

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%。

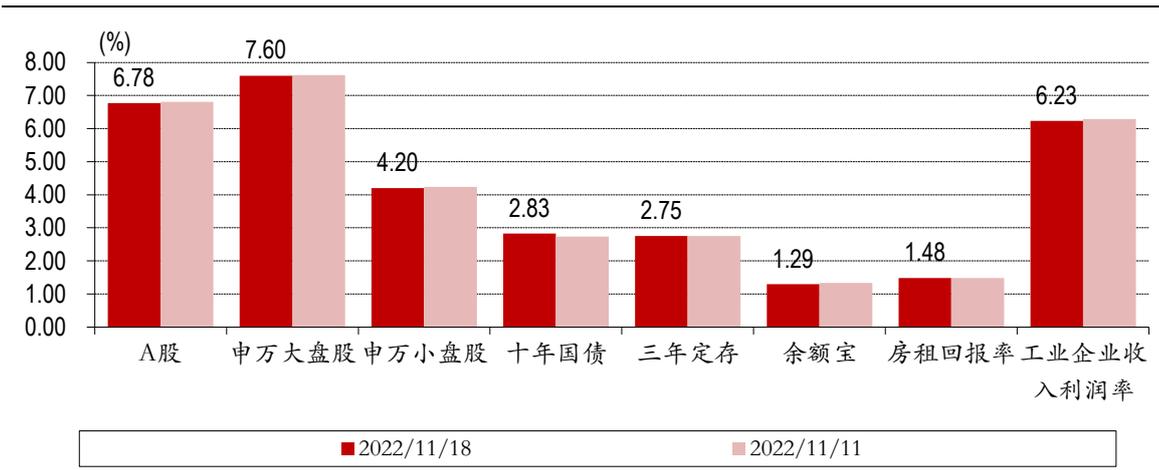
图表 1. 代表性资产一周表现和配置建议

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。游客凭48小时内核酸检测阴性证明乘坐跨省交通工具。

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_49034

