



## 策略周報

### 不確定影響鈍化，短期估值存在修復動力

風險偏好有望抬升，短期估值存在修復動力，關注利率下行預期下市場結構性機會。

- **短期估值存在較強修復動力。**以當前萬得全 A 估值水平買入，估值下行觸底的月均回撤幅度為 2.36%，上行至周期頂點月均漲幅 8.30%，顯示市場在當前估值水平下，估值向上修復的動力高于下行動力。中期角度來看，採用 CAPE 衡量的市場估值水平與模型預估的長期均衡水平基本相當，顯示出當前市場環境下估值中期修復空間有限。
- **MSCI 擴容帶來階段性增量，關注 LPR 推動的無風險利率中樞下行。**未來央行存在通過直接調降公開市場利率引導貸款定價中樞的下行的可能性。隨著聯儲降息周期開啓，國內市場利率水平下行空間打開。潛在的美股下跌會為 A 股帶來預期外的流動性衝擊。但隨著下周 MSCI 擴容時點臨近，A 股市場有望迎來增量 200 億左右增量配置資金。
- **外部衝擊邊際影響逐步減弱，內部改革政策有望提振風險偏好。**市場已經 price in 部分對於貿易戰不確定性的預期，外部因素對於市場擾動的邊際影響開始下降。與之相反，隨著國內實體經濟下行壓力的增加與國慶時點臨近，穩增長、促改革政策有望密集出臺。LPR 新規、“深圳社會主義先行示範區”以及本周末《上市公司分拆所屬子公司境內上市試點若干規定》公開徵求意見、《科創板上市公司重大資產重組特別規定》的發布進一步顯示出監管層面對於資本市場服務實體經濟初衰下制度改革決心 and 力度。當前市場風險偏好處於歷史較低水平，國內改革政策的逐步釋放有助於提升權益市場風險偏好水平，帶動估值上行。
- **關注利率下行預期、風險偏好提升下市場結構性機會。**中期來看，市場盈利、估值承壓，難有趨勢性機會。短期來看，無風險利率下行預期疊加風險偏好提升有望驅動市場反彈行情。當前市場風險偏好已經處於較低水平，改革政策的釋放更有可能帶來市場風險偏好的提升，未來無風險利率下行預期的兌現有望進一步打開反彈窗口。行業配置上，衰退周期下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高股息的防禦策略仍然是獲得穩定收益的選擇，同時把握中報業績超預期帶來的確定性機會。短期風險偏好抬升階段，可關注利率下行預期中的結構性機會及 5G 產業鏈為代表的成長板塊確定性機會。
- **風險提示：中美貿易摩擦加劇，盈利超預期下行。**



## 觀點回顧

——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。

——20190811《低估值防禦，注意把握業績確定性》：短期市場估值承壓，低估值防禦策略仍為首選。中報披露接近中後段，個股業績低預期概率增加。短期物價高位，貨幣寬鬆受限，市場估值承壓，需警惕短期人民幣匯率波動及美股調整風險帶來的外資流出壓力。低貝塔，低估值的防禦策略仍然是獲得穩定收益的選擇；同時關注 5G 產業鏈龍頭確定性機會。

——20190818《利率下行中的結構性行情》：LPR 新規推動利率下行，市場短期風險偏好抬升。美債期限利差倒掛預示衰退周期開啓，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。

## 短期估值存在修復動力

**短期估值存在較強修復動力。**當前萬得全 A 估值水平 16.72，處於歷史 31.6%分位。通過 A 股市場歷史回測，我們發現，以當前萬得全 A 估值水平買入，當估值處於下行周期時，從當前估值水平至市場底部，平均回撤幅度約為 20.89%，觸底時間約為 8.86 個月，月均回撤幅度為 2.36%，估值水平從底部修復至買入水平僅需要 3.64 個月。而當估值處於上行周期時，當前估值水平至周期頂點平均漲幅約為 39.85%，平均耗時 4.8 個月，月均漲幅 8.30%，從周期高點恢復至當前水平需要約 10 個月左右時間。可見市場在當前估值水平下，估值向上修復的動力高于下行動力。

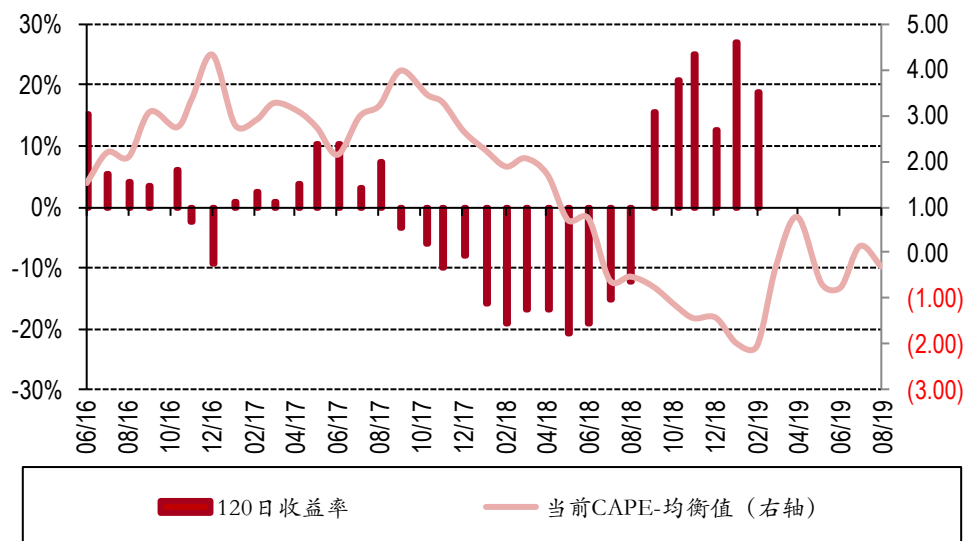
中期角度來看，採用 CAPE 衡量的市場估值水平與模型預估的長期均衡水平基本相當，顯示出當前市場環境下估值中期修復空間有限。我們發現，實際估值水平與長期均衡估值水平差值與未來半年收益存在顯著負相關性，實際估值水平高于長期均衡水平時，隨著估值均值回歸過程，未來 120 日市場收益率逐步下行。當前來看，市場估值水平（16.24）低于長期均衡水平（16.56），意味著未來 120 日內估值修復的空間僅為 2%，顯示出當前盈利承壓環境下，中期估值修復空間受限。

圖表1. 當前估值水平下估值回歸周期及幅度

當前分位	當前到周期低點（月）	周期低點恢復到當前（月）	當前到周期低點（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)
當前分位	當前到周期高點（月）	周期高點恢復到當前（月）	當前到周期高點（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

資料來源：萬得，中銀國際證券

圖表2. 當前估值與均衡水平差異與未來收益負相關

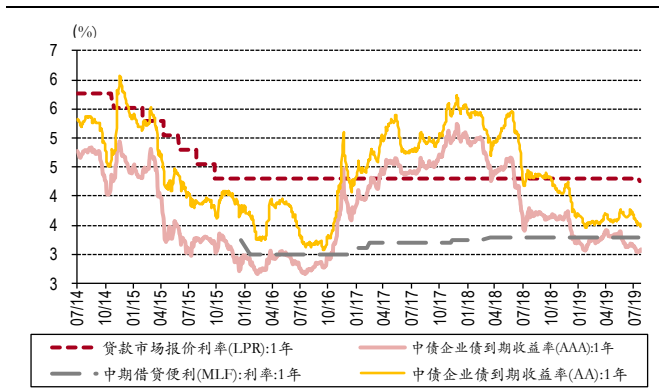


資料來源：萬得，中銀國際證券

**MSCI 擴容帶來階段性增量，關注 LPR 推動的無風險利率中樞下行。**新機制下 LPR 利率與公開市場利率直接掛鈎，鑒于監管扶持實體、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，預計未來央行存在通過直接調降公開市場利率引導貸款定價中樞的下行的可能性。隨著聯儲降息周期開啓，國內市場利率水平下行空間打開，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。

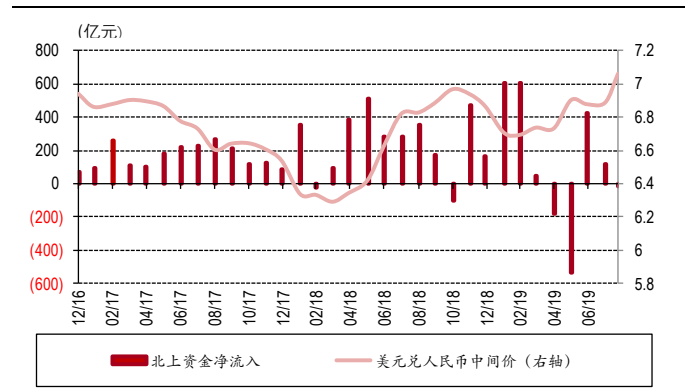
權益市場方面，中美貿易的反復、美國基本面及流動性寬鬆不及預期依然會成爲美股下跌的動因，正如月報提示，潛在的美股下跌會爲 A 股帶來預期外的流動性衝擊。但隨著下周 MSCI 擴容時點臨近，A 股市場有望迎來增量配置資金，根據最新 MSCI 跟踪資金規模測算，增量資金規模有望達到 148 億美元。8 月以來，中美貿易的不確定性以及匯率大幅波動影響增量外資進場節奏，市場環境與 5 月 MSCI 調整生效類似，借鑒 5 月經驗，在匯率大幅波動、北上資金持續流出的情況下，被動資金配置增量明顯，保守估計下此次擴容將會有 200 億左右被動配置資金進場。

**圖表3. 當前 LPR 及 MLF 利率水平**



資料來源：萬得，中銀國際證券

**圖表4. 北上資金增量與匯率**



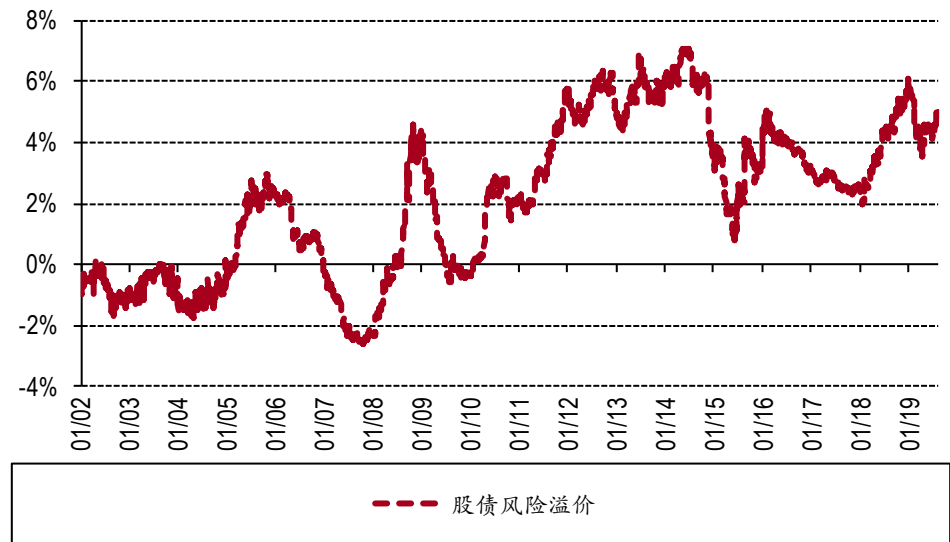
資料來源：萬得，中銀國際證券

**外部衝擊邊際影響逐步減弱，內部改革政策有望提振風險偏好。**8 月 2 日，美國總統特朗普公開表示將自 9 月 1 日起對剩餘來自中國進口的約 3,000 億美元商品加征 10% 關稅，市場低開後橫盤震蕩，并未引發大幅下行；8 月 13 日美國宣布將部分原定于 9 月 1 日加征的 10% 關稅推遲至 12 月 15 日，市場面對貿易摩擦修復的利好并未表現出強勢，表明對於中美貿易的反復性及不確定性市場已有較爲充分預期，外部因素對於市場擾動的邊際影響開始下降。

與之相反，隨著國內實體經濟下行壓力的增加與國慶時點臨近，穩增長、促改革政策有望密集出臺期。正如前文所述，LPR 新規提升了市場對於未來無風險利率下行空間打開的預期，“深圳社會主義先行示範區”顯示了政策層面對於新興產業發展和改革開放的決心。本周末《上市公司分拆所屬子公司境內上市試點若干規定》公開徵求意見及《科創板上市公司重大資產重組特別規定》的發布進一步顯示出監管層面對於資本市場服務實體經濟初衷下制度改革的決心和力度。分拆上市新規徵求意見稿將覆蓋範圍擴大到全部 A 股上市公司，遠超市場預期。《科創板上市公司重大資產重組特別規定》也爲拆分子公司登陸科創板提供配套政策參考。配套方案有效拓展了子公司融資渠道，一定程度上化解了實體融資難題。當前市場風險溢價水平處於 2002 年以來的 80% 分位，顯示出市場風險偏好處於歷史較低水平，國內改革政策的逐步釋放有助於提升權益市場風險偏好水平，帶動估值上行。



圖表5. 當前市場風險溢價處於較高水平



資料來源：萬得，中銀國際證券



## 關注利率中樞下行帶來的結構性機會

**關注利率下行預期、風險偏好提升下市場結構性機會。**結合上文分析，對於市場方向預判上，我們維持前期觀點，中期來看，市場盈利、估值承壓，難有趨勢性機會。**短期來看，無風險利率下行預期疊加風險偏好提升有望驅動市場反彈行情。**回溯歷史，我們發現歷次貨幣寬鬆周期中，估值抬升對於 A 股市場收益的貢獻程度遠大於盈利，而貨幣寬鬆周期下市場大類風格與行業表現稍有差異。我們發現貨幣寬鬆帶來的無風險利率下行並不一定帶來市場風險偏好水平的抬升。2008 年及 2018 年，受金融危機、中美貿易摩擦等因素影響，市場對於盈利預期及未來基本面不確定性擔憂大幅提升，極大壓制了市場風險偏好水平，體現出風險溢價大幅上行。我們認為，當前市場風險偏好已經處於較低水平，而對於中美貿易等潜在不確定性事件已經存在一定預期，短期來看，改革政策的釋放更有可能帶來市場風險偏好的提升，未來無風險利率下行預期的兌現有望進一步打開反彈窗口。類比 2014 年歷史情形，貨幣寬鬆周期疊加風險偏好提升情形下，TMT 為代表的科技板塊及以券商、地產為代表的大金融板塊表現出色。

行業配置上，衰退周期下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高股息的防禦策略仍然是獲得穩定收益的選擇，同時把握中報業績超預期帶來的確定性機會。短期風險偏好抬升階段，可關注利率下行預期中的結構性機會，同時關注 5G 產業鏈為代表的成長板塊確定性機會。

圖表6. 貨幣寬鬆周期市場表現

時間	2008Q4	2012Q1-Q2	2014-2015	2018
上證綜指漲幅%	(10.93)	(5.81)	32.87	(29.68)
估值貢獻(%)	93	66	121	119
風險溢價水平變化%	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)
消費	11.05	3.54	8.58	(0.75)
成長	11.90	(1.64)	24.12	(6.01)
穩定	7.46	1.83	27.15	6.35

資料來源：萬得，中銀國際證券

圖表7. 貨幣寬鬆周期行業表現

2008Q4	2012Q1-Q2	2014-2015	
電力設備	35.49 房地產	22.33 計算機	134.00
醫藥	24.77 非銀行金融	21.48 建築	102.17
通信	21.63 食品飲料	10.64 國防軍工	89.00
建築	19.42 餐飲旅游	9.10 通信	75.97
房地產	19.15 家電	8.91 交通運輸	70.80
建材	18.62 電力及公用事業	7.90 機械	67.04
農林牧漁	18.60 銀行	4.39 紡織服裝	65.15
傳媒	17.37 建築	4.06 餐飲旅游	60.08
國防軍工	15.76 有色金屬	4.00 農林牧漁	49.61
家電	15.37 醫藥	3.43 鋼鐵	47.34
電力及公用事業	11.51 電子元器件	1.77 房地產	47.15
機械	10.50 石油石化	(0.60) 輕工製造	36.79
計算機	8.69 交通運輸	(3.01) 非銀行金融	35.08

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