

宏观和大类资产配置周报

一季度GDP增速超预期

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：**据国家统计局初步核算，一季度国内生产总值（GDP）296299亿元，按不变价格计算，同比增长5.3%，环比增长1.6%。（万得）
- 要闻：**国家领导人会见德国总理朔尔茨指出，当前世界百年变局加速演进，人类社会面临的风险挑战增多，要解决这些问题，离不开大国合作。中德是世界第二、第三大经济体，巩固和发展中德关系的意义超越双边关系范畴，对亚欧大陆乃至整个世界都有重要影响。两国要从长远和战略角度看待和发展双边关系，携手为世界注入更多稳定性和确定性。（万得）

资产表现回顾

- 本周沪深300指数上涨1.89%，沪深300股指期货上涨1.7%；焦煤期货本周上涨7.89%，铁矿石主力合约本周上涨4.77%；股份制银行理财预期收益率继续与上周持平，余额宝7天年化收益率下跌6BP至1.71%；十年国债收益率下行3BP至2.25%，活跃十年国债期货本周上涨0.17%。

资产配置建议

- 大类资产配置顺序：股票>大宗>债券>货币。**尽管一季度经济数据表现超预期，但仍需宏观政策稳定增长成果。从一季度数据表现看，经济的亮点和风险点都比较明显：一方面，年内制造业在《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》和5000亿元科技创新和技术改造再贷款支持下，有望保持同比较高增速，基建投资在2023年结转5000亿元增发的特别国债和2024年新发的1万亿元超长期特别国债支持下，有望维持增速平稳，一季度全国城镇调查失业率较去年同期下降0.3个百分点，或支持居民消费增速平稳释放；但另一方面，房地产产业链走势仍有不确定性，持续影响房地产固定资产投资和居民中长期贷款需求，年初以来工业品价格同比增速偏弱，可能影响工业企业利润率修复，出口同比增速波动较大，企业融资需求偏弱等问题也都依然存在。我们认为一季度稳增长成果来之不易，但国内当前最大的问题仍是内需不足，短期到中期需要关注三方面问题：一是政府债发行的节奏和规模，二是PPI同比增速上行趋势和工业企业利润率有效修复，三是海外以美联储和日央行为代表的高利率环境对全球宏观经济预期的影响。复苏前期，市场易出现股债跷跷板现象，因此，我们维持大类资产配置顺序：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月和一季度经济数据点评》20240416
《转债新发减缓》20240415
《中银量化大类资产周报》20240415

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：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（2024.4.21）

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
一季度 GDP 增速超预期.....	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	10
A 股：非耐用消费相关板块本周表现弱势	10
债券：“资产荒”推动所有的利差持续压缩至低位	11
大宗商品：非金属建材品种表现仍较弱势	12
外汇：人民币兑多数海外货币呈现升值.....	13
港股：电讯板块涨幅居前.....	14
下周大类资产配置建议	16
风险提示：	16

图表目录

本期观点 (2024.4.21) 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. 原材料产品高频指标周度表现 8

图表 5. 建材社会库存周度表现 8

图表 6. 北方港煤炭库存周度表现 8

图表 7. 美国 API 原油库存周度表现 8

图表 8. 美国 API 原油库存周环比变动 8

图表 9. 30 大城市商品房周成交面积表现 9

图表 10. 汽车消费周同比增速表现 9

图表 11. 汽车周消费规模表现 9

图表 12. 权益类资产节前涨跌幅 10

图表 13. 十年国债和十年国开债利率走势 11

图表 14. 信用利差和期限利差 11

图表 15. 央行公开市场操作净投放 11

图表 16. 7 天资金拆借利率 11

图表 17. 大宗商品本周表现 12

图表 18. 本周大宗商品涨跌幅 (%) 12

图表 19. 货币基金 7 天年化收益率走势 13

图表 20. 理财产品收益率曲线 13

图表 21. 人民币兑主要货币汇率波动 13

图表 22. 人民币贬值预期和美元兑人民币汇率走势 13

图表 23. 恒指走势 14

图表 24. 陆港通资金流动情况 14

图表 25. 港股行业涨跌幅 14

图表 26. 港股估值变化 14

图表 27. 本期观点 (2024.4.21) 16

一周概览

一季度 GDP 增速超预期

本周沪深 300 指数上涨 1.89%，沪深 300 股指期货上涨 1.7%；焦煤期货本周上涨 7.89%，铁矿石主力合约本周上涨 4.77%；股份制银行理财预期收益率继续与上周持平，余额宝 7 天年化收益率下跌 6BP 至 1.71%；十年国债收益率下行-3BP 至 2.25%，活跃十年国债期货本周上涨 0.17%。

图表 1. 代表性资产一周表现和配置建议

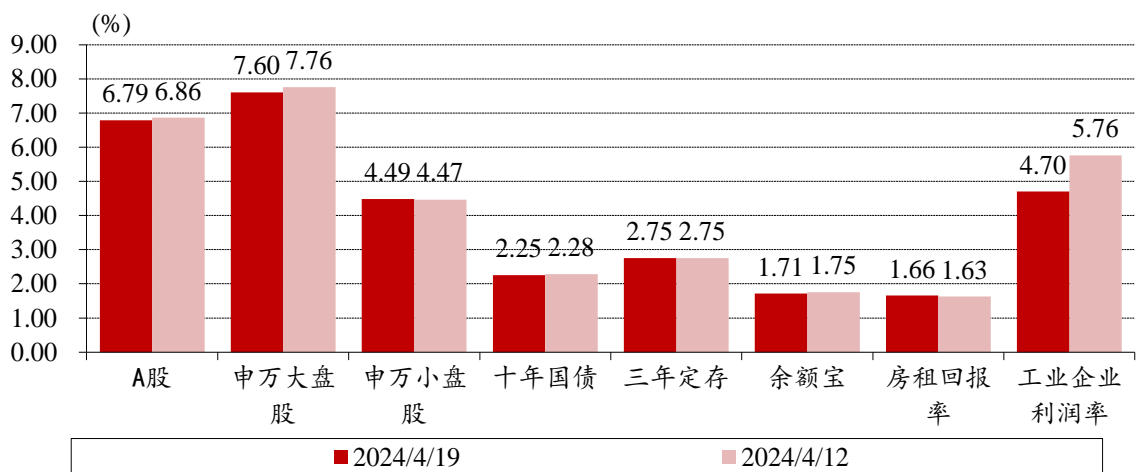
股票	债券
<p>沪深 300 +1.89%</p> <p>沪深 300 期货 +1.7%</p> <p>本期评论：稳增长政策发力</p> <p>配置建议：超配</p>	<p>10 年国债到期收益率 2.25%/本周变动 -3BP</p> <p>活跃 10 年国债期货+0.17%</p> <p>本期评论：货币政策偏宽松压制收益率上行空间</p> <p>配置建议：标配</p>
大宗	保守
<p>铁矿石期货 +4.77%</p> <p>焦煤期货 +7.89%</p> <p>本期评论：关注地产投资的修复进度</p> <p>配置建议：超配</p>	<p>余额宝 1.71%/本周变动 -6BP</p> <p>股份制理财 3M 与上周继续持平</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

一季度 GDP 增速超预期，3 月经济数据低于预期。一季度实际 GDP 同比增长 5.3%，从需求端难以解释的主要原因，是一季度社会消费品零售总额和固定资产投资均仅增长 4.5%，但从生产端看，一季度工业增加值同比增长 6.1%，服务业增加值同比增长 5%。综合起来，5.3% 的 GDP 增长不难解释。从 3 月数据看，工业增加值当月同比增速和社零当月同比增速均较 1-2 月下降且低于市场预期，增速上行且略超市预期的是固投增速。

从分项来看，3 月经济数据的逻辑与此前差异不大，制造业投资、基建投资和居民消费是拉动经济增长的主要动力，房地产产业链在投资和销售方面目前仍未见见底迹象。此外一季度居民收入增长 6.2%，支出增长 8.3%，均较去年同期显著好转，且有两点值得关注：一是居民工资性收入增速和占比均较去年同期上升，或表明居民就业形势或有一定改善，二是居民消费支出结构中，居住占比明显回落，可能对其他消费产生了一定外溢性影响。

图表 2. 大类资产收益率横向比较



资料来源：万得，中银证券

本周海内外市场指数表现分化。股市方面，本周市场指数表现分化，领涨的指数为上证红利(4.59%)，领跌的指数为中证1000(-1.39%)；港股方面恒生指数下跌2.98%，恒生国企指数下跌2.26%，AH溢价指数上行3.55%收于152.74；美股方面，标普500指数本周下跌3.05%，纳斯达克下跌5.52%。债市方面，本周国内债市指数整体上行，中债总财富指数本周上涨0.32%，中债国债指数上涨0.39%，金融债指数上涨0.26%，信用债指数上涨0.19%；十年美债利率上行12BP，周五收于4.62%。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6BP，周五收于1.71%。期货市场方面，NYMEX原油期货下跌4.14%，收于82.11美元/桶；COMEX黄金上涨1.37%，收于2406.7美元/盎司；SHFE螺纹钢上涨1.6%，LME铜上涨4.41%，LME铝上涨6.68%；CBOT大豆下跌0.72%。美元指数上涨0.09%收于106.11。VIX指数上行至18.71。

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	2024/4/15	-	2024/4/19
				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	3,065.26	1.52	(1.62)	0.79	3.04
	399001.SZ	深证成指	9,279.46	0.56	(3.32)	(1.29)	(2.57)
	399005.SZ	中小板指	5,670.64	(0.38)	(2.90)	(2.11)	(5.81)
	399006.SZ	创业板指	1,756.00	(0.39)	(4.21)	(3.42)	(7.16)
	881001.WI	万得全A	4,342.40	(0.33)	(2.73)	(2.09)	(4.88)
	000300.SH	沪深300	3,541.66	1.89	(2.58)	0.12	3.22
债券	CBA00301.C	中债总财富指数	235.99	0.32	0.20	0.65	2.65
	CBA00603.C	中债国债	231.42	0.39	0.19	0.66	3.08
	CBA01203.C	中债金融债	235.37	0.26	0.30	0.69	2.36
	CBA02703.C	中债信用债	215.30	0.19	0.20	0.51	1.76
	885009.WI	货币基金指数	1,692.15	0.03	0.05	0.10	0.62
大宗商品	CL.NYM	NYMEX 原油	82.11	(4.14)	(1.68)	(1.27)	14.60
	GC.CMX	COMEX 黄金	2,406.70	1.37	0.63	7.52	16.16
	RB.SHF	SHFE 螺纹钢	3,675.00	1.60	3.39	6.58	(8.13)
	CA.LME	LME 铜	9,874.50	4.41	0.83	11.36	15.37
	AH.LME	LME 铝	2,660.50	6.68	1.14	13.84	11.60
	S.CBT	CBOT 大豆	1,165.50	(0.72)	(1.10)	(2.18)	(10.21)
货币	-	余额宝	1.71	-6 BP	-4 BP	-8 BP	-58 BP
	-	银行理财 3M	1.50	0 BP	0 BP	0 BP	0 BP
外汇	USDX.FX	美元指数	106.11	0.09	1.65	1.54	4.67
	USDCNY.IB	人民币兑美元	7.24	(0.04)	(0.03)	(0.23)	(2.09)
	EURCNY.IB	人民币兑欧元	7.71	0.03	1.16	1.09	1.99
	JPYCNY.IB	人民币兑日元	4.69	0.69	0.94	1.75	6.57
港股	HSI.HI	恒生指数	16,224.14	(2.98)	(0.01)	(1.92)	(4.83)
	HSCEI.HI	恒生国企	5,746.61	(2.26)	0.27	(1.10)	(0.38)
	HSAHP.HI	恒生AH溢价	152.74	3.55	(3.83)	0.50	6.11
美国	SPX.GI	标普500	4,967.23	(3.05)	(1.56)	(5.46)	4.14
	IXIC.GI	NASDAQ	15,282.01	(5.52)	(0.45)	(6.70)	1.80
	UST10Y.GBM	十年美债	4.62	12 BP	11 BP	42 BP	74 BP
	VIX.GI	VIX 指数	18.71	8.09	7.99	43.81	50.28
	CRB.RB	CRB 商品指数	298.15	0.09	0.10	2.71	13.01

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）

国家领导人会见德国总理朔尔茨指出，当前世界百年变局加速演进，人类社会面临的风险挑战增多，要解决这些问题，离不开大国合作。中德是世界第二、第三大经济体，巩固和发展中德关系的意义超越双边关系范畴，对亚欧大陆乃至整个世界都有重要影响。两国要从长远和战略角度看待和发展双边关系，携手为世界注入更多稳定性和确定性。

《全国人大常委会 2024 年度立法工作计划》将于近日公布。《计划》安排经济领域继续审议和初次审议项目 13 件、预备审议项目 11 件，占计划项目总数近 40%，包括制定金融稳定法、民营经济促进法，企业破产法、反不正当竞争法等。

十四届全国人大常委会第九次会议将于 4 月 23 日至 26 日在京举行，继续审议关税法草案；审议国务院提请审议的会计法修正草案、能源法草案、关于授权国务院在海南自由贸易港暂时调整适用食品安全法有关规定的决定草案等。

国务院总理李强同朔尔茨举行会谈时指出，双方要充分发挥中德政府磋商等各层级对话机制作用，统筹规划、协调推进各项合作，推动双边贸易更加优化平衡发展，打造新能源汽车等合作新增长点。会谈后，两国总理共同见证签署自动网联驾驶等多项双边合作文件。

国务院副总理何立峰会见德国经济代表团时表示，中德互为重要经贸伙伴，两国合作保持良好态势，发展潜力巨大。中国经济持续稳中向好，将加大吸引外资力度，营造市场化、法治化、国际化一流营商环境，欢迎德国企业扩大在华投资。

国务院副总理丁薛祥会见美国专利商标局局长凯蒂·维达尔。丁薛祥表示，中国始终高度重视知识产权保护，愿同美方拓展知识产权领域务实合作，着力解决彼此关切问题，营造公平、公正、非歧视的营商环境。

中国 2024 年第一季度国民经济实现良好开局。据国家统计局初步核算，一季度国内生产总值(GDP) 296299 亿元，按不变价格计算，同比增长 5.3%，环比增长 1.6%；全国规模以上工业增加值同比增长 6.1%；服务业增加值增长 5.0%，现代服务业较快增长；社会消费品零售总额 120327 亿元，增长 4.7%；全国固定资产投资（不含农户）100042 亿元，增长 4.5%；就业形势总体稳定，全国城镇调查失业率平均值为 5.2%，同比下降 0.3 个百分点；全国居民人均可支配收入 11539 元，同比名义增长 6.2%，扣除价格因素实际增长 6.2%。

国新办举行新闻发布会，国家统计局副局长盛来运介绍一季度国民经济运行情况，并答记者问。发布会要点包括：①一季度 GDP 同比增长 5.3%，符合实际且有支撑②我国仍处于结构调整转型升级阶段，要承受转型阵痛③工业经济回升向好态势将继续保持④房地产市场仍处在调整过程中⑤下阶段我国 CPI 有望在低位温和回升，PPI 降幅将继续收窄、稳中有升⑥第五次全国经济普查结果预计将于三季度公布。

国新办就 2024 年一季度金融运行和外汇收支情况举行发布会。央行副行长朱鹤新表示，未来货币政策还有空间，将密切观察政策效果及经济恢复、目标实现情况，择机用好储备工具。发布会要点还包括：①相关部门将加强对资金空转监测，完善管理考核机制②央行根据物价变化与走势将名义利率保持在合理水平，巩固经济回升向好态势③央行坚决防范汇率超调风险，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定④境外机构投资境内债券有望延续稳定增长态势。

国新办就宏观经济形势和政策举行新闻发布会。国家发改委副主任刘苏社在发布会上表示，将加大宏观政策实施力度，全力巩固和增强经济回升向好态势，推动高质量完成全年经济社会发展目标任务。发布会要点包括：①加大宏观政策实施力度，发挥好积极财政政策和稳健货币政策作用②已经研究起草支持国家重大战略和重点领域安全能力建设的行动方案③进一步加快计划下达、加强计划执行，持续提高中央预算内资金使用效益④尽快形成最终的准备项目清单，督促地方加快债券发行使用⑤加快推进民营经济促进法立法进程⑥消费有望保持平稳升级、稳步向好的发展态势。

中美金融工作组举行第四次会议，双方就两国货币政策与金融稳定、金融监管合作、金融市场制度性安排、跨境支付和数据、可持续金融、反洗钱和反恐怖融资、金融基础设施以及其他双方关心的金融政策议题进行了专业、务实、坦诚和建设性的沟通。

中国财政部副部长廖岷与美国财政部副部长尚博共同主持召开中美经济工作组第四次会议。双方围绕落实牵头人重要共识，就全球及中美宏观经济形势和平衡增长、下步沟通安排等议题进行了深入、务实、建设性的沟通。中方就美对华经贸限制措施表达了关切，并就产能问题作出进一步回应。

国务院总理李强强调，新形势下广交会要越办越好，为我国扩大高水平对外开放、推动构建开放型世界经济作出更大贡献。要积极探索办好常态化线上平台，推进线上线下更好融合，打造“永不落幕”的广交会。

央行召开 2024 年国库工作会议，要求加快推进国家金库工程建设，推动国库会计核算、国库辅助支撑、国库信息处理和国库档案管理等系统建设；深化法治国库建设，不断提高国库依法行政能力；持续推进国债下乡；进一步提高分析研究质效和国库现金流预测精准度，切实发挥决策参谋作用。

央行行长潘功胜在出席国际货币基金组织/世界银行春会期间会见 IMF 总裁格奥尔基耶娃，双方就加强中国与国际货币基金组织合作交换意见。潘功胜同时会见美联储主席鲍威尔，双方就中美经济形势、货币政策等议题交换意见。

人力资源社会保障部等九部门发布《加快数字人才培养支撑数字经济发展行动方案(2024-2026 年)》，紧贴数字产业化和产业数字化发展需要，用 3 年左右时间，扎实开展数字人才育、引、留、用等专项行动，增加数字人才有效供给，形成数字人才集聚效应。行动方案部署了数字技术工程师培育项目、数字技能提升行动、数字人才国际交流活动、数字人才创新创业行动、数字人才赋能产业发展行动、数字职业技术技能竞赛活动等 6 个重点项目。

上海市委书记陈吉宁要求，把上海国资国企搞活搞好，认真实施好国企改革深化提升行动，紧紧围绕主责主业，进一步深化研究发展定位、明晰聚焦发展战略，加快提升企业核心竞争力。

宏观上下游高频数据跟踪

上游周期品方面，本周钢材开工率整体抬升，其中，线材开工率变动 1.20 个百分点；建材社会库存延续下滑，较前一周变动-43.44 万吨。4 月 17 日当周，各地区石油沥青装置开工率表现趋异，华东、华北地区开工率均较前一周有所下降。

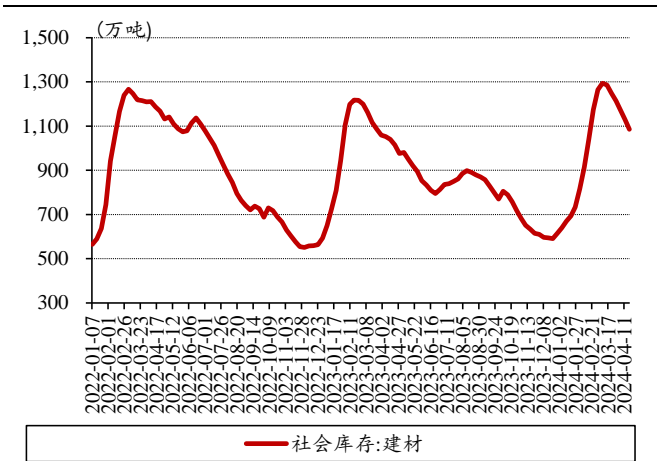
图表 4.原材料产品高频指标周度表现

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	0.00	(2.67)
	线材：主要钢厂开工率（%）	48.85	1.20	0.60
	开工率：华东地区（%）	32.40	(4.50)	(0.40)
	开工率：华北地区（%）	26.70	(5.00)	(11.50)
石油沥青	开工率：华南地区（%）	34.70	1.90	10.50
	开工率：东北地区（%）	15.30	0.00	(3.60)
	开工率：西北地区（%）	37.80	4.90	16.90

资料来源：万得，中银证券

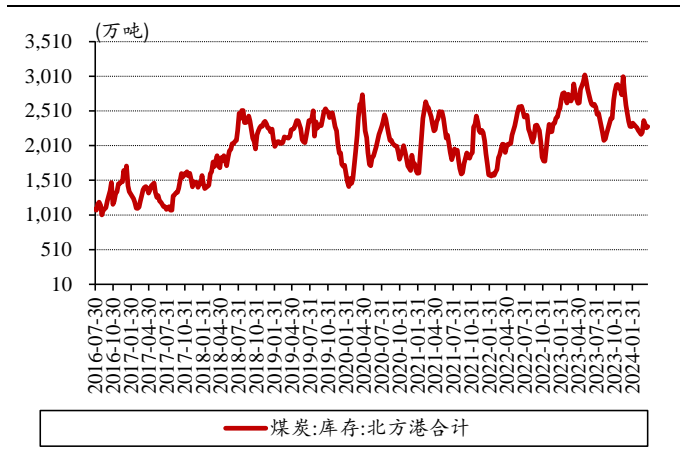
海外机构持仓方面，本周 SPDR 黄金 ETF 持仓总价值变动-0.29%。原油库存方面，4 月 12 日当周，美国 API 原油库存延续回升，周环比变动 408.90 万桶。

图表 5.建材社会库存周度表现



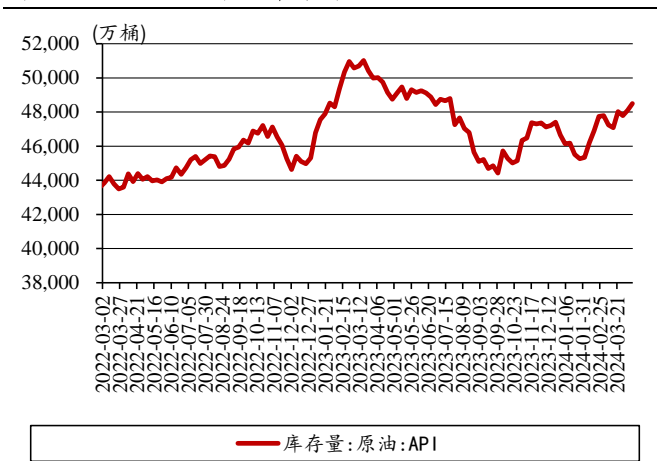
资料来源：万得，中银证券

图表 6.北方港煤炭库存周度表现



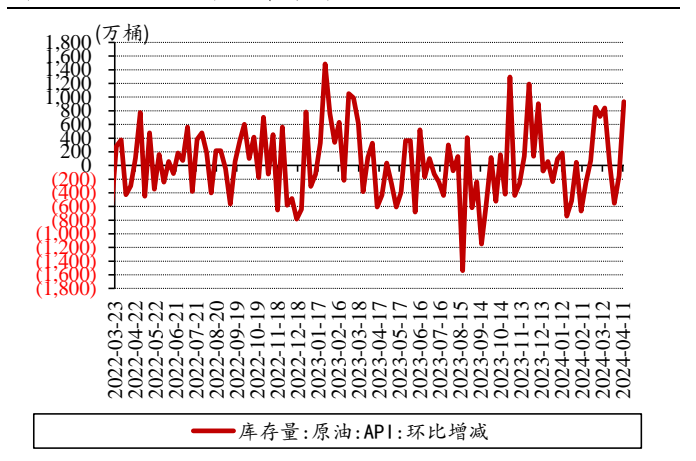
资料来源：同花顺，中银证券

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

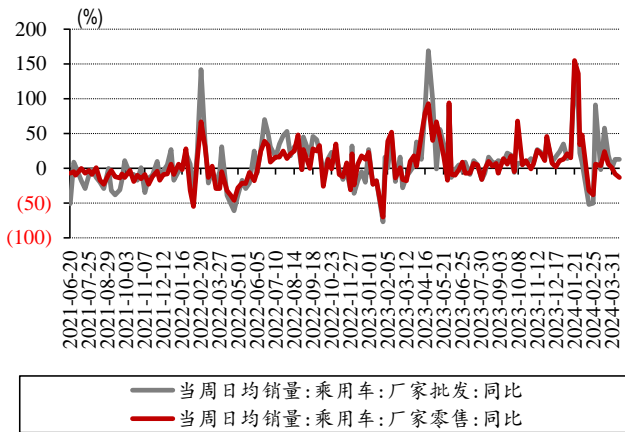


资料来源：万得，中银证券

一季度商品房成交小幅反弹。4月14日当周，30大城市商品房成交面积延续小幅回暖，单周成交面积环比变动58.58万平方米。此前各能级城市“因城施策”的优化区域内购房政策，本周五江苏多市阶段性取消首套房贷款利率下限，静待行业主体预期修复。

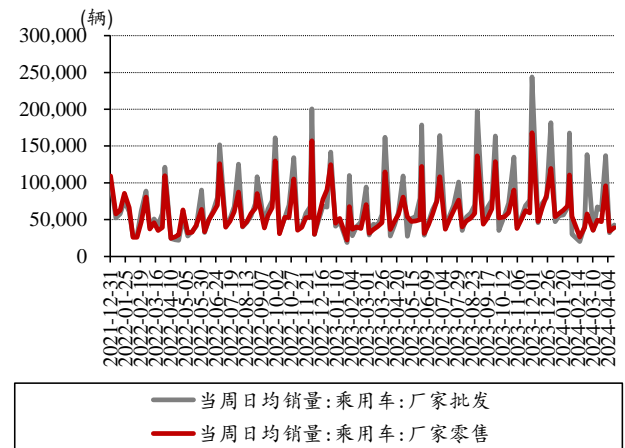
汽车方面，4月14日当周，国内乘用车批发、零售销量单周同比增速分别为13%和-13%。汽车、电子产品等大宗消费品“以旧换新”，将是年内“促消费”的重要抓手，我们继续看好2024年存量汽车市场的更新需求。

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：非耐用消费相关板块本周表现弱势

非耐用消费相关板块本周表现弱势。本周市场指数表现分化，领涨的指数包括上证红利（4.59%）、上证 50（2.38%）、上证 180（2.18%），领跌的指数包括中证 1000（-1.39%）、创业板指（-0.39%）、中小板指（-0.38%）。行业方面，领涨的行业有家电（5.51%）、银行（4.48%）、建筑（3.44%），领跌的行业有综合（-8.01%）、餐饮旅游（-7%）、商贸零售（-5.81%）。

图表 12. 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	4.59	家电	5.51	通用航空指数	5.42
上证 50	2.38	银行	4.48	航母指数	4.55
上证 180	2.18	建筑	3.44	一带一路指数	2.96
中小板指	(0.38)	商贸零售	(5.81)	保底增持指数	(8.72)
创业板指	(0.39)	餐饮旅游	(7.00)	股权转让指数	(9.01)
					(14.51)
中证 1000	(1.39)	综合	(8.01)	ST 概念指数)

资料来源：万得，中银证券

A 股一周要闻（新闻来源：万得）

证监会发布《资本市场服务科技企业高水平发展的十六项措施》，从上市融资、并购重组、债券发行、私募投资等全方位提出支持性举措。主要内容包括：建立融资“绿色通道”，精准识别科技型企业，优先支持突破关键核心技术的科技企业在资本市场融资；支持科技型企业首发上市、再融资、并购重组和境外上市，引导私募股权创投基金投向科技创新领域。

证监会表示，境外上市备案管理制度规则发布实施一年来，已有 72 家企业完成赴港首次公开发行（IPO）备案，赴港上市融资渠道畅通。证监会将进一步加大和有关部门的沟通协调力度，支持符合条件的内地行业龙头企业赴港上市融资。

商务部发布《便利境外机构享受有关税收的协定优惠操作指引》，部分境外机构投资我国境内上市公司数量较多，且依据其所属居民国与我国所签署税收协定可享受所得税税收优惠待遇的，上市公司可直接按照优惠规定对相关境外机构进行扣缴申报和派息，相关境外机构不需要每次向各个上市公司提交相关信息报告表。

沪深港交易所已达成共识，拟适度放宽合格股票 ETF 平均资产管理规模要求，降低南向港股通 ETF 产品的港股权重和港股通股票权重要求，北向沪股通、深股通 ETF 产品做对等调整，支持香港国际资产管理中心建设。

《上海证券交易所沪港通业务实施办法（征求意见稿）》征求意见，明确沪股通 ETF 和港股通 ETF 有关规模和权重占比调入要求。沪股通方面，ETF 纳入规模门槛由不低于人民币 15 亿元调整为不低于人民币 5 亿元。港股通方面，ETF 纳入规模门槛由不低于 17 亿港元调整为不低于 5.5 亿港元。

深交所就修订《深圳证券交易所深港通业务实施办法》征求意见。深股通方面，ETF 调出规模由低于 10 亿元人民币调整为低于 4 亿元人民币。港股通方面，调出规模由低于 12 亿港元调整为低于 4.5 亿港元。

证监会表示，根据测算，沪深两市明年适用组合财务指标触及退市公司家数预计在 30 家左右；明年可能触及该指标并实施退市风险警示的公司约 100 家，这些公司还有超过一年半时间来改善经营、提高质量，2025 年底仍然未达标准，才会退市。市值指标方面，沪深两市当前仅 4 家主板公司市值低于 5 亿元，科创板、创业板暂无公司接近 3 亿元市值退市指标。

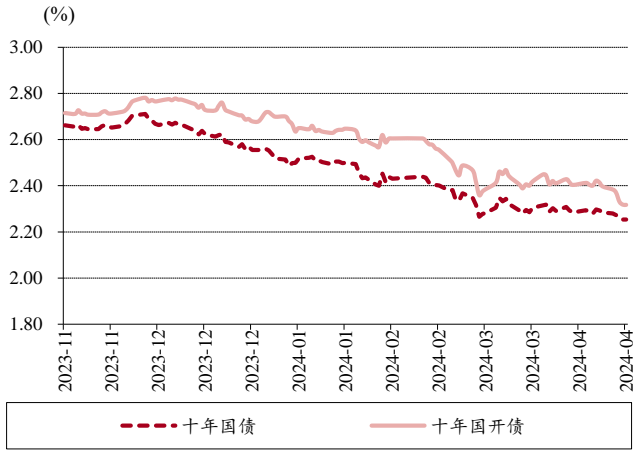
港交所部署未来，将聚焦四大重点，其中包括：帮助境内投资者进行多元化资产配置，推动人民币国际化进程；继续优化上市制度，不断扩展上市公司资源、提升市场服务；科技赋能等。

香港交易所宣布，将开发领航星衍生产品平台（ODP），为全球客户提供更佳的交易、清算和风险管理方案，从而提升集团作为全球交易所竞争力。据悉，该平台由港交所技术团队内部开发，预计将于 2028 年推出。

债券：“资产荒”推动所有的利差持续压缩至低位

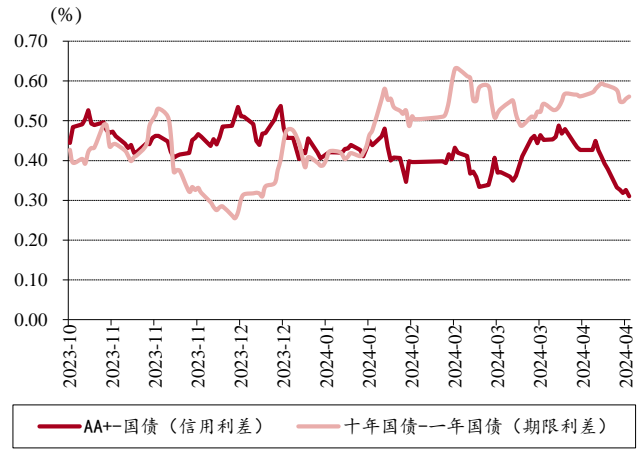
十年期国债收益率周五收于 2.25%，本周下行 3BP，十年国开债收益率周五收于 2.32%，较上周五下行 8BP。本周期限利差下行 3BP 至 0.56%，信用利差下行 7BP 至 0.31%。

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

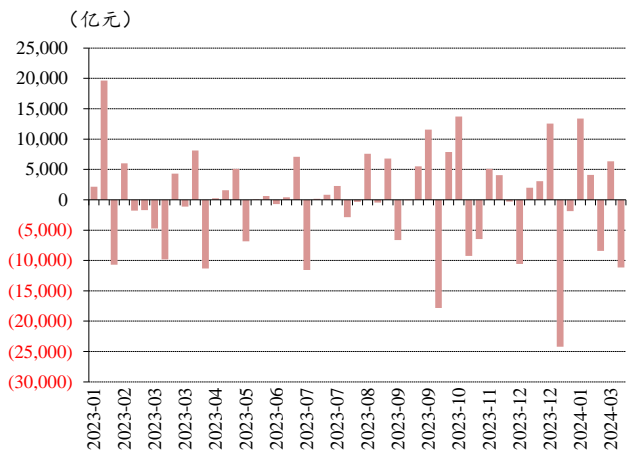
图表 14. 信用利差和期限利差



资料来源：万得，中银证券

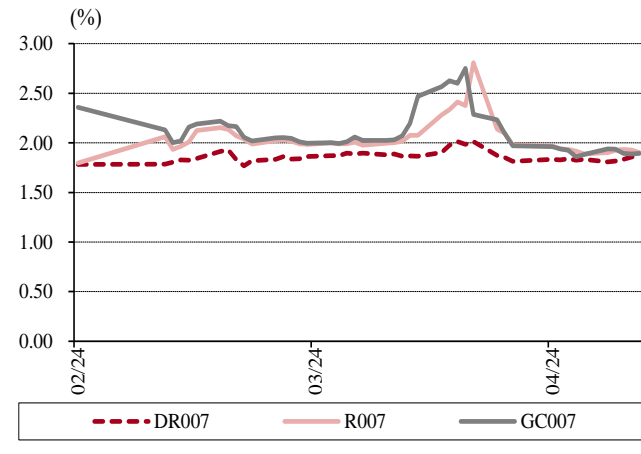
“资产荒”推动所有的利差持续压缩至低位。本周央行在公开市场累计净回笼资金 20 亿元，狭义流动性整体维持平稳。截至周五，DR007 利率变动 7 BP，收于 1.8775%；R007 利率较上周持平，收于 1.9013%；交易所资金 GC007 利率变动-4 BP，收于 1.8930%。近期在存款降息的大背景下，非银机构力量边际增强，狭义流动性稳定的情况下，但是资产荒推动多种利差维持低位。

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)

上交所在四川举办支持中央企业发行科技创新及绿色债券座谈会。证监会债券司相关负责人表示，未来将在优化中介机构考核评价、鼓励做市商积极开展科创债及绿色债券做市报价等方面下功夫，持续完善制度建设。

美国财政部数据显示，中国 2 月份持有的美国国债为 7750 亿美元，环比减少 230 亿美元。日本 1 月份持有的美国国债为 1.168 万亿美元，环比增加 160 亿美元。

大宗商品：非金属建材品种表现仍较弱

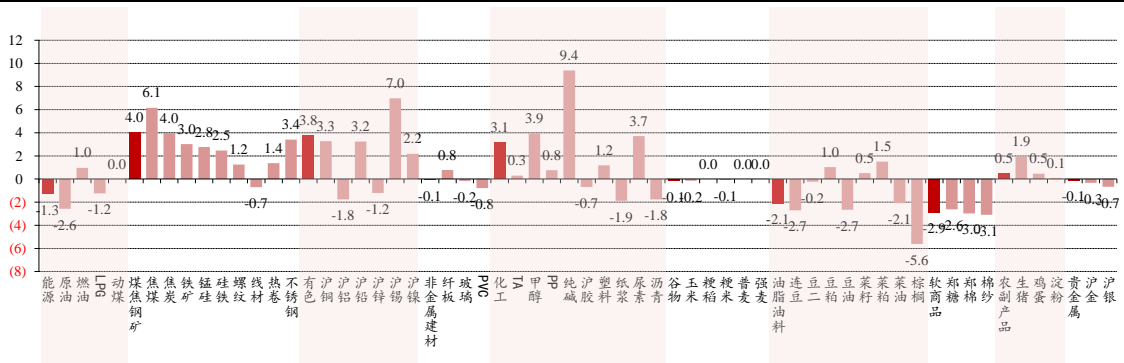
建材品种表现仍较弱。本周商品期货指数上涨 2.61%。从各类商品期货指数来看，上涨的有煤焦钢矿（4.00%）、有色金属（3.75%）及化工（3.13%）板块，跌幅明显的为非金属建材（-0.06%）、贵金属（-0.12%）、谷物（-0.15%）、能源（-1.3%）、油脂油料（-2.11%）板块。本周贵金属板块上涨动能有所弱化，且受制于地产产业链的弱势表现，非金属建材品种表现仍较弱。

图表 17. 大宗商品本周表现

商品 +2.61%	能源 -1.3%	煤焦钢矿 +4.00%
有色金属 +3.75%	非金属建材 -0.06%	化工 +3.13%
谷物 -0.15%	油脂油料 -2.11%	贵金属 -0.12%

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）

中国 3 月份规模以上工业原煤产量 4 亿吨，同比下降 4.2%；原油产量 1837 万吨，增长 1.2%；天然气产量 216 亿立方米，增长 4.5%；发电量 7477 亿千瓦时，增长 2.8%。

国家发改委宣布，4 月 16 日 24 时起，国内汽、柴油每吨分别上调 200 元和 195 元。全国平均来看：92 号汽油每升上调 0.16 元；95 号汽油每升上调 0.17 元；0 号柴油每升上调 0.17 元。

伊朗将继续采取一切措施，确保地区能源出口顺利进行，所有国家和参与者都需遵守不对能源生产国造成影响的原则，以确保市场稳定。

国际货币基金组织（IMF）预计，欧佩克+将从 7 月开始逐步提高石油产量，到 2025 年初石油减产形势将得到全面逆转。

农业农村部表示，已将全国能繁母猪正常保有量目标从 4100 万头调整为 3900 万头。二季度生猪市场供需关系将进一步改善，生猪养殖可能实现扭亏为盈。

商务部回应美宣布对中国钢铝产品限制措施称，敦促美方正视自身问题，停止提高对华产品关税，并立即取消对华加征关税措施。中方将采取一切必要措施，捍卫自身权益。

上期所发布《关于做好市场风险控制工作的通知》称，近期市场面临的不确定性因素较多，请会员单位 and 投资者做好风险防范工作，理性投资，共同维护市场平稳运行。

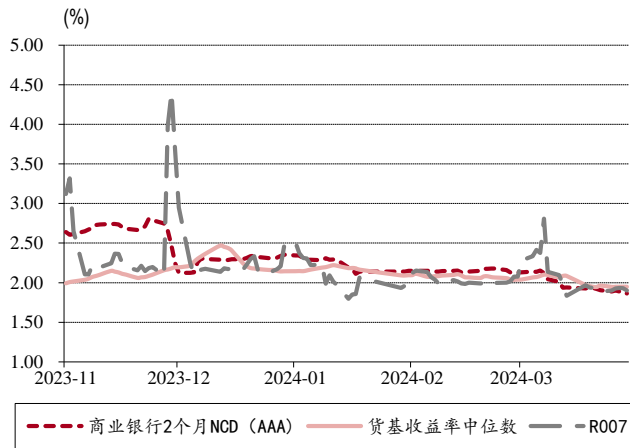
广期所召开座谈会，共商期货市场服务新能源产业高质量发展。下一步，广期所将加快完善品种体系、强化自律监管、维护市场秩序、防范市场风险，更好发挥期货市场功能作用，与产业各方携手共进，助力绿色低碳和新质生产力发展。

俄罗斯财政部正在考虑取消黄金出口关税。这一措施与俄罗斯自 6 月 1 日开始到 2024 年末，将上调对黄金征收的矿业开采税（MET）有关。

货币类：各品种货币基金收益率表现不一

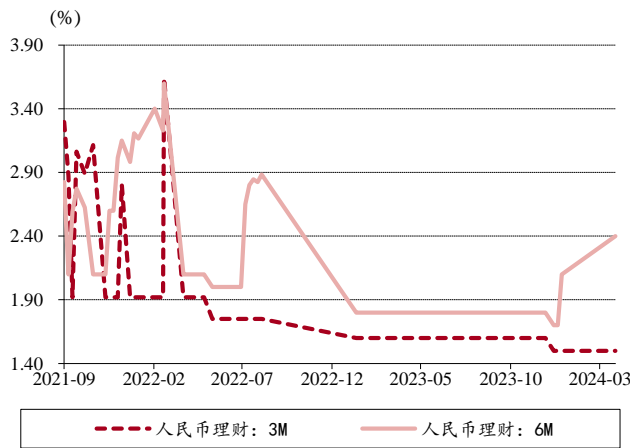
各品种货币基金收益率表现不一。本周余额宝 7 天年化收益率下行 6BP，周五收于 1.71%；人民币 3 个月理财产品预期年化收益率上行 30BP 收于 2.4%。本周万得货币基金指数上涨 0.03%，货币基金 7 天年化收益率中位数周五收于 1.95%。

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

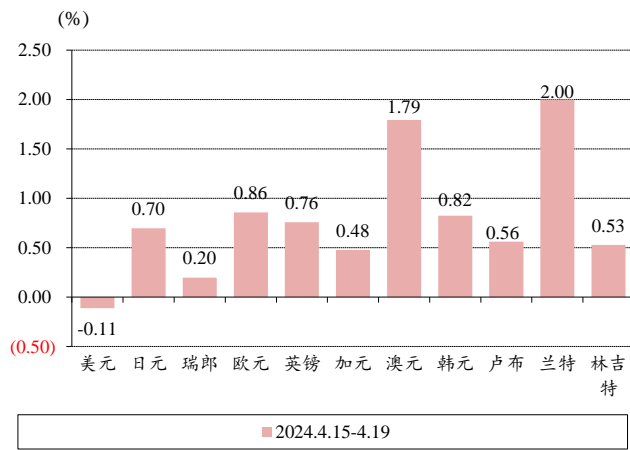


资料来源：万得，中银证券

外汇：人民币兑多数海外货币呈现升值

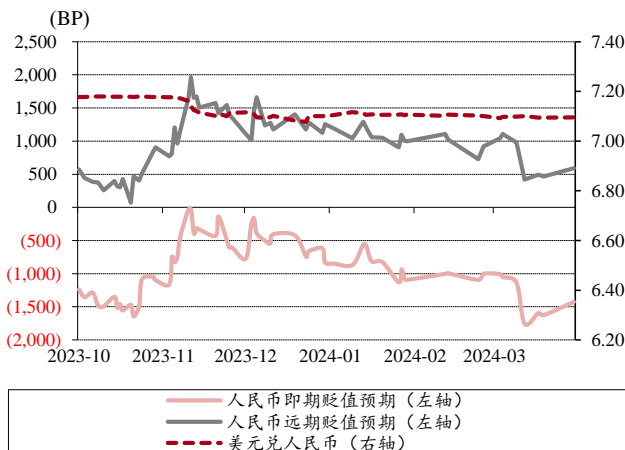
人民币兑美元中间价本周上行 79BP，至 7.1046。本周人民币对多种货币的汇率变动如下：人民币对兰特(2%)、澳元(1.79%)、欧元(0.86%)、韩元(0.82%)、英镑(0.76%)、日元(0.7%)、卢布(0.56%)、林吉特(0.53%)、加元(0.48%)、瑞郎(0.2%)、美元(-0.11%) 贬值。从长期逻辑看，受到中美经济周期错位的影响，国内“扩内需”或对“宽货币”有着更多需求；外部货币的持续强势或对人民币汇率形成一定压力。

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)

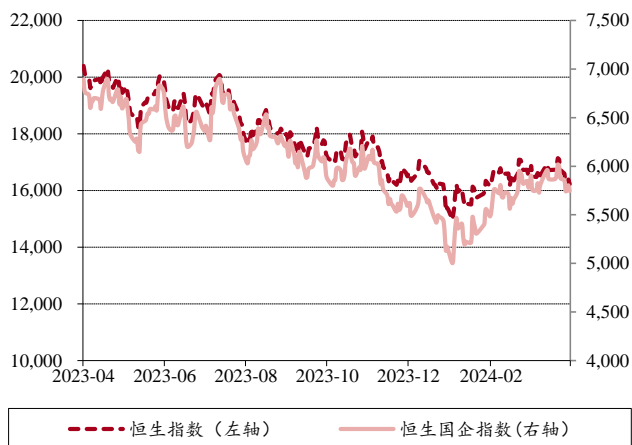
日本内阁官房长官林芳正表示，不会对外汇水平和货币干预发表评论；外汇过度波动不可取，将密切关注外汇市场动向，并采取一切可能的应对措施。

印尼央行出手干预以稳定印尼盾汇率，干预主要在外汇即期和国内无本金交割远期外汇 (NDF) 市场进行。印尼央行表示，始终在市场上维护印尼盾稳定。

港股：电讯板块涨幅居前

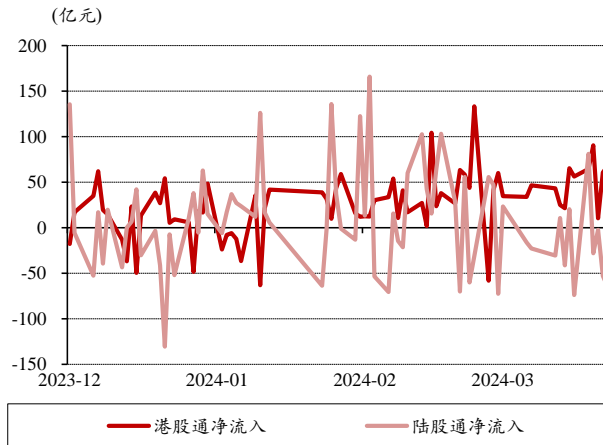
电讯板块涨幅居前。行业方面本周领涨的有电讯业（1.21%）、能源业（0.43%）、金融业（-0.65%），跌幅靠前的有医疗保健业（-6.54%）、非必需性消费（-5.72%）、资讯科技业（-4.49%）。本周南下资金总量 294.15 亿元，同时北上资金总量-66.91 亿元。

图表 23. 恒指走势



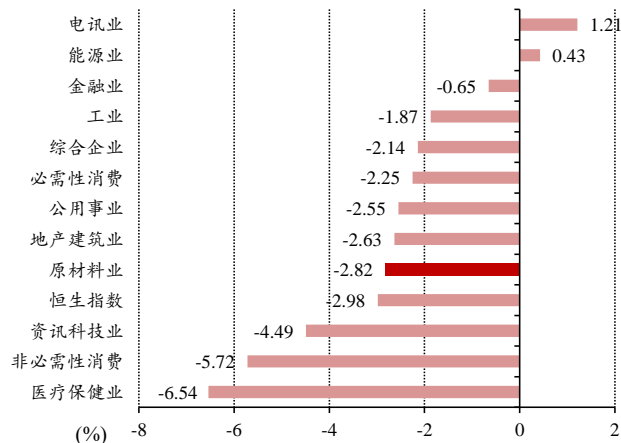
资料来源：万得，中银证券

图表 24. 陆港通资金流动情况



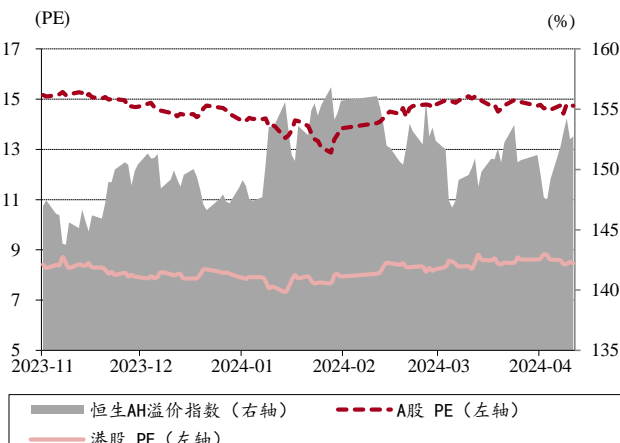
资料来源：万得，中银证券

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)

国际货币基金组织 (IMF) 上调今年全球经济增长预期至 3.2%。IMF 预计，2024-2025 年，全球经济均将继续以 3.2% 的增速增长，全球总体通胀和核心通胀将稳步下降。

美联储副主席杰斐逊表示，劳动力市场将保持强劲，继续实现再平衡；预计通胀率将随着美联储利率保持稳定而下降；如果通胀持续高企，应将利率维持较高水平更长时间。

欧盟领导人将重启消除欧盟资本市场之间国家壁垒计划，目前正竞相筹集数千亿欧元，为迅速扩大欧洲大陆防务能力和绿色转型提供资金。

欧洲央行行长拉加德表示，除非有重大意外，否则欧洲央行将很快降息，正在观察一个符合预期的通胀回落过程，对通胀下行过程需要“更多信心”，不会预先承诺特定的利率路径。

欧洲央行管委马赫鲁夫指出，如果 CPI 趋势持续，欧洲央行 6 月可能会降息 25 个基点。欧洲央行管委雷恩表示，不会预先承诺任何利率路径，经济分化或导致欧洲央行政策与美联储不同。

欧洲央行管委维勒鲁瓦：六月会议后，今年和明年将必须进行进一步的利率削减；除非出现重大冲击，否则欧洲央行将于6月6日降息；削减速度将由数据决定；如地缘政治影响核心通胀，欧洲央行或将进行调整；当前阶段的目标可能不是中性利率；将在明年将通胀率恢复到2%的目标水平。

英国央行行长贝利暗示，英国可能会先于美国降低利率，因两个经济体的通胀动态正在分化。贝利周二表示，在上周美国出人意料的强劲价格数据吓坏了市场之后，美国“需求主导的通胀压力”比英国更大。他表示，有“强有力的证据”表明，英国的价格压力正在消退。

英国央行新任副行长 Lombardelli 表示，通胀下降过程可能会出现波动，通胀可能比预期更持久；不会给出降息具体日期，但显然降息是欧洲经济发展方向，货币政策对欧洲信贷产生相当大的影响。

巴西中央银行发布报告，将该国2024年国内生产总值（GDP）增长预期由1.90%上调至1.95%，这是巴西央行连续第9次上调该国经济增长预期。同时，将2024年预期通胀率由3.76%下调至3.71%；将2025年预期通胀率由3.53%上调至3.56%。

欧元区2月季调后贸易帐顺差179亿欧元，预期顺差218亿欧元，前值顺差281亿欧元；未季调贸易帐顺差236亿欧元，前值顺差114亿欧元。

欧元区4月ZEW经济景气指数43.9，前值33.5；经济现况指数-48.8，前值-54.8。德国4月ZEW经济景气指数42.9，预期36.0，前值31.7；经济现况指数-79.2，预期-76.0，前值-80.5。

美国3月新屋开工年化总数132.1万户，预期148.3万户，前值152.1万户；环比下降14.7%，预期降2.6%，前值升10.7%。

美国3月营建许可年化总数145.8万户，预期151.5万户，前值从151.8万户修正为152.4万户；环比下降4.3%，预期降0.9%，前值从升1.9%修正为升2.4%。

美国3月工业产出环比上升0.4%，预期升0.4%，前值升0.1%；产能利用率78.4%，预期78.5%，前值78.3%。3月制造业产出环比上升0.5%，预期升0.3%，前值升0.8%；产能利用率77.4%，前值77.0%。

英国至2月三个月ILO失业率4.2%，预期4%，前值3.9%；3月失业率4.04%，前值4.00%；失业金申请人数增加1.09万人，前值增1.68万人。

下周大类资产配置建议

一季度 GDP 增速超预期，3 月经济数据低于预期。 一季度实际 GDP 同比增长 5.3%，从需求端难以解释的主要原因，是一季度社会消费品零售总额和固定资产投资均仅增长 4.5%，但从生产端看，一季度工业增加值同比增长 6.1%，服务业增加值同比增长 5%。综合起来，5.3% 的 GDP 增长不难解释。从 3 月数据看，工业增加值当月同比增速和社零当月同比增速均较 1-2 月下降且低于市场预期，增速上行且略超市场预期的是固投增速。从分项来看，3 月经济数据的逻辑与此前差异不大，制造业投资、基建投资和居民消费是拉动经济增长的主要动力，房地产产业链在投资和销售方面目前仍未见底迹象。此外一季度居民收入增长 6.2%，支出增长 8.3%，均较去年同期显著好转，且有两点值得关注：一是居民工资性收入增速和占比均较去年同期上升，或表明居民就业形势或有一定改善，二是居民消费支出结构中，居住占比明显回落，可能对其他消费产生了一定外溢性影响。

仍需宏观政策稳定增长成果。 从一季度数据表现看，经济的亮点和风险点都比较明显：一方面，年内制造业在《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》和 5000 亿元科技创新和技术改造再贷款支持下，有望保持同比较高增速，基建投资在 2023 年结转 5000 亿元增发的特别国债和 2024 年新发的 1 万亿元超长期特别国债支持下，有望维持增速平稳，一季度全国城镇调查失业率较去年同期下降 0.3 个百分点，或支持居民消费增速平稳释放；但另一方面，房地产产业链走势仍有不确定性，持续影响房地产固定资产投资和居民中长期贷款需求，年初以来工业品价格同比增速偏弱，可能影响工业企业利润率修复，出口同比增速波动较大，企业融资需求偏弱等问题也都依然存在。我们认为一季度稳增长成果来之不易，但国内当前最大的问题仍是内需不足，短期到中期需要关注三方面问题：一是政府债发行的节奏和规模，二是 PPI 同比增速上行趋势和工业企业利润率有效修复，三是海外以美联储和日央行为代表的高利率环境对全球宏观经济预期的影响。

复苏前期，市场易出现股债跷跷板现象，因此，我们维持大类资产配置顺序：**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（2024.4.21）

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