

大类资产配置周报(2021.4.4)

外部环境的不确定性影响投资者风险偏好

美国再推基建刺激计划。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 月制造业 PMI 为 51.9，非制造业 PMI 为 56.3。
- **要闻：**深交所主板与中小板合并 4 月 6 日正式实施；区域性国资国企综改试验扩围升级；房地产金融监管正在从个人端口和企业端口全面强化；央行发布公告，要求所有贷款产品明示贷款年化利率；美国总统拜登公布一项 2 万亿美元的基础设施计划。

资产表现回顾

- **股市反弹，债市基本保持平稳。**本周沪深 300 指数上涨 2.45%，沪深 300 股指期货上涨 2.09%；焦煤期货本周上涨 2.98%，铁矿石主力合约本周下跌-9.03%；股份制银行理财预期收益率下跌-3BP 至 3.69%，余额宝 7 天年化收益率上涨 3BP 至 2.22%；十年国债收益率下行 0BP 至 3.2%，活跃十年国债期货本周下跌-0.03%。

资产配置建议

- **资产配置排序：大宗>股票>债券>货币。**由于 2020 年经济增长低基数原因，此前市场更关注的是 2021 年国内经济确定性的高增长。但随着新冠疫苗普及、美国大规模财政刺激落地、全球经济增速一再上调等事件得到确定，对全球经济前景的乐观预期被市场充分挖掘。对人民币资产来说，2021 年至今已经出现迹象但尚未完全形成一致预期的是中美摩擦的发展方向。从近期美国提出大规模基建刺激计划来看，美国遏制中国的努力“半途而废”的可能性渺茫，考虑到外部环境不确定性持续存在，国内风险偏好短时间或难上升，对 A 股来说经济的增长更多体现在夯实估值基础方面。外部环境的变化可能需要关注国际通胀的走势和新冠疫情的控制程度。
- **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（2021.4.4）

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

《全球资本市场波动加大：大类资产配置周报》2021.2.21

《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

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

A 股领衔风险资产反弹.....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：核心资产归来.....8

债券：利差走平.....9

大宗商品：能源钢铁价格回升.....10

货币类：短端理财收益率走低.....11

外汇：人民币汇率继续调整.....11

港股：美国基建计划提振国际市场.....12

下周大类资产配置建议.....15

图表目录

本期观点（2021.4.4） 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（2021.4.4） 15

一周概览

A 股领衔风险资产反弹

股市反弹，债市基本保持平稳。本周沪深 300 指数上涨 2.45%，沪深 300 股指期货上涨 2.09%；焦煤期货本周上涨 2.98%，铁矿石主力合约本周下跌-9.03%；股份制银行理财预期收益率下跌-3BP 至 3.69%，余额宝 7 天年化收益率上涨 3BP 至 2.22%；十年国债收益率下行 0BP 至 3.2%，活跃十年国债期货本周下跌-0.03%。

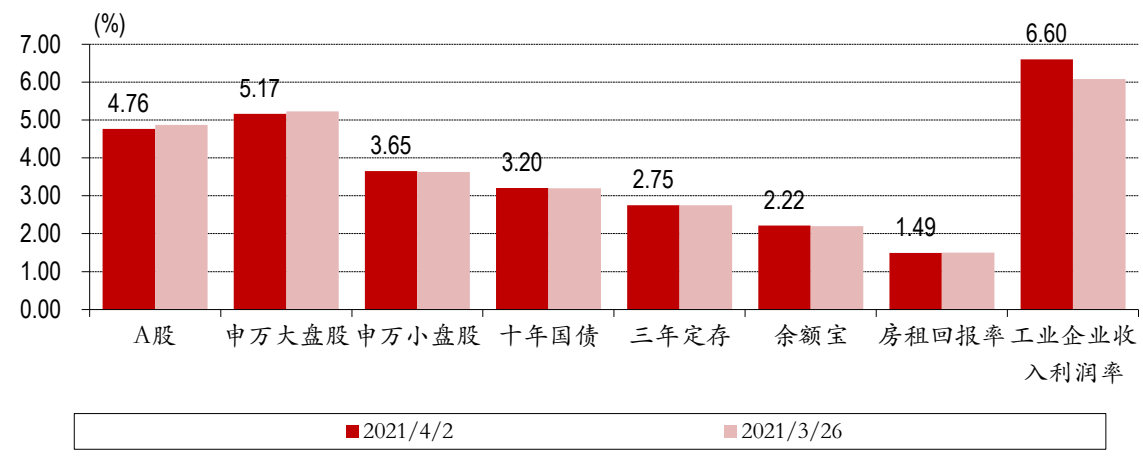
图表 1. 代表性资产一周表现和配置建议

股票	沪深 300 +2.45% 沪深 300 期货 +2.09% 本期评论：A 股基本面有全球比较优势 配置建议：超配	**债券**	10 年国债到期收益率 3.2%/本周变动 0BP 活跃 10 年国债期货-0.03% 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 -9.03% 焦煤期货 +2.98% 本期评论：全球复苏和财政刺激推升通胀 配置建议：标配	**保守资产**	余额宝 2.22%/本周变动 +3BP 股份制理财 3M 3.69%/本周变动 -3BP 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 PMI 指数强劲超预期。本周 A 股普涨，大盘股估值上升，小盘股估值继续小幅调整。本周央行在公开市场操作中继续 0 投放，资金拆借利率在度过季末时点后有所下行，周五 R007 利率收于 2.08%，GC007 利率收于 2.1%。本周十年国债收益率保持不变，收于 3.2%。3 月制造业 PMI 指数上行大幅超预期，从细项数据来看，各方面均有明显好转，特别是两个方面，一是订单和新出口订单大幅上升，二是价格依然强劲上涨。前者表明国内经济复苏趋势依然向好，且受益于国际经济复苏趋势向好，后者则存在一定隐患，出厂价格持续较购进价格走低，可能压缩制造业企业盈利空间，另一方面产品价格上行可能给 PPI 带来较大压力。

图表 2. 大类资产收益率横向比较



资料来源：万得，中银证券

美元指数站上 93，大宗商品涨势趋缓。股市方面，本周 A 股指数普涨，领涨的指数是创业板指（3.89%），涨幅靠后的指数是中小板指（1.82%）；港股方面恒生指数上涨 2.13%，恒生国企指数上涨 2.29%，AH 溢价指数下行-1.22 收于 133.03；美股方面，标普 500 指数本周上涨 1.14%，纳斯达克上涨 2.6%。债市方面，本周国内债市普涨，中债总财富指数本周上涨 0.11%，中债国债指数上涨 0.08%，金融债指数上涨 0.1%，信用债指数上涨 0.08%，分级债 A 下跌 0%；十年美债利率上行 5 BP，周五收于 1.72%。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 3 BP，周五收于 2.22%。期货市场方面，NYMEX 原油期货上涨 0.44%，收于 61.24 美元/桶；COMEX 黄金下跌-0.12%，收于 1730.3 美元/盎司；SHFE 螺纹钢上涨 6.4%， LME 铜下跌-1.75%， LME 铝下跌-2.96%；CBOT 大豆上涨 0.09%。美元指数上涨 0.3%收于 93。VIX 指数下行至 17.33。本周受益于美国 2 万亿美元基建计划提出，风险资产再受提振，但由于市场对美国复苏预期支撑美元，导致美元计价的大宗商品价格有所调整。

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	2021/3/29 上期涨跌幅	- 本月以来	2021/4/2 今年以来
股票	000001.SH	上证综指	3,484.39	1.93	0.40	(0.70)	0.33
	399001.SZ	深证成指	14,122.61	2.56	1.20	(2.65)	(2.41)
	399005.SZ	中小板指	9,114.22	1.82	0.58	(6.11)	(4.51)
	399006.SZ	创业板指	2,852.23	3.89	2.77	(2.12)	(3.84)
	881001.WI	万得全 A	5,336.36	1.88	0.64	(1.47)	(1.58)
	000300.SH	沪深 300	5,161.56	2.45	0.62	(3.28)	(0.95)
债券	CBA00301.C	中债总财富指数	204.03	0.11	0.18	0.64	0.94
	CBA00603.C	中债国债	196.74	0.08	0.24	0.85	0.80
	CBA01203.C	中债金融债	203.45	0.10	0.23	0.69	0.62
	CBA02703.C	中债信用债	190.79	0.08	0.13	0.52	0.96
	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	1,592.62	0.04	0.05	0.22	0.60
大宗商品	CL.NYM	NYMEX 原油	61.24	0.44	(1.17)	(0.42)	26.22
	GC.CMX	COMEX 黄金	1,730.30	(0.12)	(0.58)	0.09	(8.70)
	RB.SHF	SHFE 螺纹钢	5,157.00	6.40	3.46	10.40	19.76
	CA.LME	LME 铜	8,805.00	(1.75)	(1.18)	(3.00)	13.38
	AH.LME	LME 铝	2,230.00	(2.96)	0.35	3.50	12.65
	S.CBT	CBOT 大豆	1,401.75	0.09	(1.04)	(0.18)	6.92
货币	-	余额宝	2.22	3 BP	1 BP	-3 BP	-12 BP
	-	银行理财 3M	3.69	-3 BP	3 BP	-15 BP	-9 BP
外汇	USDX.FX	美元指数	93.00	0.30	0.84	2.27	3.39
	USDCNY.IB	人民币兑美元	6.56	(0.31)	(0.56)	(1.58)	(0.33)
	EURCNY.IB	人民币兑欧元	7.73	(0.32)	0.69	1.58	3.86
	JPYCNY.IB	人民币兑日元	5.94	0.68	0.15	2.53	6.39
港股	HSI.HI	恒生指数	28,938.74	2.13	(2.26)	(0.14)	6.27
	HSCEI.HI	恒生国企	11,217.41	2.29	(2.82)	(0.26)	4.46
	HSAHP.HI	恒生 AH 溢价	133.03	(1.22)	0.89	(4.52)	(6.73)
美国	SPX.GI	标普 500	4,019.87	1.14	1.57	5.48	7.02
	IXIC.GI	NASDAQ	13,480.11	2.60	(0.58)	2.18	4.59
	UST10Y.GBM	十年美债	1.72	5 BP	-7 BP	28 BP	79 BP
	VIX.GI	VIX 指数	17.33	(8.11)	(9.98)	(38.00)	(23.82)
	CRBFD.RB	CRB 食品	430.32	(1.05)	1.80	7.10	18.85

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 月官方制造业 PMI 为 51.9，前值 50.6；非制造业 PMI 为 56.3，前值 51.4。两项数据双双回升且超出市场预期，表明我国经济总体延续扩张态势，且恢复势头有所加快。
- 中共中央政治局审议《关于新时代推动中部地区高质量发展的指导意见》。会议指出，中部地区加快建设现代化基础设施体系和现代流通体系，促进长江中游城市群和中原城市群发展，全面推进乡村振兴，积极服务和融入新发展格局。
- 商务部：力争尽快出台海南自贸港跨境服务贸易负面清单相关工作；在海南清单的基础上，将研究制定自贸区跨境服务贸易负面清单，为建立健全跨境服务贸易负面清单管理制度探索积累经验；另外，电子商务“十四五”计划今年下半年出台。
- 发改委召开一季度经济形势分析行业协会座谈会，就当前重点行业经济运行情况、行业发展面临的困难问题以及应对措施建议听取有关行业协会意见。
- 北京发布年度首批商品住宅用地公告，共计 30 宗，土地面积约 169 公顷，建筑规模约 345 万平方米。此次集中供应的项目中，首次引入房屋销售价格引导机制。
- 《长三角 G60 科创走廊建设方案》发布：到 2022 年，地区研发投入强度达到 3%，战略性新兴产业增加值占地区生产总值比重达到 15%，上市（挂牌）企业数量年均新增 100 家以上，高新技术企业年均新增 3000 家左右。
- 深交所主板与中小板合并 4 月 6 日正式实施。在两板合并业务规则整合过程中，深交所对交易规则、融资融券交易实施细则、高送转指引等 7 件规则进行适应性修订，并取消持续督导专员制度等。截至 3 月 31 日，深市主板有 468 家上市公司，总市值为 9.66 万亿元；中小板有 1004 家上市公司，总市值为 13.15 万亿元；两板总市值为 22.81 万亿元。
- 区域性国资国企综改试验扩围升级。在上海、深圳、沈阳等第一批综改试验取得积极进展和明显成效基础上，浙江杭州、湖北武汉、陕西西安、青岛等第二批综改试验区将尽快制定方案并启动实施，积极打造综改试验升级版。
- 央行发布公告，要求所有贷款产品明示贷款年化利率。适用对象包括但不限于存款类金融机构、汽车金融公司、消费金融公司、小额贷款公司以及为贷款业务提供广告或展示平台的互联网平台等。
- 国家管网集团正式接管原中国石油昆仑能源下属北京管道公司和大连 LNG 公司股权，标志着我国油气体制改革的关键一步——油气主干管网资产整合已全面完成，实现全部油气主干管网并网运行。
- 广东出台文件支持珠海建设新时代中国特色社会主义现代化国际化经济特区，全力建设横琴粤澳深度合作区。推动建设粤澳跨境金融合作（珠海）示范区，加强与澳门在跨境金融、绿色金融、中药材现货交易等领域深度合作。
- 国务院办公厅转发《关于进一步做好铁路规划建设工作意见》，提出严禁以新建城际铁路、市域（郊）铁路名义违规变相建设地铁、轻轨；要全面开放铁路建设运营市场，分类分步推进铁路企业股份制改造和优质资产上市；妥善处理存量债务，严格控制新增债务。
- 五部委联手加大对债券市场信用评级监管。《关于促进债券市场信用评级行业高质量健康发展的通知（征求意见稿）》要求，加强评级方法体系建设，提升评级质量和区分度，对于评级大幅调整行为，评级机构要对评级方法模型进行检查和评估；加强信息披露，强化市场约束机制，鼓励发行人采用多评级，引导扩大投资者付费评级适用范围，发挥多评级以及不同模式评级的交叉验证作用；继续稳步推动评级对外开放，积极培育国内评级机构。
- 房地产金融监管正在从个人端口和企业端口全面强化。银保监会、住建部、人民银行三部门发文，将个人违规挪用经营贷购房的“围堵”扩围至全国所有区域的全部银行业机构。同时，杭州、湖州、西安等地进一步加强房地产开发贷款管理，包括开发贷款资金封闭管理、购地金额来源审查、预售资金监管等多方面，对房企资金管控进一步加深。
- 银保监会引导银行根据小微企业融资特点合理设置贷款期限和还款方式，主动为符合条件的小微企业办理续贷业务。截至 2020 年末，小微企业续贷余额达 2.25 万亿元，同比增长 56.41%；全国“银税互动”类小微企业贷款余额 8156.34 亿元，同比增长 63.21%。

- 系统重要性银行附加监管规定征求意见稿出炉，拟建立附加资本、附加杠杆率、流动性、大额风险暴露等附加监管指标体系。文件对系统重要性银行分五组提出附加资本要求，分别为 0.25%、0.5%、0.75%、1%和 1.5%。另外，“生前遗嘱”将成为系统重要性银行附加监管的一项重要工具。
- 发改委组织召开东北振兴省部联席落实推进工作机制第一次会议，审议《东北全面振兴“十四五”实施方案》等。会议强调，要积极培育健康养老、冰雪经济、文化旅游等新业态；加强黑土地保护，提升粮食综合生产能力。

大类资产表现

A 股：核心资产归来

食品饮料本周领涨。本周市场指数普涨，领涨的指数包括创业板指（3.89%）、深证成指（2.56%）、中证 100（2.47%），涨幅靠后的指数包括上证红利（0.55%）、中证 1000（0.95%）、中证 500（1.2%）。行业方面涨多跌少，领涨的行业有食品饮料（6.63%）、电子元器件（4.84%）、餐饮旅游（4.39%），领跌的行业有非银行金融（-1.39%）、传媒（-1.23%）、综合（-0.96%）。本周食品饮料涨幅远超其他行业，反应出市场或依旧更关心上市公司核心盈利能力。

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（%）	
创业板指	3.89	食品饮料	6.63	芯片国产化指数	6.88
深证成指	2.56	电子元器件	4.84	新疆区域振兴指数	6.37
中证 100	2.47	餐饮旅游	4.39	丝绸之路指数	4.15
中证 500	1.20	综合	(0.96)	核能核电指数	(2.01)
中证 1000	0.95	传媒	(1.23)	环保概念指数	(3.92)
上证红利	0.55	非银行金融	(1.39)	PM2.5 指数	(6.61)

资料来源：万得，中银证券

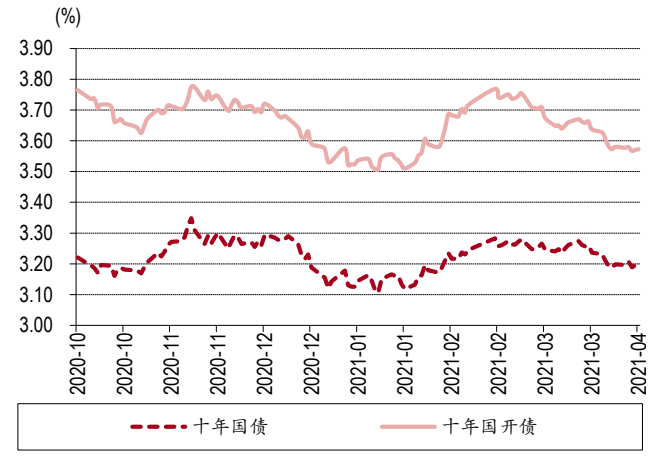
A 股一周要闻（新闻来源：万得）

- 芯片 | 为解决芯片短缺、关键技术“卡脖子”等问题，多部门近期连续出台政策，推出加大技术创新支持、产业链条补短板、优化发展环境等诸多新举措，推进解决制约发展的“芯病”。
- 数字货币 | 据报道，工、农、中、建、交、邮储等中国六大国有银行已经在上海、长沙、深圳等部分试点城市开始推广数字人民币货币钱包。
- 钢铁 | 《经济参考报》记者获悉，正在编制的《钢铁行业碳达峰及降碳行动方案》目前已形成修改完善稿，初步确定行业达峰目标和重点任务。
- 集成电路 | 财政部、海关总署和税务总局近日出台《关于支持集成电路产业和软件产业发展进口税收政策的通知》提出，集成电路线宽小于 65 纳米的逻辑电路、存储器生产企业进口国内不能生产或性能不能满足需求的自用生产性原材料、消耗品等 5 种情形免征进口关税。
- 水处理 | 生态环境部今日上午举行 2021 年 3 月例行新闻发布会，为了推进水环境治理，今年将印发实施《“十四五”黑臭水体治理攻坚战行动方案》，同时编制出台《重点流域水生态环境保护“十四五”规划》等多个顶层设计文件。
- 核电 | 首届中国核能高质量发展大会主旨论坛 30 日举办。与会专家表示，未来五年我国核电的运行规模将超过法国，位居世界第二。展望 2035 年，我国核电在运的规模有望位居世界首位。
- 央企改革 | 经报国务院批准，中国中化集团有限公司与中国化工集团有限公司实施联合重组。重组后，央企最新名录将再减一员，数量降至 96 家。
- 民航 | 随着国内疫情防控形势稳中向好，3 月份旅客出行热度持续升温，国内民航市场持续回暖。
- 数字人民币 | 中国人民银行研究局局长王信 4 月 1 日在国新办发布会上表示，数字人民币将主要用于国内零售支付，此前已在国内多个试点地区进行测试，测试场景越来越丰富，也考虑在条件成熟时、顺应市场需求用于跨境支付交易，这也是可以实现的。
- 旅游、交通 | 清明小长假即将到来，随着疫情防控形势好转，响应“就地过年”倡议的人群纷纷决定返乡或出行，不少热门航线、旅行产品订票情况火爆。

债券：利差走平

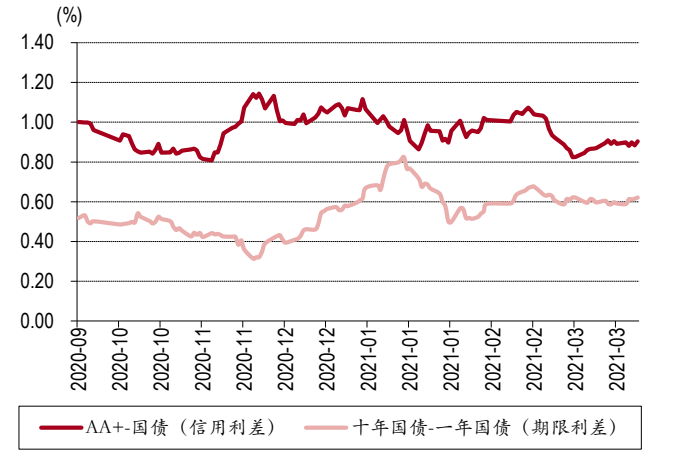
高等级信用债和短久期利率债收益率下行，利差整体维持走平趋势。十年期国债收益率周五收于3.2%，本周上行0BP，十年国开债收益率周五收于3.57%，较上周五下行-1BP。本周期限利差上行3BP至0.62，信用利差下行-3BP至0.64。

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

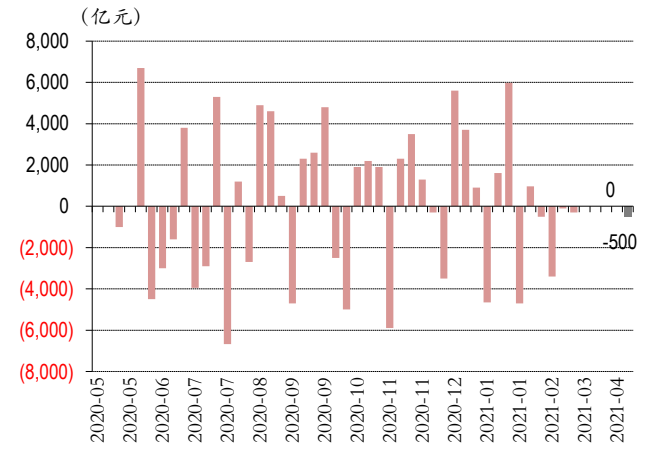
图表6. 信用利差和期限利差



资料来源：万得，中银证券

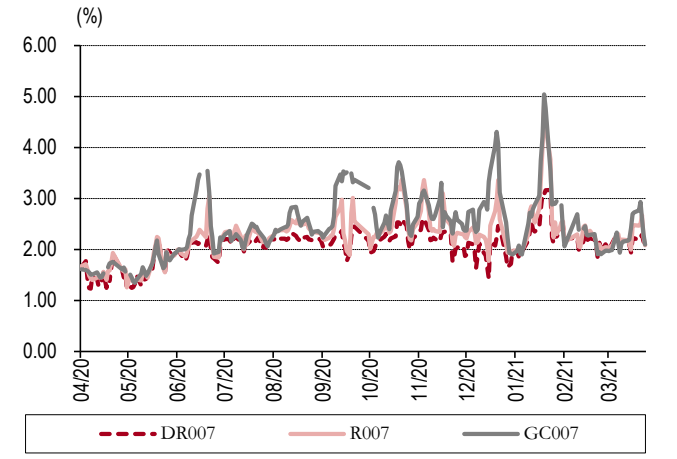
季末后资金拆借利率下行。本周央行在公开市场继续0投放资金，已经是第四周连续0投放，整体货币拆借环境依然较宽松，且季末时点后拆借利率明显回落，周五R007利率收于2.08%，交易所资金GC007利率收于2.1%。央行连续公开市场0投放，或说明监管认为当前的利率波动中枢较为合适。

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）

- 央行金融市场司：中国债券市场表现出比较强的韧性和一定的避险特征；2月末，境外机构持有人民币债规模达到3.7万亿，同比增长62%，占债券市场比重为3.1%，跟国际成熟市场相比较低。
- 央行进一步优化银行间债券市场基础设施对外开放服务，要求央行上海总部对境外机构投资者建立严格的看穿机制，定期向央行报告境外机构投资者业务开展情况。
- 财政部公布，今年1-2月，全国发行地方政府债券4181亿元。其中，发行一般债券2423亿元，发行专项债券1758亿元。

大宗商品：能源钢铁价格回升

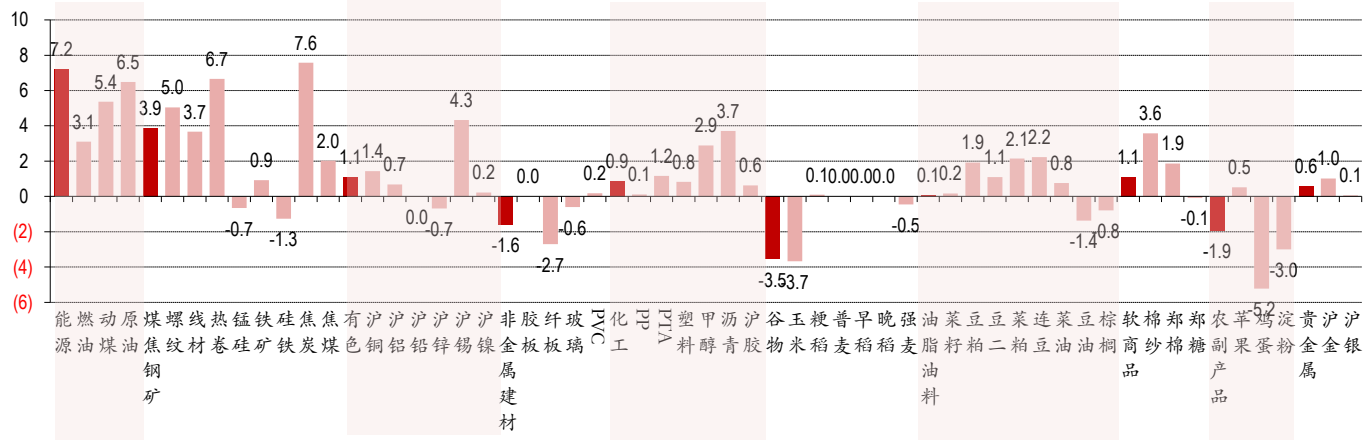
大宗商品价格分化，能源钢铁表现更好，非金属建材略显疲弱。本周商品期货指数上涨 2.6%。从各类商品期货指数来看，上涨的有能源（7.19%）、煤焦钢矿（3.86%）、有色金属（1.09%）、化工（0.87%）、贵金属（0.6%）、油脂油料（0.06%），下跌的有非金属建材（-1.58%）、谷物（-3.55%）。各期货品种中，本周涨幅较大的大宗商品有焦炭（7.58%）、热卷（6.67%）、原油（6.48%），跌幅靠前的则有鸡蛋（-5.22%）、玉米（-3.67%）、淀粉（-3%）。农产品价格或受到农业农村部表态影响。

图表 9. 大宗商品本周表现

商品 +2.6%	能源 +7.19%	煤焦钢矿 +3.86%
有色金属 +1.09%	非金属建材 -1.58%	化工 +0.87%
谷物 -3.55%	油脂油料 +0.06%	贵金属 +0.6%

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

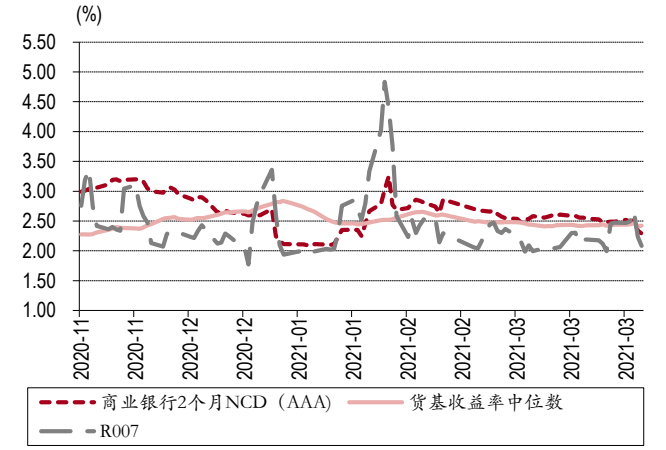
大宗商品一周要闻（新闻来源：万得）

- 粮食储备司司长秦玉云表示，随着拍卖粮源陆续出库到厂，有的贸易企业加快售粮进度，加之进口粮源陆续到港，近期粮食市场价格有所回落。
- 国家粮食和物资储备局：我国人均粮食占有量超过 470 公斤，远高于人均 400 公斤的国际粮食安全标准线；综合粮食生产、库存、贸易等因素，我国粮食安全形势总体向好，保障粮食市场供应和平稳运行有基础有条件。
- 欧佩克+声明：会议批准了针对 5 月、6 月、7 月的产量水平调整，欧佩克+将继续每月召开欧佩克+部长级会议以评估市场环境并决定未来几个月的产量水平调整，每次调整将不超过 50 万桶/日；部长们同意，过度生产的产油国将在 4 月 15 日之前向欧佩克秘书处提交补偿计划；下一次的联合部长级监督委员会（JMMC）和欧佩克+部长级会议将于 4 月 28 日举行。
- 大商所：将于 3 月 31 日新增玉米、鸡蛋、生猪、焦炭、焦煤等 15 个品种基差交易。
- 富时罗素公司宣布 3 月评估结果：2021 年 10 月份，将把中国国债纳入其全球政府债券指数（WGBI），将按逐步纳入的方式实施——为期 36 个月，完成纳入之后，权重为 5.25%。
- 上海环境能源交易所总经理刘杰透露，全国碳市场系统已基本建设完成，上海承建的交易系统和湖北承建的注册登记系统正抓紧全面对接联调测试，将根据有关部门的要求于 6 月底前正式开锣，形成首单交易。届时，全国碳市场将成为全球最大的碳排放交易市场。目前共向首批参与交易的电力行业发放了两年的配额，电力行业年度碳排放量约 40 亿吨。首批 2225 家电力企业已全部完成开户工作。
- 中国煤炭运销协会组织 14 家大型煤炭企业召开经济运行分析座谈会。二季度国民经济持续稳定复苏将带动煤炭需求增长，煤炭供应将总体稳定，预计二季度煤炭供需将基本平衡。

货币类：短端理财收益率走低

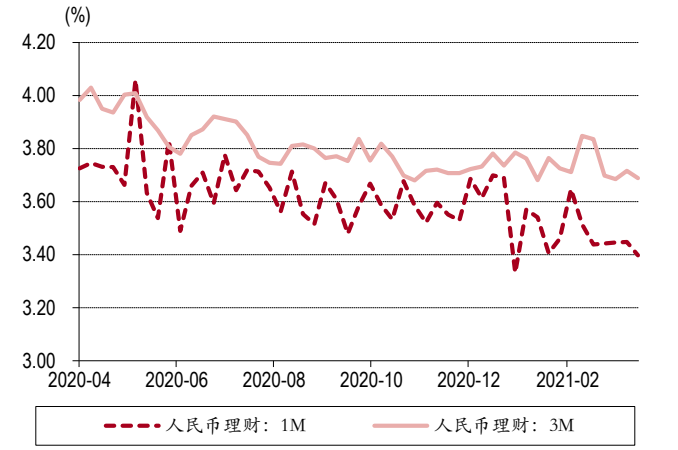
1 个月人民币理财收益率回落至区间下沿。本周余额宝 7 天年化收益率上行 3BP，周五收于 2.22%；人民币 3 个月理财产品预期年化收益率下行-3BP 收于 3.69%。本周万得货币基金指数上涨 0.04%，货币基金 7 天年化收益率中位数周五收于 2.42%。虽然货币基金收益率波动比较平稳，但理财收益率出现下行趋势，或说明金融体系流动性整体依然偏宽松。

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

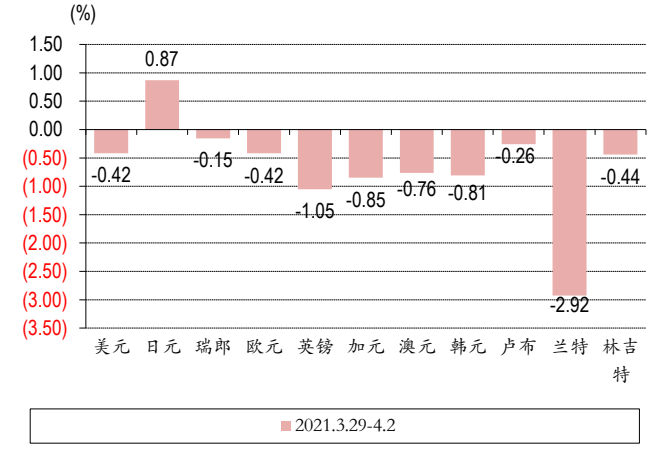


资料来源：万得，中银证券

外汇：人民币汇率继续调整

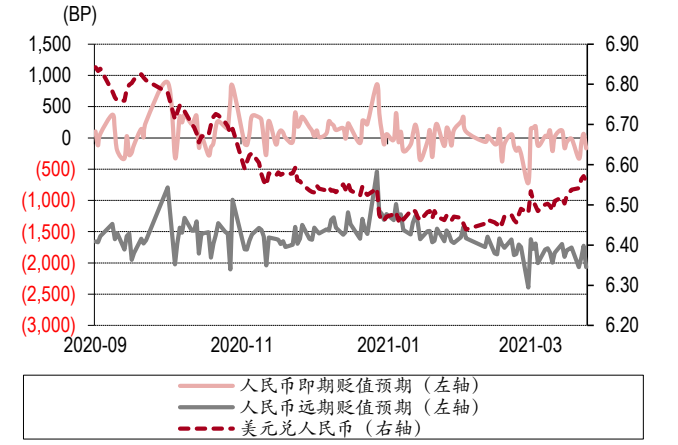
人民币兑美元中间价本周上行 273BP，至 6.5649。本周人民币对日元(0.87%）升值，对瑞郎(-0.15%）、卢布(-0.26%）、美元(-0.42%）、欧元(-0.42%）、林吉特(-0.44%）、澳元(-0.76%）、韩元(-0.81%）、加元(-0.85%）、英镑(-1.05%）、兰特(-2.92%）贬值。本周人民币汇率继续贬值还是源于美元指数走强。

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）

- 外汇局公布，1-2 月，我国国际货物和服务贸易收入 5011 亿美元，支出 4146 亿美元，顺差 865 亿美元。其中，货物贸易顺差 1001 亿美元，服务贸易逆差 136 亿美元。
- 外汇管理局批复同意在广东省（不含深圳）开展合格境内有限合伙人（QDLP）对外投资试点，试点额度为 50 亿美元。

港股：美国基建计划提振国际市场

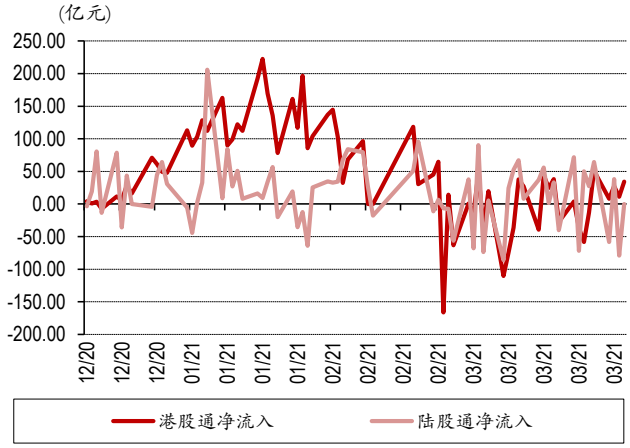
南下资金继续增加。春节前后恒生指数上涨 2.13%，恒生国企指数上涨 2.29%，AH 溢价指数下行-1.22 收于 133.03。行业方面本周领涨的有医疗保健业（5.58%）、资讯科技业（5.53%）、工业（3.99%），下跌的有公用事业（-0.13%）、必需性消费业（-0.1%）。本周南下资金总量 131.54 亿元，同时北上资金总量-35.08 亿元。受到美国提出 2 万亿美元基建刺激计划提振，海外股市风险偏好上升带动港股走强。

图表 15. 恒指走势



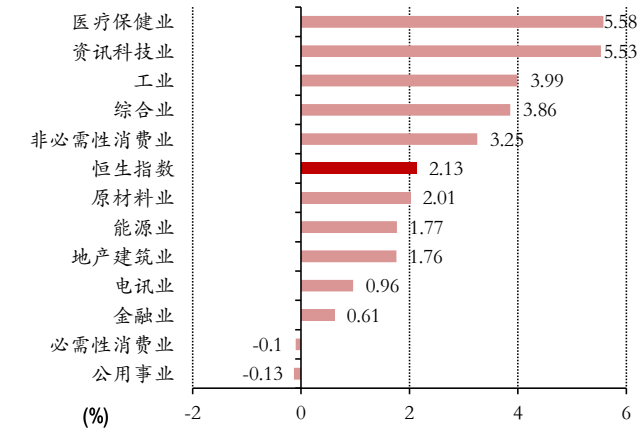
资料来源：万得，中银证券

图表 16. 陆港通资金流动情况



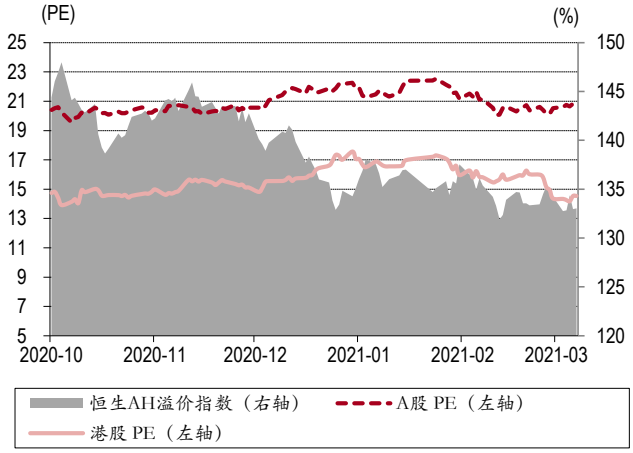
资料来源：万得，中银证券

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）

- 美国总统拜登公布一项 2 万亿美元的基础设施计划。该计划为期 8 年，旨在重建美国老化的基础设施，推动电动汽车和清洁能源，创造就业机会。计划包括四个大项：一是投资交通基础设施和建立能够抵御天气灾害的“弹性基础设施”；二是改造和建造 200 多万套经济适用房和商业地产，更换全国所有铅管和服务电缆，投资通用宽带；三是改善护理经济，帮助老年人和残疾人获得负担得起的医疗护理，并扩大护理人员队伍。投资气候研究与制造业；四是提高企业税，以支付 8 年的支出计划。拜登提议将公司税率提高到 28%，并把对跨国公司征税的最低税率提高到 21%。
- 美国参议院共和党领袖麦康奈尔：共和党不会支持拜登的 2.25 万亿美元基础设施和就业计划；美国应该建造自己能负担的起的东西，而不是通过加税和举债来搞垮经济。

- 韩国央行行长李柱烈：韩国第一季度 GDP 可能增长约 1%；韩国的失业状况可能早在 3 月就已经结束。
- 美国上周首次申请失业救济人数意外上升，达到 71.9 万人，远高于市场预期，表明恢复疫情期间损失的成百上千万就业需要时日。前一周数据被下修至 65.8 万人。
- 美国 3 月 ISM 制造业 PMI 录得 64.7，创 1983 年 12 月以来新高。其中，新订单指数录得 68，创 2004 年 1 月以来新高。美国 2 月营建支出环比下降 0.8%，略好于预期的下降 1%。
- 世贸组织：上调今年的全球商品贸易增速预期，预计 2021 年全球商品贸易增速为 8%，此前预计为 7.2%；预计 2020 年全球贸易下降了 5.3%，此前预期下跌 9.2%；预计 2022 年全球商品贸易增速将下滑至 4%。
- 美国财长耶伦：正在指导跨部门评估，在近期市场动荡后，监管机构是否需要采取更多措施，解决货币市场基金和开放式共同基金带来的脆弱性；要求各部门审查开放基金可能存在的问题；金融稳定委员会应审查“非银行金融中介机构”。
- 美联储主席鲍威尔：虽然气候政策决定不是美联储的职责，但气候变化确实进入到我们的工作中，对履行我们现有职责产生实质性影响，尤其是监管金融机构和金融稳定方面的职责。
- 欧洲央行行长拉加德：经济形势面临不确定性，短期内风险平衡趋向下行，中期内风险平衡更为显著；必须尽可能提供确定性，将根据需要调整紧急抗疫购债计划（PEPP）。
- 联合国世界旅游组织最新一期《世界旅游晴雨表》指出，今年 1 月全球国际游客人数同比下降 87%。后期随着疫苗接种的普及、重大旅行限制的取消等利好因素的增加，今年下半年国际旅行或出现明显反弹，但预计仍将低于 2019 年疫情前的水平。
- 欧元区 3 月 CPI 初值同比升 1.3%，较前值 0.9%大幅提升。但经济学家认为，通胀上升主要是技术性的，是由去年油价暴跌逆转和德国增值税上调等因素造成，预计欧元区经济要到 2022 年底才能达到疫情爆发前的水平。
- 中国—世界卫生组织新冠病毒溯源研究联合专家组研究报告发布，此报告是新冠病毒全球溯源中国部分。报告称，新冠病毒“极不可能”通过实验室引入人类。报告认为调查其他国家的潜在早期传播“是重要的”。
- IMF：计划上调 2021-22 年全球 GDP 预期，1 月预计将分别增长 5.5%和 4.2%；将于下周二（4 月 6 日）发布全球经济展望报告。
- 日本央行行长黑田东彦：全球经济有触底的迹象，日本经济正在复苏；疫情对日本经济的影响将持续很长一段时间。
- 清迈倡议多边化协议特别修订稿生效。本次修订增加本币出资条款，即在美元计价贷款以外，成员可基于自愿和需求驱动原则，提供本币计价贷款。另外，将清迈倡议多边化与 IMF 贷款的脱钩比例从 30%提高至 40%。
- 亚洲对冲基金经理 Bill Hwang 旗下基金 Archegos 上周五爆仓，单日损失超过 100 亿美元，相当于其净资产的 2/3。这意味着 Bill Hwang 可能创下人类史上单个投资者单日亏损的最高记录。为其提供杠杆的券商也遭到波及，野村证券巨亏 20 亿美元，瑞士信贷称遭受“重大亏损”。美国证券交易委员会表示，正在关注 Archegos 事态，一直在与市场参与者就 Archegos 基金事件进行交流。
- 苏伊士运河“世纪大堵船”迎来曙光。埃及苏伊士运河管理局发布公报说，搁浅货轮已经完全恢复至正常航道，苏伊士运河运输将在 4 天内恢复正常。埃及总统助理表示，埃及将要求船东给予赔偿，船长对事件负责。
- 韩国政府公布整治非法炒地投机措施，从明年起，对拥有不到两年的土地和非项目用地的增值税税率将提高 10 至 20 个百分点。政府将开展全国范围的地毯式调查，严打韩国土地住宅公社等公职人员的炒地炒房现象。
- 英国央行介入银行的脱欧迁址计划，坚持要求银行在将岗位或业务从英国迁至欧盟之前先寻求批准。英国央行认为，其从欧洲央行接到的多个请求超出了审慎监管的需要，担心欧洲当局以金融稳定为由提出非必要的迁址要求。

- 苏伊士运河管理局主席拉比耶表示，由于“长赐号”货轮搁浅而滞留在苏伊士运河南北入口及运河中等候区的422艘船只，目前已全部通过了苏伊士运河。
- 世界贸易组织（WTO）最新一期《贸易统计及展望》报告指出，在经历新冠肺炎疫情冲击后，世界贸易将迎来强劲但不均衡的复苏，预计2021年全球贸易增幅将达8%。
- 法国第三次实施全国性封锁，为期四周，已接种疫苗者仍需遵守旅行限制。法国经济财政部长勒梅尔说，新的封锁措施将迫使临时关闭15万家企业，每月造成的损失为110亿欧元。
- 美国3月季调后非农就业人新增91.6万人，为去年8月以来最大增幅，且远超市场预期的64.7万人。3月失业率降至6%，续创去年3月以来新低。美国劳工部长表示，就业报告数据“非常令人鼓舞”，但这仅仅是一个月的表现，还有很长的路要走，基础设施法案将重新振兴劳动力和经济。

下周大类资产配置建议

3 月经济向好超预期。中国 3 月官方制造业 PMI 为 51.9，前值 50.6；非制造业 PMI 为 56.3，前值 51.4。两项数据双双回升且超出市场预期。3 月 PMI 指数继续向好，幅度超出市场预期，从制造业 PMI 指数细项来看，订单特别是新出口订单大幅上升，将在未来 1-3 个月维持工业增加值和出口增速在较高水平上。较好的生产和订单情况也带动了进口和原材料购入，但并未造成原材料和产成品库存，说明生产端供需两旺。需要关注的是，生产端持续好转的情况下，价格指数也在较高水平上持续上行，或指向 PPI 上行压力持续存在，另外制造业出厂价格指数持续弱于购进价格指数，也可能造成制造业利润空间被压缩，进而影响制造业固定资产投资意愿。非制造业方面，春节假期后受到就地过年的正面影响，非制造业复工情况较好，建筑业 PMI 指数较 2 月出现大幅反弹，服务业 PMI 指数也受订单上行提振。

美国加大复苏豪赌。美国总统拜登公布一项 2 万亿美元的基础设施计划，为期 8 年，旨在重建美国老化的基础设施，推动电动汽车和清洁能源，创造就业机会。为支持财政支出，拜登提议将公司税率提高到 28%，并把对跨国公司征税的最低税率提高到 21%。虽然基建刺激政策发布的早于预期，但毫无疑问的是参议院共和党人表达了反对观点。从美国最新数据来看，3 月 ISM 制造业 PMI 录得 64.7，创 1983 年 12 月以来新高，其中新订单指数录得 68，创 2004 年 1 月以来新高，反映出经济内生复苏动力强劲，但并非所有数据均向好，美国上周首次申请失业救济人数意外上升，达到 71.9 万人，远高于市场预期，表明恢复疫情期间损失的成百上千万就业需要时日。我们认为美国着急推出经济刺激方案，是为了在与中国竞争当中抢得先机，但经济发展不仅是纸面数据呈现出的特征，从中国大规模财政刺激计划实施经验来看，投资效率、发展潜力、社会公平、财政透明等问题的重要性不亚于经济增速。

外部环境的不确定性影响投资者风险偏好。由于 2020 年经济增长低基数原因，此前市场更关注的是 2021 年国内经济确定性的高增长。但随着新冠疫苗普及、美国大规模财政刺激落地、全球经济增速一再上调等事件得到确定，对全球经济前景的乐观预期被市场充分挖掘。对人民币资产来说，2021 年至今已经出现迹象但尚未完全形成一致预期的是中美摩擦的发展方向。从近期美国提出大规模基建刺激计划来看，美国遏制中国的努力“半途而废”的可能性渺茫，考虑到外部环境不确定性持续存在，国内风险偏好短时间或难上升，对 A 股来说经济的增长更多体现在夯实估值基础方面。外部环境的变化可能需要关注国际通胀的走势和新冠疫情的控制程度。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（2021.4.4）

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