

宏观和大类资产配置周报

本周沪深300指数下跌0.30%

大类资产配置顺序：股票>大宗>债券>货币。

宏观数据回顾

- **要闻：**5月20日上午，国家主席习近平在北京人民大会堂同来华进行国事访问的俄罗斯总统普京举行会谈。两国元首一致同意《中俄睦邻友好合作条约》继续延期。

资产表现回顾

- 本周沪深300指数下跌0.30%，沪深300股指期货下跌0.29%；焦煤期货本周下跌4.83%，铁矿石主力合约本周下跌2.40%；余额宝7天年化收益率与上周持平，收于0.87%；十年国债收益率下行1BP至1.75%，活跃十年国债期货本周上涨0.06%。

资产配置建议

- 广义财政支出总体放缓。1-4月财政支出节奏有所放缓，广义财政支出同比增长0.4%，较3月下降2.3个百分点，中央财政仍是重要支撑，广义中央财政支出同比增长5.6%；财政支出总体放缓或是4月国内需求平淡的重要原因之一，4月社零、固定资产投资表现均较弱。

但需注意的是，年内财政支出进一步前倾或是4月财政支出偏弱的重要原因之一。具体来看，4月一般公共预算支出20103.0亿元，在全年公共预算支出中占比6.7%，低于2024-2025年同期水平。

但从近三年前4个月的财政支出的总体水平看，2026年1-4月一般公共预算支出在全年公共预算支出中占比31.6%，微幅高于2024-2025年同期水平。2026年1-4月公共财政支出力度总体不弱，且略高于前两年同期水平，2026年4月财政支出增速回落，或可在一定程度上理解为今年一季度财政前倾发力后的正常放缓。此外，从地方债务的发行情况看，2026年4月政府债券融资节奏有所放缓，当月社零口径政府债券融资额较去年同期少688亿元，或在一定程度上对财政支出形成约束。

考虑到4月17日国家发改委表示将“推动7550亿元中央预算内投资、1万亿元超长期特别国债于6月底前基本下达完毕”，我们认为，5-6月财政支出、融资节奏有望回暖，从而对上半年经济数据表现形成支撑。

本周我们维持大类资产配置顺序：股票>大宗>债券>货币。

- **风险提示：**海外大宗商品价格震荡；地缘关系的不确定性；政策效果不及预期。

本期观点（2026.5.24）

宏观经济	本期观点	观点变化
一个月内	= 关注中、美元峰会谈的成果落实进度	不变
三个月内	= 关注美、伊冲突的持续性	不变
一年内	= 地缘关系仍有较大不确定性	不变

大类资产	本期观点	观点变化
股票	+ 关注“增量”政策落实情况	超配
债券	- 关注货币政策对债市的传导影响	低配
货币	- 收益率将在2%上下波动	低配
大宗商品	= 关注美、伊冲突对商品市场的供给冲击	标配
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

相关研究报告

《当沃什面对美伊冲突》20260524
《策略周报》20260524
《中银量化大类资产跟踪》20260522

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

目录

一周概览	4
本周沪深 300 指数下跌 0.30%	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：本周各主要市场指数涨跌互现	10
债券：十年期国债收益率周五收于 1.75%	11
大宗商品：本周商品期货指数下跌 0.55%	12
货币类：货币基金收益率波动中枢在 1.5% 下方	13
外汇：人民币兑美元中间价本周下行	13
港股：能源业涨幅居前	14
下周大类资产配置建议	16

图表目录

本期观点 (2026.5.24)	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. 主流煤炭库存周度表现	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 大中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. 本周权益类资产涨跌幅	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 (单位: %)	12
图表 19. 货币基金 7 天年化收益率走势	13
图表 20. 余额宝和理财通收益率曲线	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 (2026.5.24)	16

一周概览

本周沪深 300 指数下跌 0.30%

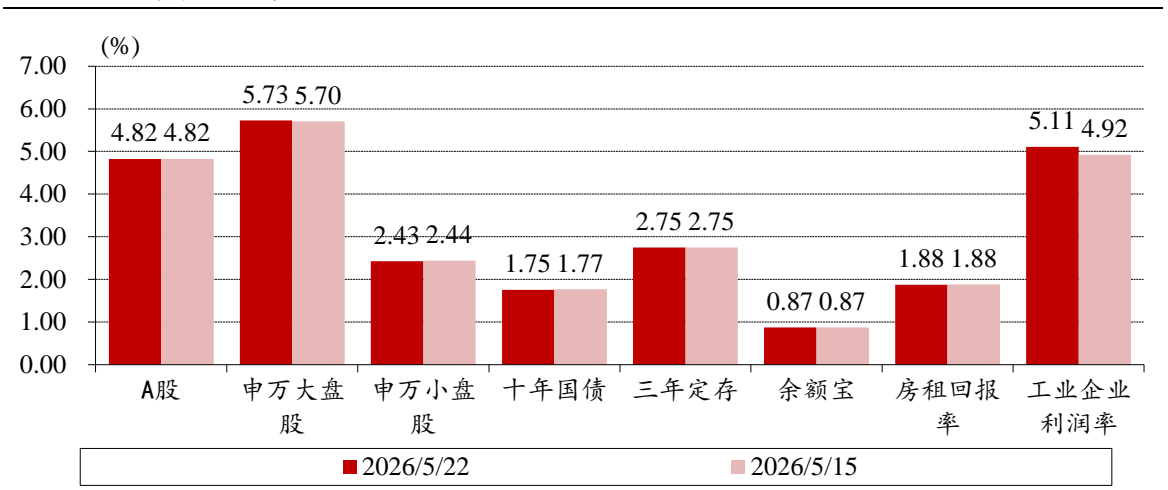
本周沪深 300 指数下跌 0.30%，沪深 300 股指期货下跌 0.29%；焦煤期货本周下跌 4.83%，铁矿石主力合约本周下跌 2.40%；余额宝 7 天年化收益率与上周持平，收于 0.87%；十年国债收益率下行 1BP 至 1.75%，活跃十年国债期货本周上涨 0.06%。

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 -0.30%</p> <p>沪深 300 期货 -0.29%</p> <p>本期评论：关注“增量”政策落实情况</p> <p>配置建议：超配</p>	<p>10 年国债到期收益率 1.75%/本周变动 -1BP</p> <p>活跃 10 年国债期货+0.06%</p> <p>本期评论：关注货币政策对债市的传导影响</p> <p>配置建议：低配</p>
大宗	保守
<p>铁矿石期货 -2.40%</p> <p>焦煤期货 -4.83%</p> <p>本期评论：关注美、伊冲突对商品市场的供给冲击</p> <p>配置建议：标配</p>	<p>余额宝 0.87%/与上周持平</p> <p>股份制理财 3M 1.85%/与上周持平</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

图表 2. 大类资产收益率横向比较



资料来源：万得，中银证券

注：房租回报率和工业企业利润率为月度数据，因此图表显示的是最新两个月的数据。

中银证券

股市方面，本周 A 股主要指数涨跌互现，领涨的指数为中小板指，涨幅 0.79%，领跌的指数为上证红利，跌幅 2.15%；港股方面恒生指数下跌 1.37%，恒生国企指数下跌 1.61%，AH 溢价指数上行 0.17% 收于 118.31；美股方面，标普 500 指数本周上涨 0.88%，纳斯达克上涨 0.45%。

债市方面，本周国内债市表现温和，中债总财富指数本周上涨 0.14%，中债国债指数上涨 0.18%，金融债指数上涨 0.09%，信用债指数上涨 0.10%；十年美债利率下行 3 BP，周五收于 4.56%。

期货市场方面，NYMEX 原油期货下跌 3.89%，收于 97.00 美元/桶；COMEX 黄金下跌 1.13%，收于 4510.50 美元/盎司；SHFE 螺纹钢下跌 2.49%，LME 铜上涨 0.59%，LME 铝上涨 2.61%；CBOT 大豆上涨 1.72%。美元指数上涨 0.07% 收于 99.34。VIX 指数下行至 16.70。

万得货币基金指数本周上涨 0.02%，余额宝 7 天年化收益率持平于上周，收于 0.87%。

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	2026/5/18 上期涨跌幅	- 本月以来	2026/5/22 今年以来
股票	000001.SH	上证综指	4,112.90	(0.54)	(1.07)	0.02	3.63
	399001.SZ	深证成指	15,597.30	0.23	(0.02)	3.24	15.32
	399005.SZ	中小板指	9,576.06	0.79	(1.55)	1.82	15.88
	399006.SZ	创业板指	3,938.50	0.24	3.50	7.11	22.96
	881001.WI	万得全 A	7,049.24	0.04	(0.74)	2.36	9.97
	000300.SH	沪深 300	4,845.10	(0.30)	(0.25)	0.79	4.65
债券	CBA00301.C	中债总财富指数	253.02	0.14	0.14	0.27	1.62
	CBA00603.C	中债国债	248.60	0.18	0.09	0.18	1.42
	CBA01203.C	中债金融债	251.69	0.09	0.11	0.27	1.65
	CBA02703.C	中债信用债	228.32	0.10	0.09	0.21	1.40
	885009.WI	货币基金指数	1,741.19	0.02	0.02	0.06	0.44
大宗商品	CL.NYM	NYMEX 原油	97.00	(3.89)	10.73	(3.57)	85.31
	GC.CMX	COMEX 黄金	4,510.50	(1.13)	(3.96)	(2.57)	2.48
	RB.SHF	SHFE 螺纹钢	3,168.00	(2.49)	(1.31)	(1.12)	0.53
	CA.LME	LME 铜	13,635.00	0.59	(0.21)	4.99	9.76
	AH.LME	LME 铝	3,656.00	2.61	1.97	5.24	22.05
	S.CBT	CBOT 大豆	1,197.25	1.72	(2.55)	0.15	11.28
货币	-	余额宝	0.87	0 BP	-1 BP	-19 BP	-17 BP
	-	银行理财 3M	1.85	0 BP	-5 BP	0 BP	0 BP
外汇	USD.FX	美元指数	99.34	0.07	1.45	1.26	1.08
	USDCNY.IB	人民币兑美元	6.79	0.15	(0.05)	0.57	2.78
	EURCNY.IB	人民币兑欧元	7.88	0.52	1.09	1.44	3.98
	JPYCNY.IB	人民币兑日元	4.27	0.54	1.11	1.75	4.24
港股	HSI.HI	恒生指数	25,606.03	(1.37)	(1.63)	(0.66)	(0.10)
	HSCEI.HI	恒生国企	8,550.87	(1.61)	(2.23)	(1.51)	(4.07)
	HSAHP.HI	恒生 AH 溢价	118.31	0.17	(0.92)	(2.24)	(5.15)
美国	SPX.GI	标普 500	7,473.47	0.88	0.13	3.67	9.17
	IXIC.GI	NASDAQ	26,343.97	0.45	(0.08)	5.83	13.35
	UST10Y.GBM	十年美债	4.56	-3 BP	21 BP	16 BP	38 BP
	VIX.GI	VIX 指数	16.70	(9.39)	7.21	(1.12)	11.71
	CRB.RB	CRB 商品指数	392.67	(1.66)	2.53	(0.62)	31.42

资料来源：万得，中银证券

注：货币类产品单位：%；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；受复活节假日影响，港股、美股相关数据均为截至本周四数据。

要闻回顾和数据解读（新闻来源：万得）

5月20日上午，国家主席习近平在北京人民大会堂同来华进行国事访问的俄罗斯总统普京举行会谈。两国元首一致同意《中俄睦邻友好合作条约》继续延期。习近平强调，双方要聚焦两国发展振兴目标，推动经贸投资、能源资源、交通运输、科技创新等务实合作提质升级，积极布局前沿领域合作，以新质生产力打造增长新引擎。会谈后，两国元首签署并发表《中华人民共和国和俄罗斯联邦关于进一步加强全面战略协作、深化睦邻友好合作的联合声明》，见证签署经贸、教育、科技等领域20项合作文件。

中俄两国签署关于支持开放贸易和多边主义的联合声明。声明强调，维护多边主义，抵制单边胁迫措施和贸易保护主义，反对以国家安全等为名采取贸易限制措施。据商务部介绍，中俄贸易已经连续三年超过了2000亿美元，今年的1-4月，达到了852亿美元，同比增长19.7%，实现了一个良好的开局。

国务院总理李强主持召开国务院常务会议，研究推进全国统一大市场建设有关工作。会议指出，要纵深推进相关制度建设，进一步完善产权保护、市场准入、公平竞争、社会信用、市场退出等制度，做到有章可循、有法可依。会议还审议通过《现代化应急体系建设“十五五”规划》，讨论并原则通过《中华人民共和国中国人民银行法（修订草案）》。

国务院印发《关于推行常住地提供基本公共服务的实施意见》。意见强调，由常住地提供基本公共服务，促进未落户常住人口与户籍人口同等享有基本公共服务。意见提出，要加强随迁子女教育保障，推动更多城市将稳定就业居住的未落户常住人口家庭纳入公租房保障范围，全面取消在就业地参加职工社会保险的户籍限制。

外交部发言人郭嘉昆在例行记者会上表示，中美元首在特朗普总统访华期间，深入讨论了中美经贸关系，为两国经贸合作明确了方向、提供了保障。双方将按照两国元首确定的共识方向，尽快锁定成果，共同做好落实，为下一步的中美经贸合作与世界经济注入更多的确定性和稳定性。

外交部表示，为持续便利中俄人员往来，中方决定将对俄罗斯免签政策延长至2027年12月31日。俄罗斯持普通护照人员来华经商、旅游观光、探亲访友、交流访问，过境不超过30天，可免办签证入境。

国务院副总理何立峰在苏州出席亚太经合组织（APEC）贸易部长会议并致辞。何立峰指出，中国愿同各方一道，加强新兴领域沟通对话，共同支持世界贸易组织改革，务实灵活推进区域经济一体化进程，以中国式现代化新成就为亚太和全球经济发展注入更多正能量。

商务部部长王文涛在苏州会见来华出席亚太经合组织（APEC）贸易部长会议的马来西亚投资、贸易和工业部部长佐哈里。双方就深化中马经贸关系等议题交换意见。王文涛表示，在两国领导人战略引领下，中马经贸合作成果显著。中国商务部愿与马方共同落实好领导人重要共识，希望双方持续加强发展战略对接，推动两国经贸合作不断迈上新台阶，为构建高水平战略性中马命运共同体贡献力量。

商务部5月21日举行例行新闻发布会。商务部新闻发言人何亚东表示，将会同相关部门，扩大优质服务供给，推动服务消费业态融合，加快培育新增长点。何亚东指出，农产品贸易是中美经贸合作的重要组成部分。中美双方应为双向农产品贸易创造有利条件，推动恢复并不断拓展农产品贸易合作。何亚东还表示，如欧盟执意对中国企业或产品采取歧视性限制措施，中方将坚决反制。

国家发改委召开5月份新闻发布会。国家发改委新闻发言人李超表示，要用足用好宏观政策，加快推动稳就业、稳企业、稳市场、稳预期相关政策举措落地见效；不断完善政策工具箱，根据形势需要及时推出相应政策；支持中国企业融入全球创新网络，从未要求中国科技企业不得接受外商投资；抓紧出台相关规划和实施方案，进一步统筹“6张网”建设内容；近期正在谋划出台加快“人工智能+”落地的配套文件，目前正在开展人工智能立法研究。国家发改委主任郑栅洁主持召开民营企业座谈会。郑栅洁表示，下一步，国家发改委将用好用足宏观政策，推动科技自立自强、产业链自主可控，深入整治“内卷式”竞争，积极扩大有效益的投资，完善民营企业参与国家重大项目建设长效机制，不断增强经济发展内生动力。

中国4月经济“成绩单”出炉，部分指标出现波动。国家统计局公布数据显示，4月份，全国规模以上工业增加值同比增长4.1%，服务业生产指数同比增长4.3%，社会消费品零售总额增长0.2%。1-4月份，全国固定资产投资同比下降1.6%，其中，制造业投资增长1.2%，房地产开发投资下降13.7%。4月全国城镇调查失业率为5.2%，环比下降0.2个百分点。

国家统计局发布数据显示，4月份全国城镇调查失业率为5.2%，全国城镇不包含在校生的16-24岁劳动力失业率为16.3%，不包含在校生的25-29岁劳动力失业率为7.4%，不包含在校生的30-59岁劳动力失业率为4.2%。

4月国内重点城市楼市延续修复态势。国家统计局公布70城房价数据显示，4月份，一线城市二手房价环比上涨0.4%，为连续第二个月上涨，二、三线城市环比跌幅收窄；一线城市新房房价环比上涨0.1%，二三线城市房价同比降幅收窄或持平。值得一提的是，上海4月新房价格环比上涨0.4%，同比上涨3.7%。

中国5月贷款市场报价利率（LPR）公布，1年期品种报3.0%，5年期以上品种报3.5%，连续12个月保持不变。尽管5月LPR按兵不动，年内降准降息可能性依然存在。当前政策利率和市场利率保持稳定，也为后续政策灵活调整预留一定空间。

财政部发布数据显示，1-4月全国税收收入6.81万亿元。其中，证券交易印花税935亿元，同比增长74.8%，主要是股票市场交易活跃；车辆购置税767亿元，增长13.3%。

国家统计局发布《2025年全国1%人口抽样调查主要数据公报》，全国人口为140545万人，总人口性别比（以女性为100，男性对女性的比例）为104.21。全国人口中，居住在城镇的人口为95208万人，占67.74%；居住在乡村的人口为45337万人，占32.26%。

市场监管总局数据显示，今年4月中国企业信用指数为162.41，较3月提升0.15点，企业信用水平持续保持向好态势。

德国联邦外贸与投资署发布报告显示，中国去年对德投资项目数异军突起，达到228个，较2024年实现逆势增长，涨幅达14.6%；美国以206个项目位列第二，同比下降10%。这也是自2017年以来，中国首次在对德投资项目数量方面超越美国，位居外国对德投资项目数量第一。

宏观上下游高频数据跟踪

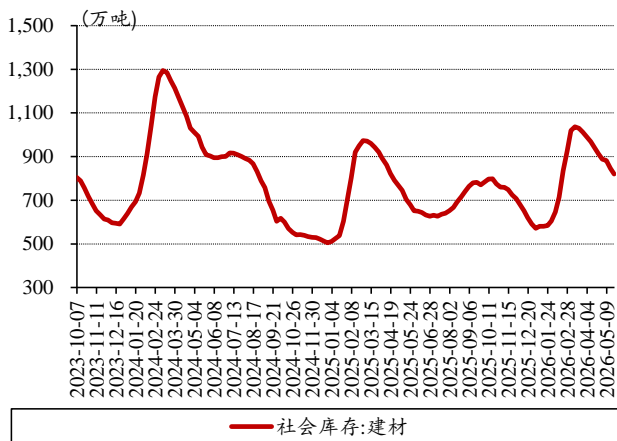
上游周期品方面，本周主要钢厂开工率环比上周上行，螺纹钢、线材开工率分别较上周上行 1.0 和 0.6 个百分点。本周建材社会库存为环比上周下滑 26.9 万吨，为 820.1 万吨；5 月 18 日当周，国内主流港库存合计 7334.7 万吨，环比上周上升 169.1 万吨。

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	42.0	1.0	3.0
	线材：主要钢厂开工率	45.9	0.6	2.9
建材	社会库存(万吨)	820.1	(26.9)	248.8
煤炭	国内主流港库存合计(万吨)	7334.7	169.1	304.0

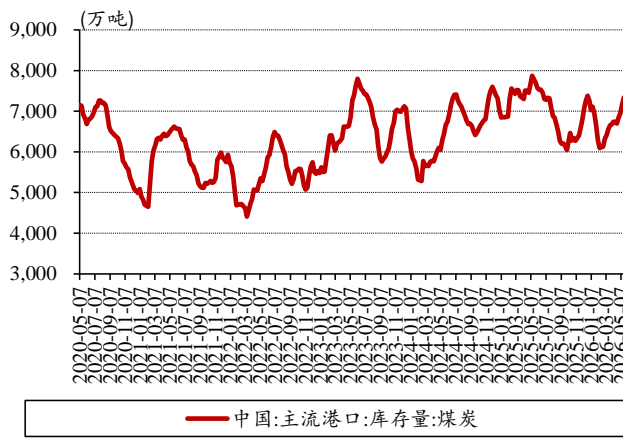
资料来源：万得，中银证券

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. 主流煤炭库存周度表现



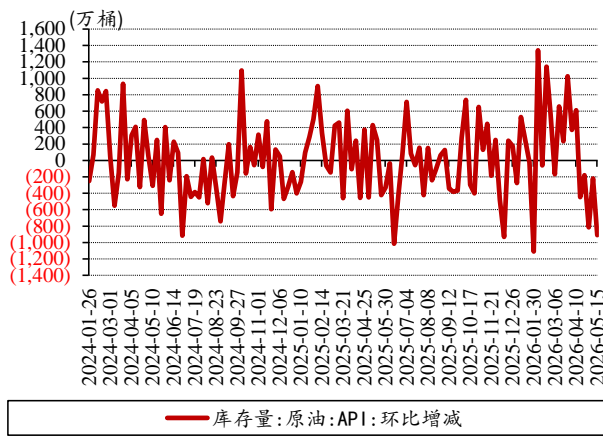
资料来源：Wind，中银证券

图表 7. 美国 API 原油库存周度表现



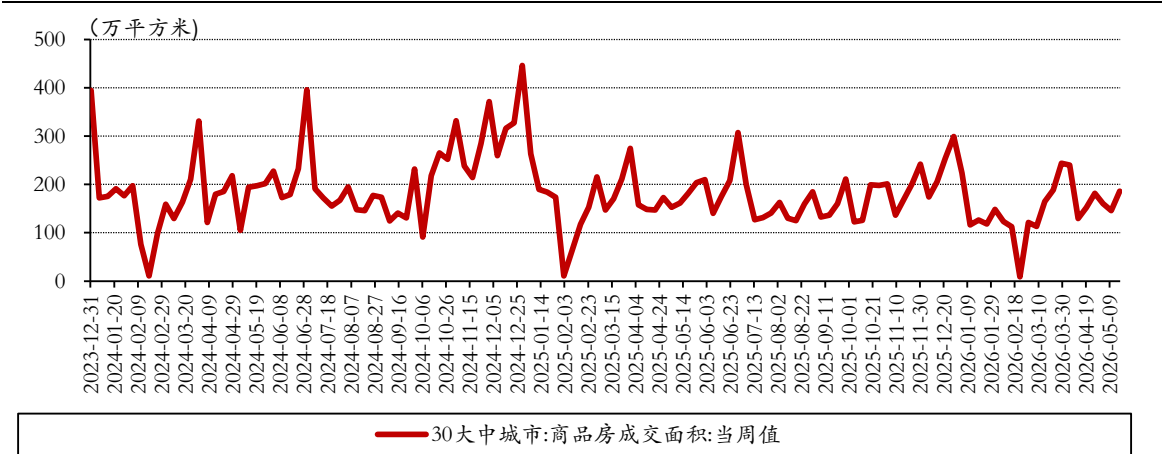
资料来源：万得，中银证券

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 大中城市商品房周成交面积表现

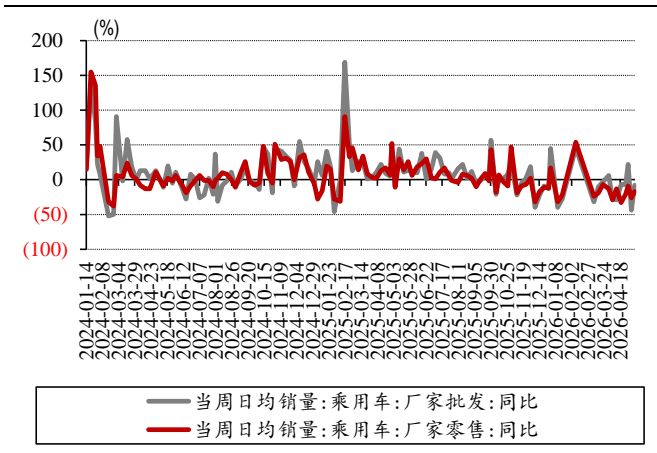


资料来源：万得，中银证券

一线城市商品房成交数据值得长期观察。5月17日当周，30大中城市商品房成交面积较前一周有所回升，单周成交面积为186.33万平方米，但商品房成交量仍不活跃。我们认为，“稳地产”政策收效仍需居民购房预期改善，一线城市商品房成交数据值得长期观察。

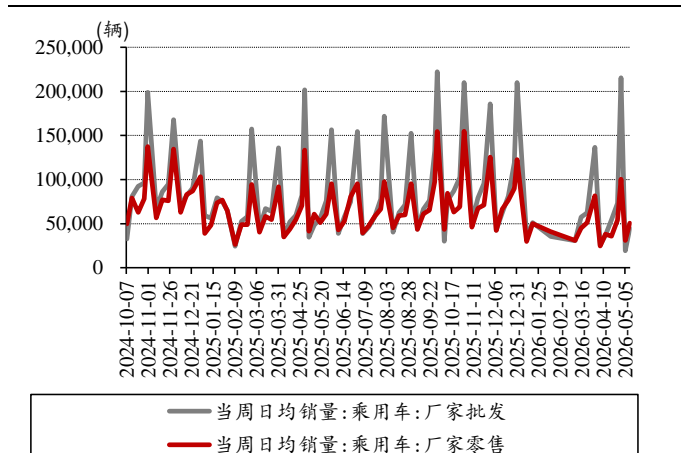
汽车方面，5月10日当周，国内乘用车批发、零售销量单周同比降幅分别为8%和17%。近年我国汽车消费旺盛，往年基数或导致高频数据同比增速震荡明显，但“扩内需”、“促消费”仍将是今年政策的重要抓手，年内汽车消费或仍保持韧性。

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：本周各主要市场指数涨跌互现

本周各主要市场指数涨跌互现，领涨的指数包括中小板指（0.79%）、上证 380（0.72%）、中证 500（0.48%），领跌的指数包括上证红利（-2.15%）、上证 50（-1.15%）、上证综指（-0.54%）。

行业方面，领涨的行业有电子元器件（6.63%）、建材（1.70%）、机械（0.39%），领跌的行业有农林牧渔（-6.31%）、石油石化（-4.34%）、轻工制造（-4.12%）。

图表 12. 本周权益类资产涨跌幅

市场指数 (%)		行业指数 (%)		主题指数 (%)	
中小板指	0.79	电子元器件	6.63	虚拟现实指数	6.44
上证 380	0.72	建材	1.70	OLED 指数	5.20
中证 500	0.48	机械	0.39	苹果指数	3.77
上证综指	(0.54)	轻工制造	(4.12)	特色小镇指数	(4.90)
上证 50	(1.15)	石油石化	(4.34)	高送转概念指数	(5.46)
上证红利	(2.15)	农林牧渔	(6.31)	体育指数	(8.74)

资料来源：万得，中银证券

A 股一周要闻（新闻来源：万得）

监管动态| 中国证监会等八部门联合印发《综合整治非法跨境证券期货基金经营活动实施方案》，明确严禁境外机构以任何形式在境内非法提供开户和交易服务，并设置 2 年集中整治期。根据方案，2 年期满后，境外机构要全面关停境内网站、交易软件及配套服务器，禁止为存量投资者在境内非法提供交易等服务。

高科技产业| 英伟达 2027 财年第一财季营收 816 亿美元，同比增长 85%，市场预期为 786.72 亿美元；净利润 583 亿美元，市场预期为 422.44 亿美元。公司预计，第二财季营收为 910 亿美元，高于市场预期。公司第一财季通过股票回购和股息向股东返还 200 亿美元，宣布新增 800 亿美元的股票回购授权，并将季度股息提高至每股 0.25 美元。

高科技产业| 超威（AMD）计划斥资 100 亿美元布局中国台湾人工智能产业，发力高端芯片。公司同时宣布，其代号为“Venice（威尼斯）”的下一代 AMD EPYC（霄龙）中央处理器已正式开启量产。

金融科技产业| 欧洲金融科技企业 Revolut 推出旗下首张实体加密货币借记卡。该借记卡兼容 Visa 与万事达受理终端，现阶段面向英国及欧洲经济区用户开放申请，匈牙利、瑞士及葡萄牙因监管限制暂未纳入服务范围。

新能源行业| 蔚来一季度实现总营收 255.3 亿元，同比增长 112.2%；实现经营利润 6680 万元，连续两个季度实现经营盈利；交付 83465 辆新车，同比增长 98.3%；综合毛利率 19.0%，整车毛利率 18.8%，均创四年来新高。公司预计二季度新车交付量将达 10 万辆-11.5 万辆，总营收将达 327.8 亿元-344.4 亿元。

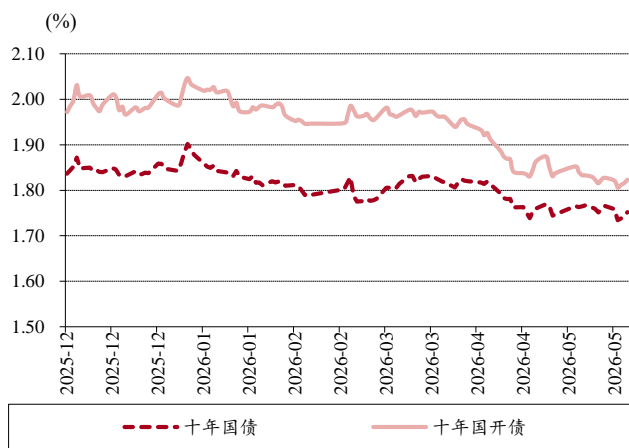
新能源行业| 国家发改委与国家能源局发布多用户绿电直连政策，明确多用户绿电直连项目须按“以荷定源”原则规划新能源装机规模，要求年自发用电量占总可用发电量比例不低于 60%，占总用电量比例不低于 30%（2030 年前提升至不低于 35%），并优先支持算力设施、绿色氢氨醇等新兴产业和未来产业开展绿电直连。

新能源行业| “十五五”新型储能发展实施方案已编制完成，正在内部征求意见，待意见征求完毕后发布。此前，新型储能已被列入“十五五”时期六大新兴支柱产业。

债券：十年期国债收益率周五收于 1.75%

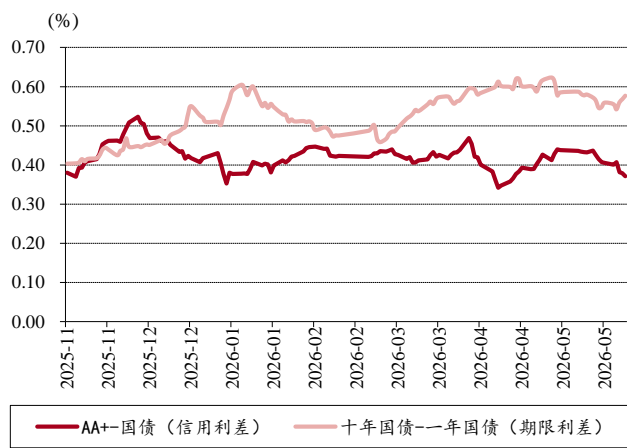
十年期国债收益率周五收于 1.75%，本周下行 1BP，十年国开债收益率周五收于 1.82%，与上周持平。本周期限利差上行 2BP 至 0.58%，信用利差下行 3BP 至 0.37%。

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

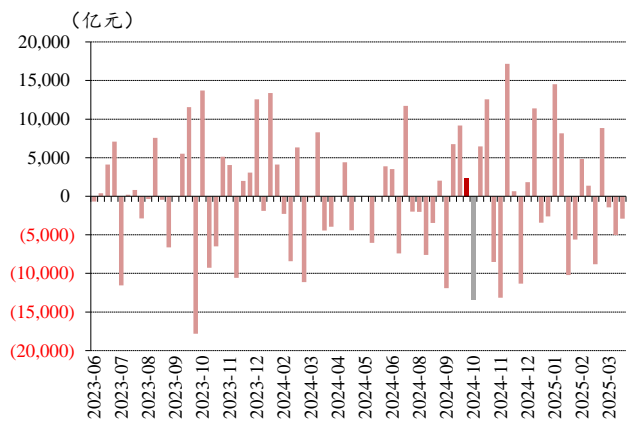
图表 14. 信用利差和期限利差



资料来源：万得，中银证券

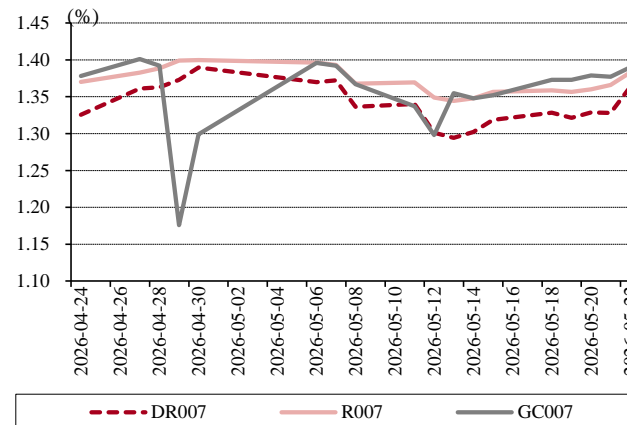
本周五 DR007、R007 及 GC007 分别收于 1.3634%、1.3831% 和 1.3900%，分别较上周走高 4BP、2BP 和 2BP。本周央行在公开市场净投放 3015 亿元。

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)

日本证券业协会数据显示，日本超长期国债上月出现了一年多以来的首次外资流出。4 月份，海外投资者抛售了 813 亿日元原始期限超过 10 年的日本国债，为自 2024 年 12 月以来首次抛售。

美国财政部公布数据显示，3 月份海外投资者持有的美债规模环比减少 1384 亿美元，主因资产估值缩水。当月日本所持美债规模减少 477 亿美元至 1.19 万亿美元；英国所持美债规模增加 297 亿美元至 9269 亿美元；中国所持美债减少约 410 亿美元至 6523 亿美元，创 2008 年以来新低。

大宗商品：本周商品期货指数下跌 0.55%

本周商品期货指数下跌 0.55%。从各类商品期货指数来看，上涨的有油脂油料（0.81%）、有色金属（0.54%），下跌的则有煤焦钢矿（-0.14%）、谷物（-0.92%）、能源（-1.78%）、贵金属（-1.97%）、化工（-2.33%）、非金属建材（-2.37%）。

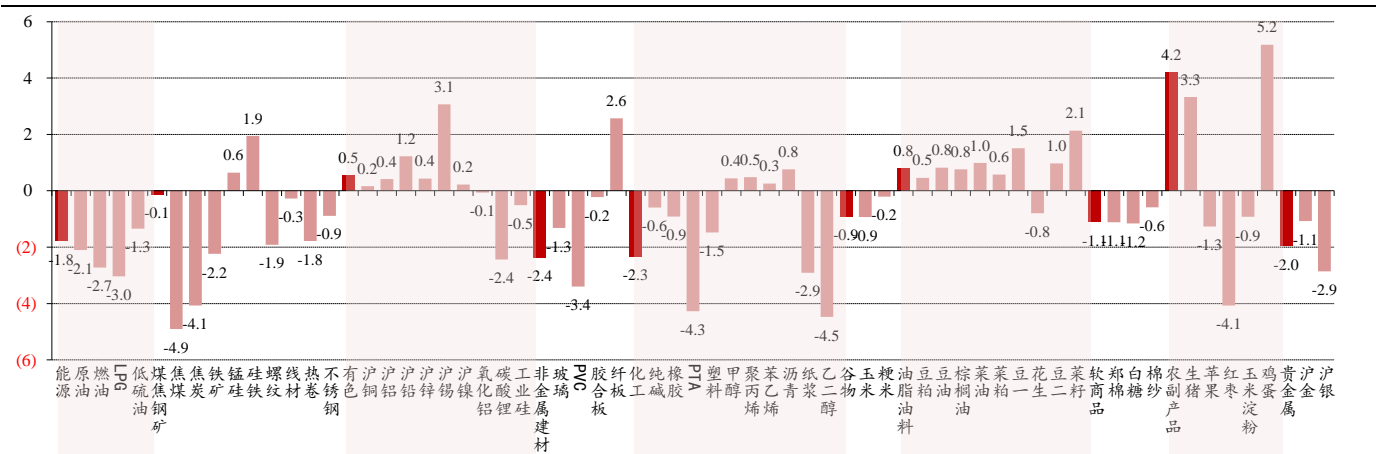
各期货品种中，本周涨幅较大的大宗商品有鸡蛋（5.18%）、生猪（3.33%）、沪锡（3.06%），跌幅靠前的则有焦煤（-4.90%）、乙二醇（-4.47%）、PTA（-4.27%）。

图表 17. 大宗商品本周表现

商品 -0.55%	能源 -1.78%	煤焦钢矿 -0.14%
有色金属 +0.54%	非金属建材 -2.37%	化工 -2.33%
谷物 -0.92%	油脂油料 +0.81%	贵金属 -1.97%

资料来源：万得，中银证券

图表 18. 本周大宗商品涨跌幅（单位：%）



资料来源：万得，中银证券

大宗商品一周要闻（新闻来源：万得）

央行数据显示，4 月上海黄金交易所黄金成交 5633.7 吨，同比减少 17.0%；上海期货交易所黄金成交 1.3 万吨，同比减少 64.3%。

美联储巴尔金称，即使霍尔木兹海峡重新开放，燃气价格也可能需要数月才能下降。

国内成品油价格迎年内第八涨。5 月 21 日 24 时起，国内汽、柴油价格每吨分别上调 75 元和 70 元，全国平均来看，92 号汽油、95 号汽油和 0 号柴油每升均上调 0.06 元。用 92 号汽油加满 50 升的油箱将多花 3 元。

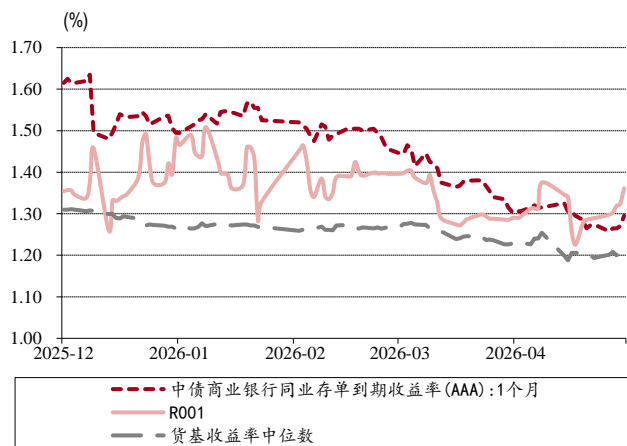
阿根廷总统米莱宣布，从 2026 年 6 月起，小麦和大麦出口税将从 7.5% 降至 5.5%。

摩根大通将 2026 年黄金均价预期从每盎司 5708 美元下调至每盎司 5243 美元；因 2026 年下半年需求重新加速，基本情景仍然预计到年底黄金价格将达到 6000 美元/盎司。

货币类：货币基金收益率波动中枢在 1.5% 下方

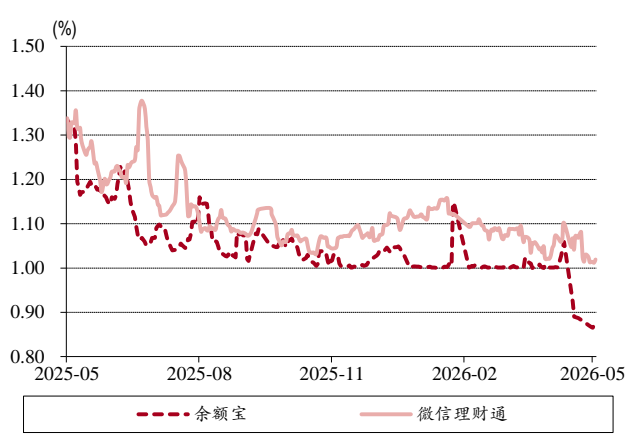
本周余额宝 7 天年化收益率与上周持平，周五收于 0.87%；微信理财通收益率下行 1BP 收于 1.02%。货币基金 7 天年化收益率中位数周五收于 1.20%。

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. 余额宝和理财通收益率曲线

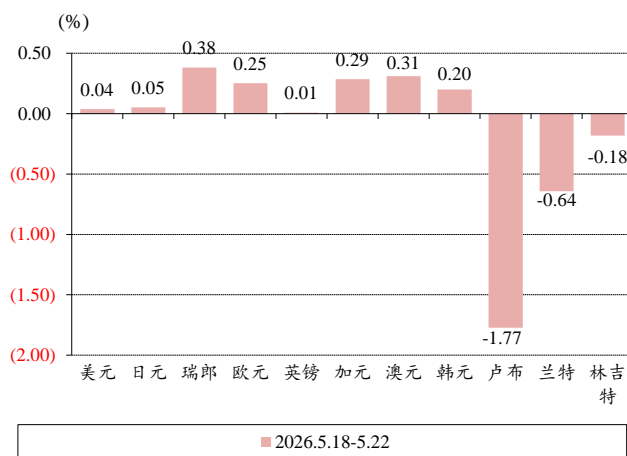


资料来源：万得，中银证券

外汇：人民币兑美元中间价本周下行

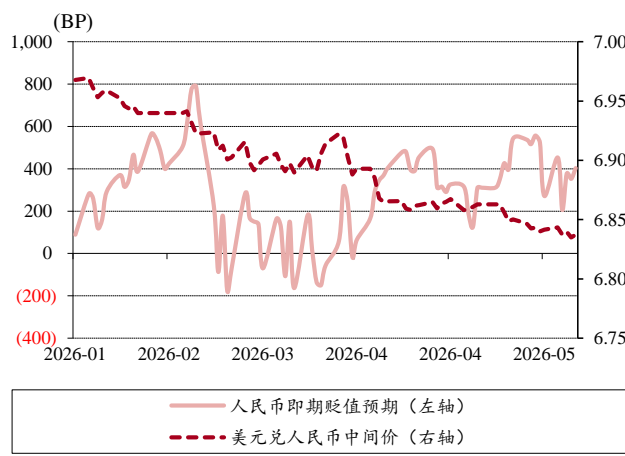
人民币兑美元中间价本周下行 66BP，至 6.8373。本周人民币对各主要货币变动如下：瑞郎(0.38%)、澳元(0.31%)、加元(0.29%)、欧元(0.25%)、韩元(0.20%)、日元(0.05%)、美元(0.04%)、英镑(0.01%)、林吉特(-0.18%)、兰特(-0.64%)、卢布(-1.77%)。

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)

一季度全球可持续发展基金实现 35 亿美元资金净流入，而上一季度为 270 亿美元净流出。欧洲市场时隔一年多首度迎来季度资金净流入，规模达 91 亿美元。美国市场则连续第十四个季度出现资金外流，今年一季度外流总额达 43 亿美元。

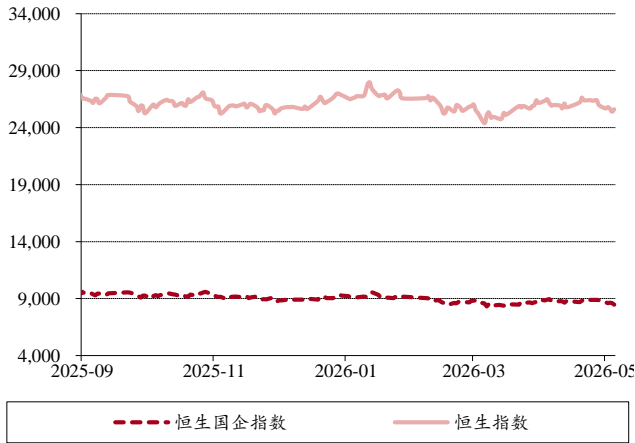
中国 4 月 Swift 人民币在全球支付中占比 2.85%，前值 3.1%。

韩国财政部称，韩国将于 7 月 6 日起首次实行美元兑韩元现货市场 24 小时交易。

港股：能源业涨幅居前

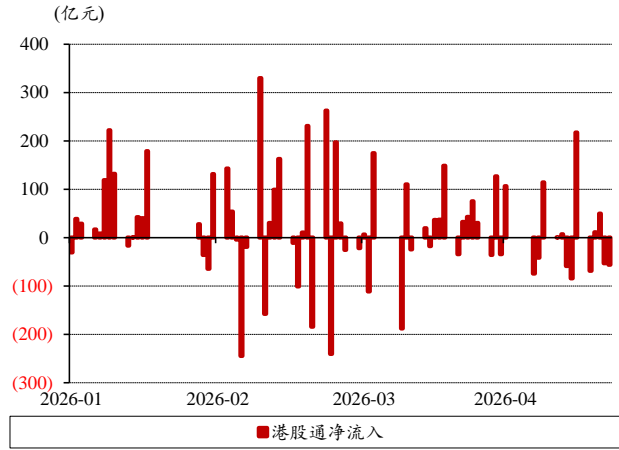
行业方面本周上涨的仅有能源业(0.42%)和金融业(0.03%)，跌幅靠前的有地产建筑业(-5.15%)、必需性消费(-4.34%)、非必需性消费(-4.07%)。本周南下资金总量 117.03 亿元。

图表 23. 恒指走势



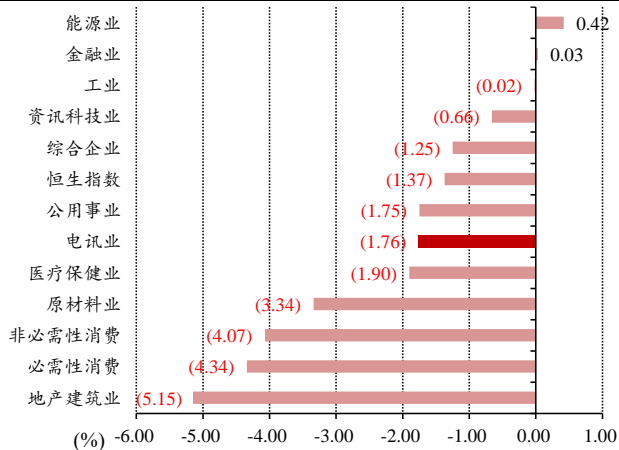
资料来源：万得，中银证券

图表 24. 陆港通资金流动情况



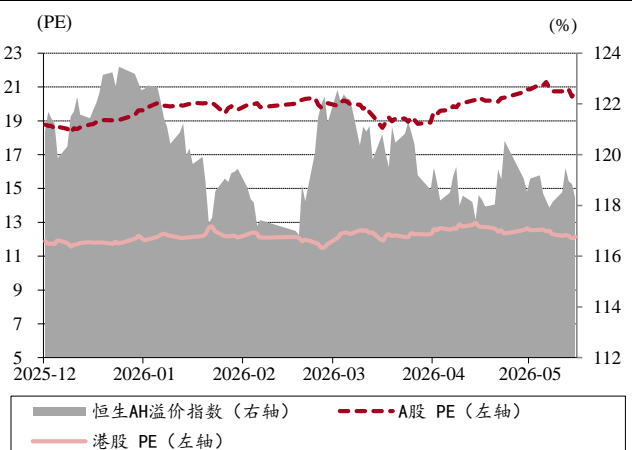
资料来源：万得，中银证券

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)

美东时间 23 日下午，美国总统特朗普在社交媒体发文，称美国与伊朗已经基本谈成一份协议。特朗普表示，他刚刚与沙特、阿联酋、卡塔尔、土耳其、埃及、约旦、巴林领导人及巴基斯坦陆军参谋长通话，讨论伊朗问题，以及与一份“和平谅解备忘录”相关的事项。特朗普称，美国与伊朗的一份协议已基本谈成，有待美伊双方及相关伊斯兰国家最终敲定。此外，他还与以色列总理内塔尼亚胡进行了通话。协议的最后环节与细节目前正在商讨中，将于近期公布。特朗普还说，除协议中的诸多其他内容外，霍尔木兹海峡也将随之开放。

沙特阿拉伯阿拉比亚电视台称，独家获悉美国和伊朗“接近达成”的协议草案，内容包括：在所有战线立即、全面和无条件地实现停火；7 天内就悬而未决的问题展开谈判；逐步解除美国对伊朗制裁以换取伊朗遵守协议等。伊朗外交部发言人巴加埃对此表示，伊朗与美国之间的分歧深刻且显著，尚无即将达成的协议，且目前阶段未讨论与核问题相关的细节。

特朗普谈及关税政策，称美国政府可能要退还总值 1490 亿美元的关税，但会用不同的方式再征收关税。对于人工智能 (AI) 监管，特朗普称，因对“某些方面不满意”推迟 AI 行政令签署，担心行政令可能会阻碍美国在 AI 领域保持领先地位。

凯文·沃什在华盛顿宣誓就任新一任美国联邦储备委员会主席。沃什随后发表简短讲话，称这是“被召回公共服务岗位的毕生荣幸”，为完成这一使命，将领导一个以改革为导向的美联储，从过往的成功与失误中汲取教训，既摆脱僵化的框架和模型，又坚守清晰的诚信与绩效标准。

美联储会议纪要显示，许多决策者主张去除宽松偏向，多数与会者认为若通胀持续高于2%则需政策收紧，仅几位官员支持未来降息。CME数据显示，市场押注美联储年底前加息25bp的概率已升至60%，2026年降息预期几近归零。

美联储理事沃勒表示，对于美联储下一步利率行动，加息的可能性与降息相当。如果通胀不能很快开始放缓，他不排除未来加息的可能；他还表示将支持从政策声明中删除“宽松倾向”的措辞。沃勒警告称，如果通胀预期开始失去锚定，他将毫不犹豫地支持加息。

伊朗成立管理霍尔木兹海峡的新机构“波斯湾海峡管理局(PGSA)”。一个名为“波斯湾海峡管理局”的账号18日在社交媒体上上线，该账号发文自称为官方账号，将对霍尔木兹海峡最新进展进行实时更新。伊朗伊斯兰革命卫队海军转引了这条帖文。伊朗方面尚未就此正式发声。

欧盟就落实欧美贸易协议实施方案达成临时协议。根据临时协议，欧盟对美国工业品以及部分农产品、海产品给予关税优惠的相关规定，将于2029年12月31日到期，除非双方决定延长。欧盟同时将设立“保障机制”。如果美国商品进口激增并对欧盟工业或农业造成严重冲击，欧盟委员会可启动调查，并暂停相关优惠措施。在钢铁和铝产品问题上，如果美国到2026年底仍对欧盟钢铁及铝衍生产品维持高于15%的关税，欧盟委员会可暂停部分关税优惠政策。

欧盟4月通胀率按年率计算为3.2%，高于3月的2.8%，也高于去年同期的2.4%。此外，受能源价格明显走高影响，欧元区4月通胀率按年率计算为3.0%，高于3月的2.6%，也高于去年同期的2.2%。

标普全球公司发布报告显示，欧元区商业活动5月明显萎缩，欧元区5月综合采购经理指数(PMI)初值录得47.5%，为31个月低点。分行业看，服务业PMI骤降至46.4%，创63个月新低；制造业PMI录得51.4%，但扩张速度放缓至3个月以来最低。

受出口势头强劲、能源进口大幅下滑影响，日本贸易账意外连续第三个月实现顺差。日本财务省公布数据显示，4月未经调整贸易顺差达3019亿日元(折合19亿美元)，出口额同比增长14.8%，进口额增长9.7%。4月原油进口量下滑64.0%，能源进口总额下降50.0%。

韩国央行公布数据显示，受中东危机导致石油和原材料价格上涨的影响，4月份韩国生产者价格指数(PPI)环比上涨2.5%，达到128.43，为28年来最大涨幅。

美国5月密歇根大学消费者信心指数终值44.8，初值48.2；一年通胀预期终值为4.8%。

日本4月份核心消费物价涨幅放缓，高市政府采取措施缓解生活成本压力，抵消日元疲软和能源价格高企的影响。日本政府公布的数据显示，4月剔除生鲜食品的核心消费者价格同比上涨1.4%。

下周大类资产配置建议

广义财政支出总体放缓。1-4月财政支出节奏有所放缓，广义财政支出同比增长0.4%，较3月下降2.3个百分点，中央财政仍是重要支撑，广义中央财政支出同比增长5.6%；财政支出总体放缓或是4月国内需求平淡的重要原因之一，4月社零、固定资产投资表现均较弱势。

但需注意的是，年内财政支出进一步前倾或是4月财政支出偏弱的重要原因之一。具体来看，4月一般公共预算支出20103.0亿元，在全年公共预算支出中占比6.7%，低于2024-2025年同期水平。

但从近三年前4个月的财政支出的总体水平看，2026年1-4月一般公共预算支出在全年公共预算支出中占比31.6%，微幅高于2024-2025年同期水平。2026年1-4月公共财政支出力度总体不弱，且略高于前两年同期水平，2026年4月财政支出增速回落，或可在一定程度上理解为今年一季度财政前倾发力后的正常放缓。此外，从地方债务的发行情况看，2026年4月政府债券融资节奏有所放缓，当月社零口径政府债券融资额较去年同期少688亿元，或在一定程度上对财政支出形成约束。

考虑到4月17日国家发改委表示将“推动7550亿元中央预算内投资、1万亿元超长期特别国债于6月底前基本下达完毕”，我们认为，5-6月财政支出、融资节奏有望回暖，从而对上半年经济数据表现形成支撑。

本周，我们维持大类资产配置顺序：股票>大宗>债券>货币。

风险提示：海外大宗商品价格震荡；地缘关系的不确定性；政策效果不及预期。

图表 27. 本期观点 (2026.5.24)

宏观经济		本期观点	观点变化
一个月内	=	关注中、美元首会谈的成果落实进度	不变
三个月内	=	关注美、伊冲突的持续性	不变
一年内	=	地缘关系仍有较大不确定性	不变
大类资产		本期观点	观点变化
股票	+	关注“增量”政策落实情况	超配
债券	-	关注货币政策对债市的传导影响	低配
货币	-	收益率将在2%上下波动	低配
大宗商品	=	关注美、伊冲突对商品市场的供给冲击	标配
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