策略周報

行情向縱深發展

流動性邊際改善，風險偏好有望抬升，短期估值行情仍將延續，關注高貝塔策略。

- **估值中樞取决于盈利預期與無風險利率的共同影響，衰退後期的流動性寬鬆更有利于估值提**升。貨幣寬鬆多發生在需求下行（衰退）期，但衰退周期下，利率的下行却不一定意味著估值中樞的抬升。衰退早期，盈利預期的持續下行仍會對市場風險偏好産生負面衝擊，而估值中樞的變化取决于分子端盈利預期的下行與分母端無風險利率下行幅度。從周期定位的角度來看，衰退後期市場已經充分反應了基本面下行預期，此時的流動性寬鬆才會對估值中樞的抬升起到正向拉動作用。
- **流動性邊際改善，盈利回暖尚需時日**。綜上，降准的作用在于改善流動性，而流動性的邊際改善能否改變市場估值中樞取决于需求下行的預期是否得到有效修復。若後續沒有提振需求的政策，流動性的放開難以改變需求下行的趨勢，即降准提振的市場情緒只會引發短期反彈，沒有業績改善預期，難言持續性和高度。當前來看，降准釋放的流動性有望一定程度緩解 LPR 新機制下銀行面臨的息差收窄、有效貸款意願不足的局面。但相比 15 年，當前政策組合更多體現爲托底作用，難以出現大規模貨幣寬鬆及總量需求的釋放，下半年市場仍處量價尋底階段，盈利預期的改善難及 15 年情形。
- **短期來看，估值修復行情仍將延續，關注高貝塔策略**。對于當前市場預判，維持 9 月月報觀點。9 月市場流動性相對溫和。政策密集出臺提升市場風險偏好。無風險利率+風險偏好驅動的反彈行情仍將延續。但相比一季度利率中樞下行+盈利預期改善+風險偏好提升驅動的反彈邏輯，9 月市場盈利預期難有明顯改善。對比當前全 A 估值水平及歷史分位情況，我們認爲市場估值驅動的反彈修復空間弱于 Q1。類比歷史利率中樞下行叠加風險偏好抬升背景下市場結構表現，高貝塔屬性的券商及科技股有望成爲反彈首選。
- **風險提示：中美貿易摩擦加劇，盈利超預期下行。**

觀點回顧

——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。美債期限利差倒挂預示衰退周期開啓，國內經濟數據强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爲配置首選。

——20190825《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。外部衝擊邊際影響逐步減弱，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。當前市場風險偏好已經處于較低水平，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。

——20190831《日出江花紅勝火》：盈利預期內下行，流動性邊際緩和叠加風險偏好抬升，9 月 A 股市場有望迎來估值修復帶來的反彈行情。市場環境與 6 月相似，類比 6 月及歷史利率中樞下行叠加風險偏好抬升背景下市場結構表現，高貝塔屬性的券商及科技股有望成爲反彈首選。

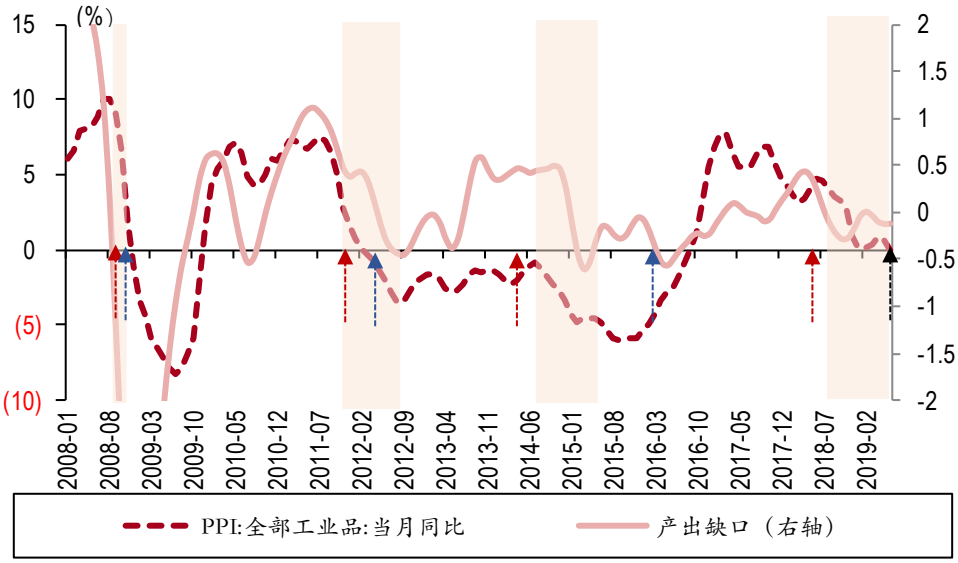
引言

本周國常會召開，專項債額度前置、定向/全面降准等逆周期調控手段同時推出，穩增長定調超出市場預期。周五央行公布全面+定向降准，落實國常會部署，預計釋放 9000 億流動性。本周市場風險偏好水平大幅提升，9 月流動性改善與風險偏好提升驅動的估值修復行情正式開啓。站在當前時點，全面降准的落地能否進一步提升市場估值中樞，利好兌現是否將成爲短期市場獲利了結的時點。本文結合周期定位通過回顧歷史上歷次降准對 A 股市場的影響，對此次降准及當前市場走勢進行分析預測。

流動性邊際改善，短期估值存在修復動力

估值中樞取决于盈利預期與無風險利率的共同影響。貨幣寬鬆多發生在需求下行（衰退）期，但衰退周期下，利率的下行却不一定意味著估值中樞的抬升。衰退早期，盈利預期的持續下行仍會對市場風險偏好産生負面衝擊，而估值中樞的變化取决于分子端盈利預期的下行與分母端無風險利率下行幅度。從周期定位的角度來看，衰退後期市場已經充分反應了基本面下行預期，此時的流動性寬鬆才會對估值中樞的抬升起到正向拉動作用。

圖表1. 貨幣寬鬆周期與經濟周期



資料來源：萬得，中銀國際證券（紅色箭頭代表降息周期開啓，藍色箭頭代表降息周期結束，陰影區域爲衰退後期）

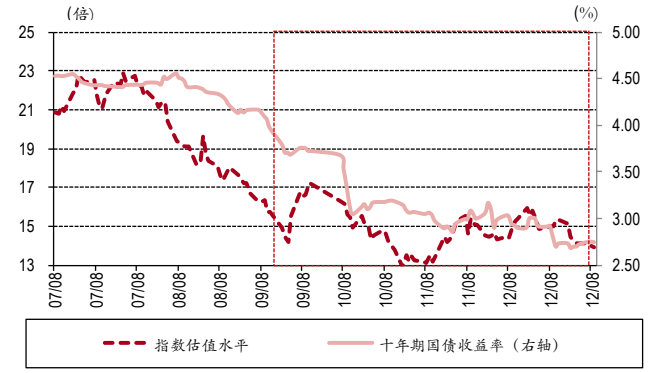
圖表2. 歷次降準時點及短期全 A 收益水平變化

	降准幅度（%）	T+1	T+5	T+10	T+20	1 月内估值變化(%)
2008/9/15	1	(6.07)	1.21	0.70	(10.37)	(5.23)
2008/10/8	0.5	(4.53)	(9.42)	(13.10)	(20.32)	(14.47)
2008/11/26	**1**	**2.06**	**7.75**	**15.68**	**4.83**	**(1.24)**
2008/12/22	0.5	(6.31)	(9.09)	(4.58)	0.13	0.06
2011/11/30	0.5	(1.21)	(3.91)	(8.63)	(11.73)	(6.80)
2012/2/18	**0.5**	**1.11**	**4.26**	**4.23**	**3.40**	**3.58**
2012/5/12	0.5	(0.69)	(1.82)	(1.13)	(2.72)	(3.15)
2015/2/4	0.5	(1.36)	(0.43)	2.93	7.69	4.25
2015/4/19	**1**	**1.21**	**6.22**	**2.48**	**12.93**	**7.87**
2015/6/27	0.5	(0.04)	(18.56)	(12.05)	(14.01)	(12.48)
2015/8/25	0.5	(11.45)	(6.71)	(3.99)	(5.52)	3.60
2015/10/23	0.5	3.38	2.05	9.29	13.85	12.38
2018/4/17	1	(0.94)	(0.21)	(1.22)	0.40	(0.28)
2018/6/24	0.5	(0.92)	(2.69)	(2.17)	0.02	1.10
2018/10/7	1	(3.78)	(10.36)	(7.13)	(5.78)	(6.54)
2019/1/4	1	3.75	4.83	6.23	6.15	4.58

資料來源：萬得，中銀國際證券

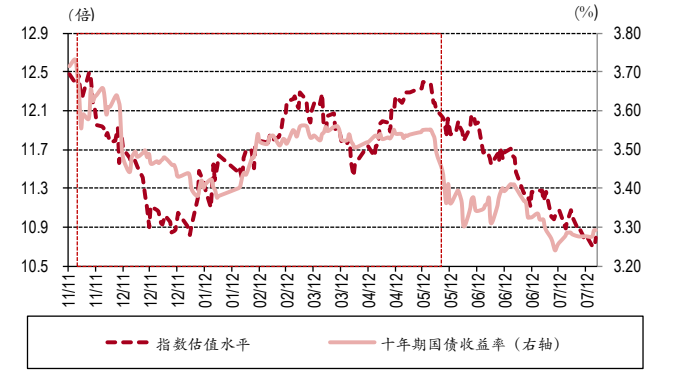
衰退後期的流動性寬鬆更有利于估值提升。2005 年以來，A 股市場共經歷 3 輪貨幣寬鬆周期，寬鬆周期一般開始于産出缺口爲代表的需求下行周期。降准/降息發生在衰退早期，市場尚未充分反應對于未來盈利增速下修的預期，因此，降准政策落地釋放的流動性難以抵抗市場對于未來基本面及盈利水平大幅下滑的擔憂引發的估值下修。以 2008 年及 2012 年爲例，本應負相關的市場估值水平與利率走勢呈現同向變動，顯示出在衰退早期，貨幣寬鬆政策幷未有效提振市場估值中樞，與之相反，對于未來基本面盈利預期的持續下調成爲影響當時市場估值水平的主要矛盾。2012 年一季度，PMI 階段性修復帶來市場估值止跌企穩，而伴隨著二季度基本面數據的大幅回落，市場盈利預期再次下調，估值水平再次進入下跌通道。反觀第三輪降息周期，市場在 2014 年末進入衰退周期後半程，而 2014 年 11 月開啓的降息進程才正式開啓了市場估值修復進程，貨幣寬鬆叠加持續超預期的總量托底及産業政策，提升市場對于未來盈利的預期，流動性大幅改善與盈利預期催化下，市場估值中樞出現大幅提升。

圖表3. 2008 寬鬆周期下市場估值及利率水平



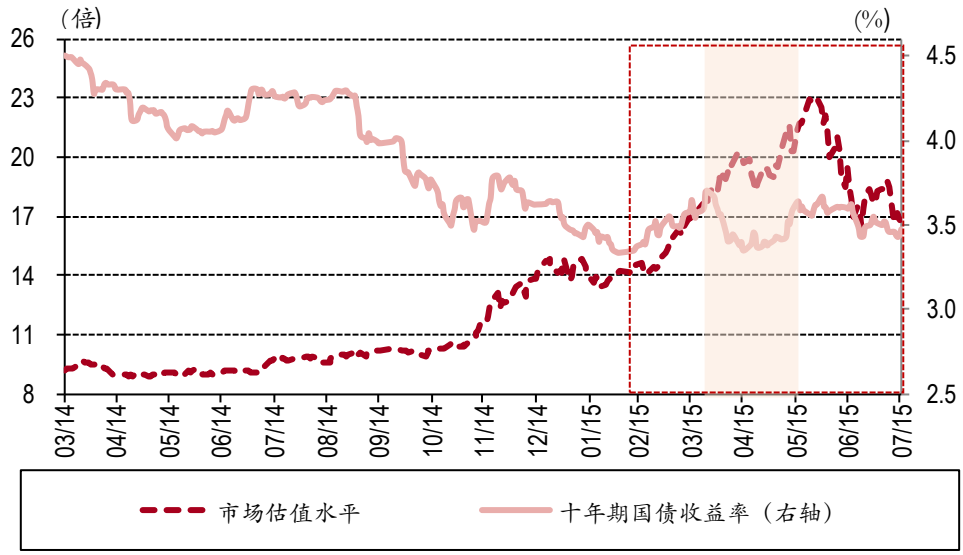
資料來源：萬得，中銀國際證券

圖表4. 2011-2012 寬鬆周期市場估值及利率水平



資料來源：萬得，中銀國際證券

圖表5. 2014-2015 寬鬆周期下市場估值及利率水平



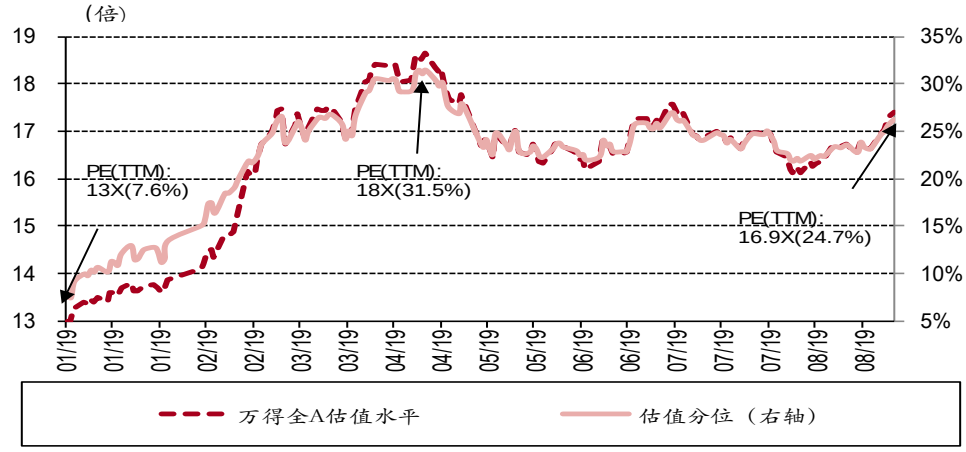
資料來源：萬得，中銀國際證券

流動性邊際改善，盈利回暖尚需時日。綜上，降准的作用在于改善流動性，而流動性的邊際改善能否改變市場估值中樞取决于需求下行的預期是否得到有效修復。若後續沒有提振需求的政策，流動性的放開難以改變需求下行的趨勢，即降准提振的市場情緒只會引發短期反彈，沒有業績改善預期，難言持續性和高度。當前來看，降准釋放的流動性有望一定程度緩解 LPR 新機制下銀行面臨的息差收窄、有效貸款意願不足的局面。但相比 15 年，當前政策組合更多體現爲托底作用，難以出現大規模貨幣寬鬆及總量需求的釋放，下半年市場仍處量價尋底階段，盈利預期的改善難及 15 年情形。

關注利率下行、風險偏好提升帶來的結構性機會

短期來看，估值修復行情仍將延續，反彈高度及持續性難及 Q1。對于當前市場預判，維持 9 月月報觀點。9 月市場流動性相對溫和。隨著 9 月下旬擴容時點臨近，北上資金 9 月以來持續流入，預計擴容落地前，北上資金對于市場流動性仍爲正貢獻。隨著降准靴子落地，LPR 利率的下行也是市場關注焦點，預計未來 LPR 利率下行有望將流動性通過銀行傳導至貸款利率，而通過 MLF 利率下調將會是當前來看更爲有效的手段。政策密集出臺提升市場風險偏好。國常會穩增長表態及專項債項目的逐步落地有助于緩解市場短期對于基本面超預期下行的擔憂，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。無風險利率+風險偏好驅動的反彈行情仍將延續。但相比一季度利率中樞下行+盈利預期改善+風險偏好提升驅動的反彈邏輯，9 月市場盈利預期難有明顯改善，但庫存周期尋底階段，需求短期依然承壓，Q3 盈利或難超預期。對比當前全 A 估值水平及歷史分位情況，我們認爲市場估值驅動的反彈修復空間弱于 Q1。

圖表6. 當前估值水平（分位）對比



資料來源：萬得，中銀國際證券

流動性邊際緩和叠加風險偏好抬升，9 月 A 股市場有望迎來估值修復帶來的反彈行情。市場環境與 Q1 及 6 月相似，類比歷史利率中樞下行叠加風險偏好抬升背景下市場結構表現，高貝塔屬性的券商及科技股有望成爲反彈首選。當前市場對于中美貿易等潛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延續反彈窗口。

圖表7. 利率下行風險偏好抬升階段行業表現

2014-2015	行業超額收益	2019/1-2019/3	行業超額收益	2019/6	行業超額收益
計算機	134.00	農林牧漁	24.87	餐飲旅游	7.69
建築	102.17	計算機	23.37	食品飲料	7.15
國防軍工	89.00	非銀行金融	18.46	非銀行金融	7.13
通信	75.97	食品飲料	18.43	銀行	2.03
交通運輸	70.80	電子元器件	17.63	通信	1.29
機械	67.04	輕工製造	11.32	電力及公用事業	1.19
紡織服裝	65.15	家電	11.16	建材	1.04
餐飲旅游	60.08	建材	10.89	家電	1.01
農林牧漁	49.61	國防軍工	10.20	交通運輸	0.97
鋼鐵	47.34	綜合	9.56	電子元器件	0.42
房地產	47.15	通信	9.53	有色金屬	0.35
輕工製造	36.79	電力設備	7.84	建築	0.26
非銀行金融	35.08	房地產	7.82	醫藥	0.19

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衆媒體及其他機構刊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衆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爲基準：

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：

强于大市：預計該行業指數在未來 6 個月內表現强于基準指數；

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。

滬深市場基準指數爲滬深 300 指數；新三板市場基準指數爲三板成指或三板做市指數；香港市場基準指數爲恒生指數或恒生中國企業指數；美股市場基準指數爲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幷向特定客戶發布。

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爲基礎，整合形成證券投資顧問服務建議或産品，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産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。閣下作爲收件人，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，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采取維權措施，追究有關媒體或者機構的責任。所有本報告內使用的商標、服務標記及標記均爲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、注册商標或注册服務標記。

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，幷未考慮到任何特別的投資目的、財務狀況或特殊需要，不能成爲或被視爲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産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，閣下不會因爲收到本報告而成爲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産品之前，就該投資産品的適合性，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，亦有可能采取與本報告觀點不同的投資策略。爲免生疑問，本報告所載的觀點幷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。對于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，純粹爲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于閣下個別情況。本報告不能作爲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
中銀大厦 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
中銀大厦二十樓
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
中銀大厦二十樓
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
注册編號 199303046Z
新加坡百得利路四號
中國銀行大厦四樓(049908)
電話: (65) 6692 6829 / 6534 5587
傳真: (65) 6534 3996 / 6532 3371