



策略周報

利率下行中的結構性行情

美債期限利差倒挂預示衰退周期開啓，國內經濟數據強化庫存周期下行預判。LPR 新規及中美貿易緩和推動短期市場風險偏好提升，盈利下行周期下業績確定性仍為配置首選。

- **美債期限利差倒挂預示衰退周期，黃金資產配置價值凸顯。** 本周 10Y-2Y 美債利率的倒挂引發市場對於美國經濟衰退風險的擔憂。衰退周期下黃金資產的表現大概率優于其他類型風險資產。長周期來看，美國經濟增長動能的減弱是驅動金價上行的長周期因素；中期來看，隨著經濟動力逐漸消竭，實際利率的下行以及避險情緒的擴散將明顯推升黃金資產的相對收益。當前來看，隨著聯儲降息周期的開啓，實際利率下行推動的金價上行尚未結束，黃金資產為當下最為確定的資產配置方向。
- **工業企業生產意願偏弱，基建逆周期調節尚未顯著放量。** 生產端，7 月工業增加值大幅低於預期，發電量同比大幅回落。工業生產數據偏弱反映出內外需偏弱環境下企業投產預期謹慎，工業企業仍處於主動去庫規下，報價機制將由原先的政策基準利率錨定模式轉變為由各報階段。投資端，被給予厚望的逆周期調節抓手基建投資并未顯著放量。展望未來，當前經濟結構的調整和新動能的培育的重要性遠高于維持總量增速的穩定。政策定力下，三季度經濟增速或仍存下行壓力。
- **LPR 新規及中美貿易緩和提升短期市場風險偏好。** LPR 新價銀行以公開市場操作利率加點的方式形成。新機制下 LPR 利率與公開市場利率直接掛鉤，預計未來監管層有望通過直接調降公開市場利率引導貸款定價中樞的下行，MLF 利率中樞的下調也使得市場對於長端利率下行的空間的打開預期增強。利率中樞下行預期下，市場有望迎來短期風險偏好的抬升。中期來看，中美貿易的不確定性仍將成為壓制市場估值的主要因素。但隨著本周中美經貿代表互通電話，USTR 對部分 3000 億商品清單徵稅推遲，前期壓制市場風險偏好的主要因素得到緩解，預計短期市場或將迎來風險偏好的短暫抬升階段。
- **把握中報業績超預期帶來的確定性機會及利率下行預期中的結構性機會。** 對於未來方向預判上，我們維持前期觀點，8 月市場盈利、估值承壓。短期市場雖有反彈，但依然對於盈利確定性給予較高溢價。中報業績披露期，全 A 盈利下行壓力下，注意把握增速持續穩定或業績超預期個股帶來的獲取超額收益。行業配置上，做多金銅比仍然是我們推薦首選的策略，盈利下行周期低估值的防禦策略仍然是獲得穩定收益的選擇，利率下行預期下，建議關注地產、電力板塊的配置機會。中期來看，若後續市場利率中樞下行，或將打開無風險利率下行空間，低估值、高股息品種有望最先受益。5G 產業鏈為成長板塊確定性機會，關注業績確定性強的細分產業龍頭。雖然受 5G 技術成熟度影響，前期節奏的放緩或將延長業績釋放周期而并不會改變產業周期向上的趨勢。目前來看，5G 產業鏈依然是成長板塊中未來業績確定性最高的板塊。在當前中美不確定的背景下，短期業績的兌現性與增速的穩定性將會成為產業鏈投資關注焦點。
- **風險提示：中美貿易摩擦加劇，盈利超預期下行。**

觀點回顧

——20190519《市場有望進入風險偏好修復的反彈階段》：市場有望進入風險偏好逐步修復的反彈階段。在經歷了5月初以來貿易戰層面以及上周末美國商務部對華為關鍵零部件出口的技术封鎖的負面衝擊後，短期市場有望進入風險偏好逐步修復的反彈階段。反彈窗口期為期一個月左右，市場大約有5-10%的空間向上修復。相比于2018年11-12月的反彈行情，當前市場仍處於負面事件衝擊的第一階段，市場風險偏好尚未修復，體現為對於盈利確定性較高的防禦性品種更為偏好。而一旦市場信息層面轉暖或風險偏好修復，前期超跌品種有望在反彈行情中獲得更大超額收益。

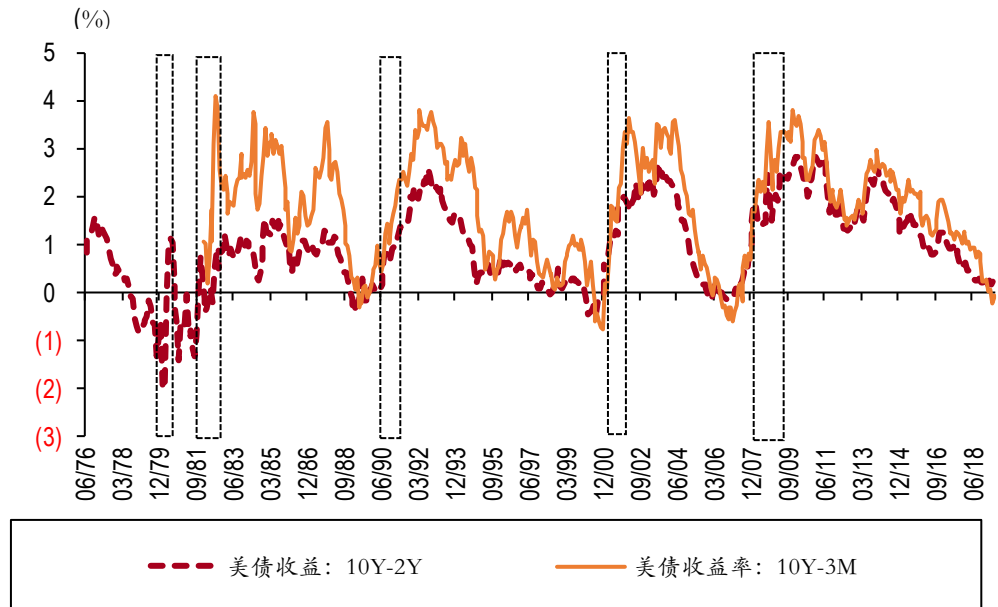
——20190701《孕育曙光——A股市場2019年中期策略》：基本面仍處下行中繼，市場缺乏上行核心動力，下半年或將維持寬幅震蕩，等待流動性寬鬆帶來的交易性機會。下半年海外與國內需求狀態成為研判A股走勢的重要抓手；而流動性寬鬆對於A股估值的脈衝響應作為階段性交易行情，處於次要地位。去庫存周期疊加中美貿易影響下出口影響逐步顯現，下半年基本面仍處於下行中繼，缺乏支撐市場上行的核心動力。上證指數大概率難以突破上半年市場的高點；考慮到弱美元的環境，政策寬鬆周期對沖，下半年上證指數也不會破年初的低點，下半年指數仍是一個寬幅的箱體震蕩過程中。從演化路徑上講，A股市場的壓力集中在3季度，在4季度中後期市場博弈需求復蘇的力量增強，也是A股曙光初現的時段。

——20190804《七月流火，八月未央》：盈利下行，估值承壓，8月市場波動增加。庫存周期尋底，盈利下行趨勢難改。宏觀流動性環境維持平穩，外資階段性布局，警惕美股下跌帶來的流動性風險。國內貨幣政策大幅收緊概率較低。MSCI第二次擴容有望為A股帶來一定增量資金。但需警惕潛在的美股大幅下跌帶來的流動性風險。貿易不確定性預期下匯率波動增加，權益市場估值承壓。

基本面衰退信號逐步顯現，短期市場風險偏好有所抬升

美債期限利差倒挂預示衰退周期，黃金資產配置價值凸顯。本周 10 年-2 年期美債利率發生倒挂，結合年初以來，多次出現的 10 年-3 月美債收益率曲綫倒挂現象，進一步引發市場對於美國經濟衰退風險的擔憂，美股為代表的風險資產大跌。根據歷史回測，期限利差倒挂現象的出現雖不能絕對意義上預示著衰退周期（NBER 定義）的出現，但 3 個月以上持續時間的利差倒挂對於衰退周期具有較為明確的指向性意義。以 10Y-2Y 利差為例，歷史上超過 3 個月以上的利差倒挂周期分別為 1978.8-1979.10、1980.9-1981.10、1989.1-1989.5、2000.2-2000.9、2006.6-2006.12，出現倒挂到衰退的時滯基本為 10-18 個月。雖然當前美國經濟主要指標依然維持高位，但年初以來各期限利差倒挂的信號意義使得市場對於美國經濟進入衰退周期擔憂逐步提升。我們通過回溯歷次衰退周期下大類資產的收益表現情況可知，衰退周期下黃金資產的表現大概率優于其他類型風險資產。長周期來看，美國經濟增長動能的減弱是驅動金價上行的長周期因素；中期來看，隨著經濟動力逐漸消竭，實際利率的下行以及避險情緒的擴散將明顯推升黃金資產的相對收益。當前來看，隨著聯儲降息周期的開啓，實際利率下行推動的金價上行尚未結束，黃金資產為當下最為確定的資產配置方向。

圖表1. 美債利率倒挂與衰退周期



資料來源：萬得，中銀國際證券

圖表2. 衰退周期下大類資產表現

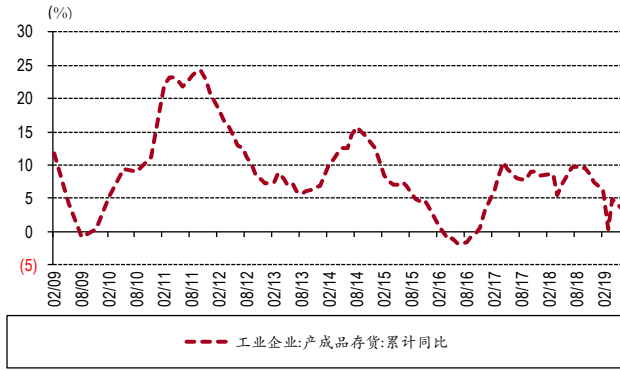
	標普 500	10Y 美債	倫敦金現
1980.1-1980.7	6.48	(0.20)	28.91
1981.7-1982.11	3.25	(3.48)	0.29
1990.7-1991.3	3.48	(0.31)	4.17
2001.3-2001.11	(12.57)	(0.63)	4.68
2007.12-2009.6	(36.34)	(0.26)	24.44

資料來源：萬得，中銀國際證券

工業企業生產意願偏弱，基建逆周期調節尚未顯著放量。7 月工業增加值同比降至 4.8%，工業生產大幅低於預期，同時發電量同比大幅回落至 0.6%。工業生產數據偏弱反映出內外需偏弱環境下企業

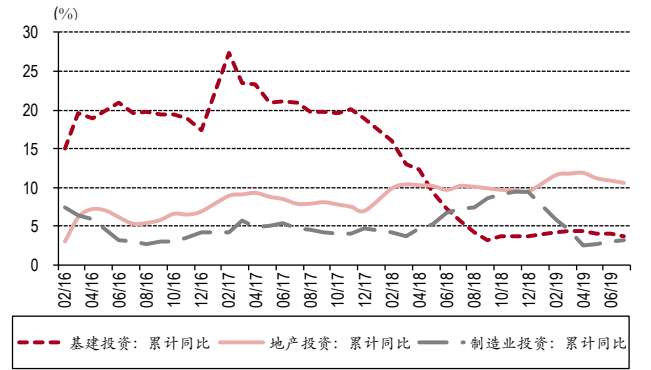
投產預期謹慎，工業企業仍處於主動去庫階段。固定資產投資增速小幅上行，主要支撐來自製造業投資，6-7月專項債放量的背景下，被給予厚望的逆周期調節抓手基建投資並未顯著放量，累計同比略微回落0.04個百分點至2.91%，或顯示出基建新增項目進度不及預期。展望未來，政治局會議補短板定調下基建投資難有大幅提升。地產投資方面，雖然施增速維持高位，但融資收緊大背景下，地產投資上行動力難尋。從政治局會議及貨幣政策執行報告傳遞出的信息來看，當前經濟結構的調整和新動能的培育的重要性遠高於維持總量增速的穩定。政策定力下，三季度經濟增速或仍存下行壓力。

圖表3. 庫存周期下行



資料來源：萬得，中銀國際證券

圖表4. 基建投資尚未顯著放量



資料來源：萬得，中銀國際證券

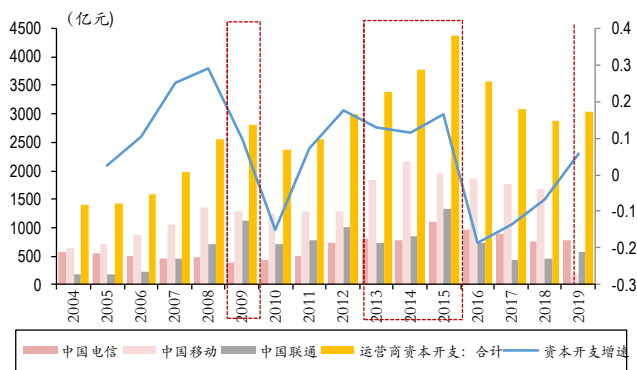
LPR 新規及中美貿易緩和提升短期市場風險偏好。8月17日，央行發布公告完善貸款市場報價利率形成機制的具體措施，明確LPR報價將由原先的政策基準利率錨定模式轉變為由各報價銀行以公開市場操作利率加點的方式形成，同時完善報價機制、新增報價品種。此次定價機制改革顯示出監管層對於降低中小企業融資成本問題的迫切需求。雖然短期來看，商業銀行負債端成本剛性，存在提升加點水平緩解息差下行壓力的動機。但新機制下LPR利率與公開市場利率直接掛鉤，鑒於監管扶持實體、降低小微企業融資成本的政策意圖，以及當前逼近十年期國債的MLF利率水平，預計未來有望通過直接調降公開市場利率引導貸款定價中樞的下行。MLF利率中樞的下調也使得市場對於長端利率下行的空間的打開預期增強。對於權益市場，利率中樞下行預期下，市場有望迎來短期風險偏好的抬升。中期來看，中美貿易的不確定性仍將成為壓制市場估值的主要因素。但隨著本周中美經貿代表互通電話，USTR對部分3000億商品清單徵稅推遲，前期壓制市場風險偏好的主要因素得到緩解，預計短期市場或將迎來風險偏好的短暫抬升階段。

防禦為上，關注利率下行預期下結構性機會

把握中報業績超預期帶來的確定性機會及利率下行預期中的結構性機會。對於未來方向預判上，我們維持前期觀點，盈利下行周期，市場缺乏上行的核心動力，中美貿易不確定性下市場中長期估值承壓。短期市場雖有反彈，但依然對於盈利確定性給予較高溢價。中報業績披露期，全 A 盈利下行壓力下，注意把握增速持續穩定或業績超預期個股帶來的獲取超額收益。行業配置上，做多金銅比仍然是我們推薦首選的策略，盈利下行周期低估值的防禦策略仍然是獲得穩定收益的選擇，利率下行預期下，建議關注地產、電力板塊的配置機會。中期來看，若後續市場利率中樞下行，或將打開無風險利率下行空間，低估值、高股息品種有望最先受益。建議關注當前處於估值低位、股息率高位的地產、金融龍頭的配置機會；同時，把握電力板塊成本下移，高股息的增長潛力。盈利確定性預期下消費板塊韌性尚存，關注 8 月底北上資金配置選擇：8 月 27 日，MSCI 第二次擴容生效，通過成分股估算，銀行、非銀為代表的大金融板塊及食品飲料、醫藥為代表的必需消費板塊有望獲得最大增量資金。

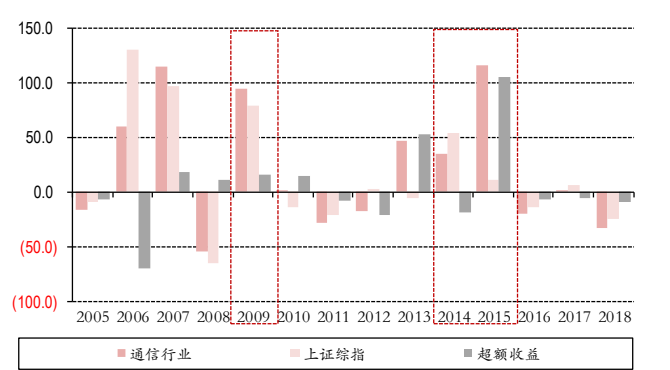
5G 產業鏈為成長板塊確定性機會，關注業績確定性強的細分產業龍頭。5G 產業鏈依然為明年成長板塊最為確定性的機會。參考 3G、4G 的產業鏈投資進程，根據歷史上 3G、4G 牌照發放周期，運營商資本開支的提升有望帶來行業盈利的改善進而獲得超額收益。由於當前 5G 技術成熟度相較歷史 3G、4G 商用周期尚處偏低水平，產業鏈推進節奏上較為謹慎，短期來看，運營商在 5G 建設初期也有意控制資本開支節奏。但受益於政策導向與產業周期邏輯，5G 產業鏈景氣向上確定性無疑，前期節奏的放緩或延長業績釋放周期而並不會改變產業周期向上的趨勢。目前來看，5G 產業鏈依然是成長板塊中未來業績確定性最高的板塊。在當前中美不確定的背景下，短期業績的兌現性與增速的穩定性將會成為產業鏈投資關注焦點。

圖表5. 牌照發放周期，運營商資本開支大幅提升



資料來源：萬得，中銀國際證券

圖表6. 資本開支提升有望帶來行業超額收益



資料來源：萬得，中銀國際證券



風險提示

中美貿易摩擦加劇，盈利超預期下行。

披露聲明

本報告準確表述了證券分析師的個人觀點。該證券分析師聲明，本人未在公司內、外部機構兼任有損本人獨立性與客觀性的其他職務，沒有擔任本報告評論的上市公司的董事、監事或高級管理人員；也不擁有與該上市公司有關的任何財務權益；本報告評論的上市公司或其它第三方都沒有或沒有承諾向本人提供與本報告有關的任何補償或其它利益。

中銀國際證券股份有限公司同時聲明，將通過公司網站披露本公司授權公眾媒體及其他機構轉載或者轉發證券研究報告有關情況。如有投資者于未經授權的公眾媒體看到或從其他機構獲得本研究報告的，請慎重使用所獲得的研究報告，以防止被誤導，中銀國際證券股份有限公司不對其報告理解和使用承擔任何責任。

評級體系說明

以報告發布日後公司股價/行業指數漲跌幅相對同期相關市場指數的漲跌幅的表現為基準：

公司投資評級：

- 買入：預計該公司在未來 6 個月內超越基準指數 20% 以上；
- 增持：預計該公司在未來 6 個月內超越基準指數 10%-20%；
- 中性：預計該公司股價在未來 6 個月內相對基準指數變動幅度在 -10%-10% 之間；
- 減持：預計該公司股價在未來 6 個月內相對基準指數跌幅在 10% 以上；
- 未有評級：因無法獲取必要的資料或者其他原因，未能給出明確的投資評級。

行業投資評級：

- 強于大市：預計該行業指數在未來 6 個月內表現強于基準指數；
- 中性：預計該行業指數在未來 6 個月內表現基本與基準指數持平；
- 弱于大市：預計該行業指數在未來 6 個月內表現弱于基準指數。
- 未有評級：因無法獲取必要的資料或者其他原因，未能給出明確的投資評級。

滬深市場基準指數為滬深 300 指數；新三板市場基準指數為三板成指或三板做市指數；香港市場基準指數為恒生指數或恒生中國企業指數；美股市場基準指數為納斯達克綜合指數或標普 500 指數。

風險提示及免責聲明

本報告由中銀國際證券股份有限公司證券分析師撰寫并向特定客戶發布。

本報告發布的特定客戶包括：1) 基金、保險、QFII、QDII 等能够充分理解證券研究報告，具備專業信息處理能力的中銀國際證券股份有限公司的機構客戶；2) 中銀國際證券股份有限公司的證券投資顧問服務團隊，其可參考使用本報告。中銀國際證券股份有限公司的證券投資顧問服務團隊可能以本報告為基礎，整合形成證券投資顧問服務建議或產品，提供給接受其證券投資顧問服務的客戶。

中銀國際證券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客戶外的公司個人客戶提供本報告。中銀國際證券股份有限公司的個人客戶從任何外部渠道獲得本報告的，亦不應直接依據所獲得的研究報告作出投資決策；需充分諮詢證券投資顧問意見，獨立作出投資決策。中銀國際證券股份有限公司不承擔由此產生的任何責任及損失等。

本報告內含保密信息，僅供收件人使用。閣下作為收件人，不得出于任何目的直接或間接複製、派發或轉發此報告全部或部分內容予任何其他人士，或將此報告全部或部分內容發表。如發現本研究報告被私自刊載或轉發的，中銀國際證券股份有限公司將及時採取維權措施，追究有關媒體或者機構的責任。所有本報告內使用的商標、服務標記及標記均為中銀國際證券股份有限公司或其附屬及關聯公司（統稱“中銀國際集團”）的商標、服務標記、註冊商標或註冊服務標記。

本報告及其所載的任何信息、材料或內容只提供給閣下作參考之用，并未考慮到任何特別的投資目的、財務狀況或特殊需要，不能成為或被視為出售或購買或認購證券或其它金融票據的要約或邀請，亦不構成任何合約或承諾的基礎。中銀國際證券股份有限公司不能確保本報告中提及的投資產品適合任何特定投資者。本報告的內容不構成對任何人的投資建議，閣下不會因為收到本報告而成為中銀國際集團的客戶。閣下收到或閱讀本報告須在承諾購買任何報告中所指之投資產品之前，就該投資產品的適合性，包括閣下的特殊投資目的、財務狀況及其特別需要尋求閣下相關投資顧問的意見。

儘管本報告所載資料的來源及觀點都是中銀國際證券股份有限公司及其證券分析師從相信可靠的來源取得或達到，但撰寫本報告的證券分析師或中銀國際集團的任何成員及其董事、高管、員工或其他任何個人（包括其關聯方）都不能保證它們的準確性或完整性。除非法律或規則規定必須承擔的責任外，中銀國際集團任何成員不對使用本報告的材料而引致的損失負任何責任。本報告對其中所包含的或討論的信息或意見的準確性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的聲明或保證。閣下不應單純依靠本報告而取代個人的獨立判斷。本報告僅反映證券分析師在撰寫本報告時的設想、見解及分析方法。中銀國際集團成員可發布其它與本報告所載資料不一致及有不同結論的報告，亦有可能採取與本報告觀點不同的投資策略。為免生疑問，本報告所載的觀點并不代表中銀國際集團成員的立場。

本報告可能附載其它網站的地址或超級鏈接。對於本報告可能涉及到中銀國際集團本身網站以外的資料，中銀國際集團未有參閱有關網站，也不對它們的內容負責。提供這些地址或超級鏈接（包括連接到中銀國際集團網站的地址及超級鏈接）的目的，純粹為了閣下的方便及參考，連結網站的內容不構成本報告的任何部份。閣下須承擔瀏覽這些網站的風險。

本報告所載的資料、意見及推測僅基于現狀，不構成任何保證，可隨時更改，毋須提前通知。本報告不構成投資、法律、會計或稅務建議或保證任何投資或策略適用於閣下個別情況。本報告不能作為閣下私人投資的建議。

過往的表現不能被視作將來表現的指示或保證，也不能代表或對將來表現做出任何明示或暗示的保障。本報告所載的資料、意見及預測只是反映證券分析師在本報告所載日期的判斷，可隨時更改。本報告中涉及證券或金融工具的價格、價值及收入可能出現上升或下跌。

部分投資可能不會輕易變現，可能在出售或變現投資時存在難度。同樣，閣下獲得有關投資的價值或風險的可靠信息也存在困難。本報告中包含或涉及的投資及服務可能未必適合閣下。如上所述，閣下須在做出任何投資決策之前，包括買賣本報告涉及的任何證券，尋求閣下相關投資顧問的意見。

中銀國際證券股份有限公司及其附屬及關聯公司版權所有。保留一切權利。

中銀國際證券股份有限公司

中國上海浦東
銀城中路 200 號
中銀大廈 39 樓
郵編 200121
電話: (8621) 6860 4866
傳真: (8621) 5888 3554

相關關聯機構：

中銀國際研究有限公司

香港花園道一號
中銀大廈二十樓
電話: (852) 3988 6333
致電香港免費電話:
中國網通 10 省市客戶請撥打：10800 8521065
中國電信 21 省市客戶請撥打：10800 1521065
新加坡客戶請撥打：800 852 3392
傳真: (852) 2147 9513

中銀國際證券有限公司

香港花園道一號
中銀大廈二十樓
電話: (852) 3988 6333
傳真: (852) 2147 9513

中銀國際控股有限公司北京代表處

中國北京市西城區
西單北大街 110 號 8 層
郵編: 100032
電話: (8610) 8326 2000
傳真: (8610) 8326 2291

中銀國際(英國)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
電話: (4420) 3651 8888
傳真: (4420) 3651 8877

中銀國際(美國)有限公司

美國紐約市美國大道 1045 號
7 Bryant Park 15 樓
NY 10018
電話: (1) 212 259 0888
傳真: (1) 212 259 0889

中銀國際(新加坡)有限公司

註冊編號 199303046Z
新加坡百得利路四號
中國銀行大廈四樓(049908)
電話: (65) 6692 6829 / 6534 5587
傳真: (65) 6534 3996 / 6532 3371