

宏观和大类资产配置周报

美联储加息周期完结

4月政治局会议召开；美联储5月如期加息25BP并暗示加息进程结束。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**：1-3月规模以上工业企业利润同比下降21.4%；4月制造业PMI、非制造业PMI指数分别为49.2%、56.4%。
- **要闻**：4月政治局会议召开；二十届中央财经委员会第一次会议研究加快建设现代化产业体系问题，研究以人口高质量发展支撑中国式现代化问题；国务院常务会议审议通过关于加快发展先进制造业集群的意见；我国全面实现不动产统一登记；国务院办公厅发布《关于推动外贸稳规模优结构的意见》；文化和旅游部公布，“五一”假期国内旅游出游人次按可比口径恢复至2019年同期的119.09%，国内旅游收入按可比口径恢复至2019年同期的100.66%。

资产表现回顾

- **风险偏好下降，债市走强**。本周沪深300指数下跌0.39%，沪深300股指期货上涨1.29%；焦煤期货本周下跌10.88%，铁矿石主力合约本周下跌4.45%；股份制银行理财预期收益率持平于1.60%，余额宝7天年化收益率下跌1BP至1.88%；十年国债收益率下行8BP至2.73%，活跃十年国债期货本周上涨0.7%。

资产配置建议

- **资产配置排序：股票>大宗>债券>货币**。5月美联储如期加息25BP，同时暗示将暂停加息，本轮加息周期至今美联储共计加息10次，累计加息500BP。目前市场对美联储货币政策及美国经济的展望预期是：利率将在当前的较高水平上持续一段时间，在约一个季度到两个季度的时间内，美国将出现经济衰退或风险暴露，届时美联储将开始降息周期。考虑到市场对已出现的风险因素和美联储可能的应对措施预期都较为充分，目前能够超预期的情景大概率仅剩通胀意外上行导致美联储重启加息，以及突发的预期之外的危机导致短期大幅降息，总的来看，未来一到两个季度之内，投资者的关注点都将聚焦在经济数据的变化上。同样的情景也适用于欧洲和中国资本市场，但不同的是，欧洲经济同样在衰退的趋势下，而中国经济在复苏方向上。对于美元资产来说，短期内投资者可能转向避险资产，并且在欧央行引导加息预期结束之前，美元指数仍将承压。
- **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。

本期观点 (2023.5.7)

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

相关研究报告

《策略对话行业》20230506
 《中银量化多策略行业轮动周报 - 20230504》
 20230505
 《加息已到尾声，危机尚未蔓延》20230504

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

目录

一周概览.....	4
假期前后风险资产延续调整	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	8
大类资产表现	11
A股：市场延续分化	11
债券：资本市场风险偏好下降，债市收益率下行	12
大宗商品：大宗商品继续下跌	13
货币类：关注拆借利率波动中枢变化	14
外汇：美元指数依然偏弱	14
港股：全球避险情绪仍在高位	15
下周大类资产配置建议	18
风险提示：	18

图表目录

本期观点 (2023.5.7)	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	8
图表 5. DR007 与 7 天期逆回购利率走势	8
图表 6. 银行间回购利率表现	8
图表 7. 交易所回购利率表现	8
图表 8. 周期商品高频指标变化	9
图表 9. 铁矿石港口库存表现	9
图表 10. 炼焦煤平均可用天数表现	9
图表 11. 美国 API 原油库存表现	9
图表 12. 美国 API 原油库存周度变动	9
图表 13. 30 大城市商品房周度成交面积表现	10
图表 14. 汽车消费增速表现	10
图表 15. 汽车消费规模表现	10
图表 16. 权益类资产节前涨跌幅	11
图表 17. 十年国债和十年国开债利率走势	12
图表 18. 信用利差和期限利差	12
图表 19. 央行公开市场操作净投放	12
图表 20. 7 天资金拆借利率	12
图表 21. 大宗商品节前表现	13
图表 22. 节前大宗商品涨跌幅 (%)	13
图表 23. 货币基金 7 天年化收益率走势	14
图表 24. 理财产品收益率曲线	14
图表 25. 节前人民币兑主要货币汇率波动	14
图表 26. 人民币贬值预期和美元兑人民币汇率走势	14
图表 27. 恒指走势	15
图表 28. 陆港通资金流动情况	15
图表 29. 港股行业涨跌幅	15
图表 30. 港股估值变化	15
图表 31. 本期观点 (2023.5.7)	18

一周概览

假期前后风险资产延续调整

风险偏好下降，债市走强。本周沪深 300 指数下跌 0.39%，沪深 300 股指期货上涨 1.29%；焦煤期货本周下跌 10.88%，铁矿石主力合约本周下跌 4.45%；股份制银行理财预期收益率持平于 1.60%，余额宝 7 天年化收益率下跌 1BP 至 1.88%；十年国债收益率下行 8BP 至 2.73%，活跃十年国债期货本周上涨 0.7%。

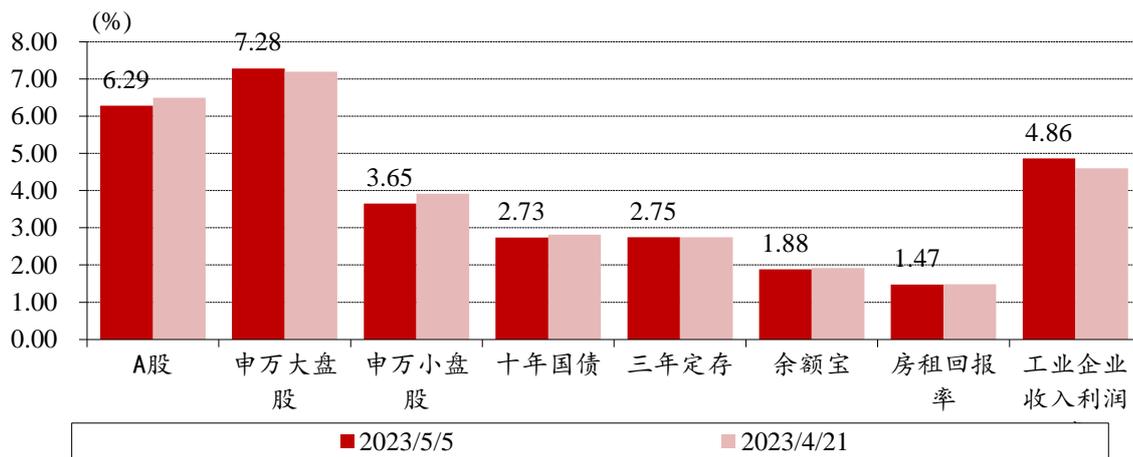
图表 1. 代表性资产一周表现和配置建议

股票	债券
沪深 300 -0.39% 沪深 300 期货 +1.29% 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 2.73%/本周变动 -8BP 活跃 10 年国债期货+0.7% 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 -4.45% 焦煤期货 -10.88% 本期评论： 国内复苏，美元难强 配置建议： 标配	余额宝 1.88%/本周变动 -1BP 股份制理财 3M 1.60%/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

二季度经济数据环比或开始走弱。五一假期前后 A 股指数分化，小盘股估值上涨，但大盘股估值有所下降。近两周央行在公开市场净回笼 1760 亿元，资金拆借利率下降，周五 R007 利率收于 1.96%，GC007 利率收于 2.10%。周五十年国债收益率收于 2.73%，较上周五下降 8BP。一季度实际 GDP 同比增长 4.5%，超出市场预期，但 4 月 PMI 指数超预期出现明显下降，且降至荣枯线下方，其中生产、订单等指数都表现偏弱，市场担忧虽然在基数影响下二季度 GDP 同比增速仍将高企，但环比看经济修复的斜率在二季度将明显放缓。

图表 2. 大类资产收益率横向比较



资料来源：万得，中银证券

美联储加息周期大概率结束，美元指数维持疲弱。股市方面，近两周 A 股指数分化，领涨的指数是上证综指（1.01%），领跌的指数是创业板指（-3.14%）；港股方面恒生指数下跌 0.13%，恒生国企指数上涨 0.5%，AH 溢价指数上行 0.86% 收于 139.91；美股方面，标普 500 指数本周上涨 0.07%，纳斯达克上涨 1.35%。债市方面，本周国内债市普涨，中债总财富指数本周上涨 0.41%，中债国债指数上涨 0.56%，金融债指数上涨 0.43%，信用债指数上涨 0.23%；十年美债利率下行 13 BP，周五收于 3.44%。万得货币基金指数本周上涨 0.07%，余额宝 7 天年化收益率下行 1 BP，周五收于 1.88%。期货市场方面，NYMEX 原油期货下跌 8.41%，收于 71.32 美元/桶；COMEX 黄金上涨 1.73%，收于 2024.9 美元/盎司；SHFE 螺纹钢下跌 6.00%，LME 铜下跌 2.44%，LME 铝下跌 3.15%；CBOT 大豆下跌 0.85%。美元指数下跌 -0.42% 收于 101.29。VIX 指数上行至 17.19。本周美联储 5 月加息 25BP，且暗示加息周期结束，但欧央行未来仍将继续加息，美元指数大概率短期内仍将面临调整压力。

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	2023/4/24 上期涨跌幅	- 本月以来	2023/5/5 今年以来
股票	000001.SH	上证综指	3,334.50	1.01	(1.11)	1.88	7.94
	399001.SZ	深证成指	11,180.87	(2.35)	(2.96)	(4.65)	1.50
	399005.SZ	中小板指	7,330.14	(2.21)	(3.89)	(5.69)	(0.14)
	399006.SZ	创业板指	2,267.63	(3.14)	(3.58)	(5.50)	(3.37)
	881001.WI	万得全 A	5,028.96	(0.64)	(2.51)	(1.91)	4.44
	000300.SH	沪深 300	4,016.88	(0.39)	(1.45)	(0.84)	3.75
债券	CBA00301.C	中债总财富指数	223.31	0.41	0.13	0.82	1.77
	CBA00603.C	中债国债	217.34	0.56	0.13	1.01	1.69
	CBA01203.C	中债金融债	223.60	0.43	0.07	0.74	1.43
	CBA02703.C	中债信用债	206.25	0.23	0.10	0.58	2.06
	885009.WI	货币基金指数	1,660.72	0.07	0.04	0.19	0.69
大宗商品	CL.NYM	NYMEX 原油	71.32	(8.41)	(5.54)	(5.75)	(11.14)
	GC.CMX	COMEX 黄金	2,024.90	1.73	(1.08)	1.95	10.88
	RB.SHF	SHFE 螺纹钢	3,622.00	(6.00)	(2.71)	(13.25)	(11.38)
	CA.LME	LME 铜	8,580.00	(2.44)	(2.69)	(4.59)	2.48
	AH.LME	LME 铝	2,321.00	(3.15)	0.71	(3.81)	(2.40)
货币	S.CBT	CBOT 大豆	1,436.75	(0.85)	(3.42)	(4.57)	(5.73)
	-	余额宝	1.88	-1 BP	-19 BP	-20 BP	8 BP
	-	银行理财 3M	1.60	0 BP	0 BP	0 BP	0 BP
外汇	USD.XFX	美元指数	101.29	(0.42)	0.14	(1.27)	(2.12)
	USDCNY.IB	人民币兑美元	6.91	(0.31)	(0.59)	(0.58)	0.58
	EURCNY.IB	人民币兑欧元	7.62	(0.75)	0.20	(1.80)	(3.52)
	JPYCNY.IB	人民币兑日元	5.15	(0.30)	0.38	0.20	2.12
港股	HSLHI	恒生指数	20,049.31	(0.13)	(1.78)	(1.72)	1.35
	HSCELHI	恒生国企	6,797.75	0.50	(2.17)	(2.46)	1.38
	HSAHP.HI	恒生 AH 溢价	139.91	0.86	0.12	1.91	1.52
美国	SPX.GI	标普 500	4,136.25	0.07	(0.10)	0.66	7.73
	IXIC.GI	NASDAQ	12,235.41	1.35	(0.42)	0.11	16.90
	UST10Y.GBM	十年美债	3.44	-13 BP	5 BP	-4 BP	-44 BP
	VIX.GI	VIX 指数	17.19	2.50	(1.76)	(8.07)	(20.67)
	CRB.RB	CRB 商品指数	261.60	(3.40)	(1.96)	(2.29)	(5.81)

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）

1-3 月份，全国规模以上工业企业实现营业收入 31.18 万亿元，同比下降 0.5%；利润总额 1.52 万亿元，同比下降 21.4%。3 月当月，全国规模以上工业企业营业收入同比增长 0.6%，由降转增。

中国 4 月制造业 PMI、非制造业 PMI 和综合 PMI 产出指数分别为 49.2%、56.4% 和 54.4%，低于上月 2.7、1.8 和 2.6 个百分点，三大指数不同程度回落，但总体产出继续保持扩张，企业生产经营活动延续恢复发展态势。制造业中，反映市场需求不足的企业比重为 56.9%，较上月上升 1.6 个百分点，创 36 个月以来的新高。统计局表示，受市场需求不足和一季度制造业快速恢复形成较高基数等因素影响，4 月制造业 PMI 降至临界点以下，景气水平环比回落。

中共中央政治局召开会议，分析研究当前经济形势和经济工作。会议认为，中国经济增长好于预期，但当前我国经济运行好转主要是恢复性的。会议指出，要加快建设以实体经济为支撑的现代化产业体系。巩固和扩大新能源汽车发展优势，重视通用人工智能发展。会议强调，恢复和扩大需求是当前经济持续回升向好的关键所在。积极的财政政策要加力提效，稳健的货币政策要精准有力，形成扩大需求的合力。要把吸引外商投资放在更加重要的位置，稳住外贸外资基本盘。要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，在超大特大城市积极稳步推进城中村改造和“平急两用”公共基础设施建设。规划建设保障性住房。要加强地方政府债务管理，严控新增隐性债务。

二十届中央财经委员会第一次会议研究加快建设现代化产业体系问题，研究以人口高质量发展支撑中国式现代化问题。会议强调，要把握人工智能等新一轮科技革命浪潮，适应人与自然和谐共生的要求，保持并增强产业体系完备和配套能力强的优势，高效集聚全球创新要素，推进产业智能化、绿色化、融合化，建设具有完整性、先进性、安全性的现代化产业体系。要着力提高人口整体素质，努力保持适度生育水平和人口规模，加快塑造素质优良、总量充裕、结构优化、分布合理的现代化人力资源，以人口高质量发展支撑中国式现代化。

国务院常务会议审议通过关于加快发展先进制造业集群的意见；部署加快建设充电基础设施，更好支持新能源汽车下乡和乡村振兴。会议指出，要把发展先进制造业集群摆到更加突出位置，统筹推进传统产业改造升级和新兴产业培育壮大。要聚焦制约新能源汽车下乡的突出瓶颈，适度超前建设充电基础设施；进一步优化支持新能源汽车购买使用政策，鼓励企业丰富新能源汽车供应，同时加强安全监管，促进农村新能源汽车市场健康发展。

国务院国资委印发《中央企业债券发行管理办法》，着力健全债券发行管理工作体系，将管理范围扩充为企业在各类债券市场发行的公司信用类债券，实现对各类债券品种全覆盖。着力防范债券违约风险，对各环节风险防范工作提出系统要求。

国家发改委表示，要以高质量发展扎实推进中国式现代化建设。加快实现高水平科技自立自强，积极扩大国内有效需求。把恢复和扩大消费摆在优先位置，多渠道增加城乡居民收入，努力改善消费条件、创新消费场景，充分释放消费潜力。促进消费提质升级，支持新能源汽车、养老服务、教育医疗文化体育服务等消费，培育壮大新型消费。

《求是》杂志刊发国资委党委署名文章称，国资央企要充分发挥科技创新骨干作用，从技术供给和需求牵引双向发力，紧盯重点产业链供应链“卡脖子”难题，集中力量开展原创性引领性科技攻关。充分发挥产业发展引领作用，加大新一代信息技术、人工智能、新能源、新材料、生物技术、绿色环保等产业投资力度，在集成电路、工业母机等领域加快补短锻长。充分发挥安全支撑保障作用，加强国防科技工业能力建设，推进重要能源、矿产资源国内勘探和增储上产，提升种子自主可控和粮源掌控能力，加大通信等新型基础设施建设投入力度，强化对主干电网、主干管网和国家水网等网络的布局。

全国 31 个省份一季度经济数据全部出炉，有 23 个省份 GDP 增速超过全国 4.5% 的平均增长水平，8 个省份低于全国水平。其中，吉林、西藏同比增长 8.2%，增速并列第一；江西和福建分别增长 1.2% 和 1.7%。基数是导致去年和今年 GDP 增速反差较大的重要原因。

国家税务总局发布数据显示，一季度全国新增减税降费及退税缓费 3679.8 亿元。其中，月销售额 10 万元以下的小规模纳税人免征增值税政策新增减税 1024.3 亿元；小规模纳税人征收率由 3% 降至 1% 政策新增减税 389.9 亿元。

商务部回应美要求韩企禁止填补美在华芯片市场份额缺口表示，近期相关国家芯片供应链企业营收和利润大幅缩减，美方强推“脱钩断链”是重要原因。美方做法是典型的科技霸凌，严重干扰企业间正常经贸往来，破坏市场规则和国际经贸秩序，威胁全球产业链供应链安全稳定，中方对此坚决反对。

我国全面实现不动产统一登记，涵盖所有不动产权的不动产统一登记制度全面建立。这意味着房地产税征收前提条件进一步完善，引发市场对房地产税开征猜想。分析指出，目前购房者置业情绪和预期仍不稳固，短期房地产市场仍需要政策支持，当前并不是进行房地产税试点合适时机。券商指出，房地产税是地方税，是否全国联网、不动产统一登记影响并不大。

国务院办公厅发布《关于推动外贸稳规模优结构的意见》，从强化贸易促进拓展市场、稳定和扩大重点产品进出口规模、加大财政金融支持力度、加快对外贸易创新发展、优化外贸发展环境五大方面提出 18 条措施。《意见》提出，培育汽车出口优势，引导汽车企业与航运企业签订中长期协议；鼓励金融机构创新完善外汇衍生品和跨境人民币业务，进一步扩大跨境贸易人民币结算规模。

一季度我国房地产开发贷款增速提升，个人住房贷款增速回落。据央行数据，一季度末，房地产开发贷款余额 13.3 万亿元，同比增长 5.9%，增速比上年末高 2.2 个百分点。个人住房贷款余额 38.94 万亿元，同比增长 0.3%，增速比上年末低 0.9 个百分点。

上海实施多子女家庭住房公积金支持政策。自 2023 年 5 月 1 日起，符合住房公积金贷款规定的多子女家庭购买首套住房，最高贷款限额（含补充公积金最高贷款限额）在上海市最高贷款限额的基础上上浮 20%；个人最高贷款限额为 60 万元，缴交补充住房公积金的，最高贷款限额在上述限额基础上增加 12 万元；家庭最高贷款限额为 120 万元，缴交补充住房公积金的，最高贷款限额在上述限额基础上增加 24 万元。

《广东省关于香港机动车经港珠澳大桥珠海公路口岸入出内地的管理办法》对外公布，从 2023 年 6 月 1 日 9 时起开始接受香港机动车车主申请，7 月 1 日零时起，符合条件的香港机动车车主在港方预约通关获准后，就可以驾车经港珠澳大桥珠海公路口岸驶入广东。

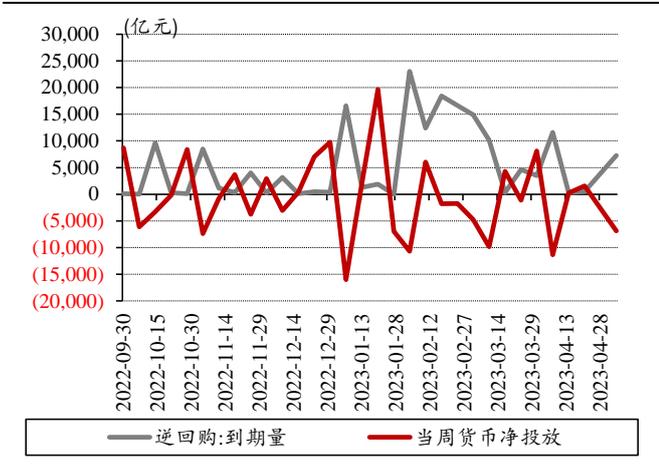
国家税务总局数据显示，今年“五一”假期，全国消费相关行业销售收入同比增长 24.4%。其中，服务消费和商品消费同比分别增长 28.7% 和 19.5%，反映居民消费意愿增强。旅游游览和娱乐服务业销售收入同比增长 3.2 倍。

文化和旅游部公布，“五一”假期，文化和旅游行业复苏势头强劲，全国假日市场平稳有序。经文化和旅游部数据中心测算，全国国内旅游出游合计 2.74 亿人次，同比增长 70.83%，按可比口径恢复至 2019 年同期的 119.09%；实现国内旅游收入 1480.56 亿元，同比增长 128.90%，按可比口径恢复至 2019 年同期的 100.66%。

宏观上下游高频数据跟踪

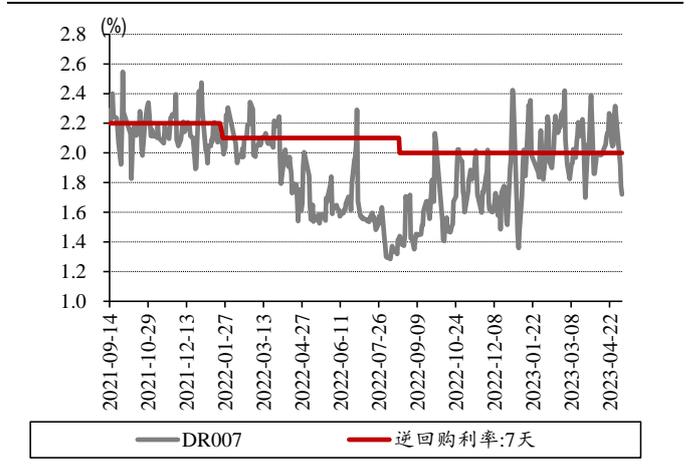
截至5月5日，公开市场逆回购到期量为7270亿元；当周央行在公开市场上实现流动性净回笼，共计净回笼6860亿元。

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

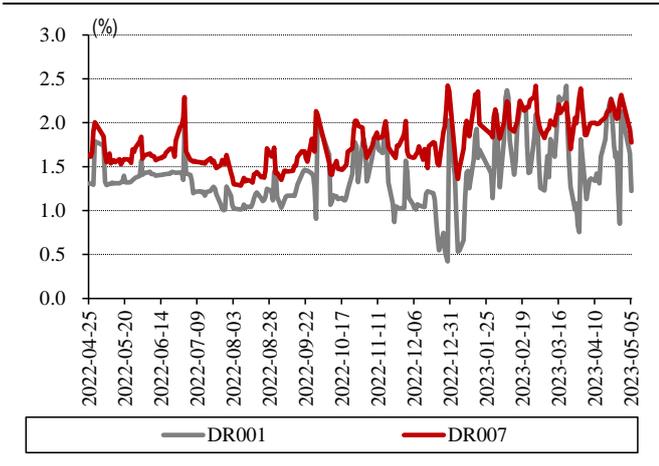


资料来源：万得，中银证券

银行间市场方面，截至5月5日，DR001与DR007利率分别为1.2227%、1.7754%，较前一周分别变动2BP、-28BP。交易所市场方面，R001与R007利率分别为1.2590%、1.9639%，较前一周分别变动-6BP、-43BP。

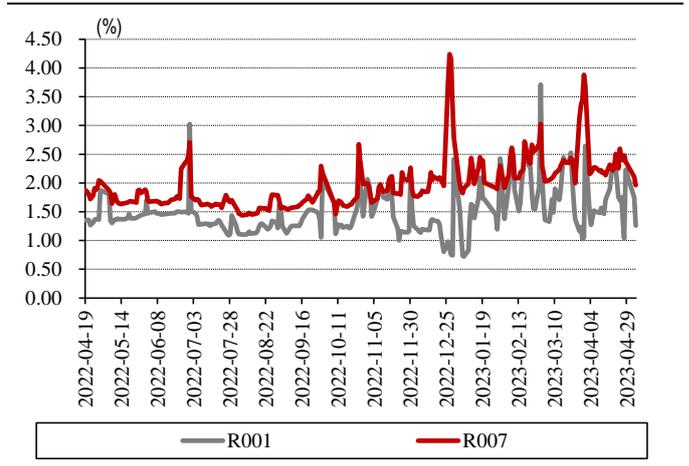
DR007与7天期逆回购差值为-0.2794%，较前一周变动-33BP；DR007、R007之差较上周小幅收窄，截至5月5日，单周变动-21BP，狭义流动性环境仍相对宽松。

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，5月5日当周，钢厂开工率较上周整体下降，短流程电炉钢厂开工率变动-2.09个百分点。铁矿石港口库存继续有所下降，变动-150.71万吨。炼焦方面，炼焦煤平均可用天数单周变动-0.10天；各地区炼焦开工率表现趋异，东北、华北、华东地区单周开工率下降。

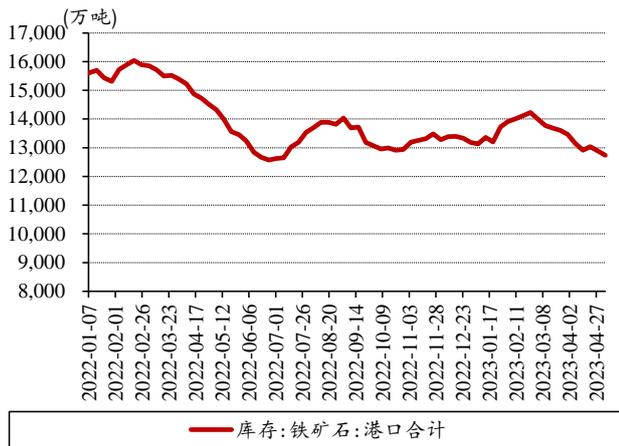
图表 8. 周期商品高频指标变化

周期品种	指标	当周值	周变动	较年初变动
水泥	库容比 (%)	68.96	1.98	(3.25)
	短流程电炉钢厂开工率 (%)	64.58	(2.09)	28.12
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 (%)	55.90	(0.60)	(7.30)
	开工率:华北地区 (%)	78.90	(2.10)	1.10
	开工率:西北地区 (%)	62.00	0.10	1.90
炼焦	开工率:华中地区 (%)	88.90	0.00	6.00
	开工率:华东地区 (%)	83.50	(2.70)	2.70
	开工率:西南地区 (%)	62.50	0.90	6.80

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5月5日，SPDR黄金ETF持仓总价值变动1.52%。原油库存方面，4月28日当周，美国API原油库存小幅下降，周环比变动-393.90万桶。

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



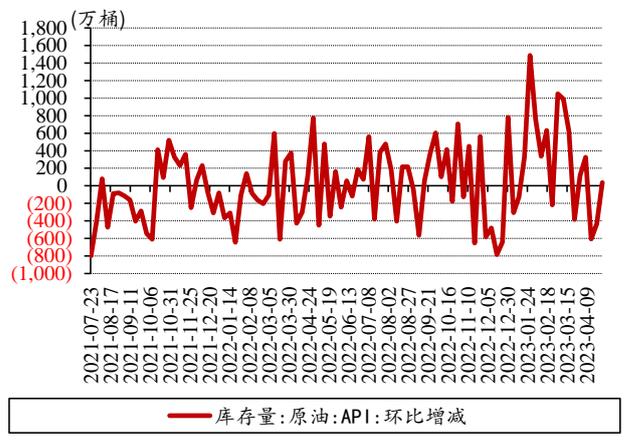
资料来源：万得，中银证券

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

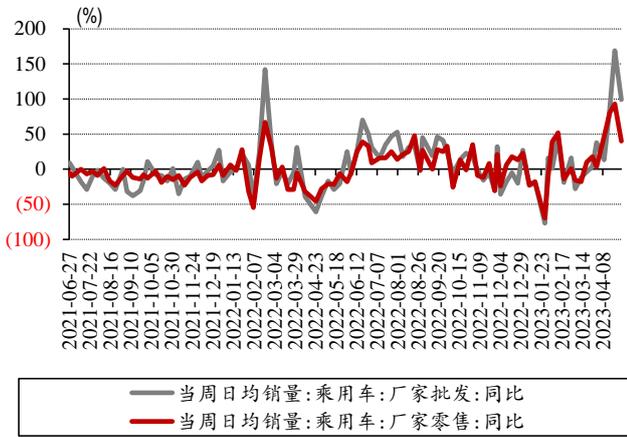


资料来源: 万得, 中银证券

房地产方面, 4月30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45.55万平方米, 单周成交面积实现349.93万平方米, 季初月份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。

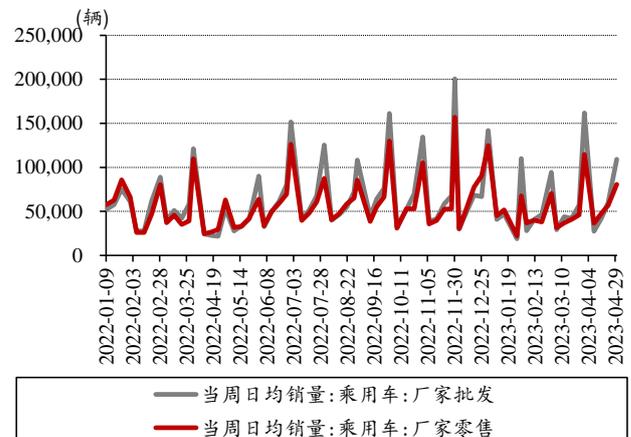
根据万得数据, 4月30日当周, 国内乘用车批发、零售销量单周同比增速分别为99%和40%, 继续维持较高增速, 除去年同期的较低基数原因外, 汽车在促消费中的重要角色同样不容忽视, 我们继续维持汽车消费具备上行动力的判断。

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：市场延续分化

以中小创为代表的板块近期延续调整。本周市场指数分化，领涨的指数包括上证红利（5.54%）、上证 50（1.17%）、上证综指（1.01%），领跌的指数包括创业板指（-3.14%）、深证成指（-2.35%）、中小板指（-2.21%）。行业方面分化显著，领涨的行业有传媒（13.59%）、非银行金融（7.67%）、纺织服装（5.44%），领跌的行业有电子元器件（-8.47%）、通信（-5.6%）、家电（-4.87%）。一季报全部 A 股净利润同比增长 1.3%，非金融非两油利润同比下降 6.9%，上市公司盈利表现与工业企业月度数据趋势一致，但市场预期二季度盈利有望上行。

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	5.54	传媒	13.59	电子竞技指数	16.94
上证 50	1.17	非银行金融	7.67	文化传媒概念指数	10.58
上证综指	1.01	纺织服装	5.44	网络游戏指数	10.54
中小板指	(2.21)	家电	(4.87)	苹果指数	(7.80)
深证成指	(2.35)	通信	(5.60)	去 IOE 指数	(7.86)
创业板指	(3.14)	电子元器件	(8.47)	芯片国产化指数	(8.47)

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 | 截至 3 月底，我国发电装机容量达 26.2 亿千瓦，位居世界第一。其中，非化石能源发电装机容量 13.3 亿千瓦，同比增长 15.9%，占总装机容量比重首次超过 50%，达 50.5%。

IPv6 概念 | 三部门印发《深入推进 IPv6 规模部署和应用 2023 年工作安排》，目标到 2023 年末，IPv6 活跃用户数达到 7.5 亿，物联网 IPv6 连接数达到 3 亿，固定网络 IPv6 流量占比达到 15%，移动网络 IPv6 流量占比达到 55%。

光伏 | 据中国光伏行业协会，3 月份，全国太阳能级多晶硅产量环比增长 12.3%，同比增长 32.3%；硅片产量环比增长 18%，同比增长 20.2%；电池片产量环比增长 22.3%，同比增长 44.4%；组件产量环比增长 14.5%，同比增长 76.4%；逆变器产量环比增长 30.7%，同比增长 95.8%。

中医药 | 上海完善基层中医药服务网络，计划到 2025 年实现八个全覆盖。其中提出，公立综合医院中医科基本实现全覆盖，95% 的公立综合医院设置中医科，配备中医类别医师提供中医特色服务。

基金重仓股 | 公募基金 2023 年一季报披露完毕，各基金一季度资产配置及重仓股浮出水面。截止 2023 年一季度末，公募基金规模达 26.34 万亿元，较上季度环比扩大 2.44%，其中 QDII 基金与货币市场型基金规模增长显著，增幅分别为 8.3%、4.77%，最新规模为 0.32 万亿元、10.95 万亿元。

充电桩 | 国家能源局综合司、交通运输部办公厅联合发文，部署做好节假日期间新能源汽车充电服务保障有关工作，要求加大公共充电设施建设力度，推动旅游景区及周边停车场充电设施建设；加快推进公路沿线充电基础设施建设完善。

医美 | 11 部门联合印发《关于进一步加强医疗美容行业监管工作的指导意见》，着重强调跨部门综合监管。明确要求将医疗美容诊疗活动、涉医疗美容经营活动以及医疗美容用药品、医疗器械等纳入综合监管重点事项。扫清“黑机构”“黑医生”“黑药械”，对行业乱象保持高压严打态势。

数字经济 | 第六届数字中国建设峰会共对接数字经济项目 606 个，总投资 3357 亿元，其中集中签约数字经济重点项目 52 个，总投资 581 亿元，涵盖半导体、新能源、智能汽车等类别。

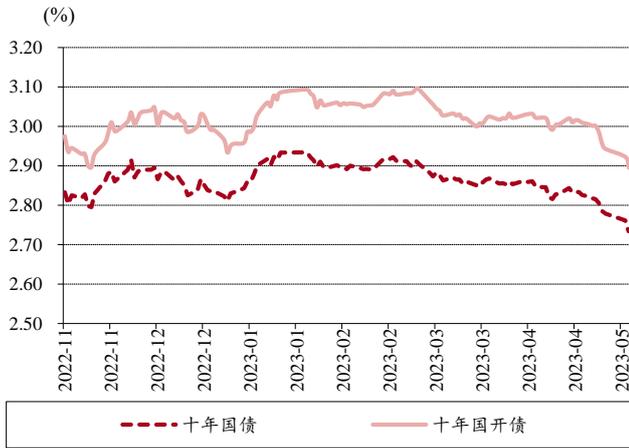
大消费 | “五一”假期，据商务部商务大数据监测，全国重点零售和餐饮企业销售额同比增长 18.9%。石油制品、汽车销售额同比分别增长 24.4% 和 20.9%。金银珠宝、服装、化妆品、烟酒销售额同比分别增长 22.8%、18.4%、16.5% 和 15.1%。

旅游 | 文化和旅游部公布，“五一”假期，文化和旅游行业复苏势头强劲，全国假日市场平稳有序。经文化和旅游部数据中心测算，全国国内旅游出游合计 2.74 亿人次，同比增长 70.83%，按可比口径恢复至 2019 年同期的 119.09%。

债券：资本市场风险偏好下降，债市收益率下行

债市收益率突破此前瓶颈，近两周出现明显下行趋势。十年期国债收益率周五收于 2.73%，本周下行 8BP，十年国开债收益率周五收于 2.9%，较上周五下行 11BP。本周期限利差下行 3BP 至 0.61%，信用利差持平于 0.54%。

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

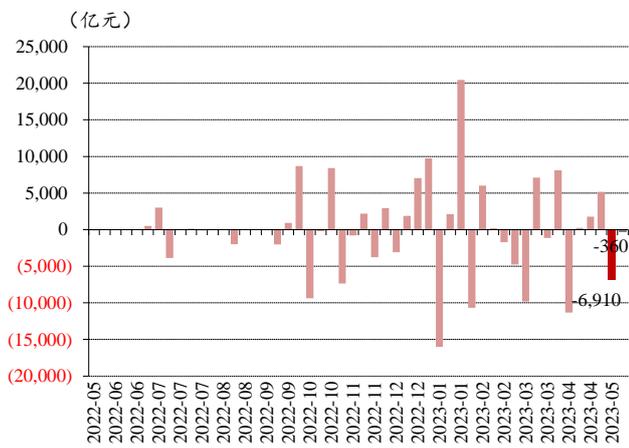
图表 18. 信用利差和期限利差



资料来源：万得，中银证券

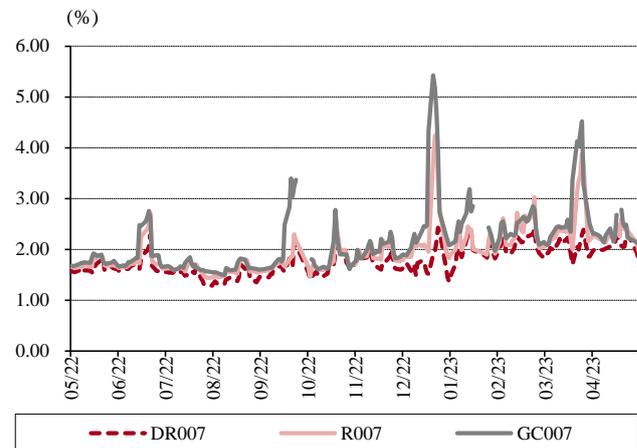
拆借利率假期后下行。五一假期前后央行在公开市场累计净回笼资金 1760 亿元，资金拆借利率小幅下降，周五 R007 利率收于 1.96%，交易所资金 GC007 利率收于 2.10%。2023 年以来拆借利率中枢较 2022 年上行约 50BP，但随着市场预期二季度经济恢复斜率下降，市场对降息的预期有所升温。

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)

央行发布《内地与香港利率互换市场互联互通合作管理暂行办法》，明确符合要求并完成银行间债券市场准入备案的境外机构投资者，可参与“北向互换通”。央行有关部门负责人表示，“北向互换通”初期全市场每日交易净限额为 200 亿元人民币，清算限额为 40 亿元人民币。同时，全国银行间同业拆借中心发布“北向互换通”利率互换交易规则。

多家股份行跟进调整存款利率。渤海银行发布公告，5 月 5 日起调整人民币存款挂牌利率，活期存款年利率调整为 0.25%，整存整取三个月至五年期年利率为 1.33%-2.95% 不等。浙商银行、恒丰银行亦宣布对人民币存款挂牌利率进行调整。此前央行回应认为，这是中小银行的“补充下调”行为。

大宗商品：大宗商品继续下跌

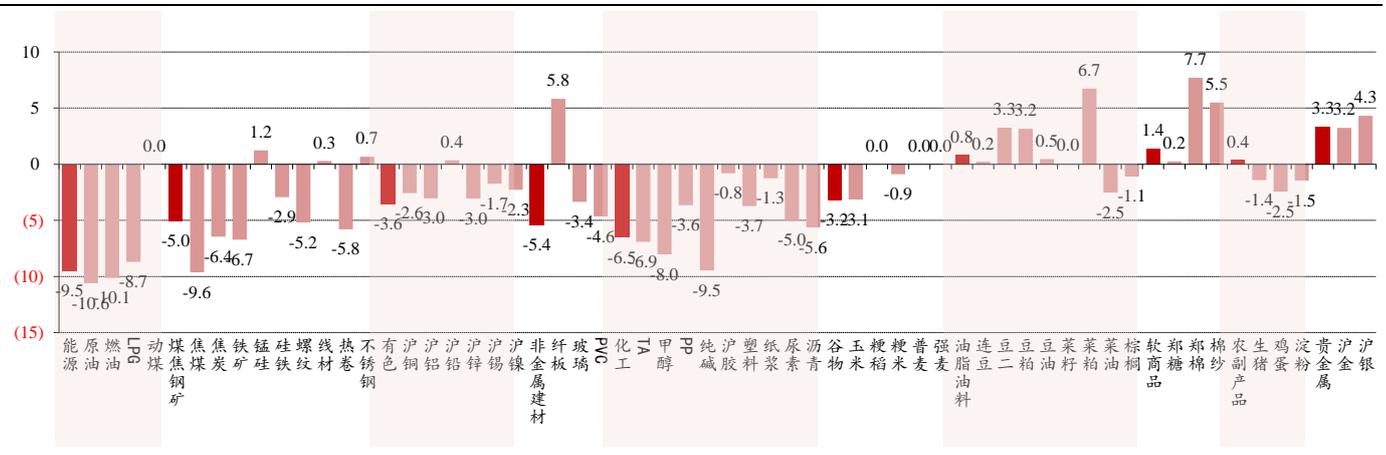
国际大宗商品价格持续调整。两周商品期货指数下跌 2.61%。从各类商品期货指数来看，上涨的有贵金属（3.33%）、油脂油料（0.8%），下跌的有谷物（-3.19%）、有色金属（-3.57%）、煤焦钢矿（-5.03%）、非金属建材（-5.42%）、化工（-6.51%）、能源（-9.49%）。各期货品种中，本周涨幅较大的大宗商品有郑棉（7.71%）、菜粕（6.74%）、纤板（5.84%），跌幅靠前的则有原油（-10.59%）、燃油（-10.13%）、焦煤（-9.62%）。国际油价已经回落至 75 美元/桶下方。

图表 21. 大宗商品节前表现

商品 -2.61%	能源 -9.49%	煤焦钢矿 -5.03%
有色金属 -3.57%	非金属建材 -5.42%	化工 -6.51%
谷物 -3.19%	油脂油料 +0.8%	贵金属 +3.33%

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）

欧佩克秘书长表示，IEA 应该非常谨慎，避免进一步削弱石油行业的投资，反复呼吁停止投资石油可能导致未来市场波动。

中国石油企业协会等近日联合发布《中国天然气行业年度运行报告蓝皮书》预测，今年我国天然气消费量为 4440.57 亿立方米，增量为 778 亿立方米，同比将增长 21.23%。

中钢协明确钢铁行业下一步重点工作，其中，将推动建立产能治理新机制，实现市场化方式导向供需平衡、导向优胜劣汰；大力推进联合重组，推动建立钢铁行业全国统一大市场。

据中国有色金属工业协会，在不出现“黑天鹅”事件的前提下，预计二季度有色金属工业生产、投资依然保持较快的增长势头，主要有色金属价格、规上有色金属企业效益降幅将会收窄。预计上半年十种常用有色金属产量同比增长 6% 左右。

农业农村部召开视频会议，部署开展全国粮油等主要作物大面积单产提升行动。会议强调，要充分认识开展大面积单产提升行动的重要性和紧迫性，科学确定单产提升的思路目标和技术路径，强化措施保障，扎实推进单产提升工作尽快落地见效。

联合国粮农组织发布数据显示，4 月份全球食品价格指数为 127.2 点，环比上涨 0.6%，为时隔 12 个月首次上涨。粮农组织食糖价格指数环比上涨 17.6%，创 2011 年 10 月以来最高水平。

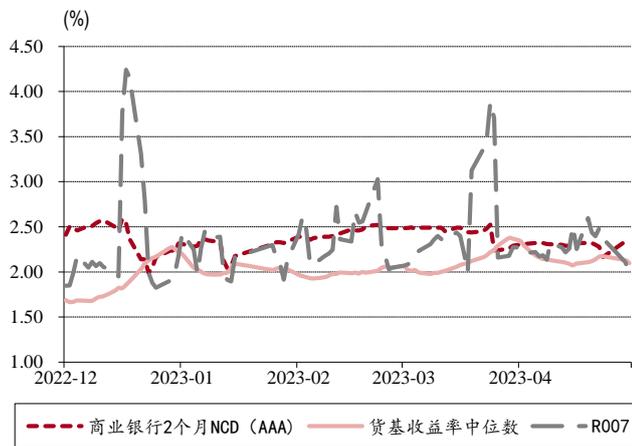
据中国黄金协会统计，一季度，国内原料黄金产量为 84.972 吨，同比增长 1.88%；进口原料产金 29.901 吨，同比增长 24.41%。黄金消费量 291.58 吨，同比增长 12.03%。

一季度全球央行强劲购金。世界黄金协会发布报告显示，一季度多国央行购金需求大幅增长，令全球央行黄金储备增加 228 吨，创历史新高。当季中国金饰消费总量为 198 吨，同比增长 11%，环比增长 56%。

货币类：关注拆借利率波动中枢变化

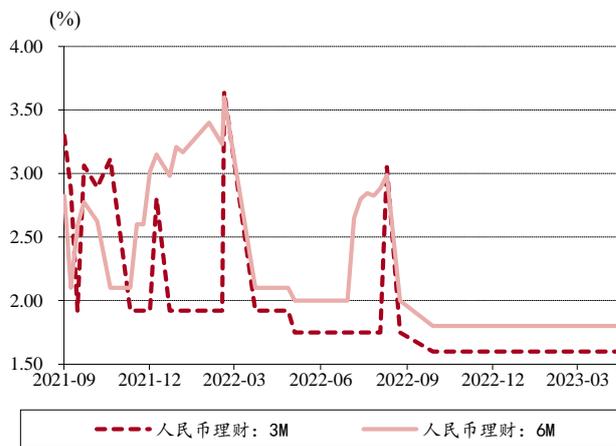
货币基金收益率仍位于2%上方。本周余额宝7天年化收益率下行3BP，周五收于1.88%；人民币3个月理财产品预期年化收益率收于1.8%。本周万得货币基金指数上涨0.07%，货币基金7天年化收益率中位数周五收于2.1%。关注拆借利率波动中枢是否将出现下行。

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

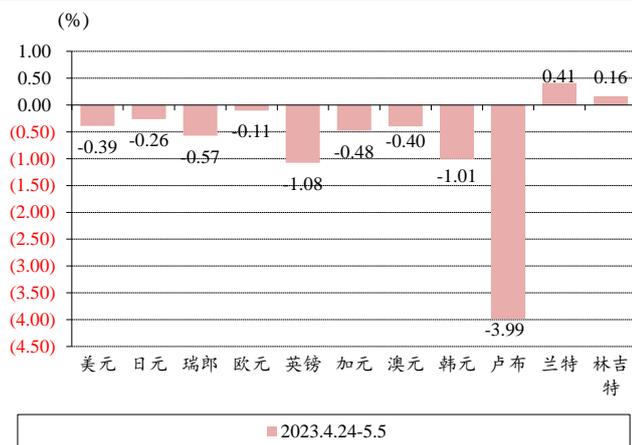


资料来源：万得，中银证券

外汇：美元指数依然偏弱

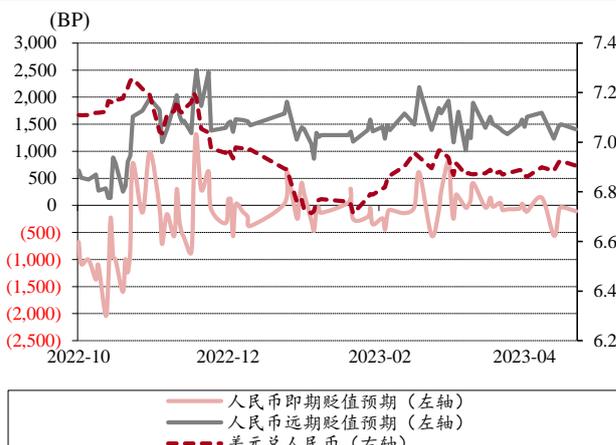
人民币兑美元中间价本周上行267BP，至6.9114。本周人民币对兰特(0.41%)、林吉特(0.16%)升值，对欧元(-0.11%)、日元(-0.26%)、美元(-0.39%)、澳元(-0.4%)、加元(-0.48%)、瑞郎(-0.57%)、韩元(-1.01%)、英镑(-1.08%)、卢布(-3.99%)贬值。美元加息周期大概率结束，美元指数短期仍将承压。

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)

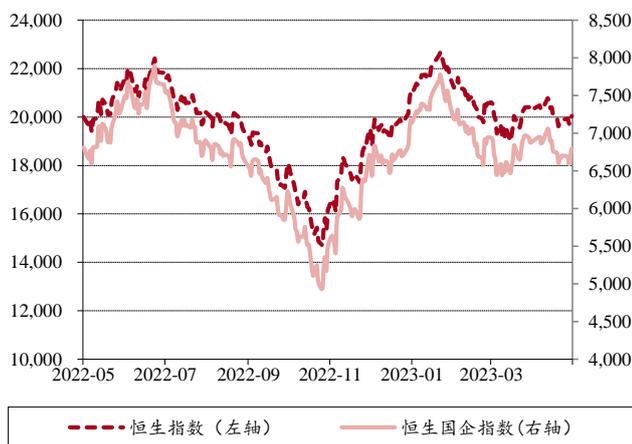
随着美联储本周可能发出几十年来最激进加息周期即将结束的信号，投资者正在大举押注美元下跌。CFIC 数据显示，截至4月25日，对冲基金和其他大型投机者押注美元兑主要对手货币下跌的净空头寸升至7万多张合约，创2021年6月以来最高水平。

人民币国际化“朋友圈”不断扩大，在全球特别是新兴经济体认可度大幅提升。截至目前，已有包括印尼、伊朗、俄罗斯、德国在内的30多个国家正逐渐在贸易结算或投资中转向使用人民币。

港股：全球避险情绪仍在高位

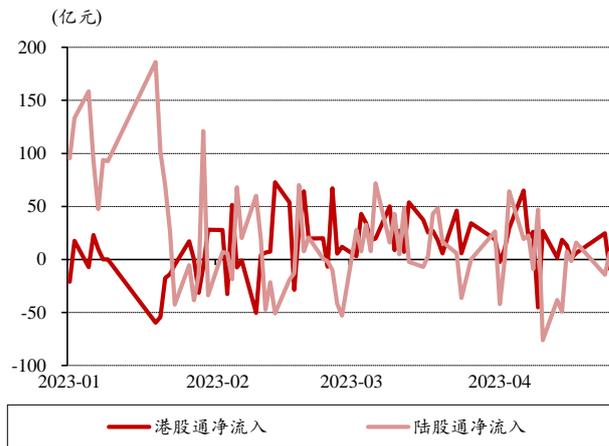
美联储5月如期加息25BP，但加息进程大概率已结束。本周港股方面恒生指数下跌0.13%，恒生国企指数上涨0.5%，AH溢价指数上行0.86%收于139.91。行业方面本周领涨的有综合企业(4.48%)、公用事业(4.07%)、金融业(3.11%)，跌幅靠前的有资讯科技业(-2.98%)、工业(-2.35%)、必需性消费(-1.89%)。本周南下资金总量36.04亿元，同时北上资金总量13.64亿元。美联储5月如期加息25BP，且加息进程大概率已经结束，后续密切关注美国经济数据和经济事件的变化。

图表 27. 恒指走势



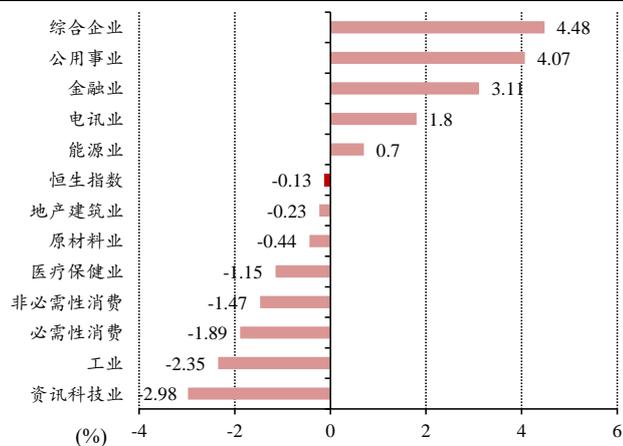
资料来源：万得，中银证券

图表 28. 陆港通资金流动情况



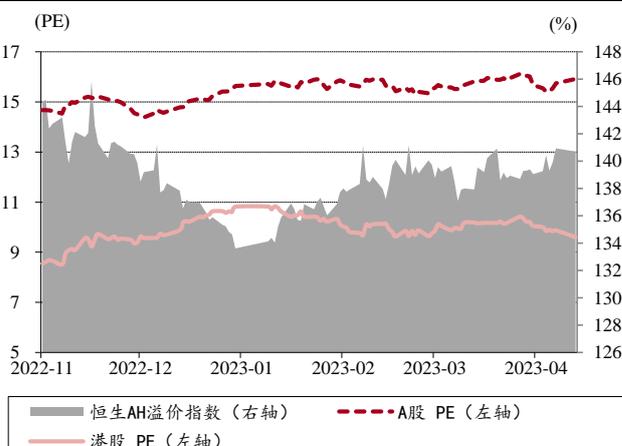
资料来源：万得，中银证券

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)

美联储如期加息25个基点，将联邦基金利率目标区间上调至5%-5.25%，为连续第10次加息，本轮已累计加息500个基点。决议声明删除关于“适宜进一步加息”的措辞，暗示未来将暂停加息。声明多次重申，将把本轮加息周期以来数次紧缩以及传导机制的滞后性纳入考量，以确定“未来额外的政策紧缩程度”。美联储主席鲍威尔在新闻发布会上表示，原则上无需加息至太高的水平。但同时强调在压低通胀方面还有漫长的路要走，偏高的通胀前景不支持降息。预计美国经济将适度增长，不会爆发经济衰退。如果无法达成债务上限协议，将对美国经济造成“高度不确定的”后果。对于美国的银行业状况，鲍威尔称，美国银行业情况总体上有所改善。并认为，美国银行系统健康且具有弹性，三家银行的倒闭是3月初压力的核心，现在已经全部解决。

欧洲央行如期加息25个基点，利率水平达2008年10月以来最高。欧洲央行重申将根据经济数据并基于通胀前景调整利率政策，并预计将于7月停止资产购买计划再投资。欧洲央行行长拉加德明确表示不会暂停加息，强调通胀前景仍存在重大上行风险。而有消息人士称，部分欧洲央行决策者预计未来还将加息2-3次。

澳洲联储将基准利率上调 25 个基点至 3.85%，续刷 2012 年以来新高，市场预期维持利率不变。澳洲联储表示，7% 的通胀率仍然太高，要过一段时间才能回到目标范围。预计 2023 年通胀率将达到 4.5%，2025 年中期将降至 3%。进一步收紧货币政策将取决于经济和通胀的发展情况。

加拿大央行行长麦克勒姆：金融系统再次面临压力可能会改变利率路径；将通胀从 3% 降至 2% 可能更加困难；加拿大央行有“一系列工具”来缓解金融压力；如果通胀不放缓，加拿大央行准备继续加息；尽管经济持续温和增长，预计通胀将在今年夏季进一步下降至约 3%；如果金融压力导致比预期更多的紧缩，并持续存在，在制定利率时必须考虑这一点。

日本央行决定继续维持当前超宽松货币政策，将 2023 财年核心 CPI 预期涨幅从 1.6% 上调到 1.8%。日本央行本次会议取消了利率前瞻指引，并决定用一年至一年半时间，对宽松货币政策展开全面评估。

韩国央行行长表示，谈论政策转向还为时过早。鉴于核心通胀率仍然较高，现在需要观望。不认为发达国家会在金融不稳定的情况下继续快速加息。韩国 GDP 增速可能略低于 2 月份的预测。

美国一季度实际 GDP 年化环比初值上升 1.1%，远不及市场预期值 2%，前值为 2.6%。个人消费支出增长 3.7%，低于预期值 4%，前值为 1%。核心 PCE 物价指数环比升幅反弹至 4.9%，高于预期值 4.7%，前值为 4.4%。另外，美国至 4 月 22 日当周初请失业金人数由前值 24.6 万下降至 23 万人，预期为 24.8 万人。

美国劳工统计局公布数据显示，4 月新增非农就业人口 25.3 万，远超市场预期值 18 万；失业率降至 3.4%，创 1969 年以来新低；薪资加速上涨，员工平均月薪环比上涨 0.5%。

美国 3 月 JOLTs 职位空缺 959 万人，为 2021 年 4 月以来新低，预期 977.5 万人，前值由 993.1 万人修正为 997.4 万人。美国劳工统计局表示，3 月新聘人数和离职总人数变化不大，分别为 610 万和 590 万；在离职人数中，辞职人数（390 万人）变化不大，而裁员和解雇人数（180 万人）有所增加。

美国上周初请失业金人数增加 1.3 万人至 24.2 万人，高于预期值 24 万人。至 4 月 22 日当周续请失业金人数减少 3.8 万人至 180.5 万人，预期为升至 186.5 万人。美国 4 月挑战者企业裁员人数 6.7 万人，前值 8.97 万人。

美国 3 月核心 PCE 物价指数同比升 4.6%，预期升 4.5%，前值自升 4.6% 修正至升 4.7%；环比升 0.3%，预期升 0.3%，前值升 0.3%。美国第一季度劳工成本指数环比升 1.2%，预期升 1.1%，前值升 1%。

美国 4 月 Markit 制造业 PMI 终值 50.2，预期 50.4，前值 50.4。美国 4 月 ISM 制造业 PMI 为 47.1，预期 46.7，前值 46.3。

欧元区 4 月制造业 PMI 终值录得 45.8，预期 45.5，前值 45.5。德国 4 月制造业 PMI 终值录得 44.5，预期 44，前值 44。英国 4 月制造业 PMI 录得 47.8，预期 46.6，前值 46.6。

欧元区核心通胀 10 个月来首次放缓，这为欧洲央行本周放慢其历史上最激进的加息进程提供了支撑。欧元区 4 月剔除食品、能源和烟酒的核心 CPI 年率同比上涨 5.6%，低于上个月的 5.7%。

欧元区第一季度 GDP 初值同比升 1.3%，预期升 1.4%，去年第四季度终值升 1.8%；环比升 0.1%，预期升 0.2%，去年第四季度修正为降 0.1%。

欧洲央行发布季度调查报告，预计今年欧元区经济将增长 0.6%，较上一季度预测的 0.2% 略有提高；预计今年欧元区通胀率将达 5.6%，低于上一季度预测的 5.9%。

欧元区 3 月零售销售环比下降 1.2%，预期降 0.1%，前值降 0.8% 修正为降 0.2%；同比降 3.8%，预期降 3.1%，前值降 3.0% 修正为降 2.4%。

欧洲央行发布的欧元区银行贷款状况调查报告指出，银行业第一季度信贷标准收紧程度超过预期，调查显示“贷款动态持续减弱”。预计消费信贷在第二季度将继续紧缩。

韩国 4 月出口同比减少 14.2%，为 496.2 亿美元。4 月进口同比减少 13.3%，为 522.3 亿美元。贸易收支出现 26.2 亿美元逆差。这是韩国 1995 年 1 月至 1997 年 5 月（29 个月）以来，贸易逆差持续时间创第二长（14 个月）纪录。

美国财政部正在利用会计手段在不突破债务上限情况下偿还债务，但预计最早在 6 月或可能在夏季晚些时候就会用尽这些办法。有业内人士担心这次情况至少会和 2011 年当时情况一样糟糕。

美国加州金融保护与创新部（DFPI）指定美国联邦存款保险公司作为第一共和银行的接管人，联邦存款保险公司接受摩根大通对第一共和银行的收购要约。美国联邦存款保险公司表示，第一共和国银行在 8 个州的 84 个办事处将于 5 月 1 日重新开业。除了承担所有存款，摩根大通同意购买第一共和国银行几乎所有的资产。

美国银行业危机还在继续发酵，多家地区性银行股价暴跌。西太平洋合众银行称，正与潜在投资者就包括出售和融资在内的战略性选项进行谈判。英国金融时报报道称，阿莱恩斯西部银行正在考虑包括出售（资产）在内的选择，但随后该行予以否认。另外，道明银行终止与第一地平线银行合并协议。

国际货币基金组织（IMF）欧洲地区经济展望报告称，预计今年欧元区的总体通胀率平均为 5.3%，明年为 2.9%。各国央行别无选择，只能继续推进进一步加息。

IMF 发布《亚洲及太平洋地区经济展望报告》指出，中国和印度将推动 2023 年亚太地区经济增长率达到 4.6%，超过 2022 年的 3.8%。这也意味着亚太地区为今年全球经济增长的贡献率将高达 70% 左右，而在亚太范围内，中国对全球经济增长的贡献排名第一。

IMF 总裁格奥尔基耶娃：银行业可能暴露出更多的脆弱性；2024 年通胀率远高于目标；在银行业危机之后，将看到很多对监管和信息披露的思考；超过 110 个国家正在开发央行数字货币。

据经济参考报，当前，英国生活成本危机持续蔓延，导致越来越多民众陷入困境。同时，英国经济复苏仍然面临能源危机、高通胀等多重挑战。英国慈善机构特拉塞尔基金会发布报告显示，在截至 2023 年 3 月的一年里，该基金会共发放约 300 万份免费救济食物包，同比增长 37%，数量创新高。

新加坡政府宣布，将新加坡公民购买第二套住房的额外买家印花税从 17% 提高到 20%。购买第三套或以上住房的公民，以及购买第二套住宅的永久居民，从 25% 提高到 30%。对于购买任何房屋的外国人，印花税将从 30% 跃升至 60%。

韩国今年公寓、多户型住宅等共同住宅的公示价格较去年平均下降 18.63%，受房地产持有税减税政策的影响，房价降幅创下历史新高。

美国 3 月成屋签约销售指数环比降 5.2%，创 2022 年 9 月以来最大降幅，预期升 0.5%，前值由升 0.8% 修正至持平。

下周大类资产配置建议

二季度经济复苏环比或将走弱。1-3月份，全国规模以上工业企业实现营业收入 31.18 万亿元，同比下降 0.5%；利润总额 1.52 万亿元，同比下降 21.4%。3 月当月，全国规模以上工业企业营业收入同比增长 0.6%，由降转增。中国 4 月制造业 PMI、非制造业 PMI 和综合 PMI 产出指数分别为 49.2%、56.4% 和 54.4%，低于上月 2.7、1.8 和 2.6 个百分点，三大指数不同程度回落，但总体产出继续保持扩张，企业生产经营活动延续恢复发展态势。制造业中，反映市场需求不足的企业比重为 56.9%，较上月上升 1.6 个百分点，创 36 个月以来的新高。3 月工业企业利润累计同比增速较 1-2 月上行，且 3 月当月工业企业营收增速转正，表明工业企业盈利好转，但进入二季度之后，4 月 PMI 数据出现整体环比下行，其中制造业 PMI 的生产、新订单、采购量等指数下滑幅度均超过 4 个百分点，新出口订单也出现较明显的回落，非制造业 PMI 指数整体仍明显高于荣枯线，但非制造业和制造业一样，从业人员指数均出现不同程度的环比下降，表现出吸纳就业不足。如果经济数据在二季度开始现实出复苏环比减弱、就业依然低迷，则宏观政策仍需在稳增长方面着力。

美联储开始稳增长，欧央行仍需抗通胀。美联储如期加息 25 个基点，将联邦基金利率目标区间上调至 5%-5.25%，为连续第 10 次加息，本轮已累计加息 500 个基点。决议声明删除关于“适宜进一步加息”的措辞，暗示未来将暂停加息。声明多次重申，将把本轮加息周期以来数次紧缩以及传导机制的滞后性纳入考量，以确定“未来额外的政策紧缩程度”。欧洲央行如期加息 25 个基点，利率水平达 2008 年 10 月以来最高。欧洲央行重申将根据经济数据并基于通胀前景调整利率政策，并预计将于 7 月停止资产购买计划再投资。欧洲央行行长拉加德明确表示不会暂停加息，强调通胀前景仍存在重大上行风险。而有消息人士称，部分欧洲央行决策者预计未来还将加息 2-3 次。

美联储加息周期完结。5 月美联储如期加息 25BP，同时暗示将暂停加息，本轮加息周期至今美联储共计加息 10 次，累计加息 500BP。目前市场对美联储货币政策及美国经济的展望预期是：利率将在当前的较高水平上持续一段时间，在约一个季度到两个季度的时间内，美国将出现经济衰退或风险暴露，届时美联储将开始降息周期。考虑到市场对已出现的风险因素和美联储可能的应对措施预期都较为充分，目前能够超预期的情景大概率仅剩通胀意外上行导致美联储重启加息，以及突发的预期之外的危机导致短期大幅降息，总的来看，未来一到两个季度之内，投资者的关注点都将聚焦在经济数据的变化上。同样的情景也适用于欧洲和中国资本市场，但不同的是，欧洲经济同样在衰退的趋势下，而中国经济在复苏方向上。对于美元资产来说，短期内投资者可能转向避险资产，并且在欧央行引导加息预期结束之前，美元指数仍将承压。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 (2023.5.7)

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内容予任何其他人，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