

宏观和大类资产配置周报

二季度市场防风险情绪可能升温

一季度经济增速超预期。大类资产配置顺序：股票>大宗>债券>货币。

宏观要闻回顾

- 经济数据：**一季度实际 GDP 同比增长 4.5%，居民收入同比 5.1%；3 月工增同比 3.9%，社零同比 10.6%，1-3 月固投累计同比 5.1%；1-3 月房地产投资同比下降 5.8%，商品房销售额同比增长 4.1%；1-3 月财政收入同比增长 0.5%，财政支出增长 6.8%。
- 要闻：**一季度经济增速超预期；央行有关负责人在新闻发布会上介绍，我国不存在长期通缩或通胀的基础，全年 CPI 将呈“U”形走势；据民航局，今年“五一”假期机票订票已超 600 万人次，市场热度基本恢复至 2019 年同期水平。

资产表现回顾

- A 股下跌，债券持平。**本周沪深 300 指数下跌 1.45%，沪深 300 股指期货下跌 1.07%；焦煤期货本周下跌 3.71%，铁矿石主力合约本周下跌 4.06%；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 19BP 至 1.89%；十年国债收益率持平于 2.83%，活跃十年国债期货本周上涨 0.17%。

资产配置建议

- 资产配置排序：股票>大宗>债券>货币。**一季度实际 GDP 同比增长 4.5% 超出市场预期，从结构看，消费贡献 3.00 个百分点，投资贡献 1.56 个百分点，净出口贡献 -0.06 个百分点，整体来看，投资的基础性作用较为稳固，消费和净出口比较超预期。一季度经济数据发布后，考虑到复苏趋势较强，市场对全年经济增速的乐观预期升温。但二季度风险因素可能成为投资者关注的重点：海外方面，一是美联储结束加息之后，美元和美元资产的波动可能加大，二是欧美银行业风险尚未完全平息，三是美国经济年内衰退渐行渐近，四是欧佩克超预期减产下，原油价格走势不确定影响海外通胀回落趋势；国内方面，一是 3 月房地产投资增速再次小幅下行，房地产行业恢复前景存在波动的可能性，二是一季度金融数据持续超预期，是否能在二季度延续，三是一季度出口增速偏高，后续回落仍是大方向。虽然投资者情绪有谨慎倾向，但在金融条件没有明显收紧之前，人民币资产高增长低通胀的基本面仍具备明显的国际比较优势，维持看好人民币资产的观点。
- 风险提示：**全球通胀回落偏慢；欧美金融风险扩散；国际局势复杂化。

相关研究报告

- 《产出修复理想、内需尚有空间》20230419
- 《一季度财政数据点评》20230419
- 《3 月和一季度经济数据点评》20230418

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：陈琦

qi.chen@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300521110003

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

本期观点 (2023.4.23)

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	=	避险需求上升	标配
货币	-	收益率将在 2% 上下波动	低配
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

目录

一周概览.....	4
风险资产继续调整.....	4
要闻回顾和数据解读（新闻来源：万得）.....	6
宏观上下游高频数据跟踪.....	7
大类资产表现.....	10
A股：中小创继续调整.....	10
债券：信用利差继续下降.....	11
大宗商品：全球经济或开始转弱.....	12
货币类：货基收益率波动性加强.....	13
外汇：美元指数偏弱.....	13
港股：全球风险资产价格调整.....	14
下周大类资产配置建议.....	16
风险提示：.....	16

图表目录

本期观点 (2023.4.23)	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. 公开市场操作规模	7
图表 5. DR007 与 7 天期逆回购利率走势	7
图表 6. 银行间回购利率表现	7
图表 7. 交易所回购利率表现	7
图表 8. 周期商品高频指标变化	8
图表 9. 铁矿石港口库存表现	8
图表 10. 炼焦煤平均可用天数表现	8
图表 11. 美国 API 原油库存表现	8
图表 12. 美国 API 原油库存周度变动	8
图表 13. 30 大城市商品房周度成交面积表现	9
图表 14. 汽车消费增速表现	9
图表 15. 汽车消费规模表现	9
图表 16. 权益类资产节前涨跌幅	10
图表 17. 十年国债和十年国开债利率走势	11
图表 18. 信用利差和期限利差	11
图表 19. 央行公开市场操作净投放	11
图表 20. 7 天资金拆借利率	11
图表 21. 大宗商品节前表现	12
图表 22. 节前大宗商品涨跌幅 (%)	12
图表 23. 货币基金 7 天年化收益率走势	13
图表 24. 理财产品收益率曲线	13
图表 25. 节前人民币兑主要货币汇率波动	13
图表 26. 人民币贬值预期和美元兑人民币汇率走势	13
图表 27. 恒指走势	14
图表 28. 陆港通资金流动情况	14
图表 29. 港股行业涨跌幅	14
图表 30. 港股估值变化	14
图表 31. 本期观点 (2023.4.23)	16

一周概览

风险资产继续调整

A 股下跌，债券持平。本周沪深 300 指数下跌 1.45%，沪深 300 股指期货下跌 1.07%；焦煤期货本周下跌 3.71%，铁矿石主力合约本周下跌 4.06%；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 19BP 至 1.89%；十年国债收益率持平于 2.83%，活跃十年国债期货本周上涨 0.17%。

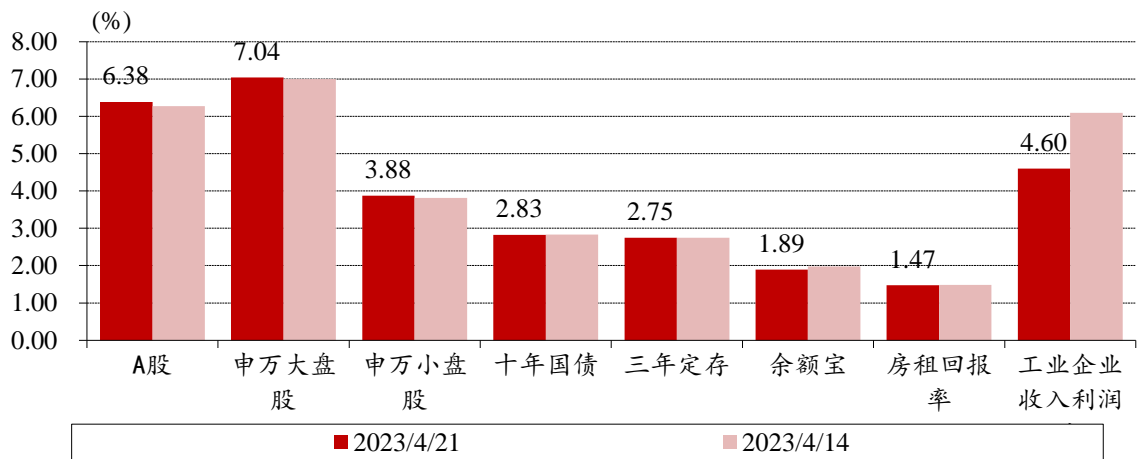
图表 1. 代表性资产一周表现和配置建议

股票	债券
沪深 300 -1.45% 沪深 300 期货 -1.07% 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 0BP 活跃 10 年国债期货 +0.17% 本期评论： 避险需求上升 配置建议： 标配
大宗	保守
铁矿石期货 -4.06% 焦煤期货 -3.71% 本期评论： 国内复苏，美元难强 配置建议： 标配	余额宝 1.89%/本周变动 -19BP 股份制理财 3M 1.6%/本周变动 0BP 本期评论： 收益率将在 2% 上下波动 配置建议： 低配

资料来源：万得，中银证券

一季度经济数据超预期。本周 A 股指数下跌，大盘股和小盘股估值都有所下降，小盘股估值下行幅度更大。本周央行在公开市场净投放 1780 亿元，资金拆借利率小幅上升，周五 R007 利率收于 2.51%，GC007 利率收于 2.68%。周五十年国债收益率收于 2.83%，较上周五持平。一季度实际 GDP 同比增长 4.5%，超出市场预期，消费和进出口的贡献较大，3 月经济数据中，社零同比增速大幅超出市场预期，但工业增加值同比增速低于预期，且制造业和房地产固投当月投资同比增速较 1-2 月有所下滑，表明经济仍存在结构性问题。目前看来经济复苏趋势依然向好，后续宏观政策有望针对结构性问题出台解决办法。

图表 2. 大类资产收益率横向比较



资料来源：万得，中银证券

全球风险资产调整。股市方面，本周 A 股指数普跌，跌幅较小的指数是上证综指（-1.11%），领跌的指数是中小板指（-3.89%）；港股方面恒生指数下跌 1.78%，恒生国企指数下跌 2.17%，AH 溢价指数上行 0.12% 收于 139.05；美股方面，标普 500 指数本周下跌 0.1%，纳斯达克下跌 0.42%。债市方面，本周国内债市普涨，中债总财富指数本周上涨 0.13%，中债国债指数上涨 0.13%，金融债指数上涨 0.07%，信用债指数上涨 0.1%；十年美债利率上行 5 BP，周五收于 3.57%。万得货币基金指数本周上涨 0.03%，余额宝 7 天年化收益率下行 19 BP，周五收于 1.89%。期货市场方面，NYMEX 原油期货下跌 5.54%，收于 77.95 美元/桶；COMEX 黄金下跌 1.08%，收于 1994.1 美元/盎司；SHFE 螺纹钢下跌 2.71%，LME 铜下跌 2.69%，LME 铝上涨 0.71%；CBOT 大豆下跌 3.42%。美元指数上涨 0.14% 收于 101.72。VIX 指数下行至 16.77。本周原油价格重新回到 80 美元/桶下方，黄金价格回落至 2000 美元/盎司下方。

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	2023/4/17 上期涨跌幅	- 本月以来	2023/4/21 今年以来
股票	000001.SH	上证综指	3,301.26	(1.11)	0.32	0.87	6.86
	399001.SZ	深证成指	11,450.43	(2.96)	(1.40)	(2.35)	3.94
	399005.SZ	中小板指	7,496.01	(3.89)	(1.73)	(3.56)	2.12
	399006.SZ	创业板指	2,341.19	(3.58)	(0.77)	(2.43)	(0.24)
	881001.WI	万得全 A	5,061.48	(2.51)	(0.54)	(1.27)	5.12
	000300.SH	沪深 300	4,032.57	(1.45)	(0.76)	(0.45)	4.16
债券	CBA00301.C	中债总财富指数	222.32	0.13	0.17	0.37	1.32
	CBA00603.C	中债国债	216.05	0.13	0.24	0.41	1.09
	CBA01203.C	中债金融债	222.59	0.07	0.16	0.29	0.96
	CBA02703.C	中债信用债	205.74	0.10	0.12	0.33	1.81
	885009.WI	货币基金指数	1,659.43	0.03	0.04	0.11	0.61
大宗商品	CL.NYM	NYMEX 原油	77.95	(5.54)	2.45	3.01	(2.88)
	GC.CMX	COMEX 黄金	1,994.10	(1.08)	(0.43)	0.40	9.19
	RB.SHF	SHFE 螺纹钢	3,810.00	(2.71)	(2.18)	(8.74)	(6.78)
	CA.LME	LME 铜	8,781.00	(2.69)	2.77	(2.36)	4.89
	AH.LME	LME 铝	2,402.50	0.71	2.42	(0.44)	1.03
	S.CBT	CBOT 大豆	1,449.25	(3.42)	0.44	(3.74)	(4.90)
货币	-	余额宝	1.89	-19 BP	-24 BP	-18 BP	9 BP
	-	银行理财 3M	1.60	0 BP	0 BP	0 BP	0 BP
外汇	USDY.FX	美元指数	101.72	0.14	(0.52)	(0.85)	(1.71)
	USDCNY.IB	人民币兑美元	6.89	(0.59)	0.38	(0.27)	0.89
	EURCNY.IB	人民币兑欧元	7.56	0.20	(1.09)	(1.04)	(2.75)
	JPYCNY.IB	人民币兑日元	5.14	0.38	1.18	0.49	2.41
港股	HSLHI	恒生指数	20,075.73	(1.78)	0.53	(1.59)	1.49
	HSCELHI	恒生国企	6,764.19	(2.17)	0.30	(2.94)	0.88
	HSAHP.HI	恒生 AH 溢价	139.05	0.12	(1.30)	1.05	0.66
美国	SPX.GI	标普 500	4,133.52	(0.10)	0.79	0.59	7.66
	IXIC.GI	NASDAQ	12,072.46	(0.42)	0.29	(1.22)	15.34
	UST10Y.GBM	十年美债	3.57	5 BP	13 BP	9 BP	-31 BP
	VIX.GI	VIX 指数	16.77	(1.76)	(7.23)	(10.32)	(22.61)
	CRB.RB	CRB 商品指数	270.80	(1.96)	1.56	1.15	(2.50)

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）

中国经济一季度“成绩单”重磅发布，GDP 同比增长 4.5%，超出市场预期的 4%，环比为增长 2.2%。国家统计局新闻发言人付凌晖表示，考虑到去年二季度受疫情影响基数较低，今年二季度经济增速可能比一季度明显加快；随着基数升高，三、四季度增速会有所回落。另外，当前中国经济没有出现通缩，下阶段也不会出现通缩。数据还显示，一季度我国固定资产投资同比增长 5.1%，规模以上工业增加值同比增长 3%；3 月，社会消费品零售总额同比大幅增长 10.6%，工业增加值同比增长 3.9%。

国家统计局公布数据显示，中国一季度居民人均可支配收入 10870 元，比上年名义增长 5.1%，扣除价格因素，实际增长 3.8%。一季度，全国城镇调查失业率平均值为 5.5%，比上年四季度下降 0.1 个百分点。3 月份，全国城镇调查失业率为 5.3%，环比下降 0.3 个百分点。

国家统计局公布数据显示，中国一季度房地产开发投资 25974 亿元，同比下降 5.8%；商品房销售面积 29946 万平方米，下降 1.8%；商品房销售额 30545 亿元，增长 4.1%，其中住宅销售额增长 7.1%。3 月份，房地产开发景气指数为 94.71。

国家统计局公布了 2023 年 3 月 70 个大中城市商品住宅销售价格变动情况。数据显示，3 月 70 个大中城市中商品住宅销售价格上涨城市个数增加，各线城市商品住宅销售价格环比上涨。具体来看，3 月 70 个大中城市中，新建商品住宅和二手住宅销售价格环比上涨城市分别有 64 个和 57 个，比上月分别增加 9 个和 17 个。与此同时，一线城市新建商品住宅销售价格环比上涨 0.3%，涨幅比上月扩大 0.1 个百分点；二手住宅销售价格环比上涨 0.5%；二线城市新建商品住宅和二手住宅销售价格环比分别上涨 0.6% 和 0.3%，涨幅比上月均扩大 0.2 个百分点。

财政部数据显示，今年一季度，全国一般公共预算收入为 6.23 万亿元，同比增长 0.5%；全国一般公共预算支出为 6.79 万亿元，同比增长 6.8%。扣除特殊因素影响后，一季度收入增长 3%，1、2、3 月份分别增长 1%、4%、6%，呈回稳向上态势。2023 年安排中央对地方转移支付 100625 亿元，增长 3.6%。

习近平主持召开二十届中央全面深化改革委员会第一次会议，会议审议通过《关于强化企业科技创新主体地位的意见》《关于加强和改进国有经济管理有力支持中国式现代化建设的意见》《关于促进民营经济发展壮大的意见》等文件。会议强调，要从服务构建新发展格局、推动高质量发展、促进共同富裕、维护国家安全的战略高度出发，完善国有经济安全责任、质量结构、资产和企业管理，深化国有企业改革。要着力优化民营经济发展环境，破除制约民营企业公平参与市场竞争的制度障碍；要充分考虑民营经济特点，完善政策执行方式，加强政策协调性，推动各项优惠政策精准直达，切实解决企业实际困难。

4 月 16 日出版的第 8 期《求是》杂志发表国家发展和改革委员会的文章《全力推动构建新发展格局取得新突破》。文章提出，壮大数字经济、智能制造、生命健康、新材料等战略性新兴产业，打造一批具有国际竞争力的战略性新兴产业集群。

央行有关负责人在新闻发布会上介绍，我国不存在长期通缩或通胀的基础，全年 CPI 将呈“U”形走势。当前住户部门的消费和投资意愿回升，储蓄意愿在下降。近期部分银行调整存款利率是正常现象。季节性因素作用下，今年一季度宏观杠杆率是 289.6%，比上年末高 8 个百分点。近期国际金融市场波动对我国影响有限，下一步将继续实施稳健的货币政策，坚持以我为主、稳字当头，保持货币信贷合理增长，确保利率水平合适。

国家发改委召开 4 月新闻发布会。国家发改委表示，将在深入调查研究基础上，扎实做好经济运行监测、形势分析和对策研究，适时出台务实管用的政策举措，巩固拓展向好势头，推动经济运行持续整体好转。当前正在抓紧研究起草关于恢复和扩大消费的政策文件，下大力气稳定汽车消费；将研究合理缩减外资准入负面清单；生猪价格进一步明显下跌的可能性较小，随着后期猪肉消费稳步恢复，生猪价格有望逐步回升至合理区间；坚决遏制铁矿石价格的不合理上涨，后期铁矿石市场供需趋于宽松，价格可能总体趋于回落。

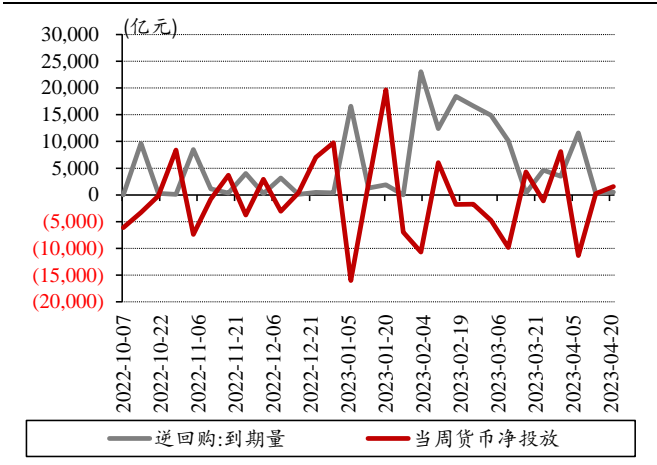
全国人口监测与家庭发展工作会议要求，加快建立完善生育支持政策体系，大力推进普惠托育服务发展，加强人口监测和战略研究，做好计划生育特殊家庭扶助保障，深化服务管理改革，积极构建生育友好型社会。

据民航局，今年“五一”假期机票订票已超 600 万人次，旅客出行需求提前释放，市场热度基本恢复至 2019 年同期水平。预计“五一”假期民航将运输旅客约 900 万人次。

宏观上下游高频数据跟踪

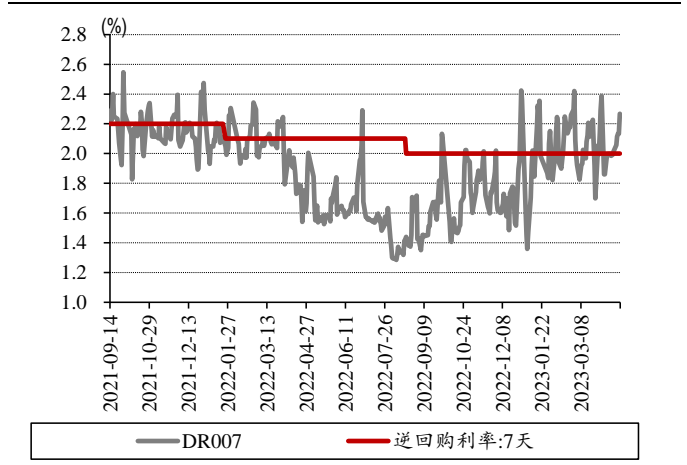
截至4月21日，公开市场逆回购到期量为540亿元；当周央行在公开市场上实现流动性净投放，共计净投放1580亿元。

图表 4. 公开市场操作规模



资料来源：万得，中银证券

图表 5. DR007 与 7 天期逆回购利率走势

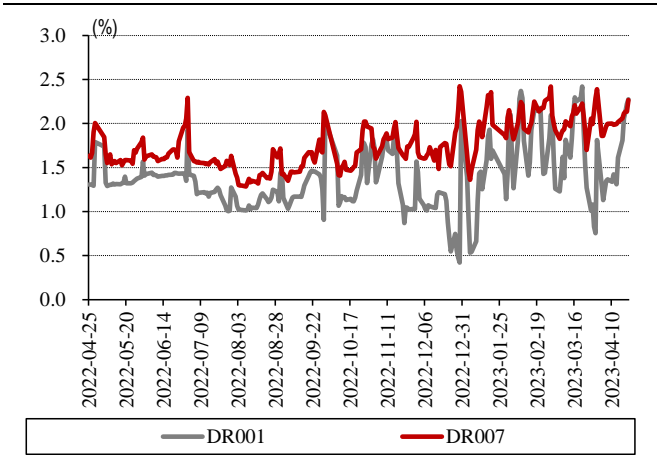


资料来源：万得，中银证券

融资成本方面，银行体系资金成本有所上升。银行间市场方面，截至4月21日，DR001与DR007利率分别为2.2739%、2.2670%，较前一周分别变动46BP、21BP。交易所市场方面，R001与R007利率分别为2.2857%、2.5063%，较前一周分别变动38BP、19BP。

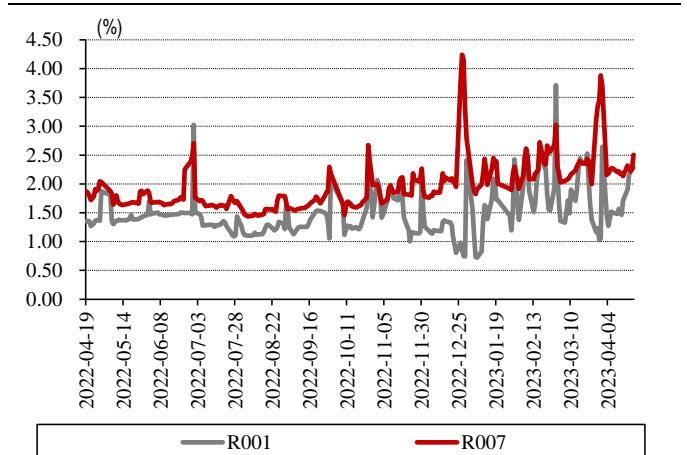
DR007与7天期逆回购差值为0.2670%，较前一周变动25BP；DR007、R007之差较上周小幅走扩，周变动12BP，但狭义流动性环境仍相对宽松。

图表 6. 银行间回购利率表现



资料来源：万得，中银证券

图表 7. 交易所回购利率表现



资料来源：万得，中银证券

上游周期品方面，4月21日当周，钢厂开工率整体有所下降，短流程钢厂开工率较上周变动-3.12个百分点。铁矿石港口库存继续小幅抬升，变动123.03万吨。炼焦方面，炼焦煤平均可用天数单周变动-0.03天；多数地区炼焦开工率上行，仅华东、西南地区单周开工率下降。

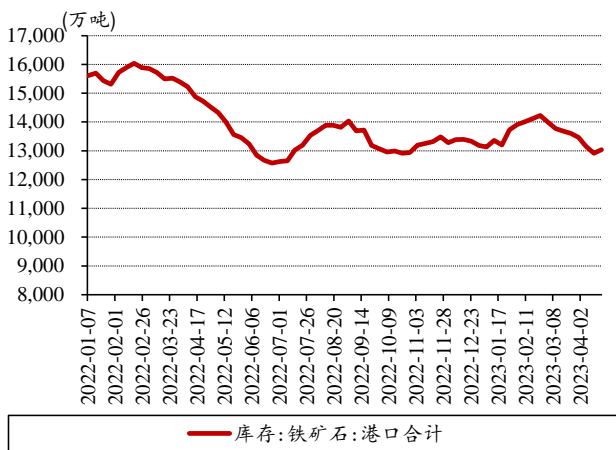
图表 8. 周期商品高频指标变化

周期品种	指标	当周值	周变动	较年初变动
水泥	库容比 (%)	66.92	1.64	(5.29)
	短流程电炉钢厂开工率 (%)	69.79	(3.12)	33.33
钢材	长流程电炉钢厂开工率 (%)	58.33	0.00	3.33
	开工率:东北地区 (%)	59.20	0.80	(4.00)
	开工率:华北地区 (%)	81.70	1.10	3.90
	开工率:西北地区 (%)	61.70	0.90	1.60
炼焦	开工率:华中地区 (%)	87.10	1.20	4.20
	开工率:华东地区 (%)	86.30	(1.80)	5.50
	开工率:西南地区 (%)	61.40	(1.70)	5.70

资料来源：万得，中银证券，水泥库容比为前一周数据

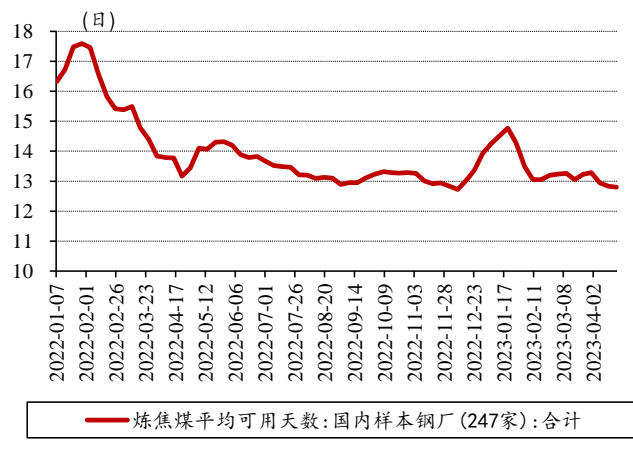
海外机构持仓方面，截至4月21日，SPDR黄金ETF持仓总价值变动-2.70%。原油库存方面，4月14日当周，美国API原油库存小幅上升，周环比变动-267.50万桶。

图表 9. 铁矿石港口库存表现



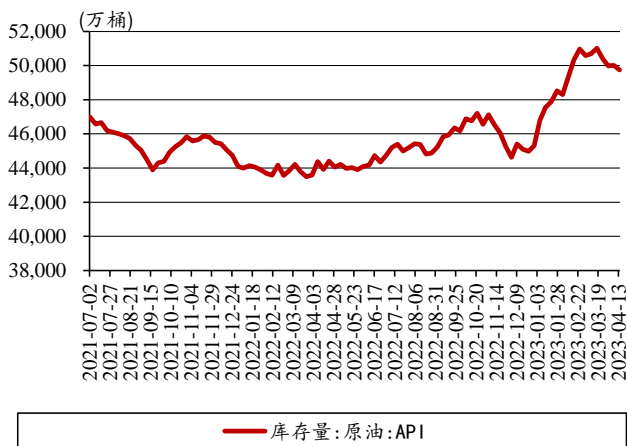
资料来源：万得，中银证券

图表 10. 炼焦煤平均可用天数表现



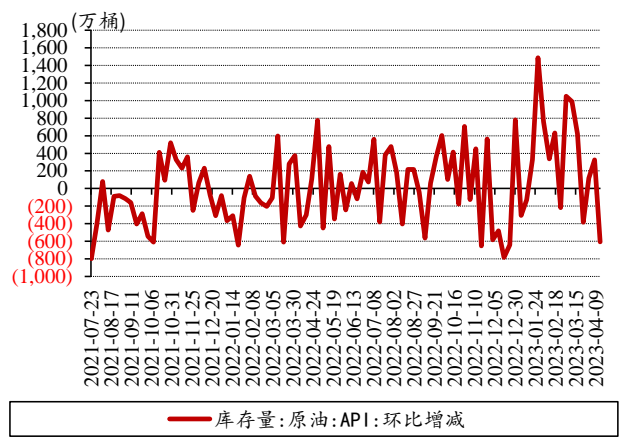
资料来源：万得，中银证券

图表 11. 美国 API 原油库存表现



资料来源：万得，中银证券

图表 12. 美国 API 原油库存周度变动



资料来源：万得，中银证券

图表 13.30 大城市商品房周度成交面积表现

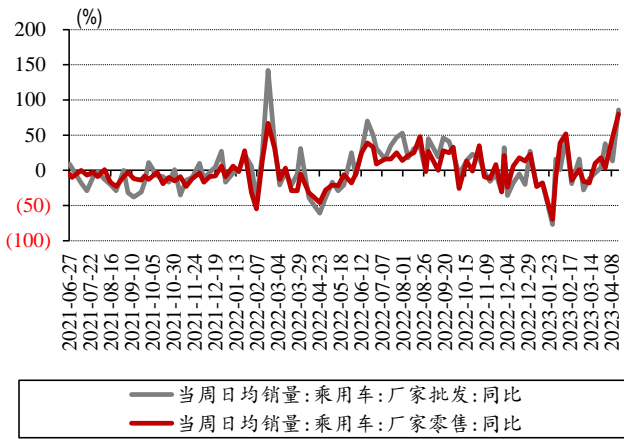


资料来源: 万得, 中银证券

房地产方面, 4月16日当周, 30大城市商品房单周成交面积小幅抬升, 单周成交面积环比变动62.97万平方米, 单周成交面积实现312.29万平方米, 季末为冲销售关键时点, 季初数据相对较弱属于正常现象。2022年11月以来, 地产行业受到政策多维度支持, 商品房成交有望迎来回暖, 销售回升趋势较为确定。

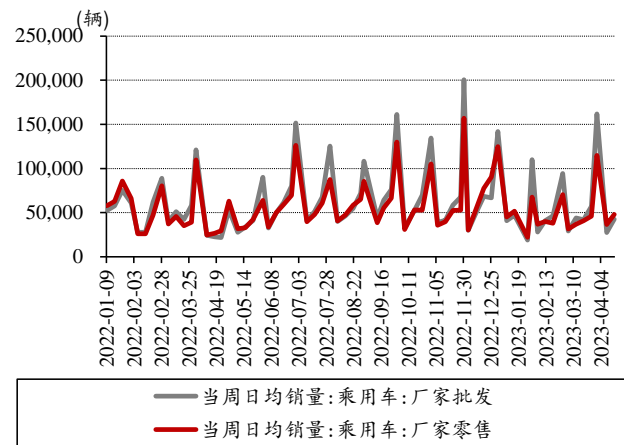
根据万得数据, 4月16日当周, 国内乘用车批发、零售销量单周同比增速分别为86%和80%, 继续维持较高增速, 除去年同期的较低基数原因外, 汽车在促消费中的重要角色同样不容忽视, 我们继续维持汽车消费具备上行动力的判断。

图表 14. 汽车消费增速表现



资料来源: 万得, 中银证券, 乘用车数据为前一周更新数据

图表 15. 汽车消费规模表现



资料来源: 万得, 中银证券, 乘用车数据为前一周更新数据

大类资产表现

A 股：中小创继续调整

高估值品种出现调整迹象。本周市场指数跌多涨少，上涨的指数仅有上证红利（0.8%），领跌的指数包括中小板指（-3.89%）、创业板指（-3.58%）、中证 1000（-3.51%）。行业方面分化明显，领涨的行业有家电（3.76%）、煤炭（1.42%）、银行（1.39%），领跌的行业有电子元器件（-5.89%）、餐饮旅游（-5.58%）、综合（-5.23%）。本周中小创延续调整，全球风险资产整体价格表现也以调整为主。

图表 16. 权益类资产节前涨跌幅

市场指数 (%)		行业指数 (%)		主题指数 (%)	
上证红利	0.80	家电	3.76	一带一路指数	0.82
上证 180	(0.76)	煤炭	1.42	高铁指数	0.72
上证 50	(0.93)	银行	1.39	量子通信指数	0.19
中证 1000	(3.51)	综合	(5.23)	大数据指数	(7.09)
创业板指	(3.58)	餐饮旅游	(5.58)	物联网指数	(7.34)
中小板指	(3.89)	电子元器件	(5.89)	网络安全指数	(8.71)

资料来源：万得，中银证券

A 股一周要闻（新闻来源：万得）

农业 | 农业农村部正在抓紧编制加快建设农业强国规划，明确思路目标、重点任务和保障措施。

游戏 | 国家新闻出版署发布 4 月国产网络游戏审批信息，共 86 款游戏获批，涉及中青宝、三七互娱等上市公司。

中医药 | 八部门联合印发《“十四五”中医药文化弘扬工程实施方案》，提出“加大中医药文化活动和产品供给”等 12 项重点任务，旨在大力弘扬中医药文化，更好满足人民群众对中医药的健康需求和精神需求。

旅游 | 飞猪发布《2023 年“五一”出游风向标》，截至目前，国内机票、酒店、景区门票、跟团游等均已超过 2019 年同期，累计预订量同比去年劲增超 10 倍，其中，中长线游订单占比高达 9 成以上。

航空 | 民航局介绍，今年一季度，民航全行业共完成旅客运输量 1.29 亿人次，同比增长 68.9%，国内客运规模恢复至 2019 年同期水平的九成左右。

电池回收 | 工信部发布 2023 年规章制定工作计划显示，新能源汽车动力蓄电池回收利用管理办法年内将完成起草，乘用车企业平均燃料消耗量与新能源汽车积分并行管理办法（修订）年内将提请审议。

数字经济 | 4 月 17 日，国家超算互联网工作启动会在天津召开。会议发起成立了国家超算互联网联合体。未来，科技部将通过超算互联网建设，打造国家算力底座，促进超算算力的一体化运营，助力科技创新和经济社会高质量发展。预计到 2025 年底，国家超算互联网将可形成技术先进、模式创新、服务优质、生态完善的总体布局，有效支撑原始科学创新、重大工程突破、经济高质量发展、人民生活品质提高等目标达成，成为支撑数字中国建设的“高速路”。

免税店 | 2023 年第一季度，海口海关共监管离岛免税购物金额 169 亿元，同比增长 14.6%；购物旅客 224 万人次，增长 27.2%；免税品销售 1968 万件。据介绍，作为海南国际旅游消费中心建设“金字招牌”，2022 年底以来，海南离岛免税购物业态加快回暖。

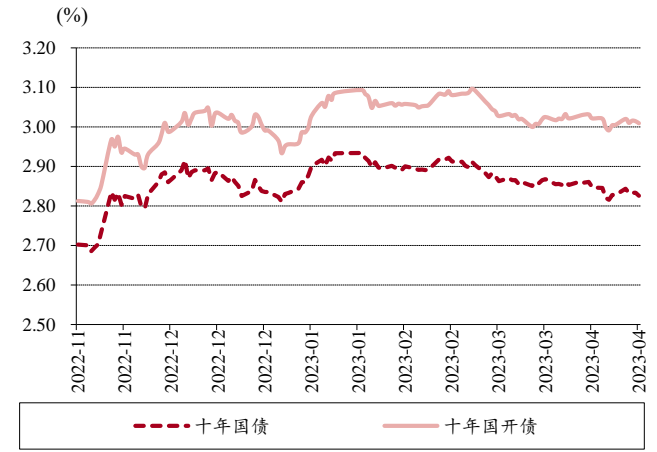
一季报 | 目前已有逾 300 家 A 股公司发布一季度经营数据（含一季报、快报、预告等）。整体来看，超七成公司净利润同比实现正增长。

白酒 | 贵州茅台一季度迎来“开门红”，营收和净利润纷纷实现两位数增长，且均超过年初 15% 的增长目标。

债券：信用利差继续下降

虽然一季度经济数据表现较好，但投资者仍聚焦于经济数据中的结构性问题。十年期国债收益率周五收于 2.83%，本周持平，十年国开债收益率周五收于 3.01%，较上周五持平。本周期限利差上行 2BP 至 0.64%，信用利差下行 3BP 至 0.52%。

图表 17. 十年国债和十年国开债利率走势



资料来源：万得，中银证券

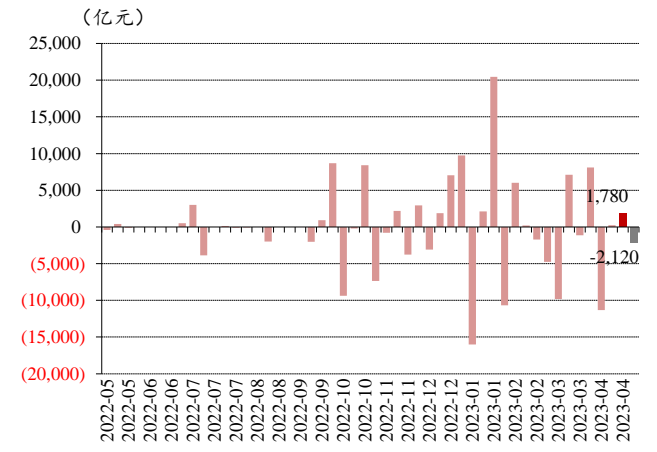
图表 18. 信用利差和期限利差



资料来源：万得，中银证券

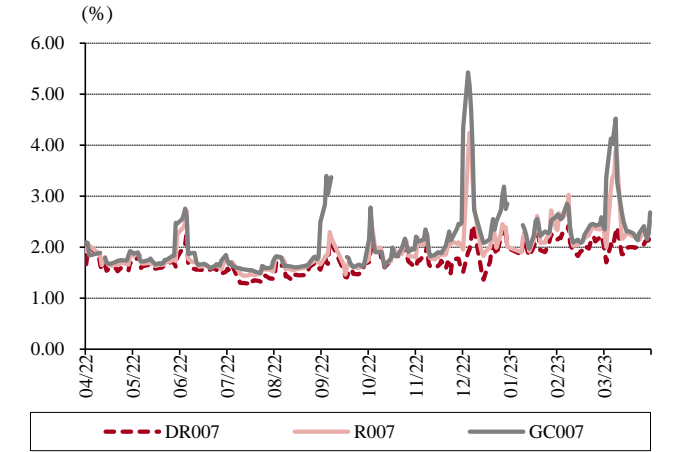
拆借利率小幅上行。本周央行在公开市场净投放资金 1780 亿元，资金拆借利率小幅上行，周五 R007 利率收于 2.51%，交易所资金 GC007 利率收于 2.68%。本周央行小幅超额续作到期的 MLF，同时继续维持 LPR 利率不变，货币政策整体以稳为主，关注进入二季度之后，实体经济融资需求的边际变化，以及房地产行业融资需求是否顺利释放。

图表 19. 央行公开市场操作净投放



资料来源：万得，中银证券

图表 20. 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）

4 月 LPR1 年期品种报 3.65%，5 年期以上品种报 4.3%，均与上期持平，为连续八个月按兵不动。

央行 4 月 17 日开展 1700 亿元中期借贷便利 (MLF) 操作，中标利率 2.75%，连续 8 个月保持不变，当日有 1500 亿元 MLF 到期。同时，央行还开展 200 亿元逆回购操作，净投放 20 亿元。

财政部有关负责人介绍，今年 1-3 月各地发行新增专项债券 13228 亿元。财政部正在持续强化专项债券管理，指导地方用好地方政府债券资金。

央行上海总部：截至 3 月末，境外机构持有银行间市场债券 3.21 万亿元，约占银行间债券市场总托管量的 2.5%。

大宗商品：全球经济或开始转弱

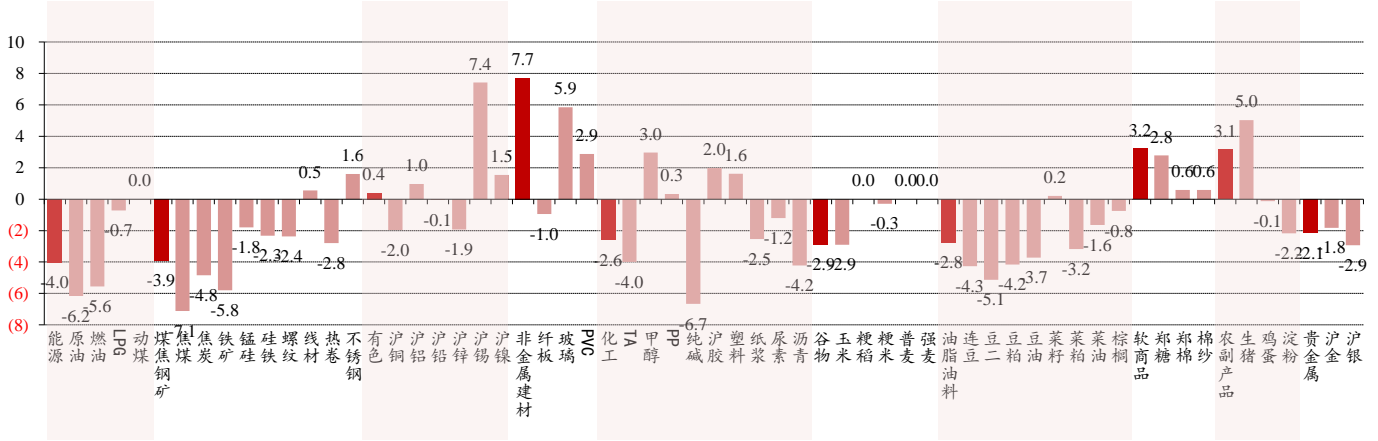
国际大宗商品价格调整。本周商品期货指数下跌 1.98%。从各类商品期货指数来看，上涨的有非金属建材（7.71%）、有色金属（0.39%），下跌的有贵金属（-2.14%）、化工（-2.62%）、油脂油料（-2.76%）、谷物（-2.87%）、煤焦钢矿（-3.91%）、能源（-4.02%）。各期货品种中，本周涨幅较大的大宗商品有沪锡（7.42%）、玻璃（5.85%）、生猪（5.03%），跌幅靠前的则有焦煤（-7.11%）、纯碱（-6.67%）、原油（-6.16%）。随着美联储可能在 5 月落实最后一次加息，全球经济或正式开始进入衰退逻辑，拖累大宗商品价格表现。

图表 21. 大宗商品节前表现

商品 -1.98%	能源 -4.02%	煤焦钢矿 -3.91%
有色金属 +0.39%	非金属建材 +7.71%	化工 -2.62%
谷物 -2.87%	油脂油料 -2.76%	贵金属 -2.14%

资料来源：万得，中银证券

图表 22. 节前大宗商品涨跌幅（%）



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 报告：上周美国原油库存减少 458.1 万桶，产量维持在 1230 万桶/日不变，出口增加 184.4 万桶/日至 457.1 万桶/日，战略石油储备（SPR）库存减少 161.2 万桶至 3.68 亿桶。

中国煤炭工业协会最新数据显示，一季度我国煤炭生产较快增长，煤炭库存维持高位，供应比较充足。前 3 个月，全国原煤产量完成 11.5 亿吨，同比增长 5.5%。

国家统计局数据显示，3 月份，我国生产原煤 4.2 亿吨，同比增长 4.3%；进口煤炭 4117 万吨，同比增长 150.7%。生产原油 1818 万吨，同比增长 2.4%；进口原油 5231 万吨，同比增长 22.5%。生产天然气 205 亿立方米，同比增长 4%；进口天然气 887 万吨，同比增长 11.1%。

世界钢铁协会预计，2023 年全球钢铁需求将增长 2.3%，至 18.22 亿吨（此前预测增长 1%）；全球钢铁需求将在 2024 年上升 1.7%，达到 18.54 亿吨。

农业农村部有关负责人介绍，今年一季度生猪出栏近 2 亿头，出栏增加叠加消费淡季，导致生猪价格出现下跌。综合判断，生猪养殖有望在二季度末实现扭亏为盈，上半年养殖亏损程度整体将轻于上年同期，价格起落有望趋于平缓。

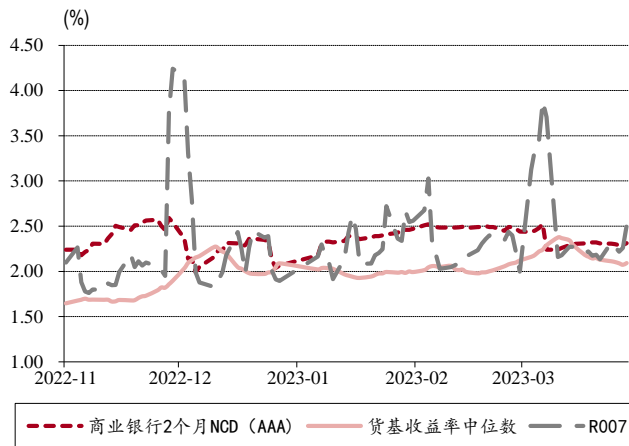
惠誉解决方案报告预测，2022-2023 年度全球大米缺口将达到 870 万吨，将是自 2003-2004 年度全球大米市场出现 1860 万吨短缺以来最大缺口。

世界黄金协会日前发布最新研究报告指出，全球多国央行 2022 年购金量达 1136 吨，创历史新高，且 2023 年该趋势仍在延续。报告聚焦中国投资者群体，分析了 2023 年黄金投资的潜在机会与价值。

货币类：货基收益率波动性加强

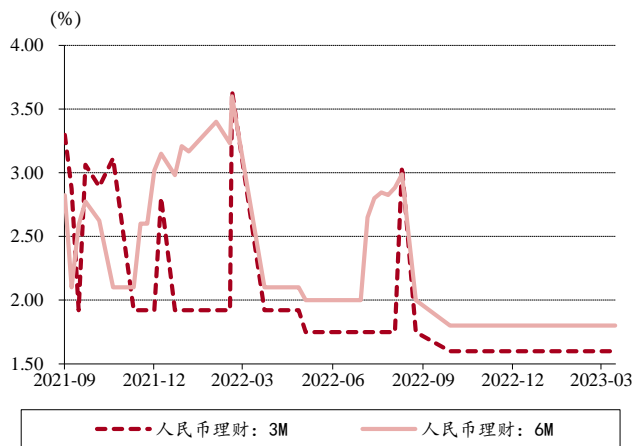
货币基金收益率的波动中枢位于 2% 上方。本周余额宝 7 天年化收益率下行 19BP，周五收于 1.89%；人民币 3 个月理财产品预期年化收益率收于 1.8%。本周万得货币基金指数上涨 0.03%，货币基金 7 天年化收益率中位数周五收于 2.09%。二季度经济复苏趋势延续，关注实体经济融资需求变化和金融市场资金面的变化情况。

图表 23. 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 24. 理财产品收益率曲线

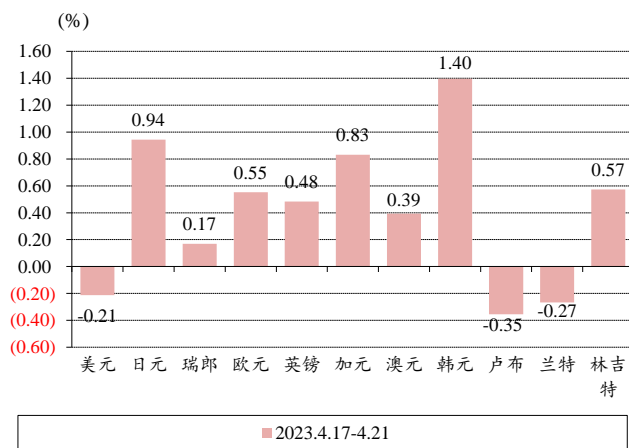


资料来源：万得，中银证券

外汇：美元指数偏弱

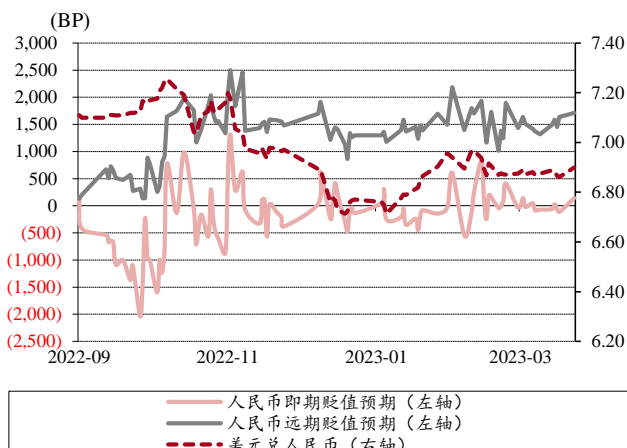
人民币兑美元中间价本周上行 146BP，至 6.8752。本周人民币对韩元(1.4%)、日元(0.94%)、加元(0.83%)、林吉特(0.57%)、欧元(0.55%)、英镑(0.48%)、澳元(0.39%)、瑞郎(0.17%)升值，对美元(-0.21%)、兰特(-0.27%)、卢布(-0.35%)贬值。美元指数仍在 101 上方，但整体偏弱，预计随着 5 月美联储加息进程结束，美元指数可能继续承压。

图表 25. 节前人民币兑主要货币汇率波动



资料来源：万得，中银证券

图表 26. 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)

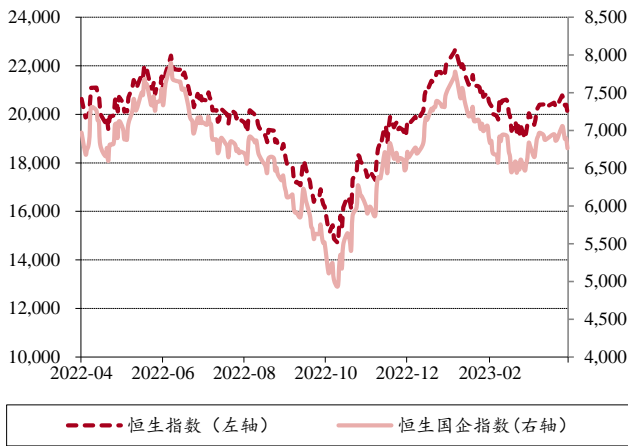
环球银行金融电信协会 (Swift) 统计显示，3 月份，在基于金额统计的全球支付货币排名中，人民币保持全球第五大最活跃货币的位置，占比 2.26%。

港元汇率持续触及 7.85 弱方兑换保证，香港金管局承接来自市场 69.19 亿港元沽盘，香港银行体系总结余将于 4 月 20 日跌至 492.3 亿港元，跌穿 500 亿港元。

港股：全球风险资产价格调整

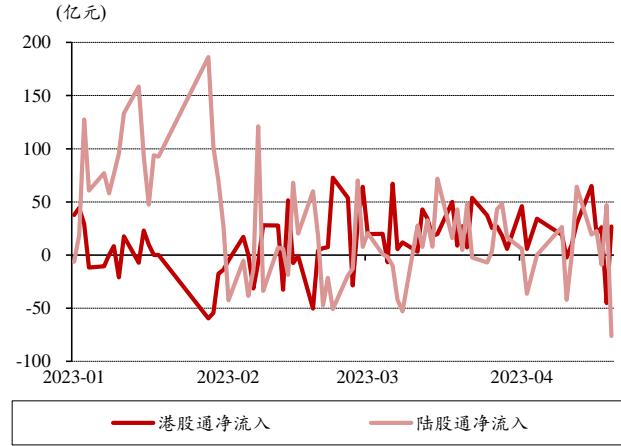
美联储加息进程将结束，全球经济基本面将接受考验。本周港股方面恒生指数下跌 1.78%，恒生国企指数下跌 2.17%，AH 溢价指数上行 0.12% 收于 139.05。行业方面本周领涨的有能源业（1.38%）、综合企业（1.00%），跌幅靠前的有医疗保健业（-5.66%）、地产建筑业（-4.12%）、资讯科技业（-3.93%）。本周南下资金总量 92.54 亿元，同时北上资金总量 3.38 亿元。随着美联储加息进程结束，全球利率水平或在较高水平上维持一段时间，在美联储降息之前，高利率将压低经济增速，考验全球经济基本面表现。

图表 27. 恒指走势



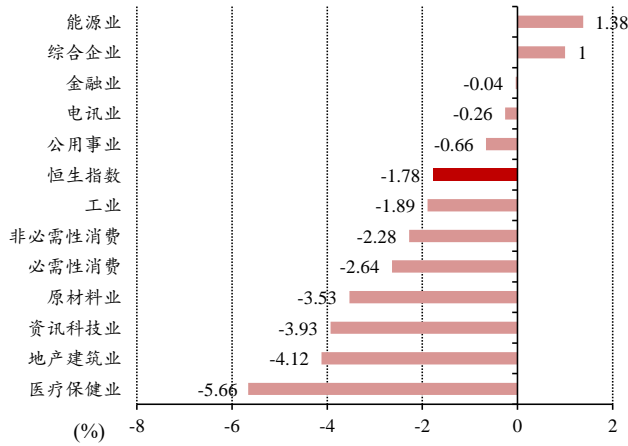
资料来源：万得，中银证券

图表 28. 陆港通资金流动情况



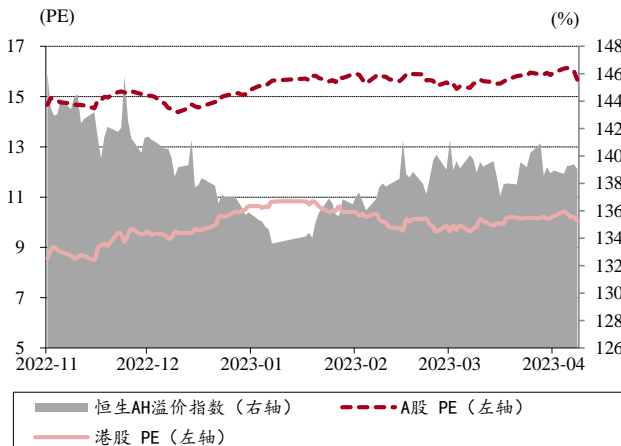
资料来源：万得，中银证券

图表 29. 港股行业涨跌幅



资料来源：万得，中银证券

图表 30. 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)

美联储褐皮书： 近几周整体经济活动变化不大；在本报告所述期间，尽管价格上涨速度似乎正在放缓，但总体价格水平仍呈温和上升趋势；一些辖区的报告指出，由于不确定性增加和对流动性的担忧，银行收紧了信贷标准。大多数辖区报告非金融服务的需求和销售保持稳定或增长。近几周农业状况基本保持不变，而能源市场则出现疲软。

欧洲央行 3 月会议纪要显示， 通胀仍太过强劲，银行业危机下 5 月加息不确定性增加。欧洲央行行长拉加德表示，在遏制通胀方面，该央行仍有一些工作要做。欧洲央行管委诺特称，可能不得不在 6 月和 7 月再次加息。

澳洲联储迎来 30 年最大改革。 澳大利亚财政部公布一份报告，建议澳洲联储减少货币政策会议次数，由每年 11 次减少为 8 次。报告还建议成立一个专家政策委员会，此举将使澳洲联储与许多全球央行保持一致。澳洲联储主席洛威对此回应称，将“建设性地”实施建议的立法改革。

澳洲联储货币政策会议纪要显示，澳洲联储在4月份的会议上讨论了加息25个基点的理由，随后决定暂停近一年的紧缩周期，等待有关经济前景的更多数据。

消息人士称，日本央行可能在下周的会议上维持超宽松货币政策，不改变利率目标和收益率目标区间。

美国4月Markit制造业PMI初值为50.4，预期49，3月终值49.2；服务业PMI初值为53.7，预期51.5，3月终值52.6；综合PMI初值为53.5，预期51.2，3月终值52.3。

欧元区4月制造业PMI初值45.5，预期48，3月终值47.3；服务业PMI初值56.6，创11个月新高，预期54.5，3月终值55；综合PMI初值54.4，预期53.7，3月终值53.7。

欧元区3月CPI终值同比升6.9%，预期升6.9%，初值升6.9%；环比升0.9%，预期升1.1%，初值升0.9%。

德国3月PPI同比升7.5%，预期升9.8%，前值升15.8%；环比降2.6%，预期降0.5%，前值降0.3%。

美国共和党提议将债务上限提高1.5万亿美元，或延长至明年3月31日。

欧盟就《芯片法案》达成协议。根据该法案，到2030年，欧盟拟动用超过430亿欧元资金提振半导体产业，以将芯片产量占全球的份额从目前的10%提高至20%。

德国政府小幅上调2023年GDP预期至0.4%，下调2024年GDP预期至1.6%；下调2023年通胀预期至5.9%（之前为6.0%），2024年预期为2.7%（之前为2.8%）。

联合国发布最新报告预估，到2023年年中，印度人口将超过中国，达到14.286亿，成为世界上人口最多的国家。

世界卫生组织数据显示，美国、英国和澳大利亚等29个国家的XBB.1.16感染病例数，正在呈现快速增长趋势。东京大学研究表明，XBB.1.16的传播效率比XBB.1和XBB.1.5毒株高约1.17至1.27倍。这或许表明，这一变异毒株未来有可能成为全球下一个主要变种病毒。

ChatGPT等人工智能（AI）在欧洲面临新的进一步监管。欧盟议员起草《人工智能法案》，致力于在法案中增加条款，引导强大的人工智能朝着以人为本、安全可靠的方向发展。

受气候变化和可能出现的厄尔尼诺天气现象的推动，全球平均气温可能在2023年或2024创下新的记录。在拉尼娜天气现象持续三年后，全球气温普遍略有下降。今年晚些时候，厄尔尼诺天气现象可能回归，世界多地的气温可能会快速上升，全球可能将面临创纪录的气温。

下周大类资产配置建议

一季度经济数据整体超预期。一季度实际 GDP 同比增长 4.5%，超出市场预期的 4%，环比为增长 2.2%。一季度我国固定资产投资同比增长 5.1%，规模以上工业增加值同比增长 3%；3 月，社会消费品零售总额同比大幅增长 10.6%，工业增加值同比增长 3.9%。居民人均可支配收入 10870 元，比上年名义增长 5.1%，扣除价格因素，实际增长 3.8%。一季度，全国城镇调查失业率平均值为 5.5%，比上年四季度下降 0.1 个百分点。3 月份，全国城镇调查失业率为 5.3%，环比下降 0.3 个百分点。全国一般公共预算收入为 6.23 万亿元，同比增长 0.5%；全国一般公共预算支出为 6.79 万亿元，同比增长 6.8%。一季度经济数据超预期的点主要在消费和净出口，并且依然延续了总量向好、结构有待改善的特点。虽然复苏的趋势延续，但结构分化的问题依然存在，海外风险因素的影响也有不确定性，因此结构性稳增长的宏观政策仍需延续。

美欧货币政策或将开始分化。美联储褐皮书显示：近几周整体经济活动变化不大；在本报告所述期间，尽管价格上涨速度似乎正在放缓，但总体价格水平仍呈温和上升趋势；一些辖区的报告指出，由于不确定性增加和对流动性的担忧，银行收紧了信贷标准。大多数辖区报告非金融服务的需求和销售保持稳定或增长。近几周农业状况基本保持不变，而能源市场则出现疲软。欧洲央行 3 月会议纪要显示，通胀仍太过强劲，银行业危机下 5 月加息不确定性增加。欧洲央行行长拉加德表示，在遏制通胀方面，该央行仍有一些工作要做。欧洲央行管委诺特称，可能不得不在 6 月和 7 月再次加息。预计 5 月美联储将落地本轮加息周期的最后一次 25BP 加息操作，但欧央行加息的进程短期或仍将延续，短期内美欧经济基本面分化的差距或不会明显拉大，因此在加息政策影响之下，美元指数或继续走弱。

二季度市场防风险情绪可能升温。一季度实际 GDP 同比增长 4.5% 超出市场预期，从结构看，消费贡献 3.00 个百分点，投资贡献 1.56 个百分点，净出口贡献 -0.06 个百分点，整体来看，投资的基础性作用较为稳固，消费和净出口比较超预期。一季度经济数据发布后，考虑到复苏趋势较强，市场对全年经济增速的乐观预期升温。但二季度风险因素可能成为投资者关注的重点：海外方面，一是美联储结束加息之后，美元和美元资产的波动可能加大，二是欧美银行业风险尚未完全平息，三是美国经济年内衰退渐行渐近，四是欧佩克超预期减产下，原油价格走势不确定影响海外通胀回落趋势；国内方面，一是 3 月房地产投资增速再次小幅下行，房地产行业恢复前景存在波动的可能性，二是一季度金融数据持续超预期，是否能在二季度延续，三是一季度出口增速偏高，后续回落仍是大方向。虽然投资者情绪有谨慎倾向，但在金融条件没有明显收紧之前，人民币资产高增长低通胀的基本面仍具备明显的国际比较优势，维持看好人民币资产的观点。大类资产配置顺序：股票>大宗>债券>货币。

风险提示：

全球通胀回落偏慢；欧美金融风险影响扩散；国际局势复杂化。

图表 31. 本期观点 (2023.4.23)

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	=	避险需求上升	标配
货币	-	收益率将在 2% 上下波动	低配
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。

本报告期内含保密信息，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予任何其他人，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转载或转发的，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。所有本报告期内使用的商标、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