

责任编辑:

周颖

☎: 010-80927635

✉: zhouying_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130511090001

要闻

美国债务上限谈判遇阻，共和党谈判员突然退场，美股盘中跌幅扩大

中国 - 中亚峰会在陕西省西安市举办，峰会期间，中国同中亚五国达成系列合作共识

中国外汇市场指导委员会：必要时对顺周期、单边行为进行纠偏，坚决抑制汇率大起大落

国常会：研究落实建设全国统一大市场部署总体工作方案和近期举措

国家能源局：1-4月太阳能发电投资同比增156.3%

银河观点集萃:

- **宏观:** 未来一段时间人民币持续弱势。(1)对中国经济预期已经形成,而中国经济的任何超预期都会带动人民币汇率也就会回升。这种对于经济持续的观察可能要等到6月份,在此之前人民币汇率都较为低迷。(2)美元的短期反弹给人民币带来压力。在人民币处于弱势的环境下,美元的走高直接带来人民币的下滑,如果美元继续上行,人民币汇率的下滑就没有结束。人民币汇率稳定或反转需要等到下半年。预计短期内(1-2个月)人民币汇率可能继续下滑,美元兑人民币可能下滑至7.1元左右。人民币汇率反转需要等待美元反转、中国经济预期转变的时刻,我们预计年末人民币汇率会重新上行,预计在6.75元左右。
- **宏观:** 从金融稳定等角度考虑,6月加息停止并开始货币政策观察期仍是大概率。尽管美联储近期频繁发声表示并不能排除年内进一步加息的可能,引发美元和美债收益率向上调整,我们倾向于利率难再大幅提高。但市场依然需要修正年内多次降息的预期,这在短期同样支持美元和美债收益率的小幅反弹。
- **策略:** 中国特色估值体系重塑的“中国元素”与投资逻辑再审视——科技引领,国安为重:(1)承担国家经济命脉的领域,如能源、军工等,关注国企改革政策推动下,盈利结构改善、估值有望抬升的央企龙头。(2)关注政策边际改善,融资渠道拓宽,估值有望修复的房地产上下游产业链:如钢铁、水泥、建筑、装饰等上市公司投资机会。(3)关注科技创新、自主可控的国有控股企业。如关键材料、核心元器件、基础软件、基础零部件、生物科技等领域。

银河观点集锦

宏观：人民币汇率再破“7”，这次一样么？

1、核心观点

人民币汇率再破“7”。人民币即期汇率在5月18日再次破“7元”关口，收盘于7.0294元。人民币汇率上一次跌破7元是在2022年9月，2022年8月15日央行降息是汇率大幅走弱的直接原因。本次人民币汇率在平稳之后，5月份再次走弱，其背后的原因与去年有所不同，对于市场预期的冲击也更弱。

人民币仍然跟随美元而动。5月份人民币贬值主要与美元走强相关，人民币跟随全球货币贬值。4月份人民币走势情况稍显背离，在美元指数回落的同时，人民币汇率也在回落，但也可以看到，4月份与美元走势出现背离的国家较多。5月份美元指数反弹，主要国家货币贬值，但商品国家货币表现稍好。

中国国内风险短期内平稳。5月份CDS价格先升后降，基本保持平稳，这意味着主导4月份人民币弱势的因素在5月份市场已经定价，对于中国经济的弱势已经反映。地缘政治有所缓解，虽然中美之间仍然分歧较大，但这种分歧已经成为常态，海内外金融市场在逐步适应这种变化。中国4月份经济数据在5月16日刚刚发布，未来一个月属于数据真空期，对于经济的预期保持稳定，对于经济支持政策仍然有期待。

央行并未特别关注汇率问题。央行对外汇市场的管理更趋近于市场化，人民币汇率在6.3元—7.3元之间宽幅震荡，并且外汇存款准备金率等利率并未出现变化。

本次与以往有所不同。疫情开始后中国的经济走势与全球出现反差，2020年人民币汇率经历了巨大的升值，在2022年出现了快速的贬值。2023年对于中国经济的预期较为极端，使得人民币汇率稍显弱势。

未来一段时间人民币持续弱势。(1)对中国经济预期已经形成，而中国经济的任何超预期都会带动人民币汇率也就会回升。这种对于经济持续的观察可能要到6月份，在此之前人民币汇率都较为低迷。(2)美元的短期反弹给人民币带来压力。在人民币处于弱势的环境下，美元的走高直接带来人民币的下滑，如果美元继续上行，人民币汇率的下滑就没有结束。

人民币汇率稳定或反转需要等到下半年。预计短期内(1-2个月)人民币汇率可能继续下滑，美元兑人民币可能下滑至7.1元左右。人民币汇率反转需要等待美元反转、中国经济预期转变的时刻，我们预计年末人民币汇率会重新上行，预计在6.75元左右。

风险提示：美元超预期上行的风险、地缘政治风险。

(分析师：许东石)

宏观：影子联邦基金利率的构建与商业银行近况的再探讨

1、核心观点

构建影子联邦基金利率的原因。影子 FFR 最初是为了评估联邦基金利率（FFR）达到零利率下限后的实际利率水平，包括量化宽松等非常规政策的影响。官员和学者们在全球金融危机后对货币政策的思考中加入了影子 FFR，也有多种影子 FFR 在期间形成。其中较为知名且易得的影子利率是亚特兰大联储定期公布的 2016 年“吴-夏”模型，但其在联邦基金利率高于 0-0.25% 的范围后，吴-夏影子利率就会暂停更新。在量化紧缩以及迅速加息的过程中，影子利率不仅可以跟踪反映货币紧缩的力度，也可以反映市场对利率的预期以及前瞻指引的作用，因此在 FFR 脱离零利率下限后继续更新的影子 FFR 存在市场同步情绪指标和加息周期领先指标的意义。

构建影子 FFR 的方法。首先挑选与联邦基金利率关系密切并且不受零利率下限限制的代理变量。在不能直接使用短期利率曲线的情况下，我们依照“长端利率=短端利率+期限与信用风险溢价”的简单框架，将选取的数据分为三类：（1）政府融资情况指标，以美国中长期国债收益率数据为代表；（2）私人部门融资情况指标，以企业债等数据为代表；（3）利差指标，主要反映期限与信用风险溢价的部分。然后，通过主成分分析法（PCA）分离出影响较大的三个因子，再利用分离出的因子作为自变量和有效联邦基金利率（EFFR）进行线性回归，进而得出影子 FFR。我们选取的数据时间范围从 1986 开始至今，可以提供周度和月度的影子利率，这对及时反映市场对实际 FFR 的预期有帮助。

影子 FFR 的特征与意义-情绪同步指标和利率领先指标。在假设市场利率完全由美联储货币政策驱动之下，银河影子 FFR 可以有效体现量化紧缩与前瞻指引等非常规政策的效果，这在过去四轮 QE 中都有所体现。另一方面，银河影子 FFR 是一个可以同步反映市场预期的指标，这意味着在前瞻指引的框架下影子利率对货币政策周期顶部和底部的判断具有领先性。前瞻指引使小幅的领先性从 2015 年末开始出现，领先有效 FFR 约一个月左右；2016 年末再度加息前影子 FFR 同样领先一个月上行。不过从 2017 年末的加息开始，影子 FFR 的领先时间提升至一到两个季度，成功判断了一轮降息周期（2019-2020 年初）的顶部和一轮加息周期（2022-2023）的开启。同时，2017-2019 年的影子 FFR 已经开始高于实际 FFR，这是由当时的量化紧缩（QT）所引起的。

影子 FFR 在本轮货币政策周期释放的信号。（1）按照影子 FFR 的领先规律，实际 FFR 在 6 月很难继续上行，本轮加息周期即将停止。（2）2023 年个别月份的通胀与劳动数据超预期并没有改变影子利率整体回落的趋势，因此降息仍在视野之中。（3）2018-2019 年影子利率见顶大约领先降息三个季度，按此规律推断本轮降息周期应在 2023 年四季度或 2024 年初，与其他衰退相关的模型（比如同步指标 CEI，自然失业率模型等）反映的时间大致相同。（4）作为市场对利率预期的同步指标，影子 FFR 保持下行的趋势表明市场年内仍会继续交易 FFR 的

下行，尽管二季度可能出现震荡，但美元和美债全年向下的势头难有改变。

影子 FFR 显示了银行问题冲击弱化，商业银行近况到底如何？ 银河影子 FFR 显示银行问题对政府和私人部门融资造成的压力在 4 月开始消散，这与近期的商业银行信贷和资产数据反映的信息大致相同。美联储 5 月初公布的高级信贷经理意见调查（SLOOS），认为银行信贷条件在一季度继续收紧，需求趋于下行。短期，美国私人部门的超额储蓄和实际工资降幅的收窄暂不加快信贷增速的下行，美国仍难以在二、三季度快速进入衰退。不过，我们认为包括存款利率过低、加息导致贴现窗口短贷利率过高和银行国债资产浮亏、美联储缩表的继续以及未来财政部通过新发债务补充资金这四类问题将继续消耗银行现金。随着中小银行现金情况进一步恶化、美国经济继续缓慢收缩，2023 年末降息可能仍存。

高级信贷经理意见调查（SLOOS）说了什么？ 一季度调查显示银行对大中型企业以及小型企业的商业和工业贷款的标准更加严格，需求也较弱。中型银行对商业贷款标准的收紧更加频繁。同时，所有商业房地产贷款类别的严格程度上行，需求收缩。总体上，代表企业的工商业和商业地产贷款需求弱于代表居民的消费和住宅贷款。从供需两侧考虑，美国商行信贷一季度供给的主动收缩大于需求，经济短期仍由于家庭部门的收入和超额储蓄而存在韧性，难以快速衰退，也意味着二、三季度降息难度大；商行主动收缩信贷的效果尚不明显，需要保持观察。

商业银行面临的四类可能导致未来降息的问题。（1）银行系统的面临的重要风险是存款的持续外流，这是由过低的存款利率所引发的。只要存款利率继续大幅低于其他跟随 FFR 的资产回报率，这种现象就难以逆转，银行现金也将被持续消耗，使中小银行的负债业务更加不稳定。（2）虽然中小银行通过美联储的 BTFP 和贴现窗口获得流动性，但需要意识到这些流动性基本以短期为主且利率高昂，这对存款流出且资产收益率较低的中小银行是难以长期承受的。（3）美联储的量化紧缩（QT）仍在继续，每月实际缩减规模在 760-780 亿美元左右，同时美国家庭部门成为国债重要购买力，两者在持续消耗银行现金。（4）美国财政部在央行存款（TGA）因为债务上限难以达成的消耗下几乎耗尽，尽管提高债务上限决议达成的时间并不明确，财政部势必在问题解决后大量发行国债来补充现金；这对银行准备金消耗的原理和第三点相同。综上，尽管美联储可以在一两个季度内使利率保持在高位，2023 年末到 2024 年初的经济下行和银行现金状况进一步恶化都是推动降息的理由。

从金融稳定等角度考虑，6 月加息停止并开始货币政策观察期仍是大概率。 尽管美联储近期频繁发声表示并不能排除年内进一步加息的可能，引发美元和美债收益率向上调整，我们倾向于利率难再大幅提高。但市场依然需要修正年内多次降息的预期，这在短期同样支持美元和美债收益率的小幅反弹。美联储不需要进一步加息的理由包括（1）实际利率在 CPI 降低至 4.9% 的情况下已经转正；（2）核心通胀还在缓慢下行，工资增速的缓和与滞后的居住成本的回落难以使通胀大幅反弹，而商品部份影响已经很弱；（3）SLOOS 显示银行问题确实造成了信贷供给的边际紧缩，在利率高位的情况下停下加息而观察市场和经济反应是更稳妥的举措。至少从已经获得提名的美联储“二把手”杰弗逊和至关重要的纽约联储主席威廉姆斯的表态看，加息 6 月停止并进入观察期仍是大概率事件。

风险提示：重要经济体增速超预期下行的风险、美欧银行流动性危机的风险、美国出现主权债务违约的风险。

(分析师: 许东石)

宏观: 政策节奏放缓——4月财政收支分析

1、核心观点

5月18日财政部发布,2023年1-4月全国公共财政累计收入83171亿元,同比增长11.9%(前值0.5%),公共财政累计支出86418亿元,同比增长6.8%(前值6.8%)。4月份公共财政收入2.08万亿元,同比增长70%,公共财政支出1.85万亿元,同比增长6.7%。收入显著增长,支出相对稳定,财政扩张力度放缓。

一、4月当月公共财政收入同比+70%(前值+5.5%),支出同比+6.7%(前值+6.5%)。财政收入增速显著大增,与去年大规模退减缓税费、财政收入错峰入库等有关。1-4月,公共财政收入8.32万亿元,同比增长11.9%,累计增幅比一季度提高11.4个百分点。其中,税收收入7.04万亿元,同比+12.9%(前值-1.4%),非税收入1.28万亿元,同比+6.8%(前值+10.9%)。主要税种之中,国内增值税2.8万亿元,同比+58%(前值+12.2%);企业所得税1.77万亿元,同比+3.7%(前值+9.3%);进口环节税0.61万亿元,同比-12%(前值-14.4%);国内消费税0.59万亿元,同比-17.9%(前值-22.2%);个人所得税0.54万亿元,同比-2.4%(前值-4.4%)。

二、公共财政支出增速平稳,基本民生、科技等为重点。1-4月,公共财政支出8.64万亿元,同比+6.8%(前值+6.8%),维持去年7月以来的6.1%至7%的区间。与此对照,1-4月基建投资增速达到9.8%(其中电力热力燃气及水生产行业投资达到+24.4%)。财政支出各项目支出增速依次是:社会保障和就业+10.3%(前值+9.6%)、科学技术+9%(前值+9.4%)、卫生健康+8.7%(前值+12.2%)、农林水事务+8%(前值+10.9%)、教育+6.9%(前值+4.1%)、城乡社区事务+3.1%(前值+1.8%)、文化旅游体育与传媒+0.9%(-2.7%)、交通运输-0.7%(前值-0.4%)、节能环保-1.1%(前值-2.4%),以及债务付息+9%(前值+15.9%)。

三、政府性基金收入、土地出让收入进一步收窄降幅。1-4月,全国政府性基金收入1.46万亿元,同比-16.9%(前值-21.8%),其中国有土地使用权出让收入1.18万亿元,同比-21.7%(前值-27%);1-4月,全国政府性基金支出2.79万亿元,同比-11.3%(前值-15%),其中国有土地使用权出让收入支出1.61万亿元,同比下降17.1%。

四、“盈利底”与“政策顶”。4月28日政治局会议指出经济内生修复动能仍不足,公布的4月份宏观经济数据显示,整体经济运行低于预期,经济复苏出现波折。但4月财政支出只保持了6.7%(3月同比增速6.5%)的增速,并没有显著发力,其中重点是支持基本民生、教育等重点领域投资提速,基建投资增速边际放缓。总体判断7月之前中国经济呈现“盈利底”+“政策顶”的特征,经济内生修复斜率平缓,政策保持定力,以观察前期政策效果为主。到7月之后,市场分歧将进一步清晰,两个方面选其一:一是经济下行压力增加,政策重心切换

回恢复与扩大内需，二则是随着去库存接近完成、前期政策见效、全球经济接近底部等，中国经济内生力量增强，政策保持温和状态。在市场分歧清晰之前，预计市场将保持区间震荡加板块快速轮动状态。

风险提示：全球经济衰退的风险；PPI持续为负的风险。

(分析师：高明)

策略：中国特色估值体系重塑的“中国元素”与投资逻辑再审视——可持续高质量发展专题

1、核心观点

革故鼎新，大势所趋：(1) 海外形势错综复杂，全球经济增长乏力，国内在经济结构调整和转型过程中面临诸多挑战，出口和投资对经济的贡献逐渐下降，消费的贡献逐步上升。(2) 地方政府过度依赖土地财政。随着经济增长放缓和房地产市场调控政策的落地，土地市场需求减弱，土地出让收入逐年下降，债务风险缓释周期较长。同时，国有企业改革的深入推进国有资本收入稳步增长，为财政收入提供了重要支撑。(3) 从确立“中国式现代化”宏伟目标，到努力打造“中国特色现代资本市场”，再到提出“中国式现代化特征估值体系”，资本市场秉持走中国特色发展道路，不断创新实现高质量发展。

改弦易辙，另辟蹊径：(1) 海外资本市场的发展历史悠久，估值体系相对成熟和完善。但在实践过程中发现，传统估值体系不完全适用于中国现状。(2) 横向比对海外市场，发现A股整体估值普遍偏低。国有资产估值偏低较甚。(3) 纵向比对内部结构，发现A股内部估值失衡，体现在国企整体估值普遍低于非国企，国企中金融业，尤其是银行业，估值更低。“中国元素”赋能中国特色估值体系待提升。

投资逻辑——国之重器，经济引擎：(1) 央企在重要产业领域具有重要占比，并且在当前复苏的经济背景下，其盈利能力优于市场平均水平，并表现出强韧性、高稳定的特质，另外，央国企具有高股息高分红的特征。(2) 央国企估值重塑有多方面诱因，一是央国企估值远低于市场平均水平。二是央国企确定性价值凸显。三是央国企的创新属性全面崛起，其成长性相对提升。四是市场对央国企估值认知偏差逐渐改善。五是政策驱动，国企改革估值重塑。

实现路径——横向联合，群策群力：(1) 坚持两个“毫不动摇”方针，充分发挥公有制经济与非公有制经济各自功能和优势。(2) 持续深化改革，一是完善央国企考核评价体系，二是提升科技创新能力修炼内功，三是稳定产业链供应链发展，四是专注主业。(3) 灵活适度进行市值管理，强化投资者关系实现国有资产的保值增值。(4) 提升直接融资比例，注重引导中长期融资。(5) 积极承担社会责任，引领中国式现代化。(6) 建立健全市场机制，优化资源配

置效率。

投资建议——科技引领，国安为重：（1）承担国家经济命脉的领域，如能源、军工等，关注国企改革政策推动下，盈利结构改善、估值有望抬升的央企龙头。（2）关注政策边际改善，融资渠道拓宽，估值有望修复的房地产上下游产业链：如钢铁、水泥、建筑、装饰等上市公司投资机会。（3）关注科技创新、自主可控的国有控股企业。如关键材料、核心元器件、基础软件、基础零部件、生物科技等领域。

风险提示：政策落实不及预期风险，经济修复预期较弱风险，市场情绪不稳风险。

（分析师：杨超）

策略：周期未变，市场竞争格局在动——房地产行业专题

1、核心观点

房地产需求侧变化：（1）从刚需、条件改善需求和城市更新改造需求等测算中长期地产销售中枢，房地产需求逐年下行，尾部较平，大致呈“L型”回落趋势。2023-2025年房地产销售中枢为每年13.58亿平方米，2026-2030年销售中枢为10.96亿平方米，2031-2035年，销售中枢为9.18亿平方米。（2）一二线核心城市销售占比显著提升。2023年以来，一线城市随主力置业人口年龄中枢上移，需求条件改善驱动，成交面积和价格均上行，二线城市因次地级城市人口流入拉动，销售逐步提升，成交面积占比最大，月度波动也最大。三四线城市人口净流出较多，需求呈现下降趋势，成交面积和占比明显下行。

房地产供给侧变动：（1）房地产市场库存。地产去化周期处历史高位，本轮房地产下行周期中，2022年4-5月去库存，存销比逐步回落，截至2023年3月，十大城市商品房存销比回落至13.93。（2）地产供给收缩幅度下降。2022年我国购置土地面积与土地成交价款未出现明显拐点。2023年以来，土地市场多项数据已有所改善，2月溢价率约4%，3月溢价率为5.53%，虽仍处于较低位，但已现明显改善趋势。从成交土地面积看，一线城市基数与波动均较小，二线城市成交面积波动相对平缓，成交土地总价多数高于三线城市，三线城市土地价格一定程度贬值。地产供给收缩趋势仍在，出现明显区域分化特点。

房地产周期论：（1）从库兹尼茨长周期分析，房地产市场仍处下行趋缓态势。（2）“销售-投资-开发”传导路径分析。2023年房地产销售额、投资额、开发资金均明显回暖。从增速看，新开工面积周期与销售面积周期基本同步，2020年以来短周期已持续3年，当前房屋销售增速仍在底部徘徊。2023年1-3月，房屋新开工面积累计同比降19.2%，降幅较上年末收窄20.2%，但受长预期影响，当前开工意愿不强。（3）高杠杆民营地产企业流动性周转模式难以为继。同时，受融资收紧影响，高财务杠杆率有待改善。

房地产企业利润率：（1）由于地产行业结算收入由前3-4年销售收入所贡献，即2022年的低销售额、低销售面积将体现在3-4年后业绩上。2023年以来，房价逐渐回暖，3-4年后地产企业利润率才产生正向影响。（2）从土地储备、资金成本、发展战略等视角，建议关注头部国有地产企业，保利地产、华润置地、中海地产、招商蛇口、华发股份、建发地产、中国金茂、越秀地产等头部央国企具有竞争优势。

房地产市场竞争格局变化：（1）央企拿地金额最高，其次是地方国有企业，民企拿地相对较少。2023年1-3月，拿地价值最高的10家房企中，6家为央国企，一季度拿地价值最高的20家房企中，14家是国企、央企。（2）市场优质土储资源更加高度向头部房企集中。2023年投资压力依然较大，央国企是整个土地市场的主力。2023年一季度，受房地产弱势复苏的催化，拿地毛利率有少许提升。

风险提示：地产政策调整不及预期风险，地产投资增速不及预期风险，地产销售增速不及预期风险。

（分析师：杨超）

固收：关注美债务上限谈判，国内经济数据发布

1、核心观点

本报告提及本周指2023年5月12日-5月18日。

影响市场核心信息：美国债务上限讨论；国内4月固定资产投资等经济数据发布；大国关系等。

大类资产表现：美债利率上行，美元指数上涨，资产表现较上周多数一致。天然气领涨，美元>中国国债>人民币>美债，棕榈油、贵金属表现差；CRB指数涨幅扩大，全球权益市场表现不一，美股继续上涨，A股表现分化。

全球央行利率变化及预期：当前全球各地区预期分化，美洲国家已有降息预期，欧非中东及亚太多数国家短期仍预期加息，英国在上周加息25BP后短期内加息预期幅度有所回落。相较5月11日，3M内政策利率预期美国+9BP到5.22%、欧元区+38BP到3.63%、英国+31BP到4.81%，相较于上周变动：美国+15BP、欧元区+5BP、英国-21BP。

美国加息路径预测：相较上周，本周市场对于后续美联储的货币政策走向变化不大但降息预期推迟。市场仍预计2023年加息已结束，较大概率11月降息，年底将降50BP至4.5%-4.75%区间。

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

2.23%；6M 隐含利率上周 4.7%本周上行至 4.95%。

国际流动性监测

美债流动性和央行操作：美联储继续缩表，本周缩表幅度扩张至 462.6 亿美元，美联储持有美债规模收缩 285.4 亿美元。外国央行略增持 53.2 亿美债至 29659.5 亿美元，增持幅度收敛。美债流动性指数较上周下行至 2.5%左右，美债流动性有所改善。

美商业银行系统流动性：本周美国银行业流动性压力继续边际缓解。

近一周货币基金继续净流入 136 亿美元幅度较上周继续收缩。逆回购占比指标略有下行仍保持高位震荡。美联储贴现窗口使用额本周略下行至 90 亿美元，两周前大幅回落后本周仍在小幅高于银行业风波前水平。联邦基金市场每日成交量在上周首次转为下行后本周再度回升大幅上涨 520 亿（上周-130 亿）美元至 6210 亿美元左右，显示银行继续在联邦基金市场获取现金；

商业银行的数据滞后两周，至 5 月 3 日：所有商行储蓄，继续流出 138 亿美元；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 日触及低点后快速回升，本周为 11.27%和 7.53%，大商行略有下行，小行继续回升压力仍相对更大。

美元流动性：TED 利差基本持平资金利率利差回落，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、欧、日经济不确定性本周均下调，中国下调明显，美国基本持平略上行；芝加哥联储数据（滞后一周）显示金融环境边际收紧有所放缓。

资本流动与风险偏好：

1、全球 ETF 资金流向：资金净流入前三是中国、欧元区、日本，净流出前三是美国、瑞士、韩国。

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升，市场活跃度有所上行，市场风险偏好略升。

3、中国权益市场资金：北向本周净流入 18.61 亿元；南向本周净流入 98.05 亿元；融资买入占比在 7.73%左右震荡下行。

国内债市：资金利率有所波动多数略上行，理财产品收益率有所下行；本周 MLF 投放下央行操作由大额净回笼转为净投放，7 天逆回购投放继续收缩。国债收益率曲线整体上移；信用债收益率多数下行，部分中长期高等级收益率上行。

风险提示：银行业风波持续发酵、全球货币政策预期波动、海外衰退风险，地缘政治风险。

（分析师：刘丹）

金工：国企改革政策不断，关注“中特估”转债标的

1、核心观点

国企改革政策不断，关注“中特估”转债标的

中国特色估值体系最早由证监会主席易会满提出，需针对不同类型的企业制定不同的估值方法。国企转债是我国可转债市场中的重要组成部分。国企转债估值不高，具备一定性价比。特别是处于战略重要行业、实施改革成效显著以及涉及“一带一路”主题的国企转债值得关注。国企改革的方式主要包括引入战略投资者、实施股权激励以及资产重组。自2020年以来，存续转债发行人中，总计有6家国企转债发行人引入战投，9家国企转债发行人实施重大资产重组，24家国企转债发行人实行股权激励。历史上“一带一路”峰会催化下有关标的均实现阶段性行情，叠加中特估估值提升，双重确定性下上升空间巨大，建议持续关注。

转债市场概况

本周转债市场小幅反弹，其中中证转债上涨0.97%，上证转债上涨0.72%，深证转债上涨1.50%；转债成交额有所回落。本周转债市场日均成交额为572.84亿元，较上周日均回落2.76亿元，周内成交额合计2864.19亿元。存量可转债共503只，余额为8476.25亿元。本周全市场加权转股价值下行，溢价率提升。从市场转股价值和溢价率水平来看，本周末按存量债余额加权的转股价值均值为88.46元，较上周末减少1.11元，全市场加权转股溢价率为41.45%，较上周末上升了0.48%。锚定平价区间在90-110元之间的转债，以此计算的转股溢价率来看，全市场百元平价溢价率水平为26.68%，较上周末上行0.93%。本周无发行转债，新上市3只转债。证监会核准的速度有所抬升，预计未来新券供给速度会继续加快。

行业变化与因子表现

本周市场多数板块下跌，周期能源与银行/证券板块回调明显，仅绿电、传统制造和汽车零部件板块小幅收涨。防御性因子和低估值因子在因子表现方面显示出明显的防御性优势。本周市场整体呈现震荡上行趋势，转债市场的防御性优势得到了充分的体现，投资者更倾向于选择防御性较强、低估值的转债。由于复合因子具有较强的防御性，在市场的波动下，其收益只出现了小幅回调。

转债策略表现与持仓分析

本周“固收+”组合净值出现1.27%的涨幅，组合仓位调整至40.32%，平均价格为131.25元。此外，本周转债市场的活跃表现出现明显的放缓，高平价转债回落幅度相对较小，这也表明市场的整体表现相对乐观。

风险提示：历史数据不能外推，本文仅以统计数据及模拟测算提供判断依据，不代表投资建议。

(分析师: 马普凡)

银行: 业绩增速短期走弱, 负债端成本优化空间仍存——上市银行 2023 年一季度报综述

1、核心观点

中特估催化行情, 国有行领跑, 估值性价比突出。银行板块年初至今累计上涨 3.97%, 细分板块表现分化, 国有行上涨 21.15%, 主要受益中特估概念催化。相比之下, 农商行、股份行、城商行的收益率为 6.05%、-0.66%和-2.35%。个股层面, 中信银行、中国银行、长沙银行、农业银行、重庆银行、交通银行和华夏银行收益率靠前, 超过 20%。

业绩短期走弱, 城农商行偏优, 个股表现分化。2023Q1, 上市银行营业收入和归母净利润同比变化-4.39%和 2.09%, 增速较去年进一步收窄。细分板块来看, 城农商行业绩表现优于国有行和股份行, 营业收入保持正增长, 净利润增速超过 10%。个股延续分化格局。西安银行、青岛银行、常熟银行、长沙银行、兰州银行、中国银行和江苏银行营收增速超过 10%; 杭州银行、江苏银行、无锡银行、苏州银行和常熟银行净利增速超过 20%; 另有 13 家银行净利增速超 10%。多为江浙成渝地区中小行。

表内业务以量补价效应减弱, 负债成本优化空间仍存。2023Q1 银行信贷开门红、扩表趋势延续, 但息差持续承压。截至 3 月末, 上市银行贷款总额较年初增长 5.48%, 增速优于去年同期; 平均净息差较去年下降 21BP, 主要受年初集中重定价及基建、对公贷款投放较多影响。在理财破净、债市波动影响下, 居民储蓄意愿增强, 推升存款规模。截至 3 月末, 上市银行存款余额较年初增长 7.84%, 15 家银行存款增速超过 8%。存款定期化程度有所提升, 银行负债端成本刚性仍存。不完全统计 39 家上市银行计息负债平均成本率同比仅下降 5BP, 38 家上市银行的平均存款利率同比上升 3BP。监管引导存款利率调降, 为负债端成本稳步下行打开空间。4 月《合格审慎评估实施办法(2023 年修订版)》对存款利率市场化落实情况引入扣分项, 5 月协定存款及通知存款自律上限调整, 有助减少存款无序竞争、高息揽储行为, 全方位引导利率下降。

非息业务承压, 资产质量层面风险可控。受资本市场波动、客户投资理财风险偏好下降影响, 以财富代销为核心的中收表现较弱, 叠加其他非息收入波动, 上市银行非息收入降幅扩大。2023Q1, 上市银行非利息收入同比下降 10.28%, 手续费及佣金净收入和其他非息收入同比下降 4.24%和 18.04%。截至 3 月末, 上市银行平均不良率和关注率 1.18%和 1.2%, 较年初下降 0.03 和 0.5 个百分点; 平均拨备覆盖率 314.95%, 较年初上升 1.21 个百分点。江浙成渝地区多家银行不良率维持在 1%以下, 拨备覆盖率高于 400%, 考虑到该类银行区位优势明显, 资产质量层面相对可控, 当前拨备水平预计能有效应对经济增速偏弱带来的不良风险, 具备较好的利润反哺空间。

公募对银行板块依旧处于低配状态, 中特估机遇之下具备较好的提升空间。2023Q1 基金

对银行持仓总市值为 651.86 亿元，较 2022Q4 减少 32.03%；持仓占比为 1.9%，较 2022Q4 减少 1 个百分点；低配比例为 6.63%，较 2022Q4 扩大 0.34 个百分点。2011-2023Q1，基金对银行整体持仓占比均值为 5.46%，中位数为 5.14%，当前持仓占比处于 2011 年以来的偏低水平。

2、投资建议

稳增长政策导向不变，货币政策兼顾总量+结构，存款利率压降利好负债端成本优化，银行总体经营环境良好，基本面预计企稳修复，地产风险对资产质量影响有限。中特估催化下，银行面临估值重塑机遇，中枢有望态势。我们继续看好银行板块投资机会。个股方面，关注三条主线：（1）中特估催化持续利好国有大行：建设银行（601939）、中国银行（601988）和邮储银行（601658）；（2）地产链修复、风险释放及扩内需背景之下零售行：招商银行（600036.SH）和平安银行（000001.SZ）；（3）区位优势明显、资源禀赋效应突出、业绩基本面突出的优质中小行：江苏银行（600919）、常熟银行（601128）和宁波银行（002142）。

风险提示：宏观经济增速不及预期导致资产质量恶化的风险。

（分析师：张一纬）

传媒：23Q1 传媒配置升至 1.22%，仍处于历史低位水平——2023Q1 基金持仓分析

1、核心观点

事件：截至 2023 年 4 月 26 日，公募基金 23Q1 报告已披露完毕。我们针对基金的传媒板块持仓情况及变化趋势进行了分析。

行业配置比例低位回升。2023Q1 传媒行业在公募基金重仓占比的比重是 1.22%，相比于 22Q4 持续回升，但仍处于历史低位。

传媒基金持仓集中度保持高位。2023Q1 基金持仓传媒行业集中度（持仓市值排名前十的公司所占比重）为 73.82%，较上个季度下降 4.88 个百分点。从基金重仓持有数量来看，23Q1 主动非债基金重仓基金数排名前五的标的分别为三七互娱（002555）、昆仑万维（300418）、分众传媒（002027）、恺英网络（002517）、芒果超媒（300413）。

重仓基金数三七互娱增幅较大。重仓持有基金数量增幅最大的前五名分别为：三七互娱（002555）、昆仑万维（300418）、恺英网络（002517）、国联股份（603613）、吉比特（603444）；减幅最大的前五名分别为：分众传媒（002027）、中国电影（600977）、万达电影（002739）、新华文轩（601811）、贵广网络（600996）。

游戏、互联网板块加仓市值最多。2023Q1 基金减仓传媒行业集中在广告营销板块，加仓

标的以游戏和互联网板块为主。游戏、互联网板块配比分别环比增长 54.14%至 37.93%，增长 129.23%至 28.60%。

2、投资建议

短期我们看好受疫情及政策等多方面因素制约，正处于复苏阶段直接受损的子行业，长期我们看好有相当大增量空间，具备长期投资价值的优质赛道，建议关注以下几个方向：1. 受疫情冲击明显疫后修复弹性较大的营销板块（三人行、分众传媒等）；2. 版号常态化下目前储备丰富同时具备出海新动能的头部游戏公司（吉比特、三七互娱、完美世界、电魂网络、姚记科技、神州泰岳、祖龙娱乐、网易等）；3. 竞争优势显著的头部互联网企业（腾讯控股、快手-W、哔哩哔哩-SW、阿里巴巴、拼多多等）；4. Web3+AIGC+VR/AR 发展下新兴领域。

风险提示：市场竞争加剧的风险，政策及监管环境的风险，作品内容审查或审核风险，公共卫生风险等。

(分析师：岳铮)

有色：业绩加速探底，景气反转曙光初显——2022 年报&2023 年一季度业绩回顾

1、核心观点

有色金属行业上市公司 2022 年营收同增 13.74%，归母净利润同增 54.96%；2023Q1 营收同增 4.65%，归母净利润同减 14.84%。2023Q1 虽然国内经济复苏叠加美联储加息放缓使有色金属价格企稳、行业盈利能力回升，A 股有色金属行业上市公司整体业绩环比改善。但由于 2022Q1 的高基数，2023 年一季度有色金属行业整体业绩进入负增长区间，业绩增速转正或仍需等至 2023 年下半年。

在持续的下行后，有色金属行业整体 ROE 在 2023Q1 环比反弹。2023Q1 有色金属行业整体 ROE 从 2022Q4 的 2.57% 上升到 2023Q1 的 2.59%，环比上升近 0.03 个百分点。从杜邦分析的结果来看，2023Q1 有色金属行业销售利润率从 4.08% 提高到 4.31%，影响 ROE 为 0.14 个百分点，是 ROE 提升的最核心因素。而有色金属行业整体资产周转率从 2022 年四季度的 0.30 下降到 2023 年一季度的 0.29，拖累 ROE 下降 0.09%。此外，有色金属行业整体权益乘数从 2022Q4 的 2.09 下降至 2023Q1 的 2.08，令 ROE 水平下降 0.02 个百分点。

2、投资建议

尽管有色金属行业 2023Q1 业绩增速回落，同比进入负增长区间，但在国内经济逐步复苏与海外美联储加息节奏放缓的情况下，行业景气度仍出现了边际改善的迹象，行业正处于业绩探底，走向逐步反转的过程中。在进入二季度后市场进入主线决断以及更关注行业景气投资，

有色金属子行业中高景气持续与景气反转板块有望迎来较好的投资机会。美联储5月议息会议加息25个基点后在会议声明利率指引中明确暗示本次加息或是本轮加息周期的最后一次，大概率将在二季度停止加息。而美国通胀连续10个月下降，叠加2023Q2或将是美国CPI同比增速下降最快的季度，也将强化市场对降息终止的预期。此外，4月底美国第一共和银行倒闭再次表明美国银行业危机以及银行业对美国经济的潜在风险仍在持续，使市场美联储下半年开启降息的预期升温。在Q2加息停止确定，降息预期边际升温的情况下，黄金价格有望较一季度进一步上涨，黄金行业延续高景气，黄金板块龙头个股业绩在一季度稍有展现，在二季度有望更全面、更有力的释放，建议关注山东黄金（600547）、中金黄金（600489）、银泰黄金（000975）、湖南黄金（002155）、紫金矿业（601899）。

进入二季度中下旬，在去库存后锂电产业链景气有所恢复，开工显著回升。预计中游电池与材料企业5月排产环比提升10%-20%，6月排产有望进一步走高。低库存下材料企业对上游碳酸锂原材料的补库需求将逐步启动。在下游回暖的预期下锂价触底回升、大幅反弹，国内电池级碳酸锂价格在经历一季度的大幅下跌后，从4月底部的18万元/吨上涨至5月中旬30万元/吨，锂行业景气反转。碳酸锂价格的企稳，也有助于市场对于锂行业企业业绩预期的稳定。目前锂矿板块上市公司均处于较低水平，在二季度锂价反弹、行业景气反转下，锂矿企业有望迎来估值修复，建议关注天齐锂业（002466）、中矿资源（002738）、永兴材料（002756）、赣锋锂业（002460）、西藏矿业（000762）。

风险提示：1) 国内经济复苏低于预期，有色金属行业下游需求减弱；2) 美联储加息超出预期；3) 有色金属价格大幅下跌。

(分析师：华立)

煤炭：供给端边际收缩，环渤海调出量增长明显

1、核心观点

动力煤

港口煤价方面，5月19日，秦皇岛港山西产Q5500动力末煤平仓价965元/吨，环比下降10元；长协煤价方面，CCTD秦皇岛动力煤(Q5500)年度长协价5月份为719元/吨，环比4月下降4元；产地煤价方面，山西大同/陕西榆林/鄂尔多斯/新疆哈密Q6000动力煤坑口价环比持平或者上涨5元不等；国际动力煤价全面下跌，5月19日，印尼煤/南非煤/澳洲煤/蒙煤广州港库提价分别为1073/1095/1055/900元/吨，周环比分别-2.9%/-2.7%/-2.8%/-1.1%。港口库存本周以上涨为主，电厂库存及日耗均上涨，甲醇产品开工率下降，全国磨机运转率环比略有上涨。本周国内煤炭海运价反弹明显，国际海运费指数下降显著。

炼焦煤

本周炼焦煤港口、产地、主产区平均价方面均环比持平，价格维持稳定；国际炼焦煤价格下降，澳大利亚峰景矿硬焦煤中国到岸现货价本周为 237.5 美元/吨，环比-8.1%。澳大利亚/俄罗斯/美国产炼焦煤进口到岸价 5 月 19 日分别为 233/155/280 美元/吨，环比-8.3%/-4.9%/0%；蒙古产焦精煤（甘其毛都）/蒙古产焦原煤（甘其毛都）/蒙古产 1/3 焦煤（策克口岸）场地价周环比分别-6.5%/-6.7%/-21.9%。总体焦煤库存（港口+独立焦化厂+样本钢厂）本周继续下降。

焦炭

港口方面，5 月 18 日，天津港准一级冶金焦平仓价为 2090 元/吨，环比持平；产地价格方面，5 月 19 日山西/河北/内蒙/山东产冶金焦平均价为 2120/3036/1725/2510 元/吨，环比-1.8%/-0.3%/0/-0.9%。焦炭库存方面本周涨跌互现，主要港口/样本钢厂/焦化企业（230 家）本周环比+4.4%/+0.7%/-9.6%。钢焦企业开工率方面，唐山钢厂高炉/全国螺纹钢主要钢厂/华北地区独立焦化厂开工率分别为 57.94%/46.23%/78.3%，环比+0/+0.66/-0.8pct；全国高炉炼铁产能利用率(247 家)为 89.12%，环比+0.09pct；Myspic 综合钢价指数 142.6，环比+0.6%。

2、投资建议

本周国家统计局公布能源运行数据，1-4 月国内原煤产量同比增 4.8%，增速较 1-3 月下降 0.66PCT；4 月进口煤同比+72.72%，环比-1.2%，供给端显示稳中有环比收缩迹象；价格方面，本周动力煤国内及国际价格均持续下降；炼焦煤国内价格稳定，国际价格下跌；焦炭港口及产地价格企稳；库存方面，动力煤港口库存上涨，焦煤总库存持续下行，焦炭库存涨跌互现；非电煤需求方面，1-4 月粗钢、水泥、生铁产量累计同比+4.1%/+2.5%/+5.8%，增速放缓，需求恢复节奏不及预期，随着保交楼政策不断落实，煤焦钢产业链有望受益。个股继续推荐动力煤龙头中国神华（601088.SH）、中煤能源（601898.SH）、陕西煤业（601225.SH）、兖矿能源（600188.SH）；焦煤龙头山西焦煤（000983.SZ）、焦炭行业龙头中国旭阳集团（1907.HK）等。

风险提示：行业面临下游有效需求不足煤价大幅下跌及改革不及预期的风险。

（分析师：潘玮）

环保公用：国家发改委发文，进一步深化输配电价改革

1、核心观点

电力方面，截至 4 月底，全国累计发电装机容量约 26.5 亿千瓦，同比增长 9.7%。其中，风电装机容量约 3.8 亿千瓦，同比增长 12.2%；太阳能发电约 4.4 亿千瓦，同比增长 36.6%。此外，国家发展改革委印发《关于第三监管周期省级电网输配电价及有关事项的通知》，在严

格成本监审基础上核定第三监管周期省级电网输配电价，进一步深化输配电价改革。

环保方面，国家发展改革委、国家能源局发布了关于加快推进充电基础设施建设更好支持新能源汽车下乡和乡村振兴的实施意见，意见指出，鼓励有条件的地方加大对公交、道路客运、出租汽车、执法、环卫、物流配送等领域新能源汽车应用支持力度。

2、投资建议

公用：国家发改委印发《关于第三监管周期省级电网输配电价及有关事项的通知》，进一步深化输配电价改革。《通知》提出，用户用电价格逐步归并为居民生活、农业生产及工商业用电，分电压等级核定容量电价，实现相同电压等级工商业用户执行相同价格，初步厘清交叉补贴问题。改革后输配电价结构更加合理，为促进电力市场交易、推动增量配电网微电网等发展创造有利条件。

建议关注：三峡能源（600905.SH）、龙源电力（001289.SZ）、芯能科技（603105.SH）、太阳能（000591.SZ）、中闽能源（600163.SH）、江苏新能（603693.SH）、华能国际（600011.SH）、国电电力（600795.SH）、大唐发电（601991.SH）、浙能电力（600023.SH）、江苏国信（002608.SZ）、皖能电力（000543.SZ）、福能股份（600483.SH）、粤电力 A（000539.SZ）、上海电力（600021.SH）、宝新能源（000690.SZ）、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：国家发改委、能源局发文，加大对环卫等领域新能源汽车应用支持力度。近日，国家发展改革委、能源局发布了关于加快推进充电基础设施建设更好支持新能源汽车下乡和乡村振兴的实施意见，意见指出，鼓励有条件的地方加大对公交、道路客运、出租汽车、执法、环卫、物流配送等领域新能源汽车应用支持力度。适度超前建设充电基础设施，优化新能源汽车购买使用环境，对推动新能源汽车下乡、引导农村地区居民绿色出行、促进乡村全面振兴具有重要意义。

建议关注：景津装备（603279.SH）、仕净科技（301030.SZ）、盛剑环境（603324.SH）、国林科技（300786.SZ）、美埃科技（688376.SH）、聚光科技（300203.SZ）、瑞晨环保（301273.SZ）、久吾高科（300631.SZ）、伟明环保（603568.SH）、高能环境（603588.SH）、路德环境（688156.SZ）、山高环能（000803.SZ）、赛恩斯（688480.SH）、瀚蓝环境（600323.SH）。

风险提示：原料价格大幅波动的风险；下游需求不及预期的风险；政策执行力度不及预期的风险；行业竞争加剧的风险；政策调控压力下煤价大幅下跌的风险。

（分析师：陶贻功,严明）

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