

宏观和大类资产配置周报

市场对2024年经济增长的一致预期比较明确

2023年实际GDP同比增长5.2%。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：**2023年实际GDP同比增长5.2%，四季度实际GDP同比5.2%；12月工增同比6.8%，社零同比7.4%，1-12月固投同比3.0%。
- 要闻：**省部级主要领导干部推动金融高质量发展专题研讨班开班，国家领导人发表重要讲话；2023年全国新增减税降费及退税缓费超2.2万亿元；2024年春运即将拉开帷幕，全国跨区域人员流动量预计将达90亿人次；国务院办公厅印发《关于发展银发经济增进老年人福祉的意见》，提出4个方面26项举措；中美金融工作组举行第三次会议。

资产表现回顾

- 风险资产价格继续回落。**本周沪深300指数下跌0.44%，沪深300股指期货下跌1.48%；焦煤期货本周上涨1.51%，铁矿石主力合约本周下跌1.71%；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16BP至2.04%；十年国债收益率下行1BP至2.5%，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。**2023年四季度实际GDP同比增长5.2%，全年实际GDP同比增长5.2%，名义GDP同比增长4.6%，完成了增速5.0%的目标，其中贡献最大的是消费，其次是投资，净出口对经济增速形成小幅拖累。基于2023年经济表现，市场对2024年国内经济表现形成了比较一致的预期：2024年上半年大概率延续2023年较好的复苏趋势，增速表现或好于下半年；受益于内需持续复苏，通胀持续上行，但内需复苏依然偏弱，因此通胀上行斜率较小，整体来看，2024年CPI和PPI同比增速能够实现正增长；固定资产投资是经济稳增长的最主要动力，其中基建和制造业投资是拉动固投的重要组成，房地产投资在2024年将延续同比负增长，但幅度较2023年有所收窄；消费延续弱复苏，其中房地产相关消费品受制于商品房销售额增速疲弱，难有显著改善；出口增速有望转正；企业盈利持续修复；经济复苏过程中积极的财政政策和宽松的货币政策缺一不可。我们测算2024年实际GDP增速或为4.8%，名义GDP增速或上行至5.9%，平减指数上行带动实体经济盈利弹性向上，是人民币风险资产价格反弹的重要支撑。
- 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

《2024年度利率展望》20240120
《信贷专题》20240120
《中银量化多策略行业轮动周报 - 20240118》20240120

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 (2024.1.21)

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
国际资本继续回流美元资产	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：资金流入稳定权重股指数	11
债券：MLF 评价超额续作，市场降息预期落空	12
大宗商品：关注一季度固定资产投资增速表现	13
货币类：货币基金利率中枢或小幅上行	14
外汇：国际资本回流美元资产支撑美元指数	14
港股：美元资产价格持续上行	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 (2024.1.21)	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 (2024.1.21)	17

一周概览

国际资本继续回流美元资产

风险资产价格继续回落。本周沪深 300 指数下跌 0.44%，沪深 300 股指期货下跌 1.48%；焦煤期货本周上涨 1.51%，铁矿石主力合约本周下跌 1.71%；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 16BP 至 2.04%；十年国债收益率下行 1BP 至 2.5%，活跃十年国债期货本周上涨 0.15%。

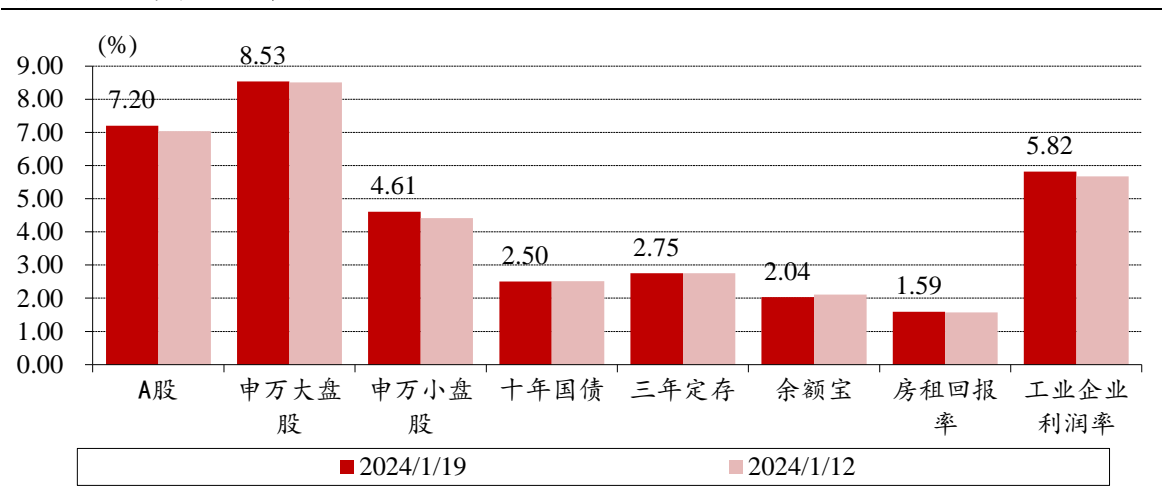
图表 1. 代表性资产一周表现和配置建议

股票	债券
沪深 300 -0.44% 沪深 300 期货 -1.48% 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 2.5%/本周变动 -1BP 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 -1.71% 焦煤期货 +1.51% 本期评论：稳增长政策利好基建投资 配置建议：超配	余额宝 2.04%/本周变动 -16BP 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

四季度 GDP 增速略低于市场预期，全年增速完成增长目标。本周 A 股指数普跌，估值整体下行，小盘股估值下行幅度依然超过大盘股。本周央行在公开市场净投放资金 15560 亿元，拆借资金利率平稳波动分层延续，周五 R007 利率收于 2.12%，GC007 利率收于 2.27%。周五十年国债收益率收于 2.5%，较上周五下行 1BP。12 月经济数据表现基本符合预期，其中工业增加值增速略高于预期，生产端补库存趋势延续，利润率持续改善，都有望在 2024 年延续，社零小幅低于预期，其中汽车和房地产后周期等大宗消费增速偏低，固投增速基本符合预期，但房地产投资仍是主要拖累。

图表 2. 大类资产收益率横向比较



资料来源：万得，中银证券

美元资产表现持续强劲。股市方面，本周 A 股指数延续普跌，跌幅较小的指数是沪深 300 (-0.44%)，领跌的指数是万得全 A (-2.65%)；港股方面恒生指数下跌 5.76%，恒生国企指数下跌 6.47%，AH 溢价指数上行 6.45% 收于 153.84；美股方面，标普 500 指数本周上涨 1.17%，纳斯达克上涨 2.26%。债市方面，本周国内债市普涨，中债总财富指数本周上涨 0.17%，中债国债指数上涨 0.23%，金融债指数上涨 0.15%，信用债指数上涨 0.1%；十年美债利率上行 19 BP，周五收于 4.15%。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 16 BP，周五收于 2.04%。期货市场方面，NYMEX 原油期货上涨 1.03%，收于 73.43 美元/桶；COMEX 黄金下跌 0.97%，收于 2031.8 美元/盎司；SHFE 螺纹钢持平，LME 铜上涨 0.49%，LME 铝下跌 2.12%；CBOT 大豆下跌 0.84%。美元指数上涨 0.77% 收于 103.23。VIX 指数上行至 13.3。本周国际资本继续回流美元资产，全球风险资产价格延续走低。

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	2024/1/15 上期涨跌幅	- 本月以来	2024/1/19 今年以来
股票	000001.SH	上证综指	2,832.28	(1.72)	(1.61)	(4.80)	(4.80)
	399001.SZ	深证成指	8,787.02	(2.33)	(1.32)	(7.74)	(7.74)
	399005.SZ	中小板指	5,532.19	(2.03)	(1.60)	(8.11)	(8.11)
	399006.SZ	创业板指	1,715.44	(2.60)	(0.81)	(9.30)	(9.30)
	881001.WI	万得全 A	4,248.75	(2.65)	(1.47)	(6.93)	(6.93)
	000300.SH	沪深 300	3,269.78	(0.44)	(1.35)	(4.70)	(4.70)
债券	CBA00301.C	中债总财富指数	230.83	0.17	0.15	0.41	0.41
	CBA00603.C	中债国债	225.54	0.23	0.09	0.46	0.46
	CBA01203.C	中债金融债	230.26	0.15	(0.00)	0.14	0.14
	CBA02703.C	中债信用债	212.20	0.10	0.12	0.30	0.30
	885009.WI	货币基金指数	1,683.80	0.03	0.04	0.12	0.12
大宗商品	CL.NYM	NYMEX 原油	73.43	1.03	(1.42)	2.48	2.48
	GC.CMX	COMEX 黄金	2,031.80	(0.97)	0.19	(1.93)	(1.93)
	RB.SHF	SHFE 螺纹钢	3,915.00	0.00	(2.72)	(2.13)	(2.13)
	CA.LME	LME 铜	8,380.00	0.49	(1.99)	(2.09)	(2.09)
	AH.LME	LME 铝	2,172.50	(2.12)	(2.55)	(8.87)	(8.87)
	S.CBT	CBOT 大豆	1,214.00	(0.84)	(2.39)	(6.47)	(6.47)
货币	-	余额宝	2.04	-16 BP	-24 BP	-25 BP	-25 BP
	-	银行理财 3M	1.50	0 BP	0 BP	0 BP	0 BP
外汇	USD.X	美元指数	103.23	0.77	0.00	1.83	1.83
	USDCNY.IB	人民币兑美元	7.19	(0.44)	(0.08)	(1.44)	(1.44)
	EURCNY.IB	人民币兑欧元	7.82	0.53	(0.50)	0.55	0.55
	JPYCNY.IB	人民币兑日元	4.86	1.54	(0.36)	3.19	3.19
港股	HSI.HI	恒生指数	15,308.69	(5.76)	(1.76)	(10.20)	(10.20)
	HSCEL.HI	恒生国企	5,127.24	(6.47)	(2.23)	(11.12)	(11.12)
	HSAHP.HI	恒生 AH 溢价	153.84	6.45	0.18	7.21	7.21
美国	SPX.GI	标普 500	4,839.81	1.17	1.84	1.47	1.47
	IXIC.GI	NASDAQ	15,310.97	2.26	3.09	2.00	2.00
	UST10Y.GBM	十年美债	4.15	19 BP	-9 BP	27 BP	27 BP
	VIX.GI	VIX 指数	13.30	4.72	(4.87)	6.83	6.83
	CRB.RB	CRB 商品指数	265.38	0.38	(0.58)	0.59	0.59

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）

据国家统计局初步核算，2023年国内生产总值1260582亿元，按不变价格计算，比上年增长5.2%。分产业看，第一产业增加值89755亿元，增长4.1%；第二产业增加值482589亿元，增长4.7%；第三产业增加值688238亿元，增长5.8%。分季度看，一季度国内生产总值同比增长4.5%，二季度增长6.3%，三季度增长4.9%，四季度增长5.2%。2023年中国固定资产投资（不含农户）503036亿元，同比增长3.0%。分领域看，基础设施投资增长5.9%，制造业投资增长6.5%，房地产开发投资下降9.6%。2023年民间固定资产投资253544亿元，下降0.4%。2023年12月中国社会消费品零售总额43550亿元，同比增长7.4%；全年社会消费品零售总额471495亿元，增长7.2%，其中，除汽车以外的消费品零售额增长7.3%。2023年12月中国规模以上工业增加值同比实际增长6.8%，全年累计增长4.6%。2023年全国工业产能利用率为75.1%，同比下降0.5个百分点。2023年中国城镇调查失业率平均值为5.2%，同比下降0.4个百分点。12月份，全国城镇调查失业率为5.1%，31个大城市城镇调查失业率为5.0%，全国企业就业人员周平均工作时间为49小时。国家统计局调整完善分年龄组失业率统计，发布不包括在校学生的16-24岁劳动力失业率，增加发布不包括在校学生的25-29岁劳动力失业率。2023年12月份，不包含在校生的16-24岁、25-29岁、30-59岁劳动力调查失业率分别为14.9%、6.1%、3.9%。2023年中国居民人均可支配收入39218元，比上年名义增长6.3%，扣除价格因素，实际增长6.1%；全国居民人均消费支出26796元，比上年名义增长9.2%，扣除价格因素影响，实际增长9.0%。2023年末中国人口140967万人，比上年末减少208万人。全年出生人口902万人，人口出生率为6.39‰；死亡人口1110万人，人口死亡率为7.87‰；人口自然增长率为-1.48‰。

2023年12月份，中国70大中城市中有7城新建商品住宅价格环比上涨，西安上涨0.5%领跑，北上广深环比分别持平、涨0.2%、跌1.0%、跌0.9%。国家统计局指出，当月各线城市商品住宅销售价格环比下降，同比有涨有降。

省部级主要领导干部推动金融高质量发展专题研讨班开班。国家领导人发表重要讲话强调，坚定不移走中国特色金融发展之路，推动我国金融高质量发展。要通过扩大对外开放，提高我国金融资源配置效率和能力，增强国际竞争力和规则影响力，稳慎把握好节奏和力度。要以制度型开放为重点推进金融高水平对外开放，落实准入前国民待遇加负面清单管理制度，对标国际高标准经贸协议中金融领域相关规则，精简限制性措施，增强开放政策的透明度、稳定性和可预期性，规范境外投融资行为，完善对共建“一带一路”的金融支持。要加强境内外金融市场互联互通，提升跨境投融资便利化水平，积极参与国际金融监管改革。要守住开放条件下的金融安全底线。

中美金融工作组举行第三次会议。双方就两国货币和金融稳定、金融监管、金融市场、跨境支付和数据、可持续金融、反洗钱和反恐怖融资、全球金融治理等议题以及其他双方重点关切的问题进行了专业、务实、坦诚和建设性的沟通。会议还听取技术专家组关于银行业气候压力测试和各自全球系统重要性银行（G-SIBs）处置机制的汇报。双方同意继续保持沟通。

国家金融监管总局：持续深化金融供给侧结构性改革，引导金融机构顺应经济社会发展的阶段性特点，不断提升金融服务实体经济质效；积极支持化解地方债务风险；优化房地产金融监管政策，加大对保障性住房等“三大工程”建设支持力度。

国新办就宏观经济形势和政策举行发布会。发布会要点包括：①中国经济回升向好、长期向好的基本趋势没有改变②国家发改委将审慎出台收缩性、抑制性举措，多出有利于稳预期、稳增长、稳就业政策③国家发改委将抓紧出台政策，全面取消制造业领域外资准入限制措施④食品价格具备平稳运行基础⑤国家发改委将会同有关部门抓紧完善政策，积极扩大新能源汽车消费，推动产业高质量发展。

国新办就税收服务高质量发展举行新闻发布会。发布会要点包括：①2023年组织各项税费收入31.7万亿元②全国新增减税降费及退税缓费超2.2万亿元，个税汇算优先退税惠及3384.5万人③2023年对新能源汽车免征车辆购置税、车船税1218亿元④2024年将全面落实外商投资企业相关税费优惠政策⑤国家税务总局将积极推动全国统一大市场建设。

国务院决定对1部行政法规和2个国务院决定部分条款予以修改。其中，在《中国人民银行货币政策委员会条例》中增加一条，作为第二条：“货币政策委员会工作坚持中国共产党的领导，推动健全现代货币政策框架，重要事项报党中央、国务院。”；将第八条改为第九条，将第三项中的“货币、银行”修改为“金融”。央行表示，将进一步提高货币政策委员会咨询议事效率，充分发挥货币政策委员会促进货币政策科学制定和执行的职能，加强政策沟通、稳定市场预期，为经济回升向好营造良好的货币金融环境。推动银行卡清算机构、金融控股公司高质量发展，不断提升金融服务实体经济能力和水平。

商务部召开例行新闻发布会。发布会要点包括：①“2024 全国网上年货节”拉开帷幕，活动将持续到 2 月 17 日②47 项自贸试验区制度创新最新成果发布③中国瑞士将争取尽早启动自贸协定升级谈判，巩固中俄贸易投资合作良好发展势头④中国反对有关国家干涉半导体正常贸易⑤中国对石墨物项实施出口管制，不是禁止出口⑥红海水域是重要国际贸易通道，商务部将及时为外贸企业提供支持帮助。

全国内外贸一体化工作会议指出，2024 年要推进内外贸体制机制改革，深化内外贸一体化试点，培育内外贸一体化企业，建设内外贸融合平台，培育内外贸融合产业集群，加快内外贸一体化发展。

《国家人工智能产业综合标准化体系建设指南》（征求意见稿）提出，到 2026 年，共性关键技术和应用开发类计划项目形成标准成果比例达 60% 以上；新制定国家标准和行业标准 50 项以上，推动人工智能产业高质量发展标准体系加快形成。

央行指导利率自律机制对场内外 LPR 报价行进行考核，根据考核结果调整 LPR 报价行，调整后的 LPR 报价行共有 20 家银行，中信银行和江苏银行新增进入名单。以上调整自 1 月 22 日起实施。

近期正式执行的《关于建立煤电容量电价机制的通知》将过去单一的煤电电价机制一拆为二，形成“电量电价+容量电价”两部制电价机制。容量电价明确煤电固定成本回收机制，给煤电带来上千亿元收益补偿。

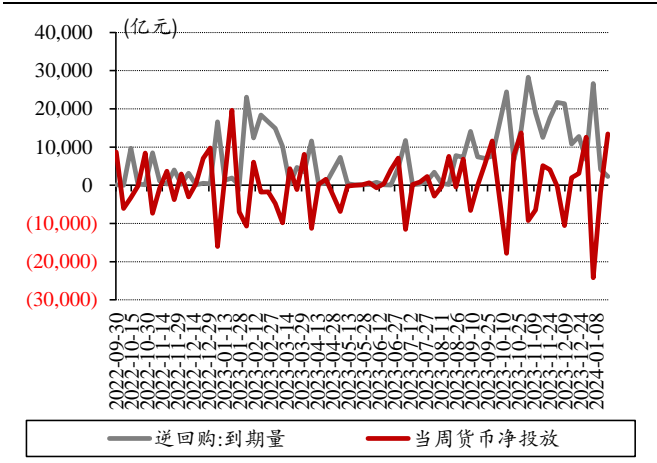
2024 年春运即将拉开帷幕，全国跨区域人员流动量预计将达 90 亿人次。2024 年春节假期小型客车免费通行时段起止时间为 2 月 9 日（除夕）00:00 至 2 月 17 日（正月初八）24:00，共免费 9 天。国家疾控局预计，春节假期前后，受人群大规模流动等多种因素影响，新冠疫情可能出现一定程度回升。国家疾控局将指导各地重点强化六方面措施，保障春节假期全国疫情形势总体平稳。

我国首部“银发经济”政策文件出台。国务院办公厅印发《关于发展银发经济增进老年人福祉的意见》，提出 4 个方面 26 项举措，加快银发经济规模化、标准化、集群化、品牌化发展。《意见》提出，推进产业集群发展，在京津冀、长三角、粤港澳大湾区等区域规划布局 10 个左右高水平银发经济产业园区。强化财政金融支持，通过地方政府专项债券支持符合条件的银发经济产业项目。鼓励各类金融机构加大对养老服务设施、银发经济产业项目建设支持力度。

宏观上下游高频数据跟踪

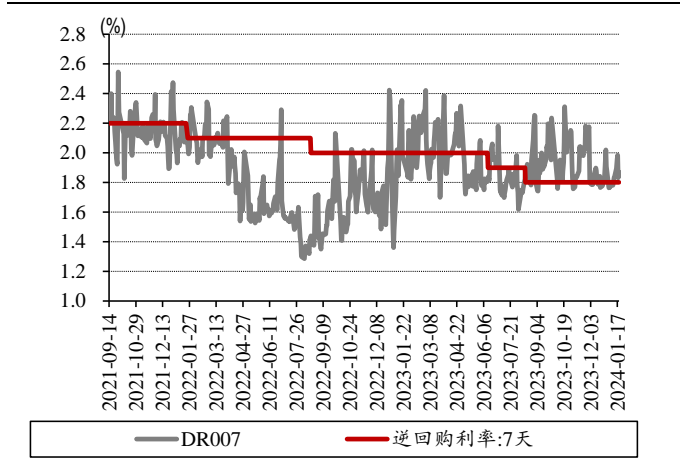
1月19日当周，公开市场逆回购到期量为2270亿元，央行在公开市场上实现流动性净投放，共计实现净投放13400亿元。

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

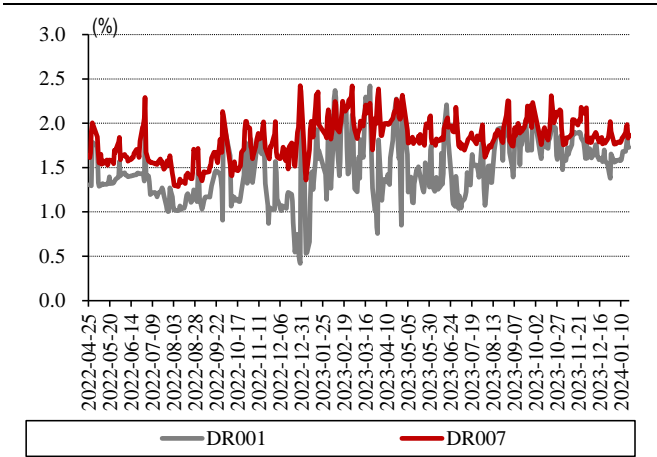


资料来源：万得，中银证券

截至1月19日，DR001与DR007利率分别为1.7265%、1.8707%，较上周分别变动4BP、3BP。R001与R007利率分别为1.8639%、2.1164%，较前一周分别变动4BP、-5BP。

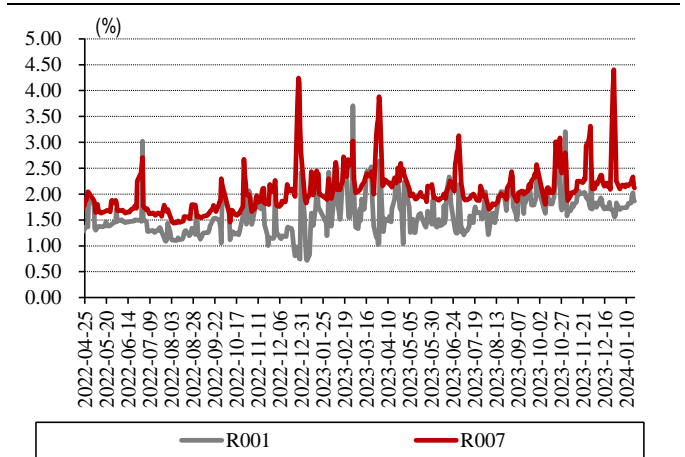
DR007与7天期逆回购差值为0.0707%，较上周变动3BP；DR007、R007之差较上周变动-8BP，周内狭义流动性延续平稳。

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19日当周，各品种钢厂开工率均有下滑，螺纹钢、线材主要钢厂开工率较上周分别变动-1.96和-0.61个百分点；建材社会库存继续增加，较前一周变动23.68万吨。1月17日当周，各地区石油沥青装置开工率表现不一，仅华南地区开工率较前一周有所上升。1月11日当周，煤炭重点电厂库存可用天数继续下降，较上周变动-0.20天。

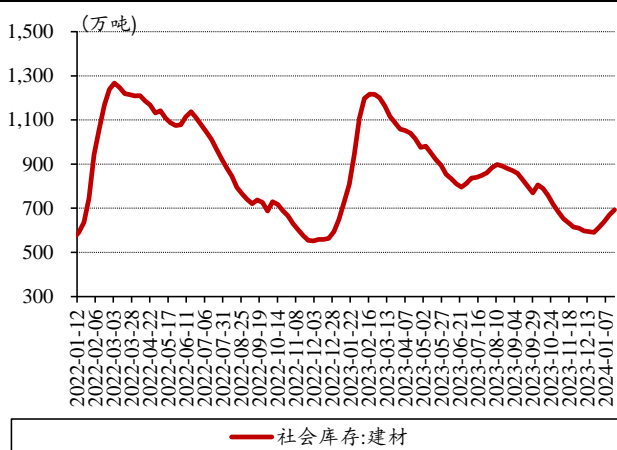
图表 8.原材料产品高频指标周度表现

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（%）	39.33	(1.96)	(2.66)
	线材：主要钢厂开工率（%）	49.40	(0.61)	1.15
	开工率：华东地区（%）	34.10	(8.20)	1.30
	开工率：华北地区（%）	29.10	(5.60)	(9.10)
石油沥青	开工率：华南地区（%）	24.80	0.30	0.60
	开工率：东北地区（%）	16.90	(0.60)	(2.00)
	开工率：西北地区（%）	27.80	0.00	6.90

资料来源：万得，中银证券

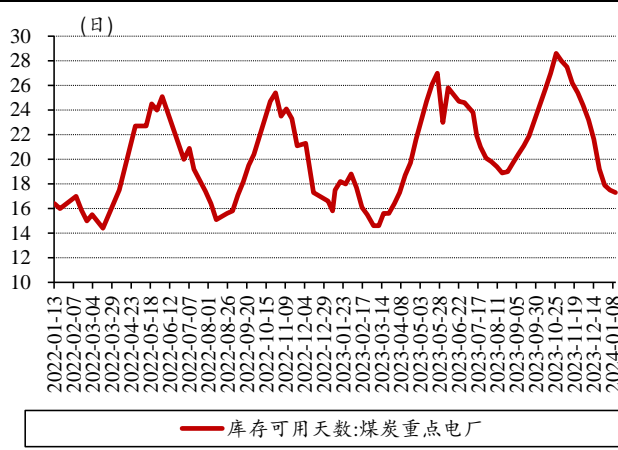
海外机构持仓方面，截至1月19日，SPDR黄金ETF持仓总价值变动-1.62%。原油库存方面，1月12日当周，美国API原油库存小幅反弹，周环比变动48.30万桶。

图表 9.建材社会库存周度表现



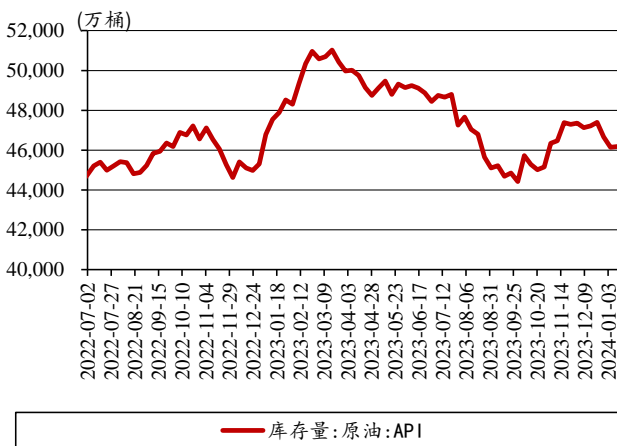
资料来源：万得，中银证券

图表 10.重点电厂煤炭库存可用天数周度表现



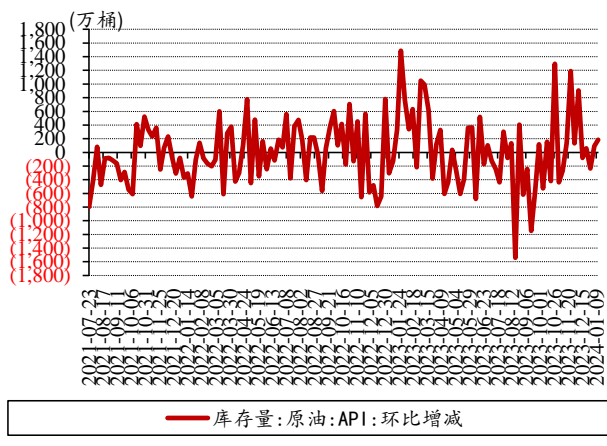
资料来源：万得，中银证券

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

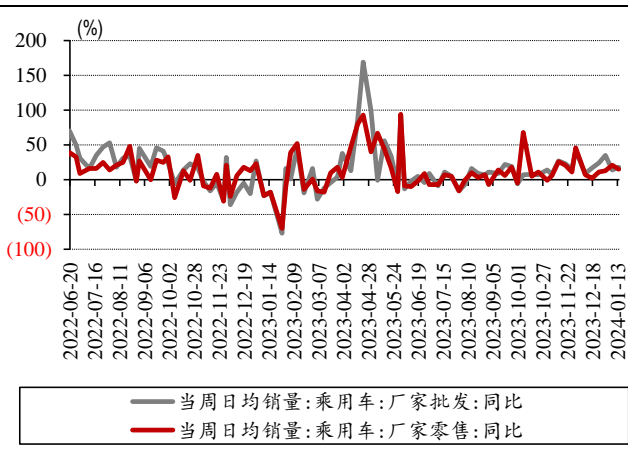


资料来源: 万得, 中银证券

房地产方面, 1月14日当周, 30大城市商品房成交面积小幅反弹, 单周成交面积环比变动3.96万平方米, 单周成交面积实现175.54万平方米。当前地产销售端仍较弱势, 购房主体预期偏弱, 后续需关注“城中村改造”相关政策的落实情况。

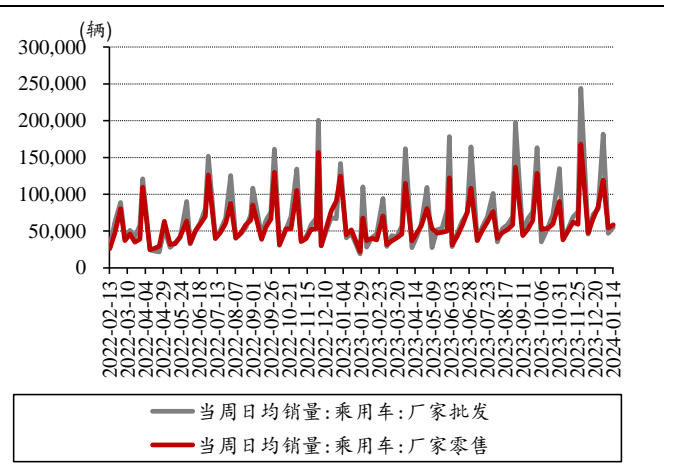
汽车方面, 1月14日当周, 国内乘用车批发、零售销量单周同比增速分别为18%和15%; 存量汽车市场更新是当前“促消费”政策的重要发力点, 我们继续看好2024年汽车消费的表现。

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：资金流入稳定权重股指数

上证指数周中一度跌破 2800 点。本周市场指数基本下跌，上涨的指数仅有上证 50 (0.28%)，领跌的指数包括中证 1000 (-4.8%)、中证 500 (-3.61%)、上证 380 (-3.17%)。行业方面跌多涨少，领涨的行业有银行 (1.39%)、餐饮旅游 (0.6%)、通信 (0.58%)，领跌的行业有国防军工 (-6.95%)、机械 (-5.26%)、有色金属 (-4.95%)。本周 A 股 ETF 合计成交额罕见破 3000 亿元，资金净流入额高达 598.24 亿元，其中，易方达沪深 300ETF、嘉实沪深 300ET、华泰柏瑞沪深 300ETF、华夏沪深 300ETF 分别获得 156.49 亿元、149.57 亿元、135.36 亿元、119.31 亿元净流入；华夏上证 50ETF 获得 79.61 亿元净流入，带动权重股表现相对更好。

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 50	0.28	银行	1.39	最小市值指数	10.06
上证 180	(0.17)	餐饮旅游	0.60	高送转概念指数	1.49
中证 100	(0.23)	通信	0.58	电子竞技指数	(0.68)
上证 380	(3.17)	有色金属	(4.95)	污水处理指数	(7.71)
中证 500	(3.61)	机械	(5.26)	军民融合指数	(7.93)
中证 1000	(4.80)	国防军工	(6.95)	PM2.5 指数	(8.39)

资料来源：万得，中银证券

A 股一周要闻 (新闻来源：万得)

地产产业链 | 继金山区后，上海青浦和奉贤两区也跟进松绑“限购”政策，非户籍单身人士在满足一定条件下，可在上海限定区域内购买 1 套住房，且社保或个税缴纳年限由 5 年缩短至 3 年。

医药 | 国家医保局发布《关于加强医药集中带量采购中选产品供应保障工作的通知》，鼓励各地积极探索建立集采中选企业供应情况评分管理机制，对相关中选企业供应情况进行评分，并将评分结果用于信用评价、接续采购工作中。

交通建设 | 交通运输部指出，2024 年要大力实施《加快建设交通强国五年行动计划(2023-2027 年)》；加快推动行业高质量发展，持续推进公司治理体系治理能力现代化，提高核心竞争力，加快数字邮政建设步伐，推动数字化、智能化升级。

造船业 | 中国造船业三大指标连续 14 年位居世界第一。2023 年我国造船完工量 4232 万载重吨，同比增长 11.8%；新承接订单量 7120 万载重吨，增长 56.4%；截至 2023 年底，手持订单量 13939 万载重吨，增长 32.0%，所有指标首次实现两位数增长。

绩优蓝筹股 | 2024 年开年险资频频出手举牌 A 股上市公司。

冰雪产业链 | 伴随多层次的冰雪经济体系逐步完善，冰雪经济发展驶入快车道，预计 2025 年中国冰雪产业规模将达到 1 万亿元。

智能网联汽车 | 工信部等五部门发布通知，开展智能网联汽车“车路云一体化”应用试点工作，试点期为 2024-2026 年。鼓励在限定区域内开展智慧公交、智慧乘用车、自动泊车、城市物流、自动配送等多场景应用试点。

人工智能 | 《国家人工智能产业综合标准化体系建设指南》提出，到 2026 年，共性关键技术和应用开发类计划项目形成标准成果比例达 60% 以上；新制定国家标准和行业标准 50 项以上，推动人工智能产业高质量发展标准体系加快形成。

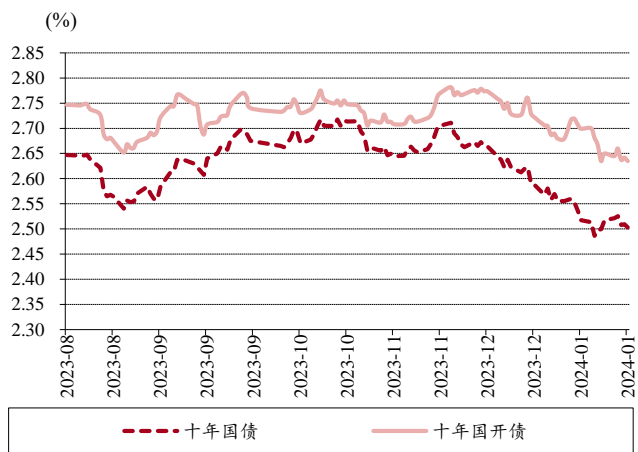
旅游 | 同程旅行发布《2024 年春运出行趋势报告》显示，随着国际航班运力快速恢复，2024 年春运期间国际机票价格基本回归正常水平，平均价格同比下降 41%，较低的机票价格利好春节出境游和跨境探亲出行。

华为产业链 | 华为举行“鸿蒙生态千帆启航仪式”，宣布 HarmonyOS NEXT 鸿蒙星河版开发者预览面向开发者开放申请。这意味着鸿蒙生态进入第二阶段，将加速千行百业应用鸿蒙化。

债券：MLF 评价超额续作，市场降息预期落空

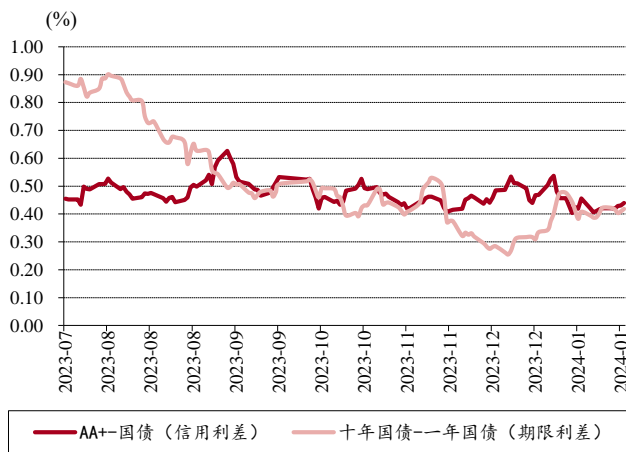
虽然市场降息预期落空，但本周债市延续较强的走势。十年期国债收益率周五收于 2.5%，本周下行 1BP，十年期国开债收益率周五收于 2.64%，较上周五下行 2BP。本周期限利差持平于 0.42%，信用利差上行 2BP 至 0.44%。

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

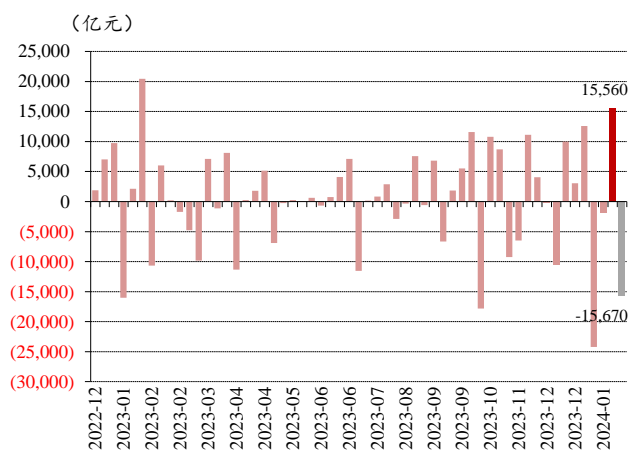
图表 18. 信用利差和期限利差



资料来源：万得，中银证券

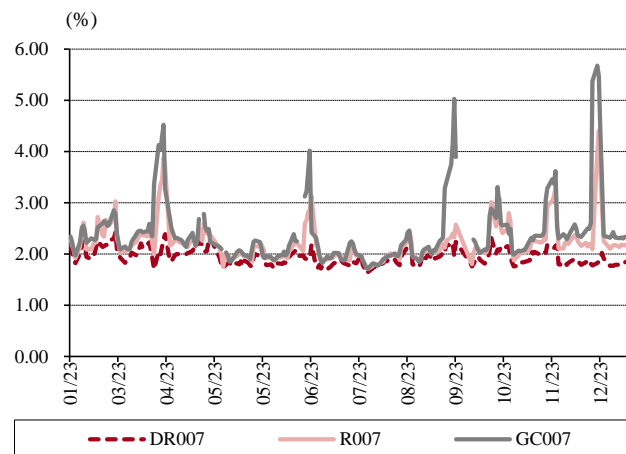
春节前央行或在公开市场持续净投放。本周央行在公开市场累计净投放资金 15560 亿元，货币拆借利率分层情况依然延续，周五 R007 利率收于 2.12%，交易所资金 GC007 利率收于 2.27%。2023 年 11 月以来，资金拆借市场利率分层的情况一直延续至今，我们认为央行或有意遏制非银金融机构加杠杆的情况，但 2024 年初经济稳增长诉求依然较大，加之财政支出前置，信贷投放季节性较强等因素叠加，我们预期春节假期前，央行或持续在公开市场净投放资金，保持流动性平稳适度。

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)

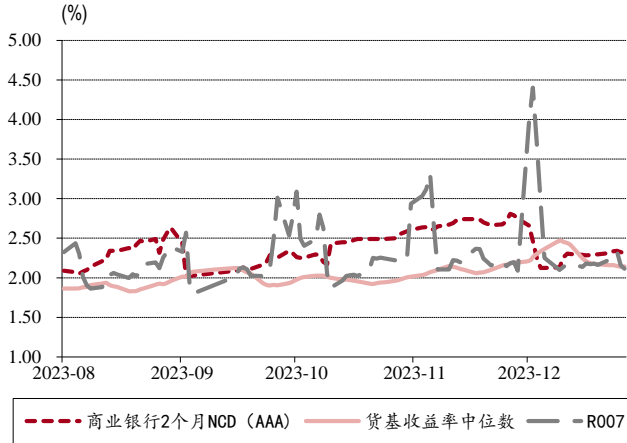
“降息”预期落空，1 月 MLF “量增价平”续作。央行周一开展 890 亿元 7 天期逆回购操作和 9950 亿元 1 年期中期借贷便利 (MLF) 操作，中标利率分别维持 1.80% 和 2.50% 不变，当日有 500 亿元逆回购到期，周二有 7790 亿元 MLF 到期。

河南省成功发行两期政府再融资专项债券合计 246.82 亿元，拉开 2024 年地方发债大幕。目前一季度地方披露发债规模已经超过 1.6 万亿元，市场普遍预计 2024 年地方政府债券发行规模在 9 万亿元左右。

货币类：货币基金利率中枢或小幅上行

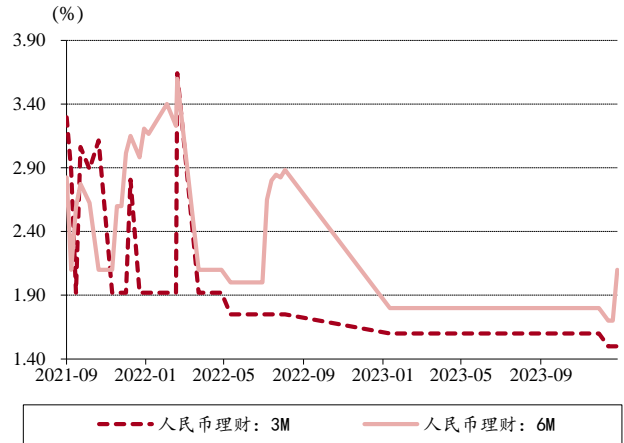
货币基金收益率波动中枢或将较 2023 年下半年上升。本周余额宝 7 天年化收益率下行 16BP，周五收于 2.04%；人民币 3 个月理财产品预期年化收益率上行 40BP 收于 2.1%。本周万得货币基金指数上涨 0.03%，货币基金 7 天年化收益率中位数周五收于 2.14%。货币基金收益率延续回落，收益率弱于资金拆借利率走势。

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

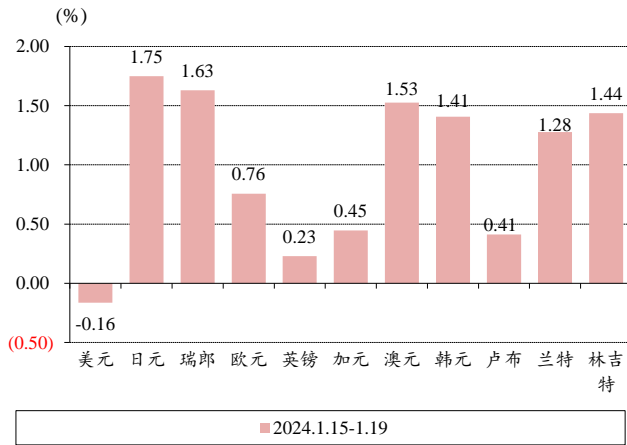


资料来源：万得，中银证券

外汇：国际资本回流美元资产支撑美元指数

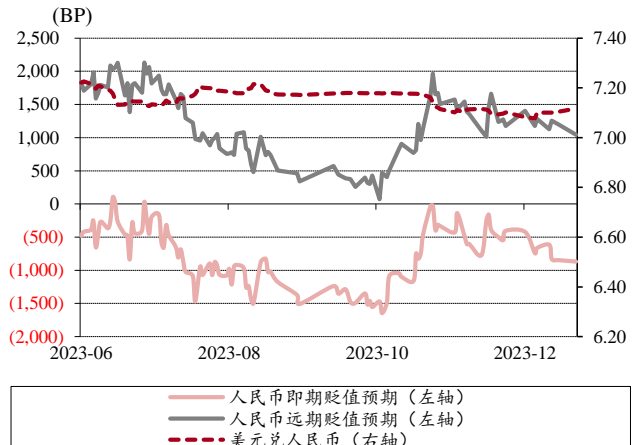
人民币兑美元中间价本周上行 117BP，至 7.1167。本周人民币对日元(1.75%)、瑞郎(1.63%)、澳元(1.53%)、林吉特(1.44%)、韩元(1.41%)、兰特(1.28%)、欧元(0.76%)、加元(0.45%)、卢布(0.41%)、英镑(0.23%) 升值，对美元(-0.16%) 贬值。国际局势不确定性较强，国际资本短期或更加偏好避险资产，因此出现回流美元资产趋势。

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 12 月末，中国央行口径外汇占款余额为 220453.85 亿元，环比增加 689.92 亿元，连续四个月增加。近几个月外资持续净增持境内债券，去年 11 月净增持规模为历史次高值，12 月净增持 245 亿美元，处于近两年高位。12 月外商直接投资资本金净流入明显增加，净流入规模超百亿美元。

新版《稳外贸稳外资税收政策指引》发布，分为稳外贸政策和稳外资政策两大领域，共包括 51 项政策举措。

港股：美元资产价格持续上行

国际资本避险趋势可能延续。本周港股方面恒生指数下跌 5.76%，恒生国企指数下跌 6.47%，AH 溢价指数上行 6.45% 收于 153.84。行业方面本周跌幅较小的有电讯业 (-0.5%)、能源业 (-3.87%)、公用事业 (-4.58%)，跌幅靠前的有医疗保健业 (-8.45%)、资讯科技业 (-7.68%)、原材料业 (-7.67%)。本周南下资金总量 134.36 亿元，同时北上资金总量 -234.94 亿元。美元资产或持续受益于国际资本回流，但美元债券还同时受美联储降息预期影响，因此短期内收益率波动较大。

图表 27. 恒指走势



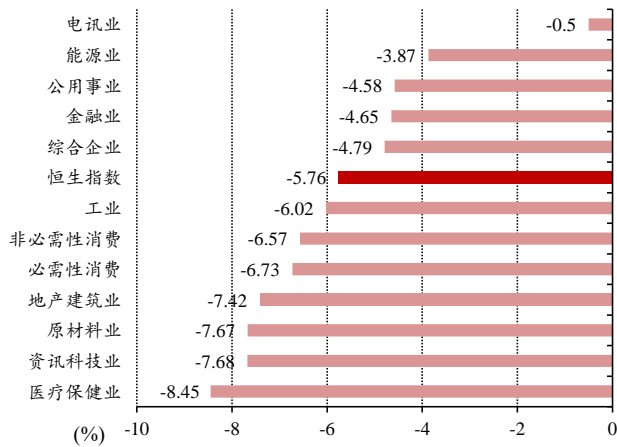
资料来源：万得，中银证券

图表 28. 陆港通资金流动情况



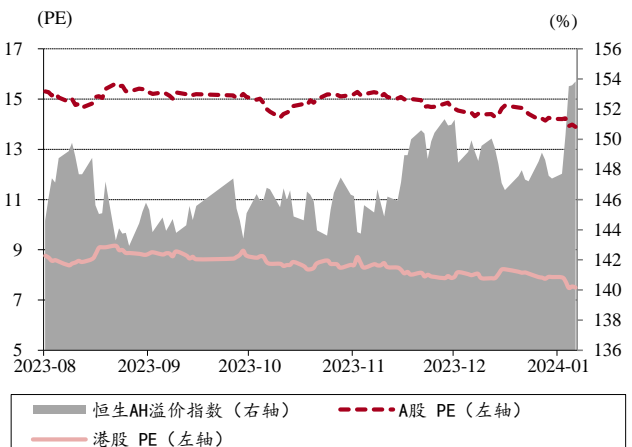
资料来源：万得，中银证券

图表 29. 港股行业涨跌幅



资料来源：万得，中银证券

图表 30. 港股估值变化



资料来源：万得，中银证券

港股及海外一周要闻 (新闻来源：万得)

美联储褐皮书：12 个联邦储备地区中的大多数报告称，自上次褐皮书发布以来，经济活动几乎没有明显变化；几乎所有地区都报告了制造业活动的下降；各地区继续指出，高利率限制了汽车销售和房地产交易；然而，各地区的许多联系人认为，利率下降的前景是乐观情绪的一个来源。

欧洲央行去年 12 月货币政策会议纪要显示，成员们认为保持谨慎是必要的，因为通胀可能在短期内回升。利率传导重要部分仍待完成，政策对经济活动最大影响预计将在 2024 年初出现。

欧洲央行行长拉加德表示，在不受到重大冲击情况下，利率已达到峰值；欧洲央行很可能在夏季降息。通胀还未回落到欧洲央行所期望水平，对通胀回落 2% 目标充满信心。

美国上周初请失业金人数为 18.7 万人，创 2022 年 9 月 24 日当周以来新低，预期 20.7 万人，前值从 20.2 万人修正为 20.3 万人。美国 1 月 6 日当周续请失业金人数为 180.6 万人，预期 184.5 万人，前值从 183.4 万人修正为 183.2 万人。

美国 2023 年 12 月零售销售 7098.9 亿美元，环比增加 0.6%，预期增 0.4%，前值增 0.3%；核心零售销售 5733.83 亿美元，环比增加 0.4%，预期及前值均为 0.2%。

美国 2023 年 12 月新屋开工总数年化 146 万户，环比下降 4.3%；营建许可年化总数初值 149.5 万户，增加 1.9%。

美国上周 MBA30 年期固定抵押贷款利率为 6.75%，前值 6.81%；抵押贷款申请活动指数为 210.5，前值 190.6；抵押贷款再融资活动指数为 471.2，前值 425.4；抵押贷款购买指数为 162.2，前值 148.6。

欧元区 2023 年 12 月 CPI 终值同比上升 2.9%，预期及初值均为 2.9%；环比上升 0.2%，与预期及初值一致；核心 CPI 终值同比上升 3.9%，环比上升 0.3%，均与预期及初值一致。

德国经济自新冠疫情以来首次出现萎缩，2023 年 GDP 同比下滑 0.3%；财政赤字占 GDP 比例为 2.0%，预期 2.2%。

日本 2023 年 12 月 CPI 同比上涨 2.6%，预期 2.5%，前值 2.8%；环比下降 0.1%，前值降 0.2%；核心 CPI 同比上涨 2.3%，预期 2.3%，前值 2.5%。

纽约联储公布数据显示，美国 2023 年信用卡债务创历史新高，美国人信用卡欠款总额从 10 年前的 6800 亿美元飙升至 1 万亿美元。

加拿大央行企业前景展望调查：约 25% 的企业预计未来 4 年 CPI 不会回到 2%；38% 的企业预计加拿大在未来一年内陷入衰退，较第三季度的三分之一有所增加；54% 的企业预计未来两年通胀率将保持在 3% 以上，较第三季度的 53% 有所增加；27% 的企业认为通胀回归 2% 将需要超过四年的时间，较第三季度的 18% 有所增加。

下周大类资产配置建议

2023年经济增长目标达成。2023年国内生产总值1260582亿元,按不变价格计算,比上年增长5.2%。1-12月固投同比增长3.0%。分领域看,基础设施投资增长5.9%,制造业投资增长6.5%,房地产开发投资下降9.6%。12月社零同比增长7.4%,全年社零同比增长7.2%,其中,除汽车以外的消费品零售额增长7.3%。12月中国规模以上工业增加值同比实际增长6.8%,全年累计增长4.6%。2023年中国城镇调查失业率平均值为5.2%,同比下降0.4个百分点。2023年中国居民人均可支配收入39218元,比上年名义增长6.3%,扣除价格因素,实际增长6.1%;全国居民人均消费支出26796元,比上年名义增长9.2%,扣除价格因素影响,实际增长9.0%。2023年末中国人口140967万人,比上年末减少208万人。12月份,中国70大中城市中有7城新建商品住宅价格环比上涨。受消费和投资提振,2023年超额实现了GDP增速目标,实际GDP同比增长5.2%,名义GDP同比增长4.6%。预计2024年消费和投资复苏的趋势将延续,同时出口或受益于海外经济表现持续强于预期增速转正。需要关注的是房地产产业链可能对经济增长造成的负面影响,是否会在政策带动下有所好转。

欧央行降息或早于美联储。美国经济数据表现持续强劲:就业方面,美国上周初请失业金人数为18.7万人,创2022年9月24日当周以来新低,预期20.7万人;消费方面,美国2023年12月零售销售7098.9亿美元,环比增加0.6%,预期增0.4%,前值增0.3%;核心零售销售5733.83亿美元,环比增加0.4%,预期及前值均为0.2%。受强劲就业和消费数据提振,市场对美联储3月降息的预期下降,美联储部分官员也公开表示确保通胀下行且不会反弹是现阶段货币政策最重要的事。相较之下,欧洲经济表现相对疲弱,通胀向2%的目标靠拢的趋势相较美国更为确定。欧洲央行行长拉加德表示,在不受到重大冲击情况下,利率已达到峰值;欧洲央行很可能在夏季降息。我们认为欧央行降息时点若早于美联储,则欧元大概率将较美元走弱,推升美元指数在中期内保持相对强势。

市场对2024年经济增长的一致预期比较明确。2023年四季度实际GDP同比增长5.2%,全年实际GDP同比增长5.2%,名义GDP同比增长4.6%,完成了增速5.0%的目标,其中贡献最大的是消费,其次是投资,净出口对经济增速形成小幅拖累。基于2023年经济表现,市场对2024年国内经济表现形成了比较一致的预期:2024年上半年大概率延续2023年较好的复苏趋势,增速表现或好于下半年;受益于内需持续复苏,通胀持续上行,但内需复苏依然偏弱,因此通胀上行斜率较小,整体来看,2024年CPI和PPI同比增速能够实现正增长;固定资产投资是经济稳增长的最主要动力,其中基建和制造业投资是拉动固投的重要组成,房地产投资在2024年将延续同比负增长,但幅度较2023年有所收窄;消费延续弱复苏,其中房地产相关消费品受制于商品房销售额增速疲弱,难有显著改善;出口增速有望转正;企业盈利持续修复;经济复苏过程中积极的财政政策和宽松的货币政策缺一不可。我们测算2024年实际GDP增速或为4.8%,名义GDP增速或上行至5.9%,平减指数上行带动实体经济盈利弹性向上,是人民币风险资产价格反弹的重要支撑。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 (2024.1.21)

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