大类资产配置周报(2021.4.12)

人民币资产以稳取胜

IMF 上调 2021 年我国经济增速预期至 8.4%。大类资产配置顺序：大宗>股票>债券>货币。

宏观要闻回顾

- **经济数据：**3 月 CPI 同比 0.4%，PPI 同比 4.4%。
- **要闻：**国务院金融委召开第五十次会议；央行、银保监会、证监会、外汇局发布《关于金融支持海南全面深化改革开放的意见》；国家发改委、科技部发布关于深入推进全面创新改革工作的通知；IMF 上调 2021 年中国经济增长预期 0.3 个百分点至 8.4%；2021 年清明节假期全国国内旅游出游 1.02 亿人次，恢复至疫前同期的 94.5%。

资产表现回顾

- **大类资产小幅调整。**本周沪深 300 指数下跌 2.45%，沪深 300 股指期货下跌 1.13%；焦煤期货本周下跌 1.95%，铁矿石主力合约本周上涨 2.75%；股份制银行理财预期收益率上涨 1BP 至 3.69%，余额宝 7 天年化收益率上涨 1BP 至 2.23%；十年国债收益率上行 2BP 至 3.21%，活跃十年国债期货本周下跌 0.18%。

资产配置建议

- **资产配置排序：大宗>股票>债券>货币。**2021 年全球经济以复苏为主，复苏的两大亮点，一是美国加大财政刺激，加速经济恢复进程，二是中国货币政策稳健，财政政策结构性调整，巩固经济复苏成果。受经济体量大、增速上升快、刺激政策力度加大影响，美元资产对国际资本回流的吸引力加大，但与之对应的是经济复苏过程中，美元风险资产的估值高，将导致波动性加大。人民币资产相较之下优势在于中长期增速相对较高，政策的持续性和稳定性较好，估值在历史中枢附近，因此人民币资产的韧性更好。2021 年全球仍面临新冠疫情的不确定性和通胀上升的确定性，我们认为人民币资产的稳定性将成为投资者关注的重点之一。
- **风险提示：全球通胀上行速度和幅度过快；全球流动性回流美债。**

本期观点（2021.4.12）

宏观经济		本期观点	观点变化
一个月内	=	经济复苏斜率向下	不变
三个月内	=	关注宏观审慎监管政策的调整	不变
一年内	+	经济回到潜在增速水平	不变
大类资产		**本期观点**	**观点变化**
股票	+	上半年业绩同比高增长确定性较强	超配
债券	=	利率债收益率处于较高水平	标配
货币	-	收益率将在 2.5%左右波动	低配
大宗商品	+	全球通胀预期依然强劲	超配
外汇	=	人民币资产具备全球比较优势但波幅加大	标配

资料来源：中银证券

相关研究报告

《拥挤的通胀交易：大类资产配置周报》2021.2.28

《补短板的迫切性上升：大类资产配置周报》2021.3.7

《关注国际金融环境收紧的可能：大类资产配置周报》2021.3.14

《关于复苏的国际竞速：大类资产周报》2021.3.21

《关注外部冲击对我国资本市场的影响：大类资产配置周报》2021.3.28

《外部环境的不确定性影响投资者风险偏好：大类资产配置周报》2021.4.4

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

宏观及策略: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

目录

一周概览 4

关注大宗商品涨价趋势 4

要闻回顾和数据解读（新闻来源：万得） 6

大类资产表现 8

A 股：周期股跟随周期品价格上涨 8

债券：利率小幅上行，利差继续走平 9

大宗商品：关注国际大宗商品价格波动对国内的影响 10

货币类：收益率快速走低 11

外汇：人民币汇率波动加大 11

港股：美元资产成为国际投资热点 12

下周大类资产配置建议 14

图表目录

本期观点（2021.4.12）.....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.....5
图表 4. 权益类资产本周涨跌幅.....8
图表 5. 十年国债和十年国开债利率走势.....9
图表 6. 信用利差和期限利差.....9
图表 7. 央行公开市场操作净投放.....9
图表 8. 7 天资金拆借利率.....9
图表 9. 大宗商品本周表现.....10
图表 10. 本周大宗商品涨跌幅（%）.....10
图表 11. 货币基金 7 天年化收益率走势.....11
图表 12. 理财产品收益率曲线.....11
图表 13. 本周人民币兑主要货币汇率波动.....11
图表 14. 人民币贬值预期和美元兑人民币汇率走势.....11
图表 15. 恒指走势.....12
图表 16. 陆港通资金流动情况.....12
图表 17. 港股行业涨跌幅（%）.....12
图表 18. 港股估值变化.....12
图表 19. 本期观点（2021.4.12）.....14

一周概览

关注大宗商品涨价趋势

大类资产小幅调整。本周沪深 300 指数下跌 2.45%，沪深 300 股指期货下跌 1.13%；焦煤期货本周下跌 1.95%，铁矿石主力合约本周上涨 2.75%；股份制银行理财预期收益率上涨 1BP 至 3.69%，余额宝 7 天年化收益率上涨 1BP 至 2.23%；十年国债收益率上行 2BP 至 3.21%，活跃十年国债期货本周下跌 0.18%。

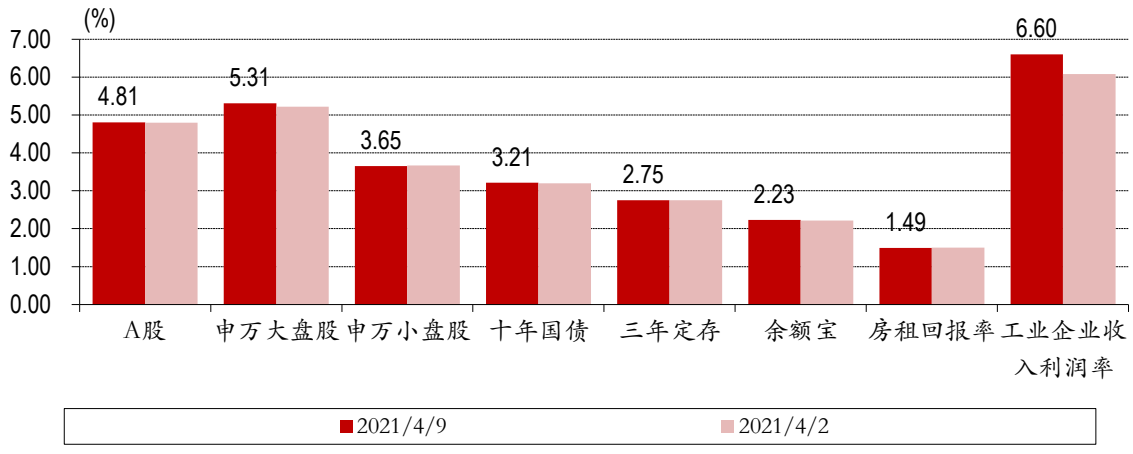
图表 1. 代表性资产一周表现和配置建议

股票	沪深 300 -2.45% 沪深 300 期货 -1.13%	**债券**	10 年国债到期收益率 3.21%/本周变动 +2BP 活跃 10 年国债期货-0.18%
	本期评论：A 股基本面有全球比较优势 配置建议：超配		本期评论：货币政策难再紧 配置建议：低配
大宗商品	铁矿石期货 +2.75% 焦煤期货 -1.95%	**保守资产**	余额宝 2.23%/本周变动 +1BP 股份制理财 3M 3.69%/本周变动 +1BP
	本期评论：全球复苏和财政刺激推升通胀 配置建议：标配		本期评论：资金利率中枢在 2%上方 配置建议：标配

资料来源：万得，中银证券

3 月通胀超预期。本周 A 股普跌，大盘股估值下降，小盘股估值小幅上升。本周央行在公开市场操作中净回笼 100 亿元，结束了此前 0 投放操作，资金拆借利率依然下行，周五 R007 利率收于 1.93%，GC007 利率收于 1.89%。本周十年国债收益率上行 2BP，收于 3.21%。3 月通胀超预期上行，特别是 PPI 同比增速达到 4.4%，大幅超出市场预期，主要还是因为受益于全球经济复苏预期强劲，推动国际大宗商品价格上升，叠加国内经济复苏前景较好，生产端持续恢复导致供需两旺，推动价格进一步上行。我们认为国内通胀年内整体压力不大，但仍需关注大宗商品价格后续走势，以及在大宗商品涨价的情况下，可能对供给侧改革结果造成的影响。

图表 2. 大类资产收益率横向比较



资料来源：万得，中银证券

经济复苏预期的核心还是中美。股市方面，本周 A 股指数普跌，跌幅较小的指数是上证综指（-0.97%），领跌的指数是中小板指（-2.49%）；港股方面恒生指数下跌 0.83%，恒生国企指数下跌 2.14%，AH 溢价指数上行 0.11 收于 133.14；美股方面，标普 500 指数本周上涨 2.71%，纳斯达克上涨 3.12%。债市方面，本周国内债市普涨，中债总财富指数本周上涨 0.05%，中债国债指数上涨 0.02%，金融债指数上涨 0.06%，信用债指数上涨 0.07%，分级债 A 下跌 0%；十年美债利率下行-5 BP，周五收于 1.67%。万得货币基金指数本周上涨 0.04%，余额宝 7 天年化收益率上行 1 BP，周五收于 2.23%。期货市场方面，NYMEX 原油期货下跌 3.43%，收于 59.34 美元/桶；COMEX 黄金上涨 0.91%，收于 1744.1 美元/盎司；SHFE 螺纹钢下跌 0.16%，LME 铜上涨 1.58%，LME 铝上涨 1.95%；CBOT 大豆上涨 0.09%。美元指数下跌 0.88%收于 92.18。VIX 指数下行至 16.69。本周美元指数下行，美债收益率下行，美国经济复苏预期吸引海外资金流入美元资产。

图表 3.大类资产表现跟踪

大类资产	代码	名称	现价	*本期时间* 本期涨跌幅	*2021/4/5* 上期涨跌幅	- 本月以来	*2021/4/9* 今年以来
股票	000001.SH	上证综指	3,450.68	(0.97)	1.93	0.25	(0.64)
	399001.SZ	深证成指	13,813.31	(2.19)	2.56	0.25	(4.54)
	399005.SZ	中小板指	8,887.39	(2.49)	1.82	(0.04)	(6.89)
	399006.SZ	创业板指	2,783.33	(2.42)	3.89	0.90	(6.17)
	881001.WI	万得全 A	5,276.09	(1.13)	1.88	0.57	(2.69)
	000300.SH	沪深 300	5,035.34	(2.45)	2.45	(0.26)	(3.38)
债券	CBA00301.C	中债总财富指数	204.13	0.05	0.11	0.10	0.99
	CBA00603.C	中债国债	196.77	0.02	0.08	0.01	0.81
	CBA01203.C	中债金融债	203.57	0.06	0.10	0.10	0.67
	CBA02703.C	中债信用债	190.93	0.07	0.08	0.10	1.03
	930896.CSI	分级债 A	1,086.28	0.00	0.00	0.00	0.00
	885009.WI	货币基金指数	1,593.32	0.04	0.04	0.05	0.65
大宗商品	CL.NYM	NYMEX 原油	59.34	(3.43)	0.44	0.30	22.30
	GC.CMX	COMEX 黄金	1,744.10	0.91	(0.12)	1.66	(7.97)
	RB.SHF	SHFE 螺纹钢	5,068.00	(0.16)	6.40	2.26	17.70
	CA.LME	LME 铜	8,929.00	1.58	(1.75)	1.63	14.98
	AH.LME	LME 铝	2,269.00	1.95	(2.96)	2.58	14.62
	S.CBT	CBOT 大豆	1,403.25	0.09	0.09	(2.33)	7.04
货币	-	余额宝	2.23	1 BP	3 BP	2 BP	-11 BP
	-	银行理财 3M	3.69	1 BP	-3 BP	1 BP	-9 BP
外汇	USDX.FX	美元指数	92.18	(0.88)	0.29	(1.08)	2.47
	USDCNY.IB	人民币兑美元	6.56	0.04	(0.31)	(0.04)	(0.29)
	EURCNY.IB	人民币兑欧元	7.80	(0.92)	(0.32)	(1.31)	2.97
	JPYCNY.IB	人民币兑日元	5.99	(0.83)	0.68	(1.03)	5.61
港股	HSI.HI	恒生指数	28,698.80	(0.83)	2.13	1.13	5.39
	HSCEI.HI	恒生国企	10,977.37	(2.14)	2.29	0.05	2.23
	HSAHP.HI	恒生 AH 溢价	133.14	0.11	(1.22)	(1.23)	(6.62)
美国	SPX.GI	标普 500	4,128.80	2.71	1.14	3.92	9.92
	IXIC.GI	NASDAQ	13,900.19	3.12	2.60	4.93	7.85
	UST10Y.GBM	十年美债	1.67	-5 BP	5 BP	-7 BP	74 BP
	VIX.GI	VIX 指数	16.69	(3.69)	(8.11)	(13.97)	(26.64)
	CRBFD.RB	CRB 食品	439.40	2.03	(0.97)	2.11	21.36

资料来源：万得，中银证券

要闻回顾和数据解读（新闻来源：万得）

- 中国 3 月 CPI 同比上涨 0.4%，预期涨 0.2%，前值降 0.2%；PPI 同比上涨 4.4%，涨幅比 2 月扩大 2.7 个百分点。3 月 CPI 同比由降转涨，PPI 涨幅扩大，价格总体稳定；从同比看，由于翘尾负向影响大幅减弱，CPI 由 2 月下降 0.2%转为上涨 0.4%，食品中，猪肉价格下降 18.4%，降幅扩大 3.5 个百分点。从环比看，受国际大宗商品价格上涨等因素影响，PPI 上涨 1.6%，涨幅比 2 月扩大 0.8 个百分点。
- 央行、银保监会、证监会、外汇局发布《关于金融支持海南全面深化改革开放的意见》要求，提升人民币可兑换水平，支持跨境贸易投资自由化便利化；完善海南金融市场体系，扩大海南金融业对外开放；加强金融产品和服务创新，提升金融服务水平。支持海南在住房租赁领域发展房地产投资信托基金(REITs)，鼓励银行业金融机构创新金融产品和服务，支持住房租赁市场规范发展。支持符合条件海南企业首发上市，通过多层次股权市场发展壮大。
- 央行行长易纲：中国经济今年以来继续稳定复苏，中国稳健的货币政策有力支持了疫情应对，并始终保持在正常区间；未来，宏观经济政策将保持稳定性、连续性；推进绿色金融是人民银行的工作重点，赞同基金组织将气候变化纳入全球政策议程，并就数字货币的影响等问题开展研究。
- 市场监管总局依法对阿里巴巴在中国境内网络零售平台服务市场实施“二选一”垄断行为作出行政处罚，责令阿里巴巴集团停止违法行为，并处以其 2019 年中国境内销售额 4557.12 亿元 4%的罚款，计 182.28 亿元。
- 世界卫生组织表示，由中国国药集团和中国科兴公司研制的两款新冠疫苗已进入世卫组织紧急使用授权评估最后阶段，最终结果有望在 4 月底或 5 月初揭晓。
- 国家领导人近日对打击治理电信网络诈骗犯罪工作作出重要指示强调，要坚持以人民为中心，全面落实打防管控各项措施和金融、通信、互联网等行业监管主体责任，坚决遏制此类犯罪多发高发态势。
- 财政部会同海关总署、税务总局出台“十四五”期间中西部展会政策，支持中西部地区会展经济发展。中国-东盟博览会、中国-俄罗斯博览会、中国-阿拉伯国家博览会、中国-南亚博览会暨中国昆明进出口商品交易会等在展期内销售的免税额度内的进口展品免征进口关税和进口环节增值税、消费税。
- 财政部发函，就调整《新冠肺炎疫情相关租金减让会计处理规定》适用范围征求意见。意见稿将适用《规定》简化方法的租金减让期间延长一年，即将“减让仅针对 2021 年 6 月 30 日前的应付租赁付款额”调整为“减让仅针对 2022 年 6 月 30 日前的应付租赁付款额”。
- 财政部、税务总局发布关于实施小微企业和个体工商户所得税优惠政策的公告。公告提出，对小型微利企业年应纳税所得额不超过 100 万元的部分，在《财政部 税务总局关于实施小微企业普惠性税收减免政策的通知》第二条规定的优惠政策基础上，再减半征收企业所得税。对个体工商户年应纳税所得额不超过 100 万元的部分，在现行优惠政策基础上，减半征收个人所得税。本公告执行期限为 2021 年 1 月 1 日至 2022 年 12 月 31 日。
- 国家发改委、科技部发布关于深入推进全面创新改革工作的通知。通知提出，赋予科研人员职务科技成果所有权和长期使用权，制定科技成果转化尽职免责负面清单和容错机制。包容审慎监管新产业新业态。探索建立数据资源产权、交易流通和安全保护等基础制度和标准规范，促进平台经济和共享经济健康发展，鼓励支持自主创新产品迭代应用，加强知识产权司法保护和行政执法。
- 海南自贸港企业新增境外直接投资所得免税，本次目录包含高新技术产业、旅游业、现代服务业三大产业。其中，高新技术产业共包含 36 类 324 项，旅游业共包含 6 类 14 项，现代服务业共包含 22 类 131 项。对注册在海南自由贸易港并实质性运营的，且主营业务属于目录内项目的企业，2025 年前新增境外直接投资取得的所得，免征企业所得税。
- 《深圳经济特区政府投资项目管理条例（征求意见稿）》发布。《条例》聚焦从全过程、全链条、全生命周期的角度完善政府投资管理制度设计，加强对政府投资的规范化、标准化和数字化管理，推动政府投资高质量发展。

- 国务院金融委召开第五十次会议，研究加强地方金融机构微观治理和金融监管等工作。会议强调，要保持宏观金融政策的连续性、稳定性和可持续性，执行好稳健的货币政策，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定，促进经济平稳健康运行。要保持物价基本稳定，特别是关注大宗商品价格走势。要坚持“建制度、不干预、零容忍”，继续加强资本市场基础制度建设，更好保护投资者利益，促进资本市场平稳健康发展。
- 海南自贸港放宽市场准入 22 条特别措施发布，涉及到医疗、金融、文化教育、商业航天、种业、新能源汽车等多个领域，支持海南高端医美产业发展，探索将国产网络游戏试点审批权下放海南，支持海南统一布局新能源汽车充换电基础设施建设和运营。
- 住建部副部长倪虹约谈广州、合肥、宁波、东莞、南通等 5 个城市政府负责人，要求充分认识房地产市场平稳健康发展的重要性，牢牢把握“房子是用来住的、不是用来炒的”定位，不将房地产作为短期刺激经济的手段，切实扛起城市主体责任，确保实现稳地价、稳房价、稳预期目标。
- 国务院金融委会议要求，金融管理部门要加强对股东和实际控制人、风险集中度、关联交易等监管。地方金融机构要完善公司治理，加强风险管理，强化审慎经营，不过度追求规模扩张和发展速度。要进一步厘清政府和市场边界，纠正不当干预行为，改善区域金融生态环境，激发地方金融机构的创造创新活力。
- 财政部、国家税务总局公告，制造业企业开展研发活动中实际发生的研发费用，未形成无形资产计入当期损益的，在按规定据实扣除的基础上，自 2021 年 1 月 1 日起，再按照实际发生额的 100%在税前加计扣除；形成无形资产的，按照无形资产成本 200%在税前摊销。
- 发改委就新能源上网电价政策征求相关部门意见。根据意见稿，今年起新备案集中式光伏电站、工商业分布式光伏和新核准陆上风电项目，中央财政不再补贴。今年新建项目保障收购小时数以内的发电量，上网电价继续按“指导价+竞争性配置”方式形成。
- 财政部：“十四五”期间将健全以所得税和财产税为主体的直接税体系，逐步提高其占税收收入的比重；进一步完善综合与分类相结合的个人所得税制度，积极稳妥推进房地产税立法和改革；后移消费税征收环节并稳步下划地方，结合消费税立法统筹研究推进改革。
- IMF 发布最新一期《世界经济展望报告》预计，中国经济今年将增长 8.4%，较 1 月份预测值上调 0.3 个百分点。
- 清明假期出游需求集中爆发，2021 年清明节假期全国国内旅游出游 1.02 亿人次，按可比口径同比增长 144.6%，恢复至疫前同期的 94.5%。实现国内旅游收入 271.68 亿元，同比增长 228.9%，恢复至疫前同期的 56.7%。
- 新华社发表署名“辛识平”文章称，教育部相关负责人表示，今年教育部将把校外培训机构治理列入重点工作任务；消息传来，社会反响热烈；虚火过旺、乱象纷呈的校外培训市场，确实到了该下猛药治理的时候了。

大类资产表现

A 股：周期股跟随周期品价格上涨

周期强劲。本周市场指数跌多涨少，领涨的指数包括上证红利（1.35%）、中证 1000（0.6%）、中证 500（0.14%），领跌的指数包括中证 100（-3%）、上证 50（-2.84%）、中小板指（-2.49%）。行业方面分化明显，领涨的行业有钢铁（7.39%）、煤炭（3.58%）、有色金属（2.87%），领跌的行业有餐饮旅游（-5.21%）、食品饮料（-4.96%）、电力设备（-3.16%）。本周消费再度调整，周期股受益于业绩大幅上升和 PPI 同比超预期影响涨幅明显。

图表 4. 权益类资产本周涨跌幅

市场指数（%）		行业指数（%）		主题指数（%）	
上证红利	1.35	钢铁	7.39	燃料电池指数	7.09
中证 1000	0.60	煤炭	3.58	共享单车指数	4.14
中证 500	0.14	有色金属	2.87	稀土永磁指数	3.93
中小板指	(2.49)	电力设备	(3.16)	生物识别指数	(2.00)
上证 50	(2.84)	食品饮料	(4.96)	白马股指数	(2.16)
中证 100	(3.00)	餐饮旅游	(5.21)	污水处理指数	(2.69)

资料来源：万得，中银证券

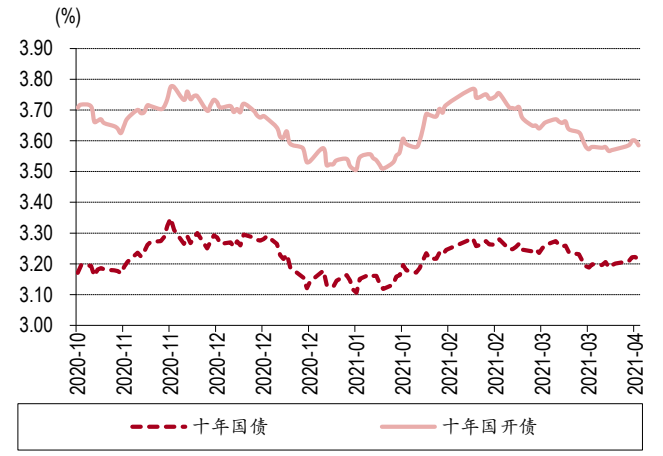
A 股一周要闻（新闻来源：万得）

- 燃料电池|据上海证券报报道，财政部等 5 部门近日下发通知，拟将京沪粤冀豫等地纳入燃料电池汽车示范应用城市群。按照要求，上述城市将把此前报送的实施方案进行修改之后在 4 月 30 日前上报给 5 部门，并由专家委员会进行评审并确定最终名单。据业内人士预计，示范城市项目有望在近两个月内启动实施。
- 航空运输|五一小长假就在眼前，今年的五一假期有 5 天，若拼假 3 天，可连成 9 天长假。加上国内的疫情管控得力，旅游业者预期今年的小长假期间，必然人流如织。
- 通信设备|7 日召开的国务院常务会议部署持续推进网络提速降费，明确大力推进 5G 和千兆光网建设应用等四项举措，让网络提速降费更多惠企利民。
- 智能汽车|工信部 7 日发布《智能网联汽车生产企业及产品准入管理指南（试行）》（征求意见稿），提出智能网联汽车生产企业应依法收集、使用和保护个人信息，实施数据分类分级管理，制定重要数据目录，不得泄露涉及国家安全的敏感信息。
- 通信设备|工信部近日提出，用三年时间，基本建成全面覆盖城市地区和有条件乡镇的“双千兆”网络基础设施。到 2023 年底千兆光纤网络具备覆盖 4 亿户家庭的能力。千兆光网加快布局，“提速”数字中国建设。
- 中医药|贵州省与东盟的中医药及其相关产业经贸互补性强，近年来已成为双方卫生合作的重点领域。中国—东盟中医药产业合作（贵阳）对接会日前召开，与会嘉宾表示，当前双方应以防控疫情为契机，以守护健康为使命，携手推动中医药产业合作发展。
- 旅游、消费|经文化和旅游部数据中心测算，2021 年清明节假期，全国国内旅游出游 1.02 亿人次，按可比口径同比增长 144.6%，恢复至疫前同期的 94.5%。实现国内旅游收入 271.68 亿元，同比增长 228.9%，恢复至疫前同期的 56.7%。
- 钢铁|4 月 2 日，螺纹钢期货主力合约收报 5157 元/吨，为 2011 年 3 月以来新高，今年累计涨幅约 18%。热轧卷板和线材期货均达到期货品种上市以来新高，今年累计涨幅分别为 22%、15%。据测算，当前国内螺纹钢毛利为 2020 年年初以来最佳水平。

债券：利率小幅上行，利差继续走平

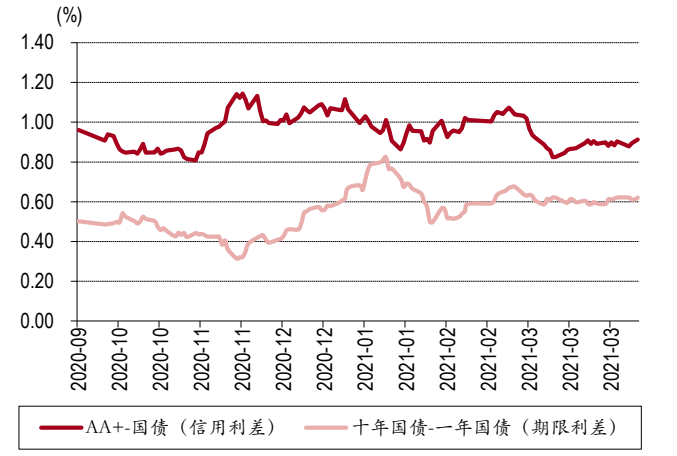
债市整体相对平稳，利差持续走平，关注信用利差的变化趋势。十年期国债收益率周五收于 3.21%，本周上行 2BP，十年国开债收益率周五收于 3.59%，较上周五上行 2BP。本周期限利差上行 1BP 至 0.62，信用利差上行 3BP 至 0.67。

图表 5. 十年国债和十年国开债利率走势



资料来源：万得，中银证券

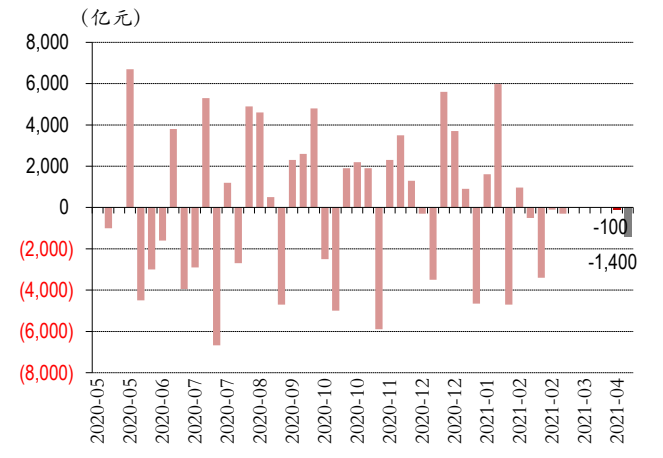
图表 6. 信用利差和期限利差



资料来源：万得，中银证券

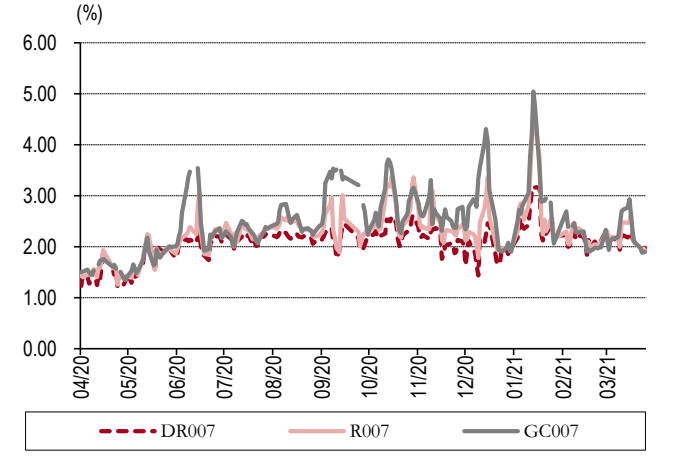
央行小幅净回笼资金。本周央行在公开市场结束 0 投放资金，净回笼 100 亿元，但整体货币拆借环境依然较宽松，周五 R007 利率收于 1.93%，交易所资金 GC007 利率收于 1.89%。从拆借利率波动和央行公开市场操作来看，央行合意的资金波动下限或在 2%，在债市收益率波动相对平稳的背景下，预计央行不会加大公开市场操作力度。

图表 7. 央行公开市场操作净投放



资料来源：万得，中银证券

图表 8. 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）

- 根据中债登和上清所最新数据，3 月境外机构合计减持中国债券 90 亿元，为 2018 年 11 月来首降。
- 据 21 世纪经济报道，国资委下发《关于加强地方国有企业债务风险管控工作的指导意见》后，又下发《关于报送地方国有企业债务风险管控情况的通知》，研究制定了地方国有企业债务风险和债券风险监测报表，要求权益类永续债占净资产比例不得超 40%。
- 上海清算所为我国首个信用违约互换（CDS）指数——“CFETS-SHCH-GTJA 高等级 CDS 指数”提供逐笔清算服务；后续将适时将 CDS 指数纳入中央对手清算。

大宗商品：关注国际大宗商品价格波动对国内的影响

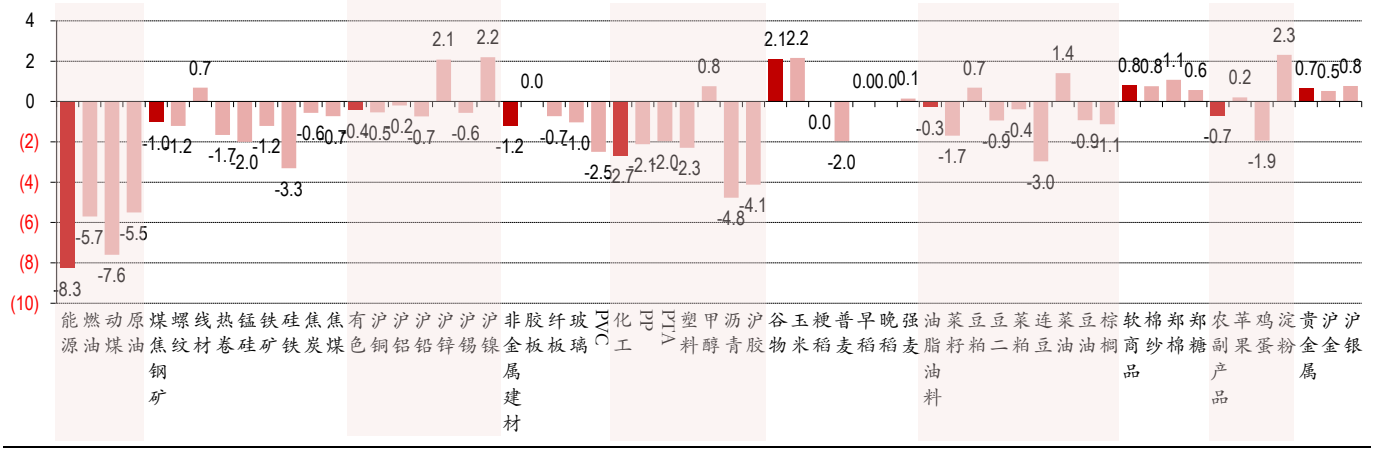
国内大宗商品价格调整。本周商品期货指数下跌 1.49%。从各类商品期货指数来看，上涨的有谷物（2.09%）、贵金属（0.67%），下跌的有油脂油料（-0.29%）、有色金属（-0.43%）、煤焦钢矿（-1.02%）、非金属建材（-1.19%）、化工（-2.7%）、能源（-8.27%）。各期货品种中，本周涨幅较大的大宗商品有淀粉（2.31%）、沪镍（2.2%）、玉米（2.17%），跌幅靠前的则有动煤（-7.59%）、燃油（-5.7%）、原油（-5.5%）。虽然国内大宗商品价格下跌，但考虑到国际大宗商品价格可能持续受到美国财政刺激计划影响，需要关注海外对国内的影响。

图表 9. 大宗商品本周表现

商品 -1.49%	能源 -8.27%	煤焦钢矿 -1.02%
有色金属 -0.43%	非金属建材 -1.19%	化工 -2.7%
谷物 +2.09%	油脂油料 -0.29%	贵金属 +0.67%

资料来源：万得，中银证券

图表 10. 本周大宗商品涨跌幅（%）



资料来源：万得，中银证券

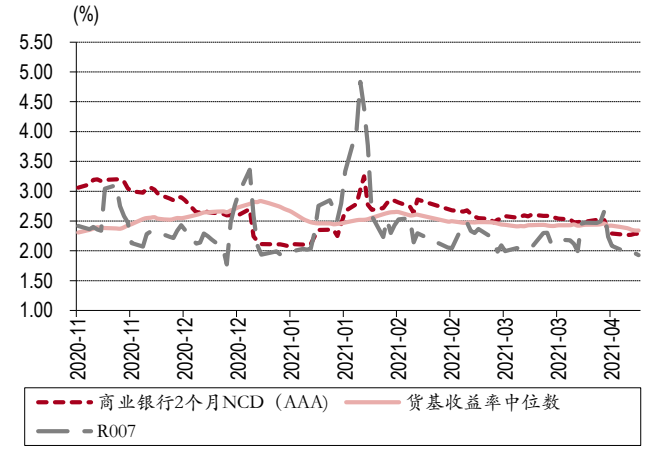
大宗商品一周要闻（新闻来源：万得）

- 世界黄金协会：3 月份全球黄金 ETF 持仓下降 107.5 吨，为五个月来出现的第四次净流出。其中，欧洲地区的黄金 ETF 共流出 45.3 吨（-2.9%）。以中国为首的亚洲黄金 ETF 基金则再次出现 7.2 吨的强劲净流入（+5.8%）。
- 世界黄金协会：各国央行在 2 月重启净买入黄金模式，全球黄金储备在 2 月间增加 8.8 吨；今年迄今，全球央行净卖出黄金 16.7 吨，为 10 多年来最弱的开局。
- 联合国粮食及农业组织发布的全球食品价格最新月度报告显示，3 月全球食品价格连续第 10 个月上涨，达到 2014 年 6 月以来最高水平。报告显示，3 月粮农组织食品价格指数为 118.5 点，环比上升 2.1%。
- 泰国 20/21 榨季于 3 月 31 日结束甘蔗压榨，共计压榨甘蔗 6665.88 万吨，同比减少 11%，产糖 757 万吨，同比下降 8.5%，为 09/10 榨季以来最低水平。
- 知情人士透露，国家发改委召集能源局煤炭司、国铁集团货运部、各央企电力集团、神华、中煤等开会，要求增产增供，按冬季最高产量组织煤矿生产，给各煤矿设定指标。稳定煤价，发挥长协压舱石作用，不准跟风涨价。
- 国家粮油信息中心预测，2020/21 年度我国棕榈油进口量 610 万吨，同比减少 62 万吨，主因棕榈油价格上涨抑制消费需求，但由于棕榈油仍具有较高性价比，支持进口量维持高位。
- EIA 短期能源展望报告：2021 年全球原油需求增速预期为 550 万桶/日，此前预计为 532 万桶/日；预计 2021 年 WTI 原油价格为 58.89 美元/桶，此前预期为 57.24 美元/桶；预计 2021 年布伦特原油价格为 62.28 美元/桶，此前预期为 60.67 美元/桶。

货币类：收益率快速走低

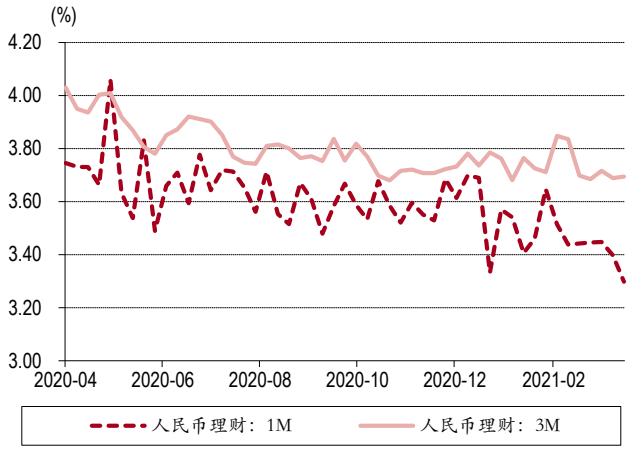
1 个月人民币理财收益率下行至 3.3%。本周余额宝 7 天年化收益率上行 2BP，周五收于 2.23%；人民币 3 个月理财产品预期年化收益率上行 1BP 收于 3.69%。本周万得货币基金指数上涨 0.04%，货币基金 7 天年化收益率中位数周五收于 2.34%。央行结束了连续四周的公开市场 0 投放，但货币拆借环境依然比较宽松，预计短期理财产品收益率下行有底。

图表 11. 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 12. 理财产品收益率曲线

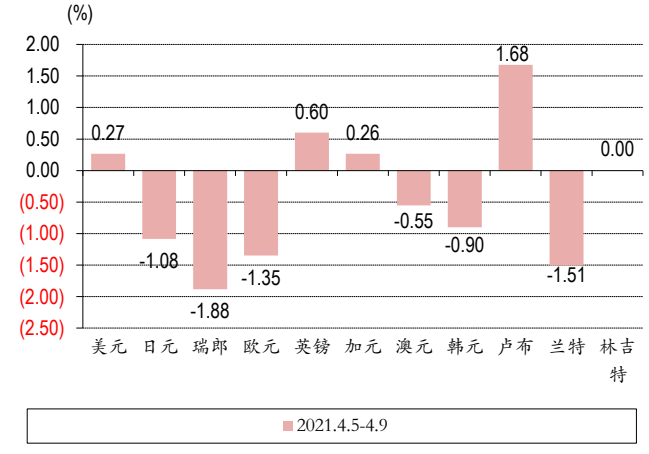


资料来源：万得，中银证券

外汇：人民币汇率波动加大

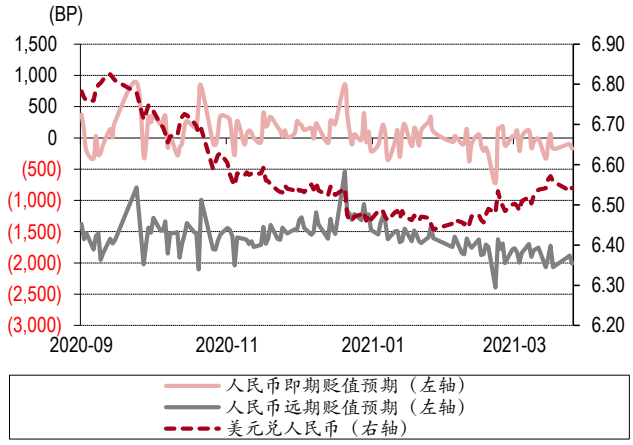
人民币兑美元中间价本周下行-175BP，至 6.5409。本周人民币对卢布(1.68%)、英镑(0.6%)、美元(0.27%)、加元(0.26%)、林吉特(0%)升值，对澳元(-0.55%)、韩元(-0.9%)、日元(-1.08%)、欧元(-1.35%)、兰特(-1.51%)、瑞郎(-1.88%)贬值。人民币对美元开始加大双向波动。

图表 13. 本周人民币兑主要货币汇率波动



资料来源：万得，中银证券

图表 14. 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

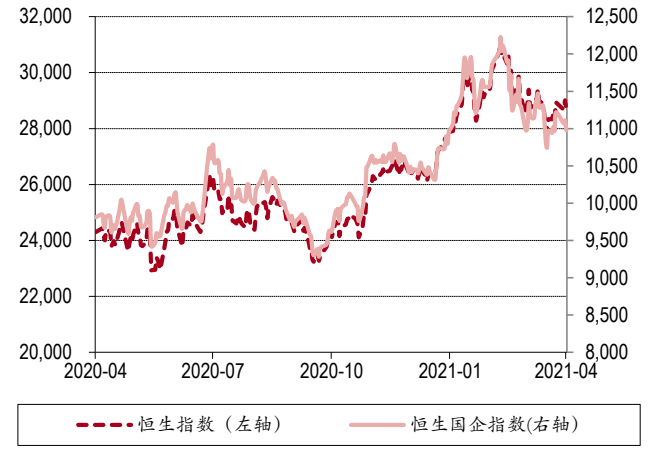
外汇市场一周要闻（新闻来源：万得）

- 2020 年人民币汇率快速升值，离岸汇率最高升破 6.5。统计显示，在目前已发布年报的 A 股上市公司中，合计汇兑净损失 100.33 亿元，相对于 2019 年 1.03 亿元明显增加。
- 中国 3 月外汇储备 31700.3 亿美元，环比下降 349.6 亿美元。3 月末黄金储备持平于 6264 万盎司。外汇局表示，外汇储备下降主要是汇率折算和资产价格变化等因素综合作用。

港股：美元资产成为国际投资热点

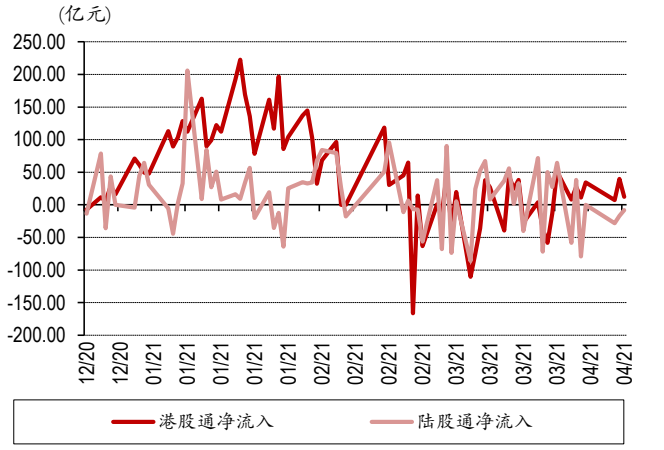
北上资金净流出。本周恒生指数下跌 0.83%，恒生国企指数下跌 2.14%，AH 溢价指数上行 0.11 收于 133.14。行业方面本周领涨的有原材料业（4.81%）、综合业（2.19%）、工业（0.51%），跌幅靠前的有资讯科技业（-3.82%）、能源业（-1.54%）、医疗保健业（-1.36%）。本周南下资金总量 104.6 亿元，同时北上资金总量-132.29 亿元。2021 年美元资产流动性充裕，受益于低基数增速超群，不利的是估值处于历史较高水平，在美联储宽松货币政策不改的情况下，美元资产在全球经济复苏过程中可能持续吸引国际资本净流入。

图表 15. 恒指走势



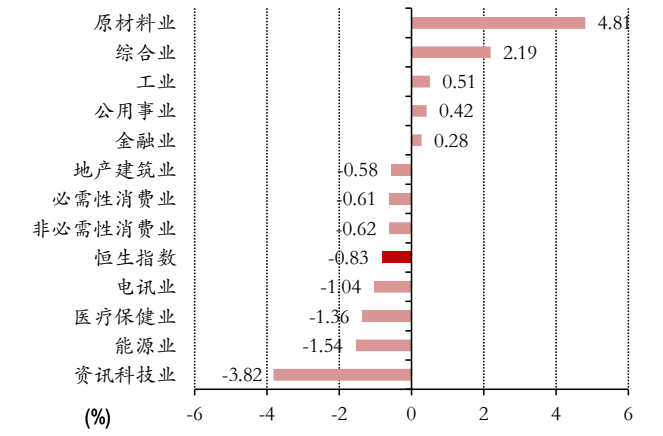
资料来源：万得，中银证券

图表 16. 陆港通资金流动情况



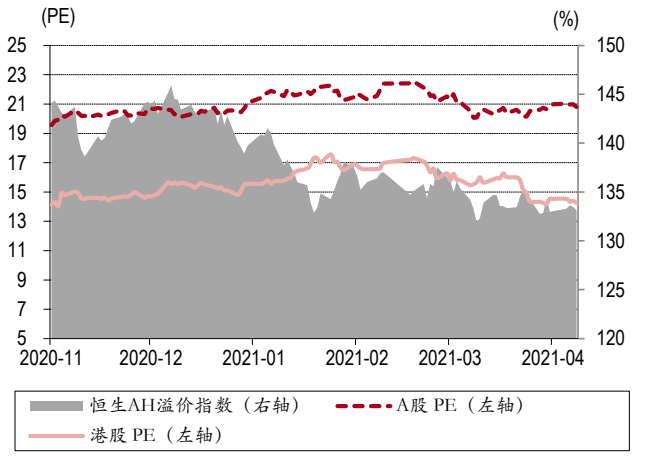
资料来源：万得，中银证券

图表 17. 港股行业涨跌幅（%）



资料来源：万得，中银证券

图表 18. 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）

- 负责欧盟贸易事务专员瓦尔迪斯• 东布罗夫斯基表示，欧盟已经向美国提议互免 6 个月的部分商品关税，以便达成谈判解决方案。
- 美国总统拜登寻求 2022 财年财政预算增加 8.4%至 1.52 万亿美元。根据美国国会预算办公室的数据，2021 财年的前 6 个月，美国联邦财政赤字已经达到 1.7 万亿美元。
- 欧洲央行行长拉加德：经济复苏虽然延迟，但没有偏离路径；2021 年下半年经济复苏更快；市场已经理解欧洲央行的意图；如有需要，将延长或扩大紧急抗疫购债计划（PEPP）。
- 新加坡贸工部宣布已经完成区域全面经济伙伴关系协定（RCEP）的核准，并于当天将核准书提交东盟秘书长。新加坡成为首个完成官方核准程序的东盟国家。

- 美国 3 月 PPI 环比升 1%，预期升 0.5%，前值升 0.5%；同比升 4.2%，创 2011 年以来新高，预期升 3.8%，前值升 2.8%。
- 二十国集团（G20）财政部长和央行行长同意延长暂缓最贫困国家债务偿付倡议（DSSI）到 2021 年年底，同时呼吁国际货币基金组织（IMF）制定总额为 6500 亿美元的特别提款权分配方案，以帮助应对新冠疫情和促进全球经济复苏。
- 美国财政部仍然计划逐步地缩减现款结存；美国财政部“高度关注”货币市场交易状况；美国监管机构正在全面观察美国国债市场弹性。
- 美联储主席鲍威尔：一次性的价格上涨不是持续的通货膨胀；美国已经经历了 25 年的低通胀；不要指望由于供应紧张而导致的价格上涨会重复出现；预计高通胀是暂时的；美联储有工具来抑制过高的通胀，对付通货膨胀的传统手段是提高利率；美联储甚至不应该在美国仍处于危机的康复阶段讨论政策变化。
- 欧洲央行会议纪要显示，基于对当前融资条件和通胀前景有利性联合评估，欧洲央行首席经济学家连恩提议，二季度根据紧急抗疫购债计划（PEPP）进行的净购债将比今年头几个月速度快得多，需要特别关注主权债券收益率和无风险利率。
- 日本央行总资产达到该国 GDP 约 1.3 倍。报告显示，截至 2020 财年末，日本央行总资产比上年末增加 109 万亿日元，达 714 万亿日元，创 2016 年以来新高。
- 美联储会议纪要称将坚持宽松货币政策立场以促进经济复苏，鲍威尔称可在两次会议之间调整管理利率。纪要显示，官员们认为取得实质性进展需要一段时间，不需要经常重新调整指引；不担心美债收益率走高，认为反映经济前景改善和国债发行增加。与会者一致认为，尽管经济有所好转，但经济仍远未达到美联储的目标，疫情仍是前景的巨大风险。鲍威尔会上指出，货币市场利率可能面临下行压力，调整超额准备金利率（IOER）和隔夜逆回购利率或为合适之举。
- 二十国集团财长与央行行长联合公报草案显示，各方承诺保持警惕，避免任何过早退出经济支持措施，以及在今年年中之前就对跨国公司征税的全球规则达成协议，并同意通过新的特别提款权（SDR）拨款，将 IMF 援助资源增加 6500 亿美元，以帮助脆弱国家应对疫情。意大利财政部发表的声明特别指出，由意大利倡议恢复设立、中国和美国任联合主席的 G20 可持续金融研究小组逐步成熟，可针对经济可持续的紧迫议题制定相应计划。
- 美国财政部公布全球和美国国内的增税计划提议。美国计划在 10 年内将超过 2 万亿美元的企业税基汇回国内，通过终止利润转移，10 年内将产生 7000 亿美元的税收。美国财政部预计企业未来 15 年的税收计划将为美国带来约 2.5 万亿美元收入。
- IMF 发布最新一期《世界经济展望报告》，预计 2021 年全球经济将增长 6%，增速高于此前预期 0.5 个百分点。报告预计，今年发达经济体经济将增长 5.1%，新兴市场和发展中经济体经济将增长 6.7%。其中，美国经济将增长 6.4%，欧元区经济将增长 4.4%，日本经济将增长 3.3%。
- 美国财长耶伦：考虑到长期“伤痕效应”，美国决定采取大规模的援助措施；预计美国经济会迅速复苏，明年恢复充分就业；鼓励各国政府不要过快撤回支持措施。
- 澳洲联储按兵不动，符合市场预期。澳洲联储主席洛威表示，鉴于房价上涨和低利率的环境，该行将仔细监测住房借贷的趋势，维持贷款标准很重要。澳洲 3 月房价跳涨幅度创 1988 年以来之最。
- 美国财长耶伦：就业市场在未来几个月将变得更加强劲；现在的风险是“不对称”的，担忧经济刺激力度不够；对美国总统拜登的基础设施计划将导致通胀压力表示怀疑；呼吁其他国家避免提前收紧财政政策；再次呼吁实施全球性最低税率，结束竞相逐底。
- 美国 3 月 ISM 非制造业 PMI 为 63.7，创 1997 年有数据统计以来新高，预期为 58.5，前值为 55.3。机构点评称，最新迹象表明，在增加疫苗接种和大规模财政刺激措施的推动下，美国经济正在蓬勃发展。
- 法国经济部长表示，由于法国出台新一轮全国性防疫限制措施，将会把 2021 年的经济增长预期从 6%下调至 5%。

下周大类资产配置建议

3 月通胀超预期。3 月 CPI 同比上涨 0.4%，预期涨 0.2%，前值降 0.2%；PPI 同比上涨 4.4%，涨幅比 2 月扩大 2.7 个百分点。3 月 CPI 同比由降转涨，PPI 涨幅扩大，价格总体稳定；从同比看，由于翘尾负向影响大幅减弱，CPI 由 2 月下降 0.2%转为上涨 0.4%，食品中，猪肉价格下降 18.4%，降幅扩大 3.5 个百分点。从环比看，受国际大宗商品价格上涨等因素影响，PPI 上涨 1.6%，涨幅比 2 月扩大 0.8 个百分点。虽然 CPI 同比依然在低位，且年内压力较小，但仍需关注国际大宗商品价格上行对 CPI 的传导效应。

IMF 上调全球经济增长预期至 6%。IMF 发布最新一期《世界经济展望报告》，预计 2021 年全球经济将增长 6%，增速高于此前预期 0.5 个百分点。报告预计，今年发达经济体经济将增长 5.1%，新兴市场和发展中经济体经济将增长 6.7%。其中，美国经济将增长 6.4%，欧元区经济将增长 4.4%，日本经济将增长 3.3%，中国经济增长 8.4%。2021 年全球经济复苏将是不平衡的，全球经济复苏的核心是中美，但发展中国家由于新冠疫情控制和财政货币政策空间等约束，恢复程度将落后全球。

人民币资产以稳取胜。2021 年全球经济以复苏为主，复苏的两大亮点，一是美国加大财政刺激，加速经济恢复进程，二是中国货币政策稳健，财政政策结构性调整，巩固经济复苏成果。受经济体量大、增速上升快、刺激政策力度加大影响，美元资产对国际资本回流的吸引力加大，但与之对应的是经济复苏过程中，美元风险资产的估值高，将导致波动性加大。人民币资产相较之下优势在于中长期增速相对较高，政策的持续性和稳定性较好，估值在历史中枢附近，因此人民币资产的韧性更好。2021 年全球仍面临新冠疫情的不确定性和通胀上升的确定性，我们认为人民币资产的稳定性将成为投资者关注的重点之一。大类资产配置顺序：大宗>股票>债券>货币。

风险提示：全球通胀上行速度和幅度过快；全球流动性回流美债。

图表 19. 本期观点（2021.4.12）

宏观经济		本期观点	观点变化
一个月内	=	经济复苏斜率向下	不变
三个月内	=	关注宏观审慎监管政策的调整	不变
一年内	+	经济回到潜在增速水平	不变
大类资产		**本期观点**	**观点变化**
股票	+	上半年业绩同比高增长确定性较强	超配
债券	=	利率债收益率处于较高水平	标配
货币	-	收益率将在 2.5%左右波动	低配
大宗商品	+	全球通胀预期依然强劲	超配
外汇	=	人民币资产具备全球比较优势但波幅加大	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 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 个月内超越基准指数 10%-20%；

中　　性：预计该公司股价在未来 6 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 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 个月内表现强于基准指数；

中　　性：预计该行业指数在未来 6 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 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刊载或转发的，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