

# 宏观和大类资产配置周报

## 扭转房地产向下趋势是稳定经济的重要一环

12月通胀、进出口、金融数据基本符合市场预期；稳地产政策提前发力。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：**以美元计价，12月出口同比增长2.3%，进口增长0.2%；12月CPI同比下降0.3%，PPI同比下降2.7%；12月人民币贷款增加1.17万亿元，新增社融1.94万亿元，M2同比增长9.7%。
- 要闻：**住建部和国家金融监管总局印发《关于建立城市房地产融资协调机制的通知》；“1000亿元租赁住房贷款支持计划”是2023年人民银行专门设立的结构性货币政策工具，用于引导工、农、中、建等7家银行为试点城市住房租赁经营主体收购存量住房提供资金支持，市场化盘活存量房屋、扩大租赁住房供给；广州市人民政府批复同意《广州市城市更新专项规划（2021-2035年）》《广州市城中村改造专项规划（2021-2035年）》。

### 资产表现回顾

- 人民币资产价格整体回调。**本周沪深300指数下跌1.35%，沪深300股指期货下跌1.16%；焦煤期货本周下跌4.41%，铁矿石主力合约本周下跌3.99%；股份制银行理财预期收益率收于1.5%，余额宝7天年化收益率下跌24BP至2.19%；十年国债收益率持平于2.52%，活跃十年国债期货本周下跌0.17%。

### 资产配置建议

- 大类资产配置顺序：股票>大宗>债券>货币。**本周关于房地产方面有三个要闻：一是住建部和国家金融监管总局印发《关于建立城市房地产融资协调机制的通知》，二是1000亿元租赁住房贷款支持计划，三是广州市人民政府批复同意《广州市城市更新专项规划（2021-2035年）》《广州市城中村改造专项规划（2021-2035年）》。虽然一季度是固定资产投资淡季，但2024年稳定房地产产业链的宏观政策自上而下出台时间较早，从存量的角度看，通过融资和销售两端政策调整改善房地产企业流动性，从增量角度看，加快落地城中村改造，直接拉动房地产固定资产投资。2024年宏观经济预期，较2023年没有低基数和疫后反弹的优势，并且基建和制造业投资的基数较高，因此整体增速表现压力较明显。从万得一致预期看，2024年房地产固投增速同比下降4.7%，仅是较2023年下行幅度有所收窄，房地产投资和销售可能成为稳增长的重要发力点。我们认为其间货币政策工具仍有宽松的空间。
- 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

《基数效应渐消，通胀平稳收官》20240113  
《12月金融数据点评》20240113  
《12月进出口数据点评》20240112

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（2024.1.14）

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	= 关注两会对于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
全球资产回调，美元资产除外 .....	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：TMT 延续调整 .....	11
债券：避险需求依然强劲 .....	12
大宗商品：继续回调 .....	13
货币类：货币基金利率中枢或小幅上行 .....	14
外汇：关注国际局势变动对美元汇率的影响 .....	14
港股：国际避险需求抬升美元资产价格 .....	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 (2024.1.14)	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 (2024.1.14)	17

## 一周概览

### 全球资产回调，美元资产除外

人民币资产价格整体回调。本周沪深 300 指数下跌 1.35%，沪深 300 股指期货下跌 1.16%；焦煤期货本周下跌 4.41%，铁矿石主力合约本周下跌 3.99%；股份制银行理财预期收益率收于 1.5%，余额宝 7 天年化收益率下跌 24BP 至 2.19%；十年国债收益率持平于 2.52%，活跃十年国债期货本周下跌 0.17%。

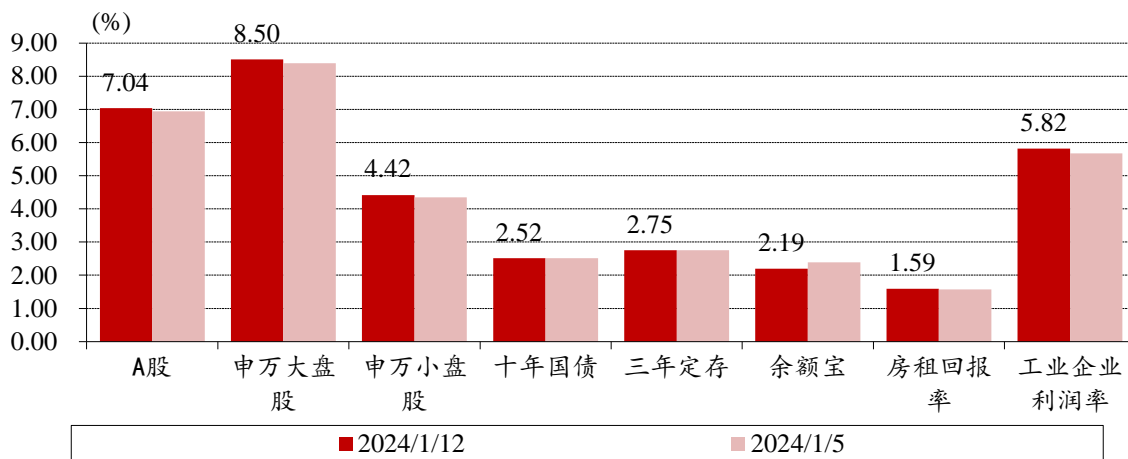
图表 1. 代表性资产一周表现和配置建议

股票	债券
沪深 300 -1.35% 沪深 300 期货 -1.16% 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 0BP 活跃 10 年国债期货 -0.17% 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 -3.99% 焦煤期货 -4.41% 本期评论：稳增长政策利好基建投资 配置建议：超配	余额宝 2.19%/本周变动 -24BP 股份制理财 3M 1.5%/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

12 月经济数据截至目前基本符合市场预期。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 1890 亿元，拆借资金利率平稳波动分层延续，周五 R007 利率收于 2.16%，GC007 利率收于 2.33%。周五十年国债收益率收于 2.52%，较上周五持平。12 月通胀、进出口、金融数据基本符合市场预期，其中通胀较 11 月有所反弹但内需依然偏弱，出口方面新三样表现延续较好，但 12 月对美出口增速表现有所反复，金融数据依然主要受政府债券融资支撑，类似的结构特征都依然存在。

图表 2. 大类资产收益率横向比较



资料来源：万得，中银证券

美元指数持平，美元资产走强，全球资产价格调整。股市方面，本周 A 股指数普跌，跌幅较小的指数是创业板指 (-0.81%)，领跌的指数是上证综指 (-1.61%)；港股方面恒生指数下跌 1.76%，恒生国企指数下跌 2.23%，AH 溢价指数上行 0.18% 收于 147.39；美股方面，标普 500 指数本周上涨 1.84%，纳斯达克上涨 3.09%。债市方面，本周国内债市有所分化，中债总财富指数本周上涨 0.15%，中债国债指数上涨 0.09%，金融债指数持平，信用债指数上涨 0.12%；十年美债利率下行 9 BP，周五收于 3.96%。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 24 BP，周五收于 2.19%。期货市场方面，NYMEX 原油期货下跌 1.3%，收于 72.85 美元/桶；COMEX 黄金下跌 0.81%，收于 2033.1 美元/盎司；SHFE 螺纹钢下跌 2.72%，LME 铜下跌 1.04%，LME 铝下跌 1.69%；CBOT 大豆下跌 1.55%。美元指数持平于 102.44。VIX 指数下行至 12.7。本周美元资产价格上涨，全球资产价格下跌，随着红海局势的不确定性较大，全球投资者的避险需求可能上升。

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	2024/1/8 上期涨跌幅	- 本月以来	2024/1/12 今年以来
股票	000001.SH	上证综指	2,881.98	(1.61)	(1.54)	(3.12)	(3.12)
	399001.SZ	深证成指	8,996.26	(1.32)	(4.29)	(5.55)	(5.55)
	399005.SZ	中小板指	5,646.90	(1.60)	(4.68)	(6.20)	(6.20)
	399006.SZ	创业板指	1,761.16	(0.81)	(6.12)	(6.88)	(6.88)
	881001.WI	万得全 A	4,364.55	(1.47)	(2.97)	(4.39)	(4.39)
	000300.SH	沪深 300	3,284.17	(1.35)	(2.97)	(4.28)	(4.28)
债券	CBA00301.C	中债总财富指数	230.43	0.15	0.08	0.23	0.23
	CBA00603.C	中债国债	225.02	0.09	0.14	0.23	0.23
	CBA01203.C	中债金融债	229.92	(0.00)	(0.01)	(0.01)	(0.01)
	CBA02703.C	中债信用债	212.00	0.12	0.08	0.20	0.20
	885009.WI	货币基金指数	1,683.13	0.03	0.04	0.08	0.08
大宗商品	CL.NYM	NYMEX 原油	72.85	(1.30)	3.21	1.67	1.67
	GC.CMX	COMEX 黄金	2,033.10	(0.81)	(0.93)	(1.87)	(1.87)
	RB.SHF	SHFE 螺纹钢	3,902.00	(2.72)	(0.53)	(2.45)	(2.45)
	CA.LME	LME 铜	8,375.00	(1.04)	(1.68)	(2.15)	(2.15)
	AH.LME	LME 铝	2,235.00	(1.69)	(4.70)	(6.25)	(6.25)
	S.CBT	CBOT 大豆	1,236.75	(1.55)	(3.16)	(4.72)	(4.72)
货币	-	余额宝	2.19	-24 BP	28 BP	-10 BP	-10 BP
	-	银行理财 3M	1.50	0 BP	-10 BP	0 BP	0 BP
外汇	USD.XF	美元指数	102.44	0.00	1.10	1.05	1.05
	USDCNY.IB	人民币兑美元	7.16	(0.08)	(0.91)	(0.99)	(0.99)
	EURCNY.IB	人民币兑欧元	7.87	(0.50)	0.52	0.02	0.02
	JPYCNY.IB	人民币兑日元	4.94	(0.36)	2.02	1.67	1.67
港股	HSI.HI	恒生指数	16,244.58	(1.76)	(3.00)	(4.71)	(4.71)
	HSCEI.HI	恒生国企	5,481.94	(2.23)	(2.80)	(4.97)	(4.97)
	HSAHP.HI	恒生 AH 溢价	147.39	0.18	0.58	0.76	0.76
美国	SPX.GI	标普 500	4,783.83	1.84	(1.52)	0.29	0.29
	IXIC.GI	NASDAQ	14,972.76	3.09	(3.25)	(0.26)	(0.26)
	UST10Y.GBM	十年美债	3.96	-9 BP	17 BP	8 BP	8 BP
	VIX.GI	VIX 指数	12.70	(4.87)	7.23	2.01	2.01
	CRB.RB	CRB 商品指数	264.38	(0.58)	0.79	0.21	0.21

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）

我国有望连续七年保持全球货物贸易第一大国地位。2023年我国货物贸易进出口总值41.76万亿元，同比增长0.2%。其中，出口23.77万亿元，增长0.6%；进口17.99万亿元，下降0.3%。海关总署表示，2023年我国有进出口记录的外贸经营主体首次突破60万家。“新三样”（电动载人汽车、锂离子蓄电池和太阳能蓄电池）产品合计出口1.06万亿元，首次突破万亿元大关，增长29.9%。海关总署公布数据显示，以人民币计价，中国2023年12月出口同比增长3.8%，进口增长1.6%，贸易顺差5409亿元。以美元计价，中国2023年12月出口同比增长2.3%，进口增长0.2%，贸易顺差753.4亿美元。

2023年CPI同比上涨0.2%，PPI下降3.0%。国家统计局指出，2023年12月份，受寒潮天气及节前消费需求增加等因素影响，CPI环比由降转涨，同比降幅收窄；扣除食品和能源价格的核心CPI同比上涨0.6%，涨幅保持稳定。受国际油价继续下行、部分工业品需求不足等因素影响，当月PPI环比下降，同比降幅收窄。

中国2023年人民币贷款增加22.75万亿元，同比多增1.31万亿元；人民币存款增加25.74万亿元，同比少增5101亿元。全年社会融资规模增量累计为35.59万亿元，比上年多3.41万亿元；2023年末社会融资规模存量为378.09万亿元，同比增长9.5%。2023年12月份，人民币贷款增加1.17万亿元，同比少增2401亿元；社会融资规模增量为1.94万亿元，比上年同期多6169亿元。2023年12月末，广义货币（M2）余额292.27万亿元，同比增长9.7%。

住房和城乡建设部和国家金融监管总局印发《关于建立城市房地产融资协调机制的通知》，精准支持房地产项目合理融资需求，促进房地产市场平稳健康发展。通知强调，城市房地产融资协调机制要做好融资保障工作，为金融机构发放融资提供支持。

广州市人民政府批复同意《广州市城市更新专项规划（2021-2035年）》《广州市城中村改造专项规划（2021-2035年）》，要求分区引导、分类施策，积极稳步高质量推进城市更新、城中村改造。

“1000亿元租赁住房贷款支持计划”是2023年人民银行专门设立的结构性的货币政策工具，在济南、郑州等城市试点，用于引导工、农、中、建等7家银行为试点城市住房租赁经营主体收购存量住房提供资金支持，市场化盘活存量房屋、扩大租赁住房供给。

国家金融监管总局大型银行司发文称，提高大型商业银行风险抵御韧性。重点抓好资本监管和流动性监管两个“牛鼻子”。督促政策性银行提高风险和资本计量准确性，引导大型商业银行稳健推进资本新规落地实施，加强资本规划和管理。

央行货币政策司司长邹澜表示，央行将强化逆周期和跨周期调节，从总量、结构、价格三方面发力，为经济高质量发展营造良好的货币金融环境。央行将综合运用公开市场操作、中期借贷便利、再贷款再贴现、准备金等基础货币投放工具，为社会融资规模和货币信贷合理增长提供有力支撑。在价格方面，央行将继续深化利率市场化改革，促进社会综合融资成本稳中有降。

国家发改委等三部门印发《关于支持广州南沙放宽市场准入与加强监管体制改革的意见》，支持广州期所立足于服务实体经济高质量发展、绿色低碳发展、粤港澳大湾区建设和共建“一带一路”，有序拓展品种布局。加快建设粤港澳大湾区跨境理财和资管中心，加快智能（网联）汽车多场景试点应用及商业化运营。

商务部等四部门印发《关于经贸领域支持福建探索海峡两岸融合发展新路若干措施的通知》，推动福建自贸试验区对台先行先试，支持福建用好《区域全面经济伙伴关系协定》（RCEP）规则，支持福建加强对台招商引资。商务部新闻发言人回应中止《海峡两岸经济合作框架协议》（ECFA）部分产品关税减让进展称，有关部门正依据ECFA相关条款和有关政策法规，研究进一步采取中止ECFA早期收获农渔、机械、汽车零配件、纺织等产品关税减让等措施。

时隔两年多证监会恢复召开线下新闻发布会，释放完善信息发布机制、加强与市场沟通的积极信号。发布会要点包括：①证监会将加快推进资本市场投资端改革各项工作，进一步加大中长期资金引入力度②行业机构普遍认为当期A股市场估值水平已处于历史低位，长期看已具备较高投资价值③证监会将继续把好IPO入口关，做好逆周期调节工作④目前新股发行承销机制运行总体平稳⑤证监会扎实有序推进基金降费工作⑥证监会将加大回购事中事后监管。

国家发改委近日推出第七批标志性重大外资项目，计划总投资超过150亿美元。11个外资项目被列为第七批标志性重大外资项目，入选项目数量属历次最多，涉及生物医药、汽车制造、新能源电池、化工等多个领域。

上海市政府常务会议审议《上海市服务业发展“十四五”规划》中期评估情况，要求进一步推动现代服务业与先进制造业深度融合。会议原则同意《上海外资研发中心提升计划》及《上海市交通领域科技创新发展行动计划》。

2023年中国汽车市场“创造奇迹”，汽车总销量超过3000万辆，出口量料达430万辆，超过日本近百万辆，跃居世界第一。乘联会发布数据显示，2023年12月乘用车市场零售达235.3万辆，同比增长8.5%；2023年累计零售2169.9万辆，增长5.6%。新能源车方面，2023年12月国内新能源车市场零售94.5万辆，同比增长47.3%；2023年累计零售773.6万辆，增长36.2%。乘联会认为，随着电动化转型和出口增量持续贡献，未来中国汽车年产量突破4000万辆将是趋势。

2024年国际消费电子展（CES）拉开帷幕，英伟达、AMD、英特尔等大秀最新推出的芯片产品及技术解决方案。机构表示，AI已成为势不可挡的行业发展方向，随着算力刚需释放，新的交互终端出现，中国产业链中“卖铲子”的公司将在计算芯片、内存、散热、电池能源整体升级领域挖掘成长机会。

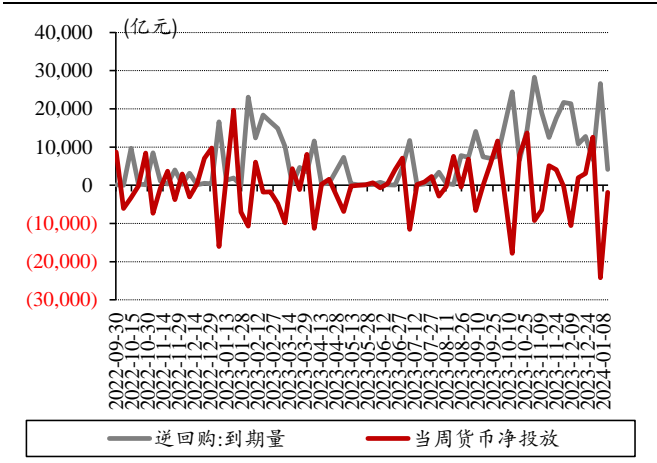
工信部就《云计算综合标准化体系建设指南》（征求意见稿）征求意见。意见稿提出，到2025年，云计算标准体系更加完善。推进修订参考架构、术语等基础标准，优先制定云计算创新技术产品、新型服务应用和重要缺失领域关键标准。

上海出台32项措施促进股权投资高质量发展，全力打造国际股权投资高地。支持股权投资基金管理人上市，依托实施全面注册制及境外上市备案新规，支持符合条件的在沪股权投资基金管理人通过首次公开发行股票、并购重组等方式在境内外资本市场上市挂牌。

## 宏观上下游高频数据跟踪

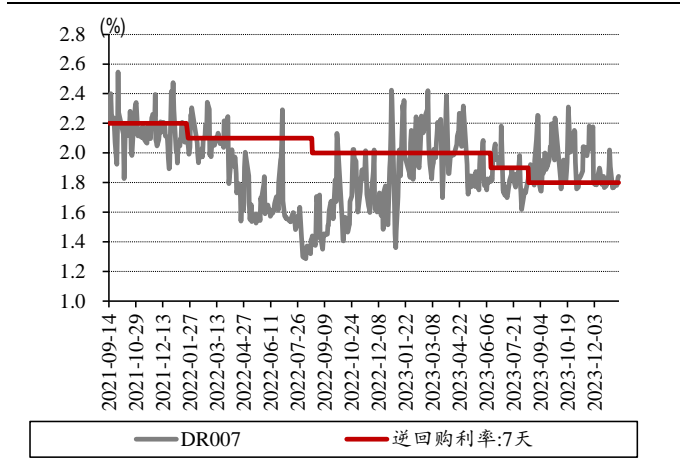
1月12日当周，公开市场逆回购到期量为4160亿元，央行在公开市场上实现流动性净回笼，共计净回笼1890亿元。

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

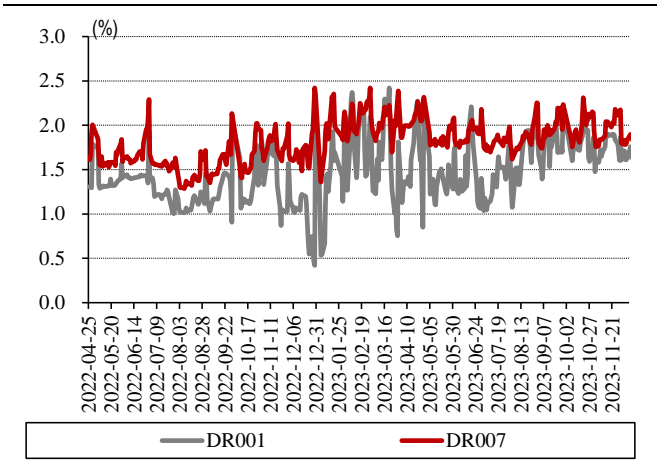


资料来源：万得，中银证券

截至1月12日，DR001与DR007利率分别为1.6825%、1.8415%，较上周分别变动10BP、6BP。R001与R007利率分别为1.8215%、2.1626%，较前一周分别变动9BP、-1BP。

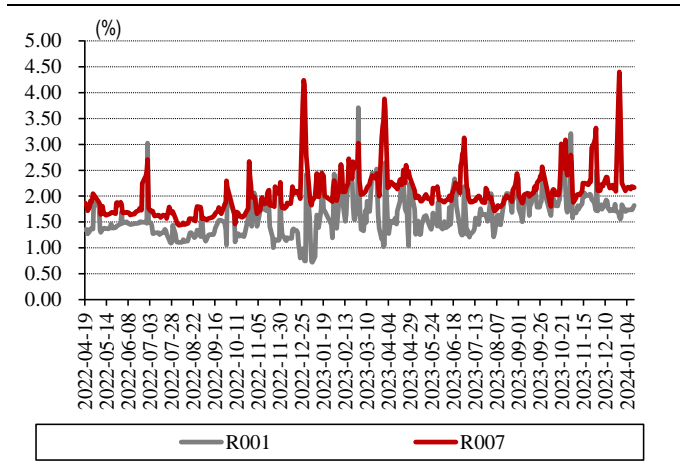
DR007与7天期逆回购差值为0.0415%，较上周变动6BP；DR007、R007之差较上周变动-7BP，狭义流动性整体维持稳定。

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12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-0.70和1.76个百分点；建材社会库存较前一周变动29.85万吨。1月10日当周，各地区石油沥青装置开工率表现趋异，其中，华北、东北地区开工率较前一周有所下降。1月4日当周，煤炭重点电厂库存可用天数较上周变动-0.40天。

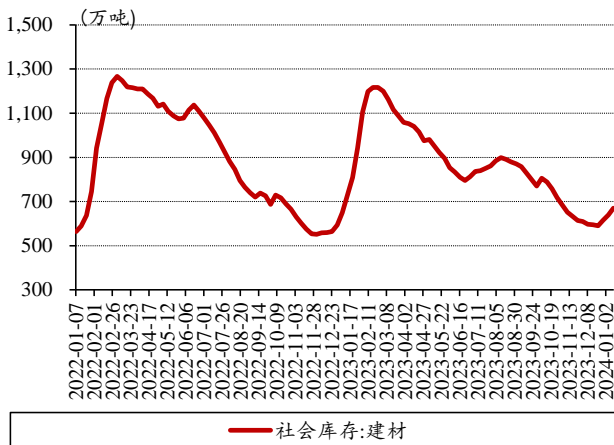
图表 8.原材料产品高频指标周度表现

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（%）	41.29	(0.70)	(0.70)
	线材：主要钢厂开工率（%）	50.01	1.76	1.76
	开工率：华东地区（%）	42.30	9.50	9.50
	开工率：华北地区（%）	34.70	(3.50)	(3.50)
石油沥青	开工率：华南地区（%）	24.50	0.30	0.30
	开工率：东北地区（%）	17.50	(1.40)	(1.40)
	开工率：西北地区（%）	27.80	6.90	6.90

资料来源：万得，中银证券

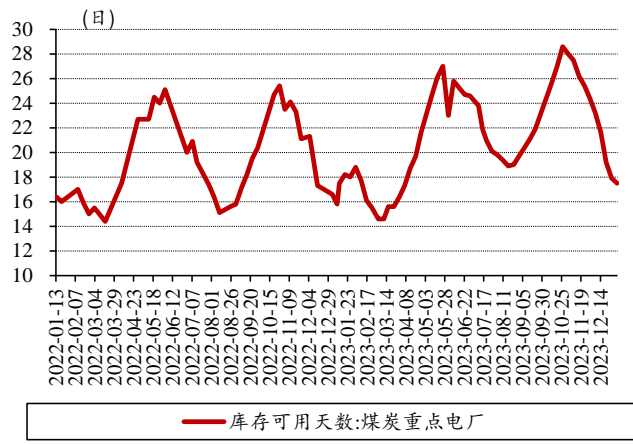
海外机构持仓方面，截至1月12日，SPDR黄金ETF持仓总价值变动-0.70%。原油库存方面，1月5日当周，美国API原油库存有所下滑，周环比变动-521.50万桶。

图表 9.建材社会库存周度表现



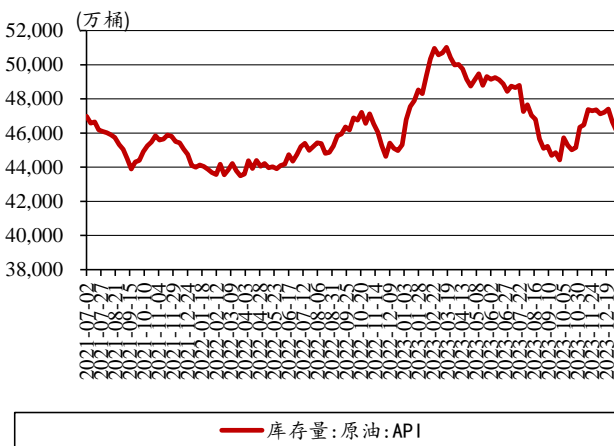
资料来源：万得，中银证券

图表 10.重点电厂煤炭库存可用天数周度表现



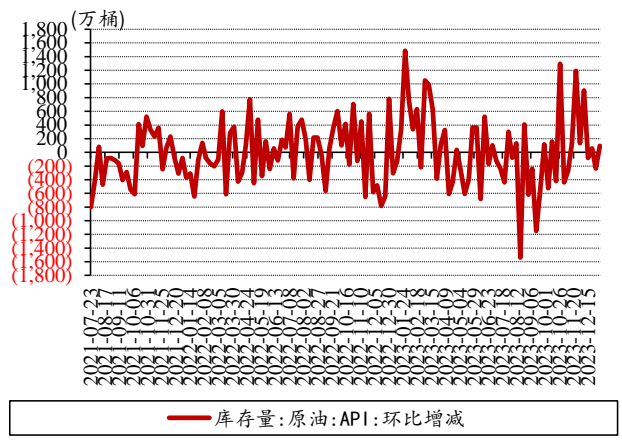
资料来源：万得，中银证券

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

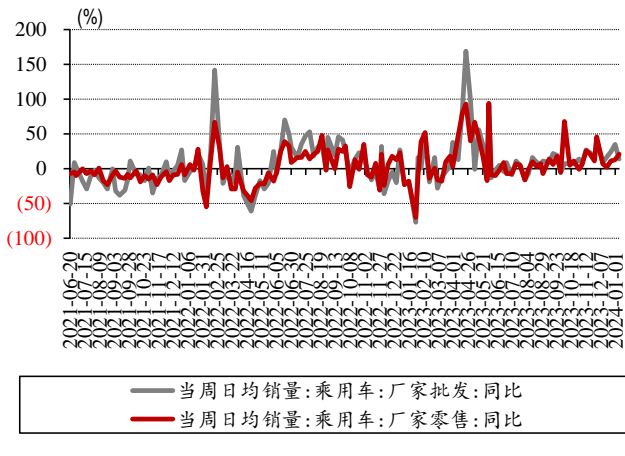


资料来源: 万得, 中银证券

房地产方面, 1月7日当周, 30大城市商品房成交面积明显下滑, 单周成交面积环比变动-223.21万平方米, 单周成交面积实现171.57万平方米。当前行业销售仍处低位, 行业主体偏弱预期是地产销售扭转的主要阻滞, 后续仍需静待扶持政策效果显现。

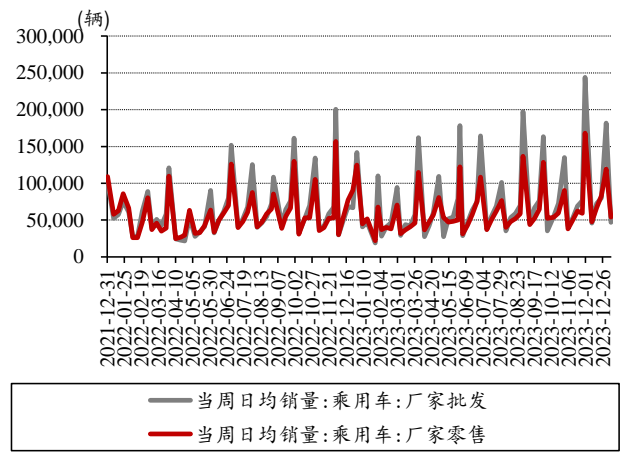
汽车方面, 1月7日当周, 国内乘用车批发、零售销量单周同比增速分别为14%和21%; 着眼“促消费”全局, 汽车的重要角色不容忽视, 我们继续看好2024年汽车消费的表现。

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：TMT 延续调整

**寻找确定性。**本周市场指数普跌，跌幅较小的指数包括创业板指（-0.81%）、上证 380（-1.17%）、深证成指（-1.32%），领跌的指数包括中证 1000（-1.79%）、上证综指（-1.61%）、中小板指（-1.6%）。行业方面跌多涨少，领涨的行业有电力设备（2.02%）、餐饮旅游（1.58%）、建材（0.97%），领跌的行业有电子元器件（-4.22%）、计算机（-4.18%）、通信（-3.22%）。本周 TMT 延续调整，高估值品种短期内可能存在调整压力，随着以红海局势为代表的国际局势不确定性加大，投资者可能短期更倾向于确定性更高的投资品种。

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 (%)	
创业板指	(0.81)	电力设备	2.02	太阳能发电指数	4.50
上证 380	(1.17)	餐饮旅游	1.58	新能源指数	2.57
深证成指	(1.32)	建材	0.97	锂电池指数	1.56
中小板指	(1.60)	通信	(3.22)	高送转概念指数	(5.56)
上证综指	(1.61)	计算机	(4.18)	次新股指数	(7.54)
中证 1000	(1.79)	电子元器件	(4.22)	最小市值指数	(15.55)

资料来源：万得，中银证券

### A 股一周要闻（新闻来源：万得）

**冷链物流** | 国家发改委印发《城乡冷链和国家物流枢纽建设中央预算内投资专项管理办法》，要求要以投资补助方式重点支持已纳入年度建设名单的国家物流枢纽等基础性、公共性、公益性设施补短板项目。

**汽车流通** | 中国汽车流通协会公布“汽车经销商库存”调查结果显示，2023 年 12 月份汽车经销商综合库存系数为 1.20，环比下降 16.1%，同比上升 12.1%，库存水平在警戒线以下，汽车流通行业景气度上行。

**AI 产业链** | 2024 年国际消费电子展（CES）拉开帷幕，英伟达、AMD、英特尔等大秀最新推出的芯片产品及技术解决方案。

**云计算** | 工信部就《云计算综合标准化体系建设指南》（征求意见稿）征求意见。意见稿提出，到 2025 年，云计算标准体系更加完善。推进修订参考架构、术语等基础标准，优先制定云计算创新技术产品、新型服务应用和重要缺失领域关键标准。

**芯片** | 工信部组织编制并于近日印发《国家汽车芯片标准体系建设指南》，旨在进一步推进汽车芯片标准研制和贯彻实施，助力汽车芯片研发应用。指南明确，到 2025 年，制定 30 项以上汽车芯片重点标准，明确环境及可靠性等基础性要求。

**航空** | 中国民航局表示，2024 年春运将从 1 月 26 日开始，3 月 5 日结束，共计 40 天。据预测，春运期间民航运输旅客量将达到 8000 万人次，日均 200 万人次，有望创历史新高。

**美丽中国** | 中共中央、国务院发布《关于全面推进美丽中国建设的意见》，到 2027 年，美丽中国建设成效显著；到 2035 年，美丽中国目标基本实现；到本世纪中叶，美丽中国全面建成。

**中药** | 商务部等三部门发布通知，为促进中药产品对外贸易，综合考虑我国天花粉及其制剂出口企业诉求、生产情况等，即日起恢复天花粉及其制剂出口。

## 债券：避险需求依然强劲

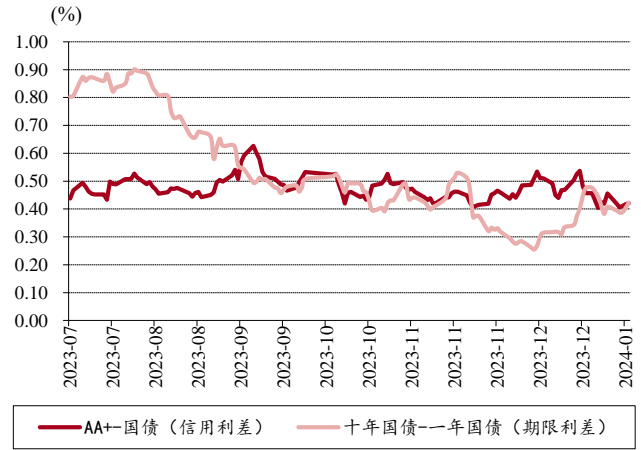
债市收益率已经处于偏低水平，但配置资金依然在挖掘长久期和投资级信用债的机会。十年期国债收益率周五收于 2.52%，本周持平，十年国开债收益率周五收于 2.65%，较上周五下行 5BP。本周期限利差上行 1BP 至 0.42%，信用利差下行 3BP 至 0.42%。

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

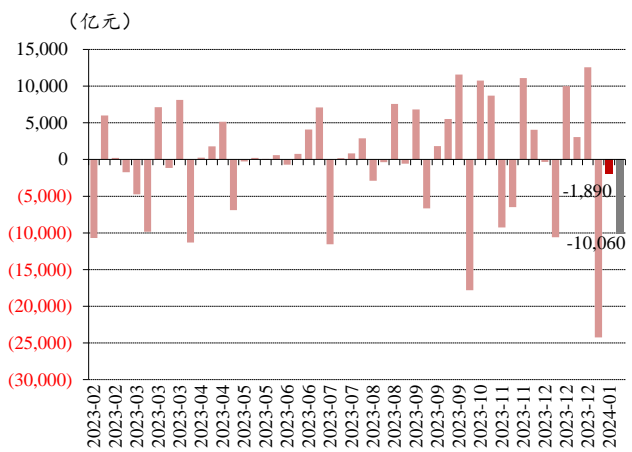
图表 18. 信用利差和期限利差



资料来源：万得，中银证券

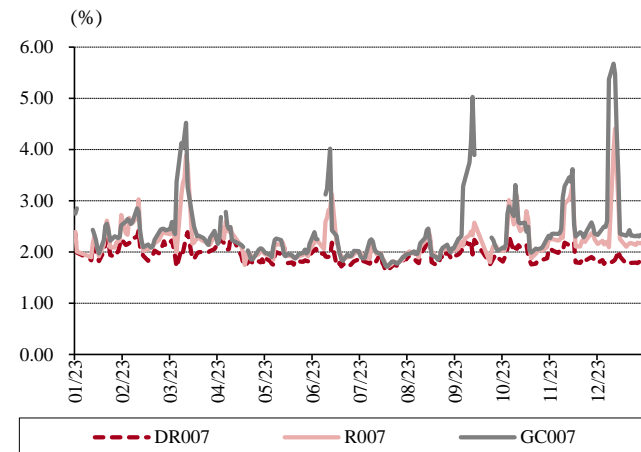
流动性分层的情况或在春节假期前延续。本周央行在公开市场累计净回笼资金 1890 亿元，货币拆借利率分层情况依然延续，周五 R007 利率收于 2.16%，交易所资金 GC007 利率收于 2.33%。2024 年上半年央行或在两方面加大货币政策力度，一是结构性货币政策工具使用，包括 PSL 和诸如“1000 亿元租赁住房贷款支持计划”，另一方面则是继续压降非银金融机构杠杆率，这或将导致至少在春节假期前，流动性分层的情况都明显存在。

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)

今年以来，全国已有多个城市阶段性地下调首套房贷利率。全国 70 个大中城市中，七成以上城市首套商业性个人住房贷款利率下限来到“3 字头”，且绝大部分城市首套房贷利率已创历史新高。

南京多家银行 1 月 9 日起首套房贷利率下限执行 LPR-30BP，按照最新 5 年期以上 LPR 为 4.2% 来计算，目前南京首套房贷利率最低为 3.9%。二套房贷利率暂未调整，目前仍执行 LPR+30BP，即 4.5%。

近期部分现金管理类理财产品 7 日年化收益率悄然走高。据了解，此前 7 日年化收益率在 2% 徘徊的现金管理类理财产品，近期收益率普遍提升至 3%-4% 附近，部分产品 7 日年化收益超过 6%。

## 大宗商品：继续回调

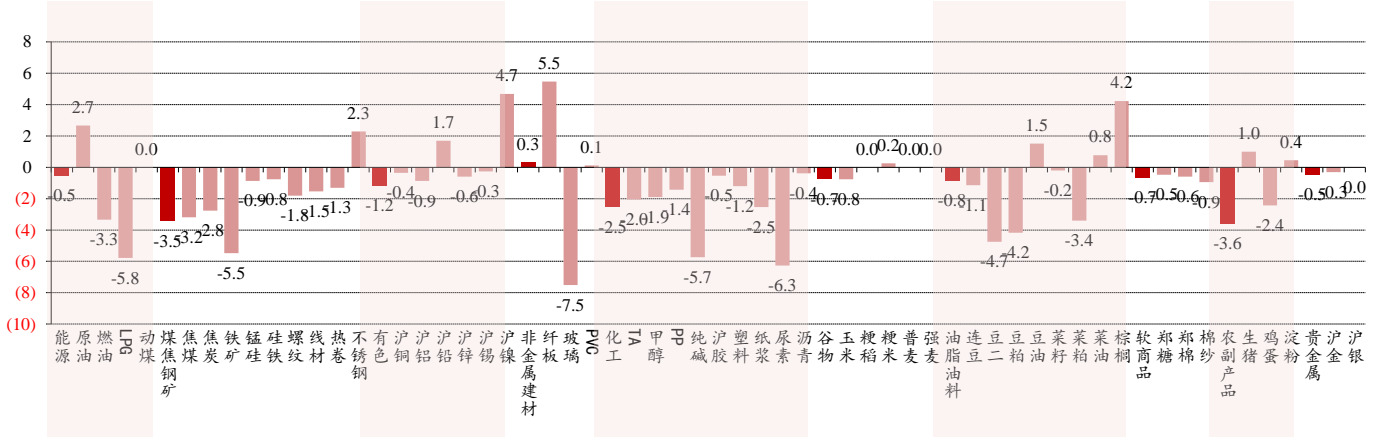
全球大宗商品价格整体回调。本周商品期货指数下跌 1.73%。从各类商品期货指数来看，上涨的有非金属建材（0.31%），下跌的有贵金属（-0.48%）、能源（-0.54%）、谷物（-0.74%）、油脂油料（-0.84%）、有色金属（-1.17%）、化工（-2.54%）、煤焦钢矿（-3.45%）。各期货品种中，本周涨幅较大的大宗商品有纤板（5.46%）、沪镍（4.67%）、棕榈（4.23%），跌幅靠前的则有玻璃（-7.51%）、尿素（-6.26%）、LPG（-5.78%）。受红海局势不确定影响，全球投资者风险偏好有所下降，大宗商品价格整体回调。

图表 21. 大宗商品本周表现

商品 -1.73%	能源 -0.54%	煤焦钢矿 -3.45%
有色金属 -1.17%	非金属建材 +0.31%	化工 -2.54%
谷物 -0.74%	油脂油料 -0.84%	贵金属 -0.48%

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）

EIA 短期能源展望报告：预计 2024 年 WTI 原油价格为 77.99 美元/桶，此前预期为 78.07 美元/桶；预计 2024 年布伦特原油价格为 82.49 美元/桶，此前预期为 82.57 美元/桶。

国家能源局发布数据显示，2023 年我国国内油气产量当量超过 3.9 亿吨，连续 7 年保持千万吨级快速增长势头，创历史新高。

中钢协发布数据显示，2023 年 12 月下旬，重点统计钢铁企业生产粗钢 1832.7 万吨，创 2 月下旬以来新低，环比下降 4.99%，同比下降 13.04%。其中，粗钢日产 166.61 万吨，创 2017 年 1 月下旬以来新低。

智利铜业委员会发布未来十年铜产量预测报告，预计智利铜产量将于 2029 年达到最高值 688 万吨，低于过去两年预期的 714 万吨和 762 万吨峰值。

2023 年我国收购粮食超 8000 亿斤，目前全国粮食库存充裕。国家粮食和物资储备局要求，2024 年扎实做好粮食保供稳价，保持粮食市场平稳运行；实施粮食流通监管“铁拳行动”，持续重拳出击惩治涉粮违法违规行。

此轮猪周期正在经历漫长的下行期，整个行业呈亏损状态。但是，头部企业依然保持扩张趋势。根据最新披露的数据，A 股养猪三巨头——牧原股份、温氏股份、新希望，在 2023 年合计出栏量首次突破 1 亿头大关，各自出栏数据均创历史新高。

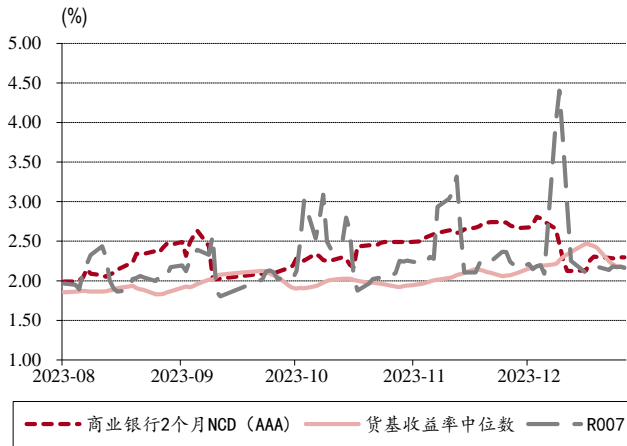
沙特阿拉伯矿业公司，在现有曼苏拉马萨拉金矿附近 100 多公里范围内发现潜在大型高品位金矿。

世界黄金协会表示，去年 12 月全球黄金 ETF 净流出约合 10 亿美元，连续第 7 个月净流出，总持仓减少 10 吨至 3225 吨。

## 货币类：货币基金利率中枢或小幅上行

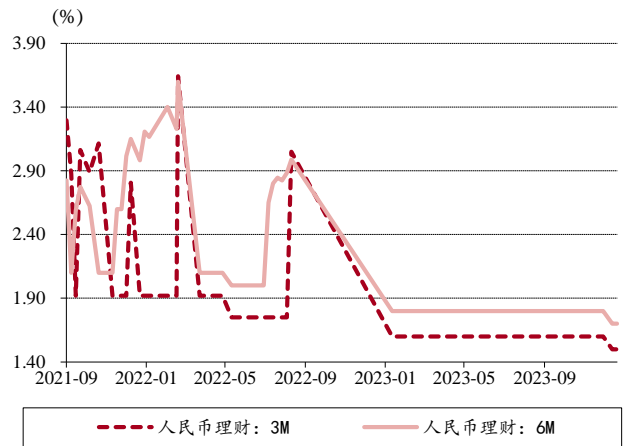
货币基金收益率波动中枢或将较 2023 年下半年上升。本周余额宝 7 天年化收益率下行 24BP，周五收于 2.19%；人民币 3 个月理财产品预期年化收益率收于 1.7%。本周万得货币基金指数上涨 0.03%，货币基金 7 天年化收益率中位数周五收于 2.17%。货币基金收益率本周明显回落，关注货币基金收益率是否将重归 R007 和 2 个月 NCD 利率走廊。

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

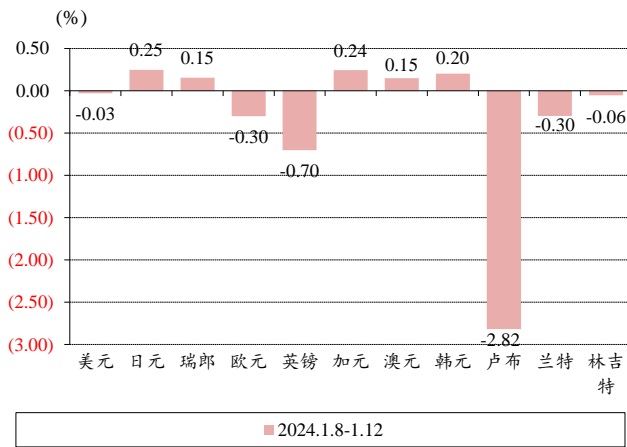


资料来源：万得，中银证券

## 外汇：关注国际局势变动对美元汇率的影响

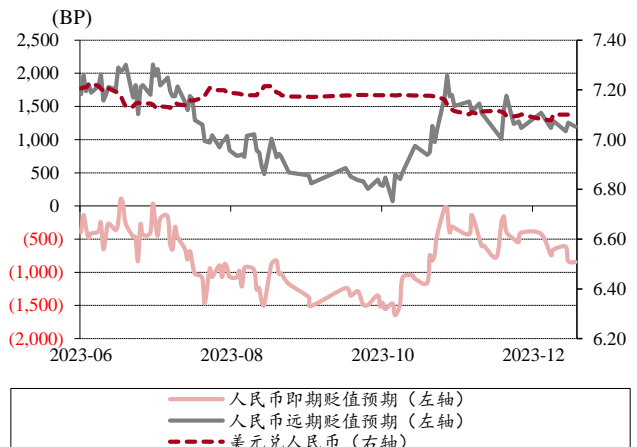
人民币兑美元中间价本周上行 21BP，至 7.105。本周人民币对日元(0.25%)、加元(0.24%)、韩元(0.2%)、瑞郎(0.15%)、澳元(0.15%)升值，对美元(-0.03%)、林吉特(-0.06%)、兰特(-0.3%)、欧元(-0.3%)、英镑(-0.7%)、卢布(-2.82%)贬值。以红海局势为代表的国际局势变化，可能影响全球投资者避险需求波动，进而反映在美元汇率和国际外汇市场当中。

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)

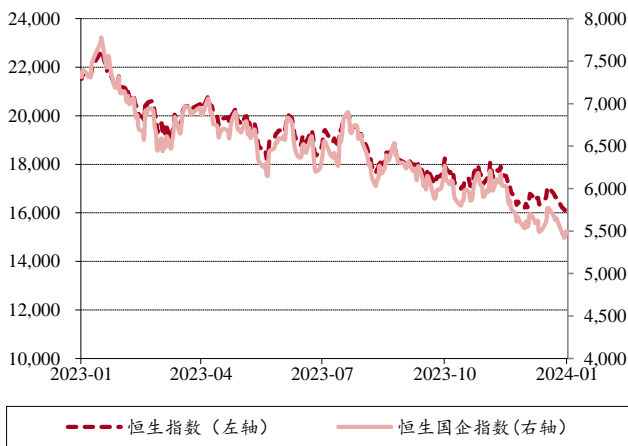
我国外储规模升至 3.2 万亿美元，官方黄金储备“14 连增”。截至去年 12 月末，我国外汇储备规模为 32380 亿美元，环比上升 662 亿美元；黄金储备规模为 7187 万盎司，环比增加 29 万盎司。

商务部表示，2023 年前 11 个月，全国实际使用外资金额达到 1 万亿元以上，仍处于历史高位。

## 港股：国际避险需求抬升美元资产价格

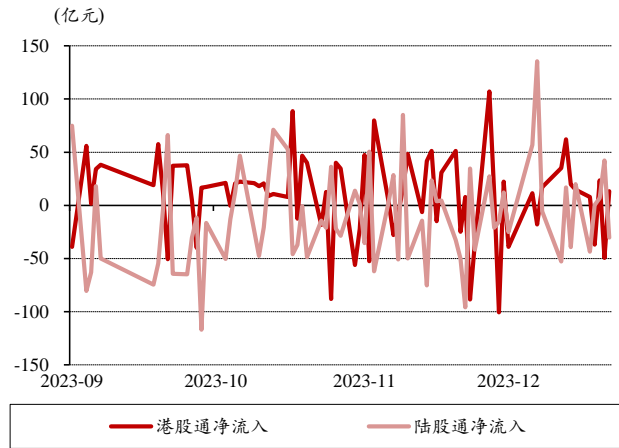
关注红海局势变化对全球避险需求的影响。本周港股方面恒生指数下跌 1.76%，恒生国企指数下跌 2.23%，AH 溢价指数上行 0.18% 收于 147.39。行业方面本周跌幅较小的有医疗保健业 (-0.4%)、电讯业 (-0.58%)、原材料业 (-0.79%)，跌幅靠前的有地产建筑业 (-2.31%)、资讯科技业 (-2.24%)、工业 (-1.82%)。本周南下资金总量 -41.89 亿元，同时北上资金总量 -24.39 亿元。若红海局势紧张的情况延续，则可能持续影响国际风险资产价格调整。

图表 27. 恒指走势



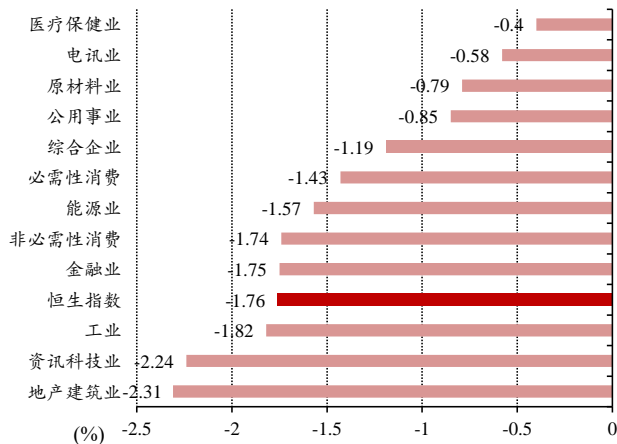
资料来源：万得，中银证券

图表 28. 陆港通资金流动情况



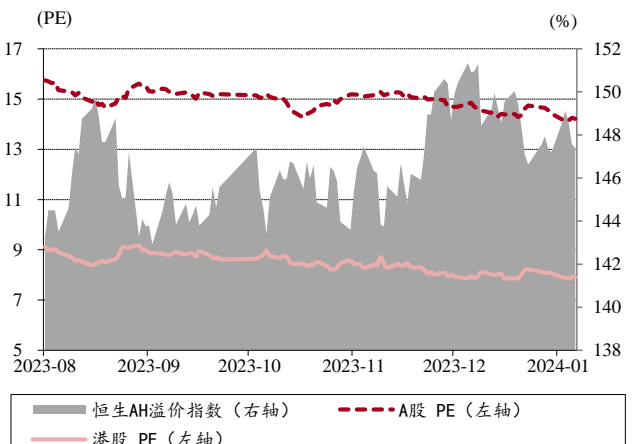
资料来源：万得，中银证券

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)

美国 2023 年 11 月贸易帐逆差 632 亿美元，预期逆差 650 亿美元，前值从逆差 643 亿美元修正为 645 亿美元。其中，出口 2537 亿美元，前值 2588 亿美元；进口 3169 亿美元，前值 3230 亿美元。

美国上周 MBA30 年期固定抵押贷款利率为 6.81%，前值 6.76%；申请活动指数为 190.6，前值 173.5；再融资活动指数为 425.4，前值 358.2；购买指数为 148.6，前值 140.7。

欧元区 2023 年 12 月经济景气指数为 96.4，预期 94.1，前值从 93.8 修正为 94；工业景气指数为 -9.2，预期 -9.5，前值 -9.5；服务业景气指数为 8.4，预期 5.1，前值从 4.9 修正为 5.5。

美国 2023 年 12 月 PPI 同比上升 1%，预期升 1.3%，前值从升 0.9% 修正为升 0.8%；环比下降 0.1%，预期升 0.1%，前值从持平修正为降 0.1%。核心 PPI 同比上升 1.8%，预期升 1.9%，前值升 2%；环比持平，预期升 0.2%，前值持平。

世界银行发布世界经济展望报告，预计 2024 年全球 GDP 增长 2.4%，较去年预计的 2.6% 有所下降；将 2025 年全球 GDP 增速预测从 3% 下调至 2.7%。其中预测 2024 年俄罗斯国内生产总值将增长 1.3%，2025 年将增长 0.9%。

美国国会众议院议长、共和党人约翰逊表示，国会两党领导人就一项总额达 1.59 万亿美元支出协议达成一致，为联邦政府避免在 1 月晚些时候陷入部分“停摆”铺平道路。

韩国财政部表示，如有需要，将迅速扩大市场稳定基金规模，目前规模为 85 万亿韩元。韩国政府去年累计从央行贷款 117.6 万亿韩元（约合 6416 亿元人民币），创历年新高。

也门胡塞武装表示，美英军队对也门多地共发动 73 次袭击，造成 5 名武装人员死亡、6 人受伤。美英两国“所有利益”都已成为胡塞武装“合法打击目标”。

美英两国对也门首都萨那展开了新一轮空袭。袭击目标包括萨那一个空军基地，这也是也门第二天遭到空袭，最新一轮袭击目标是雷达设施，打击范围比之前小。



## 下周大类资产配置建议

**12月经济数据基本延续稳步复苏趋势。**以人民币计价，中国2023年12月出口同比增长3.8%，进口增长1.6%，贸易顺差5409亿元。海关总署表示，2023年我国有进出口记录的外贸经营主体首次突破60万家。“新三样”（电动载人汽车、锂离子蓄电池和太阳能蓄电池）产品合计出口1.06万亿元，首次突破万亿元大关，增长29.9%。2023年CPI同比上涨0.2%，PPI下降3.0%。国家统计局指出，2023年12月份，受寒潮天气及节前消费需求增加等因素影响，CPI环比由降转涨，同比降幅收窄；扣除食品和能源价格的核心CPI同比上涨0.6%，涨幅保持稳定。受国际油价继续下行、部分工业品需求不足等因素影响，当月PPI环比下降，同比降幅收窄。12月份，人民币贷款增加1.17万亿元，同比少增2401亿元；社会融资规模增量为1.94万亿元，比上年同期多6169亿元。2023年12月末，广义货币（M2）余额292.27万亿元，同比增长9.7%。全年社会融资规模增量累计为35.59万亿元，比上年多3.41万亿元；2023年末社会融资规模存量为378.09万亿元，同比增长9.5%。12月进出口同比增速转正，通胀较11月增速有所回升，金融数据表现相对稳定，整体来看基本符合市场预期，虽然依然有内需偏弱的客观情况，但也延续了稳步复苏的趋势。

**当前海外最重要的两件事，一是美国高利率对经济基本面的影响情况，二是红海地区局势变化。**从美国房地产行业情况看，美国上周MBA30年期固定抵押贷款利率为6.81%，前值6.76%；申请活动指数为190.6，前值173.5；再融资活动指数为425.4，前值358.2；购买指数为148.6，前值140.7。随着美联储加息周期结束，抵押贷款利率也快速回落，近期房地产投资和销售指数都有上行趋势，虽然意味着高利率并未伤害到美国房地产产业链上下游的经济活动，但同时也可能指向了随着贷款利率回落，美国房地产和房租可能带动通胀走势保持坚挺的潜在可能。红海方面，美英两国对也门首都萨那展开了新一轮空袭，也门胡塞武装表示，美英两国“所有利益”都已成为胡塞武装“合法打击目标”，目前红海地区形势仍有较大不确定性，国际原油价格和航运价格受其影响最为直接，但也需要关注国际供应链受地区局势影响的潜在可能。

**扭转房地产向下趋势是稳定经济的重要一环。**本周关于房地产方面有三个要闻：一是住建部和金融监管总局印发《关于建立城市房地产融资协调机制的通知》，二是1000亿元租赁住房贷款支持计划，三是广州市人民政府批复同意《广州市城市更新专项规划（2021-2035年）》《广州市城中村改造专项规划（2021-2035年）》。虽然一季度是固定资产投资淡季，但2024年稳定房地产产业链的宏观政策自上而下出台时间较早，从存量的角度看，通过融资和销售两端政策调整改善房地产企业流动性，从增量角度看，加快落地城中村改造，直接拉动房地产固定资产投资。2024年宏观经济预期，较2023年没有低基数和疫后反弹的优势，并且基建和制造业投资的基数较高，因此整体增速表现压力较明显。从万得一致预期看，2024年房地产固投增速同比下降4.7%，仅是较2023年下行幅度有所收窄，房地产投资和销售可能成为稳增长的重要发力点。我们认为其间货币政策工具仍有宽松的空间。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（2024.1.14）

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任何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