

6 月金股组合

股票代码	股票名称
601818.SH	光大银行
601318.SH	中国平安
300751.SZ	迈为股份
002250.SZ	联化科技
002371.SZ	北方华创
600699.SH	均胜电子
000739.SZ	普洛药业
600887.SH	伊利股份
600966.SH	博汇纸业

市场指数

指数名称	收盘价	涨跌%
上证综指	2944	(0.42)
深证成指	11336	0.46
沪深 300	4040	(0.18)
中小板指	7440	0.71
创业板指	2202	0.94

行业表现（申万一级）

指数名称	涨跌%	指数名称	涨跌%
公用事业	1.81	休闲服务	(1.67)
医药生物	1.62	非银金融	(1.00)
电子	0.79	采掘	(0.95)
纺织服装	0.75	汽车	(0.85)
农林牧渔	0.52	轻工制造	(0.76)

资料来源：万得，中银证券

*

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

产品组

孙昭杨
(8610)66229345
zhaoyang.sun@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号：S1300515100001

晨会聚焦-20200611

■重点关注

【宏观】市场对政策的三个预期差:这次不一样*朱启兵 管涛 刘立品.今年全国两会召开之前，市场对于加大宏观政策对冲力度，拉动投资、稳定增长曾有较多期待。然而，从政府工作报告看，市场对政策存在三个预期差。预期差一：高估了扩张的惯性，低估了政策的定力。当前全球疫情和经贸形势不确定性很大，政府工作报告没有设定经济增速具体目标，体现了坚持推动经济高质量发展的政策定力，保留了应对复杂严峻形势的政策余地。预期差二：高估了投资的角色，低估了就业的地位。与 2008 年金融危机时期的应对政策不同，当前经济政策对于基建投资的支持力度明显减弱，政府工作报告突出强调了稳就业保民生。预期差三：高估了刺激的冲动，低估了改革的决心。政府工作报告提出多项改革措施，但由于改革措施需要慢工出细活，而市场更关注短期政策的对冲力度，导致了市场与政策之间的预期差。

【宏观】5 月金融数据点评:宽信用要靠金融渠道*张晓娇 朱启兵。5 月金融数据继续超预期；M1 同比增速加速上行；关注居民的大宗消费倾向和企业的现金偏好，可能拖累需求恢复速度。5 月新增社融 3.19 万亿元，其中新增人民币贷款 1.55 万亿元，新增政府债券 1.14 万亿元。社融存量结构方面，5 月与 4 月相比，政府债占比上升 0.2 个百分点，占比小幅下降的是人民币贷款和委托贷款；与去年同期相比，企业债占比上升 0.6 个百分点，政府债占比上升 0.6 个百分点，人民币贷款占比上升 0.4 个百分点。人民币贷款和政府债券的结构此消彼长，企业债占比稳定上升。5 月 M2 同比增长 11.1%，M1 同比增长 6.8%，M0 同比增长 9.5%。M0 的增速已经持续下行第三个月，下行幅度继续小幅加大，受此影响，5 月 M2 同比增速持平，但 M1 增速在 5 月加速上行，意味着企业层面流动性边际继续改善。

【宏观】5 月通胀点评:需求的恢复不如供给，关注工业企业库存*张晓娇 朱启兵。食品价格继续带动 CPI 回落；PPI 生产资料价格表现好于生活资料。5 月 CPI 环比-0.8%，较 4 月降幅缩小 0.1 个百分点；5 月 CPI 同比增长 2.4%，较 4 月增速下行 0.9 个百分点，其中去年价格变动的翘尾影响约为 3.2 个百分点，新涨价影响约为-0.8 个百分点。从环比看，食品价格下降 3.5%，影响 CPI 下降约 0.78 个百分点，是带动 CPI 下降的最主要因素。5 月消费品中存在部分季节性因素导致的价格波动，如气温升高消费进入淡季，休渔期来临水产品供应减少，夏装新款上市服装价格上涨等，中类当中 5 月同比涨幅较 4 月上行的行业有所增加，特别是服务类上升明显。参考海外新冠疫情对通胀的影响，预计国内通胀将继续明显走低。国内随着经济稳步恢复，5 月服务性消费已经出现回暖迹象，但其他消费依然较疲弱，特别是租房价格继续环比负增长，我们认为居民需求恢复正常需要等待收入增速回升和失业率下降，在需求持续疲弱的情况下，通胀将持续走低。5 月 PPI 环比增长-0.4%，同比增长-3.7%。生产资料价格下行幅度有所减小，但生活资料的价格环比增速依然下行，特别是食品和耐用消费品。

重点关注

【宏观】市场对政策的三个预期差:这次不一样

朱启兵 管涛 刘立品

今年全国两会召开之前，市场对于加大宏观政策对冲力度，拉动投资、稳定增长曾有较多期待。然而，从政府工作报告看，市场对政策存在三个预期差。

预期差一：高估了扩张的惯性，低估了政策的定力。当前全球疫情和经贸形势不确定性很大，政府工作报告没有设定经济增速具体目标，体现了坚持推动经济高质量发展的政策定力，保留了应对复杂严峻形势的政策余地。

预期差二：高估了投资的角色，低估了就业的地位。与 2008 年金融危机时期的应对政策不同，当前经济政策对于基建投资的支持力度明显减弱，政府工作报告突出强调了稳就业保民生。

预期差三：高估了刺激的冲动，低估了改革的决心。政府工作报告提出多项改革措施，但由于改革措施需要慢工出细活，而市场更关注短期政策的对冲力度，导致了市场与政策之间的预期差。

为此，市场要从中长期角度把握赚取阿尔法收益的投资机会。一方面，我国疫情经济应对既保持了定力又留有余地，有助于在应对复杂严峻的形势中处于更加有利的位置；另一方面，坚持以改革开放为动力推动高质量发展，有助于提高潜在产出水平，提升资本市场估值中枢。

风险提示：国内疫情出现二次冲击；外部环境急剧恶化超出预期。?

【宏观】5 月金融数据点评:宽信用要靠金融渠道

张晓娇 朱启兵

5 月金融数据继续超预期；M1 同比增速加速上行；关注居民的大宗消费倾向和企业的现金偏好，可能拖累需求恢复速度。

5 月新增社融 3.19 万亿元，其中新增人民币贷款 1.55 万亿元，新增政府债券 1.14 万亿元。

社融存量结构方面，5 月与 4 月相比，政府债占比上升 0.2 个百分点，占比小幅下降的是人民币贷款和委托贷款；与去年同期相比，企业债占比上升 0.6 个百分点，政府债占比上升 0.6 个百分点，人民币贷款占比上升 0.4 个百分点。人民币贷款和政府债券的结构此消彼长，企业债占比稳定上升。

5 月 M2 同比增长 11.1%，M1 同比增长 6.8%，M0 同比增长 9.5%。M0 的增速已经持续下行第三个月，下行幅度继续小幅加大，受此影响，5 月 M2 同比增速持平，但 M1 增速在 5 月加速上行，意味着企业层面流动性边际继续改善。

5 月新增存款 2.31 万亿元，其中新增居民存款 4,819 亿元，新增企业存款 8,054 亿元。5 月新增贷款 1.48 万亿元，其中短贷及票据较去年同期增长 889 亿元，企业贷款较去年同期增长 3,235 亿元。

关注新增存贷款背后居民和企业行为的变化。从 5 月存贷款数据来看，我们认为居民大宗消费的恢复或较为明显，因此拉动中长期贷款稳定增长，同时导致居民新增存款相对偏弱，企业方面则可能现金偏好有所上升，因此新增贷款可能短期转为企业新增存款。这意味着居民和企业的收入增长有一定压力，且风险偏好偏低，如果需求的恢复持续偏弱，则可能影响供给端的修复，拖累经济恢复。

从宽货币到宽信用，改变的是金融机构资产端的结构。6 月以来债券市场利率出现了一波显著上行，市场对于货币政策将持续维持较宽松的格局没有分歧，目前市场争论的焦点在于从宽货币到宽信用，对市场利率中枢的影响。我们认为 2020 年国内经济最重要的是“六保”，以“六保”为出发点，广泛的企业层面才是货币政策的重要落脚点，特别是对就业贡献巨大的民营和小微企业。因此金融机构未来或在货币政策的引导下更加注重扩张资产端的信贷资产，相较之下债券投资等金融资产的扩张速度相对走低。

风险提示：全球经济恢复速度偏慢；国内需求恢复程度持续弱于供给。

【宏观】5 月通胀点评:需求的恢复不如供给，关注工业企业库存

张晓娇 朱启兵

食品价格继续带动 CPI 回落；PPI 生产资料价格表现好于生活资料。

5 月 CPI 环比-0.8%，较 4 月降幅缩小 0.1 个百分点；5 月 CPI 同比增长 2.4%，较 4 月增速下行 0.9 个百分点，其中去年价格变动的翘尾影响约为 3.2 个百分点，新涨价影响约为-0.8 个百分点。

从环比看，食品价格下降 3.5%，影响 CPI 下降约 0.78 个百分点，是带动 CPI 下降的最主要因素。

5 月消费品中存在部分季节性因素导致的价格波动，如气温升高消费进入淡季，休渔期来临水产品供应减少，夏装新款上市服装价格上涨等，中类当中 5 月同比涨幅较 4 月上行的行业有所增加，特别是服务类上升明显。

参考海外新冠疫情对通胀的影响，预计国内通胀将继续明显走低。国内随着经济稳步恢复，5 月服务性消费已经出现回暖迹象，但其他消费依然较疲弱，特别是租房价格继续环比负增长，我们认为居民需求恢复正常需要等待收入增速回升和失业率下降，在需求持续疲弱的情况下，通胀将持续走低。

5 月 PPI 环比增长-0.4%，同比增长-3.7%。生产资料价格下行幅度有所减小，但生活资料的价格环比增速依然下行，特别是食品和耐用消费品。

关注最终消费疲弱可能引发生产端再次调整的可能性。从 5 月 PMI 和通胀数据看，生产端的恢复持续好于需求端，需求方面虽然服务价格同比已经有所恢复,但受制于收入增速下行的压力,CPI 同比和 PPI 中生活资料价格依然明显下行，如果需求的恢复进度持续慢于生产，可能造成生产端库存增加，进而减缓生产端恢复的进度。

风险提示：全球经济恢复速度偏慢；国内需求恢复程度持续弱于供给。

中银证券研究部

全球首席经济学家			**电新研究团队**		
管涛	S1300120030020	tao.guan@bocichina.com	沈成	S1300517030001	cheng.shen@bocichina.com
首席经济学家			李可伦	S1300518070001	kelun.li@bocichina.com
徐高	S1300519050002	gao.xu@bocichina.com	朱凯	S1300518050002	kai.zhu@bocichina.com
宏观研究团队			张咪	S1300519090001	mi.zhang@bocichina.cim
朱启兵	S1300516090001	qibing.zhu@bocichina.com	**机械研究团队**		
张晓娇	S1300514010002	xiaojiao.zhang@bocichina.com	杨绍辉	S1300514080001	shaohui.yang@bocichina.com
钱思韵	S1300517100002	siyun.qian@bocichina.com	陈祥	S1300519040001	xiang.chen@bocichina.com
王大林	S1300117080064	dalin.wang@bocichina.com	陶波	S1300119070006	bo.tao@bocichina.com
刘立品	S1300119080013	lipin.liu@bocichina.com	**化工研究团队**		
固收研究团队			余嫄嫄	S1300517050002	yuanyuan.yu@bocichina.com
王开	S1300119100023	kai.wang@bocichina.com	王海涛	S1300518020002	haitao.wang@bocichina.com
策略研究团队			鞠龙	S1300118040008	long.ju@bocichina.com
王君	S1300519060003	jun.wang@bocichina.com	**医药研究团队**		
徐沛东	S1300518020001	peidong.xu@bocichina.com	邓周宇	S1300517050001	zhouyu.deng@bocichina.com
郭晓希	S1300119040001	xiaoxi.guo@bocichina.com	**食品饮料研究团队**		
王永健	S1300119080007	yongjian.wang@bocichina.com	汤玮亮	S1300517040002	weiliang.tang@bocichina.com
金融工程			邓天娇	S1300519080002	tianjiao.deng@bocichina.com
郭军	S1300519070001	jun.guo@bocichina.com	毕翘楚	S1300520040001	qiaochu.bi@bocichina.com
郭杰磊	S1300120030014	jielei.guo@bocichina.com	**轻工研究团队**		
银行研究团队			杨志威	S1300515060001	zhiwei1.yang@bocichina.com
励雅敏	S1300517100003	yamin.li@bocichina.com	刘凯娜	S1300519050001	kaina.liu@bocichina.com
林颖颖	S1300519080004	yinyin.lin@bocichina.com	**计算机研究团队**		
熊颖	S1300118080005	yin.xiong@bocichina.com	杨思睿	S1300518090001	sirui.yang@bocichina.com
非银金融研究团队			孙业亮	S1300519080001	yeliang.sun@bocichina.com
兰晓飞	S130051104000	xiaofei.lan@bocichina.com	**电子研究团队**		
娄文青	S1300119070025	wenqing.lou@bocichina.com	赵琦	S1300518080001	qi.zhao@bocichina.com
张天愉	S1300119080020	tianyu.zhang@bocichina.com	王达婷	S1300519060001	dating.wang@bocichina.com
建筑建材研究团队			**汽车研究团队**		
王军	S1300511070001	jun.wang_sh@bocichina.com	朱朋	S1300517060001	peng.zhu@bocichina.com
余斯杰	S1300118050007	sijie.yu@bocichina.com	魏敏	S1300517080007	min.wei@bocichina.com
煤炭研究团队					
唐倩	S1300510120036	qian.tang@bocichina.com			

披露声明

本报告节选自正式发布的证券研究报告，完整内容及观点以相关报告发布当日的证券研究报告为准。撰写相关报告的的证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

买　　入：预计该公司股价在未来 6 个月内超越基准指数 20%以上；

增　　持：预计该公司股价在未来 6 个月内超越基准指数 10%-20%；

中　　性：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；

减　　持：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10%以上；

未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

强于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现强于基准指数；

中　　性：预计该行业指数在未来 6 个月内表现基本与基准指数持平；

弱于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现弱于基准指数。

未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1）基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2）中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称"中银国际集团"）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司
中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话：（8621）68604866
传真：（8621）58883554

相关关联机构：

中银国际研究有限公司
香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话：（852）39886333
致电香港免费电话：
中国网通 10 省市客户请拨打：108008521065
中国电信 21 省市客户请拨打：108001521065
新加坡客户请拨打：8008523392
传真：（852）21479513

中银国际证券有限公司
香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话：（852）39886333
传真：（852）21479513

中银国际控股有限公司北京代表处
中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编：100032
电话：（8610）83262000
传真：（8610）83262291

中银国际（英国）有限公司
2/F，1Lothbury
LondonEC2R7DB
UnitedKingdom
电话：（4420）36518888
传真：（4420）36518877

中银国际（美国）有限公司
美国纽约市美国大道1045号
7BryantPark15楼
NY10018
电话：（1）2122590888
传真：（1）2122590889

中银国际（新加坡）有限公司
注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼（049908）
电话：（65）66926829/65345587
传真：（65）65343996/65323371