



策略周报

利率下行中的结构性行情

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。

- **美债期限利差倒挂预示衰退周期，黄金资产配置价值凸显。** 本周 10Y-2Y 美债利率的倒挂引发市场对于美国经济衰退风险的担忧。衰退周期下黄金资产的表现大概率优于其他类型风险资产。长周期来看，美国经济增长动能的减弱是驱动金价上行的长周期因素；中期来看，随着经济动力逐渐消竭，实际利率的下行以及避险情绪的扩散将明显推升黄金资产的相对收益。当前来看，随着联储降息周期的开启，实际利率下行推动的金价上行尚未结束，黄金资产为当下最为确定的资产配置方向。
- **工业企业生产意愿偏弱，基建逆周期调节尚未显著放量。** 生产端，7 月工业增加值大幅低于预期，发电量同比大幅回落。工业生产数据偏弱反映出内外需偏弱环境下企业投产预期谨慎，工业企业仍处于主动去库规下，报价机制将由原先的政策基准利率锚定模式转变为由各报阶段。投资端，被给予厚望的逆周期调节抓手基建投资并未显著放量。展望未来，当前经济结构的调整和新动能的培育的重要性远高于维持总量增速的稳定。政策定力下，三季度经济增速或仍存下行压力。
- **LPR 新规及中美贸易缓和提升短期市场风险偏好。** LPR 新价银行以公开市场操作利率加点的方式形成。新机制下 LPR 利率与公开市场利率直接挂钩，预计未来监管层有望通过直接调降公开市场利率引导贷款定价中枢的下行，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。利率中枢下行预期下，市场有望迎来短期风险偏好的抬升。中期来看，中美贸易的不确定性仍将成为压制市场估值的主要因素。但随着本周中美经贸代表互通电话，USTR 对部分 3000 亿商品清单征税推迟，前期压制市场风险偏好的主要因素得到缓解，预计短期市场或将迎来风险偏好的短暂抬升阶段。
- **把握中报业绩超预期带来的确定性机会及利率下行预期中的结构性机会。** 对于未来方向预判上，我们维持前期观点，8 月市场盈利、估值承压。短期市场虽有反弹，但依然对于盈利确定性给予较高溢价。中报业绩披露期，全 A 盈利下行压力下，注意把握增速持续稳定或业绩超预期个股带来的获取超额收益。行业配置上，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的防御策略仍然是获得稳定收益的选择，利率下行预期下，建议关注地产、电力板块的配置机会。中期来看，若后续市场利率中枢下行，或将打开无风险利率下行空间，低估值、高股息品种有望最先受益。**5G 产业链为成长板块确定性机会，关注业绩确定性强的细分产业龙头。** 虽然受 5G 技术成熟度影响，前期节奏的放缓或将延长业绩释放周期而并不会改变产业周期向上的趋势。目前来看，5G 产业链依然是成长板块中未来业绩确定性最高的板块。在当前中美不确定的背景下，短期业绩的兑现性与增速的稳定性将会成为产业链投资关注焦点。
- **风险提示：中美贸易摩擦加剧，盈利超预期下行。**

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

宏观及策略：策略研究

王君

(8610)66229061

jun.wang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S130051906003

*郭晓希为本报告重要贡献者



目录

观点回顾.....	4
基本面衰退信号逐步显现，短期市场风险偏好有所抬升.....	5
防御为上，关注利率下行预期下结构性机会	7
风险提示.....	8



图表目录

图表 1. 美债利率倒挂与衰退周期.....	5
图表 2. 衰退周期下大类资产表现.....	5
图表 3. 库存周期下行.....	6
图表 4. 基建投资尚未显著放量.....	6
图表 5. 牌照发放周期，运营商资本开支大幅提升.....	7
图表 6. 资本开支提升有望带来行业超额收益.....	7



观点回顾

——20190519《市场有望进入风险偏好修复的反弹阶段》：市场有望进入风险偏好逐步修复的反弹阶段。在经历了5月初以来贸易战层面以及上周末美国商务部对华为关键零部件出口的技术封锁的负面冲击后，短期市场有望进入风险偏好逐步修复的反弹阶段。反弹窗口期为一个月左右，市场大约有5-10%的空间向上修复。相比于2018年11-12月的反弹行情，当前市场仍处于负面事件冲击的第一阶段，市场风险偏好尚未修复，体现为对于盈利确定性较高的防御性品种更为偏好。而一旦市场信息层面转暖或风险偏好修复，前期超跌品种有望在反弹行情中获得更大超额收益。

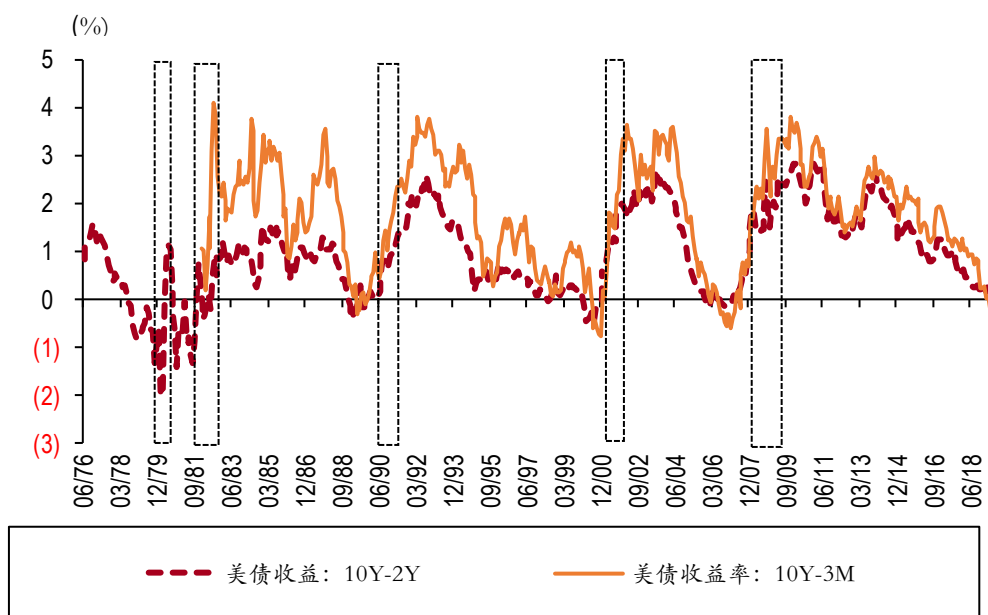
——20190701《孕育曙光——A股市场2019年中期策略》：基本面仍处下行中继，市场缺乏上行核心动力，下半年或将维持宽幅震荡，等待流动性宽松带来的交易性机会。下半年海外与国内需求状态成为研判A股走势的重要抓手；而流动性宽松对于A股估值的脉冲响应作为阶段性交易行情，处于次要地位。去库存周期叠加中美贸易影响下出口影响逐步显现，下半年基本面仍处于下行中继，缺乏支撑市场上行的核心动力。上证指数大概率难以突破上半年市场的高点；考虑到弱美元的环境，政策宽松周期对冲，下半年上证指数也不会破年初的低点，下半年指数仍是一个宽幅的箱体震荡过程中。从演化路径上讲，A股市场的压力集中在3季度，在4季度中后期市场博弈需求复苏的力量增强，也是A股曙光初现的时段。

——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。

基本面衰退信号逐步显现，短期市场风险偏好有所抬升

美债期限利差倒挂预示衰退周期，黄金资产配置价值凸显。本周 10 年-2 年期美债利率发生倒挂，结合年初以来，多次出现的 10 年-3 月美债收益率曲线倒挂现象，进一步引发市场对于美国经济衰退风险的担忧，美股为代表的风险资产大跌。根据历史回测，期限利差倒挂现象的出现虽不能绝对意义上预示着衰退周期（NBER 定义）的出现，但 3 个月以上持续时间的利差倒挂对于衰退周期具有较为明确的指向性意义。以 10Y-2Y 利差为例，历史上超过 3 个月以上的利差倒挂周期分别为 1978.8-1979.10、1980.9-1981.10、1989.1-1989.5、2000.2-2000.9、2006.6-2006.12，出现倒挂到衰退的时滞基本为 10-18 个月。虽然当前美国经济主要指标依然维持高位，但年初以来各期限利差倒挂的信号意义使得市场对于美国经济进入衰退周期担忧逐步提升。我们通过回溯历次衰退周期下大类资产的收益表现情况可知，衰退周期下黄金资产的表现大概率优于其他类型风险资产。长周期来看，美国经济增长动能的减弱是驱动金价上行的长周期因素；中期来看，随着经济动力逐渐消竭，实际利率的下行以及避险情绪的扩散将明显推升黄金资产的相对收益。当前来看，随着联储降息周期的开启，实际利率下行推动的金价上行尚未结束，黄金资产为当下最为确定的资产配置方向。

图表1. 美债利率倒挂与衰退周期



资料来源：万得，中银国际证券

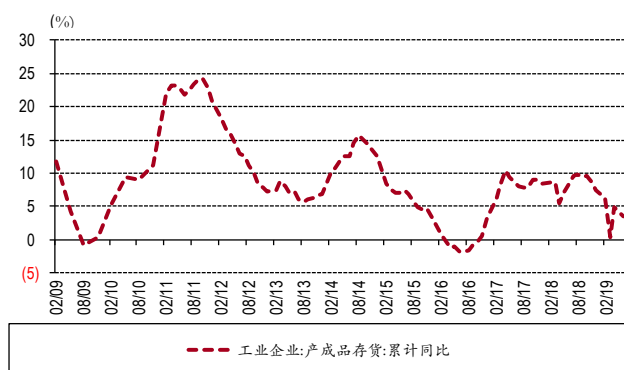
图表2. 衰退周期下大类资产表现

	标普 500	10Y 美债	伦敦金现
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

资料来源：万得，中银国际证券

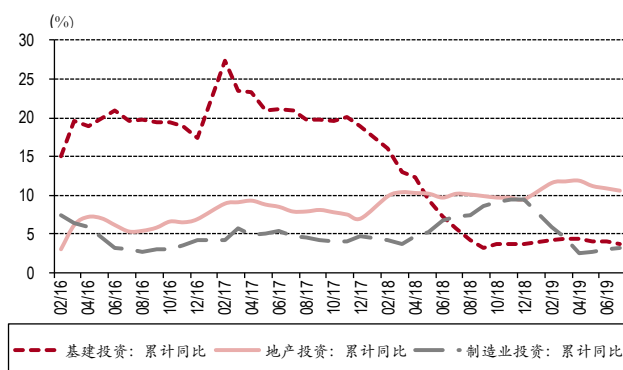
工业企业生产意愿偏弱，基建逆周期调节尚未显著放量。7月工业增加值同比降至4.8%，工业生产大幅低于预期，同时发电量同比大幅回落至0.6%。工业生产数据偏弱反映出内外需偏弱环境下企业投产预期谨慎，工业企业仍处于主动去库阶段。固定资产投资增速小幅上行，主要支撑来自制造业投资，6-7月专项债放量的背景下，被给予厚望的逆周期调节抓手基建投资并未显著放量，累计同比略微回落0.04个百分点至2.91%，或显示出基建新增项目进度不及预期。展望未来，政治局会议补短板定调下基建投资难有大幅提升。地产投资方面，虽然施增速维持高位，但融资收紧大背景下，地产投资上行动力难寻。从政治局会议及货币政策执行报告传递出的信息来看，当前经济结构的调整和新动能的培育的重要性远高于维持总量增速的稳定。政策定力下，三季度经济增速或仍存下行压力。

图表3. 库存周期下行



资料来源：万得，中银国际证券

图表4. 基建投资尚未显著放量



资料来源：万得，中银国际证券

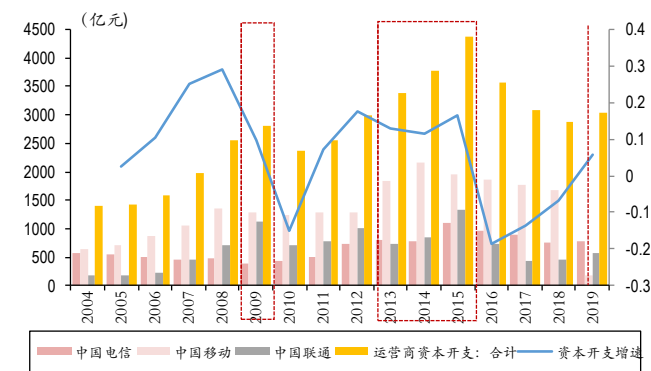
LPR 新规及中美贸易缓和提升短期市场风险偏好。8月17日，央行发布公告完善贷款市场报价利率形成机制的具体措施，明确LPR报价将由原先的政策基准利率锚定模式转变为由各报价银行以公开市场操作利率加点的方式形成，同时完善报价机制、新增报价品种。此次定价机制改革显示出监管层对于降低中小企业融资成本问题的迫切需求。虽然短期来看，商业银行负债端成本刚性，存在提升加点水平缓解息差下行压力的动机。但新机制下LPR利率与公开市场利率直接挂钩，鉴于监管扶持实体、降低小微企业融资成本的政策意图，以及当前逼近十年期国债的MLF利率水平，预计未来有望通过直接调降公开市场利率引导贷款定价中枢的下行。MLF利率中枢的下调也使得市场对于长端利率下行的空间的打开预期增强。对于权益市场，利率中枢下行预期下，市场有望迎来短期风险偏好的抬升。中期来看，中美贸易的不确定性仍将成为压制市场估值的主要因素。但随着本周中美经贸代表互通电话，USTR对部分3000亿商品清单征税推迟，前期压制市场风险偏好的主要因素得到缓解，预计短期市场或将迎来风险偏好的短暂抬升阶段。

防御为上，关注利率下行预期下结构性机会

把握中报业绩超预期带来的确定性机会及利率下行预期中的结构性机会。对于未来方向预判上，我们维持前期观点，盈利下行周期，市场缺乏上行的核心动力，中美贸易不确定性下市场中长期估值承压。短期市场虽有反弹，但依然对于盈利确定性给予较高溢价。中报业绩披露期，全 A 盈利下行压力下，注意把握增速持续稳定或业绩超预期个股带来的获取超额收益。行业配置上，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的防御策略仍然是获得稳定收益的选择，利率下行预期下，建议关注地产、电力板块的配置机会。中期来看，若后续市场利率中枢下行，或将打开无风险利率下行空间，低估值、高股息品种有望最先受益。建议关注当前处于估值低位、股息率高位的地产业、金融龙头的配置机会；同时，把握电力板块成本下移，高股息的增长潜力。盈利确定性预期下消费板块韧性尚存，关注 8 月底北上资金配置选择：8 月 27 日，MSCI 第二次扩容生效，通过成分股估算，银行、非银为代表的大金融板块及食品饮料、医药为代表的必需消费板块有望获得最大增量资金。

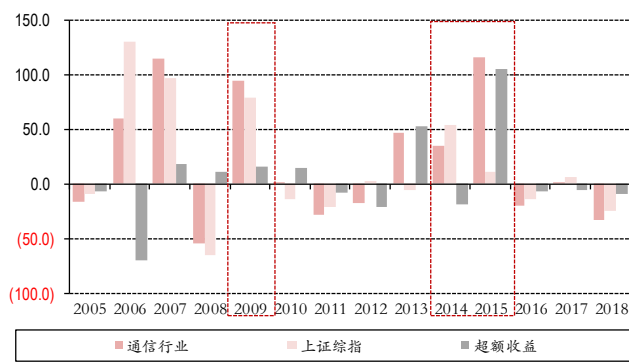
5G 产业链为成长板块确定性机会，关注业绩确定性强的细分产业龙头。5G 产业链依然为明年成长板块最为确定性的机会。参考 3G、4G 的产业链投资进程，根据历史上 3G、4G 牌照发放周期，运营商资本开支的提升有望带来行业盈利的改善进而获得超额收益。由于当前 5G 技术成熟度相较历史 3G、4G 商用周期尚处偏低水平，产业链推进节奏上较为谨慎，短期来看，运营商在 5G 建设初期也有意控制资本开支节奏。但受益于政策导向与产业周期逻辑，5G 产业链景气向上确定性无疑，前期节奏的放缓或延长业绩释放周期而并不会改变产业周期向上的趋势。目前来看，5G 产业链依然是成长板块中未来业绩确定性最高的板块。在当前中美不确定的背景下，短期业绩的兑现性与增速的稳定性将会成为产业链投资关注焦点。

图表5. 牌照发放周期，运营商资本开支大幅提升



资料来源：工信部，中银国际证券

图表6. 资本开支提升有望带来行业超额收益



资料来源：工信部，中银国际证券

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_10628

