



策略周报

不确定影响钝化，短期估值存在修复动力

风险偏好有望抬升，短期估值存在修复动力，关注利率下行预期下市场结构性机会。

- **短期估值存在较强修复动力。**以当前万得全A估值水平买入，估值下行触底的月均回撤幅度为2.36%，上行至周期顶点月均涨幅8.30%，显示市场在当前估值水平下，估值向上修复的动力高于下行动力。中期角度来看，采用CAPE衡量的市场估值水平与模型预估的长期均衡水平基本相当，显示出当前市场环境下估值中期修复空间有限。
- **MSCI扩容带来阶段性增量，关注LPR推动的无风险利率中枢下行。**未来央行存在通过直接调降公开市场利率引导贷款定价中枢的下行的可能性。随着联储降息周期开启，国内市场利率水平下行空间打开。潜在的美股下跌会为A股带来预期外的流动性冲击。但随着下周MSCI扩容时点临近，A股市场有望迎来增量200亿左右增量配置资金。
- **外部冲击边际影响逐步减弱，内部改革政策有望提振风险偏好。**市场已经price in部分对于贸易战不确定性的预期，外部因素对于市场扰动的边际影响开始下降。与之相反，随着国内实体经济下行压力的增加与国庆时点临近，稳增长、促改革政策有望密集出台。LPR新规、“深圳社会主义先行示范区”以及本周末《上市公司分拆所屬子公司境内上市试点若干规定》公开征求意见、《科创板上市公司重大资产重组特别规定》的发布进一步显示出监管层面对于资本市场服务实体经济初衰下制度改革决心和力度。当前市场风险偏好处于历史较低水平，国内改革政策的逐步释放有助于提升权益市场风险偏好水平，带动估值上行。
- **关注利率下行预期、风险偏好提升下市场结构性机会。**中期来看，市场盈利、估值承压，难有趋势性机会。短期来看，无风险利率下行预期叠加风险偏好提升有望驱动市场反弹行情。当前市场风险偏好已经处于较低水平，改革政策的释放更有可能带来市场风险偏好的提升，未来无风险利率下行预期的兑现有望进一步打开反弹窗口。行业配置上，衰退周期下做多金铜比仍然是我们推荐首选的策略，盈利下行周期低估值高股息的防御策略仍然是获得稳定收益的选择，同时把握中报业绩超预期带来的确定性机会。短期风险偏好抬升阶段，可关注利率下行预期中的结构性机会及5G产业链为代表的成长板块确定性机会。
- **风险提示：中美贸易摩擦加剧，盈利超预期下行。**



目录

观点回顾	4
短期估值存在修复动力	5
关注利率中枢下行带来的结构性机会	8
风险提示	9



图表目录

图表1. 当前估值水平下估值回归周期及幅度.....	5
图表2. 当前估值与均衡水平差异与未来收益负相关.....	5
图表3. 当前LPR及MLF利率水平.....	6
图表4. 北上资金增量与汇率.....	6
图表5. 当前市场风险溢价处于较高水平.....	7
图表6. 货币宽松周期市场表现.....	8
图表7. 货币宽松周期行业表现.....	8



观点回顾

——20190804《七月流火，八月未央》：盈利下行，估值承压，8月市场波动增加。库存周期寻底，盈利下行趋势难改。宏观流动性环境维持平稳，外资阶段性布局，警惕美股下跌带来的流动性风险。国内货币政策大幅收紧概率较低。MSCI第二次扩容有望为A股带来一定增量资金。但需警惕潜在的美股大幅下跌带来的流动性风险。贸易不确定性预期下汇率波动增加，权益市场估值承压。

——20190811《低估值防御，注意把握业绩确定性》：短期市场估值承压，低估值防御策略仍为首选。中报披露接近中后段，个股业绩低预期概率增加。短期物价高位，货币宽松受限，市场估值承压，需警惕短期人民币汇率波动及美股调整风险带来的外资流出压力。低贝塔，低估值的防御策略仍然是获得稳定收益的选择；同时关注5G产业链龙头确定性机会。

——20190818《利率下行中的结构性行情》：LPR新规推动利率下行，市场短期风险偏好抬升。美债期限利差倒挂预示衰退周期开启，国内经济数据强化库存周期下行预判。LPR新规及中美贸易缓和推动短期市场风险偏好提升，盈利下行周期下业绩确定性仍为配置首选。

短期估值存在修复动力

短期估值存在较强修复动力。当前万得全A估值水平16.72，处于历史31.6%分位。通过A股市场历史回测，我们发现，以当前万得全A估值水平买入，当估值处于下行周期时，从当前估值水平至市场底部，平均回撤幅度约为20.89%，触底时间约为8.86个月，月均回撤幅度为2.36%，估值水平从底部修复至买入水平仅需要3.64个月。而当估值处于上行周期时，当前估值水平至周期顶点平均涨幅约为39.85%，平均耗时4.8个月，月均涨幅8.30%，从周期高点恢复至当前水平需要约10个月左右时间。可见市场在当前估值水平下，估值向上修复的动力高于下行动力。

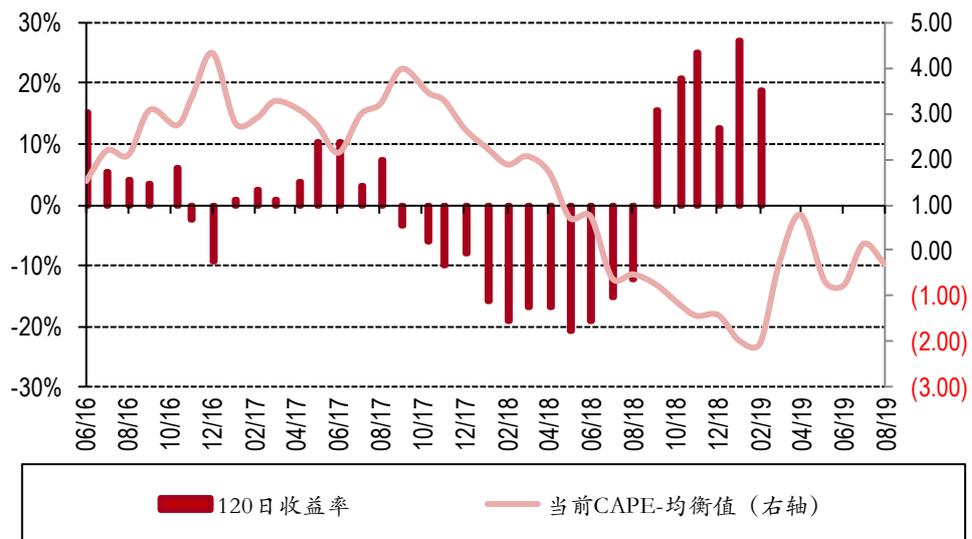
中期角度来看，采用CAPE衡量的市场估值水平与模型预估的长期均衡水平基本相当，显示出当前市场环境下估值中期修复空间有限。我们发现，实际估值水平与长期均衡估值水平差值与未来半年收益存在显著负相关性，实际估值水平高于长期均衡水平时，随着估值均值回归过程，未来120日市场收益率逐步下行。当前来看，市场估值水平(16.24)低于长期均衡水平(16.56)，意味着未来120日内估值修复的空间仅为2%，显示出当前盈利承压环境下，中期估值修复空间受限。

图表1. 当前估值水平下估值回归周期及幅度

当前分位	当前到周期低点 (月)	周期低点恢复到当前 (月)	当前到周期低点 (幅度) (%)
2008/9/10	1.57	3.33	(19.87)
2011/5/27	18.40	5.70	(27.55)
2018/6/19	6.60	1.90	(15.25)
平均	8.86	3.64	(20.89)
当前分位	当前到周期高点 (月)	周期高点恢复到当前 (月)	当前到周期高点 (幅度) (%)
2009/2/4	6.30	15.20	47.68
2014/12/8	6.37	4.83	64.49
2019/3/1	1.73		7.38
平均	4.80	10.02	39.85

资料来源：万得，中银国际证券

图表2. 当前估值与均衡水平差异与未来收益负相关

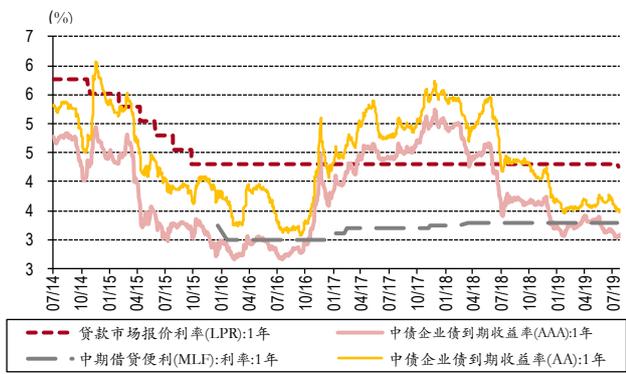


资料来源：万得，中银国际证券

MSCI 扩容带来阶段性增量，关注 LPR 推动的无风险利率中枢下行。新机制下 LPR 利率与公开市场利率直接挂钩，鉴于监管扶持实体、降低小微企业融资成本的政策意图，以及当前逼近十年期国债的 MLF 利率水平，预计未来央行存在通过直接调降公开市场利率引导贷款定价中枢的下行的可能性。随着联储降息周期开启，国内市场利率水平下行空间打开，MLF 利率中枢的下调也使得市场对于长端利率下行的空间的打开预期增强。

权益市场方面，中美贸易的反复、美国基本面及流动性宽松不及预期依然会成为美股下跌的动因，正如月报提示，潜在的美股下跌会为 A 股带来预期外的流动性冲击。但随着下周 MSCI 扩容时点临近，A 股市场有望迎来增量配置资金，根据最新 MSCI 跟踪资金规模测算，增量资金规模有望达到 148 亿美元。8 月以来，中美贸易的不确定性以及汇率大幅波动影响增量外资进场节奏，市场环境 5 月 MSCI 调整生效类似，借鉴 5 月经验，在汇率大幅波动、北上资金持续流出的情况下，被动资金配置增量明显，保守估计下此次扩容将会有 200 亿左右被动配置资金进场。

图表3. 当前 LPR 及 MLF 利率水平



资料来源：万得，中银国际证券

图表4. 北上资金增量与汇率



资料来源：万得，中银国际证券

外部冲击边际影响逐步减弱，内部改革政策有望提振风险偏好。8月2日，美国总统特朗普公开表示将自9月1日起对剩余来自中国进口的约 3,000 亿美元商品加征 10% 关税，市场低开后横盘震荡，并未引发大幅下行；8月13日美国宣布将部分原定于9月1日加征的 10% 关税推迟至12月15日，市场面对贸易摩擦修复的利好并未表现出强势，表明对于中美贸易的反复性及不确定性市场已有较为充分预期，外部因素对于市场扰动的边际影响开始下降。

与之相反，随着国内实体经济下行压力的增加与国庆时点临近，稳增长、促改革政策有望密集出台期。正如前文所述，LPR 新规提升了市场对于未来无风险利率下行空间打开的预期，“深圳社会主义先行示范区”显示了政策层面对于新兴产业发展和改革开放的决心。本周末《上市公司分拆所属子公司境内上市试点若干规定》公开征求意见及《科创板上市公司重大资产重组特别规定》的发布进一步显示出监管层面对于资本市场服务实体经济初衷下制度改革的决心和力度。分拆上市新规征求意见稿将覆盖范围扩大到全部 A 股上市公司，远超市场预期。《科创板上市公司重大资产重组特别规定》也为拆分子公司登陆科创板提供配套政策参考。配套方案有效拓展了子公司融资渠道，一定程度上化解了实体融资难题。当前市场风险溢价水平处于 2002 年以来的 80% 分位，显示出市场风险偏好处于历史较低水平，国内改革政策的逐步释放有助于提升权益市场风险偏好水平，带动估值上行。



图表5. 当前市场风险溢价处于较高水平



资料来源：万得，中银国际证券

关注利率中枢下行带来的结构性机会

关注利率下行预期、风险偏好提升下市场结构性机会。结合上文分析，对于市场方向预判上，我们维持前期观点，中期来看，市场盈利、估值承压，难有趋势性机会。短期来看，无风险利率下行预期叠加风险偏好提升有望驱动市场反弹行情。回溯历史，我们发现历次货币宽松周期中，估值抬升对于 A 股市场收益的贡献程度远大于盈利，而货币宽松周期下市场大类风格与行业表现稍有差异。我们发现货币宽松带来的无风险利率下行并不一定带来市场风险偏好水平的抬升。2008 年及 2018 年，受金融危机、中美贸易摩擦等因素影响，市场对于盈利预期及未来基本面不确定性担忧大幅提升，极大压制了市场风险偏好水平，体现出风险溢价大幅上行。我们认为，当前市场风险偏好已经处于较低水平，而对于中美贸易等潜在不确定性事件已经存在一定预期，短期来看，改革政策的释放更有可能带来市场风险偏好的提升，未来无风险利率下行预期的兑现有望进一步打开反弹窗口。类比 2014 年历史情形，货币宽松周期叠加风险偏好提升情形下，TMT 为代表的科技板块及以券商、地产为代表的大金融板块表现出色。

行业配置上，衰退周期下做多金铜比仍然是我们推荐首选的策略，盈利下行周期低估值高股息的防御策略仍然是获得稳定收益的选择，同时把握中报业绩超预期带来的确定性机会。短期风险偏好抬升阶段，可关注利率下行预期中的结构性机会，同时关注 5G 产业链为代表的成长板块确定性机会。

图表6. 货币宽松周期市场表现

时间	2008Q4	2012Q1-Q2	2014-2015	2018
上证综指涨幅%	(10.93)	(5.81)	32.87	(29.68)
估值贡献(%)	93	66	121	119
风险溢价水平变化%	83.55	10.18	(24.60)	202.05
金融	(1.98)	13.80	29.95	1.20
周期	2.90	(7.89)	18.94	(4.20)
消费	11.05	3.54	8.58	(0.75)
成长	11.90	(1.64)	24.12	(6.01)
稳定	7.46	1.83	27.15	6.35

资料来源：万得，中银国际证券

图表7. 货币宽松周期行业表现

2008Q4	2012Q1-Q2	2014-2015
电力设备	35.49 房地产	22.33 计算机
医药	24.77 非银行金融	21.48 建筑
通信	21.63 食品饮料	10.64 国防军工
建筑	19.42 餐饮旅游	9.10 通信
房地产	19.15 家电	8.91 交通运输
建材	18.62 电力及公用事业	7.90 机械
农林牧渔	18.60 银行	4.39 纺织服装
传媒	17.37 建筑	4.06 餐饮旅游
国防军工	15.76 有色金属	4.00 农林牧渔
家电	15.37 医药	3.43 钢铁
电力及公用事业	11.51 电子元器件	1.77 房地产
机械	10.50 石油石化	(0.60) 轻工制造
计算机	8.69 交通运输	(3.01) 非银行金融

资料来源：万得，中银国际证券



风险提示

中美贸易摩擦加剧，盈利超预期下行。

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，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：预计该公司在未来 6 个月内超越基准指数 20%以上；
- 增持：预计该公司在未来 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士，或将此报告全部或部分公开发表。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。所有本报告期内使用的商标、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) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

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) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

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) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

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) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

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

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

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) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371