

责任编辑:

周颖

☎: 010-80927635

✉: zhouying\_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130511090001

**要闻**

**美联储半年度货币政策报告:  
银行信贷收紧影响经济, 逐次  
会议判断是否加息**

**美联储两位高官: 核心通胀仍  
顽固, 未来需要进一步加息**

**美国国务卿布林肯 6月18日早  
抵达北京, 开启两天的访华行  
程**

**习近平会见比尔·盖茨**

**国常会: 研究推动经济持续回  
升向好的一批政策措施**

**发改委: 将在六方面重点发力,  
抓紧制定出台恢复和扩大消费  
的政策**

**财政部: 1-5月证券交易印花税  
同比下降36.9%**

**银河观点集萃:**

● **宏观:** 5月经济低位平稳, 筑底迹象隐现, 需要组合政策抬升经济。2季度的经济运行较为低迷, 持续下去经济有快速下台阶的风险, 而为了保证经济增速, 现阶段的货币政策, 无论是社融增速、信贷增速还是央行在6月份的降息, 就显得有些不足。在此种情况下, 对经济的承托需要组合政策和更多部门的配合, 包括财政政策、行业政策以及房地产政策的支持政策出台时间可能加快, 预计政策组合在3季度到来。

● **宏观:** 剔除留抵退税因素, 5月财政收入同比增速为-7.4%, 和当前经济复苏动能走弱相一致, 同时支出增速的回落也反映财政政策对实体经济支持力度下降。6月16日国务院常务会议指出, 针对经济形势的变化, 必须采取更加有力的措施, 推动经济持续回升向好。财政部自5月中旬以来已经将今年剩余地方债额度下达至各省份, 后续新增专项债发行有望提速, 并在第三季度基本完成, 后续关注资金在基本民生、科技等重点领域的投资进度。

● **固收:** 美联储如期暂停加息但态度鹰派。美联储关键指标预期(SEP): 上调GDP和利率预期, 下调失业率和通胀预期。点阵图显示2023年预计还有两次25BP加息; 市场在美联储鹰派加息指引下加息预期回升, 但预期年底只有25BP, 放弃对于2023年的降息预期。

● **电新:** 电池行业基本面全面向好, 看好估值修复行情。新能源车产业链回暖迹象明显, 上游原材料碳酸锂价格触底反弹已佐证。当前板块估值处于历史低位(PE(TTM)仅26倍, 历史最低点为23.8倍), 安全边际高。行业“马太效应”明显, 拥有优质客户资源、可靠产业链供应、优异成本控制能力以及雄厚研发实力的龙头企业, 将继续保持或扩大领先优势。

● **电新:** 光伏设备行业指数大涨, 多重利好支撑持续上行。光伏板块估值目前处于历史低点(PE(TTM)为13.8倍), 尽管面临产能过剩带来的行业竞争加剧挑战, 但同时也能看到技术迭代、全球需求高增带来的发展潜力及蕴藏机遇。建议把握两条主线: 一是盈利水平边际改善空间大、具备抵御周期波动能力、竞争壁垒强大、享受海外市场红利的一体化企业或辅材龙头。

## 银河观点集锦

### 宏观：5月经济低位平稳，筑底迹象隐现，需要组合政策抬升经济

#### 1、核心观点

**5月份经济运行情况与4月份基本持平。**由于4月份经济处于低位，5月的这种平稳运行也就意味着经济的低迷。国内居民信心恢复速度仍然偏缓，居民资产负债表修复需要时间，终端消费整体低位平稳。政府的经济承托政策仍然以稳为主，使得政策发挥作用时间偏长，经济恢复缓慢。

**5月生产微弱恢复，制造业在库存和生产中平衡，部分行业有筑底迹象。**5月份工业生产3.5%，比4月份回落，制造业企业仍然处于去库存阶段，加上5月份原材料和钢铁等产品价格大幅回落，压制了5月生产增速。两年平均调整后5月工业生产处于回升状态，从环比上来看，4月和5月均较为低迷。受到出口压制和房地产不振的影响，生产的回升速度较慢，可能需要等待9月秋季高峰才会有明显的上行。从行业来看，库存较高的医药和纺织依然负增长，黑色产业链5月份生产仅小幅上行，出口行业表现相对较好，汽车景气度仍然较高。预计2季度工业生产增速在4.2%左右。

**社会零售消费低位平稳，恢复时间拉长。**5月份社会零售品消费同比增速12.7%，基数占主要原因，从两年平均来看，社会消费增速2.6%。两年平均来看，非必需品的石油、汽车和手机消费回升。居民基本生活用品食品、日用品、药品消费小幅回升，服装消费回落。房地产消费仍然低迷，家具、家用电器和音响制品、建筑材料消费仍然负增长。2季度消费增速整体再次下台阶，居民需要时间平衡资产负债表，而政府消费仍然显得较为平稳。由于2022年低基数的因素，2季度预计消费增速在11.3%左右，两年平均增速在2.7%左右。

**投资继续回落，民间投资负增长。**2023年1-5月份固定资产投资增速继续回落，基建投资增速高位走低，制造业稳步下滑，房地产下滑并未停滞。5月单月投资额增长幅度减弱，主要受到民间投资回落影响。5月单月投资额增长4.13万亿，增长幅度与4月基本持平，低于历史平均水平。这种降低主要是因为民间投资的疲软带来的，下游需求已经开始影响固定资产投资。

**房地产仍在出清。房地产投资增速-7.5%，单月投资-21.5%。**新开工下滑22.6%，房地产新开工下跌幅度加大，竣工面积上行19.6%，单月增长速度回落。商品房销售面积和商品房销售额同时下滑，房地产开发商资金紧绷。土地流转稍有平稳，持续性待观察。房地产行业仍然处于风险出清中，政策层对于房地产行业的宽松力度仍然不足以稳定房地产市场。

**基础设施高位回落，政府以承托为主。**基础设施投资速度1-5月录得7.5%，基础设施投资是政府政策推进带来的。基建的政策效果在逐步释放，但再次大幅上行的可能性偏弱。

**制造业投资平稳走低。**制造业回落至6.0%，受到疫情期间高速出口拉动的制造业投资周期已经完成，下一阶段制造业需要与终端消费重新匹配。出口产业链带来的高速投资开始下滑，电气机械及器材制造业投资高位下滑。汽车制造业小幅走低0.6%。2023年PPI逐步回落，行

业利润增速随之走低。制造业投资受到利润驱动、新订单等因素影响继续下行。

**2 季度经济增长遇到挫折，经济“暂时”下台阶持续时间可能偏长。**从经济运行数据来看，2 季度的经济遇到挫折。2 季度的消费增速（2 年平均）可能在 2%~3% 左右，而低于市场预期的 2021 年的水平（4%~5%），远低于 2019 年的 8%~9%。工业生产增速也较为低迷，4-5 月份环比平均增速仅有 0.1%。投资仅有承托作用，制造业投资周期已过，现阶段处于下行。房地产的下行更为快速，5 月份单月下滑速度超过 20%。这种从消费到生产增速的快速下行会使得我国整体经济运行下台阶。现阶段对于经济下台阶的预期是暂时性的，但经济的自我恢复力度偏弱，恢复时间偏长的话会直接降低我国经济潜在增长率水平。经济潜在增长率的下降意味着利率水平的下行，而无风险利率水平的下行意味着金融市场价格水平的重估。

**经济政策支持呼之欲出。**2 季度的经济运行较为低迷，持续下去经济有快速下台阶的风险，而为了保证经济增速，现阶段的货币政策，无论是社融增速、信贷增速还是央行在 6 月份的降息，就显得有些不足。在此种情况下，对经济的承托需要组合政策和更多部门的配合，包括财政政策、行业政策以及房地产政策的支持政策出台时间可能加快，预计政策组合在 3 季度到来。

**风险提示：**地缘政治出现重大变化的风险、经济持续下行的风险。

（分析师：许东石）

## **宏观：加息暂停并进入观察期，关注美联储鹰派态度下的两种可能——美联储 FOMC 分析**

### **1、核心观点**

**美联储如期暂停加息，但点阵图和经济预期鹰派。**6 月 14 日，美联储 FOMC 会议在名义通胀较快回落、劳动市场偏紧、银行信贷紧缩不显著的情况下暂停加息，联邦目标基金利率维持 5.00%-5.25%。量化紧缩（QT）计划继续执行，QT 上限 950 亿美元/月，6 月预计缩减 800 亿美元。主要调整包括：（1）点阵图将 2023 年末利率终值从 5.1% 提高至 5.6%，暗示可能还有 50BP 的加息；（2）美国本年度经济增速由 0.4% 上调至 1.0%；（3）年末失业率再度下调，从 4.5% 降低至 4.1%；（4）年末名义 PCE 通胀下修至 3.2%，但核心 PCE 提高至 3.9%。经济数据上调和失业率的下修基本表明年内在不出现黑天鹅事件的情况下不会降息，但对于点阵图的大幅变化，有两种理解需要注意。

**为什么点阵图上调了 50BP 而非 25BP？**自大滞胀时代以来，美联储并无暂停加息后仅加息一次就再度停止的先例，加息和降息的连续性很高。而目前的通胀数据显示美联储面临的价格水平压力明显低于大滞胀时代，且联邦基金利率调整的框架也不可同日而语，因此采取走走停停（stop-go）货币政策的概率不大。如果美联储判断通胀已经有稳定回落的趋势，那么额外加息一次显得并无必要，也不足以使通胀更快下降。反之，假使美联储认为需要更高利率压制

通胀和经济，则不可能只加息一次然后停止，因为这样透露的信号并不明确，也不利于维护美联储的信誉。

**点阵图上调的两种合理解释-预期管理与通胀存在二次回升风险。**美联储很可能处于“不加则已，一加则绝不止 25BP”的状态。第一种理解，美联储提高利率至 5.50%-5.75% 的预测只是“虚张声势”的通胀预期管理，未来不会再继续加息，经济会在高利率下实现弱衰退以降低通胀至 2% 附近。第二种，美联储下半年会继续加息，这是由于在三季度名义通胀的增速在前期大幅降低后可能反弹，同时核心增速降低过于缓慢，有必要再度连续加息以控制通胀反弹的风险。不难看出，以上两种观点的分歧仍在于对通胀控制是否做的不够，也即通胀增速是否存在反弹或者长时间“走平”的风险。这两种观点中，我们仍倾向于第一种：在实际利率转正的情况下联邦基金利率已经达到足够限制的水平，经济放缓但没有受到严重损害，高利率保持下劳动市场的缓慢缓和将利于通胀走低，实现温和衰退。虽然如此，美联储已经将下半年多次加息的选择放到了桌面上，这是一个十分值得警惕的风险。

**市场暂不相信美联储会大幅加息，但也应为意外情况做好准备。**加息暂停时意料之中，市场当前只是进一步确立了年内不降息的预期，并没有对更大幅度的加息可能做出显著调整。不过，在美联储明确将再加息选择摆在桌面上以预防通胀二次反弹的情况下，一旦重新开始加息就不会止于市场目前预期的 25BP，也要为这种意外情况做好准备。（1）在美联储不再继续加息的情况下，美元和美债收益率年内仍会在震荡中随经济数据走弱而向下，保持上有顶下有底的状态。（2）但如果通胀和就业数据展现出超预期的韧性，那么美联储一旦重启加息则很可能多次上调利率，届时市场将先重启通胀交易，然后在更高利率下再度打开衰退交易的预期。这种情况下美元和十年美债收益率存在突破硅谷银行事件前前高的风险，美股也将出现更大幅度的下跌。

**风险提示：**通胀韧性和经济下行速度超预期、市场出现严重流动性危机的风险。

（分析师：许东石）

## **宏观：支出重心在社保和就业、科技、卫生、教育——5月财政收支分析**

### 1、核心观点

6月16日财政部发布，2023年1-5月全国公共财政累计收入99692亿元，同比+14.9%（前值+11.9%），公共财政累计支出104821亿元，同比+5.8%（前值+6.8%）。5月当月公共财政收入1.65万亿元，同比+32.7%，公共财政支出1.84万亿元，同比+1.5%。

一、5月当月公共财政收入同比+32.7%（前值+70.0%），支出同比+1.5%（前值+6.7%）。财政收入同比维持两位数高增长，环比增速-20.7%，主要与去年4-5月份增值税留抵退税带来的低基数有关，如果剔除留抵退税因素，4月与5月财政收入同比增速分别为2.8%和-7.4%。

1-5月，公共财政收入 9.97 万亿元，同比+14.9%。其中，税收收入 8.48 万亿元，同比+17.0%（前值+12.9%），非税收入 1.49 万亿元，同比+4.5%（前值+6.8%）。主要税种之中，国内增值税 3.21 万亿元，同比+93.5%（前值+58%）；企业所得税 2.28 万亿元，同比-1.9%（前值+3.7%）；进口环节税 0.76 万亿元，同比-10.7%（前值-12.0%）；国内消费税 0.71 万亿元，同比-16.1%（前值-17.9%）；个人所得税 0.65 万亿元，同比-1.5%（前值-2.4%）。

**二、公共财政支出表现偏弱，社保和就业支出增长 10%，科学技术、卫生健康、教育等支出增长都超过 6%。**1-5 月公共财政支出累计 10.48 万亿元，同比+5.8%（前值+6.8%），为 2022 年以来新低。各项目支出增速依次是：社会保障和就业+10.0%（前值+10.3%）、科学技术+8.6%（前值+9%）、卫生健康+7.4%（前值+8.7%）、教育+6.8%（前值+6.9%）、农林水事务+4.1%（前值+8%）、城乡社区事务+3.5%（前值+3.1%）、文化旅游体育与传媒-1.0%（+0.9%）、节能环保-2.4%（前值-1.1%）、交通运输-7%（前值-0.7%），以及债务付息+6.9%（前值+9%）。

**三、政府性基金收入、土地出让收入收窄降幅。**1-5 月全国政府性基金收入 1.87 万亿元，同比-15.0%（前值-16.9%），其中国有土地使用权出让收入 1.49 万亿元，同比-20.0%（前值-21.7%）；1-5 月，全国政府性基金支出 3.43 万亿元，同比-12.7%（前值-11.3%），其中国有土地使用权出让收入安排支出 1.92 万亿元，同比-18.7%。

**四、稳增长需要组合性政策，财政支出有望加强。**剔除留抵退税因素，5 月财政收入同比增速为-7.4%，和当前经济复苏动能走弱相一致，同时支出增速的回落也反映财政政策对实体经济支持力度下降。6 月 16 日国务院常务会议指出，针对经济形势的变化，必须采取更加有力的措施，推动经济持续回升向好。当前通胀率处于负值区间（PPI 为-4.6%、CPI 为+0.2%），导致经济体实际利率较高，货币政策效果受限，此时需要包括财政政策、行业政策以及房地产政策等的组合政策。财政部自 5 月中旬以来已经将今年剩余地方债额度下达至各省份，后续新增专项债发行有望提速，并在第三季度基本完成，后续关注资金在基本民生、科技等重点领域的投资进度。

**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）

## **固收：美联储如期暂停加息，鹰派引导下加息未及终点——2023 年 6 月美联储议息会议简评**

### **1、核心观点**

**美联储如期暂停加息但态度鹰派。**2023 年 6 月美联储宣布暂停加息，符合市场预期。美联储公布的 6 月议息决议显示维持联邦基准利率目标区间在 5%-5.25%，按计划保持 950 亿美

元的缩表步伐。

FOMC 议息声明与上月变化不大，但与此前不同的是，此次声明美联储提到在评估货币政策的适当立场时，委员会将继续监测所传入信息对经济前景的影响。如果出现可能阻碍委员会实现目标的风险，委员会将准备酌情调整货币政策的立场，**鹰派表述意味着本次会议的停止加息可能是暂时的，后续不排除再度加息的可能性。**

### 美联储关键指标预期 (SEP): 上调 GDP 和利率预期，下调失业率和通胀预期

**1、2023 年经济预期转向偏乐观。大幅上调预期经济增速，2023 年衰退可能放缓。**经济增速方面，美联储对今年经济预期态度转为相对乐观，将 2023 年 GDP 增速预期大幅上调至 1%，但将明后年的增速分别小幅下调 0.1%，长期不变。鲍威尔会后也表示经济数据超出了预期，房地产已经出现触底反弹迹象，大多数决策者预计经济的温和增长将继续；美国经济存在实现软着陆的途径，在数据的支撑下美联储对于今年经济预期已偏向乐观，外围对于衰退预期的讨论可能不会如愿，短期内美国经济仍相对强劲，软着陆的可能性抬升。

**2、通胀已有所缓和但压力仍在，核心通胀的“果断下降”是后续关注要点。**下调今年通胀预期，核心通胀粘性较高。通胀方面美联储压力仍存，小幅下调了 2023 年的 PCE 预期至 3.2%，后续预期不变；但再度上调了核心 PCE 预期，将 2023 年核心 PCE 预期上调 0.3% 至 3.9%、2025 年小幅上调 0.1% 至 2.2%。针对通胀鲍威尔在会后表示尽管通胀已有所缓和，但通胀压力持续高企，美联储仍然认为通胀上行风险依然存在，将通胀率恢复到 2% 还有很长的路要走，同时他承认美联储过去两年有关通胀下降的预测是错误的，美国核心通胀并没有取得明显的进展，希望看到核心 PCE 果断地下降。

**3、继续加息预期强烈，降息可能性熄。**联邦基金利率预期上升，加息再起预期强烈。美联储对 2023 年的利率终值预期上调 0.5% 至 5.6%、将明、后年利率预期分别上调 0.3% 至 4.6%、3.4%，意味着美联储认为此次停止加息并不是本轮紧缩周期的终点，而是暂时停歇以观察数据走向和市场反馈的“中点”，结合 FOMC 声明表述，很有可能在 7 月再度加息。

**鲍威尔表态支持继续加息，降息周期启动仍依赖通胀数据。**鲍威尔会后谈到本次决议和降息可能时表示，本次暂停加息不应被视作“跳过”，而是继续适度提高利率步伐的延续；还没有就 7 月份是否加息做出决定；继续加息可能是合理的，但速度要更温和。同时他明确表示没有任何人提出今年降息的建议，今年降息是不合适的，讨论过在未来几年降息，只有当通胀下降时降息才是合适的。

**点阵图显示 2023 年预计还有两次 25BP 加息；市场在美联储鹰派加息指引下加息预期回升，但预期年底只有 25BP，放弃对于 2023 年的降息预期。**

**风险提示：**通胀下行不及预期、经济波动超预期。

(分析师：刘丹)

**FICC&固收：美加息暂停但未及终点，国内降息陆续落地——大类资产与金融市场监测周报 20230616**

**1、核心观点**

本报告提及本周指 2023 年 6 月 9 日-6 月 15 日。

**影响市场核心信息：**美国 5 月 CPI 数据，美、欧 6 月议息会议；中国 5 月金融、经济数据，OMO、MLF 降息等。

**大类资产表现：**美债利率基本持平，美元略跌，整体资产表现多数较上周趋势一致。黑色系领涨，中国国债>美元>人民币>美债，原油、贵金属表现不佳；CRB 指数转跌，全球权益市场多数上涨，美股、A 股均上行。

**全球央行利率变化及预期：**当前全球多数地区仍预期加息。美国通胀超预期下行并如期暂停加息但鹰派暗示加息未停，欧央行加息 25BP 并暗示继续加息，中国逆势降息先后将 OMO、MLF 利率下降 10BP。相较上周，3M 内政策利率预期美国+21BP 到 5.34%、欧元区+29BP 到 3.79%、英国+75BP 到 5.25%；美国-3BP、英国+8BP，欧元区本周加息，3M 内变动预期可比性较低。

**美国加息路径预测：**5 月通胀下行和美联储 6 月议息会议的鹰派加息预期引导下，市场预期大概率 7 月将恢复加息 25BP，但与美联储预期今年还有 50BP 空间不同的是，市场预期 2023 年仅剩 25BP 加息空间；同时市场在鲍威尔连续两次议息会议后不支持今年降息的表态下已放弃 2023 年的降息预期，预期最早在 2024 年 1 月开始降息 25BP 至 5%-5.25% 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在 2.21%；6M 隐含利率继续上行收于 5.3%，上周 5.15%。

**国际流动性监测**

**美债供给、流动性和央行操作：**美联储略缩表 10 亿美元，美联储持有美债规模缩小 15.7 亿美元幅度继续收窄。外国央行略减持 4.3 亿美债至 29829 亿美元。债务上限协议落地后上周美债供给大量增加，未偿债规模大幅上涨后本周继续上行但幅度明显收窄，政府持有的未偿债规模回升，美债流动性指数略上行至 2.42% 左右有所恶化，继续关注美债供给增加带来的流动性影响。

**美商业银行系统流动性：**本周美国银行业流动性压力边际放缓。

**货币基金转为小幅净流出 47 亿美元。**逆回购占比指标下行超 1% 但仍高位。美联储贴现窗口使用额本周略回升至 36 亿美元，但仍已在银行业风波前水平。联邦基金市场每日成交量本周转为收缩 270 亿（上周扩张 410 亿）美元至 6620 亿美元左右，显示银行在联邦基金市场获取现金边际放缓；

**商业银行的数据滞后两周，至 5 月 31 日：**所有商行储蓄继续流入 466 亿美元幅度收窄；

大小商行包括准备金的现金资产占比继续回升，本周为 11.95%和 7.54%均上行，但小行仍在相对低位压力较大。

**美元流动性：**资金利率利差回升美元流动性边际收紧。

**金融条件：**花旗经济意外指数显示中、美经济不确定性下调，日本上升，欧洲基本持平；芝加哥联储数据（滞后一周）显示金融环境边际收紧仍是放缓趋势。

**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、日本，净流出前三是德国、韩国、亚太。

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 24 亿元；南向本周净流入 6.5 亿元；融资买入占比在 7.67%左右回升。

**国内债市：**资金利率中长端继续下行，短期回升；本周资金整体净回笼转为净投放，OMO、MLF 先后降息 10BP；国债收益率曲线基本持平，长端略降；信用债收益率仍多数下行，信用利差、等级利差均表现分化。

**风险提示：**美债供给增加流动性风险、海外经济波动超预期、地缘政治风险。

(分析师：刘丹)

## **机械：制造业产需两端增速放缓，挖机设备出口持续强劲**

### 1、核心观点

**5 月制造业 PMI 指数 48.8%，继续处于收缩区间。**根据统计局数据，5 月我国 PMI 指数环比回落 0.4pct，继续位于收缩区间。从各分项指标来看，前期报复性需求释放完毕，经济延续弱复苏趋势，需求疲软拖累企业生产，去库存仍在持续，制造业产需两端均有所放缓。5 月制造业生产指数为 49.6%，环比下降 0.6pct；新订单指数为 48.3%，环比下降 0.5pct；供应商配送时间指数为 50.5%，环比上升 0.2pct。分行业来看，装备制造业 PMI 为 50.5%，环比回升 1.2pct；高技术制造业 PMI 为 50.4%，环比回升 0.3pct，景气有所回升，均高于制造业总体。

**5 月挖机销量降幅收窄，出口保持强劲。**5 月我国挖机销量 16809 台，同比下降 18.5%，其中出口 10217 台，同比增长 21%。2023 年 1-5 月，累计销售挖机共 93052 台，同比下降 23.9%，其中出口 48119 台，同比增长 13.9%。开年以来，基建、制造业固定资产投资保持韧性，1-4

月同比分别增长 9.8% 和 6.4%。随着我国宏观经济企稳向好，项目开工情况逐步好转，基建投资保持稳定增长。房地产政策“三支箭”作用下，全国房地产销售有所改善，但开工需求仍未回暖。预计 2023 年全年，国内挖机销量依然承压，而挖机出口销量将有望保持较高速增长。

**国铁发布招标采购大单，轨交行业景气有望维持高位。**国铁发布采购项目招标大单，拟采购智能动车组 103 组、货车 3 万辆、机车 483 台。招标金额估算约 500 亿左右，是 2020 年以来最大规模的一次铁路车辆采购。近几年，我国投产高铁新线维持 2000 公里以上水平，而高铁车辆实际采购量与预测需求量之间存在较大缺口。机车组近三年招标低于平均水平，同样存在较大数量缺口。今年各行业运行情况逐渐修复，带动铁路客运量和货运量均超预期回升，固定资产投资也实现同比增长。我们预计需求和投资带动下，轨交行业将维持景气度高位。

## 2、投资建议

持续看好制造强国与供应链安全趋势下高端装备进口替代以及双碳趋势下新能源装备领域投资机会。建议关注：1) 机械设备领域存在进口替代空间的子行业，包括数控机床及刀具、机器人、科学仪器、半导体设备等；2) 新能源领域受益子行业，包括光伏设备、风电设备、核电设备、储能设备等；3) 新能源汽车带动的汽车供应链变革下的设备投资，包括一体压铸、换电设备、复合铜箔等。

**风险提示：**制造业投资低于预期，政策支持力度低于预期的风险。

(分析师：鲁佩,范想想)

## **建材：竣工继续改善但增速放缓，水泥、平板玻璃短期弱势运行——1-5 月建材行业数据点评**

### 1、核心观点

**5 月制造业 PMI 指数 48.8%，继续处于收缩区间。**根据统计局数据，5 月我国 PMI 指数环比回落 0.4pct，继续位于收缩区间。从各分项指标来看，前期报复性需求释放完毕，经济延续弱复苏趋势，需求疲软拖累企业生产，去库存仍在持续，制造业产需两端均有所放缓。5 月制造业生产指数为 49.6%，环比下降 0.6pct；新订单指数为 48.3%，环比下降 0.5pct；供应商配送时间指数为 50.5%，环比上升 0.2pct。分行业来看，装备制造业 PMI 为 50.5%，环比回升 1.2pct；高技术制造业 PMI 为 50.4%，环比回升 0.3pct，景气有所回升，均高于制造业总体。

**5 月挖机销量降幅收窄，出口保持强劲。**5 月我国挖机销量 16809 台，同比下降 18.5%，其中出口 10217 台，同比增长 21%。2023 年 1-5 月，累计销售挖机共 93052 台，同比下降 23.9%，其中出口 48119 台，同比增长 13.9%。开年以来，基建、制造业固定资产投资保持韧性，1-4 月同比分别增长 9.8% 和 6.4%。随着我国宏观经济企稳向好，项目开工情况逐步好转，基建投

资保持稳定增长。房地产政策“三支箭”作用下，全国房地产销售有所改善，但开工需求仍未回暖。预计2023年全年，国内挖机销量依然承压，而挖机出口销量将有望保持较高速增长。

**国铁发布招标采购大单，轨交行业景气有望维持高位。**国铁发布采购项目招标大单，拟采购智能动车组103组、货车3万辆、机车483台。招标金额估算约500亿左右，是2020年以来最大规模的一次铁路车辆采购。近几年，我国投产高铁新线维持2000公里以上水平，而高铁车辆实际采购量与预测需求量之间存在较大缺口。机车队近三年招标低于平均水平，同样存在较大数量缺口。今年各行业运行情况逐渐修复，带动铁路客运量和货运量均超预期回升，固定资产投资也实现同比增长。我们预计需求和投资带动下，轨交行业将维持景气度高位。

## 2、投资建议

持续看好制造强国与供应链安全趋势下高端装备进口替代以及双碳趋势下新能源装备领域投资机会。建议关注：1) 机械设备领域存在进口替代空间的子行业，包括数控机床及刀具、机器人、科学仪器、半导体设备等；2) 新能源领域受益子行业，包括光伏设备、风电设备、核电设备、储能设备等；3) 新能源汽车带动的汽车供应链变革下的设备投资，包括一体压铸、换电设备、复合铜箔等。

**风险提示：**制造业投资低于预期，政策支持力度低于预期的风险。

(分析师：王婷, 贾亚萌)

## **电新：基本面全面向好，看好估值修复行情——电池行业点评**

### 1、核心观点

**事件：**6月15日，电力设备新能源指数(CI00501)大涨5.19%，其中新能源车设备指数(002029.CJ)上涨6.04%，板块龙头宁德时代(300750.SZ)涨幅高达8.19%，收盘价为230.88元。

**国内刺激新能源车需求政策密集出台。**5月17日，发改委能源局发布《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》，提出“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”。6月8日，商务部发布《关于组织开展汽车促消费活动的通知》，安排“百城联动”汽车节和“千县万镇”新能源汽车消费季。这两项政策均有利于加速打开下沉市场通道，刺激新能源车销量。部分地方政府也适时出台激励政策。5月销量数据已环比改善，国内乘用车零售销量58万辆，同比+60.9%，环比+10.5%，5月国内新能源零售渗透率为33.3%，同比+6.7pcts。

**欧洲新电池法案通过，国内企业优势突出。**6月14日，欧洲议会投票通过欧盟新电池法规。法规强调了电池的绿色制造、可持续性、可回收性：1) 电动汽车、轻型交通工具和容量

大于 2kwh 的工业充电电池（含储能）的强制性碳足迹声明；2）便携式、轻型交通工具电池在 2030 年至少实现 73%/51% 的回收目标；3）从电池中回收的锂、钴铜铅镍分别在 2027 年至至少达到 50%/90%，2031 年至少达到 80%/95%；4）制造新电池使用回收材料元素钴、铅、锂、镍分别在法规生效 8 年后至少达到 16%/85%/6%/6%，13 年后至少达到 26%/85%/12%/15%。法规内容并未出现针对中国电池产品的壁垒限制，利好中国企业开拓欧洲市场。

**电池厂商出海布局顺利推进。**为充分分享海外市场红利，中国电池厂商纷纷选择出海建厂。4 月 28 日，国轩高科在媒体开放日活动上透露，公司已就美国建厂事宜进行了充分调研，规划在美国建立两座生产基地，一座电池工厂，一座电池材料工厂。2022 年 10 月，美国密歇根州政府发布公告称，国轩高科美国子公司 Gotion 将在大急流城（BigRapids）投资建设电池材料工厂，预计年产电池阴极材料 15 万吨，投资金额约 23.64 亿美元。另外，据路透社报道，国轩有意在摩洛哥建厂，产能规划达 100Gwh。宁德时代与福特在美国的技术出资合作项目也值得期待。

## 2、投资建议

新能源车产业链回暖迹象明显，上游原材料碳酸锂价格触底反弹已佐证。当前板块估值处于历史低位（PE（TTM）仅 26 倍，历史最低点为 23.8 倍），安全边际高。行业“马太效应”明显，拥有优质客户资源、可靠产业链供应、优异成本控制能力以及雄厚研发实力的龙头企业，将继续保持或扩大领先优势，推荐宁德时代（300750）、亿纬锂能（300014）、璞泰来（603659）、恩捷股份（002812）、当升科技（300073）、贝特瑞（835185）、科达利（002850）等，建议关注国轩高科（002074）、欣旺达（300207）、鹏辉能源（300438）、珠海冠宇（688772）、天赐材料（002709）、天奈科技（688116）、中伟股份（300919）等。

**风险提示：**新能源汽车销量不及预期；产业政策变化带来的风险；上游原材料涨幅过大又无法向下游传导的风险；产能投产不及预期的风险。

（分析师：周然）

## 电新：指数大涨，多重利好支撑持续上行——光伏设备行业点评

### 1、核心观点

**事件：**23 年 6 月 15 日，光伏、储能板块迎来大涨，太阳能指数（CI005286）日涨幅 6.4%，在全部中信三级指数中排名第 5。其中光储板块涨幅前三分别为中信博（17%）、通灵股份（14%）、禾迈股份（12%）。

**德国光伏展捷报频传。**2023 年 6 月 14 日，被誉为“技术、市场风向标”的 IntersolarEurope 展会在德国慕尼黑召开。隆基绿能、爱旭股份等中国龙头企业高调亮相，取得显著成绩。隆基

绿能于展会宣布经欧洲太阳能测试机构 EST 权威认证，公司已在商业级绒面 CZ 硅片上实现了晶硅-钙钛矿叠层电池 33.5% 的转换效率，接近 33.7% 的世界纪录。爱旭股份凭借自主研发的 ABC 组件从 10 家入围企业中脱颖而出，获得创新太阳能技术大奖，同时在展会首日即与德国 Memodo 集团正式达成 1.3GW 的深度合作。该展览再次验证中国光伏企业在全产业链具备绝对竞争优势。

**欧洲能源紧张或重现，光储需求值得期待。**近期挪威 Ormen Lange 和 Aasta Hansteen 天然气田宣布停产维护至 7 月中旬，荷兰政府计划关闭欧洲最大的格罗宁根气田，下半年欧洲能源供给或再进入紧张局面。反映在价格层面，欧洲天然气价格自 2022 年 8 月的最高点 342 欧元/MWh 下跌至 2023 年 6 月 2 日 24 欧元/MWh，近两周迎来直线拉升。目前荷兰 TTF 天然气期货价格已涨至 44.85 欧元/MWh，两周上涨幅度近 66%。复盘 2022 年储能板块走势，我们认为今年欧洲能源价格上涨将有效刺激光储市场需求的增长，从而带动出海企业业绩增长。

**组件价格下跌充分释放装机容量。**据 PV Infolink 数据，最新多晶硅致密料现货价格已降至 78 元/kg，价格已逼近硅料成本线，PERC/TOPCon/HJT 组件产品均价已降至 1.47/1.6/1.75 元/W，单面 182PERC 组件年初至今已下降 20%。受此刺激，国内装机成绩表现亮眼。国家能源局公布 1-4 月国内光伏新增装机达到 48.31GW，同比+186%，4 月单月新增为 14.65GW，同比+299.2%。随着产业链价格逐步回归并企稳，国内外项目加速启动，装机有望迎来快速爆发。

## 2、投资建议

光伏板块估值目前处于历史低点（PE（TTM）为 13.8 倍），尽管面临产能过剩带来的行业竞争加剧挑战，但同时也能看到技术迭代、全球需求高增带来的发展潜力及蕴藏机遇。建议把握两条主线：一是盈利水平边际改善空间大、具备抵御周期波动能力、竞争壁垒强大、享受海外市场红利的一体化企业或辅材龙头，推荐隆基绿能（601012.SH）、晶澳科技（002459.SZ）、福斯特（603806.SH）、禾迈股份（688032.SH）、派能科技（688063.SH）等；二是引领行业技术变革的头部企业，N 型电池大幕拉开，颗粒硅+CCZ 潜力大，建议关注协鑫科技（3800.HK）、通威股份（600438.SH）、东方日升（300118.SZ）、金刚光伏（300943.SZ）、天合光能（688599.SH）、中来股份（300393.SZ）、爱康科技（002610.SZ）、天通股份（600330.SH）等。

**风险提示：**“双碳”目标推进不及预期；产业政策变化带来的风险；装机不达预期；行业竞争加剧导致产品盈利下滑超预期的风险。

（分析师：周然）

### 分析师简介及承诺

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。

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。

### 评级标准

#### 行业评级体系

未来 6-12 个月，行业指数相对于基准指数（沪深 300 指数）

推荐：预计超越基准指数平均回报 20%及以上。

谨慎推荐：预计超越基准指数平均回报。

中性：预计与基准指数平均回报相当。

回避：预计低于基准指数。

#### 公司评级体系

未来 6-12 个月，公司股价相对于基准指数（沪深 300 指数）

推荐：预计超越基准指数平均回报 20%及以上。

谨慎推荐：预计超越基准指数平均回报。

中性：预计与基准指数平均回报相当。

回避：预计低于基准指数。

### 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，并不构成对客户的具体投资建议，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：李洋洋 021-20252671 [liyongyang\\_yj@chinastock.com.cn](mailto:liyongyang_yj@chinastock.com.cn)

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

北京地区：田薇 010-80927721 [tianwei@chinastock.com.cn](mailto:tianwei@chinastock.com.cn)

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