

责任编辑:

周颖

☎: 010-80927635

✉: zhouying\_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130511090001

**要闻**

白宫和共和党达成原则性协议，两年支出设限换提高债务上限两年，国会周三投票

中国商务部部长王文涛会见美国贸易代表戴琪

中国1至4月规模以上工业企业利润下降20.6%，营收增长0.5%

证监会副主席王建军：落实新一轮深化国资国企改革部署，提高国有控股上市公司竞争力

工信部：集聚力量突破智能芯片、算法框架、大模型等智能产业的“根”技术

国产大型客机C919完成全球商业航班首飞

**银河观点集萃:**

- **宏观:** 4月工业生产走弱，PPI持续下行。生产方面，工业增加值4月份同比增5.6%，两年复合增速1.3%，走弱明显，反映4月固定资产投资降速至4.7%（前值5.1%，当月同比增速可能为-17.4%），消费、房地产等也仍然低迷、库存周期仍在下行，同时信贷与社会融资、财政支出与政府债发行等政策指标都出现见顶迹象。从价格来看，PPI持续回落，4月进一步降至-3.6%。展望未来，尽管从基数效应来看，PPI将于5月见底，但可能会在负值状态持续运行，使得工业企业利润“见底但难回升”，拉升斜率较为平缓。利润恢复的方向较为确定，但市场对利润修复的斜率存在争议。
- **金工:** 股市后市依然可期，债牛行情空难为继。由于4月PMI、信贷等宏观数据不及预期，股市全线下跌。但经济缓慢复苏的总趋势依然不会改变，未来股市将触底反弹。随着经济基本面持续修复，债市易上难下。国内经济数据偏弱，人民币汇率承压，但人民币并不具有中长期持续贬值的基础，未来汇率大概率将会盘整。大宗市场内生增长动力不足，不具备大幅上涨的基本面基础。
- **电子:** 英伟达业绩&指引大超预期，关注算力产业链长期机会。我们认为，Nvidia业绩&指引整体超市场预期，证明云厂商以及互联网大厂对于生成式AI技术语音大模型的具备强烈需求，相关算力以及服务器产业链有望具备业绩弹性并持续超预期。看好国内相关算力产业链公司的未来发展。

## 银河观点集锦

### 宏观：盈利探底，静待需求回暖——4月工业企业利润分析

#### 1、核心观点

5月27日国家统计局发布，4月当月全国规模以上工业企业营业收入同比+0.5%（前值-0.5%），利润增速同比-18.2%（前值-19.2%），1-4月利润累计同比-20.6%（前值-21.4%）。

**一、分量价来看，工业生产走弱，PPI持续下行。**生产方面，工业增加值4月份同比增5.6%，两年复合增速1.3%，走弱明显，反映4月固定资产投资降速至4.7%（前值5.1%，当月同比增速可能为-17.4%），消费、房地产等也仍然低迷、库存周期仍在下行，同时信贷与社会融资、财政支出与政府债发行等政策指标都出现见顶迹象。从价格来看，PPI持续回落，4月进一步降至-3.6%。展望未来，尽管从基数效应来看，PPI将于5月见底，但可能会在负值状态持续运行，使得工业企业利润“见底但难回升”，拉升斜率较为平缓。

#### 二、利润恢复的方向较为确定，但市场对利润修复的斜率存在争议。

1. PPI下行是拖累工业企业利润增速下降的主要因素。目前PPI仍处在探底过程，4月同比降幅扩大，主要与去年同期基数偏高、需求恢复偏弱因素有关。考虑到需求尤其是消费和房地产投资的复苏节奏仍偏缓慢，当前PPI仍承压并延续弱势运行（二季度数据受基数扰动较大，价格和PPI可能是效果更好的宏观指标）。

2. 当前居民和企业仍然处在修复资产负债表过程中。需求恢复关键在于房企融资的恢复、住宅销售回暖以及居民购房意愿与汽车消费等的恢复。当前居民消费更谨慎，企业投资意愿和风险偏好下降。而需求的最终修复还有赖于资产负债表的修复。当前企业资产负债表修复分化严重、中低收入人群的停滞拖累了居民资产负债表的修复，这意味着经济内生恢复的进程还需要较长的时间。

3. 4月28日中央政治局会议强调当前经济回升向好的关键在于恢复和扩大需求。但由于前期政策的效果还未出现，7月中央政治局会议之前可能仍处于政策观察阶段，扩大内需政策可能主要以结构性工具为主，并没有较大增量。只依靠内生修复的话，无论是国内需求，还是工业生产，以及PPI，恢复斜率都会相对缓和。

**三、去库存的行业之中，电子、房地产产业链等利润降幅最大，但边际收窄降幅，汽车行业利润增速显著加快。**4月，计算机通信与电子设备制造业利润同比-53.2%，降幅持续收窄；黑色金属冶炼加工业利润同比-99.4%、有色金属冶炼加工业利润同比-55.1%、非金属矿制品冶炼加工业利润同比-27.4%，降幅也都在收窄。汽车行业因同期基数较低，当期利润大幅增长20.4倍，累计同比增速反弹至+2.5%。

**四、分行业看，电力热力、交通运输设备、电气机械与器材、通用设备制造支撑4月利润增长，主要受新动能产业发展较好、同期基数较低等因素作用。**其中，电力热力行业利润同比+47.2%，铁路船舶航空航天等交通运输设备制造利润同比+47.2%，电气机械与器材制造

业利润同比+30.1%，通用设备制造受产业链恢复的带动，增速同比+20.7%。

**五、分所有制看**，4月国有及国有控股企业利润同比-17.9%，股份制企业利润同比-22%，私营企业利润同比-22.5%，外资及港澳台企业利润同比-16.2%。

**风险提示**：美元指数超预期反弹；国内第二次疫情。

(分析师：高明)

## **宏观：开拓新的空间——从G7日本峰会到中国—中亚峰会**

### **1、核心观点**

**本次G7日本峰会的特征有三个**：一是在乌克兰问题上达成了进一步制裁与军事援助的共识。二是在对华政策上重申了“去风险而非脱钩”的微妙路径，一方面认为经济韧性需要“去风险”和多元化，另一方面又表示“政策方针并不是为了伤害中国”，同时也肯定了中国在国际经济中的影响，因此需要与中国加强对话。三是邀请了印度，巴西，印尼等发展中国家参会，联合宣言中也多次提到将加强与发展中国家的联系，并重申全球基础设施投资伙伴关系(PGII)计划——继续实现在2027年筹集6000亿美元的目标，目前已有300亿美元。

**中美关系的边际变化**：我国已指派新任驻美大使，此职位去年年底在秦刚提升为外交部部长后一直空缺。同时商务部部长王文涛已赴美国参加亚太经合组织贸易部长会议，5月25日与美国商务部长雷蒙多会谈，随后也将与美国贸易代表戴琪会谈。未来半年中美双方的沟通将会增加，甚至在G20(9月9至10日在印度新德里)或APEC(11月在美国)等场合进行元首会晤。然而考虑拜登在G7峰会上的措辞以及当前美国总统竞选情况，短期解冻并不代表回暖。

**我国当前经贸的主要增量是“一带一路”沿线以及发展中国家**。目前东盟已是我国最大贸易伙伴，对“一带一路”沿线国家出口占我国出口的比重达到32.9%，过去几年增量显著。此次中国—中亚峰会正式成立中国—中亚元首会晤机制，每两年举办一次，轮流在中国和中亚国家举办。聚焦了经贸投资、数字经济、金融、基础设施与交通互联互通、能源、农业和地区安全等方面合作。

1.经贸：加强中国与中亚在纺织、化学、农业、有色金属及其他产品的贸易合作，研究机械制造、道路施工技术、电信、制药、石油天然气、轻工业、煤炭、化学和食品工业、建材生产、电力、矿产资源、交通基础设施、灌溉和土壤改良、农业基础设施和其他社会领域实施合作项目。

2.数字经济：强调加强“数字丝绸之路”建设，拓展人工智能、智慧城市、大数据、云计

算、5G等高新技术领域合作。

3.金融合作：中吉联合公报提到了“加强中吉金融机构合作，包括开立同业往来账户、开展支付系统和贸易融资工具合作、使用本币结算”。

4.交通互联：加快推进现有口岸设施现代化改造，研究增开口岸，实现边境口岸农副产品快速通关“绿色通道”全覆盖。加快中国—中亚交通走廊建设，发展中国—中亚—南亚、中国—中亚—中东、中国—中亚—欧洲多式联运。

5.能源：维护中国—中亚天然气管道长期安全稳定运营和按计划稳定供应。同加快中国—中亚天然气管道D线建设。目前中亚天然气管道总设计输气能力为每年600亿立方米，2022年输气量占我国天然气进口量的25%，年度总消耗量的10%。未来中国—中亚天然气管道总输气能力将达到每年900亿立方米。

6.农业：深挖中国同中亚国家在农产品贸易、促进农畜产品贸易。中国愿增加进口中亚农产品的种类。

7.地区安全：保障主权领土完整、防范恐怖主义、极端主义和分裂主义，打击跨国有组织犯罪活动。

**风险提示：**地缘政治事件的风险。

(分析师：高明)

## **金工：重构高频经济金融指数，提高资产择时有效性**

### **1、核心观点**

#### **重点关注：合成高频经济金融指数，提高经济状态择时精准性**

基于由日度证券市场数据、周度货币政策数据、月度宏观数据组成的混频数据集合成日度经济金融指数，能够更加有效预测未来经济状态。利用马尔科夫区制转换模型对经济金融指数进行区制划分，形成不同经济状态下的主观收益和资产配置权重约束，提高Black-Litterman模型资产配置有效性。

#### **动量择时ETF策略表现：股票ETF偏弱，ETF策略表现不佳**

两融ETF规模继续扩大，其中股票ETF收益率回落。自2023年4月21日至本月19日，基于动量和拥挤度构建的动量择时ETF策略表现差强人意，策略收益率-5.88%。

#### **配对交易策略表现：配对策略短线回调，静待后期修复反弹**

配对交易策略分别基于量化和基本面两种方式在金融地产板块公司中挑选多空两只股票进行配对交易。自 2023 年 4 月 21 日以来，量化配对和基本面配对策略均出现小幅度回调，收益率分别为 -1.82%、-1.57%，基本面配对策略稳健性优于量化配对策略。

### 两融市场回顾：两融交易额同比下降，转融通费率波动加剧

本报告期，两融交易余额较上月同期略有下降。截至本月 19 日，融资余额为 15,127 亿元，同比上月同期-1.65%，融券余额为 940 亿元，同比上月同期-4.75%。银行业融资净买入、融券净偿还额最高。转融资、转融券交易稳步上升，转融通加权费率波动较大，波动中枢约为 3.8%。

### 资产配置观点：股市后市依然可期，债牛行情空难为继

由于 4 月 PMI、信贷等宏观数据不及预期，股市全线下跌。但经济缓慢复苏的总趋势依然不会改变，未来股市将触底反弹。随着经济基本面持续修复，债市易上难下。国内经济数据偏弱，人民币汇率承压，但人民币并不具有中长期持续贬值的基础，未来汇率大概率将会盘整。大宗市场内生增长动力不足，不具备大幅上涨的基本面基础。

**风险提示：**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：美加息预期、债务上限谈判冲击市场

### 1、核心观点

本报告提及本周指 2023 年 5 月 19 日-5 月 25 日。

**影响市场核心信息：**鲍威尔讲话表态、美联储 5 月会议纪要、美国债务上限谈判进程；大国关系等。

**大类资产表现：**美债利率上行，美元指数上涨打压所有资产表现，整体资产较上周分化多数下行，仅布油、纳指微涨，黑色系、恒生科技领跌。美元 > 中国国债 > 人民币 > 美债。

**全球央行利率变化及预期：**全球各地区预期分化但仍多数预期加息。鲍威尔鸽派讲话及 5 月美联储会议纪要显示官员对后续加息存在分歧等事件共同作用下美国加息预期有所回升，英国 4 月 CPI 下行不及预期带动英国加息预期再走强。

相较于上周，3M 内政策利率预期美国+21BP 到 5.34%、欧元区+45BP 到 3.7%、英国+58BP 到 5.08%，相较于上周变动：美国+12BP、欧元区+7BP、英国+27BP。

美国加息路径预测：鲍威尔讲话释放 6 月暂停加息信号，5 月会议纪要显示美联储在进一



步加息上存分歧，债务上限谈判后续美债供给或增加，影响值得关注。本周市场对于后续美联储的货币政策走向出现调整，分歧较大。市场预计6月不加息而7月加息概率飙升(46.5%)，但与不加息概率(40.4%)相差不远，市场预期出现分歧；预期降息推迟至12月，年底将降50BP至4.75%-5%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隐含通胀预期基本持平略上至2.25%；6M隐含利率上行收于5.17%。

### 国际流动性监测

美债流动性和央行操作：美联储继续缩表，本周缩表幅度收缩至205亿美元，美联储持有美债规模略扩3.5亿美元。外国央行小幅增持70.8亿美债至29730亿美元幅度略扩张。美债流动性指数较上周下至2.4%左右，美债流动性略改善。

美商业银行系统流动性：美国银行业流动性压力仍较大，但仍有边际缓解趋势。近一周货币基金继续净流入467亿美元幅度再度扩张。逆回购占比指标继续略下行但仍高位震荡。美联储贴现窗口使用额本周再下行至42亿美元，在两周的回升后本周大幅回落基本已至银行业风波前水平。联邦基金市场每日成交量在上周大幅回升后本周继续回升但幅度收窄至140亿(上周520亿)美元至6350亿美元左右，银行仍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10日：所有商行储蓄继续流出269亿美元；大小商行包括准备金的现金资产占比在3月中上旬分别触及低点后快速回升，本周11.14%和7.61%，大行继续下行，小行连续回升但仍在相对低位压力仍大。

美元流动性：资金利率利差继续小幅回落，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、欧经济不确定性下调，美、日略上行；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：资金净流入前三美国、中国、加拿大，净流出前三是日本、中国香港、德国。

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：北向本周净流出201.14亿元；南向本周净流入52.62亿元；融资买入占比在7.67%左右震荡下行。

国内债市：资金利率整体小幅下行；本周央行7天逆回购由净回笼转为净投放50亿元，国库现金定存投放500亿元；国债收益率曲线整体下移；信用债收益率仍多数下行，信用利差上行，等级利差分化。

**风险提示：**美债务违约风险、银行业风波发酵超预期、海外衰退风险、地缘政治风险。

(分析师: 刘丹)

## **电子: 英伟达业绩&指引大超预期, 关注算力产业链长期机会**

### **1、核心观点**

**业绩大超预期, 数据中心领域需求强劲。**

英伟达 (NVDA.O) 发布 1QFY24 业绩及 2QFY24 指引。公司一季度实现营收 71.9 亿美元 (yoy-13%, qoq+19%), NON-GAAP 净利润实现 27.13 亿美元 (yoy-21%, qoq+25%), GAAP 毛利率实现 64.6% (yoy-0.9pct, qoq+1.3pcts), GAAP 净利率实现 28.41% (yoy+8.89pct, qoq+5.04pct)。

**Q1FY24 数据中心与游戏业务超预期, 自动驾驶业务大幅增长。**

分业务来看, 公司数据中心业务实现营收 42.80 亿美元 (yoy+14%, qoq+18%), 主要增长受益于 Navida 在 GPU 和生成式 AI 领域语音大模型的需求不断提升, 在海外云服务厂商和互联网公司订单持续增长; 游戏业务营收 22.40 亿美元 (yoy-38%, qoq+22%), 主要系经济增速放缓, 以及 40 系列中端显卡部分型号发售时间延后等因素环比下滑, 但整体增速超市场预期; 专业可视化业务营收 2.95 亿美元 (yoy-53%, qoq+31%); 自动驾驶业务营收 2.96 亿美元 (yoy+114%, qoq+1%), 主要受益新能源车渗透率持续提升, 同比大幅增长。

**Q2FY24 指引大超预期。**

展望第二季度, 公司营收指引为 107.8-112.2 亿美元, 中值环比增速达到 52.99%, GAAP 毛利率指引区间为 68.1%-69.1%; NON-GAAP 毛利率指引区间为 69.5%-70.5%。Q2 公司的 Capex 指引为 3.0-3.5 亿美元, 全年 Capex 指引 11-13 亿美元。从增长领域来看, 数据中心订单需求强劲, 公司相关产品供不应求, 已向上游进行采购备货。

### **2、投资建议**

**关注算力产业链长期发展机遇。**我们认为, Navida 业绩&指引整体超市场预期, 证明云厂商以及互联网大厂对于生成式 AI 技术语音大模型的具备强烈需求, 相关算力以及服务器产业链有望具备业绩弹性并持续超预期。看好国内相关算力产业链公司的未来发展, 建议关注: GPU、加速卡、AI 芯片: 寒武纪 (688256)、景嘉微 (300474)、海光信息 (688041); 先进封装: 通富微电 (002156)、长电科技 (600584)、深科技 (000021); 服务器及加速卡 PCB: 沪电股份 (002463)、胜宏科技 (300476); AIoT 产业链: 瑞芯微 (603893)、全志科技 (300458)、晶晨股份 (688099)、富瀚微 (300613); 芯片 IP: 芯原股份 (688521)、华大九天 (301269); 存储芯片/模组/PCIe: 兆易创新 (603986)、江波龙 (301308)、北京君正 (300223)、聚辰股份 (688123)、澜起科技 (688008); 散热材料: 中石科技 (300684)、飞荣达 (300602)。

**风险提示：**下游需求不及预期，研发不及预期，市场开拓不及预期。

(分析师：高峰,王子路)



### 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，并不构成对客户的投资咨询建议，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](mailto:suyiyun_yj@chinastock.com.cn)

程曦 0755-83471683 [chengxi\\_yj@chinastock.com.cn](mailto:chengxi_yj@chinastock.com.cn)

上海地区：何婷婷 021-20252612 [hetingting@chinastock.com.cn](mailto:hetingting@chinastock.com.cn)

陆韵如 021-60387901 [luyunru\\_yj@chinastock.com.cn](mailto:luyunru_yj@chinastock.com.cn)

北京地区：唐嫚玲 010-80927722 [tangmanling\\_bj@chinastock.com.cn](mailto:tangmanling_bj@chinastock.com.cn)