

宏观和大类资产配置周报

稳增长需要稳地产

金融监管和地方政府托底房地产的政策加大力度落实。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：**无。
- **要闻：**十四届全国人大常委会第六次会议审议了央行行长潘功胜受国务院委托作的关于金融工作情况的报告；国务院总理、中央金融委员会主任李强主持召开中央金融委员会会议，审议通过推动金融高质量发展相关重点任务分工方案；金融管理部门将积极支持稳妥防范化解大型房企风险，共同做好房地产企业合理融资支持和融资监管，支持规范经营的民营企业持续发展；多家房企确认监管部门正在拟定 50 家房企“白名单”。

资产表现回顾

- **人民币资产价格小幅调整。**本周沪深 300 指数下跌 0.84%，沪深 300 股指期货下跌 0.7%；焦煤期货本周下跌 2.29%，铁矿石主力合约本周上涨 1.4%；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 8BP 至 1.8%；十年国债收益率上行 5BP 至 2.71%，活跃十年国债期货本周下跌 0.51%。

资产配置建议

- **大类资产配置顺序：股票>大宗>货币>债券。**2023 年我国经济在疫情防控放开后实现了在复苏趋势下的波浪式发展，预计全年能够完成 5% 的经济增速目标。从前三季度的情况看，最终消费贡献 4.33 个百分点，净出口贡献 -0.68 个百分点，资本形成贡献 1.55 个百分点；从固定资产投资的角度看，1-10 月规模以上固定资产投资累计同比增速 2.9%，主要行业中，制造业累计同比增长 6.2%，基建累计同比增长 5.9%，房地产累计同比下降 9.3%。房地产产业链对经济增长的拖累不仅表现在投资环节，在财政收入方面，1-10 月地方政府土地出让金收入累计同比下降 20.5%，在居民消费方面，1-10 月限额以上建筑装潢社零累计同比下降 7.5%，家电社零累计同比增长 0.3%，家具社零累计同比增长 2.9%，增速均显著低于限额以上企业零售总额累计同比增速 5.2%。目前的房地产相关宏观政策主要聚焦两个环节，一是提高房地产企业的流动性，二是加快销售回款。如果相关政策能够稳定和改善房地产产业链投资和销售端，则有助于 2024 年稳增长。
- **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

- 《策略周报》20231126
- 《中银量化多策略行业轮动周报 - 20231123》20231124
- 《如何看待美债长期利率触顶》20231122

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 (2023.11.26)

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	=	关注年底经济工作会议	不变
一年内	-	欧美经济下行趋势和全球局势变化	不变
大类资产	本期观点	观点变化	
股票	+	以万亿国债落地为代表的稳增长政策发力	超配
债券	-	债券发行量增加且收益率水平偏低	低配
货币	=	收益率将在 2% 上下波动	标配
大宗商品	+	稳增长政策利好基建投资	超配
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
人民币汇率升值	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：中小创领衔调整	11
债券：11月LPR利率保持不变	12
大宗商品：美元指数继续小幅下行	13
货币类：货币基金收益率波动仍将主要在2%下方	14
外汇：人民币汇率继续升值	14
港股：关注北向资金持续净流出情况	15
下周大类资产配置建议	17
风险提示：	17

图表目录

本期观点 (2023.11.26)	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. 银行间存款类回购利率表现	8
图表 7. 银行间回购利率表现	8
图表 8. 周期商品高频指标变化	9
图表 9. 建材社会库存	9
图表 10. 重点电厂煤炭库存可用天数	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. 大宗商品本周表现	13
图表 22. 本周大宗商品涨跌幅 (%)	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. 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 (2023.11.26)	17

一周概览

人民币汇率升值

人民币资产价格小幅调整。本周沪深 300 指数下跌 0.84%，沪深 300 股指期货下跌 0.7%；焦煤期货本周下跌 2.29%，铁矿石主力合约本周上涨 1.4%；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 8BP 至 1.8%；十年国债收益率上行 5BP 至 2.71%，活跃十年国债期货本周下跌 0.51%。

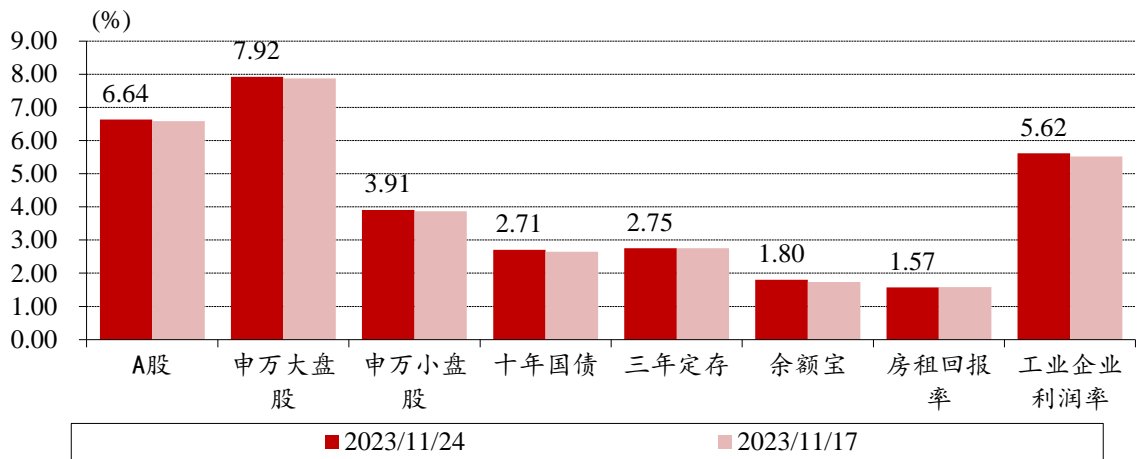
图表 1. 代表性资产一周表现和配置建议

股票	债券
沪深 300 -0.84% 沪深 300 期货 -0.7% 本期评论：稳增长政策发力 配置建议：超配	10 年国债到期收益率 2.71%/本周变动 +5BP 活跃 10 年国债期货-0.51% 本期评论：债券发行量增加且收益率水平偏低 配置建议：低配
大宗	保守
铁矿石期货 +1.4% 焦煤期货 -2.29% 本期评论：稳增长政策利好基建投资 配置建议：超配	余额宝 1.8%/本周变动 +8BP 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：标配

资料来源：万得，中银证券

关注经济工作会议对 2024 年经济工作的安排。本周 A 股指数普跌，估值普遍出现下行，小盘股估值下行幅度相对更大。本周央行在公开市场净投放资金 4060 亿元，拆借资金利率继续上行，周五 R007 利率收于 2.94%，GC007 利率收于 3.28%。周五十年国债收益率收于 2.71%，较上周五上行 5BP。11 月接近尾声，2023 年的经济工作逐渐进入收官阶段，市场开始集中展望 2024 年经济目标和工作计划，目前市场一致预期开始出现上调 2024 年 GDP 增速目标的情况，从此前的 4.5%-5.0%，上调至 5.0% 左右，一定程度上表明市场对 2024 年经济增长的信心有所加强。

图表 2. 大类资产收益率横向比较



资料来源：万得，中银证券

美元指数在 103 上方震荡。股市方面，本周 A 股指数普跌，跌幅较小的指数是上证综指 (-0.44%)，领跌的指数是创业板指 (-2.45%)；港股方面恒生指数上涨 0.6%，恒生国企指数上涨 1.12%，AH 溢价指数上行 0.58% 收于 146.2；美股方面，标普 500 指数本周上涨 1%，纳斯达克上涨 0.89%。债市方面，本周国内债市分化，中债总财富指数本周下跌 0.03%，中债国债指数下跌 0.19%，金融债指数下跌 0.12%，信用债指数上涨 0.04%；十年美债利率上行 3 BP，周五收于 4.47%。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 8 BP，周五收于 1.8%。期货市场方面，NYMEX 原油期货下跌 3.67%，收于 73.25 美元/桶；COMEX 黄金上涨 2.94%，收于 2043.1 美元/盎司；SHFE 螺纹钢上涨 0.48%，LME 铜上涨 2.09%，LME 铝上涨 0.82%；CBOT 大豆下跌 0.75%。美元指数下跌 0.37% 收于 103.44。VIX 指数下行至 12.46。本周美联储 12 月不加息预期继续主导全球资本市场波动。

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	2023/11/20 上期涨跌幅	- 本月以来	2023/11/24 今年以来
股票	000001.SH	上证综指	3,040.97	(0.44)	0.51	0.74	(1.56)
	399001.SZ	深证成指	9,839.52	(1.40)	0.01	(0.25)	(10.68)
	399005.SZ	中小板指	6,226.46	(1.94)	(0.17)	(1.08)	(15.17)
	399006.SZ	创业板指	1,937.94	(2.45)	(0.93)	(1.54)	(17.42)
	881001.WI	万得全 A	4,696.75	(0.95)	0.82	1.12	(2.46)
	000300.SH	沪深 300	3,538.01	(0.84)	(0.51)	(0.97)	(8.62)
债券	CBA00301.C	中债总财富指数	227.48	(0.03)	0.20	0.35	3.67
	CBA00603.C	中债国债	221.77	(0.19)	0.15	0.24	3.77
	CBA01203.C	中债金融债	227.71	(0.12)	0.11	0.06	3.29
	CBA02703.C	中债信用债	210.29	0.04	0.15	0.36	4.06
	885009.WI	货币基金指数	1,678.35	0.03	0.04	0.12	1.76
大宗商品	CL.NYM	NYMEX 原油	73.25	(3.67)	(1.41)	(9.59)	(8.73)
	GC.CMX	COMEX 黄金	2,043.10	2.94	2.36	2.45	11.88
	RB.SHF	SHFE 螺纹钢	3,976.00	0.48	1.52	6.62	(2.72)
	CA.LME	LME 铜	8,440.00	2.09	3.40	4.06	0.81
	AH.LME	LME 铝	2,225.00	0.82	0.05	(1.18)	(6.43)
	S.CBT	CBOT 大豆	1,330.25	(0.75)	(0.26)	1.51	(12.71)
货币	-	余额宝	1.80	8 BP	-2 BP	-15 BP	0 BP
	-	银行理财 3M	1.60	0 BP	0 BP	0 BP	0 BP
外汇	USDX.FX	美元指数	103.44	(0.37)	(1.88)	(3.08)	(0.05)
	USDCNY.IB	人民币兑美元	7.15	1.29	0.60	2.25	(2.90)
	EURCNY.IB	人民币兑欧元	7.80	0.67	(1.01)	(0.63)	(6.07)
	JPYCNY.IB	人民币兑日元	4.78	0.85	(0.10)	1.28	9.14
港股	HSI.HI	恒生指数	17,559.42	0.60	1.46	2.61	(11.23)
	HSCEI.HI	恒生国企	6,041.15	1.12	1.25	3.06	(9.90)
	HSAHP.HI	恒生 AH 溢价	146.20	0.58	(1.84)	(0.33)	7.81
美国	SPX.GI	标普 500	4,559.34	1.00	2.24	8.72	18.75
	IXIC.GI	NASDAQ	14,250.86	0.89	2.37	10.89	36.16
	UST10Y.GBM	十年美债	4.47	3 BP	-17 BP	-41 BP	59 BP
	VIX.GI	VIX 指数	12.46	(9.71)	(2.61)	(31.31)	(42.50)
	CRB.RB	CRB 商品指数	272.00	(0.60)	0.10	(3.25)	(2.07)

资料来源: 万得, 中银证券

注: 大宗商品现价单位: 原油: 美元/桶; 黄金: 美元/盎司; 螺纹钢: 元/吨; 铜: 美元/吨; 铝单位: 美元/吨; 大豆: 美元/蒲式耳。

要闻回顾和数据解读（新闻来源：万得）

十四届全国人大常委会第六次会议审议了央行行长潘功胜受国务院委托作的关于金融工作情况的报告，并提出具体意见和建议，包括更加精准有力实施稳健的货币政策，强化金融支持实体经济能力，高度重视防范化解金融领域风险隐患，深化金融业改革开放。有建议提出，加大对“保交楼”的金融支持力度，支持房地产企业合理融资需求，降低其信用违约的风险，缓解居民购置期房的恐慌预期；一些大型房企发生债务违约，不仅应当查找企业本身经营、管理的问题，也应当查找相关金融机构是否存在内部管理不到位、甚至腐败的问题。

国务院总理、中央金融委员会主任李强主持召开中央金融委员会会议，审议通过推动金融高质量发展相关重点任务分工方案。会议强调，要着力提升金融服务经济社会发展的质量水平，在保持货币政策稳健性的基础上，加大对重大战略、重点领域和薄弱环节的支持力度，围绕做好科技金融、绿色金融、普惠金融、养老金融、数字金融五篇大文章，抓紧研究出台具体政策和工作举措。要全面加强金融监管，压紧压实金融风险处置责任。

国务院正式批复同意广州保税区和广州出口加工区整合为广州知识城综合保税区，这也是广州市第4个获国务院批准设立的综合保税区。

国务院批复同意《支持北京深化国家服务业扩大开放综合示范区建设工作方案》，在北京取消信息服务业务、互联网接入服务业务等增值电信业务外资股比限制，研究适时进一步扩大增值电信业务开放。探索支持保险资产管理公司在账户独立、风险隔离前提下，向境外发行合理规模的人民币计价的资产管理产品。允许境外符合条件的个人从事证券投资咨询、期货交易咨询业务。适度放宽对北交所上市企业贷款融资担保要求。研究并适时推出交易型开放式指数基金（ETF）。

财政部时隔四年再次修订办法，对县级基本财力保障机制奖补资金管理职责、分配等作出规定，2023年这笔资金预算数为4107亿元。修订后的办法将“三保”排序改为“保基本民生、保工资、保运转”，保基本民生放在“三保”首位。

国务院国资委召开中央企业负责人专题会议，全力推动党中央、国务院重大部署在国资央企进一步落实落地、取得实效。会议强调，要加快发展战略性新兴产业，培育孵化一批独角兽企业，联合建设一批战略性新兴产业集群。要协同推进科技攻关和未来产业布局，加快突破一批重点产业底层技术、前沿颠覆性技术，建立健全布局未来产业的机制。

我国发布共建“一带一路”未来十年发展展望，正式提出未来十年共建“一带一路”的发展思路、原则理念、发展目标和重点领域。重点领域主要有6个方，即：政策沟通、设施联通、贸易畅通、资金融通、民心相通以及健康、绿色、数字、创新等新领域合作。

外交部发言人毛宁宣布，中方决定试行扩大单方面免签国家范围，对法国、德国、意大利、荷兰、西班牙、马来西亚6个国家持普通护照人员试行单方面免签政策。2023年12月1日至2024年11月30日期间，上述国家持普通护照人员来华经商、旅游观光、探亲访友和过境不超过15天，可免办签证入境。

“三支箭”齐发力纾困房企。金融管理部门将积极支持稳妥防范化解大型房企风险，共同做好房地产企业合理融资支持和融资监管，支持规范经营的民营房企持续发展。积极发挥“央地合作”增信模式作用，促进解决民营房企发债难问题。同时，做好房地产股债融资监管，规范募集资金使用。坚持“一司一策”化解大型房企债券违约风险，继续应对上市房企集中退市问题，确保“退得下、退得稳”。从严查处上市房企、发债房企财务造假、虚假信息披露及相关中介机构未履职尽责等违法违规行为。

央行上海总部等联合召开金融机构座谈会，要求落实好房地产“金融16条”，坚持“两个毫不动摇”，一视同仁满足不同所有制房地产企业合理融资需求。支持房地产企业通过资本市场合理股权融资。与此同时，广州启动全国首个城中村改造立法，拟于12月下旬进行第三次审议并交付表决。业内人士认为，广州此举是为加快推进城中村改造，促进产业转型升级，加快城市经济发展；同时也将释放一定住房需求，有利于加快房地产库存去化。

多家房企确认监管部门正在拟定50家房企“白名单”，强调对入围企业的正常融资需求应当满足。国有和民营房企均会被列入白名单，可能将包括万科、龙湖、碧桂园、旭辉等规模房企，其中不乏已经出险房企。监管部门在17日座谈会上明确要求，各行自身房地产增速不低于银行行业平均房地产增速，对非国有房企对公贷款增速不低于本行房地产增速，对非国有房企个人按揭增速不低于本行按揭增速。据中国房地产报，此50家房企“白名单”主要是金融监管部门倡议，与近期金融监管部门纾困房企相关，初步将按照销售榜50强筛选，明年或有可能推进实施。

一线城市广州正式执行“取消地价上限”政策。广州黄埔区挂牌今年第四批次土地出让的首宗宅地，起拍总价为 39.47 亿元，土地面积共 37711 平方米，预计将于 12 月 22 日出让，采用价高者得原则确定竞得人。据中指研究院统计，截至 11 月 21 日，22 个试点集中供地的重点城市中，已经有 18 城土地出让恢复“价高者得”，目前仅北京、上海、深圳、宁波仍在执行限地价政策。

深圳打出二套房贷松动“组合拳”。自今日起，深圳二套住房贷款最低首付比例由原来的普通住房 70%、非普通住房 80% 统一调整为 40%。同时，普通住房认证标准取消“实际成交总价 750 万元以下（含 750 万元）”这一限制条件，仅保留住宅小区建筑容积率和单套住房套内建筑面积/单套住房建筑面积两个指标。

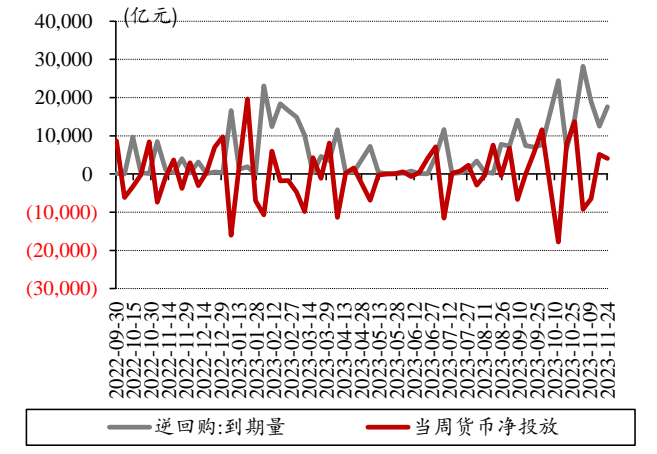
建部近日发布《2022 年城市建设统计年鉴》显示，我国超大城市增加 3 个，分别为武汉、东莞、杭州；特大城市增加 2 个，分别为合肥、苏州。至此，全国城区总人口在 500 万人以上的城市达到 19 座。

2023 全球数商大会在上海举办。国家数据局局长刘烈宏表示，下一步将围绕发挥数据要素乘数作用，与相关部门一道，研究实施“数据要素×”行动。从供需两端发力，在智能制造、金融服务等若干重点领域，加强场景需求牵引，推动数据要素与其他要素结合，催生新产业、新业态、新模式、新应用、新治理。

宏观上下游高频数据跟踪

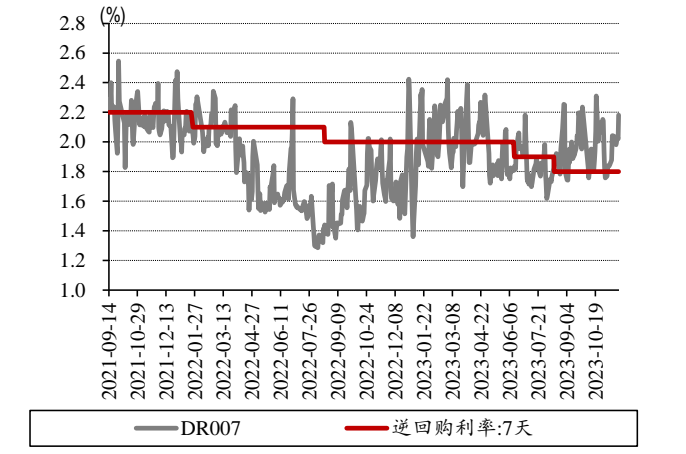
截至11月24日，公开市场逆回购到期量为17610亿元；当周央行在公开市场上实现流动性净投放，共计净投放4060亿元。

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

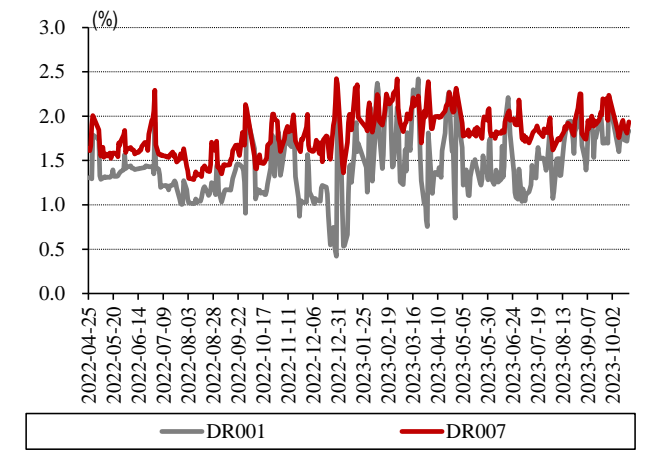


资料来源：万得，中银证券

截至11月24日，DR001与DR007利率分别为1.8358%、2.1805%，较上周分别变动-5BP、16BP。R001与R007利率分别为1.9355%、2.9352%，较前一周分别变动-7BP、69BP。

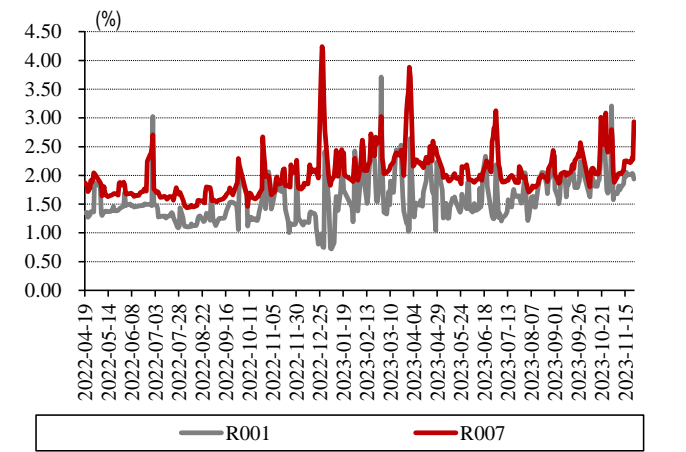
DR007与7天期逆回购差值为0.3805%，较上周变动16BP；DR007、R007之差较上周变动53BP，狭义流动性边际趋紧。

图表 6. 银行间存款类回购利率表现



资料来源：万得，中银证券

图表 7. 银行间回购利率表现



资料来源：万得，中银证券

上游周期品方面，11月24日当周，钢厂开工率较前一周整体上升，其中，短流程电炉钢厂开工率较上周变动1.04个百分点；建材社会库存继续下降，较上周变动-19.43个百分点。11月22日当周，石油沥青装置开工表现整体向好，仅华东地区开工率有所下滑。

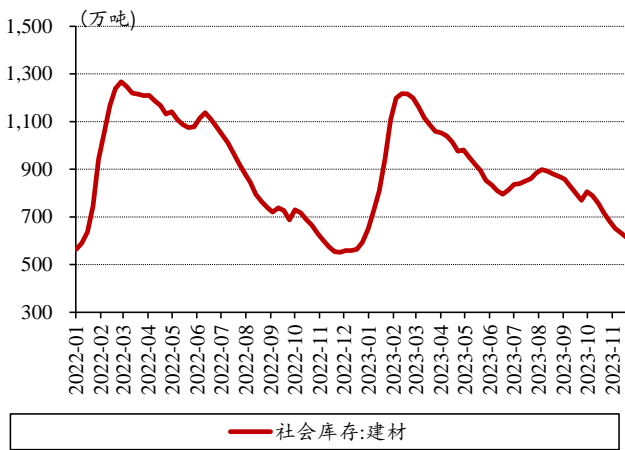
图表 8. 周期商品高频指标变化

周期品种	指标	当周值	周变动	较年初变动
钢材	短流程电炉钢厂开工率 (%)	68.75	1.04	32.29
	长流程电炉钢厂开工率 (%)	55.00	0.00	0.00
	开工率:华东地区 (%)	42.20	(1.80)	42.20
	开工率:华北地区 (%)	45.60	0.60	45.60
石油沥青	开工率:华南地区 (%)	22.40	8.40	22.40
	开工率:东北地区 (%)	19.30	0.50	19.30
	开工率:西北地区 (%)	23.90	0.00	6.30

资料来源：万得，中银证券

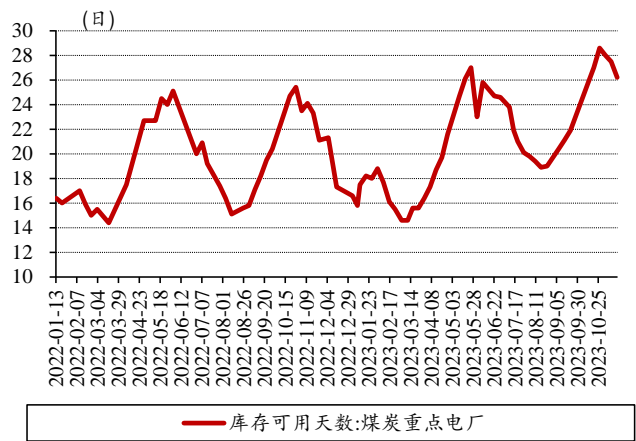
海外机构持仓方面，截至11月24日，SPDR黄金ETF持仓总价值变动0.86%。原油库存方面，11月17日当周，美国API原油库存延续回升，周环比变动905.00万桶。

图表 9. 建材社会库存



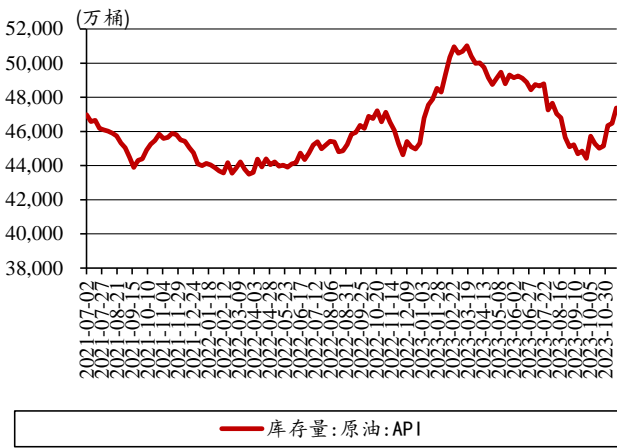
资料来源：万得，中银证券

图表 10. 重点电厂煤炭库存可用天数



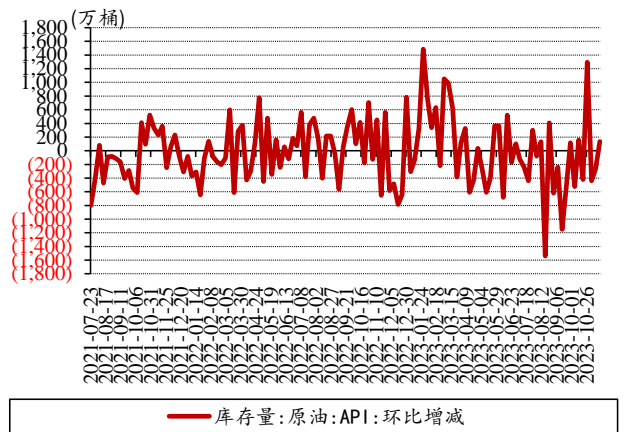
资料来源：万得，中银证券

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

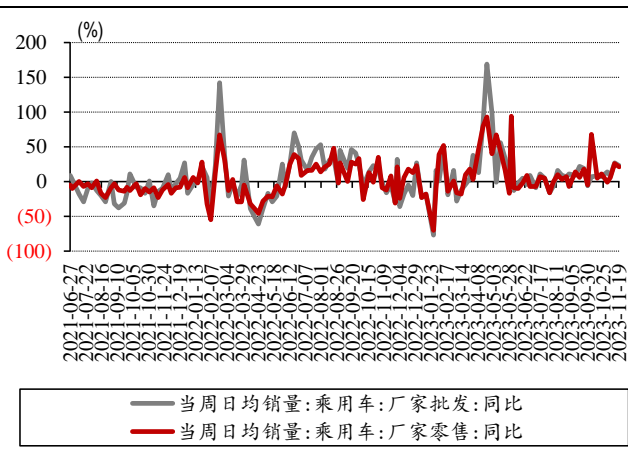


资料来源: 万得, 中银证券

房地产方面, 11月19日当周, 30大城市商品房成交面积继续小幅反弹, 单周成交面积环比变动37.67万平方米, 单周成交面积实现221.01万平方米。但当前行业销售表现仍处低位; 三季度以来, 地产销售端扶持政策频出, 高能级城市先后实施“认房不认贷”, 后续需对政策的具体效果密切关注。

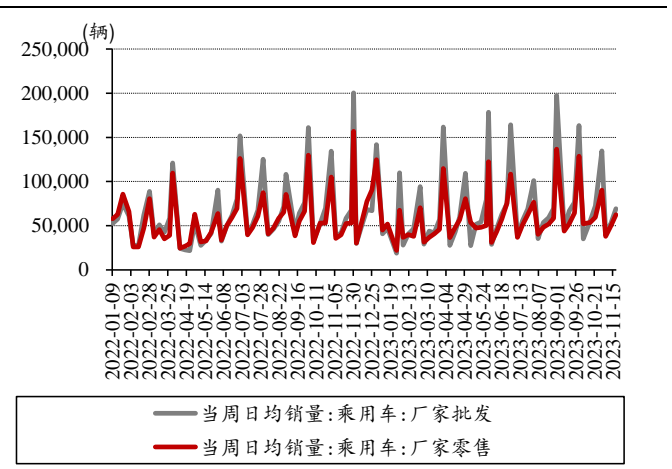
汽车方面, 11月19日当周, 国内乘用车批发、零售销量单周同比增速分别为23%和21%; 着眼“促消费”全局, 汽车的重要角色不容忽视, 年内汽车消费的表现持续较强。

图表 14. 汽车消费增速表现



资料来源: 万得, 中银证券

图表 15. 汽车消费规模表现



资料来源: 万得, 中银证券

大类资产表现

A 股：中小创领衔调整

TMT 回落幅度较大。本周市场指数下跌为主，上涨的指数仅有上证红利（1.26%），领跌的指数包括创业板指（-2.45%）、中小板指（-1.94%）、深证成指（-1.4%）。行业方面分化明显，领涨的行业有房地产（3.94%）、农林牧渔（3.46%）、煤炭（2.35%），领跌的行业有计算机（-4.17%）、通信（-3.9%）、电子元器件（-3.34%）。本周房地产行业政策热度较高，带动房地产指数上行。

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	1.26	房地产	3.94	最小市值指数	51.48
上证 50	(0.30)	农林牧渔	3.46	京津冀一体化指数	3.11
上证综指	(0.44)	煤炭	2.35	粤港澳大湾区指数	2.00
深证成指	(1.40)	电子元器件	(3.34)	云计算指数	(4.24)
中小板指	(1.94)	通信	(3.90)	去 IOE 指数	(4.41)
创业板指	(2.45)	计算机	(4.17)	大数据指数	(4.49)

资料来源：万得，中银证券

A 股一周要闻（新闻来源：万得）

地产 | 央行上海总部等联合召开金融机构座谈会，要求落实好房地产“金融 16 条”，坚持“两个毫不动摇”，一视同仁满足不同所有制房地产企业合理融资需求。

工业互联网 | 工信部印发《“5G+工业互联网”融合应用先导区试点工作规则（暂行）》、《“5G+工业互联网”融合应用先导区试点建设指南》，引导金融机构加大对“5G+工业互联网”投资力度，扩大信贷投放，合理降低企业融资成本。

储能 | 国家能源局发布《关于促进新型储能并网和调度运用的通知（征求意见稿）》提出，积极支持新能源+储能、聚合储能、光储充一体化等模式发展，优先调用新型储能试点示范项目。

手机 | 据中国信通院，9 月，国内市场手机出货量 3327.7 万部，同比增长 59%，其中，5G 手机 2871.7 万部，同比增长 90.1%，占同期手机出货量的 86.3%。

医药 | 2023 国家医保药品目录调整现场谈判竞价已全部结束，12 月左右公布结果，明年 1 月 1 日落地实施。

数字经济 | 广东出台“数字湾区”建设三年行动方案提出，推动粤港澳数据、人才、物流、资金畅通流动“要素通”。建设数据要素统一大市场，支持广州、深圳数据交易所创建国家级数据交易所。

工业互联网 | 工信部部长金壮龙表示，将开展产业链协同攻关，推进工业互联网与工业软件、工控系统等重点产品体系化突破；加快工业级 5G 产品研发推广。制定出台推动工业互联网高质量发展政策措施。

航空运输 | 民航局披露，10 月份，民航运输总周转量 110.1 亿吨公里，同比增长 158.6%；旅客运输量 5605.2 万人，增长 252%；货邮运输量 67.5 万吨，增长 37.7%。

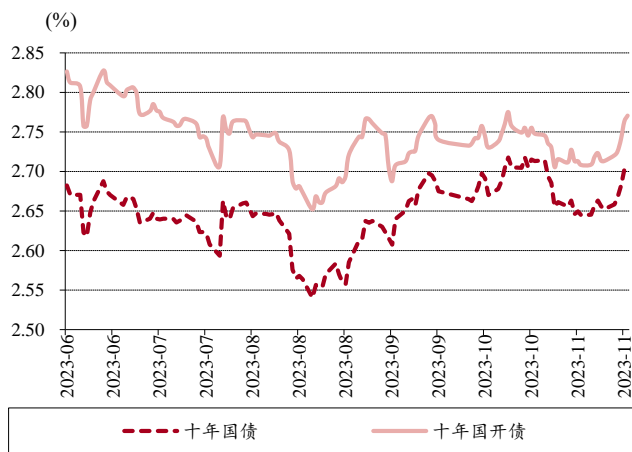
人工智能 | 2023 中国自动化大会在重庆开幕。本届大会共设“人工智能赋能制造业数字化转型”“高端制造集群机器人协同控制技术与发展趋势”等 7 场大会主旨报告、1 场高峰对话和 38 个专题论坛，涵盖智能网联新能源汽车、先进制造与工业互联网、智能机器人、智慧能源、脑机智能等多个前沿热点领域。

房地产 | “三支箭”齐发力纾困房企。金融管理部门将积极支持稳妥防范化解大型房企风险，共同做好房地产企业合理融资支持和融资监管，支持规范经营的民营房企持续发展。

债券：11月LPR利率保持不变

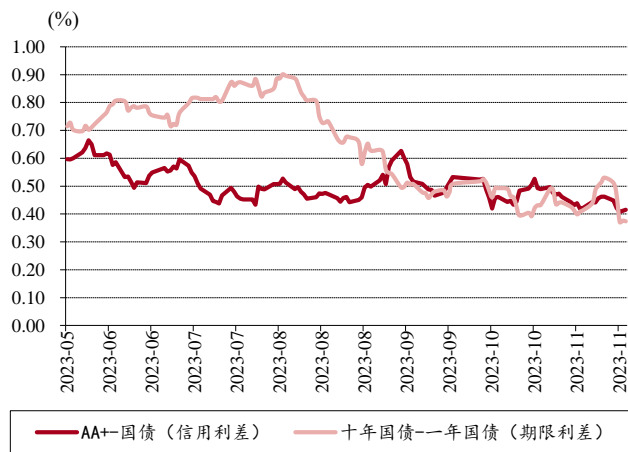
年底资金利率波动可能加大。十年期国债收益率周五收于 2.71%，本周上行 5BP，十年国开债收益率周五收于 2.77%，较上周五上行 6BP。本周期限利差下行 16BP 至 0.37%，信用利差下行 5BP 至 0.41%。

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

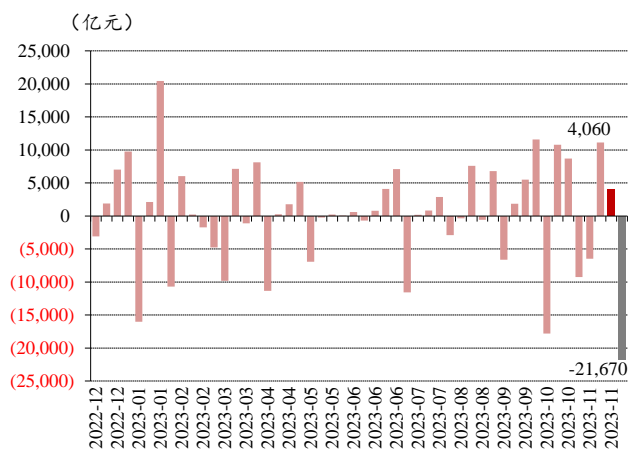
图表 18. 信用利差和期限利差



资料来源：万得，中银证券

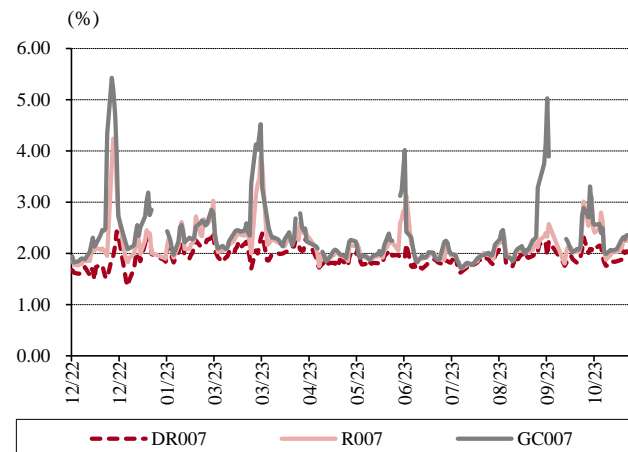
关注市场预期波动对收益率的影响。本周央行在公开市场累计净投放资金 4060 亿元，资金拆借利率继续回升，周五 R007 利率收于 2.94%，交易所资金 GC007 利率收于 3.28%。11 月 LPR 利率没有调整，但市场开始关注年底经济工作会议对 2024 年经济工作的安排，并且由于近期稳地产政策不断升温，市场预期 2024 年经济增速目标可能较此前出现上调。

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)

11 月 LPR 出炉，1 年期为 3.45%，5 年期以上为 4.20%，均与上月持平，连续第三个月维持不变。

央行发布数据显示，10 月份，债券市场共发行各类债券 62167 亿元；其中，国债发行 12410.8 亿元，地方政府债券发行 13962.9 亿元。截至 10 月末，债券市场托管余额为 155.3 万亿元，境外机构托管余额为 3.29 万亿元，占比为 2.1%。

央行上海总部最新数据显示，截至 10 月末，境外机构持有银行间市场债券 3.24 万亿元，约占银行间债券市场总托管量的 2.4%。10 月单月，境外机构净买入人民币债券超 400 亿元，创过去四个月以来新高。

大宗商品：美元指数继续小幅下行

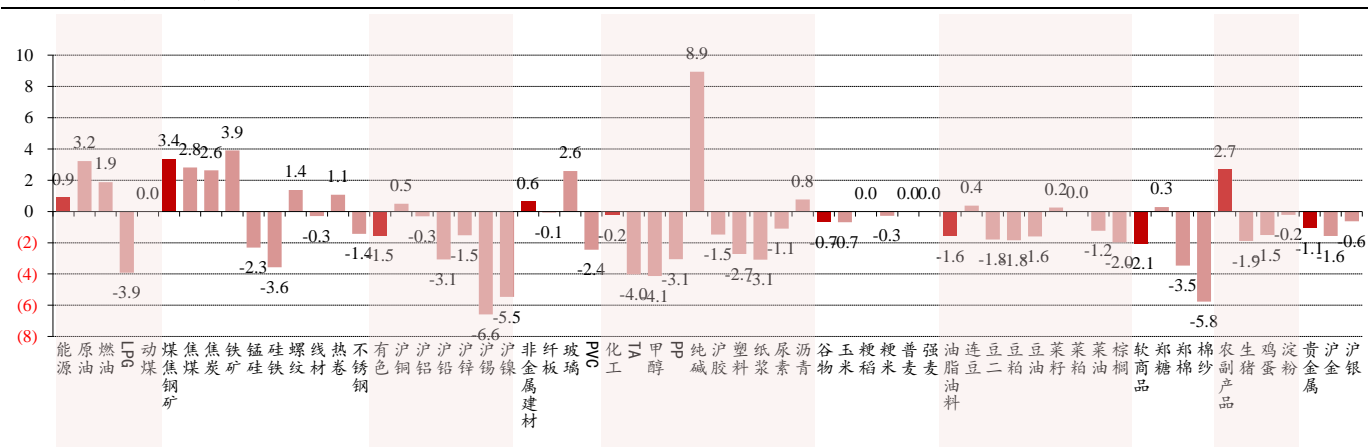
国际油价下跌，金价上涨。本周商品期货指数上涨 0.68%。从各类商品期货指数来看，上涨的有煤焦钢矿（3.35%）、能源（0.9%）、非金属建材（0.65%），下跌的有化工（-0.23%）、谷物（-0.68%）、贵金属（-1.08%）、有色金属（-1.53%）、油脂油料（-1.58%）。各期货品种中，本周涨幅较大的大宗商品有纯碱（8.93%）、铁矿（3.9%）、原油（3.22%），跌幅靠前的则有沪锡（-6.59%）、棉纱（-5.77%）、沪镍（-5.46%）。由于美元指数继续小幅调整，国际大宗商品价格开始不同程度反弹。

图表 21. 大宗商品本周表现

商品 +0.68%	能源 +0.9%	煤焦钢矿 +3.35%
有色金属 -1.53%	非金属建材 +0.65%	化工 -0.23%
谷物 -0.68%	油脂油料 -1.58%	贵金属 -1.08%

资料来源：万得，中银证券

图表 22. 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）

欧佩克发布声明称，原定于 11 月 26 日举行的 OPEC+ 部长级会议将推迟到 11 月 30 日举行。沙特及其石油盟友再次因非洲成员国的产量配额争议而陷入困境，这迫使该组织推迟了一次重要会议。

EIA 报告：上周原油库存增加 870 万桶，预期增加 116 万桶；原油产量维持在 1320 万桶/日不变，原油出口减少 10.3 万桶/日至 478.6 万桶/日；战略石油储备（SPR）库存维持在 3.513 亿桶不变。

俄罗斯联邦政府决定取消 9 月 21 日实施的夏季柴油燃料出口临时禁令。

世界钢铁协会：10 月全球粗钢产量为 1.5 亿吨，同比增加 0.6%；中国 10 月份粗钢产量为 7910 万吨，同比下降 1.8%。

国际铝业协会（IAI）：10 月全球原铝产量为 611.6 万吨，去年同期为 588.6 万吨，前一个月修正值为 592.1 万吨；预计 10 月中国原铝产量为 365 万吨，前一个月修正值为 355.0 万吨。

四部门出台行动方案提升产粮大县公共服务能力，2024 年在内蒙古、吉林、黑龙江、安徽、河南等 5 个粮食调出量大的主产省（区）开展试点，力争到 2030 年基本覆盖全国产粮大县。

据农业农村部，10 月份以来，全国生猪市场供应持续增加，生猪价格偏弱运行，近期震荡趋稳。10 月末全国能繁母猪存栏量 4210 万头，为 4100 万头正常保有量的 102.7%，已连续 10 个月回调，但仍高于合理水平。

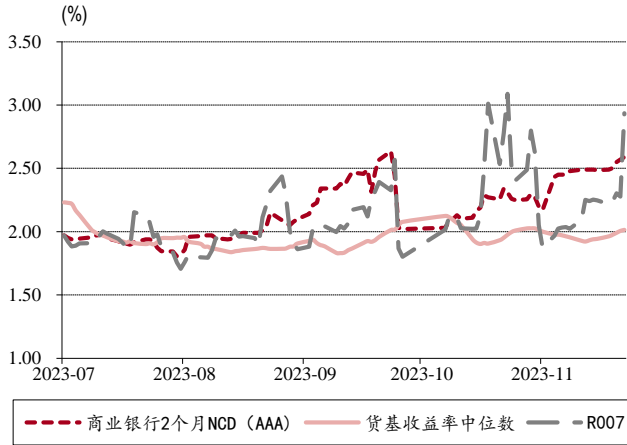
据国家发改委监测，全国平均猪粮比价连续三周以上运行在 5:1-6:1 之间，处于过度下跌二级预警区间。为推动生猪价格合理回升，国家发改委将会同有关部门启动年内第三批中央猪肉储备收储工作。

世界铂金投资委员会（WPIC）季度报告：预计全球铂金市场 2023 年供应缺口为 107.1 万盎司，需求料较上年扩大 26% 至 815.0 万盎司，供应料下降 3% 至 707.9 万盎司。

货币类：货币基金收益率波动仍将主要在 2% 下方

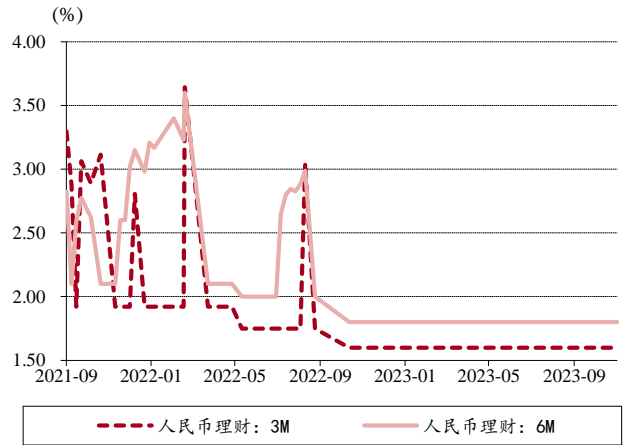
关注年底拆借资金利率波动对货币基金收益率的影响。本周余额宝 7 天年化收益率上行 8BP，周五收于 1.8%；人民币 3 个月理财产品预期年化收益率收于 1.8%。本周万得货币基金指数上涨 0.03%，货币基金 7 天年化收益率中位数周五收于 2.02%。本周拆借资金利率继续上行。

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

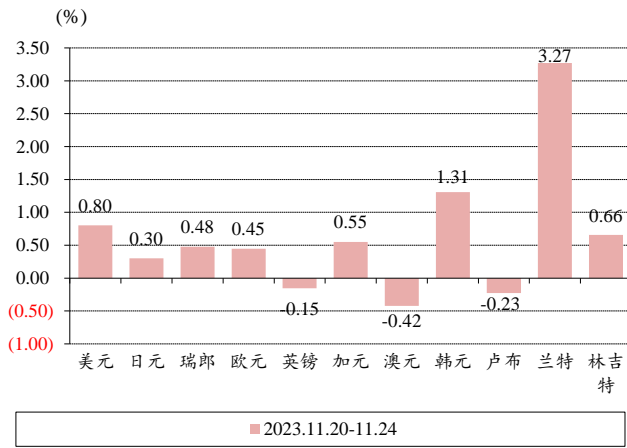


资料来源：万得，中银证券

外汇：人民币汇率继续升值

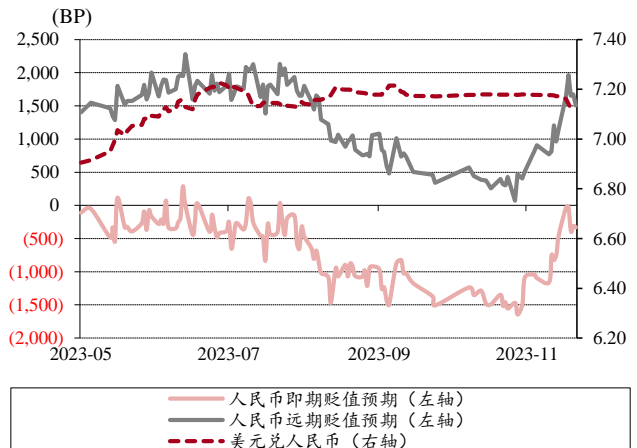
人民币兑美元中间价本周下行 577BP，至 7.1151。本周人民币对兰特(3.27%)、韩元(1.31%)、美元(0.8%)、林吉特(0.66%)、加元(0.55%)、瑞郎(0.48%)、欧元(0.45%)、日元(0.30%)升值，对英镑(-0.15%)、卢布(-0.23%)、澳元(-0.42%)贬值。受美元指数继续小幅贬值影响，人民币汇率本周继续升值。

图表 25. 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)

环球同业银行金融电讯协会 (SWIFT) 最新报告显示，10 月人民币国际支付份额由 9 月的 3.71% 略降至 3.60%，暂离纪录高点；人民币国际支付全球排名维持在第五位。

周三人民币对美元中间价调升 152 个基点，报 7.1254，创 6 月 19 日以来最高。在岸人民币对美元 16:30 收盘报 7.1477，较上一交易日跌 139 个基点，夜盘收报 7.1650。

央行、金监总局向万事网联公司核发银行卡清算业务许可证。获得行政许可后，万事网联公司可在我国境内授权成员机构发行和受理“万事达”品牌的人民币银行卡。

港股：关注北向资金持续净流出情况

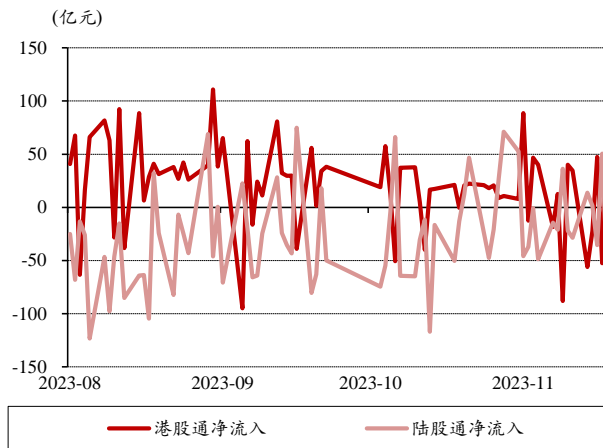
北向资金仍净流出。本周港股方面恒生指数上涨 0.6%，恒生国企指数上涨 1.12%，AH 溢价指数上行 0.58% 收于 146.2。行业方面本周领涨的有地产建筑业（3.79%）、电讯业（1.92%）、资讯科技业（1.73%），跌幅靠前的有工业（-1.05%）、医疗保健业（-0.93%）、非必需性消费（-0.23%）。本周南下资金总量-3.98 亿元，同时北上资金总量-31.61 亿元。本周美元指数继续小幅下跌，全球主要风险资产价格反弹。

图表 27. 恒指走势



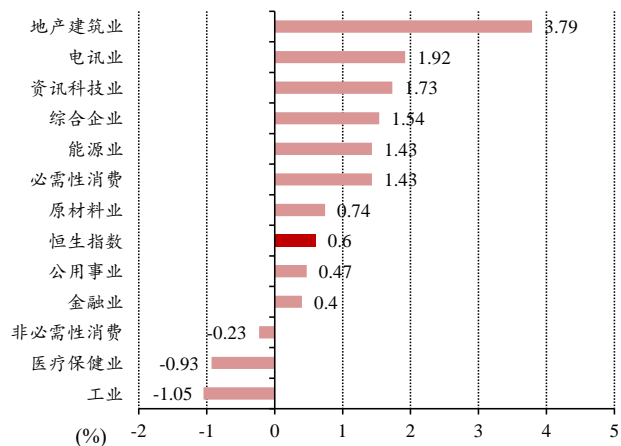
资料来源：万得，中银证券

图表 28. 陆港通资金流动情况



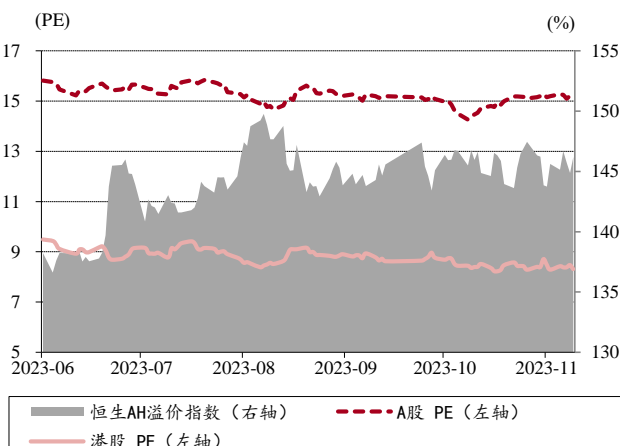
资料来源：万得，中银证券

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）

美联储会议纪要显示，所有决策者一致认为适合一段时间保持限制性货币政策，直到通胀显然朝目标大幅下降为止。若收到的信息暗示实现通胀目标的进展不够，适合进一步收紧货币。所有 FOMC 成员都同意在利率问题上“谨慎行事”。决策者仍认为有通胀上行和经济下行的风险。相比前次，本次纪要提到的通胀上行风险新增地缘政治紧张局势，经济下行风险新增信贷环境收紧的影响超预期，全球油市可能受干扰。

欧洲央行 10 月货币政策会议纪要显示，委员们认为经济前景比 9 月更加不确定，不排除再次加息可能性。

欧洲央行行长拉加德：已经将未来的决定与即将到来的数据相联系，这意味着如果看到错过通胀目标的风险上升，可以再次采取行动。预计未来几个月总体通胀率将再次略微上升。现在不是宣布抗击通胀取得胜利的时候；未来决策取决于即将公布的数据。

英国央行行长贝利表示，必须关注通胀持续存在的进一步迹象，这可能需要再次加息；货币政策委员会最新的预测表明，货币政策可能需要相当长一段时间保持紧缩。

加拿大央行行长麦克勒姆表示，在货币政策方面，我们将逐次地进行决策；如果通胀持续下降，并且可以看到基本通胀压力减轻，可能不必进一步提高利率。

澳洲联储主席布洛克表示，控制通胀仍是政策制定者面临的“关键挑战”。澳洲联储 11 月会议纪要显示，通胀回归目标所需的时间将比从高峰期降低通胀所需的时间更长。

土耳其中央银行宣布加息 500 个基点，将基准利率从 35% 上调至 40%。这是土耳其今年 6 月进入加息周期后，连续第 6 次加息。

匈牙利央行将基准利率下调 75 个基点至 11.50%。斯里兰卡央行将关键存款利率下调 100 个基点至 9%，将主要贷款利率下调 100 个基点至 10%。

美国 11 月 Markit 制造业 PMI 初值为 49.4，创 3 个月新低，预期 49.8，前值 50。服务业 PMI 初值为 50.8，创 4 个月新高，预期 50.4，前值 50.6。综合 PMI 初值 50.7，预期 50.4，10 月前值为 50.7。

日本 11 月制造业 PMI 初值为 48.1，创下今年 2 月以来新低。服务业 PMI 初值则小幅升至 51.7。综合 PMI 初值降至 50，创今年以来新低。

美国 10 月耐用品订单初值环比减 5.4%，为 2020 年 4 月以来新低，预期减 3.1%，前值从增 4.6% 修正为增 4%。核心订单环比跌 0.1%，预期增 0.1%。

美国抵押贷款银行家协会（MBA）数据显示，30 年期固定抵押贷款合约利率上周下跌 20 个基点至 7.41%。截至 11 月 17 日当周，购房申请指数上升 3.9%，为 6 月以来最大增幅。

美国 10 月成屋销售总数年化 379 万户，连续第五个月下降，创 2010 年 8 月以来的最低水平，预期 390 万户，前值 396 万户。

美国纽约联储调查显示，今年美国新增信贷需求有所下降，未来可能会保持疲软。该行季度消费者预期信贷获取调查显示，今年信贷“显著”下降，申请率为 41.2%，而 2022 年的申请率为 44.8%，2019 年的申请率为 45.8%。

欧元区 11 月制造业 PMI 初值 43.8，创 6 个月新高，预期 43.4，前值 43.1；服务业 PMI 初值 48.2，预期 48.1，前值 47.8；综合 PMI 初值 47.1，预期 46.8，前值 46.5。

欧盟统计局发布数据显示，2022 年，欧盟实际每名居民可支配收入下降 0.8%，而欧元区则下降 0.9%，这是自 2013 年以来首次下降。

加拿大与欧盟宣布在环保、科研创新等领域若干合作新举措。双方宣布成立“加欧绿色联盟”，加拿大加入“地平线欧洲计划”第二支柱实质性谈判已完成，只待后续签署和落实。双方还将启动加欧数字合作伙伴关系。

欧洲议会批准欧盟-新西兰自贸协定。自贸协定生效后将取消新西兰对欧盟出口的 100% 关税，并将在七年后取消欧盟对新西兰贸易的 98.5% 关税。

日本暴发今年秋冬以来首起禽流感疫情。日本农林水产省表示，南部九州地区佐贺县鹿岛市一个农场确认暴发高致病性禽流感疫情。基因检测结果确认，这些鸡感染 H5 亚型禽流感病毒。

巴西财政部发布数据，将该国 2023 年经济增长预期从 3.2% 下调至 3%。

下周大类资产配置建议

金融和地产政策发力，预计能够托底 2024 年经济增速。近期金融和地产政策出台比较频繁，金融方面，人大常委会和中央金融委员会都审议了金融工作方案，重点依然是金融高质量发展、服务实体经济、加大对重点领域薄弱环节的金融支持、保持货币政策稳健、以及防范化解金融风险等内容；地产方面，近期重点在于政策落地，一是从金融监管部门出发，以 50 家房企“白名单”为代表，加强落实中央金融工作会议要求，满足不同所有制房地产企业合理融资需求，二是从地方政府的角度，继续加大落地稳定房地产市场发展相关政策，如取消地价上限，和房地产销售限制放宽等。

美联储加息进入尾声，全球央行货币政策分化仍未停止。美联储 11 月议息会议纪要显示，通胀下降仍是美联储目前货币政策最重要的目标，为此即便美联储已经看到了经济下行的风险，但如果通胀下行不符合美联储的预期，货币政策仍可能进一步收紧。与此同时，发达国家和地区的货币政策整体与美联储保持一致，也即暂停加息但同时密切关注经济数据。相对应的是新兴市场国家受美联储加息政策拐点的影响明显分化：在通胀处于较高水平且汇率受美元走势波动影响的情况下，部分新兴经济体选择继续大幅加息，以遏制国内通胀或潜在的资本外流趋势，另有部分新兴经济体则选择在经济下行压力之下开始降息，以稳定国内经济前景预期。

稳增长需要稳地产。2023 年我国经济在疫情防控放开后实现了在复苏趋势下的波浪式发展，预计全年能够完成 5% 的经济增速目标。从前三季度的情况看，最终消费贡献 4.33 个百分点，净出口贡献 -0.68 个百分点，资本形成贡献 1.55 个百分点；从固定资产投资的角度看，1-10 月规模以上固定资产投资累计同比增速 2.9%，主要行业中，制造业累计同比增长 6.2%，基建累计同比增长 5.9%，房地产累计同比下降 9.3%。房地产产业链对经济增长的拖累不仅表现在投资环节，在财政收入方面，1-10 月地方政府土地出让金收入累计同比下降 20.5%，在居民消费方面，1-10 月限额以上建筑装潢社零累计同比下降 7.5%，家电社零累计同比增长 0.3%，家具社零累计同比增长 2.9%，增速均显著低于限额以上企业零售总额累计同比增速 5.2%。目前的房地产相关宏观政策主要聚焦两个环节，一是提高房地产企业的流动性，二是加快销售回款。如果相关政策能够稳定和改善房地产产业链投资和销售端，则有助于 2024 年稳增长。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；欧美金融风险影响扩散；国际局势复杂化。

图表 31. 本期观点 (2023.11.26)

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	=	关注年底经济工作会议	不变
一年内	-	欧美经济下行趋势和全球局势变化	不变
大类资产		本期观点	观点变化
股票	+	以万亿国债落地为代表的稳增长政策发力	超配
债券	-	债券发行量增加且收益率水平偏低	低配
货币	=	收益率将在 2% 上下波动	标配
大宗商品	+	稳增长政策利好基建投资	超配
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