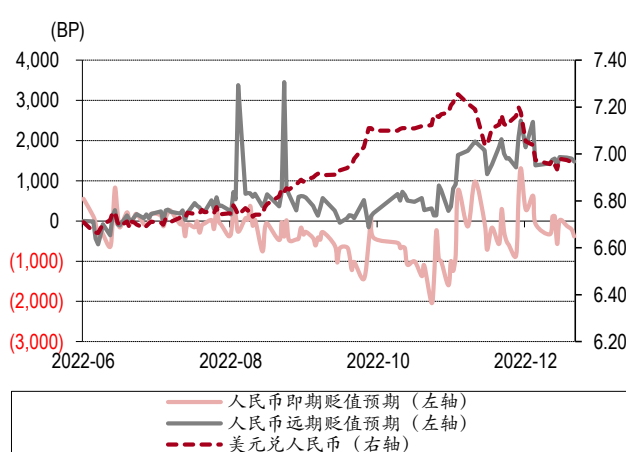
人民币兑美元中间价本周上行 19BP，至 6.981。本周人民币对卢布(5.98%)、英镑(1.21%)、澳元(0.47%)、瑞郎(0.33%)、欧元(0.29%)、林吉特(0.13%) 升值，对美元(-0.03%)、加元(-0.13%)、兰特(-1.98%)、韩元(-2.27%)、日元(-4.16%) 贬值。疫情冲击短期影响人民币汇率表现。

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

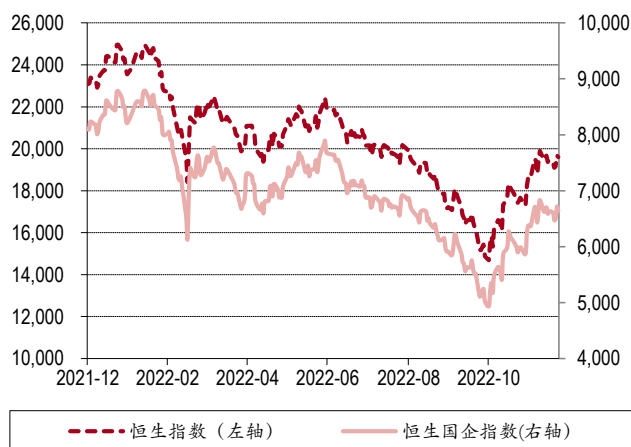
外汇市场一周要闻 (新闻来源：万得)

- 央行上海总部在上海自贸区启动本外币合一银行结算账户体系试点，参与本次试点的有工行、农行、中行、建行、招行等 5 家银行在上海自贸区的 242 个营业网点。
- 1-11 月，全国实际使用外资金额 11560.9 亿元人民币，按可比口径同比增长 9.9%，折合 1780.8 亿美元，增长 12.2%；我国对外非金融类直接投资 6878.6 亿元人民币，同比增长 7.4%。

港股：关注日央行事实上加息对国际资本市场流动性的影响

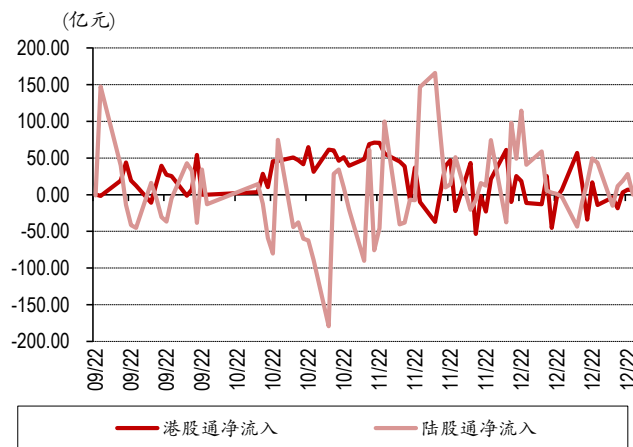
日央行收紧货币政策或是全球央行收紧的尾声。本周港股方面恒生指数上涨 0.73%，恒生国企指数上涨 0.12%，AH 溢价指数下行 1.87 收于 139.19。行业方面本周领涨的有必需性消费（1.29%）、资讯科技业（1.09%）、综合企业（0.97%），跌幅靠前的有工业（-3.98%）、原材料业（-3.76%）、公用事业（-2.23%）。本周南下资金总量-6.32 亿元，同时北上资金总量 43.53 亿元。海外资金继续北上，短期 A 股承压不改中长期复苏趋势。

图表 15. 恒指走势



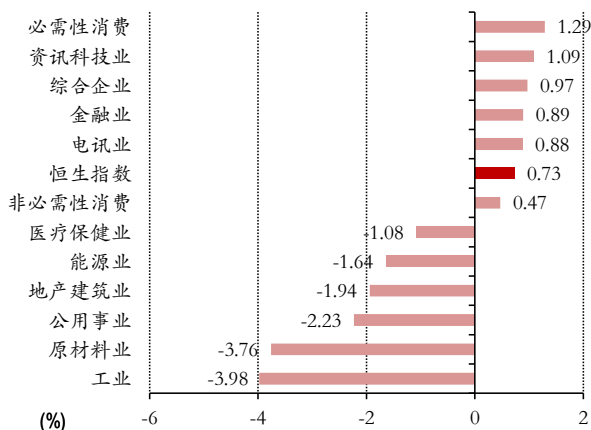
资料来源：万得，中银证券

图表 16. 陆港通资金流动情况



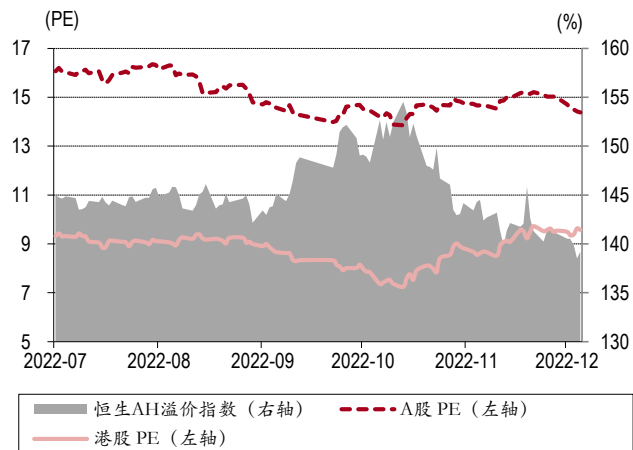
资料来源：万得，中银证券

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)

- 日本央行调整大规模货币宽松政策，宣布允许日本 10 年期国债收益率升至 0.5% 左右，高于此前 0.25% 的波动区间上限，实现“事实上的加息”。日本央行表示，调整对收益率曲线旨在改善市场功能，并鼓励整个收益率曲线更平稳地形成，同时保持宽松的金融环境。日本央行行长黑田东彦表示，允许利率上升“对经济形势完全没有负面作用”。另外，日本央行维持基准利率和 10 年期国债收益率目标不变，并将月度债券购买规模从目前计划的 7.3 万亿日元增加到 9 万亿日元。
- 日本央行 12 月 23 日起以固定利率无限额购买 5-10 年期日本国债；12 月 23 日起直接购买 6750 亿日元 5-10 年期日本国债以及 6500 亿日元 3-5 年期日本国债。
- 澳洲联储 12 月会议纪要显示，曾考虑本月暂停升息，为今年 5 月开始加息以来首次考虑暂停加息。澳洲联储还预计，未来几个月通胀将进一步走强，将进一步提高利率。

- 印尼央行将7天逆回购利率上调25个基点至5.5%，符合市场预期。印尼央行预计，2023年货币政策将以稳定为重点，将发行新的外汇工具，鼓励出口商将收益留在国内。
- 美国第三季度GDP被大幅上修。美国第三季度实际GDP年化季环比终值升3.2%，预期升2.9%，修正值升2.9%，初值升2.6%；三季度实际个人消费支出终值环比升2.3%，为2021年第四季度以来新高。美国第三季度核心PCE物价指数终值环比升4.7%，预期升4.6%，修正值升4.6%，初值升4.5%；同比升4.9%，修正值和初值均升4.9%。
- 美国11月核心PCE物价指数同比升4.7%，预期升4.7%，前值升5.0%；环比升0.2%，预期升0.2%，前值从升0.2%修正为升0.3%。11月PCE物价指数同比升5.5%，预期升5.5%；环比升0.1%，预期升0.1%。
- 美国11月个人支出环比增0.1%，预期增0.2%，前值从增0.8%修正为增0.9%；个人收入环比增0.4%，预期增0.3%，前值增0.7%；实际个人消费支出环比持平，预期增0.1%，前值增0.5%。
- 美国11月耐用品订单初值环比降2.1%，预期减0.6%，10月终值从增1.1%修正为增0.7%。
- 美国11月成屋销售总数年化409万户，为2020年5月以来新低，连续第10个月下降，继续创历史上最长连降月数，预期420万户，前值443万户。
- 美国经济分析局发布报告显示，美国10月个人储蓄率为2.3%，已接近2005年7月出现的历史最低点2.1%。近8成美国民众抱怨，高通胀造成的高物价让存钱变得很难。
- 英国第三季度GDP终值同比增1.9%，预期增2.4%，初值增2.4%；环比终值降0.3%，预期降0.2%，初值降0.2%。三季度英国家庭实际可支配收入下降0.5%，为连续第四个季度负增长。
- 德国11月PPI环比降3.9%，预期降2.5%，前值降4.20%；同比升28.2%，预期升30.6%，前值升34.5%。
- 美国国会众议院以225票赞成，201票反对的结果通过一项1.7万亿美元的支出法案，用于为联邦政府部门提供资金至2023年9月。法案将递交美国总统拜登签署，美国总统拜登称，将在收到支出法案后立即签署。
- 日本财务大臣铃木俊一表示，内阁已批准2023财年预算方案，市场需要保持对日本财政信任，争取到2025财年实现基本预算盈余财政目标。据悉，日本政府批准创纪录的2023/2024财年8640亿美元预算方案。
- 韩国国会在全体会议上表决通过2023年度预算案，规模达到638.7276万亿韩元。这较政府原先编制的规模（639.0419万亿韩元）减少3142亿韩元。这是政府编制的预算时隔三年首次经国会审查后缩水。
- 日本政府将2023财年经济增速预测上调至1.5%，7月份预测为1.1%；2023财年总体CPI预测维持在1.7%不变。
- 德国财政部预计，德国经济活动将在今年第四季度和明年第一季度保持低迷，2023年通货膨胀率将下降。
- 欧盟委员会批准一项490亿欧元的德国经济支持计划。根据这项计划，经济援助将采取直接赠款的形式，通过能源供应商为符合条件的受益人减免电费、天然气费和取暖费后，再由德国政府报销能源供应商所提供的补贴。

下周大类资产配置建议

期待财政收支出现向好拐点。财政部公布数据显示，1-11月累计，全国一般公共预算收入 185518 亿元，扣除留抵退税因素后增长 6.1%，按自然口径计算下降 3%。其中，证券交易印花税 2549 亿元，增长 3%。非税收入规模为 1874.00 亿元，同比增长 7.45%。11 月全国一般公共预算支出同比增长 4.80%，其中，地方公共财政支出同比增长 6.51%。11 月地方政府性基金收入规模 7995.00 亿元，同比下滑 12.67%，降幅较 10 月明显收窄 9.98 个百分点；国有土地使用权出让收入 7147.00 亿元，同比下滑 13.41%，降幅较上月下降 9.63 个百分点。值得一提的是，土地使用权出让收入安排的支出是基建投资的重要资金来源之一，11 月该项支出降幅的明显收窄，或在为今年末、明年初形成实物工作量蓄力。

日央行开始“事实上的加息”。日本央行调整大规模货币宽松政策，宣布允许日本 10 年期国债收益率升至 0.5% 左右，高于此前 0.25% 的波动区间上限，另外，日本央行维持基准利率和 10 年期国债收益率目标不变，并将月度债券购买规模从目前计划的 7.3 万亿日元增加到 9 万亿日元。日央行此举被市场认为是实质性加息，并导致当天日本国债期货暂停交易。由于较长时间内，日央行都维持超宽松的货币政策，成为全球金融市场的流动性提供方，市场担忧在日央行收紧货币政策的情况下，全球流动性紧缩将从套利交易向固收市场其他交易品种蔓延，进而导致包括债市、汇市和股市在内的资本市场大幅波动。

12 月经济数据面临供求两弱。随着国内疫情防控政策放松，本周全国范围内确诊人数趋势上行，主要一二线城市地铁客运量约为此前同期客运量的 50% 左右。疫情短期内主要影响劳动力供给和线下消费场景恢复，预计对 12 月经济数据将造成负面影响，借鉴 2020 年 2 月和 2022 年 4 月的历史数据，生产端工业增加值环比分别下降 22.10% 和下降 2.01%，固定资产投资环比分别下降 20.86% 和下降 0.97%，社零在 2020 年 1 月环比下降 10.77%，在 2022 年 3 月下降 3.89%，考虑到 12 月疫情影响范围小于 2020 年但大于 2022 年 4 月的情况，以及时值春节假期前停工停产和人口向三四线回流，预计工增、固投和社零数据或都将再度落入环比负增长区间。但经过 12 月经济数据探底之后，2023 年国内经济将整体以复苏为方向，宏观政策也与复苏同向，虽然当前市场有所调整，我们依然维持看好人民币风险资产的观点。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 (2022.12.25)

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