

责任编辑:

周颖

☎: 010-80927635

✉: zhouying_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130511090001

要闻

美国众议院程序性投票批准债务协议，提高债务上限更进一步

美联储褐皮书：经济出现降温迹象，就业和通胀略有放缓

《求是》杂志发表习近平总书记重要文章《中国式现代化是中国共产党领导的社会主义现代化》

中国5月官方制造业PMI为48.8，较上月降0.4个百分点，非制造业PMI为54.5

北上深重磅文件接连发布，相继表态支持人工智能发展

首个区块链技术领域国家标准正式发布

公安部：对欺诈发行证券犯罪毫不姑息一查到底

银河观点集萃:

● **宏观:**美国资产对加息预期的调整已经相对到位:截至5月底,美元指数已经反弹至104上方,较为接近硅谷银行问题爆发前105.88的位置;两年美债和十年美债收益率一度达到4.57%和3.82,硅谷银行问题前分别为5.09%和4.09%。美股,特别是纳斯达克指数的上行,主要受到科技企业财报不差以及AI等科技创新带来的估值提振,也即一方面美股盈利预期没有继续下调,另一方面科技进步引发的估值提升带来新一轮的上涨。从CME联邦基金利率期货反映的加息预期看,市场已经计入了6月再度加息25BP以及年内仅降息一次的概率,抛弃了年内多次降息的幻想。因此,在美国债务上限问题可能得到解决、美联储加息路径预期暂时难以提升的情况下,美元和美债收益率的反弹已经相对到位,未来震荡下行的概率更高。我们的基准假设仍是美联储在6月FOMC会议上暂停加息以观察高利率进一步的影响,银行信贷供需两端的紧缩对经济的负面作用也需要保持观察。

● **固收:**我们认为:疫情扰动大幅消退后经济在年初快速修复,但主要是恢复性的,经济内生增长动力还不强,需求仍然不足,经济转型升级面临新的阻力,恢复发展基础仍需巩固。后续关注海外信用收缩周期对总需求萎缩的影响以及国内宏观、产业政策等方面的变化。

● **交通:**东航C919国产飞机完成商业首航,在国内市场份额有较大提升空间。当前民航业至暗时点已过,景气周期已开启,建议继续把握疫情后行业需求复苏逻辑。短期国内航线率先恢复、中长期国际航线加速释放的背景下,建议继续把握疫后需求复苏带来的右侧投资机会。重点关注中国国航(601111.SH)、南方航空(600029.SH)、春秋航空(601021.SH)。

银河观点集锦

宏观：变化的预期：6月是否再加息、美国债务问题、欧元区制造业趋弱与日股的上行

1、核心观点

美国-FOMC 意见分歧，但目前 6 月暂停加息转而观察的概率依然较高：美联储的“前三把手”，即主席鲍威尔、新提名的副主席杰弗逊以及纽约联储主席威廉姆斯三更倾向于 6 月份暂停加息以观察货币政策和银行业问题滞后的影响。11 位现任票委中大多同意 6 月份公布的 5 月经济数据将决定是否进一步加息，明确支持 6、7 月加息的势力并不壮大，而市场在较快调整中计入了相关预期。美国经济虽然不会深度收缩，但依然难以逃逸浅衰退。在就业数据进一步明朗前，美国 2023 年末至 2024 年初衰退并引发首次降息还是基准假设；不过，美国 GDP 和 PCED 数据的上修所反映的经济韧性在降低 2023 年内降息的概率，而金融稳定尚未构成问题，需要保持观察。美联储对 6 月 SEP 中的失业率是否做出调整：如果失业率预期被大幅下调，那么美联储年内降息的概率将相对渺茫，除非银行业问题对金融稳定冲击超预期；而如果美联储坚持目前的失业率，那么年末弱衰退则继续是其基准假设。

美国 - 贝弗里奇曲线框架下失业率何时上行：研究显示贝弗里奇曲线历史上的下移都伴随着失业率的上升，这似乎暗示美国至少会面临一场温和衰退，难以完全“不着陆”。另一方面，贝弗里奇曲线下移对失业率影响的历史路径不能直接外推，在职位空缺率从历史高点回落时，就业的牺牲可能相对较小，失业率不会大幅抬升。以目前的数据来看，贝弗里奇曲线近期从最高位的下降暂没有显著抬升失业率。当然，这并不意味着贝弗里奇曲线下移的过程中失业率可以继续保持历史低位，但在职位空缺率回到相对正常（5%以下）的水平前，失业率可能确实难以明显抬升，导致衰退判定。最后，需要注意的是失业率从底部抬升的斜率非常陡峭，二战以来的 12 次衰退前失业率在 8 个月内均上行超过 1%，这意味着在目前失业率在 3.4%-3.6%徘徊时，美联储对失业率 2023 年底达到 4.5%左右的预测仍是可能的。

美国 - 债务上限问题：X-date 在哪天？新法案不通过的话美债会违约吗？“X-date”即美国财政部将现金储备消耗完毕，无法完成其应支付的全部金融义务的时日。X-date 到来也不意味着美国国债一定违约，美联储也承认如果必要区分财政部支付义务的紧迫性，国债本息偿付将是最优先的。除此之外，还有其他潜在的阻止违约方式，但最可能方法仍然是优先支付国债本息，如此难以为继后由美联储干预。各方对 X-date 的预测：（1）财政部长耶伦：最新预测为 6 月 5 日；（2）高盛：6 月 8-9 日；（3）穆迪：可能为 6 月 8 日，但 6 月 15 日对国债本息偿还问题不大，不存在短期违约风险；（4）其他预测：6 月 2 日接近危险水平，6 月 8-9 日基本为零。5 月 28 日，拜登已经与众议长麦卡锡达成初步对提高债务上限和政府预算达成一致，新法案将暂停债务上限至 2025 年 1 月 1 日。法案将在 6 月前于众议院进行投票，乐观情况下将在拜登任内解决债务上限问题。新发债务将恶化银行流动性：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，财政部势必在问题解决后大量发行国债来补充现金。财政部 2023 二季度计划在当年 9 月使 TGA 回升至 6000 亿美元的规模，这意味着在货币基金没有动力离开 RRP 账户前，私人部门购买高息国债置换低息存款的行为将继续大量消耗

银行准备金。

欧元区 - 缩表加力，制造业下行反映弱恢复预期受阻：欧央行 6 月份加息 25BP 悬念不大，7 月份是否继续加息还需对通胀和经济增长保持观察，但概率不低。在南欧国家国债收益率已处高位、缩表加力、名义 CPI 开始回落的情况下，欧央行的加息仍有望在夏季结束。5 月会议宣布扩大量化紧缩的规模，也即下半年 QT 每月平均缩减 250 亿欧元，比现计划增加 100 亿欧元/月。我们理解 QT 的扩大不仅是保持紧缩的信号，也可以理解为加息的辅助工具，这会降低欧央行在三季度后继续加息的必要，欧央行的加息进程的尾声也开始若隐若现。3 月会议时，欧央行判断欧元区艰难复苏的路径，这种弱恢复更多是由服务业需求带动，德国一季度 GDP 的下修和多国制造业 PMI 的近况显示经济中的非服务部分可能拖累弱复苏的预期。尽管欧元区在服务业韧性的支撑下仍有较高概率避免出现衰退，但制造业疲弱的表现值得警惕。制造业的低位徘徊一方面可能导致欧洲经济恢复逊于预期，另一方面也是阻止欧央行更加鹰派的理由，这依旧支持欧央行短期更鹰，但加息可能在夏季停止的判断。

日本 - 超宽松维持，经济改善幅度偏弱，外资流入推升股市的持续性需要观察：日央行在植田和男的领导下短期仍然维持了超宽松政策，QQE 和收益率曲线控制（YCC）继续提供充足的流动性以刺激经济和工资恢复，但从数据来看效果并不明显，通胀抬升的可持续性存疑。超宽松政策下日本通胀的抬升确实主要来自于能源、食品和商品部分，以输入性为主，工资稳定增长动力不足。日本一季度 GDP 同比增长 1.31%，环比下降 0.97%，失业率小幅上行至 2.8%；与此同时，日经 225 指数在 5 月底站上 31000 点，创下 30 年来新高。不难发现，日股近期的涨幅主要由外资流入和估值提升贡献，其盈利预期在基本面缓慢修复的情况下尚没有明显起色。日股上涨可能的理由包括：（1）基本面并不制约超宽松货币政策实施；（2）美元兑日元升值过程对外资的吸引；（3）日股不乏现金流稳定和高股息的公司，同时计划提升资本回报率的资本市场改革也在进行，增加日股吸引力；（4）从 G7 联盟对华遏制态度考虑，日本的战略地位以及对西方产业链重要程度有望在长期提升。尽管如此，日本的经济情况并不出彩，在盈利预期无法显著提升的情况下，日股靠估值抬升上行的势头有待观察。

美国资产对加息预期的调整已经相对到位：截至 5 月底，美元指数已经反弹至 104 上方，较为接近硅谷银行问题爆发前 105.88 的位置；两年美债和十年美债收益率一度达到 4.57% 和 3.82，硅谷银行问题前分别为 5.09% 和 4.09%。美股，特别是纳斯达克指数的上行，主要受到科技企业财报不差以及 AI 等科技创新带来的估值提振，也即一方面美股盈利预期没有继续下调，另一方面科技进步引发的估值提升带来新一轮的上涨。从 CME 联邦基金利率期货反映的加息预期看，市场已经计入了 6 月再度加息 25BP 以及年内仅降息一次的概率，抛弃了年内多次降息的幻想。因此，在美国债务上限问题可能得到解决、美联储加息路径预期暂时难以提升的情况下，美元和美债收益率的反弹已经相对到位，未来震荡下行的概率更高。我们的基准假设仍是美联储在 6 月 FOMC 会议上暂停加息以观察高利率进一步的影响，银行信贷供需两端的紧缩对经济的负面作用也需要保持观察。

主要风险：主要经济体情况超预期恶化的风险、大规模流动性危机的风险、美国意外主权债务违约的风险。

(分析师: 许冬石)

固收: 制造业继续回落, 非制造业修复放缓——5月 PMI 速评

1、核心观点

制造业 PMI48.8%、EPMI50.7%，制造业景气度继续下滑，环比分项基本全面下行。其中制造业 PMI 分项购进价格较上月大幅下行 5.6%、积压订单、生产经营活动预期以及产成品库存、新订单等跌幅靠前均下行 0.5%或以上，绝大多数分项已落入收缩区间；显示年初的制造业的报复性回升已告一段落，供需两端均有所放缓，生产经营预期回落。EPMI 分项基本全线明显回落，采购价格和出口订单领跌幅度超过 5%跌至荣枯线以下，海外需求进一步萎缩。中小企业 PMI 继续在收缩区间下跌，但大型企业略回升 0.7 至荣枯线位置。

非制造业 PMI54.5%，继续回落但高于临界点，分项环比除从业外均下行。服务业、建筑业 PMI 分别下行 1.3%、5.7%至 53.8%和 58.2%，仍在往年同期均值水平以上，非制造业仍在复苏但边际放缓。从业情况有所改善但整体仍在收缩区间。

我们认为：疫情扰动大幅消退后经济在年初快速修复，但主要是恢复性的，经济内生增长动力还不强，需求仍然不足，经济转型升级面临新的阻力，恢复发展基础仍需巩固。后续关注海外信用收缩周期对总需求萎缩的影响以及国内宏观、产业政策等方面的变化。

风险提示：后续政策超预期。

(分析师: 刘丹)

交通: 东航 C919 国产飞机完成商业首航, 在国内市场份额有较大提升空间

1、核心观点

事件：近日，东航 C919 大飞机，在国内完成商业首航。2023 年 5 月 28 日，东航的第 1 个 C919 商业航班 MU9191，执飞上海-北京航线（上海虹桥-北京首都），于 10:32 上海虹桥机场起飞，12:31 抵达北京首都机场（较计划提前 39 分钟降落）。2023 年 5 月 29 日，东航的第 2 个 C919 航班 MU9197，执飞上海-成都航线（上海虹桥-成都天府），于 8:25 上海虹桥机场起飞，

11:05 抵达成都天府机场。此后，C919 飞机将常态化投运上海-成都航线。

东航 C919 飞机在取证、交付后完成 100 小时验证飞行，正式投入商业运营。2022 年 9 月 29 日，C919 机型取得中国民航局颁发的适航证，即获取了向运营商交付、投入商业飞行的资格。2022 年 12 月 9 日，首架 C919 客机交付东航。2022 年 12 月-2023 年 2 月，东航完成了对其首架 C919 客机的 100 小时验证飞行，满足了局方法律规章的相关要求。

本次商业首航前，东航的 C919 验证飞行已覆盖国内 10 个城市、12 个航点机场：北京首都/大兴、上海虹桥/浦东、西安咸阳、昆明长水（即“四梁八柱”的“四梁”），及成都天府、海口美兰、武汉天河、青岛胶东、济南遥墙、南昌瑶湖等。

东航 2023 年将引进 4 架 C919 飞机，交付后将进一步常态化投运于“四梁八柱”干线航网。未来伴随商飞产能提升、拓展衍生机型，C919 有望提升在国内航线市场份额，但短期内份额超越空客、波音仍有难度。根据上市公司年报数据，2023 年，国航、南航、东航分别计划引进交付飞机 28 架（A320 系列 10 架，B737 系列 0 架）/82 架（A320 系列 26 架，B737 系列 37 架）/36 架（A320 系列 16 架，B737 系列 2 架，C919 飞机 4 架）。由此可见，在三大航的引进计划中，波音、空客生产的同类单通道窄体机型 A320、B737 仍占据主力地位。考虑到短期内 C919 飞机产能仍处爬坡期，且 C919 除机身、机翼结构等部件在国内生产，其余航发动力系统等核心领域仍需调动国际供应商能力，其市场份额或暂居于空客、波音之后。

同时，考虑到 C919 仍在争取国际适航证，短期内 C919 将用于执飞国内航线。未来伴随商飞产能继续提升、拓展更多 C919 衍生系列型号，C919 在国内市场份额超越空客、波音虽需较长时间，投运规模的提升空间也是广大的。

当前民航业至暗时点已过，景气周期已开启，建议继续把握疫情后行业需求复苏逻辑。短期国内航线率先恢复、中长期国际航线加速释放的背景下，建议继续把握疫后需求复苏带来的右侧投资机会。

2、投资建议

重点关注中国国航（601111.SH）、南方航空（600029.SH）、春秋航空（601021.SH）。

风险提示：新冠疫情反复带来的风险，航空出行需求复苏不及预期的风险，原油价格大幅上涨的风险，汇率波动的风险。

（分析师：宁修齐）

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

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