

中国银行个人金融全球资产配置策略季报

2022年2季度

目 录



投资策略专题 | 资本市场
2022年04月07日

本期执笔:

文晓波 洪郑冲 余 超
王者星 肖 敏 刘 畅
孟凡强

苏康苗、刘南希、李品章等
对本报告亦有贡献

中国银行投资策略研究中心

联系人: 文晓波
联系电话: 010-66592240

摘要	1
第一部分 一季度市场表现及策略回顾	2
(一) 一季度市场表现	2
(二) 一季度操作策略回顾与组合表现	9
第二部分 二季度全球及中国经济展望	14
(一) 全球经济: 美欧加速收紧流动性, 中国坚定“稳增长”目标	14
(二) 中国经济: 稳增长政策次第落地, 经济有望企稳回升	16
第三部分 二季度大类资产观点	18
(一) 全球股市: 海外波动风险加大, A股有望震荡向上	18
(二) 全球债市: 美债继续承压, 中债震荡寻机	23
(三) 外汇市场: 美元高位震荡, 人民币中性偏弱	25
(四) 商品市场: 黄金回落筑底, 原油高位震荡	26
第四部分 二季度资产配置策略	29
(一) 二季度大类资产配置策略	29
(二) 二季度资产配置策略一览表	30
第五部分 二季度投资者操作建议	32
免责声明	35



摘要

2022 年一季度，在新冠疫情、美元加息和俄乌冲突三大利空因素共振影响下，全球资产表现延续去年交易通胀的逻辑，并将此逻辑推向高潮。全球主要股市与“三大利空”同频共振，遭遇“倒春寒”。外部“三大利空”叠加内部“三重压力”，港股、A 股共振回落，我国股市一季度表现明显弱于欧美股市，最主要体现在大跌之后的反弹动能明显偏弱。全球债券市场呈现中债先扬后抑，美债单边下跌的表现。俄乌冲突致黄金冲高回落，原油突破上行，且涨幅超预期。美元延续强势，其他非美表现分化，商品货币表现强势；人民币汇率稳定，表现出较强的避险功能。

展望二季度，美欧加速收紧流动性，中国坚定“稳增长”目标，全球经济面临逆全球化和滞胀挑战。大类资产方面，美股高通胀、高估值的属性，使其在迎来缩表与二次加息的同时难免将有波动；A 股政策锚定稳增长，政策底已现，有望构筑市场底，或将震荡向上；港股外部冲击依存，但中美博弈有解估值亦有底。美债收益率处于上行趋势中，即将接近均衡震荡区域；中国国债收益率低位徘徊，宽信用发力或提升信用债机会，债市整体偏暖。美元高位震荡，人民币双向波动中性偏弱，商品货币维持强势，其他非美货币弱势继续。黄金长期向好逻辑强化，加息落地配置窗口来临；原油因俄乌冲突抬升价格中枢，冲高回落后预计高位震荡。

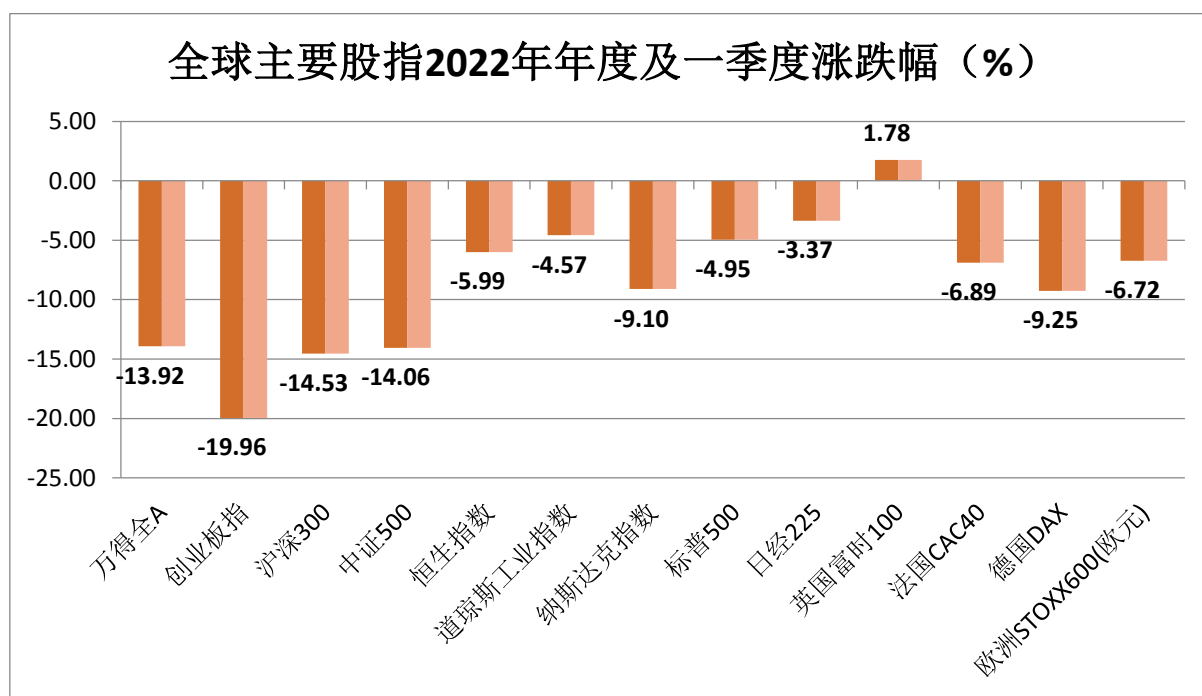
我行维持年度白皮书主要观点，对年度策略进行了部分修正并对投资者提出优化的配置策略建议。

第一部分 一季度市场表现及策略回顾

（一）一季度市场表现

2022 年一季度，在新冠疫情、美元加息和俄乌冲突三大利空因素共振影响下，全球资产表现延续 2021 年交易通胀的逻辑，并将交易通胀推向高潮。

1、全球主要股市：三大利空同频共振，全球股市遭遇倒春寒



（1）俄乌冲突抬升通胀预期，紧缩政策施压海外股市

2022 年一季度，在新冠疫情进入奥密克戎病毒株时段，全球经济仍未全面恢复至疫情前之时，因高通胀作用，美元加息从预期走向落地实施。当全球股市在疫情中交易美元加息而逐级走低之际，俄乌冲突悄然来袭，三重利空同频共振，全球股市遭遇倒春寒。一季度全球主要市场股指全线下跌，美国道琼斯工业指数、

纳斯达克和标普 500 三大股指分别下跌 4.57%、9.10%和 4.95%；欧洲英国富时 100 指数微涨 1.78%，法国 CAC40、德国 DAX 指数分别下跌 6.89%和 9.25%。海外股市呈明显的“V”型走势，纳斯达克和德国 DAX 指数最大回撤都曾超过 20%，短暂落入技术熊市。作为俄乌冲突当事国之一的俄罗斯，在遭遇美欧联盟史无前例的制裁下，俄罗斯 MOEX 指数一季度跌幅达 28.62%，最大跌幅 56.8%。整体来看，权益是一季度表现最差的大类资产。

(2) “三重压力”叠加“三大利空”，港 A 股共振回落

与海外主要经济体经济尚处于疫情复苏阶段不同，中国经济周期领先美欧半年以上已经处于疫情后的下行阶段，因此我国经济不但面临“新冠疫情、美元加息和俄乌冲突”外部“三大利空”，同时还面临“需求收缩、供给冲击、预期转弱”自身“三重压力”。这也造成我国股市一季度表现较欧美股市更弱，主要体现在大跌之后的反弹动能明显弱于欧美股市。

A 股方面，反映全市场涨跌水平的万得全 A 指数在一季度收跌 13.92%，反映基金投资者赚钱效应的股票型基金总指数一季度下跌 14.48%、混合型基金总指数下跌 12.50%，意味在一季度投资权益市场大概率录得亏损。结构方面，除红利指数上涨 7.53%之外，一季度 A 股其余所有指数均下跌。其中，综合指数方面创业板综指下跌最多，跌幅达到 18.25%，上证综指跌幅最小，跌幅 4.54%。成分指数方面，科创 50 指数下跌最多，跌幅达到 21.97%，上证 180 跌幅最小，跌幅 11.45%。3 月 15 日，创业板综指年初至今涨跌幅收于-22.11%，也一度落入技术熊市区间。

A 股在一季度的弱势表现，主要因以下几个方面共同作用：

首先，内因是“三重压力”下经济增长放缓，尤其是预期转弱带来的连锁负反馈。尽管政府工作报告将今年 GDP 增速目标确定为 5.5%，也明确表示有充足的政策工具支撑这一目标的实现，但在动荡的世界格局、国内多点爆发的疫情和低迷的现实面前，市场普遍缺乏信心。即使在统计局公布了超预期的、增速极佳的 2 月工业增加值、固定资产投资及消费等数据，市场仍旧存疑、情绪持续低迷。

其次，外因是“三大利空”诱发市场向下突破。如果说疫情和美元加息是今年的“灰犀牛”，那么俄乌冲突就是今年的“黑天鹅”。正是这“灰犀牛”叠加“黑天鹅”造成了以原油为代表的大宗商品价格大涨，引发全球经济滞胀预期抬头。也正因为美欧就俄乌冲突对俄罗斯实施前所未有的制裁（大范围冻结和没收俄罗斯外汇储备、将俄罗斯部分银行踢出 SWIFT 系统、直接没收俄罗斯富豪财产等），才诱发海外机构投资者把“5 家中概股被 SEC 拉入预摘牌清单”演绎成中美关系恶化的信号并进行交易，放大负面情绪直接引爆市场，引发“抛售中概股致使恒生科技板块大跌，引发港股大跌并传导至 A 股短期恐慌性下跌”的负反馈链条。

所幸金融委及时回应市场关切，对货币政策、地产风险应对、中美监管沟通、平台经济治理以及香港金融市场稳定等市场关注的焦点问题逐一回应，并强调各部委慎重出台收缩性政策，特别是对资本市场产生重大影响的政策应事先沟通，保持政策稳定性和一致性，必要时将进行问责。正是这一系列举措才稳定了市场预期，阻断负反馈链条，避免股市短期剧烈波动引发系统风险。

港股方面，恒生指数年初一度上涨逾 6%，领涨全球股市。但随着 2 月初，

香港疫情加剧并对经济造成冲击（1-2 月 PMI 指数均落入萎缩区间，2 月 PMI 创近两年最大跌幅，私营经济连续两个月收缩，企业订单亦急跌），港股急转直下。俄乌冲突之后，“5 家中概股被 SEC 拉入预摘牌清单”被过分解读并成为压倒港股的最后一根稻草，恒生指数连破 22000、21000、20000、19000 四个整数关口，最大跌幅 26.24%，同期恒生科技指数最大跌幅 41.53%。一季度恒生指数和恒生科技指数分别下跌 5.99% 和 19.63%，而表现最好的恒生港股通内地银行股指数涨幅为 10.59%，再次验证在美元加息周期，价值股相对成长股更安全的经验性结论。

总体来看，一季度全球股市在三大利空共同作用下遭遇倒春寒。俄乌冲突“黑天鹅”事件是欧洲股市走弱的主因，美国和欧洲股市走势基本符合年度白皮书预期。美欧对俄制裁产生的次生影响是中国股市向下调整并超出年度白皮书预期的主因，当然也与我们年度白皮书低估了地缘政治风险有关。

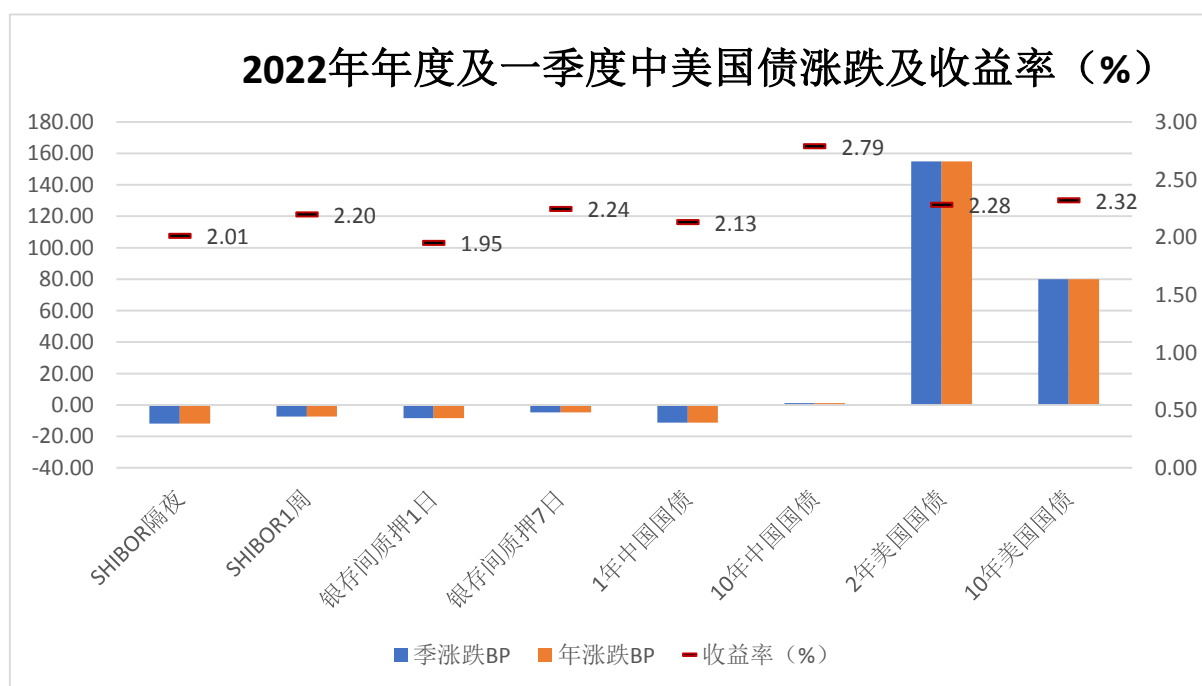
2、全球债券市场：中债先扬后抑，美债单边下跌

全球经济与新冠疫情共发展已逾两年，疫情对市场的影响趋于弱化。而突发的俄乌冲突大幅刺激大宗商品价格上涨，更进一步加剧了市场对通胀的担忧，通胀预期升温和美联储加息成为当前影响债券市场的重要因素。4 月 6 日，美联储公布了 2022 年 3 月 FOMC 议息会议纪要，纪要显示美联储可能最早于 5 月启动缩表，且加息节奏与 3 月会议声明一致，并有一次加息 50BP 的可能，本次缩表框架类似于 2017-2019 年缩表周期但节奏将更快。一季度全球债券市场步履维艰，无论中债还是美债均以承压为主。相较而言，受益于国内货币政

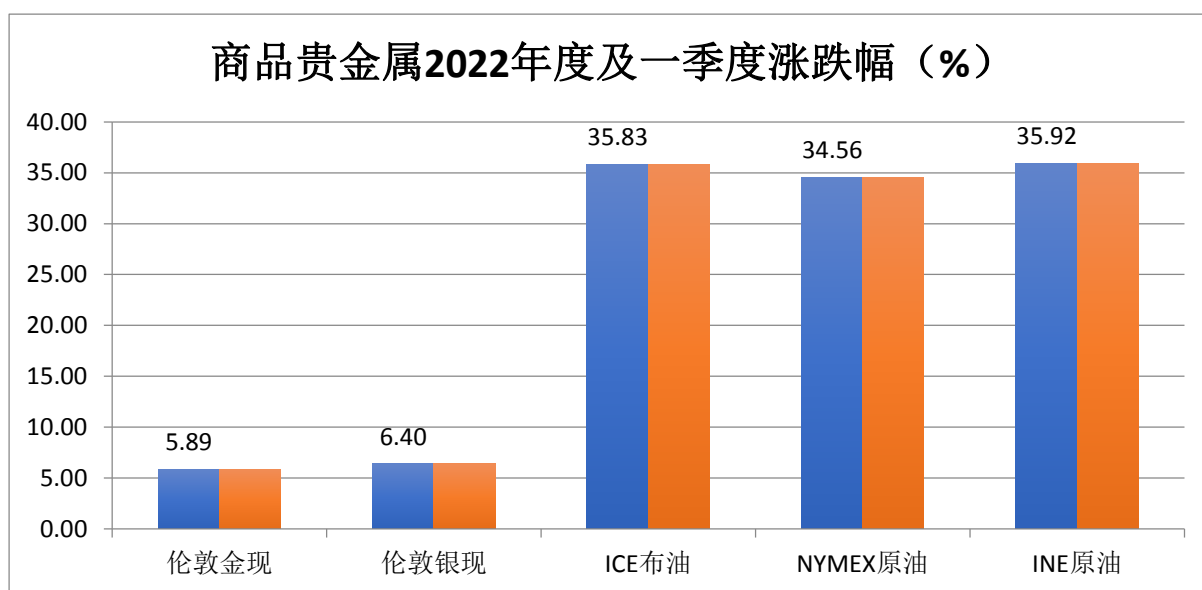
策的灵活操作，中债表现优于美债。

国内债市一季度呈阶段高位先扬后抑的震荡格局。季初，债市在央行下调 LPR 利率及对货币政策宽松的期待中上涨，但随后在宽信用的经济增长预期下震荡承压，回吐前期涨幅。短端品种表现优于长端。其中 1 年期国债收益率较年初下行 11BP，而 10 年期国债收益率较年初上行 1BP 收于 2.79%。

美国债市一季度在美联储加息预期到落地过程中全面下跌，短端品种下跌尤为明显。美国通胀数据连月创 40 年历史新高，美联储加息落地。虽然地缘政治诱发了避险情绪，但油价等大宗商品上涨引发的恶性通胀预期占据上风，美债收益率快速上行。其中 2 年期和 10 年期美国国债收益率分别上行至 2.28% 和 2.32%，较年初大幅上行 155BP 和 80BP。总体来讲，无论中债还是美债一季度走势均符合年度白皮书预测。



3、贵金属与商品：黄金冲高回落，原油突破上行

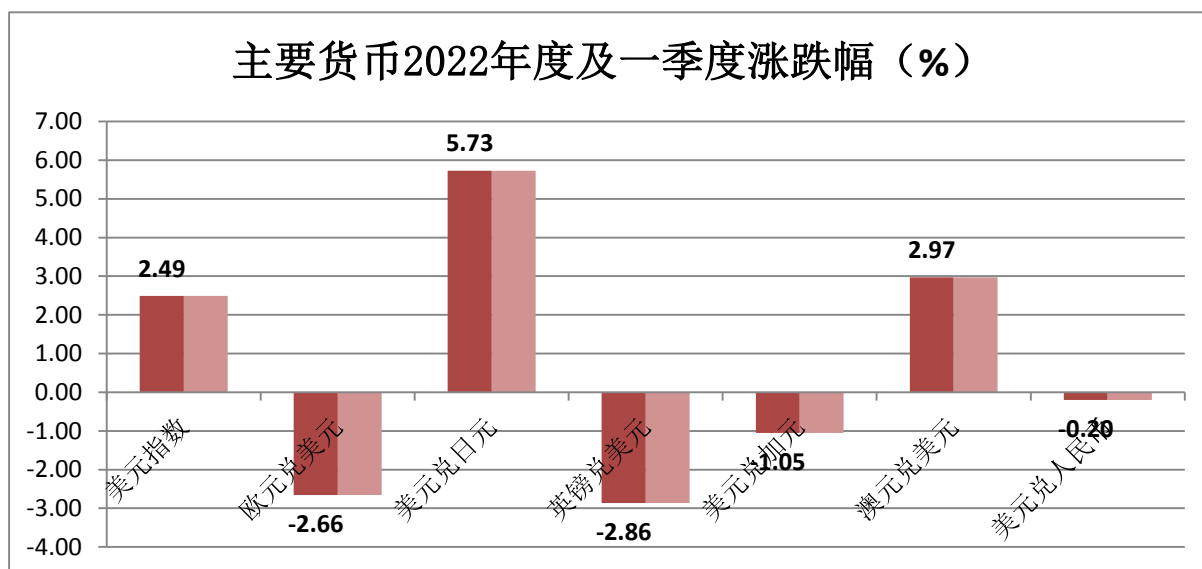


2022 年一季度黄金强势冲高后回落，维持高位震荡走势，与年度白皮书预测基本吻合。在疫情反复、地缘政治风险加剧及欧美等国通胀超预期等多重因素作用下，黄金在消极市场情绪中避险属性抬升，在一季度表现强势。一季度伦敦金（美元）和上海黄金分别上涨 5.89%和 5.64%，较俄乌冲突期间两地黄金最高涨幅（分别达到 12.97%和 12.51%）回吐过半，是一季度表现仅次于商品并取得正收益的大类资产。

原油方面，一季度原油呈现突破上行的态势，NYMEX 原油、ICE 布油和上海原油涨幅均超过 34%，其中涨幅最小的美油一季度亦上涨 34.56%，大大超出年度白皮书预期。作用于原油大幅上行的主要因素来自俄乌冲突，今年 2 月，俄乌局势急转直下，导致市场对原油供给大幅下跌的担忧加剧。近期包括美国、英国在内的国家纷纷宣布不再进口俄罗斯原油，受此影响国际油价大幅飙升，期间一度突破 130 美元/桶的关口。原油是一季度表现最好的大类资产，除此之外，

以镍、铜为代表的金属及农产品也都大幅上涨，全球通胀压力凸显。

4、主要货币汇率：美元延续强势，人民币汇率稳定，其他非美表现分化



一季度主要汇率走势基本符合白皮书预测。美元指数延续去年四季度的强势表现，上涨 2.49%。受俄乌局势影响，欧系货币表现惨淡，欧元兑美元下跌 2.66%、英镑兑美元下跌 2.86%。受益于大宗商品价格的上涨，商品货币相对美元升值，澳元兑美元上涨 2.97%、美元兑加元下跌 1.05%。由于日本央行在货币政策上相比其他发达经济体仍较为宽松，美元兑日元上涨 5.73%，是一季度最弱的币种。人民币汇率总体保持稳定，CFETS 人民币汇率指数上行 2.07%，再创阶段新高，美元兑人民币中间价下跌 0.43%，人民币在美元加息和俄乌冲突过程中依然升值，表现出较强的避险功能。

回顾一季度，美国 2 月份 CPI 同比上涨 7.9%，创下近 40 年的新高，控制通胀在合理范围内成为目前美联储短期的主要政策目标之一。美联储在 3 月份正式启动加息，同时 3 月会议纪要透露本轮此缩表将较 2017-2019 年缩表周期采取

更快节奏。相比美联储的鹰派态度，欧洲央行虽同样面临通胀问题，但对于加息仍然没有给出明确的预期。美欧政策错位下，叠加俄乌局势的避险效应，带动美元指数创下自 2020 年 5 月以来的新高。上述逻辑主导了一季度外汇市场的汇率变化。

（二）一季度操作策略回顾与组合表现

1、一季度操作策略回顾

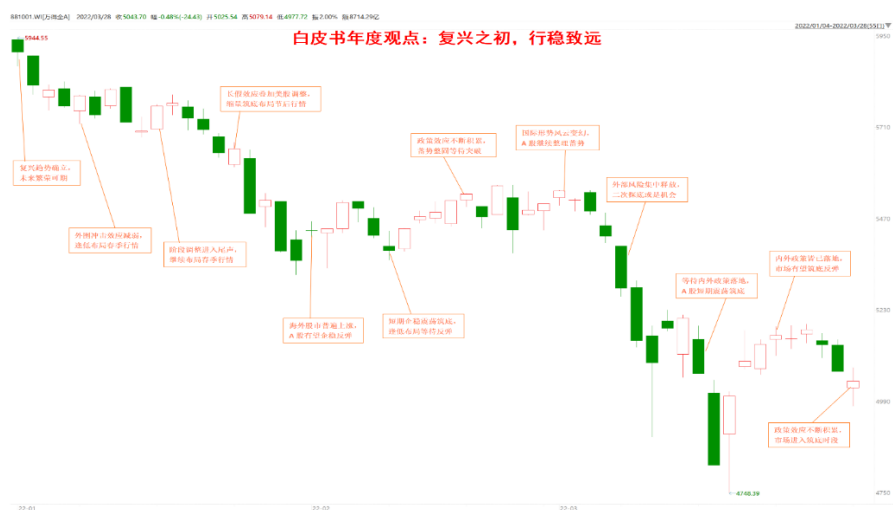
我行从 2019 年就将 C4 及以上客户权益类资产比例提高至 69%，鉴于我行对 2021 年权益市场预期不及过去两年乐观，2021 年白皮书将 C4 及以上客户权益类资产比例下调至 60%，其余风险偏好客群权益配比亦相应调降。2022 年我们没有对权益资产配比进一步下调，但在构建年度投资组合时，考虑到年初市场正处于下行过程，在进行战术资产配置时对各组合权益采取了分批建仓的策略，建议初次建仓权益类资产比例为 70%，在春节前我们发布的《关于近期市场波动以及热点问题的思考》一文中将剩余 30%进行了配置，并在策略周报第 5 期（2022-02-07）公告了我们的操作建议，至此年度配置基本完成。

从一季度经济和市场演绎情况看，白皮书对 2022 年中国股市在未来长期趋势中“复兴之初，强基固本，夯实未来繁荣根基”的定性定位没有问题，但对于 A 股涨幅与 2021 相当的判断过于乐观。低估了“三重压力”对市场的负面影响，对“三大利空”中的俄乌冲突带来的地缘政治风险及后续美欧对俄制裁手段之多、底线之低几乎毫无预期，没有做好大类资产配置比例调整准备。随后，在研究俄乌冲突对市场冲击程度中，仅参照前期伊拉克、叙利亚战争引发的市场波动来预

估风险，对国际投资者交易“以美欧制裁俄罗斯之道强加中概股之身”的逻辑没有充分预估，对其通过中概互联传导至 A 股的风险外溢造成大盘下跌幅度估算偏低。

需要承认的是，组合大类资产配置中权益比例略高、权益资产中商品和资源类配置较少、基于配置理念对模拟组合建仓节奏偏快，这些都是我们提出组合构建建议中值得反思的地方。但具体到客户自身战术资产（产品组合）构建时，我们在策略周报中给了更具体和切合实际操作的建议，1 月底、3 月初以及 3 月中旬几次市场阶段低点我们均明确建议尚未完成建仓目标的投资者加速建仓并给出了加仓目标，尤其 3 月 15、16 日建议全辖投顾标记当下港股点位，带动客户完成组合中港股的配置目标，将逆向投资策略运用到近年的战术资产配置实际操作之中。尽管这几次明确提示的建仓产品多数目前仍处浮亏，但与机械的配置（如模拟组合）相比，我们策略周报的全过程陪伴无疑会极大降低投资者组合构建成本、提高赚钱的概率，长期积累将会有显著的“中银投策超额收益”显现。

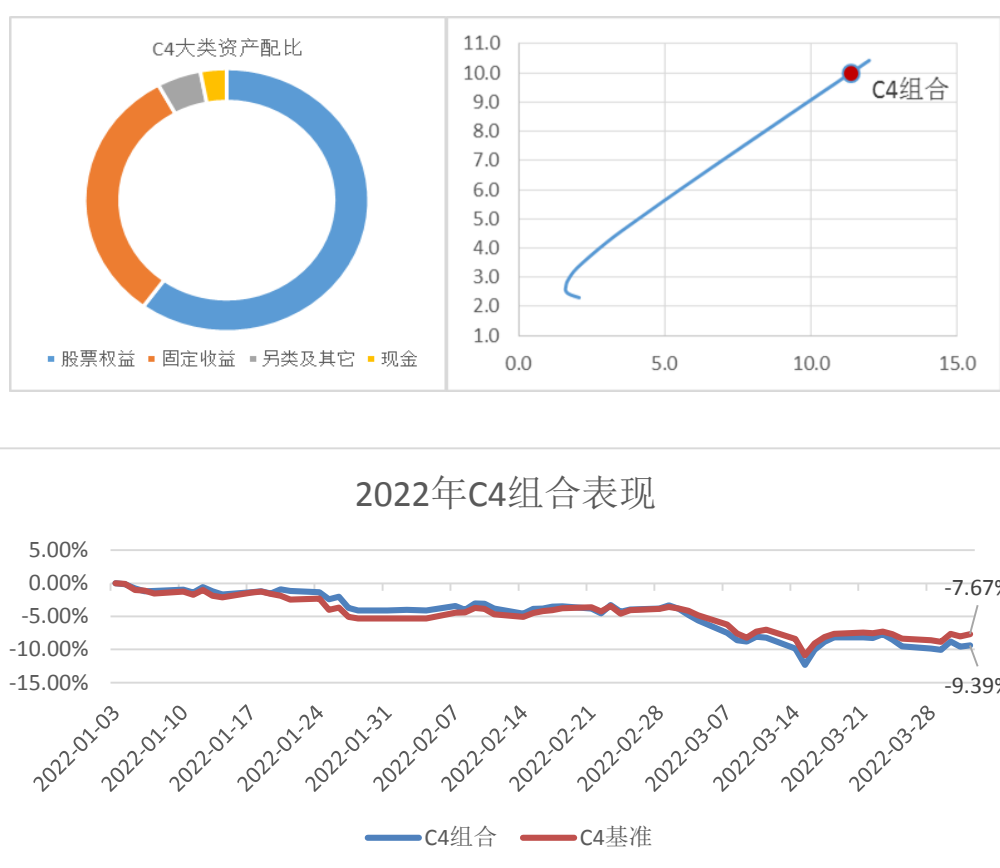
2022 年策略周报与万得全 A 指数走势拟合图



2、一季度策略组合走势回顾

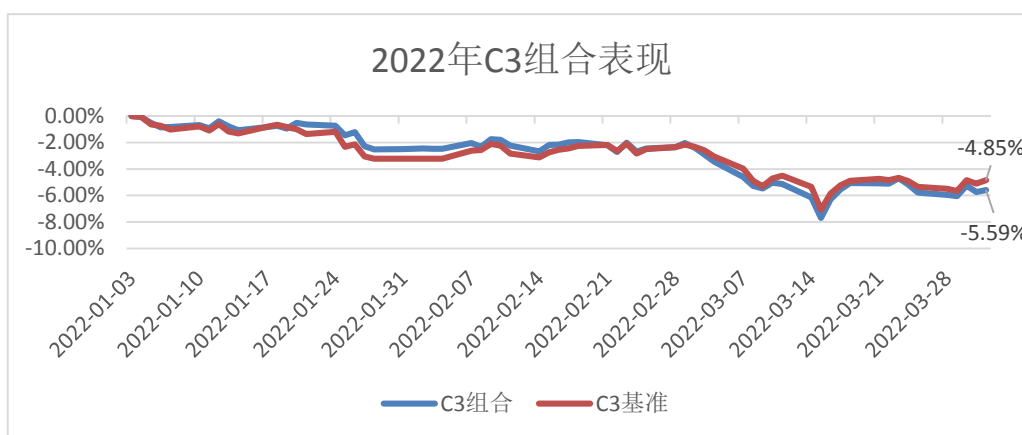
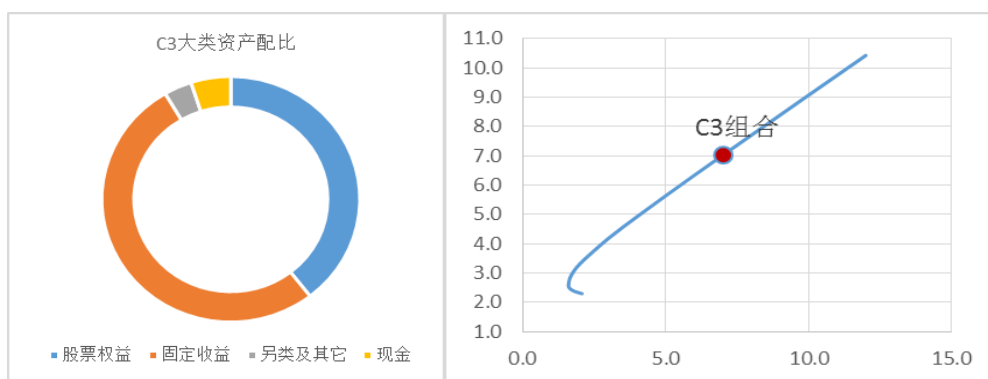
按照我行 2022 年白皮书对不同风险偏好客群大类资产配置比例，我们用行业 ETF 组合模拟几种客群策略组合的收益走势情况，展示如下：

C4 及以上风险偏好客户资产配置方案及一季度组合表现



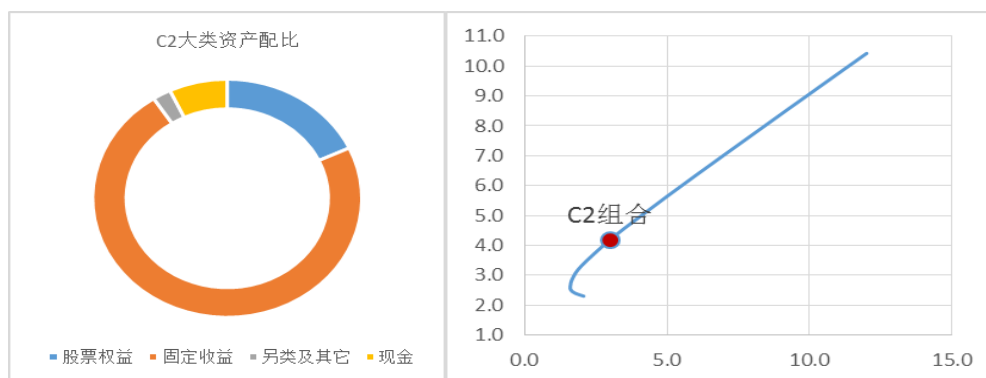
C4 组合一季度绝对收益-9.39%，同期比较基准下跌-7.67%，组合目前尚未跑赢比较基准。

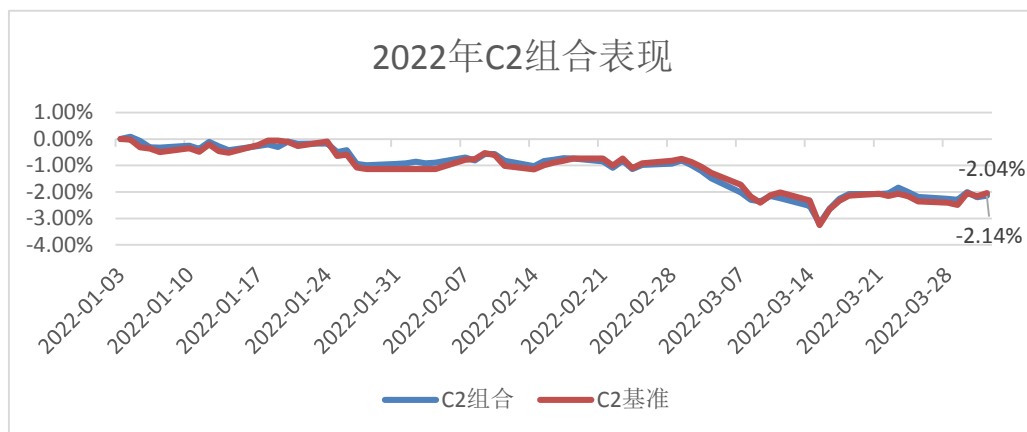
C3 及以上风险偏好客户资产配置方案以及一季度组合表现



C3 组合一季度绝对收益-5.59%，同期比较基准下跌-4.85%，组合目前尚未跑赢比较基准。

C2 及以上风险偏好客户资产配置方案及一季度组合表现





C2 组合一季度绝对收益-2.14%，同期比较基准下跌-2.04%，组合目前尚未跑赢比较基准，但很接近。

总体来看，一季度白皮书三大策略组合表现均未超过比较基准，目前仍是负收益，且向下偏离程度超出我们年度白皮书模型测算范围，表明我们各大资产组合比例有调整的必要性。同时，在策略组合的权益资产配置中，对于一季度表现较好的煤炭、困境反转的地产和银行配置较少。但实际上，通过策略周报中，我们在低点已对稳增长主力品种金融地产、防疫的医药板块等进行了及时的推荐，对年度策略在具体操作时进行了及时的修正，充分体现以我行投资策略五报（年、季、月、周、日报）为核心的“中银七全投资策略”¹价值所在，这对投资者实际操作的指导意义更大，而这部分阿尔法是没有体现到我们的模拟组合里的。

¹ “中银七全投资策略”，是指我行投资策略研究中心通过提供“日、周、月、季、年”全时间序列及“股、债、汇、商、房”全资产类别的中银投资策略资讯，为达成客户全量资产在全生命周期的保值增值目标，为其在全球范围内配置资产提供全流程策略服务支持并做好全过程陪伴。

第二部分 二季度全球及中国经济展望

（一）全球经济：美欧加速收紧流动性，中国坚定“稳增长”目标

1、俄乌冲突加剧世界分裂，全球经济面临逆全球化挑战

回顾一季度，俄乌冲突的爆发与演变是扰动全球经济发展的最大因素，尽管目前其对市场影响的至暗时刻已经过去，但我们认为此事件或将对全球经济发展产生长期影响。俄乌冲突爆发后，欧美等国对俄实施前所未有的制裁，而俄罗斯也通过签署与“不友好”国家和地区以卢布进行天然气贸易结算的总统令作出回应。考虑到俄罗斯能源、粮食在全球供给尤其是对欧洲国家供给中占重要地位，俄乌冲突向全球能源美元体系发起了冲击，“破窗时刻”或将来临。全球主要经济体的竞合处于微妙平衡中，大国在包括新能源、半导体等战略领域的竞争也更趋白热化，在此背景下，俄乌冲突仿若为“逆全球化”播下了种子，全球经济发展享受到的全球化红利不及过往，不友好、不信任正在全球经济活动中抬头，这将使二季度及未来全球经济增长前景面临挑战，这是一个需要关注的长期风险因素。

2、美欧加速收紧流动性，全球经济滞胀风险增加

通胀已成为当下全球经济发展绕不开的话题，在俄乌冲突背景下，全球产业链供应链重构使得通胀问题更具长期性。美国 2 月消费物价指数及其核心指数的升幅创 40 年新高；欧元区 3 月消费物价指数初值同比、环比也均创纪录最大增幅；IMF 预计由供应链问题将导致 2022 年全球通胀上升 1.5%。而更令人担心

的是此轮高通胀同时伴随着经济发展疲弱：欧盟委员会下调 2022 年欧盟经济增长预期；10 年期美债收益率与 2 年期美债收益率在近期出现倒挂一方面意味着经济衰退预期，另一方面反映流动性收紧预期与基本面转弱预期。从中短期看，高通胀下欧美加速流动性收紧，全球经济滞胀风险增加，而经济实际发展动向高度依赖于流动性收紧政策能否切实缓解通胀水平。

3、疫情影响或正在弱化，多国家经济有望恢复

与逆全球化、正在收紧的流动性和通胀抬升预期对全球经济的负面影响相比，一直制约全球经济的疫情影响似乎正在减弱。密克戎病毒株重症率及致死率大幅下降，加之疫苗持续接种，疫情对于世界经济的冲击继续趋弱。美国、欧洲、新加坡等全球主要经济体已经全面放开严格的防疫管控措施，其余国家也在积极探索对经济影响最小化的与新冠病毒共存之道，疫情对世界经济的影响正在弱化，预计今年年底绝大多数国家经济可恢复至疫情前水平。

总结来讲，对全球经济发展进行展望，我们认为需要在警惕“逆全球化”趋势带来的负面影响下，充分正视目前当下“疫情、地缘政治、流动性收紧”三大影响因素。与疫情对经济产生的负面影响趋弱且可控不同，俄乌局势的最终结局暂未落定，地缘政治风险的抬升除去对市场情绪不稳造成影响外，同时对世界各国经济往来制造隔阂，给经济及金融市场发展带来高波动，尽管目前局势有所缓和，但仍需密切关注相关局势变化。二季度我们认为影响全球经济走向的另一重要因素是各国货币政策的方向与节奏。目前欧美等国受高通胀影响纷纷实施流动性收紧的政策，市场对于通胀的担忧或将进一步推动相关国家收紧政策的步频与步幅，预计二季度全球经济在高通胀环境中发展、全球资产继续交易通胀逻

辑。

（二）中国经济：稳增长政策次第落地，经济有望企稳回升

1、“三大利空”叠加“三重压力”，中国经济仍面临内外挑战

正如上文分析，中国经济目前处于“三大利空”叠加“三重压力”的不利环境中，我国经济在全球经济增长中的贡献面临疫情以来最大的挑战。展望二季度，

“三大利空”仍旧存在：俄乌冲突抬升“逆全球化”可能，中国作为全球经济的重要参与者将持续产生负面影响；大宗商品涨价使我国面临输入型通胀压力增大，欧美收紧流动性的货币政策，将通过贸易、资本流动、金融市场等多种渠道对我国产生外溢效应；国内疫情目前仍旧呈现点多、面广、频发的特点，深圳、上海等经济发达地区的疫情对我国经济带来冲击。而与此同时，**“三重压力”仍未缓解：**本轮疫情大规模反弹，投资和出口或难以抵消消费下滑；房地产投资仍较低迷、基建投资有待发力、制造业投资受经营预期拖累，可以预见二季度中国经济发展面临前所未有的挑战。

此外，对于近期扰动市场的国内疫情，我们认为，在党中央统一部署下，“动态清零”政策将不断优化升级，抗疫经济代价边际递减。抗原试剂盒居家自测获批，国产 MRN 疫苗以及国产特效药、中医药治疗方案不断升级，社区网格化管理和精准防控措施大幅提升，以上利好将有利于我国探索出最适合国情的疫情防控方法，并将疫情对经济的影响控制在最低水平，确保 5.5%年度增长目标的实现。

2、稳增长政策将次第落地，经济有望企稳回升

面对内外压力与挑战，近期国常会、金融稳定委员会向市场传导紧抓“稳增长”不动摇的会议精神，尽管在变化的世界格局与市场环境中，政府咬定全年发展目标的态度与决心是不会动摇，这将给市场极大的信心，对于扭转预期有至关重要的作用。我们预计，二季度将是各种稳增长政策将次第落地的时段，包括但不限于货币政策的继续宽松（不排除降准降息的可能）；财政政策大有可为（减税降费，“六保”、“六稳”等）；作为宽信用的主要载体，各地市正陆续出台稳定楼市举措，地产有望迎来反转时刻，重新带动相关产业链恢复景气。以上稳增长政策将成为二季度经济企稳回升重要保障。

第三部分 二季度大类资产观点

（一）全球股市：海外波动风险加大，A 股有望震荡向上

1、美股：估值高位政策拐点，风险积聚波动加剧

3 月 FOMC 落下帷幕，美联储此次会议决定加息 25BP，启动自 2018 年底以来首次加息，也使得全球发达国家央行货币政策紧缩态势更为明确。2022 年 3 月 FOMC 议息会议纪要显示美联储可能最早于 5 月启动缩表，并有一次加息 50BP 的可能，本次缩表框架类似于 2017-2019 年缩表周期但节奏将更快。上述这些决定基本符合预期，这也再次说明，近期的地缘政治事件不会改变美联储紧缩的大方向。

考虑到流动性是影响美股的重要因素，随着美联储政策的收紧，流动性阶梯回落，美债利率预计将抬升，过去靠低利率驱动估值扩张的阶段将不复存在。整体看美股的高估值将承压，进入波动调整状态，企业盈利方面，因为利率的抬升，美股上市公司整体盈利水平面临挑战，价值型公司强于科技型公司。美国 2 月消费者价格指数同比上涨 7.9%，创 1982 年 1 月以来最大涨幅，若通胀持续居高不下，可能促使美联储超预期加快收紧的节奏，或将加剧对市场的冲击。

2、中国股市：A 股有望筑底反弹，港股或是震荡向上

（1）A 股：政策锚定稳增长，A 股构筑市场底

首先，站在一季度末检视白皮书对全年 A 股的看法，我们认为有一个不变

和一个改变。不变的是白皮书确认“经过过去三年的上涨，A 股打破涨不过三年的魔咒，确认了未来相当长一段时间长期向上的趋势，中国股市正在从复苏走向复兴”的趋势研判，这是由我国经济发展方式转变为高质量发展，资本市场在新的发展阶段承载新的历史使命所决定的。一个更加开放和国际化的资本市场是我国成为世界第二大经济体后，向更高目标迈进必不可少的金融基础设施建设，是核心竞争力的重要组成部分。所以白皮书确认的今年 A 股是“复兴初期，强基固本，夯实未来繁荣根基”这个基调不会变，技术分析上将从年线角度对上升趋势进行整固，夯实基础。变化的是白皮书对于股市涨跌幅的研判，站在当前时点看全年，我们认为全年涨跌 5%都属于正常范围，而非白皮书中“定性看涨，涨幅与 2021 年相当”的研判结论。

其次，如果立足当下看二季度 A 股市场走势，我们是乐观的，认为可能重演 2020 年二季度走势。主要理由如下：

第一，一季度市场跌幅已经充分释放市场风险，甚至过度对经济基本面和外部利空因素进行了反应。

第二，政策层面上看，金融稳定委员会及国常会定调使得政策底已现，而市场底往往取决于未来政策落地推进速度，即积极因素从量变到质变演进的快慢。今年的情况是极富挑战的，为在疫情超预期影响下实现 5.5%的增长目标，可以预见各种稳增长政策推出的速度和力度都堪比 2020 年二季度。反映到市场走势上极可能是市场底高于政策底，市场将走出类比 2020 年二季度的震荡向上走势，而非 2018 年的一蹶不振。我们预计二季度货币政策不排除有降准降息的可能，尽管在美联储加息背景下这个时间窗口很难拿捏，但“以我为主”的货币政策不

能完全受制于中美名义利率差，如果充分考虑通胀因素，计算中美实际利率差，我国货币政策空间仍然较大。总之，流动性不是问题，地产行业困境反转在即，经济企稳复苏在望。

第三，经过一季度的下跌，整个市场估值水平已经回归，沪深 300 指数近 5 年动态 PE-bands 已回落至中轨下方，创业板指则由年初的接近通道上轨回落至中轨附近，A 股估值压力大幅回落。估值低、汇率稳、经济绝对增速仍属中高速增长、社会长治久安等利好因素作用下，外资的短暂流出、持续观望并不会成为趋势性转折，中国资产性价比最终还将会吸引资金的流入，资金的逐利性决定了私人资本不可能舍弃中国市场。

第四，“俄乌冲突、美元加息、疫情反复”的外围“三大利空”对股市的风险外溢最坏阶段已经过去，国内经济“需求收缩、供给冲击、预期转弱”自身“三重压力”正在系列政策作用下开始好转，2 月统计局公布的多项经济数据大幅好于预期，但 PMI、信贷、社融等数据仍较弱，仍需后续交叉数据验证复苏持续性。我们倾向于认为扩张性政策不断加码的情况下，这种向好趋势是成立的，国内预期的向好和情绪的恢复必然弱化偶发的外部冲击影响，反弹趋势必然存在，只是外部的冲击会或多或少增加反弹过程的波动和曲折。

(2) 港股：外部冲击依旧在，博弈有解估值亦有底

去年以来，我们对港股的乐观看法是屡被市场打脸的，这也是近两年来白皮书少有的几个误判领域之一。但立足当下，我们能看见的和可以预见的影响因素仍然支持我们继续对港股维持相对乐观看法，至少我们认为对于持有和计划配置港股的投资者来讲，秉持乐观预期并坚守相对于左右摇摆是更好的选择。主要

理由如下：

第一，我们认为中美博弈最终有解。港股是中美在资本市场博弈的前沿地带，俄乌冲突之后部分国际投资者过度负面预期“以美欧制裁俄罗斯之道强加中概股之身”引发中概互联剧烈波动。近来，中美在经济领域的博弈有两个动态，一是美国贸易代表办公室表示拜登政府将对 352 项中国商品的关税豁免期限延长至今年年底。此次恢复关税豁免的商品可能仅占到特朗普政府提出的 549 项关税豁免商品（已于 2020 年底到期）的三分之二左右。二是美国公众公司会计监督委员会（PCAOB）要求全面检查针对中概股企业的相关审计文件。PCAOB 和中国证监会双方均表示将就全面检查中概股审计底稿事宜进行了持续沟通。因此，我们认为中美竞争与博弈是一个长期的过程，我们相信这些问题最终都会有解，不至于快速全面脱钩。完全基于底线思维的交易是不可取的，最终结果可能就是悲观者正确、乐观者赚钱。

第二，港股的价值低估也必然有底。低估值一直是看好港股之人的重要论据，可是到底估值低到多少才到底各人自有论点，因为每个人会因地缘政治、流动性等因素赋予不同的折扣率。公允地讲，上市公司分红收益率是否高于一年期理财收益率和股票回购水平是否抬升，可能是观察中期市场底部的一个有效且实用的领先指标。而我们可喜地看到，今年以来港股中的核心上市公司，港股通中国内地银行股和恒生金融地产不惧香港市场波动逆势上涨，这也从某种角度宣告其估值底已经显现或困境反转时刻的来临，如果市场进一步下跌也会将更多的估值底显露在投资者面前。

第三，港股核心公司回购彰显信心，提高自主定价权值得期待。近期香港市

场几大龙头股均加大股票回购规模，彰显对公司价值的自信，同时也提高对中国资产的定价权。一季度港股 20 家公司累计回购规模达 118 亿港元，同比增长 262.41%，阿里巴巴宣布将股票回购规模从 150 亿美元扩大至 250 亿美元，创出中概股有史以来最大回购规模；与此同时，腾讯和小米也加入了股票回购的行列，腾讯一季度回购 36.97 亿港元，小米在 4 季报公布后发布了 13 亿美元的股票回购计划。相信未来将有更多优质公司加入回购行列，所有前期流出的海外资金或将是未来流入的主力。

第四，香港疫情趋于平稳。香港新增确诊人数连续回落，3 月 31 日新增确诊人数 527 人，已回落至 2 月中旬疫情暴发前水平。疫情高峰已过，对经济冲击将趋于弱化。

除以上乐观因素之外，美联储 3 月加息落地后，二季度有可能迎来第二次加息，甚至不排除提前缩表的可能，香港市场仍将面对全球流动性收紧带来的持续冲击。但从以往经验来看，往往在加息初期港股受影响更大，加息冲击高峰或已过，但对港股产生小幅波动影响仍然存在。另外，中美的竞争博弈是长期的过程，其间的跌宕起伏亦属常态，反映在港股市场则是市场涨跌互现，不宜悲喜过度，可坚持逆向交易。

我们依然坚定白皮书对于港股的乐观预期，但基于对二季度美元二次加息或提前缩表的预期以及中美围绕中概股审计底稿等事件可能进行的博弈，在业绩低估及大规模回购支撑下港股利好利空因素交织。预计二季度港股市场或呈双向波动，波动区间较 A 股略大，以震荡向上为主，二季度上升斜率或低于 A 股市场，适合利用波动高抛低吸。

（二）全球债市：美债继续承压，中债震荡寻机

1、美债：收益率上行趋势之中，接近均衡震荡区域

重检年度白皮书美债观点，我们认为一季度美债走势符合预期，维持年度白皮书中“通胀高位降温，或带动美债利率先上后下”的观点。目前美债收益率处于“先上”的节奏中，前期已经接近美联储将利率提高至 2.5% 的合意水平，但何时开始向下回归不得而知，大概率在二次加息和缩表落地后，当前仍建议大家低配美债品种。

展望二季度，美国企业景气高企、居民收入高增，预示着经济韧性十足，且在美国通胀数据未见明显改善前，对美债的利空因素将持续，美债收益率上行趋势仍在，而且很可能会在某一时段反应过度超出美联储目标利率水平，需密切关注这一时刻的配置机会。

具体来讲，企业端，实际库存处于低位，新订单持续高景气，企业库存回补行为仍将对中短期经济形成有力支撑。且美联储调查数据显示，伴随疫情逐步退潮，美国企业家对未来 6 个月的资本支出意愿纷纷回升，预示着未来资本开支对经济的支撑或将进一步凸显。居民端，薪资提升与就业修复持续超预期且已进入良性循环，叠加疫后线下消费自然修复等因素，将继续提振私人消费。通胀端，最新数据显示美国 CPI 同比已经逼近 8%，同时在供给受限且需求改善的背景下，以原油为代表的传统能源价格维持高位，叠加劳动力成本的逐步提升等因素，美国高通胀的持续时间可能比预期要长，美联储加息的周期或许才刚刚开始。无论是基本面还是货币政策均对美债形成利空，二季度美债难改熊市格局。

2、国内债市：宽松政策继续发力，债市整体中性偏暖

重检年度白皮书对国内债市的观点，一季度国内债市走势符合预期，10 年期国债收益率已经触及白皮书预测的 2.7% 下限，目前在 2.8% 附近拉锯。因此，我们维持年度白皮书中“趋势机会较难出现，收益率将以区间震荡为主”的观点，继续建议标配国内债券产品。

展望二季度，债市或延续一季度的震荡格局。在国内宏观经济数据明确有好转前，货币与财政政策将易松难紧，对债市形成支撑。而随着经济复苏的强劲，债市难以形成趋势上涨的形态，主要以结构性的投资机会为主。比较显著的改善可能来自于各地放松地产政策，宽信用对地产债情绪或估值形成修复。

具体来讲，货币政策方面，央行二季度在“稳健灵活”的基础上，将“主动应对”。目前国内通胀可控，人民币币值稳定，为激发市场活力，新的降准或降息将可能开展，新增贷款将保持适度增长，货币政策预计在二季度对债市保持整体友好。供给方面，今年的地方新增专项债与去年持平为 3.65 万亿。财政政策的积极性不仅仅依托增加地方发债来实现，充足的政策手段使得二季度地方政府债券的供给压力不会成为扰动债市的因素。情绪方面，受益于各方监管提升了对房地产行业风险的重视，央行表示要“防范化解房地产市场风险”、银保监会表示要“重点支持优质房企兼并收购困难房企优质项目”、证监会表示要“积极配合相关部门有力有效化解房地产企业风险”等，地产行业相关的信用事件有望在二季度趋于平淡，短期有利于债市情绪的回暖。需要注意的是，在二季度尾部阶段，随着经济数据的进一步改善，债市可能会面临政策力度边际趋弱、价格高位易跌难涨的态势。

二季度债市或将延续一季度的震荡反复格局，政策力挺下收益率有一定的下行动力，但考虑到价格优势不明显，叠加宽信用的潜在压力，收益率下行的空间或有限。二季度债市难有趋势机会，仍以寻找局部交易机会为主。

（三）外汇市场：美元高位震荡，人民币中性偏弱

3 月份美联储议息会议正式开启加息步伐，美联储主席鲍威尔表示，当前通胀仍远高于 2%，将采取一切工具，避免通胀长期高企。此外，俄乌局势不明朗加剧了部分商品供应的短缺局面，也对治理通胀增加了压力，预计整个二季度美联储继续收紧货币政策的步伐不会改变。我们在白皮书中提出，今年汇率的定价将主要由各国央行的货币政策态度决定。随着 3 月各个央行议息会议落下帷幕，我们发现主要经济体中日本央行最为宽松、欧洲央行次之、澳洲央行中性、加拿大和英国央行偏鹰。基于此，我们总体上维持白皮书中对汇率的观点不变，但是考虑到汇率变化也是兑现观点的过程，美元指数已经冲到 100 左右的位置，二季度走势可能难以像一季度般“一马平川”，在政策逻辑未发生大的变化下，预计继续维持高位震荡。

人民币汇率方面，一季度经历了美联储加息、地缘政治冲击、国内资本市场大幅波动等多个事件的冲击，CFETS 美元兑人民币汇率在 3 月 15 日盘中创出年内新低，但是随着国务院金融委员会对于经济形势和资本市场问题的定调，扭转市场预期，美元兑人民币汇率也重回稳定。出口数据方面，中国 1-2 月出口累计值为 5447 亿美元，同比增长 16.3%，低于 2021 年同期的 29.9% 和 2021 年 Q4 的 23.0%，但略高于市场预期。今年的进出口增速虽然较去年整体开始下台阶，但

绝对值上依然不差，对于汇率继续形成正向提振。外部环境方面，美联储快速加息可能对美元兑人民币汇率产生一定压制。此外，政策层多次提出汇率要“以我为主”，因此我们认为汇率出现大幅升值或贬值的概率都较低。基于对货币政策仍在宽松过程之中，“稳增长、稳外贸”仍是重要目标等考量，预计二季度人民币汇率区间运行格局不变，或在双向波动过程中处于偏弱的态势。

（四）商品市场：黄金回落筑底，原油高位震荡

1、黄金：长期向好逻辑强化，加息落地配置窗口来临

黄金长期向好逻辑强化。俄乌冲突之后美国将经济政治化、工具化和武器化的做法让美元长期信用贬损，作为反制，俄罗斯尝试将卢布与黄金挂钩，同时推动天然气等油气资源产品卢布结算，这或许引起美元体系的“破窗效应”，黄金长期向好的逻辑得以强化。结合过往美元加息周期黄金走势，在 3 月 17 日美联储议息决议加息 25bp、会议纪要透露将采取更快紧缩节奏后，我们认为 2022 年 3 月初黄金因俄乌冲突短暂冲高之后，已经进入筑底阶段，并且在未来一年将呈底部逐步抬高的筑底走势。

过往交易经验表明，黄金短期配置窗口临近。从历史数据来看，美联储货币政策预期的变化对应了黄金价格趋势的转折，当紧缩预期过度计入价格时，金价容易出现筑底和反弹。特别是在紧缩政策启动之前，为了避免对经济的冲击，美联储往往会进行预期管理，决策期长。这段时间对应了充分计价的过程，因此实际政策落地时由于计价程度较高，金价容易和基本面逻辑反向运动。按照这个逻辑，美元加息落地之后，黄金有望震荡筑底向上。另一角度，在近两轮美联储货

币政策周期中，SPDR 基金的黄金持仓呈现了“上有顶、下有底”的区间波动。同理，在 1300 吨之前，预计 SPDR 仍有稳步增持的空间，这段时间也是投资者配置黄金的窗口期。但是鉴于目前金价仍处于震荡阶段，因此建议投资者重视阶段性超买的市场风险，考虑在价格调整阶段进行操作。

继续关注疫情缓解和通胀回落的预期。我们预计美国通胀数据将在二季度见顶，这并非由于加息和缩表，而是由于就业市场紧张反映了供应链的恢复，同时俄乌局势已将油价快速推升至阻力位，因此供给端价格继续恐慌式上行的概率已经开始减小。我们认为美联储对通胀的抗击很可能在年底出现政策预期的转向。市场方面近期开始关注美债收益率结构走平的现象，其引发的衰退预期也会限制加息政策空间，这对金价形成中长期利好。当然，**投资者也需要重视美国通胀下行超预期对黄金带来的下行风险。**

2、原油：俄乌冲突抬升中枢，原油冲高回落高位震荡

整体来看，白皮书对于原油走势预测较为保守。去年末，影响油价走势的多空因素相对平衡，但俄乌冲突意外爆发打破了这种平衡，国际油价在今年一季度大幅上行，波动率明显提升，油价中枢抬升。随着俄乌冲突的发展，地缘政治对国际政治、经济、能源等领域都将产生深远的影响，大宗商品在一季度集体上行，全球通胀预期提升，经济衰退的风险加大，黑天鹅事件增多。在此背景下，国际油价预计冲高回落后仍可保持震荡偏强的走势。判断逻辑如下：

第一，地缘政治冲突严重影响原油供给。俄罗斯是世界上最大的原油和石油产品出口国，出口量约为 700 万桶/日，占全球供应的 7%。近期包括美国在

内的部分国家相继宣布禁止从俄罗斯进口原油，这样的禁令将是史无前例的，受此影响，美油飙升至每桶近 130 美元的 2008 年以来最高水平。国际能源署（IEA）表示，在俄罗斯入侵乌克兰之后，俄乌冲突导致西方国家采取了一长串的制裁措施，并促使一些客户停止购买俄罗斯的石油，受制裁影响和买家收手，从今年 4 月起每日可能有 300 万桶的俄罗斯石油和油品无法进入市场，引发了对全球供应的担忧，供需失衡格局进一步加剧。展望二季度，我们预计地缘政治的影响仍将持续，原油供应不足的现象将更加凸显，原油有继续上行的动力。

第二，尽管疫情有所反复但原油需求保持平稳。在供给大幅受限的背景下，原油需求端整体保持平稳。尽管俄乌冲突会拖累全球经济复苏，但此事件对原油需求的影响仍待考证，但对供给端影响却十分显著。OPEC 在月度报告中维持了此前的预测，即 2022 年世界石油需求料将增加 415 万桶/日，预计今年第三季度全球石油消费将超过 1 亿桶/日。尽管近期中国的疫情也引发了市场对于原油需求下跌的预期，但从数据上看，中国 3 月的原油进口量约为 1,041 万桶/日，这是 12 月以来的最高值，全球原油需求仍较为平稳。

第三，原油上行空间已经打开，但震荡料将加剧。我们在周报中一直提示，美油在突破 100 美元关口后，后续上行空间已经完全打开，向上几乎没有太多阻力位。但原油在连续大涨之后存在技术性回调的需求，这也是近期油价宽幅震荡的重要原因。

第四部分 二季度资产配置策略

（一）二季度大类资产配置策略

1、白皮书年度配置策略

我们认为，2022 年在“全球延续复苏，政策逐渐回归”的基本面下，全球大类资产配置顺序为权益、债券、黄金、商品。中国经济复苏趋缓，稳中求进，中国资产继续价值重估，全球权益优先配置中国股市，超配中国 A 股（推荐）、中国港股（推荐）。鉴于美国经济韧性仍在，股票配置需求较强，建议标配美股，美联储加息前后或现剧烈波动；欧洲复苏偏强，政策温和，建议标配；日本股市流动性支撑，基本面向好，建议标配；新兴市场关注越南、菲律宾等东南亚市场，印度市场估值高企，保持谨慎。债市方面，鉴于可转债资产类别独特，需求支撑估值，建议超配（推荐）；利率债区间震荡延续，难见趋势行情，建议标配；信用债因结构性宽信用支撑或有局部机会，建议标配；中资美元债两极分化，跟随美债，建议保守。美债因货币政策收紧，加息落地，建议低配（保守）。贵金属方面，黄金大概率以加息为界先抑后扬，建议先低配后标配；原油供需逐渐平衡，高位筑顶，建议年初维持标配，年内择机调整为低配。货币方面，美元经济复苏叠加货币政策紧缩周期快于主要发达国家，建议超配（推荐）；澳元受益全球商贸恢复，建议超配（推荐）；欧元、加元、英镑标配，日元保守；人民币因过去两年升值较多，存在超调压力，叠加出口预期回落，建议标配。

2、二季度对于年度策略的修正

根据一季度全球经济、金融形势的变化及其对全年市场走势可能带来的影响，我们预计 2022 大类资产表现从好到差的顺序为商品、黄金、债券、权益。但考虑到一季度相关资产已经充分计价，站在二季度初的时点，大类资产的性价比从高到低的顺序反而为权益、黄金、债券、商品，也就是说权益很可能是二季度表现最好的资产，而一季度大涨的商品二季度继续上涨压力较大。

3、二季度配置策略调整

按照白皮书预设条件，在美联储加息落地之后，我们调高黄金配置，恢复至标配水平。鉴于投资策略模拟组合跌幅超过模型下限，结合我们对 2022 年后三个季度系统风险和黑天鹅事件高发的担忧，在既定风险预算下，我们建议将 C4、C3 和 C2 组合中权益资产配置上限分别下调 5%、3%和 1%，下调后各组合权益资产配置比例上限分别为 55%、36%和 17%。

（二）二季度大类资产配置一览表

股票	低配程度		标准配置	超配程度	
	看空	保守	标配	推荐	积极推荐
美国（标普 500）			●		
欧洲（DAX, CAC）			●		
英国（富时 100）			●		
日本（日经 225）			●		
中国 A 股（沪深 300）				●	
中国港股（恒生指数）				●	
债券	看空	保守	标配	推荐	积极推荐
美国国债		●	○		
中资美元债		●			

中国：货币市场				●		
中国：利率债				●		
中国：信用债				●		
中国：可转债					●	
商品	看空	保守	标配	推荐	积极推荐	
黄金			●			
白银			●			
原油		○	●			
外汇	看空	保守	标配	推荐	积极推荐	
美元				●		
欧元			●			
英镑			●			
加元			●			
澳元				●		
日元		●				
人民币			●			

注：空心圆圈为我们预设条件，择机调整配置的方向，红色圆点为一季度已做修正，黑色维持年度观点

第五部分 二季度投资者操作建议

基于我们目标风险预算考虑，从二季度开始我们建议调降不同风险偏好客户标准资产配置方案中权益类资产配置比例 1%-5% 不等，C4 客户组合权益资产配置比例不超过 55%。此外，在一季度市场剧烈波动和股债双杀格局中，CTA 策略产品和黄金资产仍然贡献不错的正收益，配置了 CTA 产品的客户组合稳定性明显更优。按照我行客户资产配置模式，结合二季度策略，我们对客户二季度资产配置建议如下（不同风险偏好客户具体产品组合推荐参见每周策略周报）：

（一）对当前投资者资产配置原则的建议

第一，财富合法性原则：要比以往任何时候都更重视依法纳税，这是财富合法化和安全化的前提，是财富保值增值的必要前置条件。

第二，财富配置地区安全性原则：在逆全球化趋势萌动之际，财富过度集中于海外（美欧）的投资者应该充分吸取俄乌冲突中，俄罗斯富豪财富被没收的教训，尽早采取行动使财富回流国内。如需更多投资海外市场，尽可能通过香港、新加坡等市场来实现。

第三，资产配置均衡原则：注重大类资产的均衡配置和产品的多元与分散，重视贵金属和商品相关产品对组合稳定性的贡献，普通投资者也应该在组合中配置黄金或商品等另类资产相关产品的配置，补齐 CTA 策略产品短板。

以上任何一条原则的重要性都超过市场波动带来的产品净值波动（市场）风

险，这也是我行“七全投资策略服务体系”认为给投资者资产配置建议中优先级最高的战略性问题。

（二）对二季度投资者资产配置战术的几点建议

第一，战略上调降各类型投资者权益资产配置比例，但战术上建议二季度加快权益资产配置进度。虽然我们调降了各类型风险偏好投资者 2022 年战略资产配置中权益资产比例 1%-5%（建议将此部分资金暂时配置至存款之中），但从二季度战术层面考虑，各类产品配置的优先顺序是权益类产品、黄金类产品、债券类产品、商品类产品。对于新投资者和组合尚未完成构建的投资者，我们建议利用二季度初期市场处于低位，或者美元加息带来的股市冲击时刻，加快本年度权益资产配置进度；其次是黄金在调整阶段均可考虑分批购买；国内债券类产品不择时，美债类产品等待美元缩表前后美债收益率冲高之时配置；原油一季度已大涨，对于商品类产品，原则上二季度不追高，只在商品大跌时配置为宜。

第二，补齐另类资产相关产品配置短板。我们通常将黄金、CTA 策略产品、REITS、私募股权基金、房地产基金、对冲基金、夹层基金等视为另类资产，对于组合中缺少相关产品（其中之一）的投资者，建议补齐另类资产配置短板，确保组合的均衡，增强组合稳定性。

第三，配置时机与风格猜想。关于权益类产品的建仓策略，我们这几年一直主张采用“逆向操作策略”，关注“涨出来的风险与跌出来的机会”。因此我们建议投资者勇于在市场下跌时布局，尤其要抓住外围股市与国内市场同频共振

时的“挖坑”机会。在我们看来，二季度的挖坑机会比较可能出现在美元二次加息和首次缩表前后，或者其他超预期地缘政治事件发生之时。在产品风格猜想方面，预计将沿着先价值后成长的路径，美元加息周期价值风格表现略强的规律。我们研判二季度以美元加息时点为界，前面时段市场更青睐稳增长政策着力点，如房地产、银行等，或延展至钢铁、建材、基建等相关板块；后半时段待市场企稳、情绪转好之后或更多关注一季报增速较快的高景气、弹性更大行业，如新能源、半导体、化工、军工等；通胀是贯穿 2022 年全年的逻辑，有色及煤炭、农产品等商品主线或将反复走好。

（三）二季度风险提示与特别机会

我们预计二季度美联储将进行第二次加息，同时有可能开启缩表进程，美债收益率可能还有一个快速上行阶段，美股在此时间窗口中也可能再次向下探底，同时传导至国内市场。俄乌冲突向持久战方向发展，美国在我国周边挑起地缘政治风险概率增加。但总体来看，海内外股市阶段性共振是大概率事件，其余风险事件发生概率相对较小，但是如果发生的是短期风险，将带来中期机会，我们会密切跟踪并在策略周报或市场异常波动时及时提醒。

以上策略是我们基于当前和可预见的未来基本面所做的研判。我们将根据重大基本面变化和市场演进情况相机决策，具体敬请关注每周一“中国银行私人银行”公众号、“中国银行财富金融”公众号和手机银行“中银头条”推送的“中银投策”系列报告。

免责声明

本报告由中国银行投资策略研究中心撰写，署名分析师完全基于公开信息资料，秉承独立客观公正的分析立场，以勤勉尽责的职业态度，坚持专业和深度价值研究，但不能保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告内容及观点仅供交流使用，对任何个人和机构均不构成任何投资建议。对于本报告所提供信息所导致的任何直接或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。本报告中包含的观点或估计谨代表作者迄今为止的判断，它们不一定反映中国银行的观点。中国银行可以不经通知加以改变，且没有对此报告更新、修正或修改的责任。

本报告版权仅为中国银行股份有限公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式对外翻版、复制和发布。不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。中国银行股份有限公司保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。