

技术摩擦再升级，股市称的是货币

——策略前瞻之一百二十二

策略周报

- ◆ 策略前瞻：本周披露的4月经济数据显示经济复苏趋势明显，工业生产恢复较好，但社消恢复略低于预期。海外方面，中美大博弈进一步向技术封锁升级，美国对华为的制裁方式和力度略超预期，但符合我们判断中美大博弈的方向。我们一直强调大博弈是介于简单的美日贸易战和危险的美苏冷战的状态，即便没有新冠肺炎，美国的科技封锁仍将继续。对于A股市场我们认为无需过度悲观，首先短期市场情绪和风险偏好难免受影响，但市场中期涨跌不取决于技术水平，而是企业创造货币化盈利的能力，外部压力越大，内部宽松货币政策对冲的逻辑就越顺畅。可类比的1918大流感时期美股变动与货币增速变化高度相关，美股和日股经验同样表明货币是股市估值良好的锚，技术封锁长期看并不一定成为股市下跌根源。其次，国际合作与技术封锁对技术进步的影响在学术上尚无定论，技术封锁短期难免冲击国际合作，但中长期或有利于提升本国自主创新能力。展望后市，短期市场难免受大博弈扰动，但更多是预期内的风险落地，随着经济复苏信号增加和金融数据超预期，下半年企业盈利有望逐步恢复，通胀制约的逐步缓解也将进一步打开政策宽松的空间，“数据强、政策松”逻辑进一步得到强化。当前A股市值/M2位于2011年以来44.6%分位数，货币的锚仍然比较坚实的，若市场因中美大博弈升级出现大幅下跌，我们认为仍是价值投资者坚定买进的机会。
- ◆ 北上资金继续净流入。5月11日-5月15日北上资金净流入40.62亿元（前值+28.57亿元），净流入居前的是家电和医药；南下资金净流入97.39亿港元（前值+18.21亿港元），净流入居前的行业是食品饮料和电子元器件。AH溢价指数上涨0.96个百分点至127.97。
- ◆ 大类资产表现：十年期美债收益率环比跌7.25%，报0.64%；美元指数涨0.63%，报100.3774；人民币兑美元涨0.21%，报7.0936；伦敦现货黄金涨1.84%，WTI现货原油涨11.40%，至27.56美元/桶。
- ◆ 权益大势回顾：上证综指、上证50、沪深300、中小板指、创业板、中证500分别下跌0.93%、1.86%、1.28%、0.93%、0.04%、0.00%，恒生指数和恒生国企指数分别下跌1.79%和1.96%。从最新市盈率看，创业板指59.58倍，位于79%历史分位；中证500为31.81倍，处于57%历史分位；上证A股13.39倍，位于50%历史分位；沪深300为12.08倍，位于52%历史分位；上证50为9.22倍，位于33%历史分位。从PB来看，创业板、中证500、上证A股、沪深300、上证50最新估值所处历史分位依次是81%、18%、10%、17%、0%。
- ◆ 行业比较概览：本周电子、商贸零售和家电涨幅居前，农林牧渔和汽车跌幅较大。从PETTM分位看，低于10%的有：农林牧渔（0%）、煤炭（5%）。从PB看，银行、石油石化、纺织服装（0%）、煤炭、建筑、房地产（1%）、电力及公用事业、汽车（2%）、非银行金融（8%）低于10%分位。近1月机构调研次数最多的是珠江啤酒（15次）。
- ◆ 风险提示：疫情快速扩散；经济增速超预期下行；海外市场波动加大。

分析师

谢超（执业证书编号：S0930517100001）
010-56513031
xiechao@ebcn.com

李瑾（执业证书编号：S0930518100001）
lijin@ebcn.com

联系人

黄亚钊
021-52523815
huangyao@ebcn.com

黄凯松
021-52523813
huangkaisong@ebcn.com

1、A+H 策略前瞻

本周上证综指、中小板指、创业板指、恒生指数、恒生国企指数跌幅分别为-0.93%、-0.93%、-0.04%、-1.79%、-1.96%。A 股本周小幅调整，两市日均成交额有所减少，融资融券余额小幅提升，TMT 与消费表现较好，周期相对较弱。

北上资金继续净流入。5 月 11 日-5 月 15 日北上资金净流入 40.62 亿元（前值+28.57 亿元），净流入居前的是家电和医药；南下资金净流入 97.39 亿港元（前值+18.21 亿港元），净流入居前的行业是食品饮料和电子元器件。本周 AH 溢价指数上涨 0.96 个百分点至 127.97。

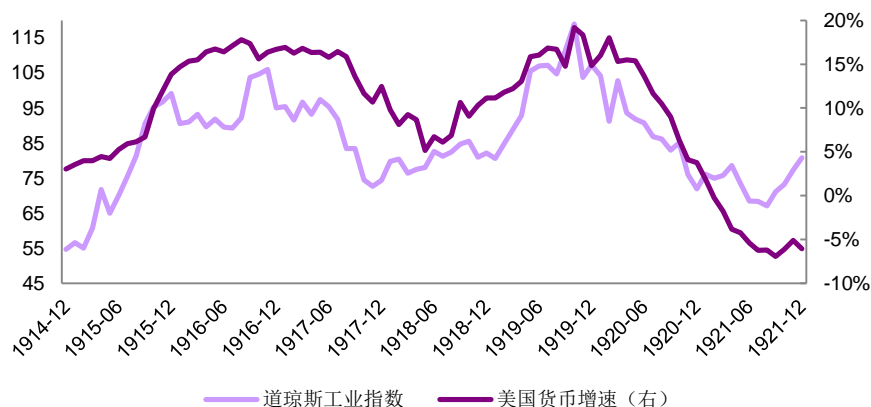
本周 A 股市场受国内数据披露和海外因素影响，在反弹至前期成交密集区附近后，出现小幅调整。本周 4 月份经济数据密集披露，经济数据复苏趋势明显，工业生产恢复较好，但需求恢复仍然较弱。4 月份工业增加值同比增长 3.9%（前值-1.1%），超出市场预期的原因与基建和地产投资提速以及赶工加速有关。投资方面，基建投资恢复明显提速，4 月单月广义基建同比增长 4.8%，1-4 月同比-8.8%，与基建项目申报和城投净融资增长相符合；房地产投资保持高景气，4 月房地产开发投资同比增长 7%（前值 1.1%），同时商品房销售面积同比也收窄至-2%，显示房地产投资和销售都具有较强韧性；制造业投资恢复仍相对较慢，4 月同比-7.5%，1-4 月同比-18.8%。消费数据的恢复略低于预期，4 月社消同比-7.5%（3 月为-15.8%），其中纺织服装、金银珠宝和餐饮恢复较慢，仍然为两位数的负增长，汽车零售已从 3 月同比-18%回升至 0。社消恢复低于预期与 3 月 CPI 同比由 4.3%降至 3.3%，均显示供应压力缓解之后，需求恢复仍然较弱。

海外方面，中美大博弈进一步升温，继前期特朗普称可能采取提高对中国关税的报复性措施，本周中美大博弈由贸易摩擦转向技术封锁。本周美国商务部正在修改一项出口管制规则，限制使用美国芯片制造设备的外国公司再向华为或海思等关联公司供应部分芯片，即代工企业在为华为生产芯片之前，都需要获得美国政府的许可证。美国本次对华为的制裁方式和技术封锁力度略超市场预期，但是从博弈的方向并不意外。自从 2018 年以来，我们一直强调中美进入大博弈阶段，大博弈是介于简单的中美贸易战和非常危险的美苏冷战之间的一种状态，所以即便是没有新冠肺炎，在今年美国大选的背景下，中美大博弈升级或国际冲突风险上升是在所难免的。而且即便是中美贸易摩擦出现缓和，美国的科技封锁也不会缓和，这是我们过去两年做策略判断的一个基本的国际背景。

不可否认本次技术封锁力度较大，但是对于 A 股市场我们认为没有必要过度悲观。首先，本次对华为的制裁短期难免对市场情绪形成扰动，尤其是引发对于电子产业链的担忧和风险偏好被压制，但是从一两个季度的维度来看，市场涨跌不取决于技术水平，更多反映的是企业创造货币化盈利的能力。从整个市场来看，美国对华为的制裁阻碍了我们的技术进步，但并不影响国内的货币供给，在外部压力越大的情况，内部采用宽松的货币政策进行对冲的逻辑就越顺畅。当前新冠疫情下国际冲突风险上升，可类比 1918 年的大流感时期，在这种情况下，货币可能是股市估值最合适的锚，从 100 年前“一战”叠加疫情的动荡局势下看美股市场，股市的变动与货币增速变化高度相关。而且从和平年代的美国和日本股市看，股市的市值/M2 仍然长期围绕着

均值在一倍标准差的区间上下波动，同样说明了货币是股市估值良好的锚，从货币的角度，技术封锁从长期看并不一定成为股市下跌的根源。

图 1：美国货币总量的变动及道琼斯工业平均指数



资料来源：wind，《美国货币史》、弗里德曼著；货币总量=公众持有通货+商业银行存款总额+互助储蓄银行存款+邮政储蓄体系存款。

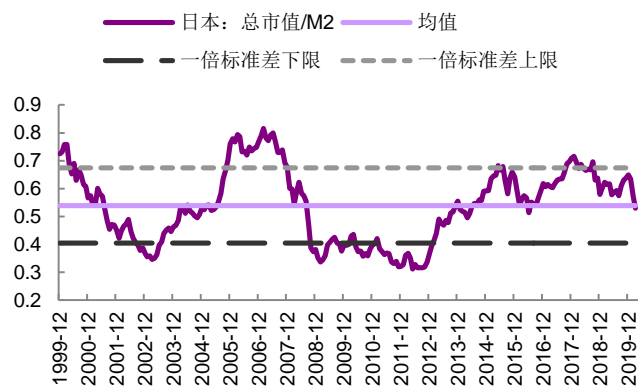
其次，究竟国际合作还是技术封锁有利于技术进步，在学术上尚没有定论，良好的国际合作虽然有利于发挥学习效应，学习别国的先进技术，但却降低了本国产业通过自主创新赶超他国的意愿和能力，这种过度依赖他国技术带来的弊端在我国的部分产业已有所体现。虽然技术封锁短期将难免对国际合作产生冲击，但从中长期看或许有利于提升本国技术上的自主创新能力，在科技领域具有国产替代能力的企业将长期受益。

图 2：美股市值/M2 指标



资料来源：wind、光大证券研究所；截至 2020 年 3 月

图 3：日本股市市值/M2 指标



资料来源：wind、光大证券研究所；截至 2020 年 3 月

展望后市，股市短期是投票器，长期是称重机，大博弈升级短期难免影响市场的风险偏好，本周市场相对低迷实际上也是打进了一定的预期，本次对华为的封锁属于预期内的风险落地，从长期看股市称的是企业创造货币化盈利的能力。四月的经济数据显示经济复苏正在进行中，进入五月以来，六大发电集团日均煤耗量已高于去年同期，大城市的经济活动也在逐渐恢复，高频消费数据同样显示内需恢复动力较强。最新公布的金融数据看，4 月 M2 同比增长 11.1%（前值 10.1%），社融存量同比增长 12%（前值 11.5%），

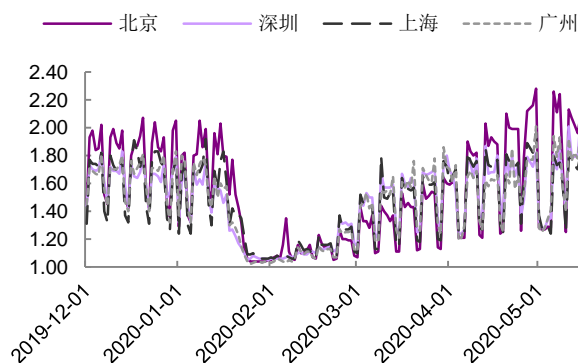
商业银行总资产同比增长 10.78%（前值 9.77%），相比 3 月处于继续改善的状态。由于企业盈利是一种货币现象，融资需求恢复以及货币的增加，大概率将反映在下半年企业盈利的恢复上。另一方面，从 4 月份 CPI 和 PPI 的大幅下降看，前期因疫情隔离对供给造成的约束正在逐步恢复，通胀压力已得到较好的缓解，将进一步打开政策宽松的空间，“数据强、政策松”的逻辑进一步得到强化。截止 5 月 14 日，A 股市值/M2 位于 2011 年以来 44.6% 的分位数，当前货币的锚仍然比较坚实的，伴随四大变数的逐步兑现，若市场因中美大博弈升级出现大幅下跌，我们仍认为是价值投资者比较好的坚定买进的机会。

图 4：六大发电集团煤耗量高于去年同期



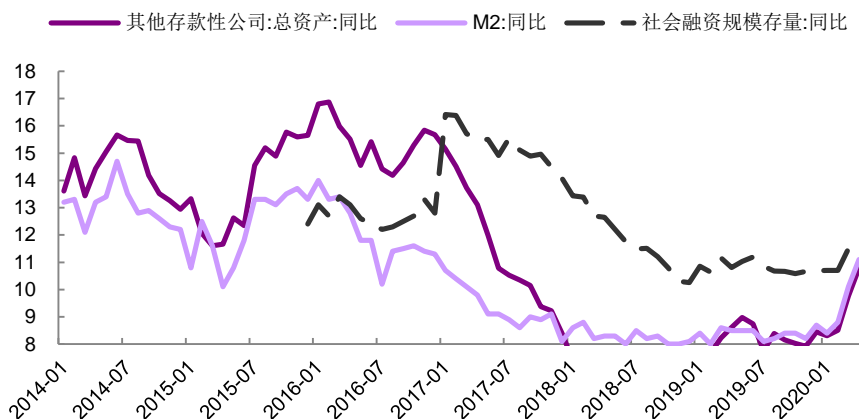
资料来源：wind，光大证券研究所，截止 5 月 15 日

图 5：拥堵延时指数显示经济活动逐步恢复正常



资料来源：wind，光大证券研究所，截止 5 月 15 日

图 6：国内金融数据大幅改善

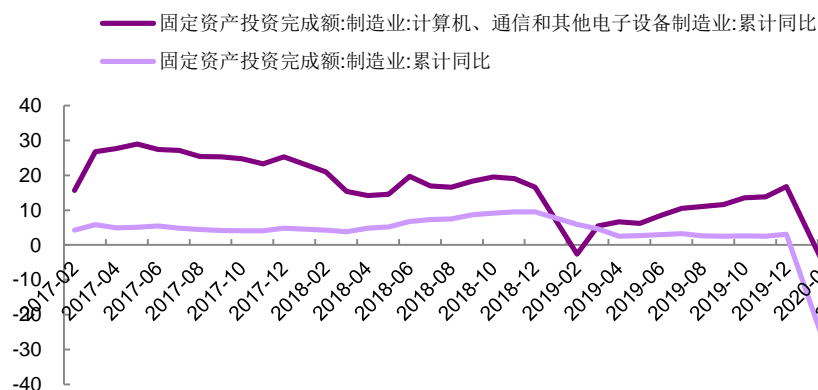


资料来源：wind，光大证券研究所，截止 2020 年 4 月

配置上，结合当前的行业景气度和近期系列稳内需政策，我们的建议如下：（1）重点关注作为逆周期抓手的纯内需标的，基建投资与汽车是启动冰封经济的相对可靠的抓手，关注新老基建、汽车和地产，老基建中重点关注建材、化工、机械等部分中游产品。（2）自上而下看，市场风险溢价已有见顶迹象，后期政策取向仍将偏松，科技股最差的时期已经过去（详见 5 月 12 日报告《从政策经济周期看科创最差时候已过去》）；自下而上看，计算机、通信和其他电子设备固定资产投资同比增速 4 月已转正，恢复力度

明显强于整个制造业，后期仍将成为重点关注板块，短期可关注半导体产业链等卡脖子领域的国产替代逻辑。（3）必需消费估值已在历史高位，性价比有所下降，随着各类稳消费措施逐渐出台，数据显示可选消费在逐步复苏，后期可选消费或有更大的收益空间。

图 7：计算机、通信和其他电子设备固定资产投资恢复好于制造业



资料来源：wind，光大证券研究所，截止 2020 年 4 月

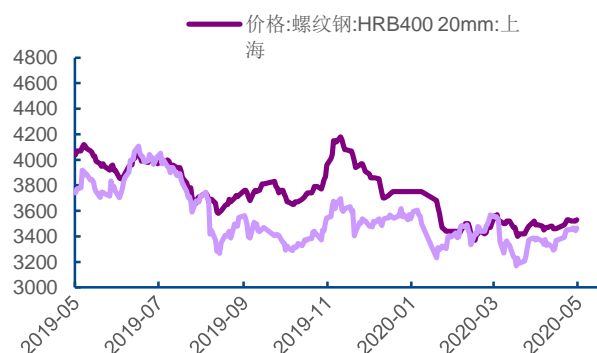
2、大势判断

2.1、周期跟踪

截至本周，黑色系方面，秦皇岛 5500 大卡动力煤为 486 元/吨（前值 464 元/吨），螺纹钢现货为 3530 元/吨（前值 3530 元/吨），热卷为 3530 元/吨（前值 3460 元/吨）。全国 35 个地区螺纹钢库存下降，最新为 893.20 万吨（前值 949.22 万吨）；主要建筑钢材生产企业螺纹钢库存 331.36 万吨（前值 367.92 万吨）。

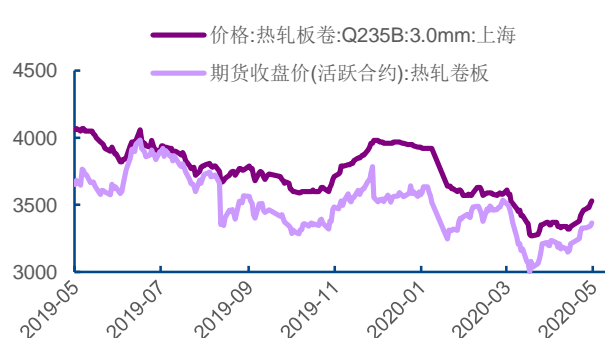
化工大宗商品方面，PVC 华东库存为 31.77 万吨（前值 32.47 万吨），华南库存为 16.70 万吨（前值 16.80 万吨）。PE 库存为 35.87 万吨（前值 37.08 万吨）。PP 库存为 50.13 万吨（前值 51.42 万吨）。

图 8：螺纹钢(元/吨)



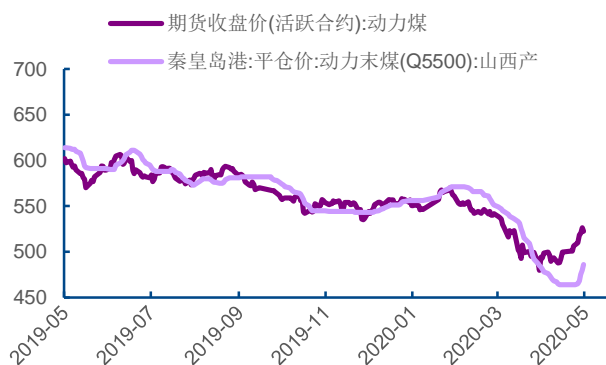
资料来源：wind,光大证券研究所

图 9：热卷(元/吨)



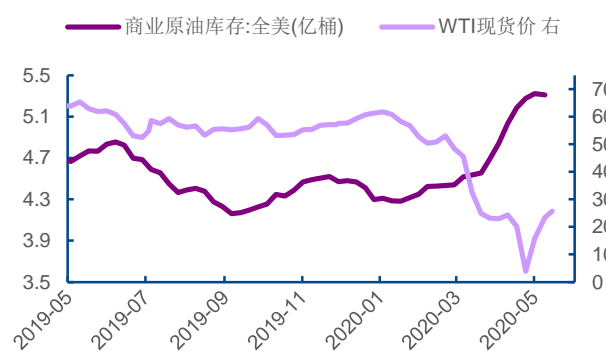
资料来源：wind,光大证券研究所

图 10: 动力煤价格走势 (元/吨)



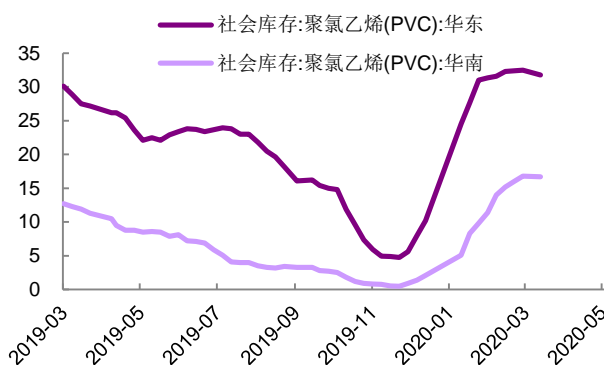
资料来源: wind,光大证券研究所

图 11: 美国商业原油库存与 WTI 油价 (美元/桶, 右)



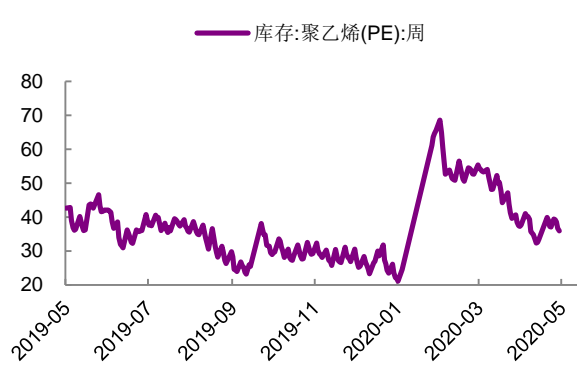
资料来源: wind,光大证券研究所

图 12: PVC 库存 (万吨) 走势



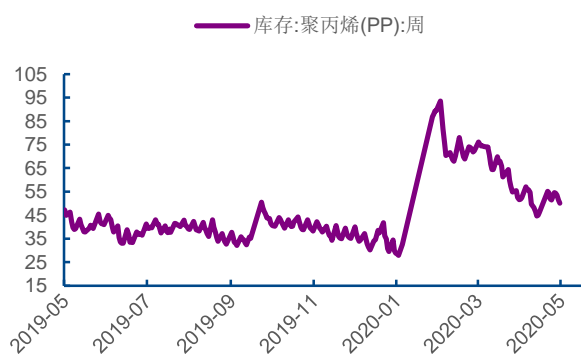
资料来源: wind,光大证券研究所

图 13: PE 库存 (万吨) 走势



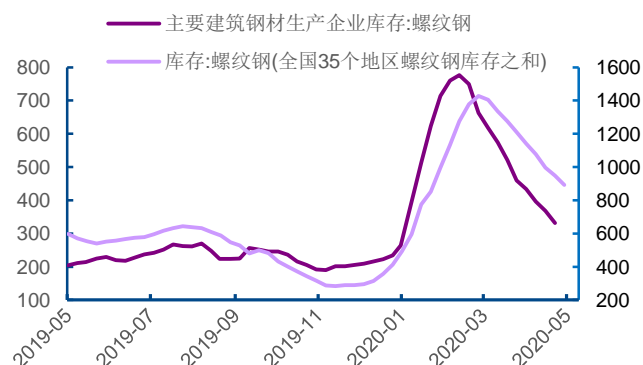
资料来源: wind,光大证券研究所

图 14: PP 库存 (万吨) 走势



资料来源: wind,光大证券研究所

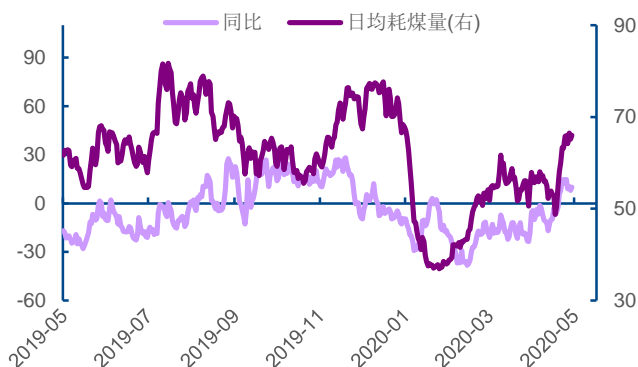
图 15: 螺纹钢库存走势 (万吨)



资料来源: wind,光大证券研究所

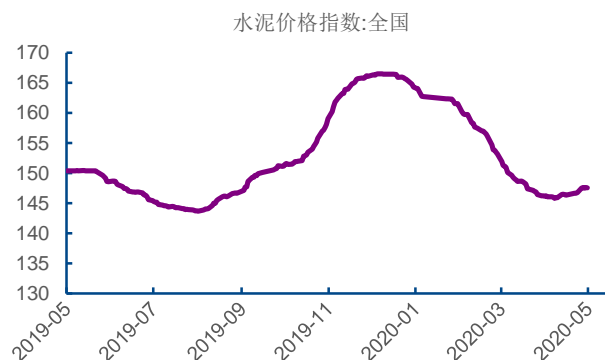
工业生产方面，截至本周五，六大发电集团日均耗煤量 65.99 万吨（前值 63.32 万吨）；水泥价格指数继续反弹，收于 147.56 点（前值 146.74 点）。截至本周五，唐山钢厂开工率持续上升，为 83.33%（前值 82.54%），全国高炉开工率上升，为 70.44%（前值 69.75%）。

图 16: 六大发电集团日均耗煤(万吨)与增速(%)



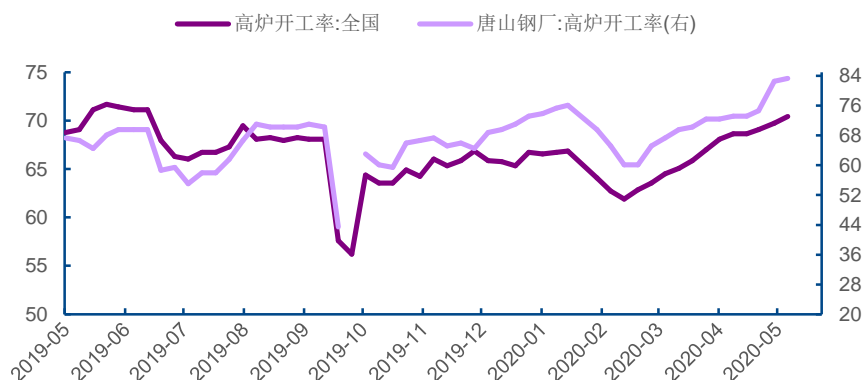
资料来源: wind,光大证券研究所

图 17: 水泥价格指数: 全国



资料来源: wind,光大证券研究所

图 18: 高炉开工率(%)



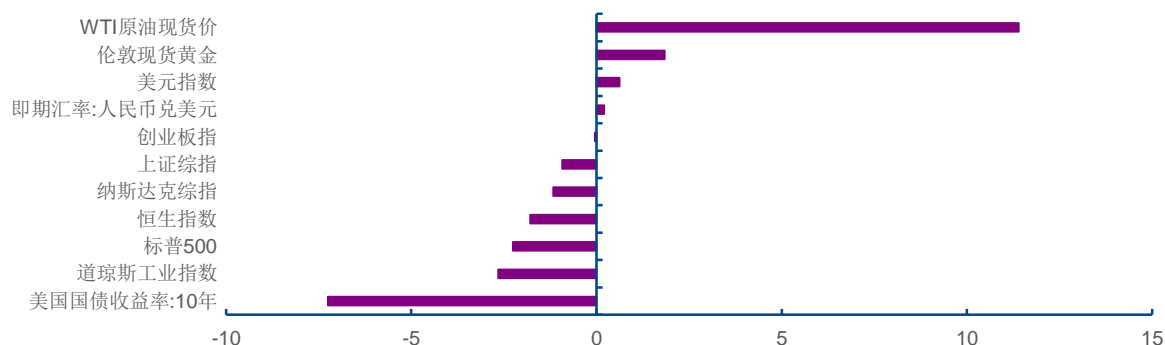
资料来源: wind,光大证券研究所

2.2、大类资产

股市方面，本周美股、A股、港股均小幅下跌。美股方面，纳斯达克指数下跌1.17%（前值上涨6.00%），标普500指数下跌2.26%（前值上涨3.50%），道琼斯工业指数下跌2.65%（前值上涨2.56%）。A股方面，本周创业板指下跌0.04%（前值上涨2.70%），上证综指下跌0.93%（前值上涨1.23%）。港股方面，恒生指数下跌1.79%（前值下跌1.68%）。

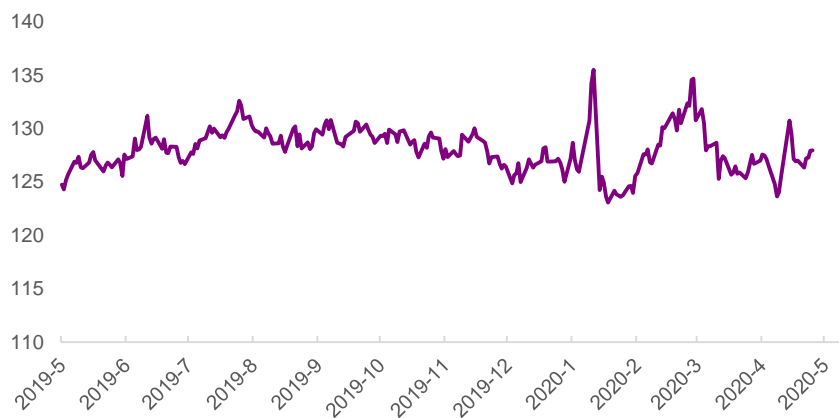
其他大类资产方面，十年期美债收益率环比下跌7.25%，报0.640%；美元指数上涨0.63%，报100.3774；人民币兑美元上涨0.21%，报7.0936；伦敦现货黄金上涨1.84%，WTI现货原油上涨11.40%，至27.56美元/桶。

图 19：大类资产表现：一周涨跌幅（%）



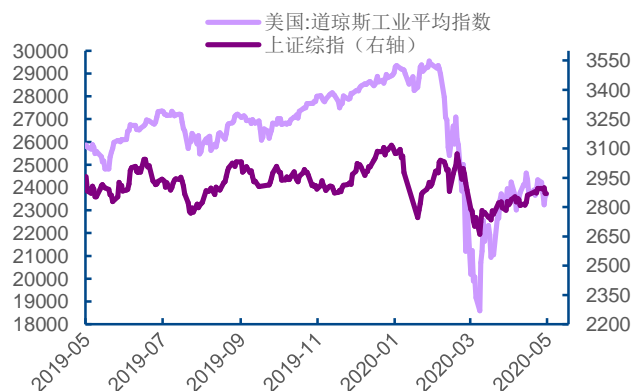
资料来源：wind,光大证券研究所

图 20：恒生沪深港通 AH 股溢价指数



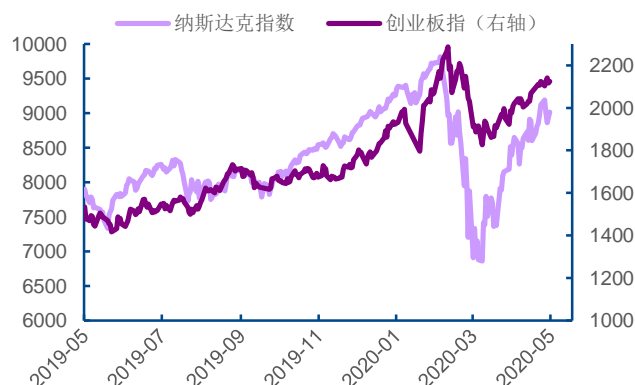
资料来源：wind,光大证券研究所

图 21：美股及上证指数走势



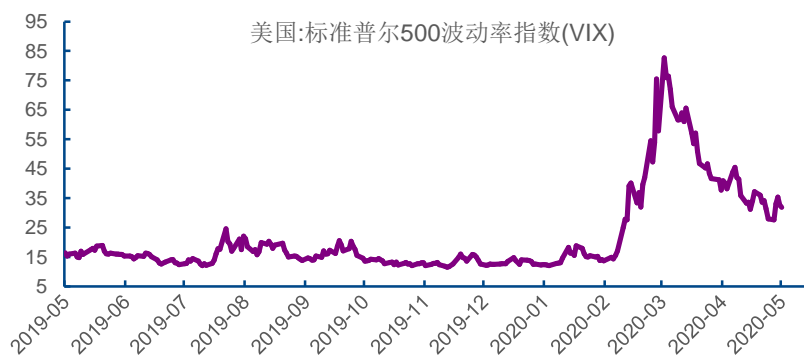
资料来源：wind,光大证券研究所

图 22：纳斯达克及创业板走势



资料来源：wind,光大证券研究所

图 23: 市场波动率指数 (VIX)

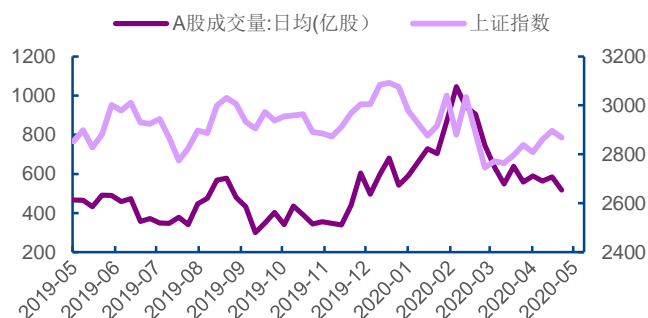


资料来源: wind, 光大证券研究所

2.3、权益大势

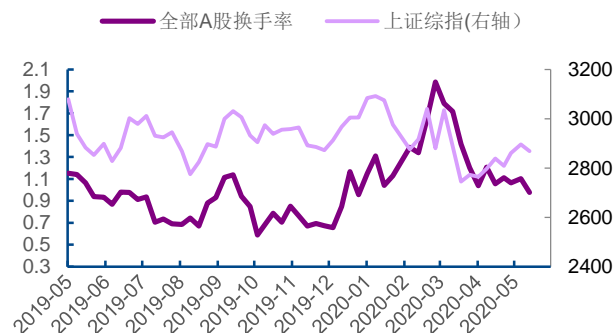
本周 A 股日均成交量 518.06 亿股 (前值 584.15 亿股), 日均换手率为 0.98% (前值 1.10%)。分板块来看, 上证 50 日均成交额下跌 108.99 亿元, 中证 500 日均成交额下跌 210.29 亿元, 沪深 300 日均成交额下跌 320.97 亿元, 创业板指日均成交额下跌 92.58 亿元。

图 24: A 股日均成交量 (亿股)



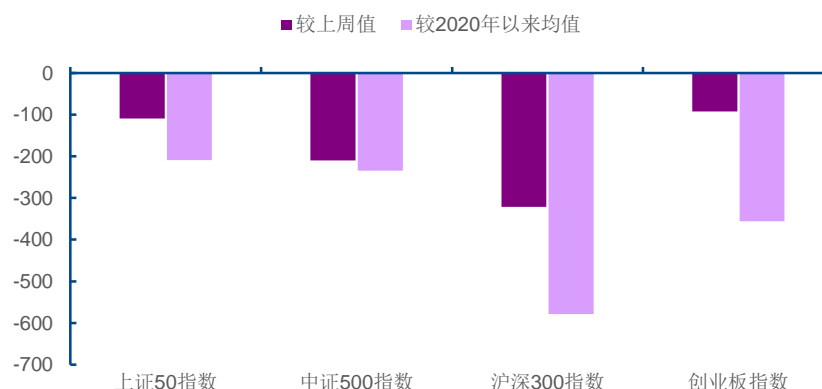
资料来源: wind, 光大证券研究所

图 25: A 股日均换手率 (整体法, %)



资料来源: wind, 光大证券研究所

图 26: 各板块成交额 (亿元) 行情

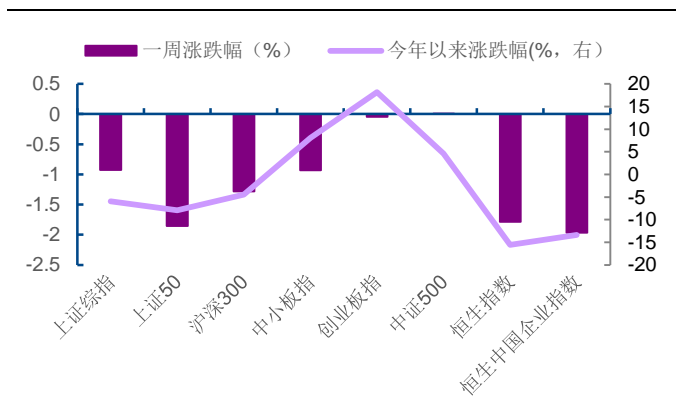


资料来源: wind, 光大证券研究所

从指数上看,本周上证综指下跌 0.93%,上证 50 下跌 1.86%,沪深 300 下跌 1.28%,中小板指下跌 0.93%,创业板下跌 0.04%,中证 500 下跌 0.00%,恒生指数下跌 1.79%,恒生中国企业指数下跌 1.96%。

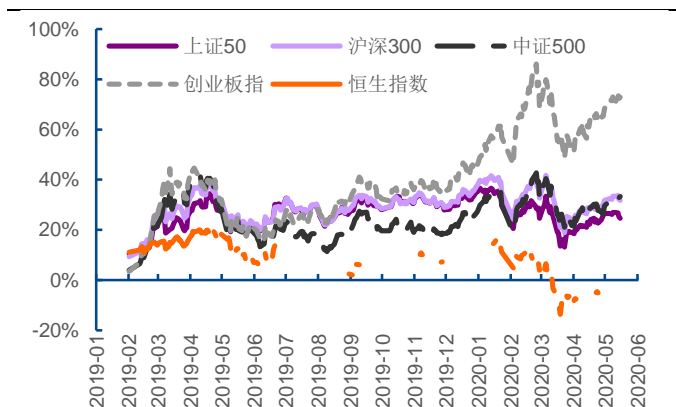
从最新市盈率看,创业板指 59.58 倍,位于 79%历史分位;中证 500 为 31.81 倍,处于 57%历史分位;上证 A 股 13.51 倍,位于 50%历史分位;沪深 300 为 12.08 倍,位于 52%历史分位;上证 50 为 9.22 倍,位于 33%历史分位。从 PB 来看,创业板、中证 500、上证 A 股、沪深 300、上证 50 最新估值所处历史分位依次是 81%、18%、10%、17%、0%。

图 27: 主要指数一周表现



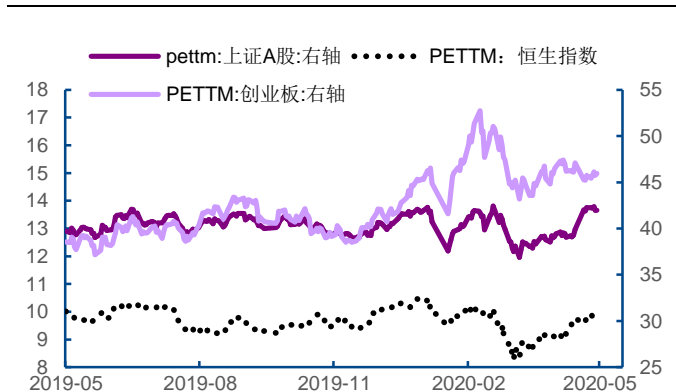
资料来源: wind,光大证券研究所

图 28: 主要指数 2019 年以来累计涨幅



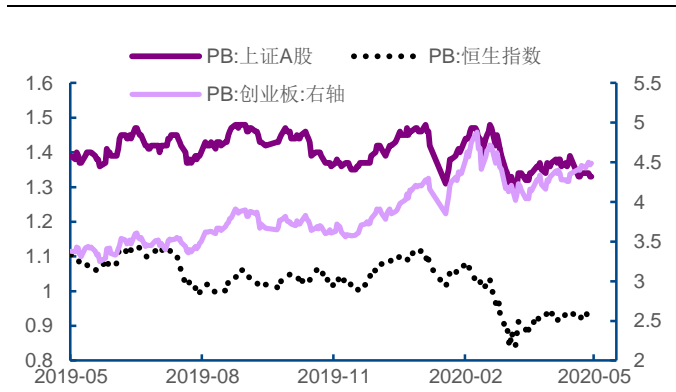
资料来源: wind,光大证券研究所

图 29: 上证 A 股、创业板和恒生指数市盈率



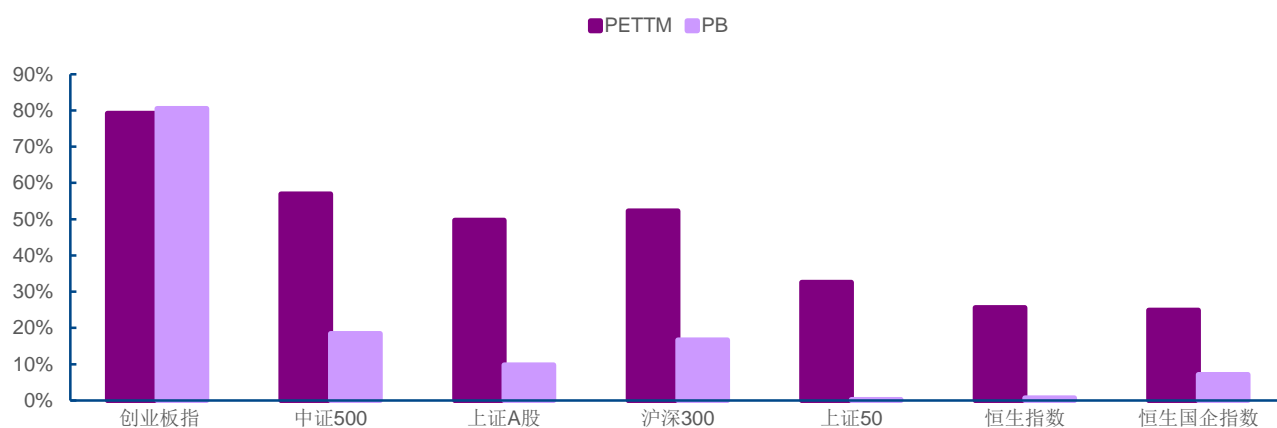
资料来源: wind,光大证券研究所

图 30: 上证 A 股、创业板和恒生指数市净率



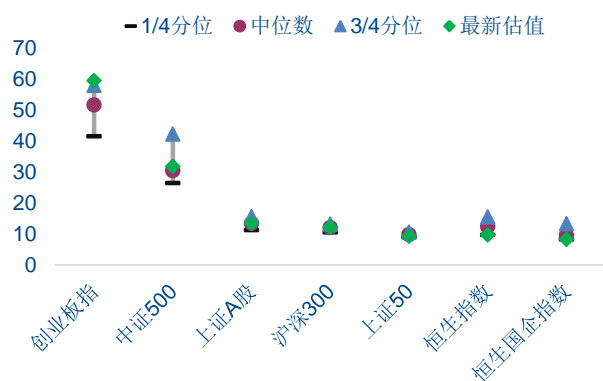
资料来源: wind,光大证券研究所

图 31：主要指数最新估值所属历史分位



资料来源：wind,光大证券研究所，注：A股为2012Q4至今，港股为2002年至今

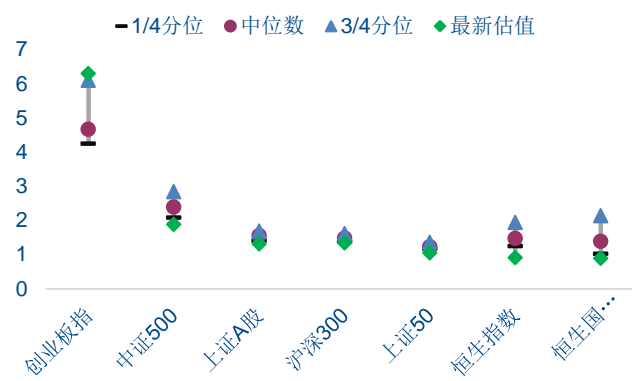
图 32：主要指数 PETTM



资料来源：wind,光大证券研究所

注：A股为2012Q4至今，港股为2002年至今

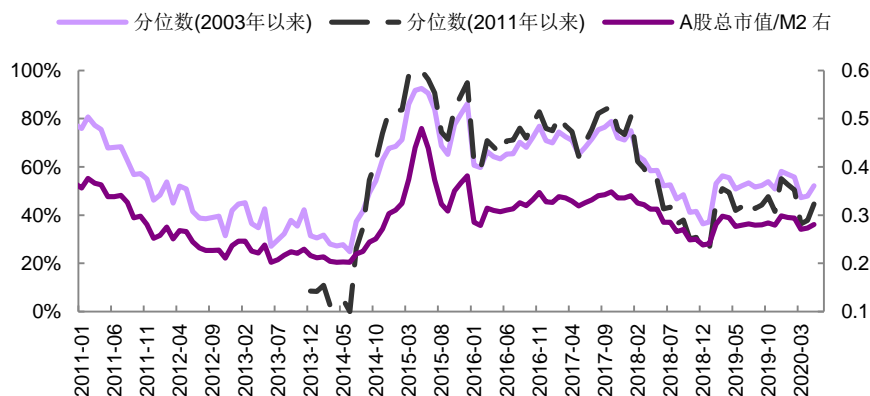
图 33：主要指数 PB



资料来源：wind,光大证券研究所

注：A股为2012Q4至今，港股为2002年至今

图 34：A股总市值/M2 位于 2011 年以来 44.6%分位



资料来源：wind,光大证券研究所

注：截止2020年5月14日

3、行业比较

分行业看，本周中信一级行业上涨最多的行业是电子、商贸零售和家电；而下跌最多的行业是农林牧渔、汽车和建筑。2020 年以来，中信一级行业涨幅前五分别是医药、计算机、电子、农林牧渔和国防军工；2020 年以来涨幅后五分别是石油石化、煤炭、银行、非银行金融和交通运输。

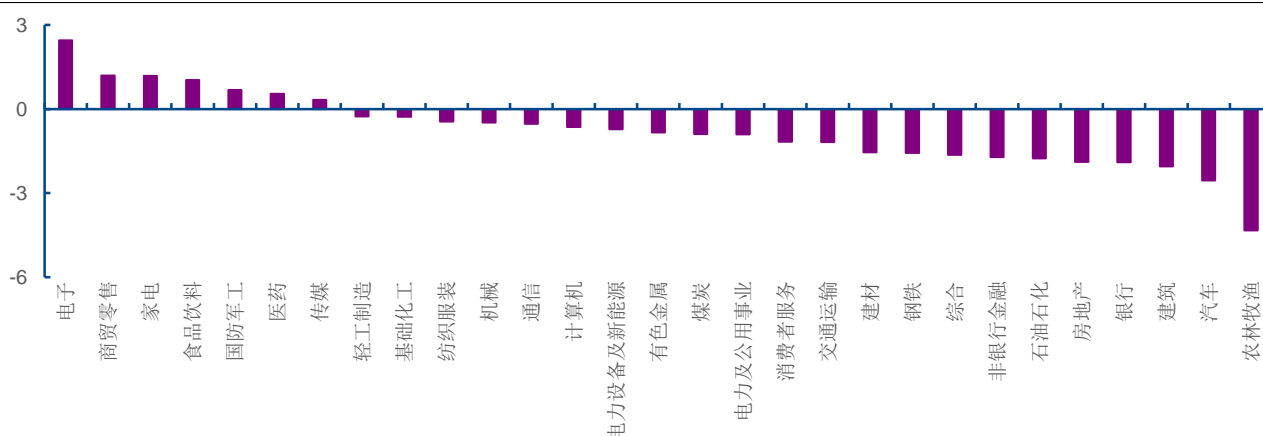
本周重要股东二级市场净减持 95.78 亿元，净增持最多的行业为交通运输（1.07 亿元）、商贸零售（0.18 亿元）、消费者服务（0.10 亿元）；净减持最多行业为医药（-26.21 亿元）、房地产（-19.21 亿元）、传媒（-10.99 亿元）。本周增持比例最高的前五个股分别是 ST 鼎龙、乐歌股份、中环装备、华统股份、青岛双星，减持比例最高的前五个股分别是金科股份、中科信息、汉缆股份、金城医学、力盛赛车。

本周陆股通净流入 40.62 亿元（前值净流入 28.57 亿元），从十大活跃个股所属行业看，净买入最多的行业为家电（+21.02 亿元）和医药（+12.96 亿元）；净卖出最多的行业是农林牧渔（-6.25 亿）和非银行金融（-4.59 亿）。

2020 年 4 月 16 日至 2020 年 5 月 15 日，机构（含证券公司、基金公司、保险及保险资管、私募、其他）共调研上市公司 510 家，机构调研公司数量最多的前五个行业分别是电子、医药、机械、计算机、食品饮料；调研公司数量最少的行业是综合、消费者服务；近一月机构调研总次数最多的公司是珠江啤酒（15 次）。

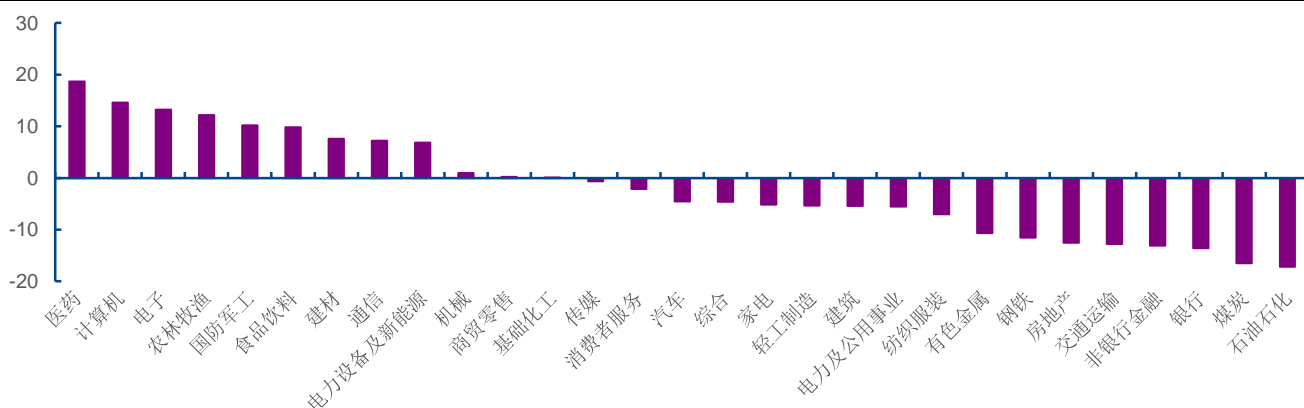
截至 2020 年 5 月 15 日，从 PETTM 历史分位来看，低于 10%分位的行业有：农林牧渔（0%）、煤炭（5%）。从 PB 角度来看，银行（0%）、石油石化（0%）、纺织服装（0%）、煤炭（1%）、建筑（1%）、房地产（1%）、电力及公用事业（2%）、汽车（2%）、非银行金融（8%）低于历史 10%分位数。从 PS 角度来看，纺织服装（0%）、房地产（1%）、石油石化（2%）、煤炭（2%）、有色金属（9%）低于历史 10%分位数。

图 35：行业一周涨跌幅（%）



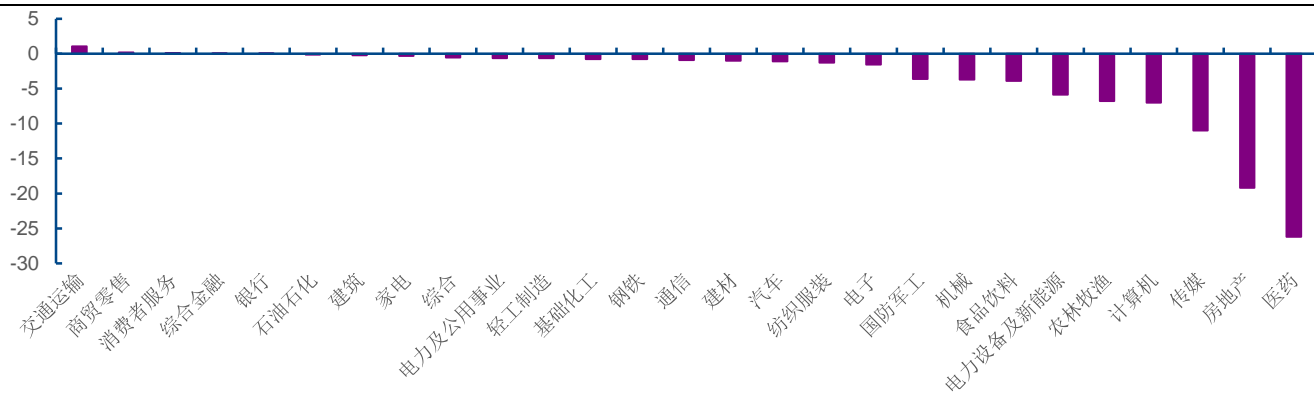
资料来源：wind,光大证券研究所

图 36：中信一级行业 2020 年以来涨跌幅(%)



资料来源：wind,光大证券研究所

图 37：二级市场重要股东增减持行业分布（单位：亿元）



资料来源：wind,光大证券研究所

表 1：增持比例最高的个股

代码	简称	行业	市值(亿元、20200515)	PE (TTM、20200515)	重要股东增持数量(万股、20200511~20200515)	增持数量占流通股比重(%)
002502.SZ	*ST 鼎龙	传媒	25.02	-3.16	1773.55	2.34
300729.SZ	乐歌股份	轻工制造	20.24	30.34	33.72	1.34
300140.SZ	中环装备	电力设备及新能源	40.29	-96.70	503.75	1.33
002840.SZ	华统股份	食品饮料	45.57	35.50	358.03	1.32
000599.SZ	青岛双星	基础化工	33.06	-9.58	1000.00	1.30
002517.SZ	恺英网络	传媒	63.07	-3.30	2044.82	1.28
300145.SZ	中金环境	机械	62.32	-60.85	2232.78	1.27
600989.SH	宝丰能源	基础化工	672.47	18.66	839.46	1.14
002072.SZ	*ST 凯瑞	计算机	9.80	67.13	189.98	1.08
000571.SZ	*ST 大洲	综合	22.63	-3.67	824.07	1.02

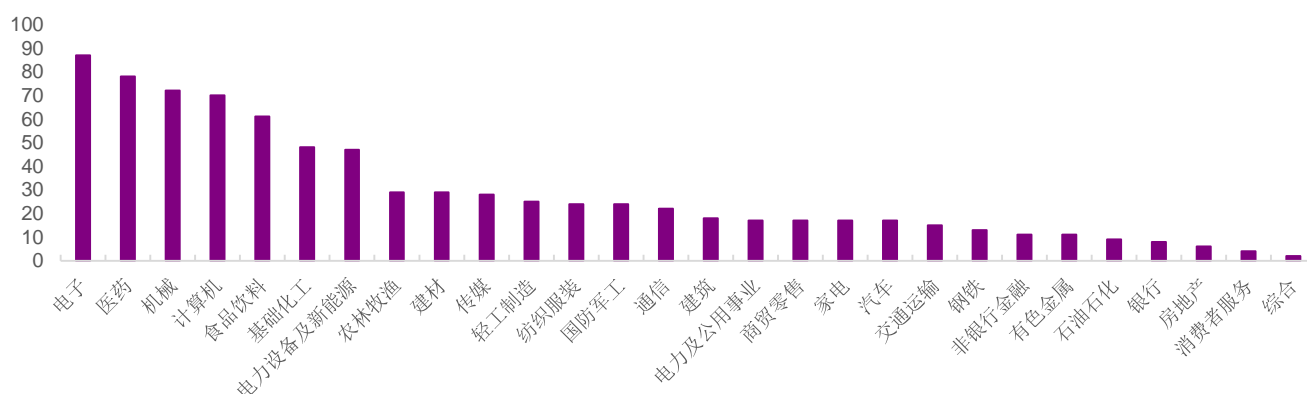
资料来源：wind,光大证券研究所

表 2：减持比例最高的个股

代码	简称	行业	市值(亿元、20200515)	PE (TTM、20200515)	重要股东减持数量(万股、20200511~20200515)	减持数量占流通股比重(%)
000656.SZ	金科股份	房地产	428.25	7.36	755	5.33
300678.SZ	中科信息	计算机	41.08	115.23	3103	5.28
002498.SZ	汉缆股份	电力设备及新能源	186.63	40.38	26699	5.09
603882.SH	金城医学	医药	322.12	78.97	300	4.41
002858.SZ	力盛赛车	传媒	15.60	60.18	812	4.04
601606.SH	长城军工	国防军工	92.48	87.71	2264	4.01
002299.SZ	圣农发展	农林牧渔	324.89	7.85	1910	3.46
600520.SH	文一科技	机械	12.10	-18.18	2020	3.34
300751.SZ	迈为股份	机械	101.55	40.81	276	2.96
603883.SH	老百姓	医药	219.65	40.27	130	2.83

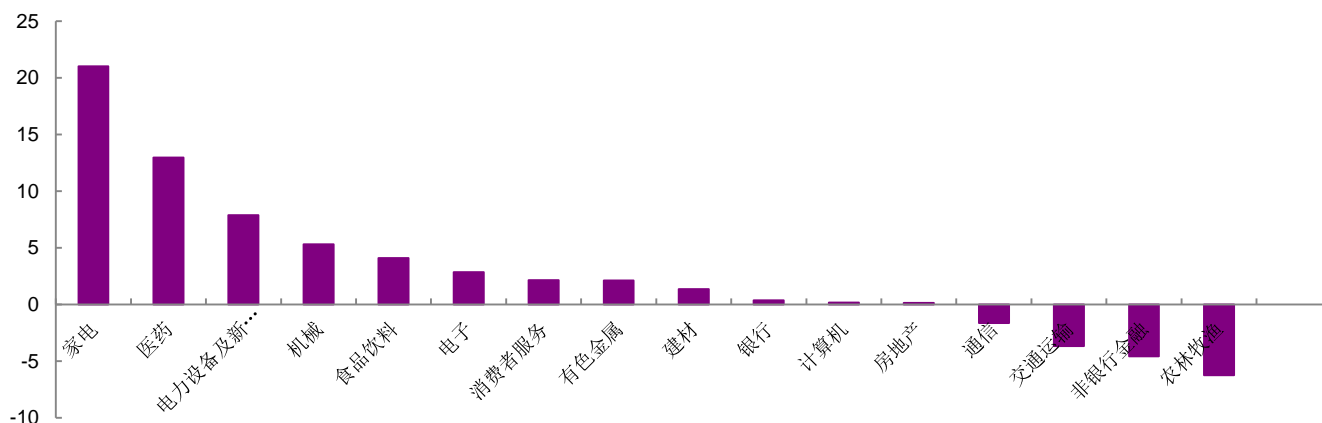
资料来源：wind,光大证券研究所

图 38：中信一级行业机构调研公司次数（2020 年 4 月 16 日至 2020 年 5 月 15 日）



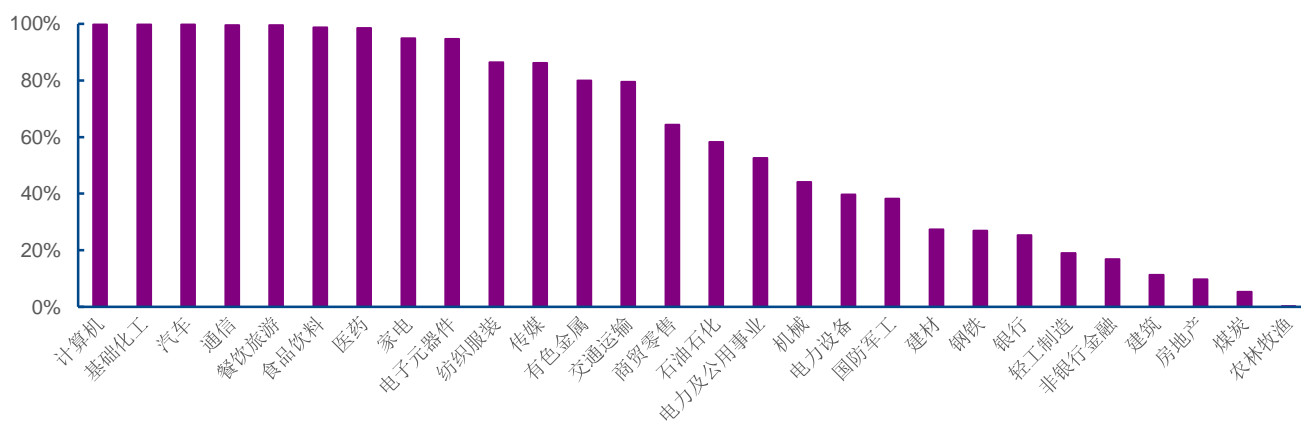
资料来源：wind,光大证券研究所

图 39：陆股通前十大活跃个股分行业净买入金额（单位：亿元）



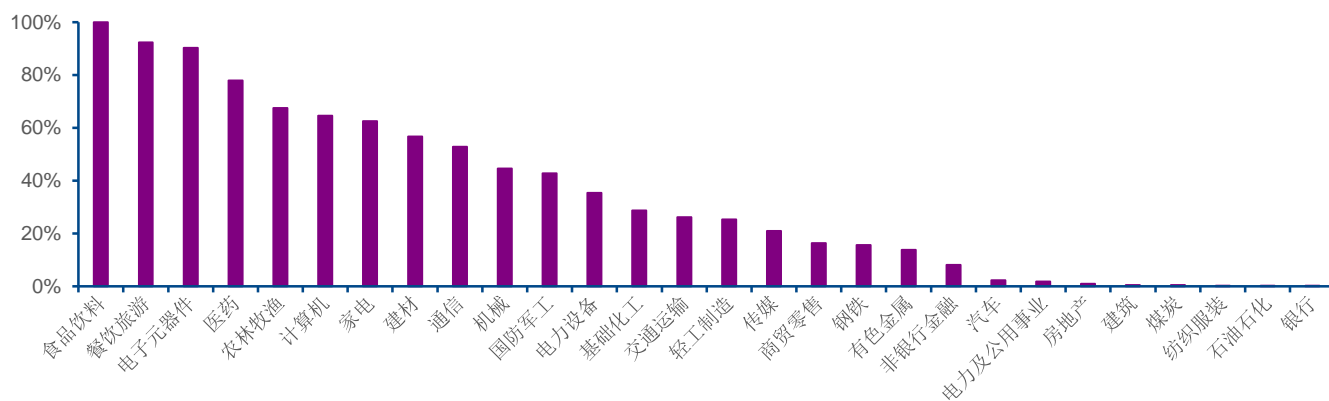
资料来源：wind,光大证券研究所

图 40：中信一级行业最新 PETTM 所属分位



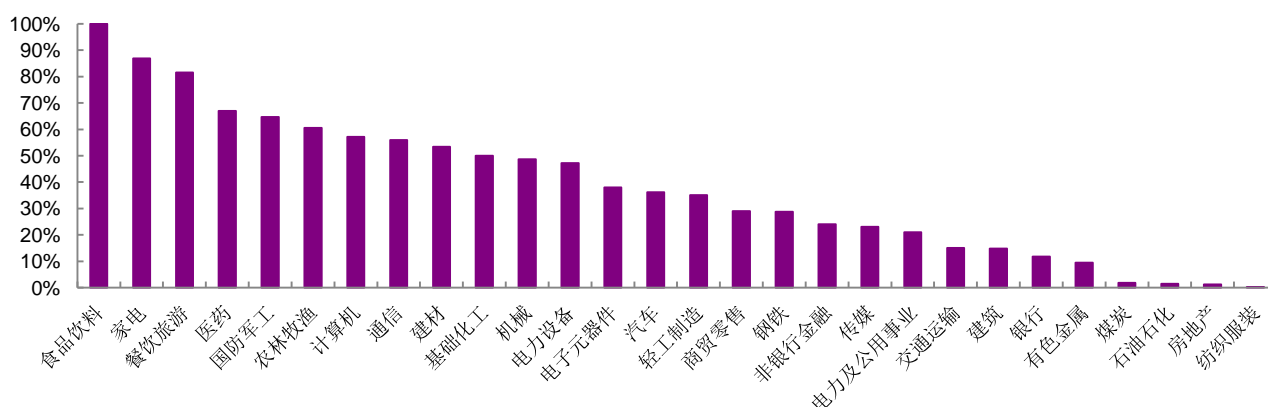
资料来源：wind,光大证券研究所,说明：时间跨度为 2012 年 10 月至今

图 41：中信一级行业最新 PB 所属分位



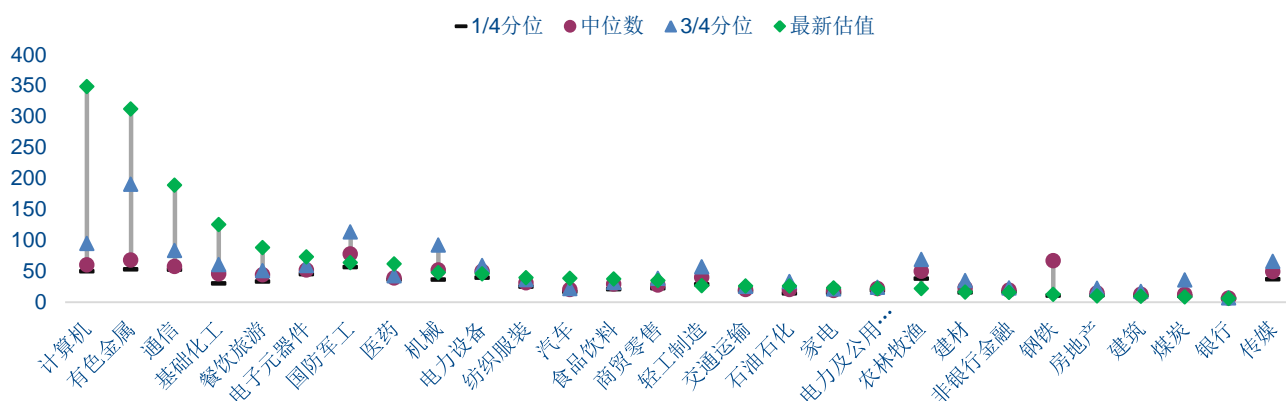
资料来源：wind,光大证券研究所,说明：时间跨度为 2012 年 10 月至今

图 42：中信一级行业最新 PS 所属分位



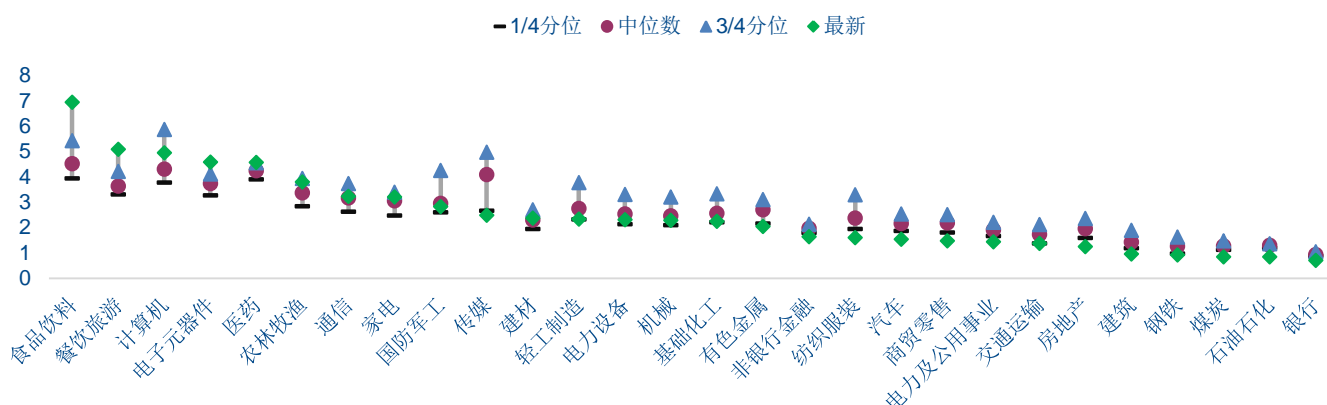
资料来源：wind,光大证券研究所。说明：时间跨度为 2012 年 10 月至今

图 43：中信一级行业最新 PETTM



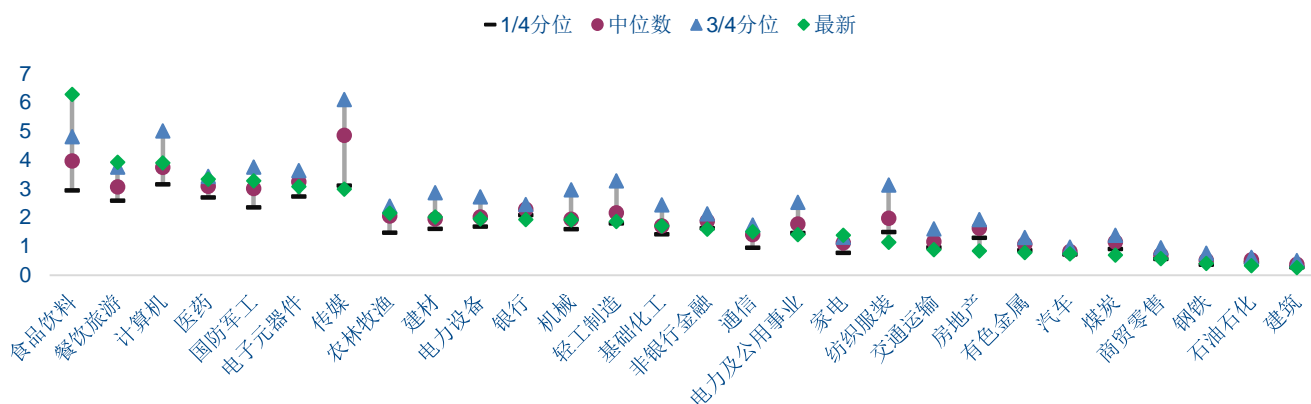
资料来源：wind,光大证券研究所,说明：时间跨度为 2012 年 10 月至今

图 44：中信一级行业最新 PB



资料来源：wind,光大证券研究所,说明：时间跨度为 2012 年 10 月至今

图 45：中信一级行业最新 PS



资料来源：wind,光大证券研究所,说明：时间跨度为 2012 年 10 月至今

4、未来一周须知

表 3：未来一周须知

日期	国家	数据名称
2020-05-18	中国	4 月国家统计局发布大中城市住宅销售价格报告
2020-05-18	日本	第一季度 GDP（初值）：环比：季调（%）
2020-05-18	日本	第一季度 GDP（初值）：同比（%）
2020-05-18	日本	第一季度 GDP（初值）：十亿日元
2020-05-19	德国	5 月 ZEW 经济景气指数
2020-05-19	德国	5 月 ZEW 经济现状指数
2020-05-19	欧盟	5 月欧元区：ZEW 经济景气指数
2020-05-19	美国	4 月新屋开工：私人住宅（千套）
2020-05-20	英国	4 月 CPI：环比（%）
2020-05-20	英国	4 月核心 CPI：环比（%）
2020-05-20	欧盟	4 月欧盟 CPI：同比（%）
2020-05-20	欧盟	4 月欧元区 CPI：环比（%）
2020-05-20	欧盟	4 月欧元区 CPI：同比（%）
2020-05-21	美国	5 月 16 日当周初次申请失业金人数：季调（人）
2020-05-21	美国	5 月美联储公布会议纪要
2020-05-22	日本	4 月 CPI（剔除食品）：环比（%）
2020-05-22	日本	4 月 CPI：环比（%）
2020-05-22	法国	5 月制造业 PMI（初值）
2020-05-22	德国	5 月制造业 PMI（初值）
2020-05-22	欧盟	5 月欧元区：制造业 PMI（初值）

资料来源：wind,光大证券研究所

5、风险提示

1、疫情快速扩散；2、经济增速超预期下行；3、海外市场波动加大。

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上；
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。

基准指数说明：A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与、不与、也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

联系我们

上海	北京	深圳
静安区南京西路 1266 号恒隆广场 1 号 写字楼 48 层	西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层 复兴门外大街 6 号光大大厦 17 层	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼