

宏观和大类资产配置周报

二季度宏观经济预期向好

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：**中国3月通胀数据低于预期。CPI同比增速回落到0.1%，PPI同比增速进一步回落至-2.8%。3月CPI同比增速较2月明显回落，主要是受节后消费季节性回落影响。一季度，我国出口同比增长1.5%，延续正增长，但增速较1-2月收窄5.6个百分点。3月社融存量同比增长8.7%，较上月下降0.3个百分点，高基数和政府债券发行节奏较缓是社融同比增速下降的主要原因。
- 要闻：**国务院总理李强主持召开国务院常务会议，要求抓好重大工作任务、重大改革事项落实落地，推动科技创新和产业创新深度融合，加强区域协调联动，着力深化改革扩大开放，以更加务实有效的举措，支持中部地区把区位优势、资源优势转化为发展优势，不断提升整体实力和竞争力。

资产表现回顾

- 大宗上涨，A股下跌。**本周沪深300指数下跌-2.58%，沪深300股指期货下跌-2.64%；焦煤期货本周上涨12.69%，铁矿石主力合约本周上涨7.89%；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4BP至1.78%；十年国债收益率下行1BP至2.28%，活跃十年国债期货本周上涨0.33%。

资产配置建议

- 大类资产配置顺序：股票>大宗>债券>货币。**随着高基数因素消退叠加外需回暖，二季度宏观经济预期向好。3月通胀走弱的最大背景，就是春节假期结束之后，消费回落和生产回暖；CPI全年的趋势还是向上的，而且清明小长假消费表现亮眼，今年居民消费依然可以期待，且体现在3月新出口订单PMI指数中的外需回暖，可能是预期之外的边际正面影响。3月我国出口同比增速较2月明显回落，主要受到去年同期较高基数的影响，但不能干扰对于外需的积极判断，去年5月出口单月同比增速转负，叠加当前美国补库延续，我国出口同比增速有望从二季度起逐步进入上行通道。3月信贷增量整体延续一季度平滑特征，尽管有高基数影响，但整体来看仍然呈现企业贷不弱、居民贷不强的状况，往后随着特别国债发行及政策性银行长债供给增加，二季度社融可能以政府债券为主要支撑。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。

相关研究报告

《3月通胀点评：节后消费季节性回落拖累需求，复工提振生产放大供需对比》20240411
《3月金融数据点评：信贷投放呈现出平稳特征》20240413
《一季度进出口数据点评：出口同比增速有望自二季度开启上行》20240413

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：孙德基

(8610)66229363

deji.sun@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300522030002

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 (2024.4.14)

宏观经济	本期观点	观点变化
一个月内	= 关注两会后配套政策发布	不变
三个月内	= 关注上半年财政措施落实情况	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
A股延续震荡.....	4
要闻回顾和数据解读（新闻来源：万得）.....	6
大类资产表现.....	9
A股：本周震荡下跌.....	9
债券：长端利率延续低波动.....	10
大宗商品：黑色系表现强势.....	11
货币类：货币基金利率中枢保持平稳波动.....	12
外汇：人民币兑多数海外货币保持强劲.....	12
港股：美联储6月首降预期快速消退.....	13
下周大类资产配置建议.....	15
风险提示：.....	15

图表目录

本期观点 (2024.4.14) 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. 原材料产品高频指标周度表现 7

图表 5. 建材社会库存周度表现 7

图表 6. 北方港煤炭库存周度表现 7

图表 7. 美国 API 原油库存周度表现 7

图表 8. 美国 API 原油库存周环比变动 7

图表 9. 30 大城市商品房周成交面积表现 8

图表 10. 汽车消费周同比增速表现 8

图表 11. 汽车周消费规模表现 8

图表 12. 权益类资产涨跌幅 9

图表 13. 十年国债和十年国开债利率走势 10

图表 14. 信用利差和期限利差 10

图表 15. 央行公开市场操作净投放 10

图表 16. 7 天资金拆借利率 10

图表 17. 大宗商品本周表现 11

图表 18. 本周大宗商品涨跌幅 (%) 11

图表 19. 货币基金 7 天年化收益率走势 12

图表 20. 理财产品收益率曲线 12

图表 21. 人民币兑主要货币汇率波动 12

图表 22. 人民币贬值预期和美元兑人民币汇率走势 12

图表 23. 恒指走势 13

图表 24. 陆港通资金流动情况 13

图表 25. 港股行业涨跌幅 13

图表 26. 港股估值变化 13

图表 27. 本期观点 (2024.4.14) 15

一周概览

A股延续震荡

大宗上涨，A股下跌。本周沪深300指数下跌-2.58%，沪深300股指期货下跌-2.64%；焦煤期货本周上涨12.69%，铁矿石主力合约本周上涨7.89%；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-4BP至1.78%；十年国债收益率下行-1BP至2.28%，活跃十年国债期货本周上涨0.33%。

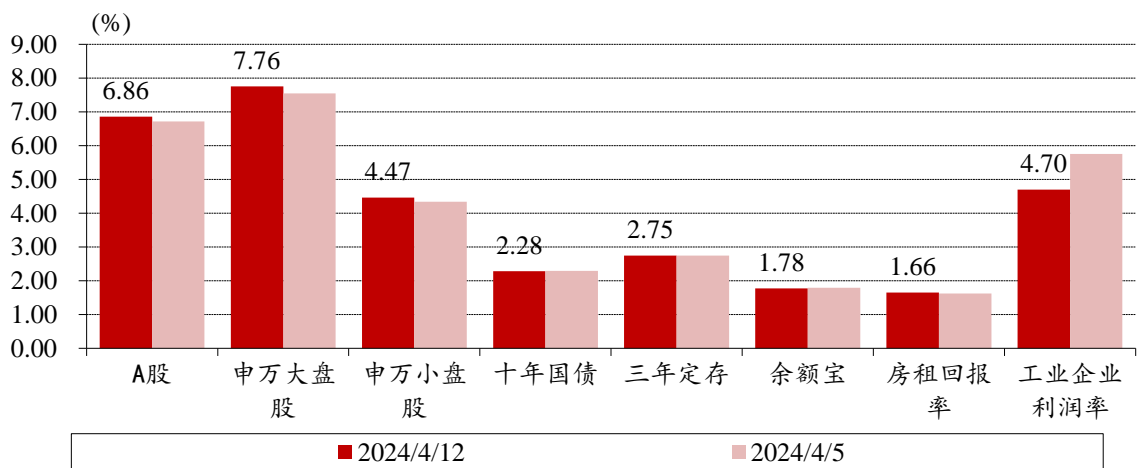
图表 1. 代表性资产一周表现和配置建议

股票	债券
<p>沪深300 -2.58%</p> <p>沪深300期货 -2.64%</p> <p>本期评论：稳增长政策发力</p> <p>配置建议：超配</p>	<p>10年国债到期收益率 2.28%/本周变动 -1BP</p> <p>活跃10年国债期货+0.33%</p> <p>本期评论：货币政策偏宽松压制收益率上行空间</p> <p>配置建议：标配</p>
大宗	保守
<p>铁矿石期货 +7.89%</p> <p>焦煤期货 +12.69%</p> <p>本期评论：稳增长政策利好基建投资</p> <p>配置建议：超配</p>	<p>余额宝 1.78%/本周变动 -4BP</p> <p>股份制理财3M 1.5%/本周变动 0BP</p> <p>本期评论：收益率将在2%上下波动</p> <p>配置建议：低配</p>

资料来源：万得，中银证券

3月通胀数据低于预期。本周A股指数普跌，估值整体下行。本周季初资金面维持宽松，央行缩量操作，流动性合理充裕。中国3月通胀数据低于预期CPI同比增速回落到0.1%，PPI同比增速进一步回落至-2.8%。3月CPI同比增速较2月明显回落，主要是受节后消费季节性回落影响。一季度，我国出口同比增长1.5%，延续正增长，但增速较1-2月收窄5.6个百分点。3月社融存量同比增长8.7%，较上月下降0.3个百分点，高基数和政府债券发行节奏较缓是社融同比增速下降的主要原因。

图表 2. 大类资产收益率横向比较



资料来源：万得，中银证券

美元指数上行。股市方面，本周 A 股指数普跌，领跌的指数是创业板指（4.25%）；港股方面恒生指数下跌-0.01%，恒生国企指数上涨 0.27%，AH 溢价指数下行-3.83%收于 149.19；美股方面，标普 500 指数本周下跌-1.56%，纳斯达克下跌-0.45%。债市方面，本周国内债市普涨，中债总财富指数本周上涨 0.2%，中债国债指数上涨 0.19%，金融债指数上涨 0.3%，信用债指数上涨 0.2%；十年美债利率上行 11 BP，周五收于 4.5%。万得货币基金指数本周上涨 0.04%，余额宝 7 天年化收益率下行 -4 BP，周五收于 1.78%。期货市场方面，NYMEX 原油期货下跌-1.68%，收于 85.45 美元/桶；COMEX 黄金上涨 0.63%，收于 2360.2 美元/盎司；SHFE 螺纹钢上涨 3.39%，LME 铜上涨 0.83%，LME 铝上涨 1.14%；CBOT 大豆下跌-1.1%。美元指数上涨 1.65%收于 106.02。VIX 指数上行至 17.31。本周受美联储降息预期调整影响，美元指数持续上行。

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	2024/4/8	-	2024/4/12
				本期涨跌幅	上期涨跌幅	本月以来	今年以来
股票	000001.SH	上证综指	3,019.47	(1.62)	0.92	(0.71)	1.50
	399001.SZ	深证成指	9,228.23	(3.32)	1.53	(1.84)	(3.11)
	399005.SZ	中小板指	5,692.37	(2.90)	1.21	(1.73)	(5.45)
	399006.SZ	创业板指	1,762.88	(4.21)	1.22	(3.04)	(6.79)
	881001.WI	万得全 A	4,356.73	(2.73)	0.99	(1.77)	(4.57)
	000300.SH	沪深 300	3,475.84	(2.58)	0.86	(1.74)	1.30
债券	CBA00301.C	中债总财富指数	235.24	0.20	0.10	0.33	2.32
	CBA00603.C	中债国债	230.52	0.19	0.09	0.27	2.68
	CBA01203.C	中债金融债	234.75	0.30	0.10	0.43	2.09
	CBA02703.C	中债信用债	214.90	0.20	0.08	0.32	1.57
	885009.WI	货币基金指数	1,691.55	0.04	0.03	0.07	0.58
大宗商品	CL.NYM	NYMEX 原油	85.45	(1.68)	4.28	2.74	19.26
	GC.CMX	COMEX 黄金	2,360.20	0.63	4.95	5.44	13.92
	RB.SHF	SHFE 螺纹钢	3,628.00	3.39	0.44	5.22	(9.30)
	CA.LME	LME 铜	9,407.00	0.83	5.42	6.09	9.91
	AH.LME	LME 铝	2,478.50	1.14	4.88	6.05	3.96
	S.CBT	CBOT 大豆	1,172.00	(1.10)	(0.36)	(1.64)	(9.71)
货币	-	余额宝	1.78	-4 BP	2 BP	-1 BP	-51 BP
	-	银行理财 3M	1.50	0 BP	0 BP	0 BP	0 BP
外汇	USDX.FX	美元指数	106.02	1.65	(0.20)	1.45	4.58
	USDCNY.IB	人民币兑美元	7.24	(0.03)	(0.17)	(0.20)	(2.05)
	EURCNY.IB	人民币兑欧元	7.71	1.16	(0.10)	1.06	1.96
	JPYCNY.IB	人民币兑日元	4.72	0.94	0.12	1.06	5.92
港股	HSI.HI	恒生指数	16,721.69	(0.01)	1.10	1.09	(1.91)
	HSCEI.HI	恒生国企	5,879.58	0.27	0.91	1.18	1.93
	HSAHP.HI	恒生 AH 溢价	149.19	(3.83)	0.78	(3.05)	2.56
美国	SPX.GI	标普 500	5,123.41	(1.56)	(0.95)	(2.49)	7.41
	IXIC.GI	NASDAQ	16,175.09	(0.45)	(0.80)	(1.25)	7.75
	UST10Y.GBM	十年美债	4.50	11 BP	19 BP	30 BP	62 BP
	VIX.GI	VIX 指数	17.31	7.99	23.21	33.05	39.04
	CRB.RB	CRB 商品指数	297.87	0.10	2.51	2.61	12.90

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）

国务院总理李强主持召开国务院常务会议，要求抓好重大工作任务、重大改革事项落实落地，推动科技创新和产业创新深度融合，加强区域协调联动，着力深化改革扩大开放，以更加务实有效的举措，支持中部地区把区位优势、资源优势转化为发展优势，不断提升整体实力和竞争力。

中国一季度人民币贷款增加 9.46 万亿元，处于历史同期较高水平；存款增加 11.24 万亿元，社会融资规模增量为 12.93 万亿元，比上年同期少 1.61 万亿元。3 月末，广义货币余额 304.8 万亿元，同比增长 8.3%；社会融资规模存量为 390.32 万亿元，增长 8.7%。

海关总署公布数据显示，以人民币计，中国 3 月出口同比下降 3.8%，进口增长 2.0%，贸易顺差 4158.6 亿元。以美元计，中国 3 月出口同比下降 7.5%，进口下降 1.9%，贸易顺差 585.5 亿美元。

海关总署副署长王令浚预计，二季度我国进出口持续向好，上半年基本保持在增长通道。王令浚表示，不认为生产者价格下跌就意味着所谓产能过剩，产品价格下跌往往与原材料价格波动、技术更新迭代、生产商主动让利等多种因素有关。

公安机关打击整治网络谣言专项行动取得阶段性成效。截至目前，公安机关累计排查网络谣言线索 8 万余条，侦办网络谣言类案件 1 万余起，抓获犯罪嫌疑人 1500 余名，行政处罚 10700 余人，开展公开辟谣等 4200 余次。

央行在杭州召开浙江省优化支付服务推进会，强化与各部门、各行业协同合作，指导督促在浙金融机构加大工作力度，共同推动优化支付服务工作。

广东省人民政府印发推动大规模设备更新和消费品以旧换新实施方案指出，到 2027 年，工业、能源、农业、建筑、交通、教育、文旅、医疗等领域设备投资规模较 2023 年增长 25% 以上；要强化政策引导，促进汽车更新消费，广州、深圳进一步放宽小汽车上牌指标限制；推动风电光伏、盾构机、工业机器人等新兴领域再制造产业发展；推动资源高水平再生利用，培育一批废弃物循环利用龙头企业。

日前辽宁省委政法委制定出台《辽宁政法机关服务和保障民营经济发展壮大二十条重点举措》，明确全省政法机关服务民营经济重点任务，全力打造法治化营商环境“升级版”，切实为推动全省民营经济健康发展、高质量发展提供坚实的法治保障。

江苏省人社厅披露，今年一季度城镇新增就业 32.7 万人、同比增长 3.5%，占全国总量超 1/10。制造业企业用工在 3 月份强劲反弹，用工人数达 684.6 万人，同比增加 3.5 万人、环比大幅增加 22.4 万人，自 2023 年以来首次出现同比环比“双增长”。

江苏调查总队披露，3 月份，江苏 CPI 同比上涨 0.2%，涨幅较上月回落 0.5 个百分点；环比下降 0.9%。春节后食品、出行等消费出现季节性回落，使得物价总水平环比下降较多。食品价格环比下降 3.1%，其中，“肉蛋菜”价格齐降，鲜菜价格领跌，跌幅达 11.4%。

据海关统计，今年一季度南京海关 RCEP 签证出口货值 79.25 亿元，居全国首位。预计符合条件的外贸企业可享受 RCEP 其他成员国关税优惠 1.19 亿元，享惠出口货物主要包括服装、化学品、塑料及其制品等。

2024 年中国经济平稳开局，持续回升向好，近期发布的主要经济指标超出市场预期，在此背景下，多家国际金融机构纷纷上调对中国经济的预期，各方普遍认为，中国经济复苏动能良好，第一季度经济顺利开局，将为全年经济增长目标的达成打下基础。

据海关统计，今年一季度南京海关 RCEP 签证出口货值 79.25 亿元，居全国首位。预计符合条件的外贸企业可享受 RCEP 其他成员国关税优惠 1.19 亿元，享惠出口货物主要包括服装、化学品、塑料及其制品等。

宏观上下游高频数据跟踪

上游周期品方面，4月12日当周，各品种钢材开工率下降，螺纹钢、线材开工率分别下降0.33和1.17个百分点；建材社会库存继续减少，较前一周减少85.47万吨。4月12日当周，各地区石油沥青装置开工率表现不一，华南、东北地区开工率较前一周有所下调。

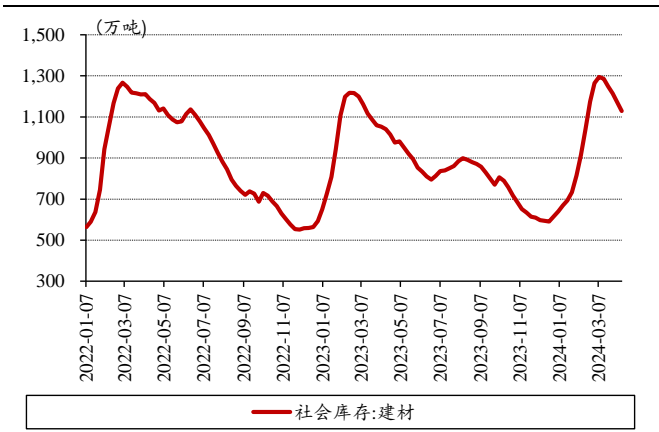
图表 4.原材料产品高频指标周度表现

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（%）	39.32	(0.33)	(2.67)
	线材：主要钢厂开工率（%）	47.65	(1.17)	(0.60)
	开工率：华东地区（%）	36.90	3.30	4.10
石油沥青	开工率：华北地区（%）	31.70	0.00	(6.50)
	开工率：华南地区（%）	32.80	(1.90)	8.60
	开工率：东北地区（%）	15.30	(0.40)	(3.60)
	开工率：西北地区（%）	32.90	5.50	12.00

资料来源：万得，中银证券

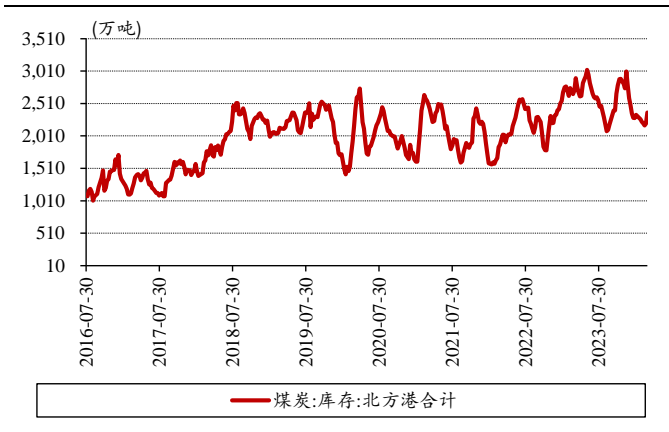
海外机构持仓方面，截至4月12日，SPDR黄金ETF持仓总价值周变动4.54%。原油库存方面，4月5日当周，美国API原油库存有所回升，周环比变动303.40万桶。

图表 5.建材社会库存周度表现



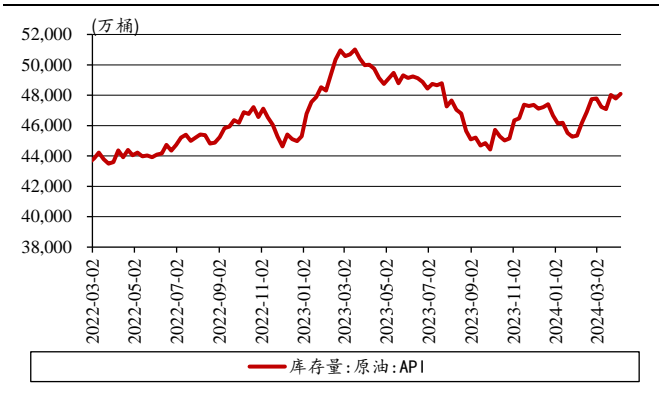
资料来源：万得，中银证券

图表 6. 北方港煤炭库存周度表现



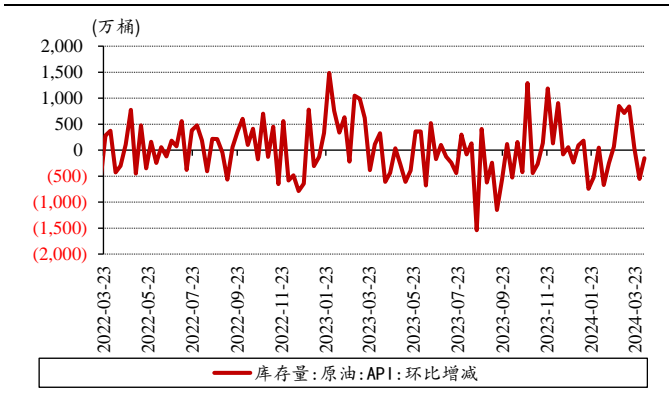
资料来源：同花顺，中银证券；受假期影响，仍为2月2日当周数据

图表 7. 美国 API 原油库存周度表现



资料来源：万得，中银证券

图表 8. 美国 API 原油库存周环比变动



资料来源：万得，中银证券

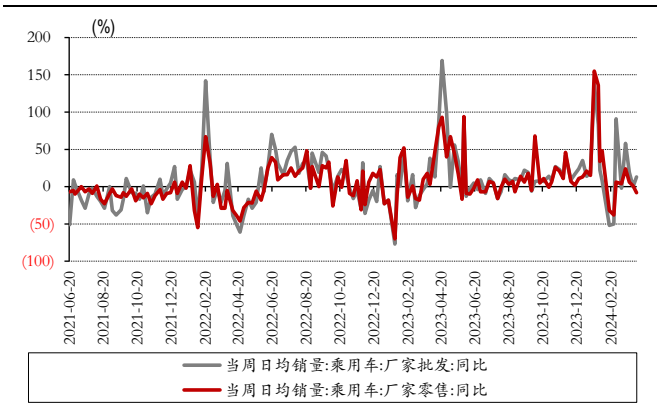
图表 9.30 大城市商品房周成交面积表现



资料来源：万得，中银证券

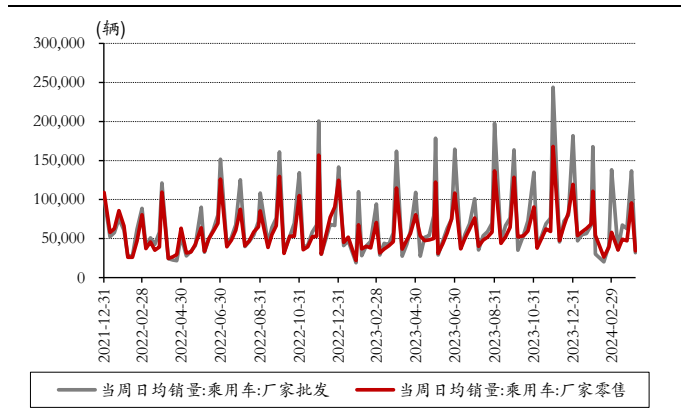
商品房及汽车成交受假期影响边际走弱。4月7日当周，30大城市商品房成交面积回落，单周成交面积环比变动-209.57万平方米。4月上旬受假期影响，商品房销售有所回落，但从3月数据来看存在回暖迹象。汽车方面，4月6日当周，国内乘用车批发、零售销量单周同比增速分别为13%和-8%。汽车、电子产品等大宗消费品“以旧换新”，将是年内“促消费”的重要抓手，我们继续看好2024年存量汽车市场的更新需求。

图表 10.汽车消费周同比增速表现



资料来源：万得，中银证券

图表 11. 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：本周震荡下跌

金融地产带动 A 股回落。本周市场指数普跌，上涨的指数包括上证红利（1.18%），领跌的指数包括创业板指（-4.21%）、深证成指（-3.32%）、中证 1000（-2.95%）。行业方面金融地产大幅回落，领涨的行业有电力及公用事业（1.99%）、有色金属（1.87%）、煤炭（1.79%），领跌的行业有房地产（-7.27%）、农林牧渔（-6.12%）、非银行金融（-5.71%）。

图表 12. 权益类资产涨跌幅

市场指数 (%)		行业指数 (%)		主题指数 (%)	
上证红利	1.18	电力及公用事业	1.99	煤电重组指数	3.16
上证 380	(1.25)	有色金属	1.87	丝绸之路指数	0.57
上证综指	(1.62)	煤炭	1.79	一带一路指数	0.08
中证 1000	(2.95)	非银行金融	(5.71)	OLED 指数	(6.35)
深证成指	(3.32)	农林牧渔	(6.12)	卫星导航指数	(7.02)
创业板指	(4.21)	房地产	(7.27)	生物识别指数	(7.47)

资料来源：万得，中银证券

A 股一周要闻（新闻来源：万得）

中证报头版刊文指出，以强监管、防风险、促高质量发展为主线，资本市场改革发展未来 5 年、2035 年和本世纪中叶的目标已经明确，这需要监管部门一步一个脚印抓落实，久久为功，更需要集众智、聚合力，市场各参与方归位尽责，同向同行。相信资本市场改革发展一定能在市场化法治化国际化的轨道上取得新进展，展现新气象。

沪深两市股票型 ETF 和跨境型 ETF 本周合计净流出近 40 亿元。其中中证 500ETF 净流出逾 20 亿元。行业主题上看，医疗、券商相关 ETF 被资金看好，净流入资金 2.51 亿元和 6.39 亿元。而银行、家电相关 ETF 被资金抛售，净流出资金 3.06 亿元和 3.26 亿元。

一直面向 B 端市场的动力电池巨头宁德时代，常年给业界留下“闷声发大财”的印象。近期有报道称宁德时代计划在今年 8 月开设首个线下品牌展示门店，似乎要寻找来自 C 端的机会。分析师指出，宁德时代的这个策略与“Intel Inside”很像，都是旨在提高品牌在 C 端用户心目中的知名度和美誉度，从而影响 B 端客户。

对于飞天茅台价格走低的原因，业内众说纷纭。华东地区的一名经销商表示，很多投机者和投资者抛售手中存有的飞天茅台，将资金转至黄金。虽然茅台集团方面极力想让茅台回归商品属性，但由于外界普遍用高价值产品属性来看待飞天茅台，导致其价值超越普通白酒。分析认为，在短时间内茅台的多重属性或难被替代。

在北京银行召开的 2023 年度业绩发布会上，北京银行行长杨书剑表示，2019 年以来，受贷款利率持续下行、存款出现定期化、长期化趋势等影响，商业银行净息差持续收窄。展望 2024 年，该行息差仍面临下行压力，但收窄幅度将有所趋缓。一是存贷利差有韧性。二是负债成本有优势。三是零售转型持续推进。

2023 年金融街无论是营收还是归母净利润均出现大幅下降。金融街表示，公司采取包括调整销售价格在内的多种销售策略，积极促进项目销售去化，但开发项目毛利率下滑，部分项目调整销售价格出现亏损。公司部分项目销售价格未达预期，按照会计谨慎性的原则计提存货跌价准备，导致净利润和所得税费用下降。

万泰生物或将成为中国第一家、全球第二家能生产九价 HPV 疫苗的企业。在业内看来，万泰生物与智飞生物在中国九价 HPV 疫苗市场的激烈争夺已不可避免。

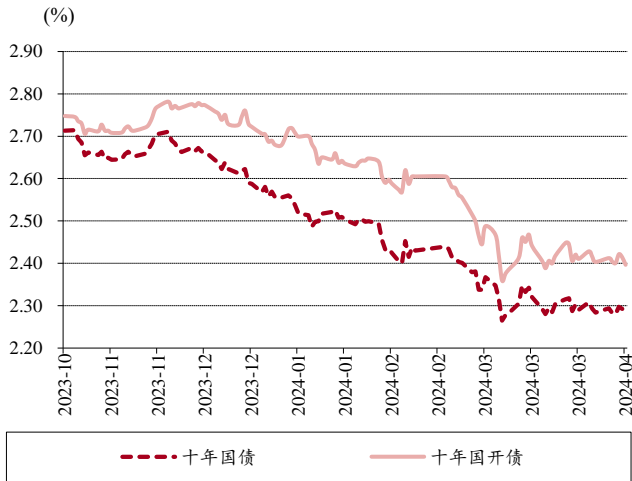
中国华能集团有限公司与山西省政府签署战略合作框架协议。根据协议，双方将在推动清洁能源基地建设、煤电与新能源一体化建设、智慧综合能源服务以及抽水蓄能、新型储能等多领域开展合作。

港股龙头药企中国生物制药近日发布公告称，公司与益方生物合作研发的 KRAS G12C 靶向药物 D-1553 在美国癌症协会年会上公布了最新的 2 期临床试验结果。D-1553 上市申请已于 2023 年 12 月获国家药监局正式受理，并在 2024 年 1 月被纳入优先审评审批程序，有望冲刺国内首款 KRAS G12C 抑制剂上市产品。

债券：长端利率延续低波动

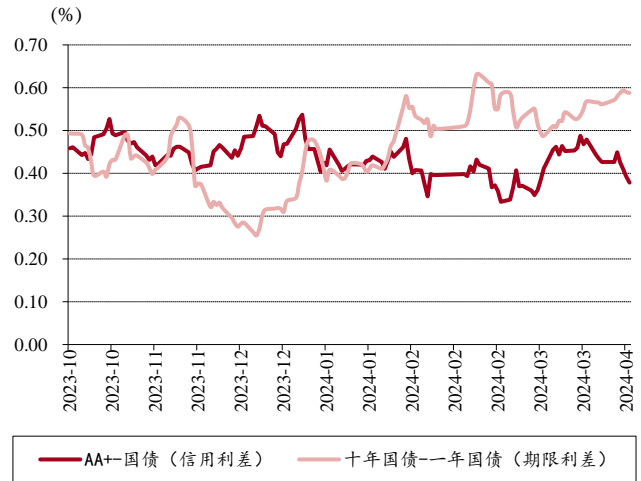
长久期利率债维持低波动，中长久期利率债及信用债开启补涨。十年期国债收益率周五收于 2.28%，本周下行-1BP，十年国开债收益率周五收于 2.4%，较上周五下行-2BP。本周期限利差上行 2BP 至 0.59%，信用利差下行-5BP 至 0.38%。

图表 13. 十年国债和十年国开债利率走势



资料来源：万得，中银证券

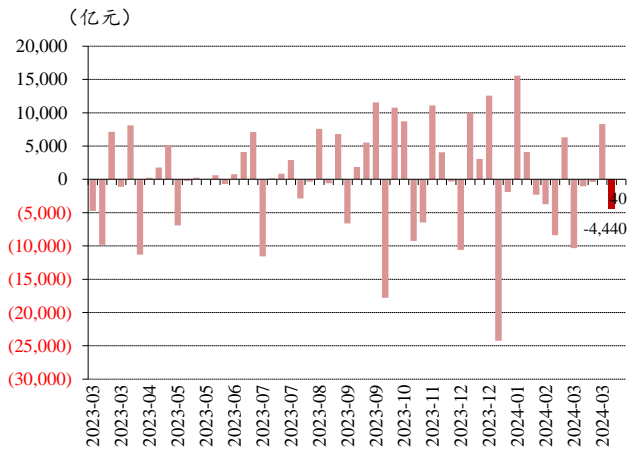
图表 14. 信用利差和期限利差



资料来源：万得，中银证券

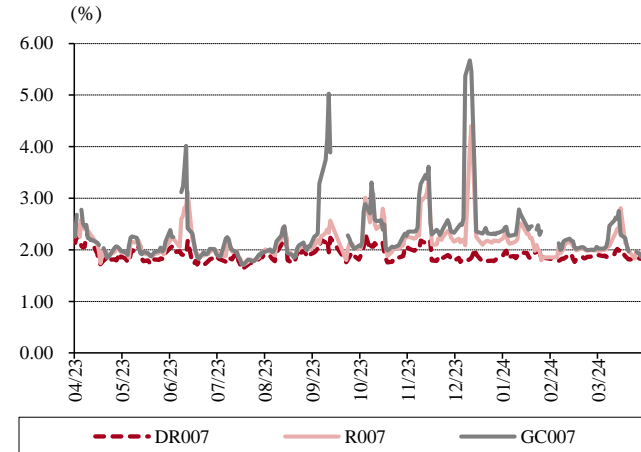
债市配置力量仍强。本周央行与三家政策行座谈讨论长期利率市场形势，政策性银行拟大幅增加长期债券发行，叠加货币政策委员会央行表示关注长期收益率变化，长久期利率债涨势暂缓，中长久期利率债及信用债开启补涨。

图表 15. 央行公开市场操作净投放



资料来源：万得，中银证券

图表 16. 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)

国务院要求，聚焦政府拖欠企业账款问题和大型企业拖欠中小企业账款问题，进一步提高拖欠主体违规成本，降低被拖欠企业维权成本，抓紧完善相关法律法规和工程价款结算、商业汇票管理等制度规定，让长效机制尽快畅通运转起来。

新“国九条”提出，完善市场化法治化多元化的债券违约风险处置机制，坚决打击逃废债行为；加快制定公司债券管理条例；压实地方政府在提高上市公司质量以及化解处置债券违约、私募机构风险等方面责任。

大宗商品：黑色系表现强势

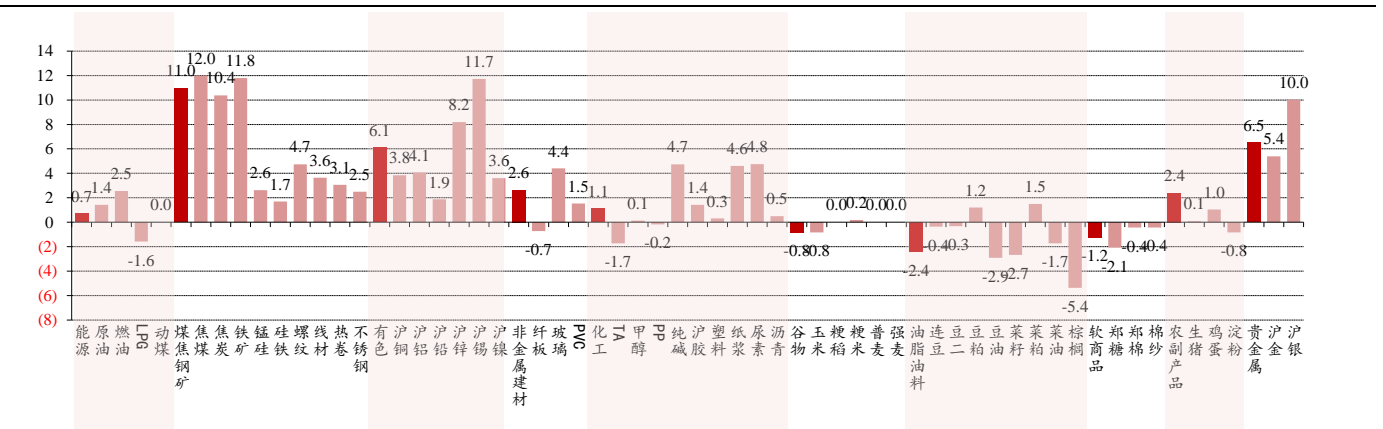
黑色系表现强势。本周商品期货指数上涨 5.72%。从各类商品期货指数来看，上涨的有煤焦钢矿（10.95%）、贵金属（6.51%）、有色金属（6.09%）、非金属建材（2.63%）、化工（1.13%）、能源（0.71%）、谷物（-0.82%）、油脂油料（-2.4%）。各期货品种中，本周涨幅较大的大宗商品有焦煤（12.0%）。煤焦钢矿板块领涨，一是焦炭或将进行首轮提涨，二是4月1日起开始执行的煤炭资源税率由8%升为10%，叠加催生市场做多情绪。

图表 17. 大宗商品本周表现

商品 +5.72%	能源 +0.71%	煤焦钢矿 +10.95%
有色金属 +6.09%	非金属建材 +2.63%	化工 +1.13%
谷物 -0.82%	油脂油料 -2.4%	贵金属 +6.51%

资料来源：万得，中银证券

图表 18. 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)

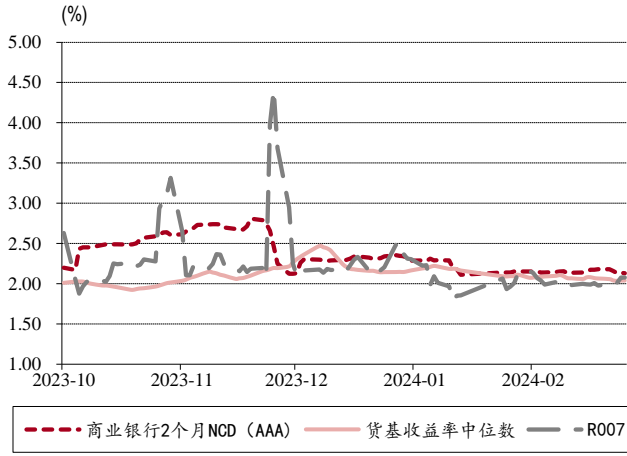
国家发改委、国家能源局发布《关于建立煤炭产能储备制度的实施意见》，到2027年，初步建立煤炭产能储备制度，有序核准建设一批产能储备煤矿项目，形成一定规模的可调度产能储备。

国际能源署 (IEA) 发布月报，预计今明两年全球石油需求增长将放缓。月报将今年全球石油需求增长预测下调 13 万桶/日至 120 万桶/日，预计明年全球石油需求将增长 110 万桶/日。

货币类：货币基金利率中枢保持平稳波动

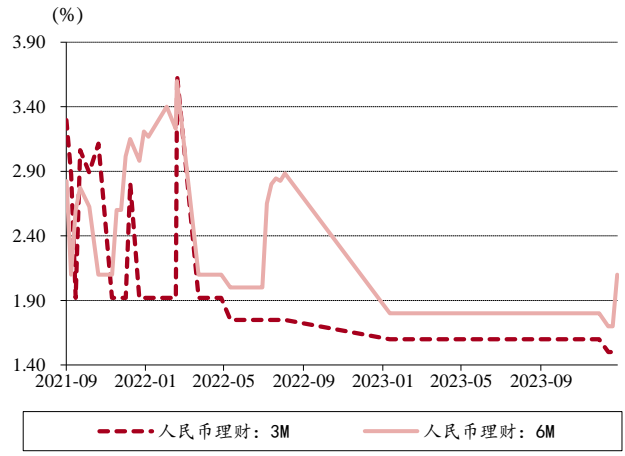
宽松的货币拆借环境对货币基金收益率的影响将持续。本周余额宝 7 天年化收益率下行 4BP，周五收于 1.78%；人民币 3 个月理财产品预期年化收益率上行 40BP 收于 2.1%。本周万得货币基金指数上涨 0.04%，货币基金 7 天年化收益率中位数周五收于 1.96%。

图表 19. 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 20. 理财产品收益率曲线

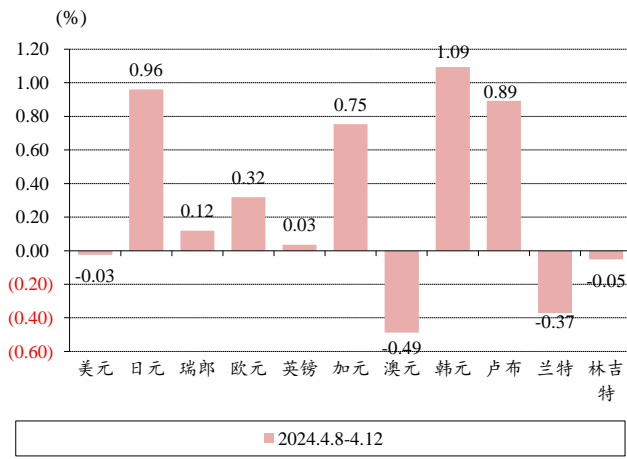


资料来源：万得，中银证券

外汇：人民币兑多数海外货币保持强劲

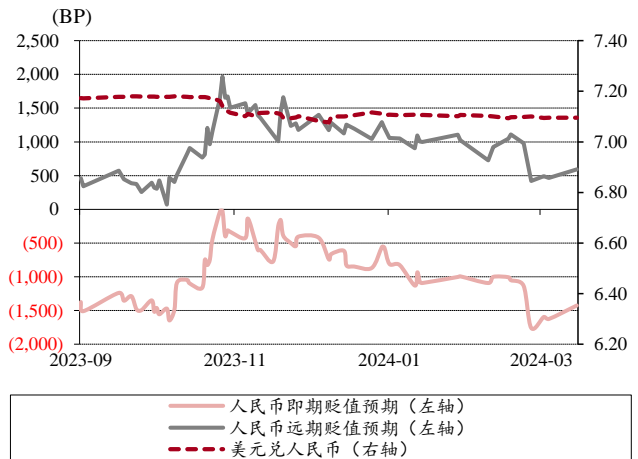
人民币兑美元中间价本周上行 29BP，至 7.1004。人民币兑美元中间价本周上行 18BP，至 7.0967。本周人民币对韩元(1.09%)、日元(0.96%)、卢布(0.89%)、加元(0.75%)、欧元(0.32%)、瑞郎(0.12%)、英镑(0.03%)、对美元(-0.03%)、林吉特(-0.05%)、兰特(-0.37%)、澳元(-0.49%)贬值。受国内经济基本面向好趋势影响，人民币汇率整体保持强劲。

图表 21. 人民币兑主要货币汇率波动



资料来源：万得，中银证券

图表 22. 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)

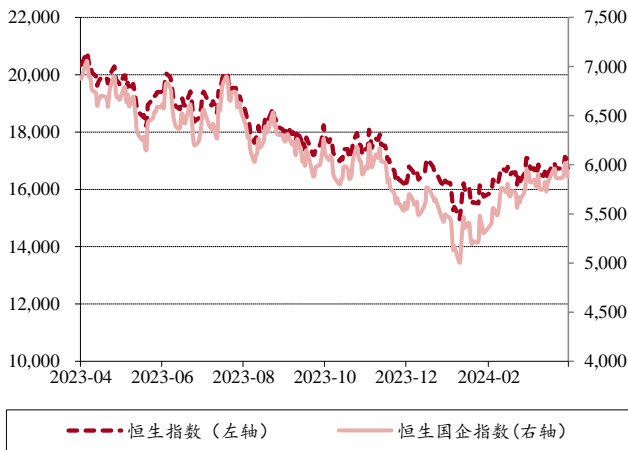
外汇局修订资本项目外汇业务指引，持续提升业务办理便利度。指引明确境内机构境外放款债转股办理流程；新增境内企业在 A 股市场公开发行可转换公司债，外方股东参与认购业务办理情形等。

日本财务大臣铃木俊一表示，日元贬值有利有弊，汇率过度波动不可取，重要的是汇率反映基本面并稳定波动。

港股：美联储 6 月首降预期快速消退

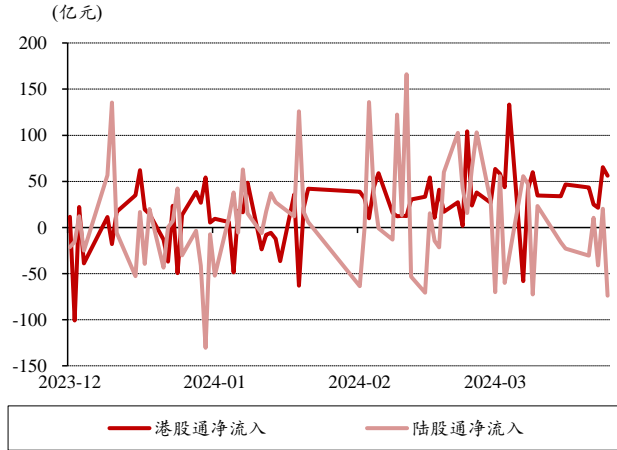
美国通胀压力再加大。本周港股方面恒生指数下跌 0.01%。行业方面本周领涨的有原材料业(6.54%)、公用事业(3.52%)、工业(1.89%)，跌幅靠前的有综合企业(-2.96%)、地产建筑业(-2.21%)、必需性消费(-1.76%)。本周南下资金总量 211.41 亿元，同时北上资金总量-114.68 亿元。美国 3 月 CPI 同比和环比增速分别为 3.5% 和 0.4%，连续四个月强于市场预期。能源再通胀或将持续，服务业通胀韧性难以消除。超预期强劲的通胀数据带动市场短暂进入“紧缩交易”，2024 年降息次数预期值降至约两次，6 月首降预期快速消退。

图表 23. 恒指走势



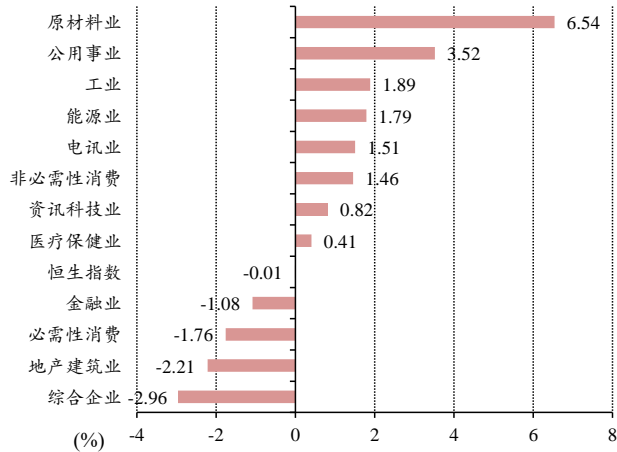
资料来源：万得，中银证券

图表 24. 陆港通资金流动情况



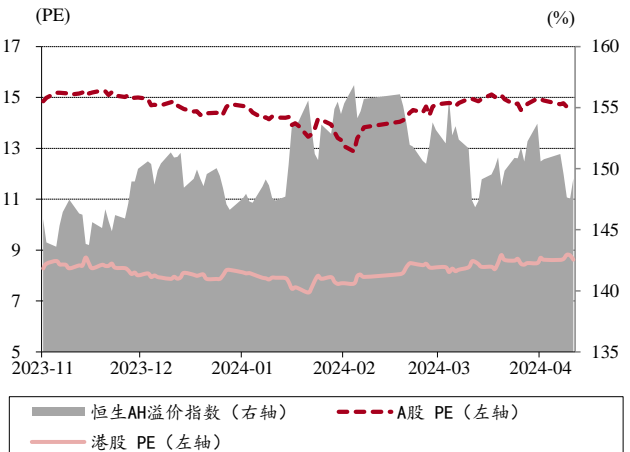
资料来源：万得，中银证券

图表 25. 港股行业涨跌幅



资料来源：万得，中银证券

图表 26. 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)

美联储柯林斯表示，目前政策具有适度限制性，预计美联储将比此前预期的时间晚一些降息。柯林斯认为美联储不存在等待太久的风险，大选绝对不会影响降息时机。

美联储博斯蒂克表示，对于 2024 年的展望是在年底前降息一次，并不急于降息；随时注意并根据需要调整前景；通胀将继续放缓，但速度会比期望的要慢。

美联储前主席伯南克表示，英国央行基准经济模型存在重大缺陷，关键软件和模型已过时；受全球冲击影响，预测错误可能不可避免。英国央行行长贝利称，致力于采取伯南克所有建议行动。

欧洲央行管委卡扎克斯表示，如果没有意外发生，将在 6 月进行降息。欧洲央行管委斯图纳拉斯认为，现在欧洲央行货币政策“过于谨慎”；重申 2024 年四次降息呼吁，通胀率有低于 2% 的风险。

欧洲央行公布调查显示，2024 年 GDP 增长预期下调至 0.5%，此前为 0.6%，2025 年上调至 1.4%。2024 年通胀率料为 2.4%，2025 年、2026 年和 2028 年均为 2.0%。

韩国央行维持基准利率在 3.5% 不变，连续 10 次按兵不动，符合市场预期。韩国央行行长李昌镛表示，韩国央行在是否发出政策变化信号的十字路口上；如果下半年 CPI 放缓，将考虑降息。

日本财务大臣铃木俊一表示，实际利率确实仍处于负值区域；货币宽松政策决定权在于日本央行；在物价和利率上升背景下，确保财政可持续性至关重要。

美国 3 月进口物价指数同比上升 0.4%，预期升 0.3%，前值降 0.8%；环比上升 0.4%，预期升 0.3%，前值升 0.3%。出口物价指数同比下降 1.4%，预期降 1.2%，前值降 1.8%；环比上升 0.3%，预期升 0.3%，前值升 0.8%。

英国至 2 月三个月滚动 GDP 环比上升 0.2%，预期升 0.1%，前值降 0.1%。英国 2 月 GDP 同比下降 0.2%，预期降 0.4%，前值降 0.3%；环比升 0.1%，预期升 0.1%，前值升 0.2%。

英国 2 月季调后商品贸易帐逆差 142.12 亿英镑，预期逆差 145 亿英镑，前值逆差 145.15 亿英镑。其中，对欧盟贸易帐逆差 113.17 亿英镑，对非欧盟贸易帐逆差 28.95 亿英镑。

德国 3 月 CPI 同比终值上升 2.2%，预期升 2.2%，初值升 2.2%；环比终值升 0.4%，预期升 0.4%，初值升 0.4%。

法国 3 月 CPI 同比终值上升 2.3%，预期升 2.3%，初值升 2.3%；环比终值升 0.2%，预期升 0.2%，初值升 0.2%。

日本总务省公布数据显示，截至 2023 年 10 月 1 日，包括在日外国人在内的日本总人口为 1.24352 亿人，同比减少 59.5 万人，连续 13 年出现负增长。其中，日本籍人口为 1.2119 亿，减少 83.7 万，减幅为 1950 年有可比较数据以来最大。

下周大类资产配置建议

3月通胀走弱，出口同比增速及金融数据受高基数影响边际走弱。通胀方面，3月CPI和PPI同比增速都低于预期，CPI同比增速回落到0.1%，PPI同比增速进一步回落至-2.8%。3月CPI同比增速较2月明显回落，主要是受节后消费季节性回落影响，食品和出行服务价格是影响通胀低于预期的主要因素。出口方面，一季度，我国出口同比增长1.5%，延续正增长，但增速较1-2月收窄5.6个百分点，在基数因素的影响下，一季度多数产品出口同比增幅较1-2月收窄。金融数据方面，3月份社会融资规模增量为4.87万亿元，同比少增0.51万亿元，高于市场预期。3月社融存量同比增长8.7%，较上月下降0.3个百分点，高基数和政府债券发行节奏较缓是社融同比增速下降的主要原因。

能源同比增速贡献由负转正，服务业通胀压力加大，CPI同比增速连续四个月强于市场预期。3月美国CPI同比和环比增速分别为3.5%和0.4%，核心CPI同比和环比增速分别为3.8%和0.4%，上述数据均高于市场预期。这也是美国CPI同比增速自2023年12月数据以来连续四个月强于市场预期。超预期强劲的通胀数据带动市场短暂进入“紧缩交易”；2024年降息次数预期值降至约两次，6月首降预期快速消退。

随着高基数因素消退叠加外需回暖，二季度宏观经济预期向好。3月通胀走弱的最大背景，就是春节假期结束之后，消费回落和生产回暖；CPI全年的趋势还是向上的，而且清明小长假消费表现亮眼，今年居民消费依然可以期待，且体现在3月新出口订单PMI指数中的外需回暖，可能是预期之外的边际正面影响。3月我国出口同比增速较2月明显回落，主要受到去年同期较高基数的影响，但不能干扰对于外需的积极判断，去年5月出口单月同比增速转负，叠加当前美国补库延续，我国出口同比增速有望从二季度起逐步进入上行通道。3月信贷增量整体延续一季度平滑特征，尽管有高基数影响，但整体来看仍然呈现企业贷不弱、居民贷不强的状况，且从企业存款大幅同比少增来看信贷空转得到一定抑制，往后随着特别国债发行及政策性银行长债供给增加，二季度社融可能以政府债券为主要支撑。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 27. 本期观点 (2024.4.14)

宏观经济		本期观点	观点变化
一个月内	=	关注两会后配套政策发布	不变
三个月内	=	关注上半年财政措施落实情况	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予任何其他人，或将此报告全部或部分公开发表。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