

宏观和大类资产配置周报

稳内需从稳地产入手

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：**4月，规模以上工增同比6.7%，社零同比2.3%，1-4月固投累计同比4.2%。
- 要闻：**财政部公布2024年一般国债、超长期特别国债发行有关安排；国家发改委党组在《求是》杂志撰文，明确未来推动落实经济体制改革的七大重点任务；证监会发布《证券市场程序化交易管理规定（试行）》；美国宣布在原有对华301关税基础上，进一步提高对自华进口的电动汽车、锂电池、光伏电池等产品的加征关税；全国切实做好保交房工作视频会议在京召开；央行打出优化住房金融政策组合拳。

资产表现回顾

- 人民币资产价格涨跌互现。**本周沪深300指数上涨0.32%，沪深300股指期货下跌0.23%；焦煤期货本周下跌1.62%，铁矿石主力合约本周上涨2.08%；人民币理财预期收益率收于2.35%，余额宝7天年化收益率下跌3BP至1.6%；十年国债收益率下行3BP至2.31%，活跃十年国债期货本周下跌0.05%。

资产配置建议

- 大类资产配置顺序：股票>大宗>债券>货币。**从刚刚发布的4月经济数据看，生产强、内需弱的格局在4月延续，外需对我国经济的拉动较明显，但5月14日美国宣布在原有对华301关税基础上，进一步提高对自中国进口的电动汽车、锂电池、光伏电池等产品的加征关税。考虑到1-4月房地产固投累计同比下降9.8%，限额以上社零中房地产后周期消费品里，家具累计同比增长2.5%，建筑装潢累计同比增长0.6%，均显著低于限额以上商品零售额整体增速表现，因此稳地产成为稳内需的重要抓手。5月17日上午召开的全国切实做好保交房工作视频会议，除了强调保交房、满足房地产项目合理融资需求、推动消化存量商品住房和盘活存量土地之外，央行、金融监管总局也推出了一系列配套政策，包括设立3000亿元保障性住房再贷款，降低全国层面个人住房贷款最低首付比例，取消全国层面个人住房贷款利率政策下限，以及下调各期限品种住房公积金贷款利率0.25个百分点。我们认为稳地产一揽子政策加大了从需求端调整的力度，有助于释放居民购房需求，一定程度上提振内需加速上行。
- 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

《策略周报》20240519
《中银量化大类资产周报》20240519
《中银量化多策略行业轮动周报 - 20240517》
20240517

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：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 (2024.5.19)

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
人民币资产价格以波动为主	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：地产产业链领涨	10
债券：期限利差持续上行	11
大宗商品：有色化工油脂油料表现强劲	12
货币类：货币基金收益率中枢在2%下方波动	13
外汇：人民币汇率本周表现偏弱	13
港股：恒指表现较强，南下资金放量	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 (2024.5.19) 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 (2024.5.19) 16

一周概览

人民币资产价格以波动为主

人民币资产价格涨跌互现。本周沪深 300 指数上涨 0.32%，沪深 300 股指期货下跌 0.23%；焦煤期货本周下跌 1.62%，铁矿石主力合约本周上涨 2.08%；人民币理财预期收益率收于 2.35%，余额宝 7 天年化收益率下跌 3BP 至 1.6%；十年国债收益率下行 3BP 至 2.31%，活跃十年国债期货本周下跌 0.05%。

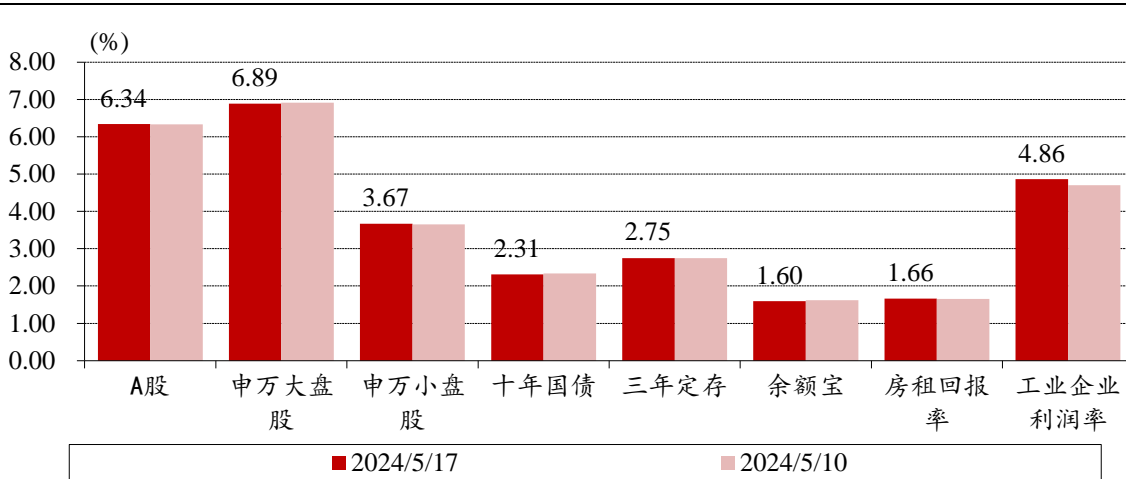
图表 1. 代表性资产一周表现和配置建议

股票	债券
沪深 300 +0.32%	10 年国债到期收益率 2.31%/本周变动 -3BP
沪深 300 期货 -0.23%	活跃 10 年国债期货 -0.05%
本期评论： 论：稳增长政策发力	本期评论： 论：货币政策偏宽松压制收益率上行空间
配置建议： 议：超配	配置建议： 议：标配
大宗	保守
铁矿石期货 +2.08%	余额宝 1.6%/本周变动 -3BP
焦煤期货 -1.62%	人民币理财 6M 2.35%/本周变动 5BP
本期评论： 论：稳增长政策利好基建投资	本期评论： 论：收益率将在 2% 上下波动
配置建议： 议：超配	配置建议： 议：低配

资料来源：万得，中银证券

4 月经济数据趋势与此前一致。本周 A 股指数分化，估值分化明显，大盘股估值上行，小盘股估值降幅较明显。本周央行在公开市场小幅净投放 20 亿元，资金面整体维持宽松，拆借资金利率继续收敛，利率整体保持平稳波动，周五 R007 利率收于 1.80%，GC007 利率收于 1.79%。本周十年国债收益率收于 2.31%，较上周五下降 3BP。4 月经济数据趋势与此前一致，生产端表现较强，内需偏弱，但随着美国再次对部分中国产品加征关税，市场认为稳内需对稳增长的重要性进一步上升，随着周五稳地产一揽子政策出台，我们预期市场对经济前景的乐观预期或将延续。

图表 2. 大类资产收益率横向比较



资料来源：万得，中银证券

美国4月通胀符合预期，市场预期美联储9月或落地降息。股市方面，本周A股指数分化，领涨的指数是沪深300(0.32%)，领跌的指数是创业板指(-0.7%)；港股方面恒生指数上涨3.11%，恒生国企指数上涨3.21%，AH溢价指数下行3.98%收于133.31；美股方面，标普500指数本周上涨1.54%，纳斯达克上涨2.11%。债市方面，本周国内债市普涨，中债总财富指数本周上涨0.18%，中债国债指数上涨0.24%，金融债指数上涨0.18%，信用债指数上涨0.13%；十年美债利率下行8BP，周五收于4.42%。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3BP，周五收于1.6%。期货市场方面，NYMEX原油期货上涨1.61%，收于79.52美元/桶；COMEX黄金上涨1.89%，收于2419.8美元/盎司；SHFE螺纹钢上涨1.75%，LME铜上涨7.11%，LME铝上涨3.62%；CBOT大豆上涨0.68%。美元指数下跌0.79%收于104.49。VIX指数下行至11.99。本周美元指数下跌，是推动国际大宗商品价格上涨的重要原因。

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	2024/5/13 上期涨跌幅	- 本月以来	2024/5/17 今年以来
股票	000001.SH	上证综指	3,154.03	(0.02)	1.60	1.58	6.02
	399001.SZ	深证成指	9,709.42	(0.22)	1.50	1.28	1.94
	399005.SZ	中小板指	5,973.08	0.26	1.55	1.82	(0.79)
	399006.SZ	创业板指	1,864.94	(0.70)	1.06	0.35	(1.40)
	881001.WI	万得全A	4,555.33	0.06	1.62	1.67	(0.22)
	000300.SH	沪深300	3,677.97	0.32	1.72	2.04	7.19
债券	CBA00301.C	中债总财富指数	235.85	0.18	0.11	0.19	2.59
	CBA00603.C	中债国债	230.86	0.24	0.01	0.09	2.83
	CBA01203.C	中债金融债	235.29	0.18	0.14	0.22	2.32
	CBA02703.C	中债信用债	215.82	0.13	0.19	0.30	2.01
	885009.WI	货币基金指数	1,694.45	0.03	0.05	0.08	0.75
大宗商品	CL.NYM	NYMEX 原油	79.52	1.61	0.12	(2.94)	10.98
	GC.CMX	COMEX 黄金	2,419.80	1.89	2.53	5.08	16.80
	RB.SHF	SHFE 螺纹钢	3,716.00	1.75	(0.22)	1.25	(7.10)
	CA.LME	LME 铜	10,715.00	7.11	1.31	7.25	25.19
	AH.LME	LME 铝	2,621.00	3.62	(1.21)	1.14	9.94
	S.CBT	CBOT 大豆	1,227.25	0.68	0.31	5.52	(5.45)
货币	-	余额宝	1.60	-3 BP	-2 BP	-5 BP	-69 BP
	-	银行理财 3M	1.50	0 BP	0 BP	0 BP	0 BP
外汇	USD.XF	美元指数	104.49	(0.79)	0.23	(1.73)	3.07
	USDCNY.IB	人民币兑美元	7.22	0.01	0.23	0.24	(1.86)
	EURCNY.IB	人民币兑欧元	7.86	(0.98)	(0.18)	(1.16)	0.11
	JPYCNY.IB	人民币兑日元	4.64	0.09	(0.48)	(0.39)	7.64
港股	HSI.HI	恒生指数	19,553.61	3.11	2.64	10.08	14.70
	HSCEI.HI	恒生国企	6,934.70	3.21	2.62	10.54	20.22
	HSAHP.HI	恒生AH溢价	133.31	(3.98)	(5.03)	(12.02)	(13.32)
美国	SPX.GI	标普500	5,303.27	1.54	1.85	5.31	11.18
	IXIC.GI	NASDAQ	16,685.97	2.11	1.14	6.57	11.16
	UST10Y.GBM	十年美债	4.42	-8 BP	0 BP	-27 BP	54 BP
	VIX.GI	VIX 指数	11.99	(4.46)	(6.97)	(23.39)	(3.69)
	CRB.RB	CRB 商品指数	293.75	1.48	1.03	0.79	11.34

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）

中国 4 月份经济“成绩单”出炉，尽管部分指标受到假日错月、上年同期基数较高等因素影响，同比增速有所放缓，但是工业、进出口增速加快，就业物价总体改善，企业预期保持在景气区间。4 月份，规模以上工业增加值增长 6.7%，比上月加快 2.2 个百分点；社会消费品零售总额增长 2.3%；服务业生产指数同比增长 3.5%；城镇调查失业率为 5.0%，比上月下降 0.2 个百分点。1-4 月份，固定资产投资增长 4.2%；房地产开发投资下降 9.8%。

国家统计局公布数据显示，4 月份，70 个大中城市各线房价继续下行，环比、同比降幅均有所扩大。新房价格环比下跌城市数量增至 64 个，其中一线城市新房价格环比下降 0.6%，降幅比上月扩大 0.5 个百分点。二手房价环比下跌城市有 69 个，一线城市二手住宅销售价格环比下降 1.1%，降幅比上月扩大 0.4 个百分点。上海新房价格环比上涨 0.3%，涨幅已经连续两个月位居全国第一。

国家统计局公布数据显示，2023 年城镇非私营单位就业人员年平均工资为 120698 元，比 2022 年增长 5.8%，增速低于上年 0.9 个百分点；城镇私营单位就业人员年平均工资为 68340 元，比上年增长 4.8%，增速高于上年 1.1 个百分点，扣除价格因素后，实际分别增长 5.5% 和 4.5%，分别高于上年 0.9 和 2.8 个百分点。

财政部公布 2024 年一般国债、超长期特别国债发行有关安排。其中，超长期特别国债涉及期限为 20 年、30 年、50 年，发行次数分别为 7 次、12 次和 3 次，均为按半年付息，分别将于 5 月 24 日、5 月 17 日、6 月 14 日首发。根据公告，财政部将于 5 月 17 日招标首发 400 亿元人民币 30 年期特别国债，为今年首期。

国家发改委党组在《求是》杂志撰文，明确未来推动落实经济体制改革的七大重点任务，包括完善落实“两个毫不动摇”的体制机制、构建高标准市场体系、打通新质生产力发展的堵点难点、建设更高水平开放型经济新体制、加大民生领域改革力度、健全全面绿色转型体制机制、加强经济安全保障。

证监会发布《证券市场程序化交易管理规定（试行）》，对量化交易监管作出全方位、系统性规定，10 月 8 日正式实施，预留充分过渡期和市场准备时间。《管理规定》提出，加强高频交易监管，从报告信息、收费、交易监控等方面提出差异化监管要求；明确交易监测和风险控制要求；明确北向程序化交易按照内外资一致的原则，纳入报告管理，执行交易监控标准。

工信部等五部门联合开展 2024 年新能源汽车下乡活动，时间为 5 月至 12 月，将选取适宜农村市场、口碑较好、质量可靠的新能源汽车车型，开展集中展览展示、试乘试驾等活动。

全国切实做好保交房工作视频会议在京召开，国务院副总理何立峰强调，打好商品住房烂尾风险处置攻坚战，扎实推进保交房、消化存量商品房等重点工作。何立峰指出，要着力分类推进在建已售难交付商品房项目处置，全力支持应续建项目融资和竣工交付。相关地方政府应从实际出发，酌情以收回、收购等方式妥善处置已出让的闲置存量住宅用地，以帮助资金困难房企解困。商品房库存较多城市，政府可以需定购，酌情以合理价格收购部分商品房用作保障性住房。

央行打出优化住房金融政策组合拳，还有一波楼市重磅政策将发布。央行宣布下调住房贷款最低首付比例 5 个百分点，首套房贷最低首付降至 15%，二套房最低首付降至 25%，取消全国层面首套房和二套房贷款利率政策下限，并下调公积金贷款利率 0.25 个百分点。同时，央行拟设立保障性住房再贷款，规模 3000 亿元，可带动银行贷款 5000 亿元。另外，住建部将会同金融监管总局等出台城市商品住房项目保交房攻坚战工作方案，《关于进一步发挥城市房地产融资协调机制作用 满足房地产项目合理融资需求的通知》也将于近期发布；自然资源部则准备出台妥善处置闲置土地、盘活存量土地的政策措施。

在央行调整公积金贷款利率政策发布后，北京、上海、深圳、广州、东莞、中山、江门、汕头、苏州、合肥、南京、成都、重庆、长沙、郑州、湖北等地住房公积金中心积极响应，纷纷下调公积金贷款利率。另外，陕西、杭州、合肥还调整了公积金贷款政策。

最高法、最高检、公安部、证监会联合印发《关于办理证券期货违法犯罪案件工作若干问题的意见》，明确提出坚持零容忍要求，依法从严打击证券期货违法犯罪活动。依法从严从快从重查处财务造假、侵占上市公司资产、内幕交易、操纵市场和证券欺诈等违法犯罪案件，加大财产刑的适用和执行力度。坚持应移尽移、当捕则捕、该诉则诉，严格控制缓刑适用，加大财产刑适用和执行力度，最大限度追赃挽损，完善全链条打击、全方位追责体系。

国家领导人同俄罗斯总统普京举行会谈，并共同见证签署经贸、自然保护、检验检疫、媒体等领域多项双边合作文件。中俄联合发布声明提出：加快制定并于 2024 年批准新版《中俄投资合作规划纲要》；共同推进中俄两国企业落实大型能源项目；探讨以一揽子方式开展核燃料循环前端和共建核电站合作；提升双边贸易、融资和其他经济活动中的本币份额；实施符合中俄共同利益的国家航天计划大项目；推动共建“一带一路”与欧亚经济联盟建设对接合作。

美国宣布在原有对华 301 关税基础上，进一步提高对自华进口的电动汽车、锂电池、光伏电池等产品的加征关税。此次加征关税集中在七个行业，分布是钢铁和铝，半导体，电动汽车，锂离子电池、电池零部件和关键矿物，太阳能电池、港口起重机和医疗产品，关税提升至 25% 到 100%。

中美举行人工智能政府间对话首次会议，双方围绕人工智能科技风险、全球治理、各自关切的其他问题深入、专业，建设性地交换了意见。中方就美方在人工智能领域对华限制打压表明严正立场。

宏观上下游高频数据跟踪

上游周期品方面，本周各品种钢材开工率环比上周上升，螺纹钢、线材开工率分别变动 0.34 和 1.74 个百分点；建材社会库存延续下滑，较前一周变动-49.74 万吨。5 月 15 日当周，各地区石油沥青装置开工率表现趋异，华北、华南和西北地区开工率均较前一周有所下降。

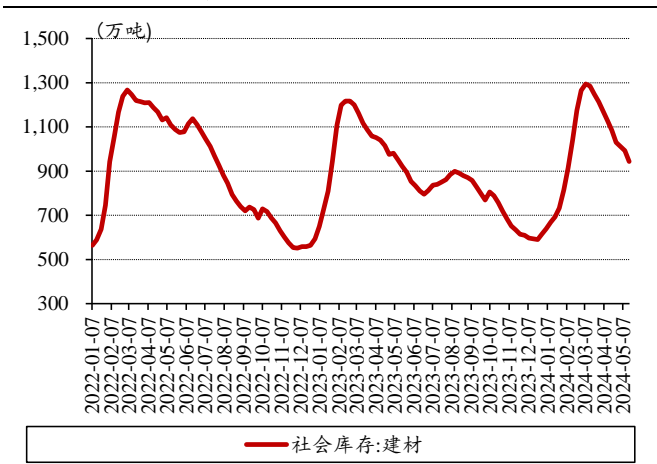
图表 4.原材料产品高频指标周度表现

周期品种	指标	当周值	周变动	较年初变动
钢铁	螺纹钢：主要钢厂开工率 (%)	41.33	0.34	(0.66)
	线材：主要钢厂开工率 (%)	55.24	1.74	6.99
石油沥青装置	开工率：华东地区	30.70	5.20	(2.10)
	开工率：华北地区	19.80	(2.00)	(18.40)
	开工率：华南地区	12.30	(8.20)	(11.90)
	开工率：东北地区	15.30	0.00	(3.60)
	开工率：西北地区	40.70	(1.20)	19.80

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 2.07%。原油库存方面，5 月 10 日当周，美国 API 原油库存有所下降，周环比减少 310.4 万桶。

图表 5.建材社会库存周度表现



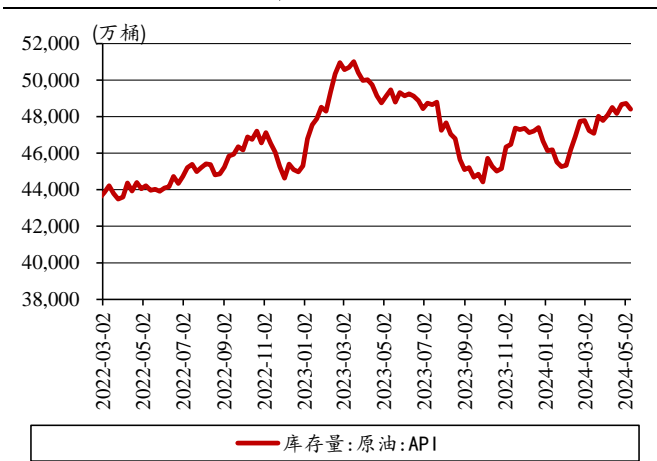
资料来源：万得，中银证券

图表 6.北方港煤炭库存周度表现



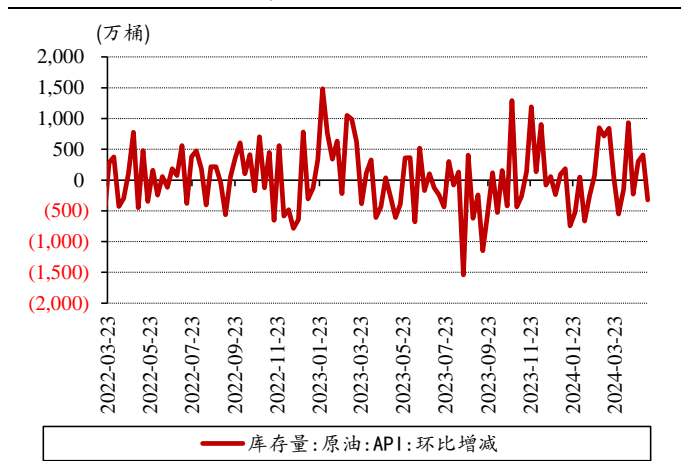
资料来源：同花顺，中银证券

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

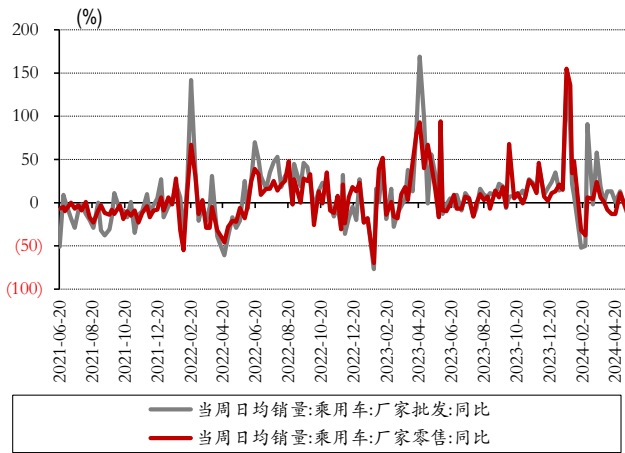


资料来源: 万得, 中银证券

商品房成交回暖趋势延续。5月12日当周, 30大城市商品房成交面积回暖, 单周成交面积环比变动89.27万平方米。30大城市商品房成交面积环比走稳的趋势自春节假期后持续稳定波动, 预计随着周五稳地产一揽子政策出台, 房地产供销两端都将持续好转。

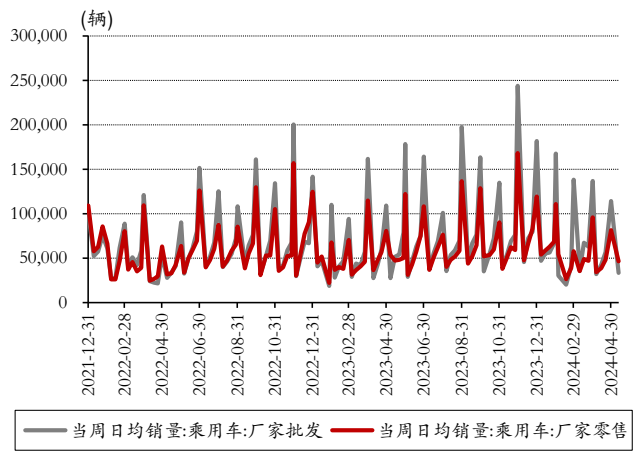
汽车方面, 5月12日当周, 国内乘用车批发、零售销量单周同比增速分别为-11.00%和-9.00%。维持看好在“以旧换新”等政策支持下, 年内汽车销量或有较好表现。

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：地产产业链领涨

A股分化，权重上涨，周期回调，房地产受政策提振领涨。本周市场指数分化，领涨的指数包括上证50（0.62%）、上证红利（0.6%）、上证180（0.33%），领跌的指数包括中证500（-0.79%）、创业板指（-0.7%）、深证成指（-0.22%）。行业方面分化明显，领涨的行业有房地产（12.49%）、建材（4.37%）、建筑（3.55%），领跌的行业有煤炭（-2.1%）、医药（-1.98%）、电力设备（-1.61%）。本周表现最好的是受政策提振的房地产产业链。

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50	0.62	房地产	12.49	粤港澳大湾区指数	6.33
上证红利	0.60	建材	4.37	特色小镇指数	5.45
上证180	0.33	建筑	3.55	装配式建筑指数	5.10
深证成指	(0.22)	电力设备	(1.61)	生物疫苗指数	(2.85)
创业板指	(0.70)	医药	(1.98)	稀土永磁指数	(3.16)
中证500	(0.79)	煤炭	(2.10)	锂电池指数	(3.55)

资料来源：万得，中银证券

A股一周要闻（新闻来源：万得）

地产 | 北京第三套房相关认定标准将出炉，北京户籍家庭购买五环外第三套住房，按照二套房贷款利率执行，建设银行、农业银行、中国银行、交通银行、邮储银行等多家银行也已经开始执行这一认定标准。

快递 | 国家邮政局发布数据显示，4月份，快递业务量完成137亿件，同比增长22.7%；快递业务收入完成1094.4亿元，同比增长15.7%。

汽车 | 工信部等五部门联合开展2024年新能源汽车下乡活动，时间为5月至12月，将选取适宜农村市场、口碑较好、质量可靠的新能源汽车车型，开展集中展览展示、试乘试驾等活动。

家电 | 商务部办公厅、财政部办公厅联合印发通知提出，统筹用好县域商业建设行动相关资金，聚焦打通废旧家电家具回收堵点，支持以县城、乡镇为重点，改造提升家电家具回收等服务网点，畅通家电更新消费循环。

有色金属 | 近期多种小金属价格走高，钨价格连续几日不断冲高，锑价突破11万元/吨。

节能减排 | 国家发改委办公厅印发通知，要求加快节能降碳改造和用能设备更新项目储备，深入挖掘重点领域重点行业节能降碳潜力，为大力推进节能降碳行动、积极稳妥推进碳达峰碳中和提供有力支撑。

智慧旅游 | 文旅部等五部门印发《智慧旅游创新发展行动计划》，部署智慧旅游基础设施提升行动、智慧旅游产品业态培育行动等八方面重点任务，加快推进以数字化、网络化、智能化为特征的智慧旅游创新发展。

游戏 | 国内游戏行业即将迎来重磅事件。腾讯WeGame年度发布会“游戏之夜”将于5月19日举行，届时将有数十款新作面世。

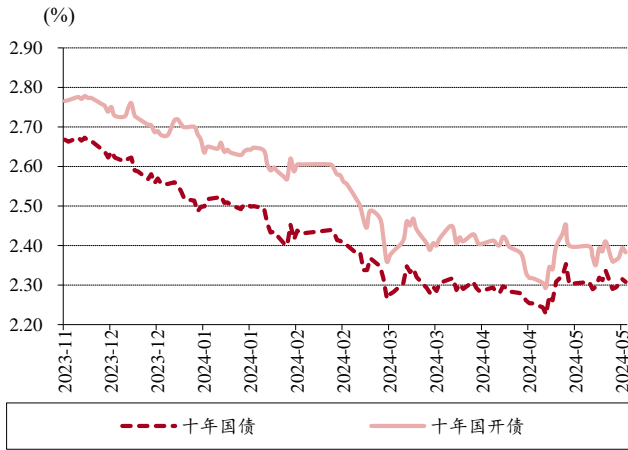
充电桩 | 中国充电联盟发布数据，公共充电基础设施运行情况方面，4月比3月公共充电桩增加6.8万台，4月同比增长47.0%。

地产 | 央行要求，因城施策精准实施差别化住房信贷政策，更好支持刚性和改善性住房需求，一视同仁满足不同所有制房地产企业合理融资需求，统筹研究消化存量房产和优化增量住房的政策措施，促进房地产市场平稳健康发展。

债券：期限利差持续上行

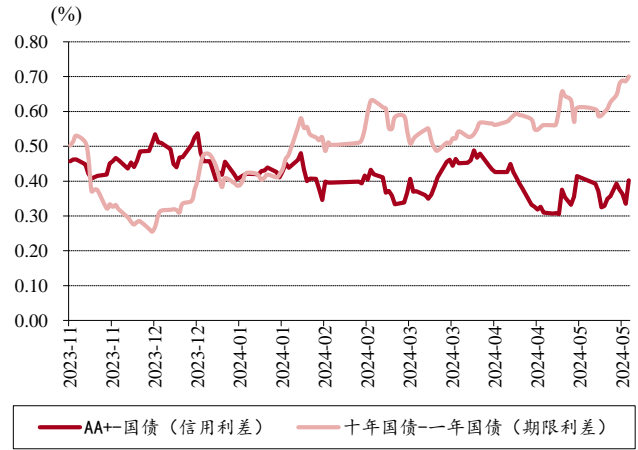
短端利率持续明显下降，带动期限利差上行。十年期国债收益率周五收于 2.31%，本周下行 3BP，十年国开债收益率周五收于 2.38%，较上周五下行 3BP。本周期限利差上行 7BP 至 0.7%，信用利差上行 5BP 至 0.4%。

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

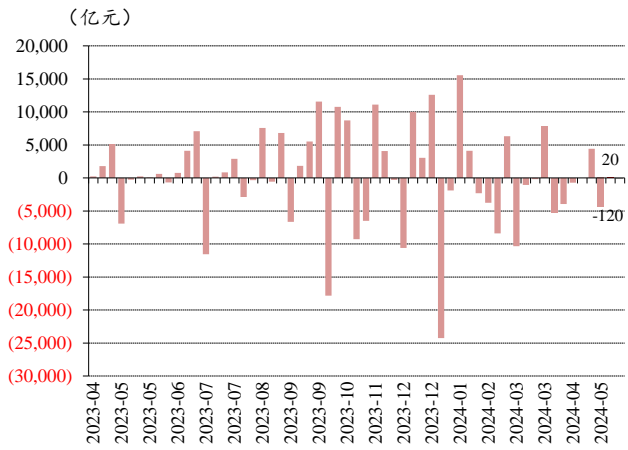
图表 14. 信用利差和期限利差



资料来源：万得，中银证券

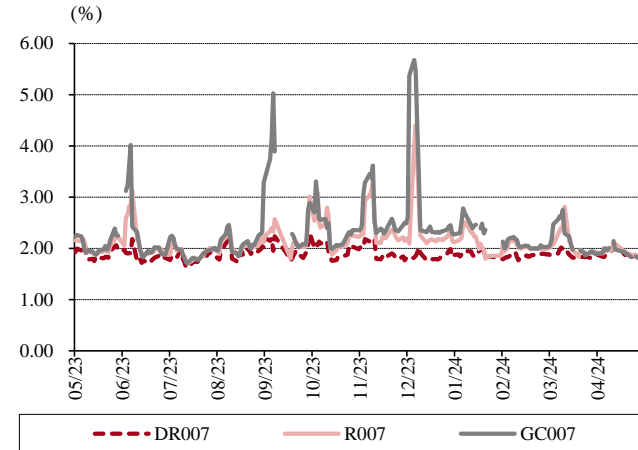
仍需关注超长期特别国债发行对市场的影响。4 月以来拆借利率分层的情况明显收窄，同时利率波动幅度也显著下降，流动性整体偏宽松。本周财政部公布 2024 年一般国债、超长期特别国债发行有关安排，根据公告，财政部将于 5 月 17 日招标首发 400 亿元人民币 30 年期特别国债，为今年首期。为稳定国债发行的市场环境，预期货币政策将维持偏宽松基调，降准降息仍可期待。

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)

央行开展 20 亿元 7 天期逆回购及 1250 亿元 1 年期 MLF 操作，中标利率与此前一致，分别为 1.80%、2.50%。Wind 数据显示，当日有 20 亿元逆回购及 1250 亿元 MLF 到期，单日全口径完全对冲到期量。

首期 400 亿元 30 年期特别国债正式发行，票面利率为 2.57%，全场倍数 3.9，边际倍数 382.6，中标收益率低于中债估值。

国内首单 TLAC (总损失吸收能力) 非资本债券成功落地。工商银行在银行间市场成功发行 400 亿元 TLAC 非资本债，其中 3+1 年期发行规模为 300 亿元，发行利率 2.25%；5+1 年期发行规模为 100 亿元，发行利率 2.35%。

大宗商品：有色化工油脂油料表现强劲

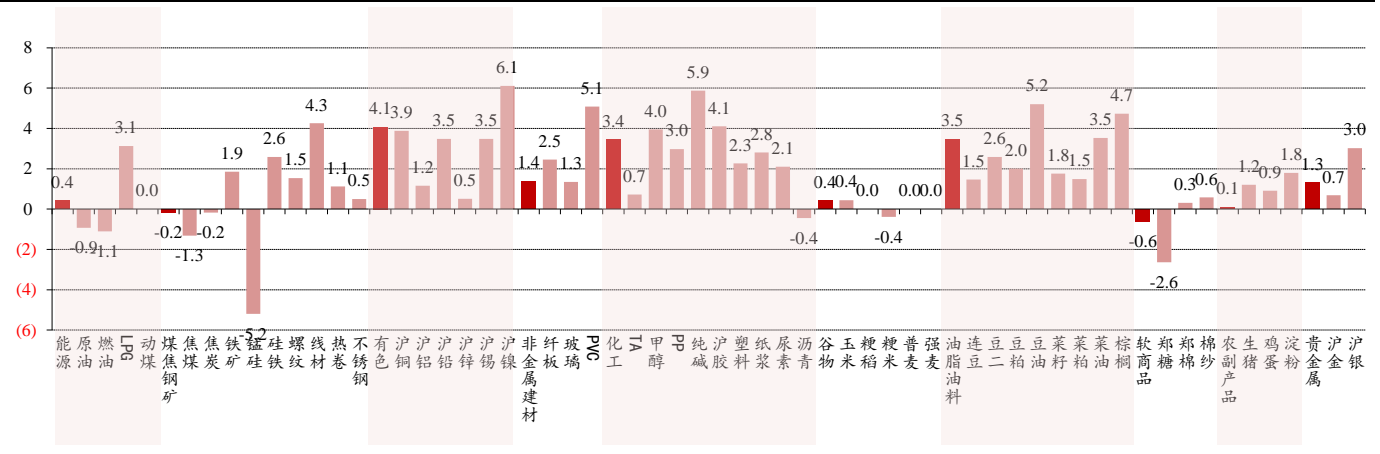
美元指数走弱利好国际大宗商品价格上行。本周商品期货指数上涨 1.82%。从各类商品期货指数来看，上涨的有有色金属（4.07%）、油脂油料（3.47%）、化工（3.43%）、非金属建材（1.38%）、贵金属（1.31%）、谷物（0.44%）、能源（0.43%），下跌的仅有煤焦钢矿（-0.16%）。各期货品种中，本周涨幅较大的大宗商品有沪镍（6.11%）、纯碱（5.88%）、豆油（5.21%），跌幅靠前的则有锰硅（-5.2%）、郑糖（-2.64%）、焦煤（-1.31%）。随着市场预期美联储将在 9 月落地降息，美元指数开始走弱，利好国际大宗商品价格上涨。

图表 17. 大宗商品本周表现

商品 +1.82%	能源 +0.43%	煤焦钢矿 -0.16%
有色金属 +4.07%	非金属建材 +1.38%	化工 +3.43%
谷物 +0.44%	油脂油料 +3.47%	贵金属 +1.31%

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）

国际能源署（IEA）发布最新月报，将 2024 年石油需求增长预测下调 14 万桶/日至 110 万桶/日，为连续第二个月下调预测；预计 2025 年全球石油需求将增长 120 万桶/日；预计今年全球石油供应将增加 58 万桶/日至创纪录的 1.027 亿桶/日。

OPEC 发布最新月报，预计 2024 年全球石油需求将增加 225 万桶/日，2025 年将增加 185 万桶/日，均与上个月持平。4 月份 OPEC 原油产量下降 4.8 万桶/日，至 2657.5 万桶/日。OPEC 对全球经济前景持乐观态度，认为世界经济今年有可能好于预期。

美国至 5 月 10 日当周 EIA 原油库存减少 250.8 万桶，预期减少 54.3 万桶，前值减少 136.2 万桶。

据国家统计局，4 月份，规上工业原煤产量 3.7 亿吨，同比下降 2.9%，进口煤炭 4525 万吨，增长 11.3%；原油产量 1747 万吨，增长 1.3%，进口原油 4472 万吨，增长 5.9%；天然气产量 198 亿立方米，增长 3.2%，进口天然气 1030 万吨，增长 15.1%。

中钢协披露，5 月上旬，21 个城市 5 大品种钢材社会库存 1155 万吨，环比下降 3.7%，比年初上升 58.4%，同比上升 2.2%。七大区域除东北库存环比略有上升外，其他地区均有不同程度下降。

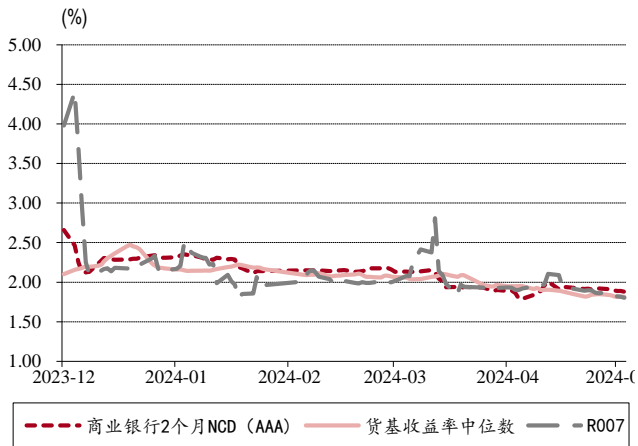
近期泰国遭遇持续高温天气，当地农作物及水果种植也受到影响。泰国的榴莲、芒果、荔枝、龙眼等水果，以及水稻、玉米、绿豆等农作物产量预计将有所减少。其中，榴莲的产量预计会减少 40% 至 60%。

据国家粮食和物资储备局，2023 年度秋粮旺季收购已经结束，累计收购秋粮超 2 亿吨，其中玉米收购量达 1.35 亿吨，同比增加 520 万吨。今年夏粮旺季收购量预计 7000 万吨左右，其中小麦收购量 6300 万吨左右。

货币类：货币基金收益率中枢在 2% 下方波动

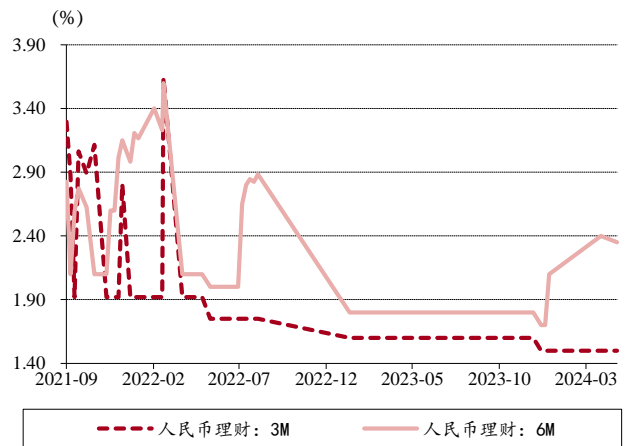
货币基金收益率表现偏弱。本周余额宝 7 天年化收益率下行 3BP，周五收于 1.6%；人民币 6 个月理财产品预期年化收益率下行 5BP 收于 2.35%。本周万得货币基金指数上涨 0.03%，货币基金 7 天年化收益率中位数周五收于 1.81%。

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

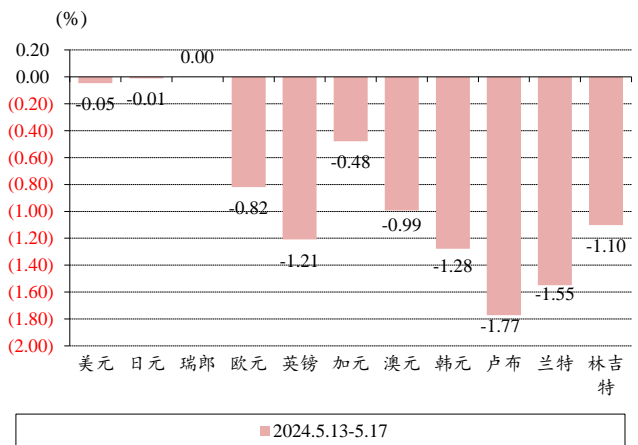


资料来源：万得，中银证券

外汇：人民币汇率本周表现偏弱

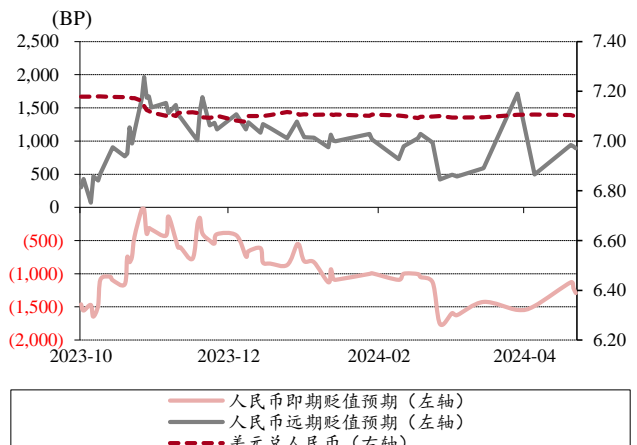
人民币兑美元中间价本周上行 34BP，至 7.1045。本周人民币对瑞郎(0%) 汇率持平，对日元(-0.01%)、美元(-0.05%)、加元(-0.48%)、欧元(-0.82%)、澳元(-0.99%)、林吉特(-1.1%)、英镑(-1.21%)、韩元(-1.28%)、兰特(-1.55%)、卢布(-1.77%) 贬值。美元本周走弱，人民币对美元小幅贬值，整体表现偏弱。

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)

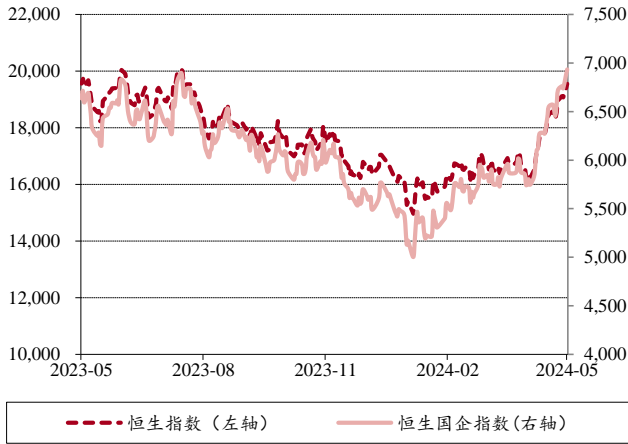
美国财政部数据显示，中国 3 月份持有的美国国债为 7670 亿美元，环比减少 76 亿美元。日本 3 月份持有的美国国债为 1.188 万亿美元，环比增加 199 亿美元。

外汇局：外资积极配置人民币资产，4 月境外投资者净买入境内债券、股票分别为 1247 亿和 451 亿元人民币；4 月，银行结汇 1737 亿美元，售汇 2118 亿美元；代客涉外收入 5921 亿美元，对外付款 6303 亿美元。

港股：恒指表现较强，南下资金放量

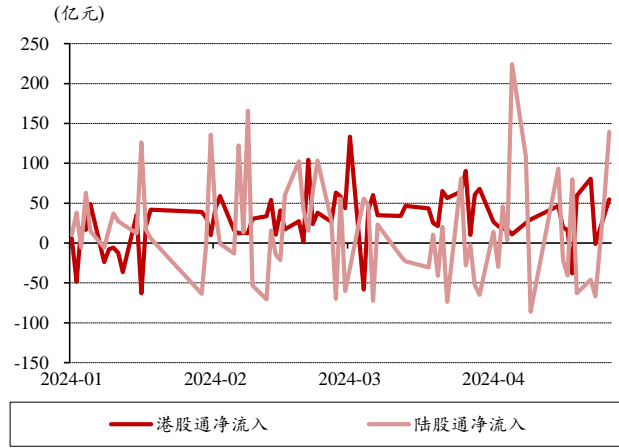
地产和资讯行业带动恒指走强。行业方面本周领涨的有地产建筑业(7.68%)、资讯科技业(6.15%)、金融业(3.3%)，跌幅靠前的有能源业(-2.48%)、医疗保健业(-0.67%)、非必需性消费(-0.13%)。本周南下资金总量 230.38 亿元，同时北上资金总量 24.59 亿元。

图表 23. 恒指走势



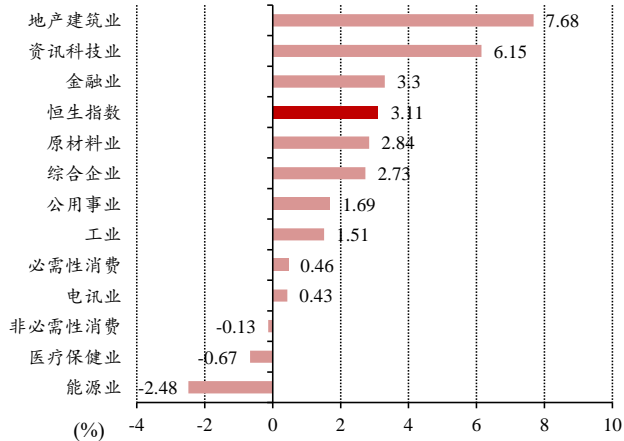
资料来源：万得，中银证券

图表 24. 陆港通资金流动情况



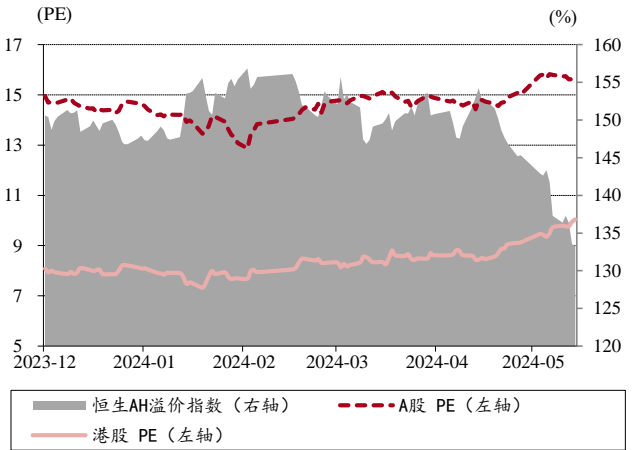
资料来源：万得，中银证券

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)

美联储主席鲍威尔表示，美联储需要保持耐心，等待更多证据表明高利率正在抑制通胀，因此需要在更长时间内保持利率在高位。鲍威尔重申，美联储的下一步行动不太可能是加息，美联储更有可能将政策利率维持在现有水平。

美联储理事鲍曼称，通胀将在一段时间内保持高位，若通胀停滞或反弹，美联储愿意重启加息；劳动力市场再平衡进展已放缓，政策具有约束性，正在监测是否足够。

欧洲央行 6 月份降息“蓄势待发”。卡扎克斯、维勒鲁瓦、德科斯及森特诺等多位欧洲央行管委均认为，6 月降息的条件已经具备。欧洲央行管委卡扎克斯称，除非出现重大经济意外，否则欧洲央行将采取行动。

欧洲央行执委施纳贝尔称，对 6 月降息持开放态度，7 月降息似乎没有必要。欧洲央行管委瓦斯勒：6 月是降息的合适时机，对之后的行动持开放态度。欧洲央行管委霍尔茨曼：过早降息可能重新引发通胀风险。

日本央行周一在常规操作中购买 4250 亿日元 5-10 年期国债，较上个月的购买规模 4755 亿日元有所下降，为去年 12 月下旬以来首次缩减购买规模，增加了市场对日本央行采取货币政策行动的预期。

日本央行行长植田和男表示，未有立即出售所持巨额 ETF 的计划，作为资助政府举措的潜在收入来源，这部分 ETF 持仓正逐渐引起关注。

美国 4 月 CPI 同比增长 3.4%，符合市场预期，前值为 3.5%；环比增长 0.3%，预期和前值均为 0.4%。4 月核心 CPI 同比降至 3.6%，为 2021 年 4 月以来最低；核心 CPI 环比增速从 3 月份的 0.4% 下降至 0.3%，为 6 个月来首次下降，符合市场预期。市场预期美联储将从 9 月份开始降息，但零售数据不及预期可能成为隐患。数据显示，美国 4 月零售销售环比意外持平，此前市场预期为增长 0.4%，前值则由 0.7% 修正为 0.6%。

美国 4 月 PPI 环比上升 0.5%，超出预期的 0.3%，3 月份数据修正为 -0.1%；PPI 同比上升 2.2%，增速创 12 个月新高，符合市场预期，前值为 2.1%。美国 PPI 升幅超出预期，令市场担忧通胀依然过于顽固，并下调了对美联储年内降息的预期。

美国 5 月纽约联储制造业指数下跌至 -15.6，连续第六个月萎缩，远不及市场预期的回升至 -10，投入和销售价格指数略有放缓。

美国至 5 月 11 日当周初请失业金人数减少 1 万人至 22.2 万，略高于市场预期。截至 5 月 4 日当周的持续申领人数升至 179.4 万。

美国 4 月进口物价指数同比升 1.1%，创下两年来最大涨幅，预期持平于 0.4%；环比升 0.9%，预期升 0.3%，前值升 0.4%。

美国 4 月新屋开工年化总数 136 万户，预期 142 万户，前值 132.1 万户。美国 4 月营建许可年化总数初值 144 万户，预期 148.5 万户，前值 146.7 万户。

欧元区第一季度 GDP 终值同比升 0.4%，环比升 0.3%，均符合预期。欧元区 3 月工业产出同比降 1%，环比升 0.6%，均好于预期。欧元区第一季度季调后就业人数初值同比升 1%，预期升 1%，前值升 1.2%。

日本第一季度实际 GDP 环比下降 0.5%，同比下降 2%，均逊于市场预期，继去年第四季度转正后再次出现负增长。今年第一季度内需、外需对日本经济增长的贡献率均为负值。

美国堪萨斯联储表示，年度经济政策研讨会将于 8 月 22 日至 24 日在杰克逊霍尔举行，主题是“重新评估货币政策的有效性和传导性”。

美国恢复对柬埔寨、马来西亚、泰国和越南的太阳能产品征收关税，并且要求进口 6 个月内安装完成，以打击产品囤积，并采取补贴等措施支持在美国国内进行光伏电池硅片和电池制造的技术开发等。

下周大类资产配置建议

4月经济数据显示生产仍强于内需。4月份，规模以上工业增加值增长6.7%，比上月加快2.2个百分点；社会消费品零售总额增长2.3%；服务业生产指数同比增长3.5%；城镇调查失业率为5.0%，比上月下降0.2个百分点。1-4月份，固定资产投资增长4.2%；房地产开发投资下降9.8%。4月份，70个大中城市各线房价继续下行，环比、同比降幅均有所扩大。新房价格环比下跌城市数量增至64个，其中一线城市新房价格环比下降0.6%，降幅比上月扩大0.5个百分点。二手房价环比下跌城市有69个，一线城市二手住宅销售价格环比下降1.1%，降幅比上月扩大0.4个百分点。上海新房价格环比上涨0.3%，涨幅已经连续两个月位居全国第一。4月经济数据的趋势与此前一致，仍是生产强于内需，外需拉动显著，但随着美国进一步对我国部分产品加征关税，出口形势可能受到一定影响，尽快稳定和扩大内需是政策下一步的重点。

通胀仍是制约美国货币政策的主要因素。美国4月CPI同比增长3.4%，符合市场预期，前值为3.5%；环比增长0.3%，预期和前值均为0.4%。4月核心CPI同比降至3.6%，为2021年4月以来最低；核心CPI环比增速从3月份的0.4%下降至0.3%，为6个月来首次下降，符合市场预期。美国4月PPI环比上升0.5%，超出预期的0.3%。美国4月进口物价指数同比升1.1%，创下两年来最大涨幅，预期持平于0.4%；环比升0.9%，预期升0.3%，前值升0.4%。虽然美国4月CPI同比增速符合预期，提振了市场对美联储9月降息的信心，但PPI同比增速和进口物价增速依然高于市场预期，美国未来通胀走势仍有不确定性。

稳内需从稳地产入手。从刚刚发布的4月经济数据看，生产强、内需弱的格局在4月延续，外需对我国经济的拉动较明显，但5月14日美国宣布在原有对华301关税基础上，进一步提高对从中国进口的电动汽车、锂电池、光伏电池等产品的加征关税。考虑到1-4月房地产固投累计同比下降9.8%，限额以上社零中房地产后周期消费品里，家具累计同比增长2.5%，建筑装潢累计同比增长0.6%，均显著低于限额以上商品零售额整体增速表现，因此稳地产成为稳内需的重要抓手。5月17日上午召开的全国切实做好保交房工作视频会议，除了强调保交房、满足房地产项目合理融资需求、推动消化存量商品住房和盘活存量土地之外，央行、金融监管总局也推出了一系列配套政策，包括设立3000亿元保障性住房再贷款，降低全国层面个人住房贷款最低首付比例，取消全国层面个人住房贷款利率政策下限，以及下调各期限品种住房公积金贷款利率0.25个百分点。我们认为稳地产一揽子政策加大了从需求端调整的力度，有助于释放居民购房需求，一定程度上提振内需加速上行。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 (2024.5.19)

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