

宏观和大类资产配置周报

2024年货币政策的两个边际变化

元旦出游人数和旅游收入较2019年实现正增长。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：**无。
- **要闻：**国家数据局等十七部门联合印发《“数据要素×”三年行动计划（2024-2026年）》；国务院印发《关于进一步完善国有资本经营预算制度的意见》；央行、国家金融监管总局发布《关于金融支持住房租赁市场发展的意见》；经文化和旅游部数据中心测算，元旦假期3天，全国国内旅游出游1.35亿人次，按可比口径较2019年同期增长9.4%，实现国内旅游收入797.3亿元，较2019年同期增长5.6%。

资产表现回顾

- **人民币资产仍偏好避险。**本周沪深300指数下跌2.97%，沪深300股指期货下跌2.95%；焦煤期货本周下跌1.66%，铁矿石主力合约本周上涨2.82%；股份制银行理财预期收益率下跌10BP至1.5%，余额宝7天年化收益率上涨28BP至2.43%；十年国债收益率下行4BP至2.52%，活跃十年国债期货本周上涨0.15%。

资产配置建议

- **大类资产配置顺序：股票>大宗>债券>货币。**2024年第一周，货币政策的两个动向，一是重启PSL，国家开发银行、中国进出口银行、中国农业发展银行三大政策性银行净新增抵押补充贷款（PSL）3500亿元，为PSL有史以来第三高，二是公开市场净回笼资金2.42万亿元。从央行2024年工作会议表述看，稳健的货币政策灵活适度、精准有效，稳妥推进重点领域金融风险防范化解，稳慎扎实推进人民币国际化等主要政策目标没有变化，但结合首周货币政策操作看，我们认为货币政策或有两个边际变化：一是加大结构性货币政策工具使用力度，可能从供给端加速调整货币信贷资源，向实体经济和经济的薄弱环节倾斜，二是从货币拆借资金利率分层看，可能遏制非银金融机构加杠杆投资行为。我们认为整体来看，2024年偏宽松的货币政策大方向没有变化，仍利好人民币风险资产价格表现，流动性的结构调整可能短期内影响杠杆较高的品种价格波动。
- **风险提示：**全球通胀回落偏慢；欧美经济回落速度过快；国际局势复杂化。

相关研究报告

《降息的“自我实现”？》20240107
《中银量化多策略行业轮动2023年总结》
20240107
《中银量化多策略行业轮动周报 -
20240104》20240105

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（2024.1.7）

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	= 关注两会2024年经济增长目标和赤字率安排	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	= 货币政策偏宽松压制收益率上行空间	标配
货币	- 收益率将在2%上下波动	低配
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
美元指数反弹，全球风险资产价格普跌.....	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：十年国债利率继续下行.....	12
大宗商品：继续小幅回调.....	13
货币类：货币基金利率中枢或小幅上行.....	14
外汇：美元指数反弹.....	14
港股：美债和美元开始短期反弹.....	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 (2024.1.7) 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. 当周公开市场操作规模 8

图表 5. DR007 与 7 天期逆回购利率周度走势 8

图表 6. 银行间存款类回购利率周度表现 8

图表 7. 银行间回购利率周度表现 8

图表 8. 原材料产品高频指标周度表现 9

图表 9. 建材社会库存周度表现 9

图表 10. 重点电厂煤炭库存可用天数周度表现 9

图表 11. 美国 API 原油库存周度表现 9

图表 12. 美国 API 原油库存周环比变动 9

图表 13. 30 大城市商品房周成交面积表现 10

图表 14. 汽车消费周同比增速表现 10

图表 15. 汽车周消费规模表现 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 (2024.1.7) 17

一周概览

美元指数反弹，全球风险资产价格普跌

人民币资产仍偏好避险。本周沪深 300 指数下跌 2.97%，沪深 300 股指期货下跌 2.95%；焦煤期货本周下跌 1.66%，铁矿石主力合约本周上涨 2.82%；股份制银行理财预期收益率下跌 10BP 至 1.5%，余额宝 7 天年化收益率上涨 28BP 至 2.43%；十年国债收益率下行 4BP 至 2.52%，活跃十年国债期货本周上涨 0.15%。

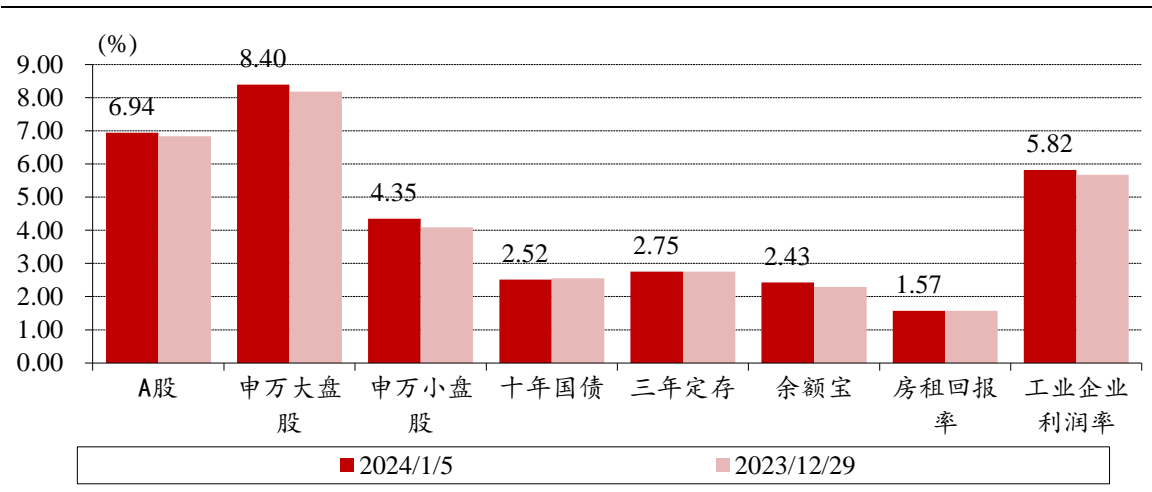
图表 1. 代表性资产一周表现和配置建议

股票	债券
沪深 300 -2.97% 沪深 300 期货 -2.95% 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 2.52%/本周变动 -4BP 活跃 10 年国债期货+0.15% 本期评论：货币政策偏宽松压制收益率上行空间 配置建议：标配
大宗	保守
铁矿石期货 +2.82% 焦煤期货 -1.66% 本期评论：稳增长政策利好基建投资 配置建议：超配	余额宝 2.43%/本周变动 +28BP 股份制理财 3M 1.5%/本周变动 -10BP 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

关注货币政策的结构性调整。本周 A 股指数普跌，估值整体下行，小盘股估值下行幅度超过大盘股。本周央行在公开市场净回笼资金 24230 亿元，拆借资金利率稳中有降持续分层，周五 R007 利率收于 2.18%，GC007 利率收于 2.32%。周五十年国债收益率收于 2.52%，较上周五下降 4BP。继 2023 年 2 月 PSL 消费新增之后，本周 PSL 新增 3500 亿元，超出市场预期，另一方面，央行在公开市场加大资金回笼力度，关注央行货币政策的结构性调整，或短期意在遏制非银金融机构加杠杆投资行为。

图表 2. 大类资产收益率横向比较



资料来源：万得，中银证券

美元指数反弹, 美债收益率上行。 股市方面, 本周 A 股指数普跌, 跌幅较小的指数是上证综指(-1.54%), 领跌的指数是创业板指(-6.12%); 港股方面恒生指数下跌 3%, 恒生国企指数下跌 2.8%, AH 溢价指数上行 0.58% 收于 147.21; 美股方面, 标普 500 指数本周下跌 1.52%, 纳斯达克下跌 3.25%。债市方面, 本周国内债市略有分化, 中债总财富指数本周上涨 0.08%, 中债国债指数上涨 0.14%, 金融债指数下跌 0.01%, 信用债指数上涨 0.08%; 十年美债利率上行 17 BP, 周五收于 4.05%。万得货币基金指数本周上涨 0.04%, 余额宝 7 天年化收益率上行 28 BP, 周五收于 2.43%。期货市场方面, NYMEX 原油期货上涨 3.21%, 收于 73.95 美元/桶; COMEX 黄金下跌 0.93%, 收于 2052.6 美元/盎司; SHFE 螺纹钢下跌 0.53%, LME 铜下跌 1.68%, LME 铝下跌 4.7%; CBOT 大豆下跌 3.16%。美元指数上涨 1.1% 收于 102.44。VIX 指数上行至 13.35。本周美元指数短期触底反弹, 带动全球风险资产价格回调。

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	2024/1/2 上期涨跌幅	- 本月以来	2024/1/5 今年以来
股票	000001.SH	上证综指	2,929.18	(1.54)	2.06	(1.54)	(1.54)
	399001.SZ	深证成指	9,116.44	(4.29)	3.29	(4.29)	(4.29)
	399005.SZ	中小板指	5,738.43	(4.68)	3.49	(4.68)	(4.68)
	399006.SZ	创业板指	1,775.58	(6.12)	3.59	(6.12)	(6.12)
	881001.WI	万得全 A	4,429.61	(2.97)	2.62	(2.97)	(2.97)
	000300.SH	沪深 300	3,329.11	(2.97)	2.81	(2.97)	(2.97)
债券	CBA00301.C	中债总财富指数	230.09	0.08	0.30	0.08	0.08
	CBA00603.C	中债国债	224.82	0.14	0.26	0.14	0.14
	CBA01203.C	中债金融债	229.92	(0.01)	0.34	(0.01)	(0.01)
	CBA02703.C	中债信用债	211.74	0.08	0.24	0.08	0.08
	885009.WI	货币基金指数	1,682.44	0.04	0.04	0.04	0.04
大宗商品	CL.NYM	NYMEX 原油	73.95	3.21	(3.03)	3.21	3.21
	GC.CMX	COMEX 黄金	2,052.60	(0.93)	0.13	(0.93)	(0.93)
	RB.SHF	SHFE 螺纹钢	3,979.00	(0.53)	0.00	(0.53)	(0.53)
	CA.LME	LME 铜	8,415.00	(1.68)	(0.13)	(1.68)	(1.68)
	AH.LME	LME 铝	2,272.00	(4.70)	2.64	(4.70)	(4.70)
	S.CBT	CBOT 大豆	1,257.00	(3.16)	(0.67)	(3.16)	(3.16)
货币	-	余额宝	2.43	28 BP	21 BP	14 BP	14 BP
	-	银行理财 3M	1.50	-10 BP	0 BP	0 BP	0 BP
外汇	USD.XFX	美元指数	102.44	1.10	(0.32)	1.05	1.05
	USDCNY.IB	人民币兑美元	7.16	(0.91)	0.66	(0.91)	(0.91)
	EURCNY.IB	人民币兑欧元	7.83	0.52	(0.20)	0.52	0.52
	JPYCNY.IB	人民币兑日元	4.92	2.02	(0.08)	2.02	2.02
港股	HSLHI	恒生指数	16,535.33	(3.00)	4.33	(3.00)	(3.00)
	HSCELHI	恒生国企	5,606.98	(2.80)	5.09	(2.80)	(2.80)
	HSAHP.HI	恒生 AH 溢价	147.21	0.58	(2.93)	0.58	0.58
美国	SPX.GI	标普 500	4,697.24	(1.52)	0.32	(1.52)	(1.52)
	IXIC.GI	NASDAQ	14,524.07	(3.25)	0.12	(3.25)	(3.25)
	UST10Y.GBM	十年美债	4.05	17 BP	-2 BP	17 BP	17 BP
	VIX.GI	VIX 指数	13.35	7.23	(4.45)	7.23	7.23
	CRB.RB	CRB 商品指数	265.91	0.79	(1.04)	0.79	0.79

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）

国家数据局等十七部门联合印发《“数据要素×”三年行动计划（2024-2026年）》，选取12个行业和领域作为数据要素释放价值的落脚点，预计到2026年打造300个应用场景，数据产业年均增速将超过20%。《行动计划》提出，实施“数据要素×”试点工程。鼓励金融机构按照市场化原则加大信贷支持力度，优化金融服务。依法合规探索多元化投融资模式，发挥相关引导基金、产业基金作用，引导和鼓励各类社会资本投向数据产业。支持数据商上市融资。

国务院常务会议研究发展银发经济、增进老年人福祉的政策举措，审议进一步优化政务服务、提升行政效能、推动“高效办成一件事”的指导意见，听取保障农民工工资支付情况汇报，讨论《中华人民共和国会计法（修正草案）》和《中华人民共和国能源法（草案）》，审议通过《碳排放权交易管理暂行条例（草案）》。会议强调，要运用好市场机制，充分发挥各类经营主体和社会组织作用，更好满足老年人多层次多样化需求，共同促进银发经济发展壮大。

国务院印发《关于进一步完善国有资本经营预算制度的意见》指出，扩大国有资本经营预算覆盖范围，健全国有独资企业和国有独资公司收益上交机制，优化国有控股、参股企业国有股收益上交机制；优化支出结构，聚焦关键领域和薄弱环节，增强对国家重大战略任务的财力保障，强化资本金注入，重点用于推进国有经济布局优化和结构调整等；加强支出管理，国有企业可根据国有资本经营预算重点支持方向和企业发展需要，向出资人单位申报资金需求。资金注入后形成国家股权和企业法人财产，由企业按规定方向和用途统筹使用。

央行定调今年十项重点工作，包括：稳健的货币政策灵活适度、精准有效；稳妥推进重点领域金融风险防范化解；稳慎扎实推进人民币国际化等。央行要求，综合运用多种货币政策工具，保持流动性合理充裕，促进社会融资规模、货币供应量同经济增长和价格水平预期目标相匹配。注重新增信贷均衡投放，提高存量资金使用效率，进一步优化信贷结构，确保社会融资规模全年可持续较快增长。兼顾内外均衡，持续深化利率市场化改革，促进社会综合融资成本稳中有降。

央行、国家金融监管总局发布《关于金融支持住房租赁市场发展的意见》，支持住房租赁供给侧结构性改革，加大住房租赁开发建设信贷支持力度，拓宽住房租赁市场多元化投融资渠道。稳步推进房地产投资信托基金试点工作，在把控风险前提下，募集资金用于住房租赁企业持有运营长期租赁住房。支持房地产投资信托基金份额交易流通，促进住房租赁企业长期稳定经营，防范短期炒作。引导各类社会资金有序投资住房租赁领域。

国家金融监管总局就《金融租赁公司管理办法（征求意见稿）》公开征求意见。《意见稿》修改完善主要发起人制度，增加国有金融资本投资、运营公司和境外制造业大型企业两类发起人；将主要发起人持股比例要求由不低于30%提高至不低于51%。新增杠杆率及财务杠杆倍数指标。其中，杠杆率指标监管要求为金融租赁公司一级资本净额与调整后的表内外资产余额的比例不得低于6%，财务杠杆倍数指标监管要求为金融租赁公司总资产不得超过净资产10倍。

雄安新区召开2024年工作会议。会议强调，加快集聚“功能”要素，持续筑巢引凤，以城市功能完善提升承载能力，着力打造北京非首都功能疏解集中承载地；加快集聚“项目”要素，继续保持投资强度，统筹推进重点片区和重大项目建设，着力打造现代化新气象扑面而来的未来之城。

国家发改委党组在《求是》撰文指出，增强宏观政策取向一致性，加强财政、货币、就业、产业、投资、消费、价格、环保等政策的协调配合。加力提效用2023年增发1万亿元国债、中央预算内投资、地方政府专项债券等政府投资。

工信部党组《求是》杂志撰文称，全力促进工业经济平稳增长，着力稳住大宗消费，培育壮大新型消费；开辟人工智能、人形机器人、量子等未来产业新赛道，加强5G、数据中心、算力等基础设施建设，加快工业互联网规模化应用，深化工业数据应用，激活数据要素潜能，为数字化转型提供“数据动力”。

财政部等三部门发布横琴粤澳深度合作区个人行李和寄递物品有关税收政策，横琴与澳门之间设为“一线”，横琴与内地之间设为“二线”。从合作区经“二线”进入内地时，旅客（不含非居民旅客）携带物品不超过8000元的，海关予以免税放行。

工信部等十一部门发布通知，开展“信号升格”专项行动。到2025年底，超过12万个重点场所实现移动网络深度覆盖、3万公里铁路和50万公里公路、200条地铁线路实现移动网络连续覆盖。5G网络覆盖深度和广度持续完善。

2023 年出台的一些优惠政策，2024 年可以继续享受。其中，个人所得税方面，包括 3 项个人所得税专项附加扣除标准提高、全年一次性奖金个人所得税政策延续实施等；住房方面，包括房贷首付比例调整等。此外，新能源汽车车辆购置税将继续减免。

经文化和旅游部数据中心测算，元旦假期 3 天，全国国内旅游出游 1.35 亿人次，同比增长 155.3%，按可比口径较 2019 年同期增长 9.4%；实现国内旅游收入 797.3 亿元，同比增长 200.7%，较 2019 年同期增长 5.6%。

商务部表示，2024 年元旦假期消费市场潜能加快释放。全国重点零售和餐饮企业销售额同比增长 11.0%；商务部重点监测零售企业金银珠宝、建材、家具销售额分别增长 21.2%、13.1%和 12.9%。

交通运输部表示，元旦假期三天，全国铁路、公路、水路、民航发送旅客总量近 1.3 亿人次。其中，铁路发送旅客 4381.9 万人次；公路发送旅客 7740.5 万人次；水路发送旅客 190.8 万人次；民航发送旅客 510 万人次。

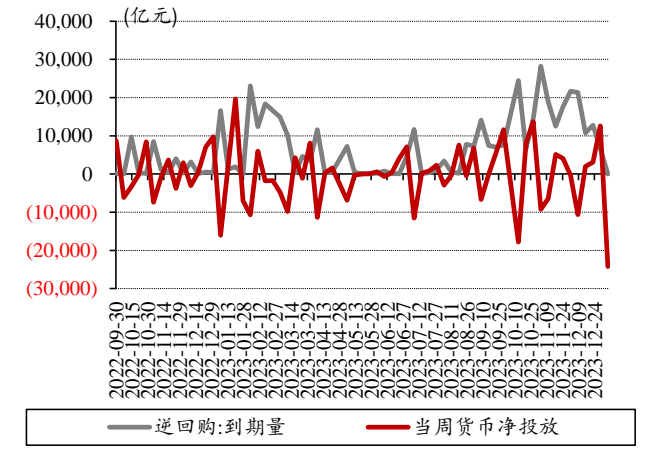
据国家电影局统计，2024 年元旦假期电影总票房为 15.33 亿元，创同档期纪录新高，观影人次为 3660 万，国产影片票房为 14.11 亿元，市场占比为 92.04%。

上海市 1 月 3 日起调整住房公积金个人住房贷款政策。缴存职工家庭名下在上海市已有一套住房，在全国未使用过住房公积金个人住房贷款或首次住房公积金个人住房贷款已经结清的，认定为第二套改善型住房；对于认定为第二套改善型住房的，最低首付款比例为 50%；对于认定为第二套改善型住房，且贷款所购住房位于中国（上海）自由贸易试验区临港新片区以及嘉定、青浦、松江、奉贤、宝山、金山 6 个行政区全域的，最低首付款比例为 40%。

宏观上下游高频数据跟踪

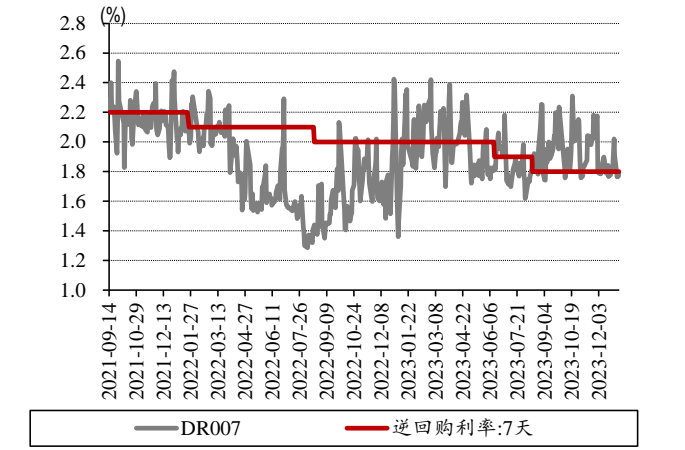
1月5日当周，跨年流动性紧张状况有所缓解，央行在公开市场上实现流动性净回笼，共计净回笼24230亿元。

图表 4. 当周公开市场操作规模



资料来源：万得，中银证券

图表 5. DR007 与 7 天期逆回购利率周度走势

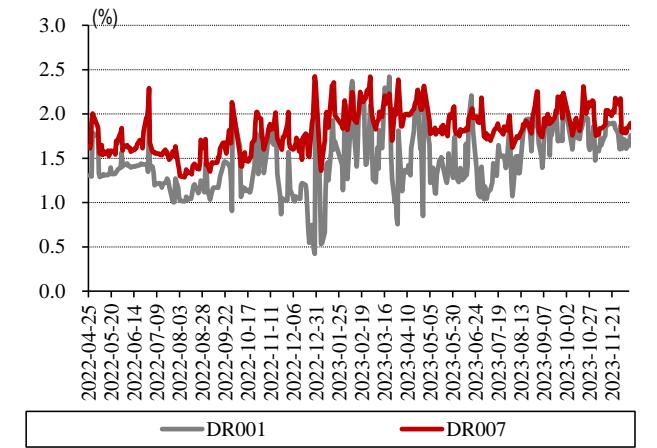


资料来源：万得，中银证券

截至1月5日，DR001 与 DR007 利率分别为 1.5810%、1.7833%，较上周分别变动 20 BP、-24BP。R001 与 R007 利率分别为 1.7324%、2.1762%，较前一周分别变动 14 BP、-77 BP。

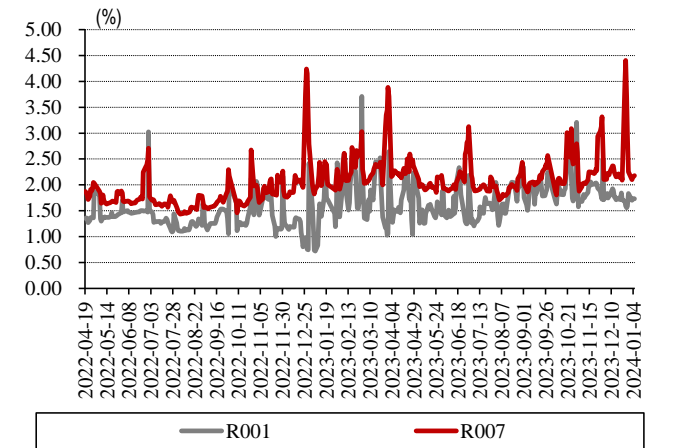
DR007 与 7 天期逆回购差值为-0.0167%，较上周变动-24 BP，DR007、R007 之差较上周变动-54 BP，狭义流动性整体维持稳定。

图表 6. 银行间存款类回购利率周度表现



资料来源：万得，中银证券

图表 7. 银行间回购利率周度表现



资料来源：万得，中银证券

上游周期品方面，1月5日当周，不同品种钢厂开工率表现不一，螺纹钢、线材主要钢厂开工率较上周分别变动1.03和-2.32个百分点。1月3日当周，多数地区石油沥青装置开工率上升，仅华东地区开工率较前一周下降5.90个百分点。2023年12月28日当周，煤炭重点电厂库存可用天数较上周变动-1.30天。

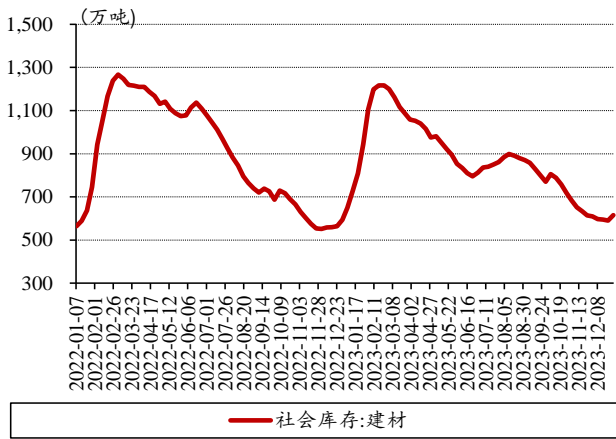
图表 8.原材料产品高频指标周度表现

周期品种	指标	当周值	周变动	较年初变动
钢材	螺纹钢: 主要钢厂开工率 (%)	41.99	1.03	0.00
	线材: 主要钢厂开工率 (%)	48.25	(2.32)	0.00
	开工率:华东地区 (%)	32.80	(5.90)	0.00
	开工率:华北地区 (%)	38.20	3.80	0.00
石油沥青	开工率:华南地区 (%)	24.20	6.40	0.00
	开工率:东北地区 (%)	18.90	1.20	0.00
	开工率:西北地区 (%)	20.90	0.00	0.00

资料来源: 万得, 中银证券

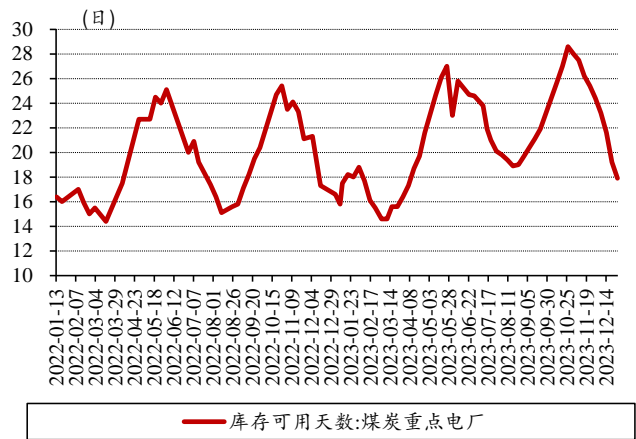
海外机构持仓方面，截至1月5日，SPDR黄金ETF持仓总价值变动-2.30%。原油库存方面，2023年12月29日当周，美国API原油库存有所下滑，周环比变动-741.80万桶。

图表 9.建材社会库存周度表现



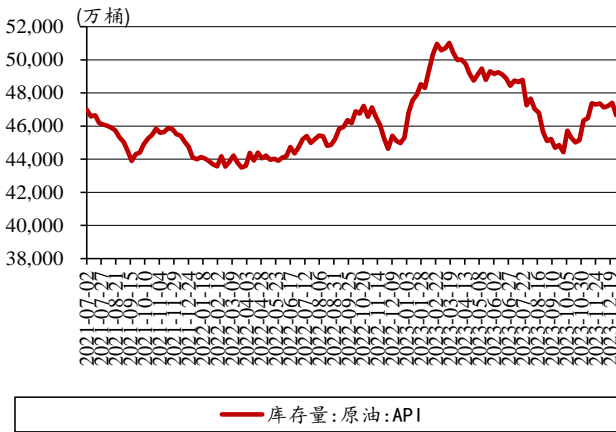
资料来源: 万得, 中银证券

图表 10.重点电厂煤炭库存可用天数周度表现



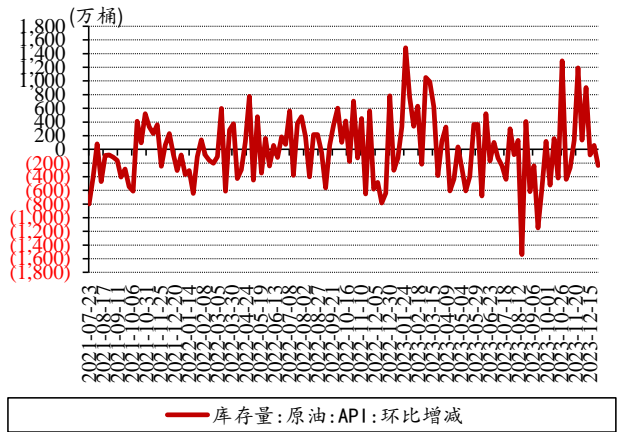
资料来源: 万得, 中银证券

图表 11. 美国 API 原油库存周度表现



资料来源: 万得, 中银证券

图表 12.美国 API 原油库存周环比变动



资料来源: 万得, 中银证券

图表 13.30 大城市商品房周成交面积表现

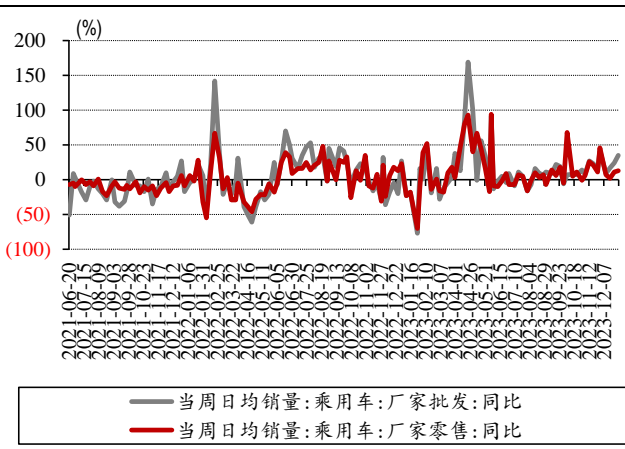


资料来源：万得，中银证券

房地产方面，2023年12月31日当周，30大城市商品房成交面积小幅上升，单周成交面积环比变动79.91万平方米，单周成交面积实现394.78万平方米。当前尽管行业销售仍处低位，但商品房单周成交面积已连续三周上升，后续需静待地产销售端扶持政策效果显现。

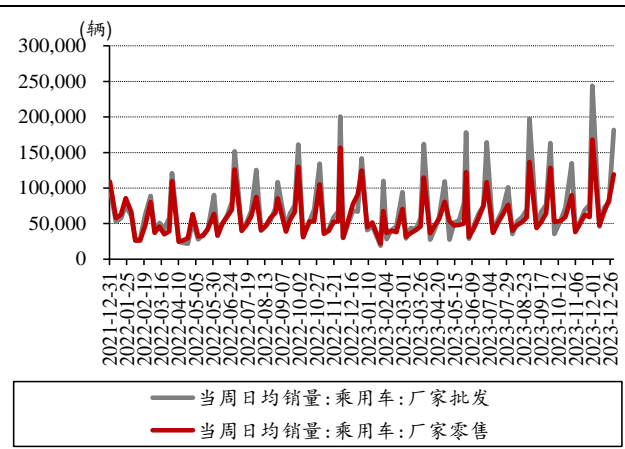
汽车方面，2023年12月31日当周，国内乘用车批发、零售销量单周同比增速分别为35%和13%；着眼“促消费”全局，汽车的重要角色不容忽视，我们继续看好2024年汽车消费的表现。

图表 14. 汽车消费周同比增速表现



资料来源：万得，中银证券

图表 15. 汽车周消费规模表现



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

能源和公共事业行业指数表现较好。本周市场指数下跌为主，上涨的指数仅有上证红利（3.98%），领跌的指数包括创业板指（-6.12%）、中小板指（-4.68%）、深证成指（-4.29%）。行业方面跌多涨少分化较大，领涨的行业有煤炭（5.63%）、电力及公用事业（1.99%）、石油石化（1.32%），领跌的行业有电子元器件（-6.31%）、计算机（-6.12%）、通信（-5.59%）。本周中小创调整幅度较大，TMT 行业领跌。

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	3.98	煤炭	5.63	煤电重组指数	4.80
上证综指	(1.54)	电力及公用事业	1.99	最小市值指数	2.65
上证 380	(2.00)	石油石化	1.32	福建自贸区指数	1.69
深证成指	(4.29)	通信	(5.59)	OLED 指数	(6.46)
中小板指	(4.68)	计算机	(6.12)	去 IOE 指数	(6.77)
创业板指	(6.12)	电子元器件	(6.31)	生物识别指数	(6.94)

资料来源：万得，中银证券

A 股一周要闻（新闻来源：万得）

出行旅游 | 经文化和旅游部数据中心测算，元旦假期 3 天，全国国内旅游出游 1.35 亿人次，同比增长 155.3%，按可比口径较 2019 年同期增长 9.4%；实现国内旅游收入 797.3 亿元，同比增长 200.7%，较 2019 年同期增长 5.6%。

新能源车 | 国内新能源车企 2023 年成绩单出炉，比亚迪以 302.4 万的交付量稳居国内新能源销量榜单首位，广汽埃安和理想分别交付 48 万和 37.6 万辆，分别位居第二和第三。理想还是 2023 年交付量最高的新势力车企，蔚来、小鹏去年分别交付 16 万辆、14.16 万辆。

基建产业链 | PSL 重启，引起市场关注。近期，国家开发银行、中国进出口银行、中国农业发展银行三大政策性银行净新增抵押补充贷款（PSL）3500 亿元，为 PSL 有史以来第三高。

通信 | 中国信通院发布《中国宽带发展白皮书（2023 年）》称，5G、数据中心等宽带设施进入规模化部署和应用新阶段。网络架构持续优化，IPv6 迈入从“能用”到“好用”的关键阶段。

磷化工 | 工信部等八部门印发《推进磷资源高效高值利用实施方案》，到 2026 年，我国磷化工自主创新能力、绿色安全水平稳步提升，高端磷化学品供给能力大幅提高，产业链供应链韧性和安全水平更加稳固。

汽车产业链 | 乘联会表示，2023 年全国新能源乘用车发展优势不断巩固和扩大。综合预估 2023 年 12 月新能源乘用车厂商批发销量 113 万辆，同比增长 50%，环比增长 18%；2023 年累计批发 888 万辆，同比增长 38%。

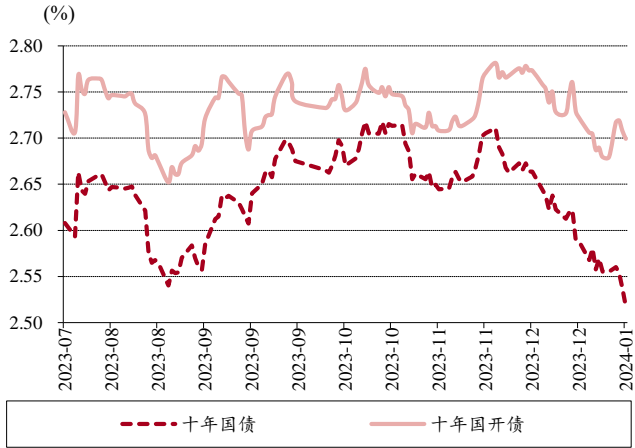
数据要素 | 国家数据局等十七部门联合印发《“数据要素×”三年行动计划（2024-2026 年）》，选取 12 个行业和领域作为数据要素释放价值的落脚点，预计到 2026 年打造 300 个应用场景，数据产业年均增速将超过 20%。

机器人 | 应急管理部和工信部发布《关于加快应急机器人发展的指导意见》，到 2025 年，研发一批先进应急机器人，大幅提升科学化、专业化、精细化和智能化水平。将应急机器人纳入应急装备配备标准等，推动应急机器人配备应用。

债券：十年国债利率继续下行

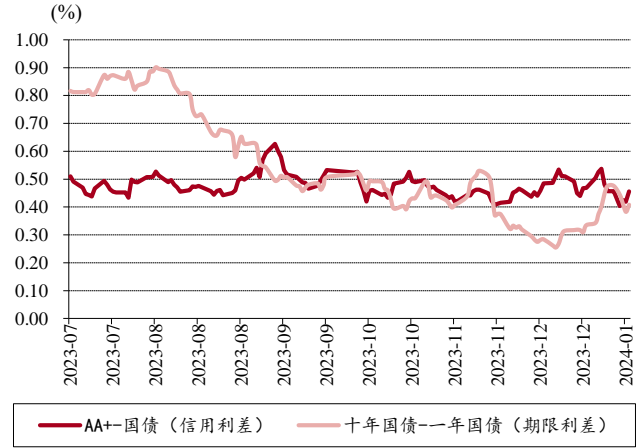
关注非银金融机构杠杆率波动对利率债和信用债收益率的影响。十年期国债收益率周五收于2.52%，本周下行4BP，十年国开债收益率周五收于2.7%，较上周五上行2BP。本周期限利差下行7BP至0.41%，信用利差持平于0.46%。

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

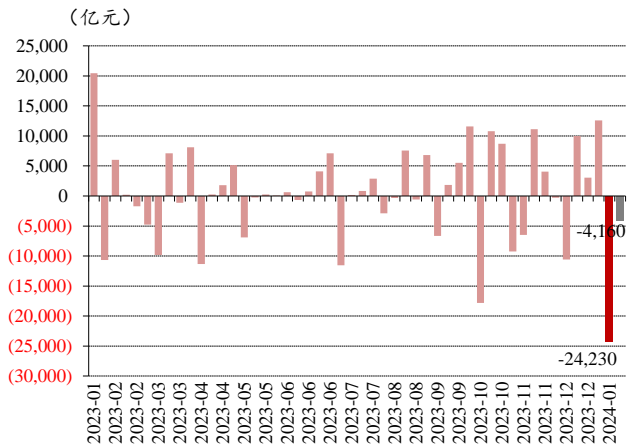
图表 18. 信用利差和期限利差



资料来源：万得，中银证券

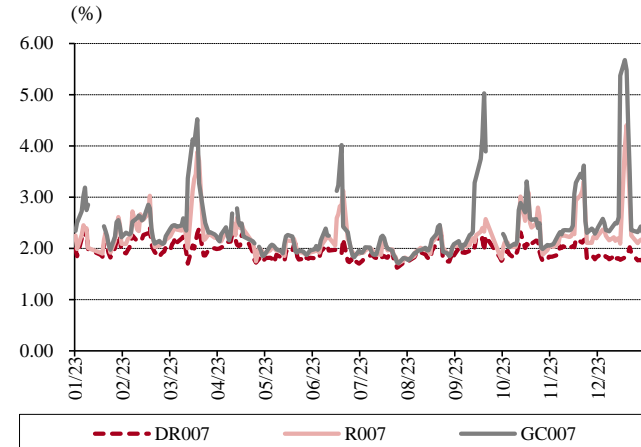
跨年过后央行在公开市场净回笼资金。本周央行在公开市场累计净回笼资金 24230 亿元，货币拆借利率分层情况较明显，周五 R007 利率收于 2.18%，交易所资金 GC007 利率收于 2.32%。年底过后央行开始净回笼资金，一方面拆借利率整体呈现稳中有降，另一方面资金利率分层情况更加明显，非银金融机构拆借利率整体仍维持在偏高水平上。

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)

PSL 重启，引起市场关注。2023 年 12 月，国家开发银行、中国进出口银行、中国农业发展银行三大政策性银行净新增抵押补充贷款 (PSL) 3500 亿元，为 PSL 有史以来第三高。

2024 年伊始，不少中小银行在“开门红”前开始密集调降存款利率。目前已有上海银行等十余家银行下调存款利率，下调幅度在 5-45BP 之间。

2024 年 1 月 1 日起，多数存量房贷利率将迎来下调，调整幅度为 10 个基点。以贷款 100 万元、期限 30 年、等额本息方式还款的个人贷款为例，每月的月供减少 58.54 元。

大宗商品：继续小幅回调

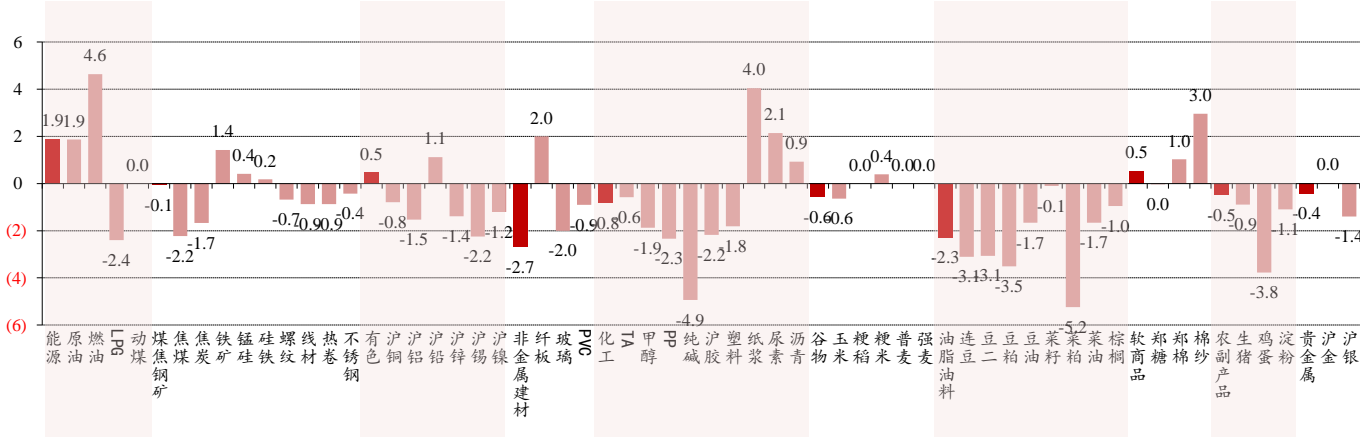
人民币大宗商品价格整体继续回调。本周商品期货指数下跌 0.15%。从各类商品期货指数来看，上涨的有能源（1.9%）、有色金属（0.47%），下跌的有煤焦钢矿（-0.07%）、贵金属（-0.43%）、谷物（-0.58%）、化工（-0.82%）、油脂油料（-2.29%）、非金属建材（-2.69%）。各期货品种中，本周涨幅较大的大宗商品有燃油（4.63%）、纸浆（4.04%）、棉纱（2.96%），跌幅靠前的则有菜粕（-5.23%）、纯碱（-4.94%）、鸡蛋（-3.78%）。一季度是投资淡季，消费旺季，周期品价格表现整体偏弱。

图表 21. 大宗商品本周表现

商品 -0.15%	能源 +1.9%	煤焦钢矿 -0.07%
有色金属 +0.47%	非金属建材 -2.69%	化工 -0.82%
谷物 -0.58%	油脂油料 -2.29%	贵金属 -0.43%

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）

美国上周 EIA 原油库存减少 550.3 万桶，预期减少 372.5 万桶，前值减少 711.4 万桶。

中钢协公布数据显示，2023 年 12 月下旬，21 个城市 5 大品种钢材社会库存 729 万吨，环比增加 1.4%，库存连续 7 旬下降后小幅上升。

上期所宣布，自 1 月 5 日交易起，氧化铝期货 AO2402、AO2403 合约交易手续费调整为成交金额万分之四，日内平仓交易手续费调整为成交金额万分之六。上期所发现 4 组 9 名客户在氧化铝期货品种交易中涉嫌未申报实际控制关系，决定对上述客户在氧化铝期货品种上采取限制开仓 1 个月以及限制出金的监管措施。

周三（1 月 3 日）集运指数（欧线）期货合约全线涨停。上海国际能源交易中心决定，自 1 月 4 日交易起，非期货公司会员、境外特殊非经纪参与者、客户在集运指数（欧线）期货合约 EC2408、EC2410、EC2412 日内开仓交易最大数量为 50 手。

农业农村部表示，将毫不松懈抓好粮食等重要农产品稳定安全供给。2024 年将着力促进产销顺畅衔接，巩固大豆油料扩种成果，确保大豆面积稳定在 1.5 亿亩以上、油料面积稳定在 2 亿亩以上，持续提升国内大豆油料产能和自给率。

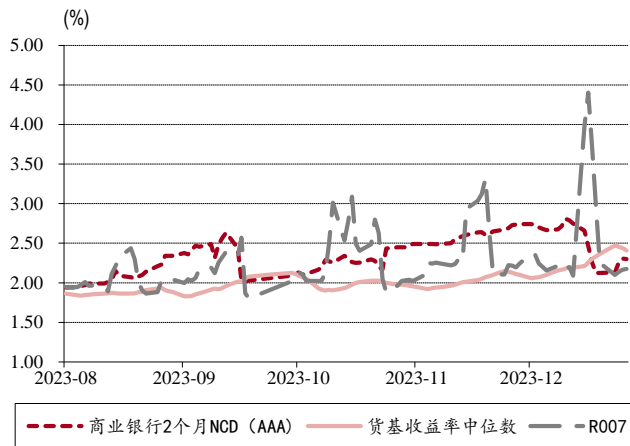
联合国粮食及农业组织发布数据显示，2023 年 12 月食品价格指数为 118.5 点，环比下降 1.5%，同比跌 10.1%。2023 年全球食品价格较上一年均值下降 13.7%。

随着红海危机持续发酵，韩国至欧洲的海运费翻倍。数据显示，截至上月底，从釜山到欧洲海运费，已飙升至每 40 英尺集装箱约合人民币 17000 多元，较前一月上涨超一倍。

货币类：货币基金利率中枢或小幅上行

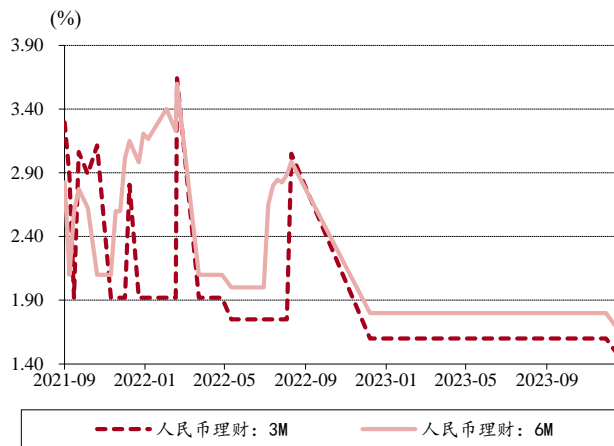
货币基金收益率波动中枢或将较 2023 年下半年上升。本周余额宝 7 天年化收益率上行 28BP，周五收于 2.43%；人民币 3 个月理财产品预期年化收益率下行 10BP 收于 1.7%。本周万得货币基金指数上涨 0.04%，货币基金 7 天年化收益率中位数周五收于 2.41%。年底前大行引领银行机构调降存款利率，整体来看利率稳中有降仍是大趋势，货币基金收益率上行大概率是短期内季节性行为。

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

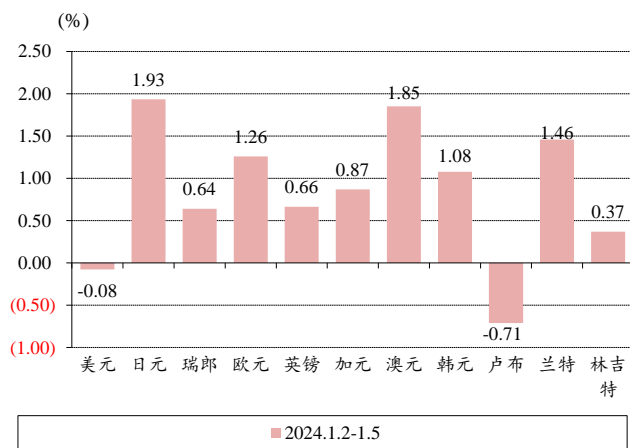


资料来源：万得，中银证券

外汇：美元指数反弹

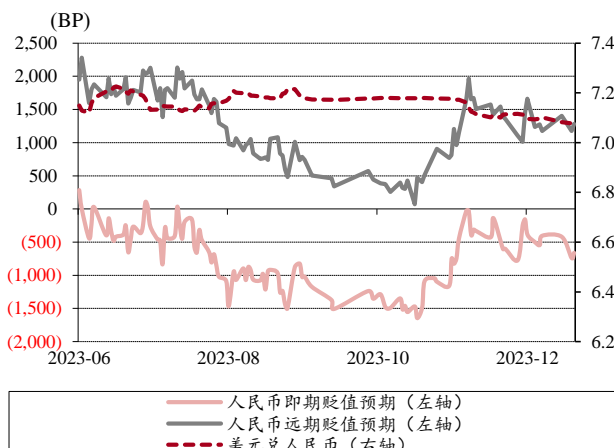
人民币兑美元中间价本周上行 55BP，至 7.1029。本周人民币对日元(1.93%)、澳元(1.85%)、兰特(1.46%)、欧元(1.26%)、韩元(1.08%)、加元(0.87%)、英镑(0.66%)、瑞郎(0.64%)、林吉特(0.37%) 升值，对美元(-0.08%)、卢布(-0.71%) 贬值。本周美元指数反弹，但人民币对其他主要货币汇率升值，整体保持平稳。

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)

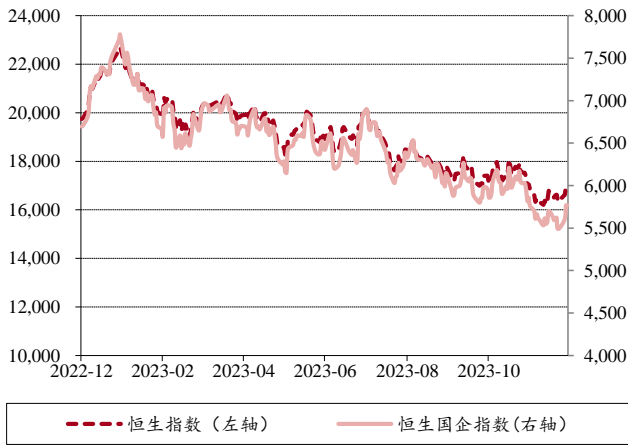
2023 年 11 月我国服务贸易继续保持增长态势，服务进出口 5447.8 亿元，同比增长 13.7%。其中，服务出口增长 1.4%，服务进口增长 24.4%。

2023 年，全年外汇储备规模稳定在 3.1 万亿美元以上。外汇局表示，2024 年要防范跨境资金流动风险，加强宏观审慎管理和预期引导，完善跨境资金流动监测预警和响应机制，坚决对顺周期、单边行为进行纠偏，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定，维护国际收支基本平衡。

港股：美债和美元开始短期反弹

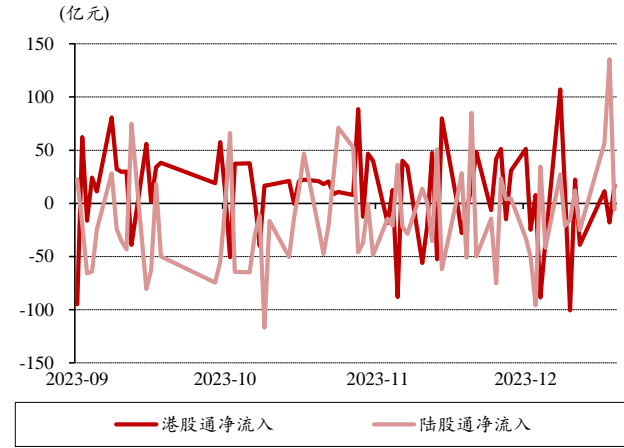
美国就业数据依然强劲，压制市场降息预期。本周港股方面恒生指数下跌 3%，恒生国企指数下跌 2.8%，AH 溢价指数上行 0.58% 收于 147.21。行业方面本周领涨的有能源业(4.07%)、电讯业(0.84%)、公用事业(0.76%)，跌幅靠前的有医疗保健业(-6.97%)、必需性消费(-4.9%)、非必需性消费(-4.32%)。本周南下资金总量 148.44 亿元，同时北上资金总量-60.91 亿元。本周十年美债收益率上行，美债指数上涨，大概率是此前超调后的反弹。

图表 27. 恒指走势



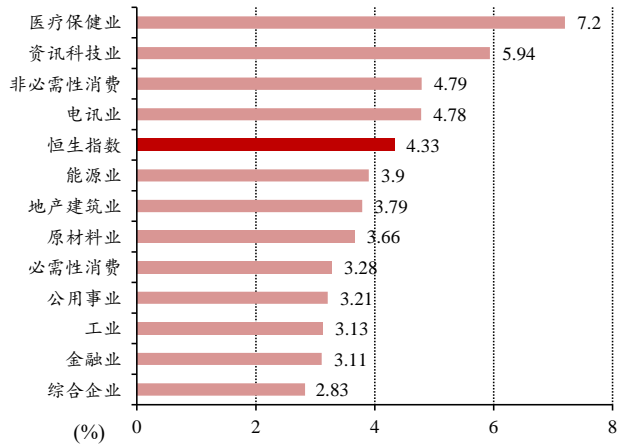
资料来源：万得，中银证券

图表 28. 陆港通资金流动情况



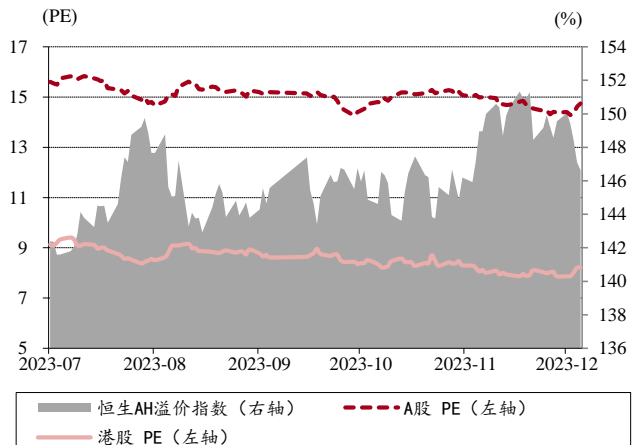
资料来源：万得，中银证券

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，美联储官员在去年 12 月的会议上一致认为，始于 2022 年的加息周期可能已经结束。他们指出，通胀有所放缓，尤其是六个月年化通胀率，而且有迹象显示供应链正在恢复正常，而且随着更多的人加入劳动力市场，劳动力市场开始放松。他们还说，将利率提高到 5% 以上抑制了消费者需求，从而使通胀有所缓和。他们没有讨论何时开始降息。美联点阵图显示该行计划在 2024 年降息三次。

美国劳工统计局公布数据显示，2023 年 12 月季调后非农就业人口增加 21.6 万人，预期增 17 万人，前值自 19.9 万人下修至 17.3 万人；失业率为 3.7%，预期 3.8%，前值 3.7%；劳动力就业参与率为 62.5%，预期及前值均为 62.8%；平均时薪同比增长 4.1%，预期 3.9%，前值 4%。

美国 2023 年 12 月 ADP 就业人数增加 16.4 万人，创 2023 年 8 月以来新高，预期增 11.5 万人，前值从增 10.3 万人修正为增 10.1 万人。

美国上周 MBA30 年期固定抵押贷款利率为 6.76%，前值 6.83%；申请活动指数为 173.5，前值 191.6；购买指数为 140.7，前值 148.7；再融资活动指数为 358.2，前值 437.6。

美国 2023 年 12 月 ISM 制造业 PMI 为 47.4，预期 47.1，前值 46.7。

美国 2023 年 12 月 ISM 非制造业 PMI 为 50.6，预期 52.6，前值 52.7。

欧元区 2023 年 12 月 CPI 初值同比上升 2.9%，预期升 3%，11 月终值升 2.4%；环比上升 0.2%，预期升 0.2%，11 月终值降 0.6%。

新加坡 2023 年第四季度 GDP 环比增长 1.7%，预期 0.70%，前值 1.40%；同比增长 2.8%，预期 1.80%，前值 1.10%。新加坡 2023 年第四季度房价环比上涨 2.7%，连续第二个季度上涨；全年累计上涨 6.7%，同比涨幅有所放缓。

欧盟关于企业税的新法规当地时间 1 月 1 日正式生效，对在欧盟成员国的跨国公司实行 15% 的最低有效税率。该法规将适用于每年财务收入合计超过 7.5 亿欧元、母公司或子公司位于欧盟成员国的任何国内和国际大型集团。

欧洲央行将于 2024 年对银行进行网络压力测试，评估银行对网络攻击应对和恢复能力，而非其预防能力。

韩国政府下调 2024 年 GDP 预测值，上调通胀预测值，将重点放在民生保障和风险因素管理上。2023 年韩国吸引外商直接投资额同比增加 7.5% 至 327.2 亿美元；实际到位的外商直接投资额增加 3.4% 至 187.9 亿美元，两项数据均创新高。

韩国 2023 年 12 月芯片出口增长 21.8%，创 2022 年 3 月以来最大增幅。

2024 年 1 月 1 日，沙特、埃及、阿联酋、伊朗、埃塞俄比亚成为金砖国家正式成员。金砖新成员国的专家学者表示，加入金砖国家合作机制有利于各国挖掘自身潜力，合作促进本国经济发展，并期待为金砖国家合作机制注入新活力。

越南连续第八年实现贸易顺差，2023 年顺差金额达 260 亿美元，创纪录新高，同比增长 2 倍。

下周大类资产配置建议

元旦消费较 2019 年同期实现增长。经文化和旅游部数据中心测算，元旦假期 3 天，全国国内旅游出游 1.35 亿人次，同比增长 155.3%，按可比口径较 2019 年同期增长 9.4%；实现国内旅游收入 797.3 亿元，同比增长 200.7%，较 2019 年同期增长 5.6%。交通运输部表示，元旦假期三天，全国铁路、公路、水路、民航发送旅客总量近 1.3 亿人次。其中，铁路发送旅客 4381.9 万人次；公路发送旅客 7740.5 万人次；水路发送旅客 190.8 万人次；民航发送旅客 510 万人次。据国家电影局统计，2024 年元旦假期电影总票房为 15.33 亿元，创同档期纪录新高，观影人次为 3660 万，国产影片票房为 14.11 亿元，市场占比为 92.04%。商务部表示，2024 年元旦假期消费市场潜能加快释放。全国重点零售和餐饮企业销售额同比增长 11.0%；商务部重点监测零售企业金银珠宝、建材、家具销售额分别增长 21.2%、13.1% 和 12.9%。总的来看，元旦假期出游人数、旅游收入较 2019 年同期都实现了增长，消费形式整体较好。

美联储不希望市场过度关注降息事宜。美联储会议纪要显示，美联储官员在去年 12 月的会议上一致认为，始于 2022 年的加息周期可能已经结束。他们指出，通胀有所放缓，尤其是六个月年化通胀率，而且有迹象显示供应链正在恢复正常，而且随着更多的人加入劳动力市场，劳动力市场开始放松。他们还说，将利率提高到 5% 以上抑制了消费者需求，从而使通胀有所缓和。他们没有讨论何时开始降息。美联点阵图显示该行计划在 2024 年降息三次。虽然美联储出于担忧预期变化降低加息至今压制通胀的成果，在极力给市场的降息预期降温，但对市场来说，美联储的加息进程已经结束，降息预期也只是开始判断政策落地时点和年内降息幅度的问题。

2024 年货币政策的两个边际变化。2024 年第一周，货币政策的两个动向，一是重启 PSL，国家开发银行、中国进出口银行、中国农业发展银行三大政策性银行净新增抵押补充贷款 (PSL) 3500 亿元，为 PSL 有史以来第三高，二是公开市场净回笼资金 2.42 万亿元。从央行 2024 年工作会议表述看，稳健的货币政策灵活适度、精准有效，稳妥推进重点领域金融风险防范化解，稳慎扎实推进人民币国际化等主要政策目标没有变化，但结合首周货币政策操作看，我们认为货币政策或有两个边际变化：一是加大结构性货币政策工具使用力度，可能从供给端加速调整货币信贷资源，向实体经济和经济的薄弱环节倾斜，二是从货币拆借资金利率分层看，可能遏制非银金融机构加杠杆投资行为。我们认为整体来看，2024 年偏宽松的货币政策大方向没有变化，仍利好人民币风险资产价格表现，流动性的结构调整可能短期内影响杠杆较高的品种价格波动。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；欧美经济回落速度过快；国际局势复杂化。

图表 31. 本期观点 (2024.1.7)

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	=	关注两会对 2024 年经济增长目标和赤字率安排	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	=	货币政策偏宽松压制收益率上行空间	标配
货币	-	收益率将在 2% 上下波动	低配
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