

责任编辑:

周颖

☎: 010-80927635

✉: zhouying_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130511090001

要闻

国家统计局: 3 月份, 70 个大中城市中商品住宅销售价格上涨城市个数增加, 各线城市商品住宅销售价格环比上涨, 一线城市商品住宅销售价格同比上涨、二三线城市同比降幅收窄; 70 个大中城市中, 新建商品住宅和二手住宅销售价格环比上涨城市分别有 64 个和 57 个, 比上月分别增加 9 个和 17 个。

全国已春播粮食面积超 1.4 亿亩, 完成意向面积的 15.1%, 进度同比快 0.6 个百分点。分作物看早稻育秧基本完成播栽近六成: 中稻育秧过五成: 薯类已播过三成, 春小麦已播过四成, 春玉米已播过一成, 春大豆已播 7.5%。

欧洲央行管委森特诺: 暂停加息或加息 25 个基点是 5 月会议可能的选择, 没有任何理由由加息超过 25 个基点。

银河观点集萃:

- **宏观:** 出口超预期有待观察, 出口份额支撑全年韧性。上半年中国出口可能持续负增长: 海外高利率对全球总需求带来较强压制, 同时银行业危机对实体经济的影响目前仍没有显现, 同时美国也不断谋求与中国的经贸脱钩, 短期我国出口快速转向正增长的难度较大。目前看上半年中国出口可能持续负增长。海外需求复苏斜率要看二季度美联储停止加息之后美国、欧元区经济的恢复情况。3 月 22 日美联储的经济预测将 2023 年美国 GDP 增速从 0.5% 下调至 0.4%, 仍为正。此外, 美国住宅销售最近也出现了见底迹象。
- **金工:** 经济不确定性因子有效性和稳定性较好, 与股价呈负相关关系。RankIC 均值为-0.047, 年化 RankIC_IR 为-1.663, 累计 RankIC 总体为负并保持单调下降趋势, 即对经济政策不确定性不敏感的股票能获得较高的收益。我们通过“P10-P1”构建多空组合, 该多空组合的年化收益率为 5.55%。基于行为金融学前景理论, 我们剖析了该因子溢价产生的原因: 存在确定效应与反射效应, 实证证明在沪深 A 股市场确定效应大于反射效应。由该因子构造的定价因子加入 Fama-French 五因子等传统定价模型后模型定价效率显著提高。我们基于该因子构建了指数增强策略、TOP30 组合策略和“固收+TOP30”资产组合策略。
- **固收:** 美纠结通胀和衰退, 国内关注通缩和复苏。美 CPI 超预期下行但核心通胀压力较大、美经济衰退预期、美银行业风险传导、全球去美元化进程加速; 国内多项数据发布复苏进程向好。

银河观点集锦

宏观：出口超预期有待观察，出口份额支撑全年韧性

核心观点

4月13日，海关总署数据显示，以美元计价，中国3月出口3155.9亿美元，同比增长14.8%，进口2274亿美元，同比下降1.4%，贸易顺差881.9亿美元。一季度出口累计值8218.3亿美元，累计同比0.5%，进口累计值6171.2亿美元，累计同比-7.1%。

1. 3月出口增速相对较高，是出现在趋势之外、逻辑之外的现象。从趋势来看，中国出口度过2021年30%左右的高速增长和2022年上半年15%左右的中速增长后，2022年下半年开始显著降速，2022年四季度以来陷入负增长区间。背后的原因主要是美联储、欧央行相继开始加息之后全球经济增速下降；以及美国不断谋求与中国的经贸脱钩，中国对美国出口增速持续下降。目前看2023年上半年中国出口可能持续负增长，下半年美联储、欧央行停止加息之后可能会逐步见底。

2. 从短期数据来看，3月商品出口3155.9亿美元，同比14.8%（前值-1.3%），市场预期值-7.1%，当前增速超预期由跌转升，结束了此前连续五个月的下降态势。商品进口2274亿美元，同比增速下降1.4%，增速降幅较前值扩大5.6个百分点。贸易顺差881.9亿美元，远高于去年同期顺差443.5亿美元，同比增长98.9%。

3. 对东盟维持高增长，对港持续回升，对日韩增速放缓：3月对东盟出口同比+35.4%（前值+33.7%），增速延续上升趋势；对欧盟出口同比+3.4%（前值-16.1%），增速止跌转正；对美国出口额同比-7.7%（前值-31.8%），降幅有所收窄。一方面，受益于RCEP实施生效，我国与东盟贸易往来持续升温。另一方面，随着香港和内地2月6日起全面通关，跨境陆路货运开始恢复正常，有助大陆对香港的出口增长。3月份对欧美出口的好转，不代表欧美地区对我国的进口需求出现趋势性回暖变化，关键视二季度美联储停止加息之后美国、欧元区经济的恢复情况而定，上半年我国对欧美地区出口大概率将持续同比负增长。

4. 上半年中国出口可能持续负增长：海外高利率对全球总需求带来较强压制，同时银行业危机对实体经济的影响目前仍没有显现，同时美国也不断谋求与中国的经贸脱钩，短期我国出口快速转向正增长的难度较大。目前看上半年中国出口可能持续负增长。海外需求复苏斜率要看二季度美联储停止加息之后美国、欧元区经济的恢复情况。3月22日美联储的经济预测将2023年美国GDP增速从0.5%下调至0.4%，仍为正。此外，美国住宅销售最近也出现了见底迹象。

5. 根据WTO数据：2022年中国大陆出口占全球份额回落0.6个百分点，中国香港出口占全球份额回落0.55个百分点，主要是让给了沙特和美国（一部分也是能源出口），能源冲击和疫情消退之后，中国（大陆加香港）出口占全球份额将稳中有升。这可能是今年出口韧性的一个来源。

（分析师：高明，许冬石，詹璐）

金工：行为金融理论和经济不确定性因子构建与应用

核心观点

我国沪深 A 股市场前景理论效应显著

行为金融学前景理论认为，投资者面对获利时资产预期收益率与风险负相关，倾向于规避风险卖出资产，获得确定收益，面对亏损时投资者资产预期收益率与风险正相关，倾向于追求风险，继续持有高风险资产。本文借鉴 Nicholas, Barberis 和 Abhiroop (2016) 的研究方法，计算个股前景理论价值，结果表明第一组 (P1) 和第五组收益 (P5) 净值存在显著差异，即我国沪深 A 股市场存在较为显著的前景理论效应。

经济政策不确定性从宏观经济向金融市场传递风险

经济政策对于宏观经济运行有重大影响，且经济政策不确定性会对经济产生负向影响。基于流动性偏好理论，当政策不确定性上升时，投资者风险偏好转向黄金和债券等高流动性资产，流入股市的资金减少，同时投资者对股票等资产要求更高的风险溢价补偿，推动股票估值下降，导致股票价格下跌。基于行为金融学理论，经济政策不确定性会显著提高投资者的损失厌恶，投资者出于审慎会倾向于减少或推迟投资，使得资产预期收益下降。本文借鉴 Huang, Luk (2020) 利用文本分析法构建的中国经济政策不确定性指数 (EPU)，研究如何在经济政策不确定性下把握投资机会

经济不确定性因子有效性和稳定性较好，与股价呈负相关关系

本文利用滚动回归的方式计算经济不确定性风险暴露敏感因子，即股票超额收益率在经济不确定性指数上的风险暴露绝对值，经单因子有效性检验，发现经济不确定性风险暴露敏感因子有效性和稳定性较好，且与股票价格呈负相关关系，RankIC 均值为-0.047，年化 RankIC_IR 为-1.663，累计 RankIC 总体为负并保持单调下降趋势，即对经济政策不确定性不敏感的股票能获得较高的收益。我们通过“P10-P1”构建多空组合，该多空组合的年化收益率为 5.55%。

基于行为金融学前景理论，我们剖析了该因子溢价产生的原因：存在确定效应与反射效应，实证证明在沪深 A 股市场确定效应大于反射效应。由该因子构造的定价因子加入 Fama-French 五因子等传统定价模型后模型定价效率显著提高。我们基于该因子构建了指数增强策略、TOP30 组合策略和“固收+TOP30”资产组合策略。

风险因素：

历史数据不能外推，本文仅提供数据统计和以历史数据测算提供的判断依据，不代表投资建议。

(分析师：马普凡)

固收：美纠结通胀和衰退，国内关注通缩和复苏

1、核心观点

影响市场核心信息：美 CPI 超预期下行但核心通胀压力较大、美经济衰退预期、美银行业风险传导、全球去美元化进程加速；国内多项数据发布复苏进程向好。

大类资产表现：美债利率上行，美元指数下跌，整体资产较上周分化。贵金属领涨，中国国债>人民币>美元>美债，铁矿石表现最差。

全球央行利率变化及预期：相较4月7日全球多数国家加息预期有所回升，3M内政策利率预期：美国+15BP到5.03%、欧元区+53BP到3.53%、英国+34BP到4.59%；相较于上周变动：美国+13BP、欧元区+18BP、英国+8BP。

美国加息路径预测：3月美CPI同比升5%，涨幅创两年新低但核心CPI略有上行，核心通胀压力仍较大。3月议息会议纪要指出美国银行业危机产生的后果可能会使美国经济在今年晚些时候陷入衰退，多位政策制定者曾考虑暂停加息。“可能陷入衰退”基本确认了美联储加息周期末期，并增加了降息的概率。

通胀数据和会议纪要公布前后市场加息预期变动不大，但本周相较于上周加息预期再度回升。市场预期70.4%的概率5月再加25BP，6月保持不变，再预期7月降息并在年底利率降至4.25%-4.5%，整体利率水平预期较上周回升25BP。

美国长期通胀预期和市场隐含政策利率预期：10Y美债TIPS隐含通胀预期略上行至2.29%；6M隐含利率在上周回落至4.61%后本周再度回升至4.74%。

国际流动性监测

美债流动性和央行操作：美联储继续缩表。本周缩表幅有所收窄至175.9亿美元，美联储持有美债规模本周小幅变化6.3亿美元。外国央行继续增持119.7亿美债至29100.4亿美元，增持幅度较上周收窄。美债流动性指数较上周略有上行至2.67%左右，美债流动性相对平稳。

美商业银行系统流动性：美国银行业流动性压力继续边际缓解但压力仍大。

最近一周货币基金净流入302.8亿美元，较上周继续下行但仍高于银行业风波前水平。其中逆回购占比指标略有上行保持高位震荡。

美联储贴现窗口使用额在3月15日高点1583亿美元，本周为676亿美元，较上周略有下行但仍保持在超高水平。联邦基金市场每日成交量在硅谷银行关闭后快速上升，本周整体规模继续上行350亿美元至5260亿美元左右，显示银行在联邦基金市场获取现金继续上升；

商业银行的数据滞后两周，至3月29日：所有商行储蓄，继续流出647亿美元但较上周1720亿美元幅度明显收窄；大小商行包括准备金的现金资产占比在3月15日和3月8日触及低点9.25%和5.91%后快速回升至上周11.66%和7.55%，本周略有回落至11.14%和7.39%，大型银行压力缓解但小型银行压力仍较大。

美元流动性：资金利率利差回落表明美元流动性紧张边际改善。

金融条件：花旗经济意外指数显示中国经济不确定性边际上行，但欧、日、美下调；芝加哥联储数据（滞后一周）显示金融环境边际继续收紧。

资本流动与风险偏好:

1、全球 ETF 资金流向: 资金净流入前三是美国、亚太 (除日本)、中国香港, 净流出前三是日本、中国、北美。

2、美国金融市场资金博弈: 美国金融市场杠杆交易本周有所回落, 市场活跃度有所下行, 市场风险偏好略降。

3、中国权益市场资金: (受假期影响本周交易日不足 5 日) 北向本周净流出 16.69 亿元; 南向本周净流入 26.55 亿元; 融资买入占比在 9.41% 左右震荡下行。

国内债市: 中长期资金利率相对平稳, 短端继续回落; 央行逆回购投放规模继续收敛, 本周保持净回笼但规模收缩。国债收益率曲线略下行维持高位震荡; 信用债收益率较上周变化不大, 长期限收益率基本上行。

风险提示: 银行业风波加大海外衰退可能、加息预期波动

(分析师: 刘丹)

环保公用: 《2023 年能源工作指导意见发布》, 能源结构转型持续推进

行业观点:

公用事业方面, 4 月 14 日, 国家能源局发布 3 月份全社会用电量等数据。3 月份, 全社会用电量 7369 亿千瓦时, 同比增长 5.9%。分产业看, 第一产业用电量 92 亿千瓦时, 同比增长 17.1%; 第二产业用电量 5110 亿千瓦时, 同比增长 6.4%; 第三产业用电量 1212 亿千瓦时, 同比增长 14.0%; 城乡居民生活用电量 955 亿千瓦时, 同比下降 5.7%。

环保行业方面, 据北极星环卫网不完全统计, 2023 年第一季度国内环卫市场共开标 56 个亿级环卫项目, 成交金额 156.8 亿元。2023 年第一季度环卫市场成交额前三名分别是盈峰环境、福龙马、侨银股份。地方国资虽然不在前三名榜单, 但其身影始终占据一席之地。年化额过亿项目大多被地方国资和环卫龙头斩获。

投资策略及推荐关注标的:

公用: 国家能源局发布《2023 年能源工作指导意见》, 能源结构转型持续推进。《意见》提出, 2023 年非化石能源占能源消费总量比重提高到 18.3% 左右, 非化石能源发电装机占比提高到 51.9% 左右, 风电、光伏发电量占全社会用电量的比重达到 15.3%。全年风电、光伏装机增加 1.6 亿千瓦左右。2022 年新能源新增装机 125GW, 根据能源局目标, 2023 年预计新增 160GW, 同比增长 28%。“双碳”目标指引下新能源装机增长确定性高, 持续看好新能源长期发展空间。

建议关注: 三峡能源 (600905.SH)、龙源电力 (001289.SZ)、太阳能 (000591.SZ)、芯能科技 (603105.SH)、中闽能源 (600163.SH)、江苏新能 (603693.SH)、华能国际 (600011.SH)、国电电力 (600795.SH)、协鑫能科 (002015.SZ)、华能水电 (600025.SH)、川投能源 (600674.SH)、九丰能源 (605090.SH)、新奥股份 (600803.SH)。

环保：一季度环卫市场有所回暖。2023年第一季度国内环卫市场共开标56个亿级环卫项目，成交金额156.8亿元。今年2月，工信部等八部门发布《关于组织开展公共领域车辆全面电动化先行区试点工作的通知》，在全国范围内启动公共领域车辆全面电动化先行区试点工作。《通知》明确了试点领域新增及更新车辆中新能源汽车比例显著提高，其中城市公交、出租、环卫、邮政快递、城市物流配送领域力争达到80%。在政策支持下，一季度我国环卫装备和服务市场有所回暖，环卫龙头有望凭借自身优势持续提升市场份额。

建议关注：ST龙净（600388.SH）、仕净科技（301030.SZ）、盛剑环境（603324.SH）、聚光科技（300203.SZ）、伟明环保（603568.SH）、高能环境（603588.SH）、华宏科技（002645.SZ）、天奇股份（002009.SZ）、旺能环境（002034.SZ）、路德环境（688156.SH）、山高环能（000803.SZ）、英科再生（688087.SH）。

（分析师：陶贻功，严明，梁悠南）

分析师承诺及简介

本人承诺，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

分析师：周颖，食品饮料行业分析师，清华大学本硕，2007年进入证券行业，2011年加入银河证券研究院。多年消费行业研究经历。

评级标准

行业评级体系

未来6-12个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）相对于基准指数（交易所指数或市场中主要的指数）

推荐：行业指数超越基准指数平均回报20%及以上。

谨慎推荐：行业指数超越基准指数平均回报。

中性：行业指数与基准指数平均回报相当。

回避：行业指数低于基准指数平均回报10%及以上。

公司评级体系

推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报20%及以上。

谨慎推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%—20%。

中性：指未来6-12个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。

回避：指未来6-12个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%及以上。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

北京市丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn

陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

北京地区：唐嫚玲 010-80927722 tangmanling_bj@chinastock.com.cn