

## 指数下行空间有限，金融、周期有望继续突围

**核心结论：指数下行空间有限，金融、周期有望延续突围。**

证券分析师：周雨

电话：010-88321580

E-MAIL: zhouyu@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190210090002

相关研究报告：

《从PB视角观察，指数下行空间有限》——  
2018/9/16

《做多窗口仍在》——2018/9/2

《地量以后，吃饭行情将开启》——2018/8/26

《反弹仍在路上》——2018/8/13

《风险可控，笑看风云》——2018/8/5

《反弹中途有波折，周期成长齐飞》——  
2018/7/29

《反弹仍在路上，静候财政发令枪》——  
2018/7/15

《短期或迎反弹，优选中报景气向上行业》——  
2018/7/8

《估值底与政策底已现，市场或迎反弹》——  
2018/7/1

《市场风险已经可视，但价值未被充分挖掘》——  
2018/6/24

《今年为什么不会重演2011年熊市？》——  
2018/6/17

《警惕宏观流动性紧缩向市场流动性蔓延》——  
2018/6/10

《淘金债务违约背景下的高偿债能力行业》——  
2018/6/8

《政策信号逐渐出现，价值因子开始上升》——  
2018/6/4

《市场继续承压，等待信号明确》——  
2018/5/28

**美股风险仍存。**上周美股大幅调整，带动全球市场下行。美债收益率上升背后的主要逻辑为加息+赤字组合不可持续。据估算，预算赤字每增加1%，约带动10年期美债收益率上升20个基点。当前，美国国债余额已经达到21.43万亿美元规模。未来，美联储的渐进式加息提升了市场对于增量国债的利率上行预期，并将进一步压制美股估值。从经验值来看，长加息周期均会促发美股出现大幅调整，且调整一般在加息中段而非末端出现。

**低估值叠加产业资本回购新高决定了市场下行空间有限：**上证综指当前PB为1.4，2013年6月的历史底部为1.3；上证50当前PB为1.2，与2013年6月底部相同。破净股数量已创下历史新高，破净股比例也仅低于2005年底部，高于近三次大盘底部，情绪已经足够悲观。2005年底部破净股比例为15.28%，2008年底部破净股比例为11.08%，2013年底部破净股比例为6.2%，2016年底部破净股比例为1.87%，当前破净股比例为11.89%。从产业资本行为看，当前也具有底部特征：今年前9个月，实行回购的企业共有548家，远高于史上任何一年（其次为2016年的184家），金额为285.64亿元，远高于史上任何一年（其次为2013年的92.82亿元），平均每家回购金额仅次于2013年。

**从股息率-国债收益率视角看底部不远：**上证综指股息率-10年期国债收益率当前值为-1.009%。从经验来看，该差值为-1时已经是相对底部（如2014年、2005年及2008年）。

**看好金融（尤其是银行）、周期股（尤其是煤炭钢铁）以及基建股。**逻辑如下：金融股受益于货币宽松带来的利率低位，周期股同时受益于流动性宽松及供给侧改革下盈利维持高位，基建股受益于地方债发行放量下基建投资边际改善的预期。

**经济下行与政策刺激已经到达临界点。**9月PMI持续下滑，汽车销量首次出现趋势性下滑，未来经济下行压力不容忽视。底线思维之下，未来托底经济的刺激政策有望陆续出台，长期改革措施可期。

**风险提示：贸易战升级超预期，流动性骤紧。**

## 目录

1. 上周美股、港股及 A 股市场回顾 .....	4
2. 低估值叠加产业资本回购新高决定了下行空间有限 .....	6
3. 经济下行与政策刺激已经到达临界点 .....	8
4. 看好大金融、周期股、基建股 .....	10

## 图表目录

图表 1: 加息通常意味着美股剧烈调整 .....	5
图表 2: 美国国债存量仍在攀升 .....	5
图表 3: 当前重要指数与其历史底部估值均已不远 .....	6
图表 4: 从股息率与无风险收益率之差看，当下是相对底部 .....	7
图表 5: 估值结构接近历史大底 .....	8
图表 6: 产业资本回购创新高 .....	8
图表 7: PMI 持续下滑 .....	9
图表 8: 汽车销量持续下滑 .....	9
图表 9: 进出口保持韧性 .....	9
图表 10: 重大刺激经济及深化改革措施 .....	10
图表 11: 流动性充裕 .....	11
图表 12: 地方债发行放量 .....	11
图表 13: 周期股 ROE 改善周期接近历史最长 .....	11
图表 14: 流动性充裕有利于改善对周期股风险偏好 .....	11

## 核心结论：指数位于底部区域，金融、周期有望延续突围

从估值、政策、产业资本行为来看，指数位于底部区域。行业中，基于经济下行后政府的行为逻辑以及地方债发行状况角度，我们仍然建议关注大金融中的银行板块、基建板块以及周期股。

### 1. 上周美股、港股及 A 股市场回顾

上周美股出现了较大幅度调整，并带动全球市场下行，A 股与港股也未能独善其身。我们认为基于美国财政赤字继续扩大引发市场对于债务负担的担忧，美国国债收益率上行的系统性风险将持续，并同时压制美股估值。

**美股大幅调整：**上周，美股经历了大幅调整，纳斯达克指数跌 3.74%，道指跌 4.18%，标普 500 跌 4.1%。受此影响，港股及 A 股也经历了大幅调整，恒生指数跌 2.9%，上证综指跌 7.6%，上证 50 跌 6.23%，沪深 300 跌 7.79%。美股下跌的导火索为美国国债收益率突升。国庆期间，美国十年期国债收益率突破 3.2%，并突破了长期下降通道，进而股市与债市之间的比价（性价比）突破临界值，压制美股估值。而美国国债收益率上升背后的主要逻辑为加息+赤字组合不可持续。美国 2018 财年财政赤字为 7820 亿美元。2019 年将达到 9810 亿美元，2020 财年则将超过 1 万亿美元。在减税并没有带来财政收入增加（经济景气周期高点减税边际效用极低）的情况下，美国财政赤字不可避免上升。据估计，预算赤字每增加 1%，10 年期美国国债收益率就会上升约 20 个基点；当前，美国国债余额已经达到 21.43 万亿美元规模。未来，美联储的渐进式加息提升了市场对于增量国债的利率上行预期并将进一步压制美股估值。

**从历史经验来看，加息导致的利率变动往往意味着美股将经历大幅调整。**1987 至 1989 年美国将联邦基金目标利率从 5.88% 提升至 9.81%，美股于基准利率到达 6.73% 时经历“黑色星期一”；1998 年至 2000 年美国将联邦基金目标利率从 4.75% 提升至 6.5%，美股在利率位于 5.85% 时大幅调整；2003 年至 2006 年美国将目标利率从 1% 提升至 5.25%，美股在利率位于 4.76% 时大幅调整。从历史经验来看，除了 1983 至 1984 年以及 1994 至 1995 年的短暂加息期间外，长加息周

指数下行空间有限，金融、周期有望继续突围

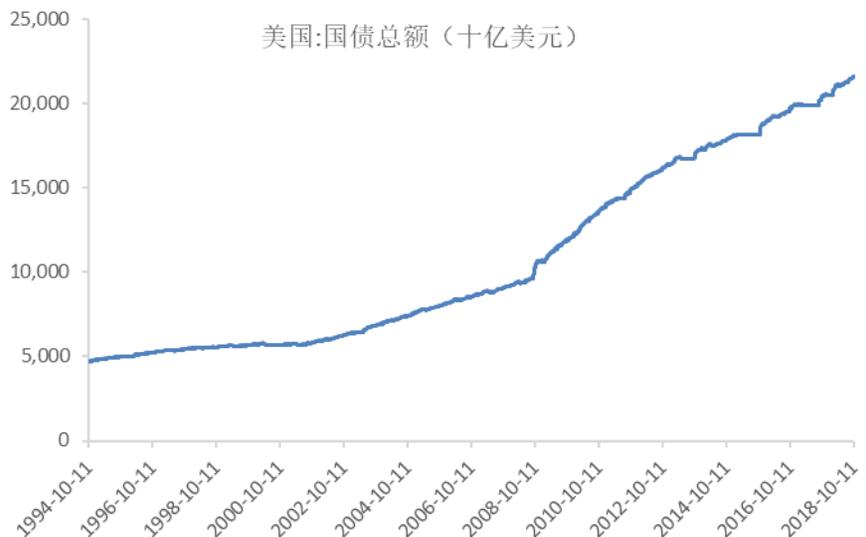
期均会带来美股的大幅调整，且一般在加息中段而非末端出现。

图表 1：加息通常意味着美股剧烈调整

开始时间	结束时间	跨 度 (月)	起点利 率 (%)	终点利 率 (%)	美股崩 盘时利 率 (%)	至崩盘 利率变 化	利率变 化 (以 BP 计)
1983.03	1984.08	17	8.5	11.50	-	-	-
1987.01	1989.05	29	5.88	9.81	6.73	0.85	85BP
1994.02	1995.02	12	3.25	6.00	-	-	-
1998.11	2000.05	18	4.75	6.5	5.85	1.10	110BP
2003.06	2006.06	37	1.00	5.25	4.76	3.76	376BP
2015.12	-	-	0.25	2.75- 3.25	-	-	-
平均加 息	-	-	-	-	-	1.90	190BP

资料来源：太平洋研究院整理

图表 2：美国国债存量仍在攀升



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

## 2. 低估值叠加产业资本回购新高决定了下行空间有限

我们在9月多篇报告中提到，本轮银行、煤炭等金融及周期性行业处于类似2012年末的反弹进程中，已经先于大盘见底。自我们发布研报以来，银行、煤炭等行业取得了显著的超额收益，同时没有跟随其他行业创下新低，验证了我们基于估值框架判断的有效性。我们推广此框架到其余重要指数，发现指数下行空间已经有限。另一方面，市场整体估值结构（破净股比例）已经接近2008年，底部区域愈发明显；股息率及国债收益率之差也已接近历史底部，产业资本回购更是创造历史新高。

**从PB-ROE框架可以判断底部不远：**我们将此前用以判断底部的PB-ROE估值框架推广至其余重要指数，可以发现，所有指数均离历史底部不远。上证综指当前PB为1.4，距离2013年6月的历史底部1.3已不遥远；上证50当前PB为1.2，与2013年6月底部相同；沪深300与上证50情况类似。创业板指距离2013年底部则仍有一定空间。

图表3：当前重要指数与其历史底部估值均已不远

底部时间（最低点日期）	上证综指	上证50	沪深300	创业板指
当前	PB: 1.4 (10-12) ROE:11.34%	PB: 1.2 (见底于7-4) ROE:12.1%	PB: 1.3(10-12) ROE:12.06%	PB:3.3(10-12) ROE:6.8%
2013年6月	PB: 1.3(见底于6-25) ROE:14.1%	PB:1.2(见底于11-13) ROE:16.1%	PB: 1.3(见底于6-25) ROE:15.0%	PB: 2.5(见底于前一年12-4) ROE:7.9%
2008年11月	PB:2.0(见底于11-4) ROE:12.6%	PB: 2.0(见底于10-31) ROE:14.6%	PB:2.0(见底于11-4) ROE:12.9%	-
2005年6月	PB:1.6(见底于6-3) ROE:9.5%	PB:1.6(见底于6-3) ROE:14.4%	PB:1.6(见底于6-3) ROE:11.1%	-

资料来源：Wind，太平洋研究院整理

**从股息率减国债收益率视角看底部不远：**截至2018年10月12日，上证综

指股息率减十年期国债收益率为 -1.009%。从经验来看，该差值为-1 时已经是相对底部（如 2014 年、2005 年及 2008 年）。

图表 4：从股息率与无风险收益率之差看，当下是相对底部



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

**估值结构及产业资本行为均有底部特征：**对 A 股长期的估值体系而言，对股票最悲观的情境体现为破净（市净率位于 0-1 之间）。截至 2018 年 10 月 12 日，破净股数量已创下历史新高，而破净股比例也仅低于 2005 年底部水平，高于近三次大盘底部，情绪已经足够悲观。2005 年底部破净股比例为 15.28%，2008 年底部破净股比例为 11.08%，2013 年底部破净股比例为 6.2%，2016 年底部破净股比例为 1.87%，当前破净股比例为 11.89%。另一方面，产业资本的大面积回购（回购不同于可能存在“套路”的增持，回购股份将不再对外流通，并且能提升每股收益）通常意味着市场整体受到低估，作为最了解企业价值的行为人，产业资本的大面积回购通常意味着整体估值位于底部区域。而从产业资本行为看，当前也具有底部特征：2018 年前 9 个月，实行回购的企业共有 548 家，远高于历史上任何一年（其次为 2016 年的 184 家），金额为 285.64 亿元，远高于历史上任何一年（其次为 2013 年的 92.82 亿元），平均每家回购金额仅次于 2013 年。

图表 5：估值结构接近历史大底

市净率占比	市净率占比	市净率占比	市净率占比	市净率占比	市净率占比
所处区间	2005/6/3	2008/10/28	2013/6/25	2016/1/27	2018/10/12
0 倍以下	2.02%	2.34%	0.85%	0.53%	0.45%
0-1 倍	15.28%	11.08%	6.20%	1.87%	11.93%
1-2 倍	58.57%	50.28%	38.49%	16.71%	38.87%
2-5 倍	26.61%	30.21%	42.51%	47.71%	39.47%
5 倍以上	3.10%	6.08%	11.96%	33.18%	9.31%

资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 6：产业资本回购创新高

时间	当年累计回购金额（亿元）	参与公司数目	平均每家回购金额（亿元）
2018 年 10 月	285.638	548	0.521237
2016 年 1 月	59.64	184	0.32413
2013 年 6 月	92.82	42	2.21

资料来源：Wind，太平洋研究院整理

### 3. 经济下行与政策刺激已经到达临界点

9 月已公布的经济数据中，PMI 持续下滑，汽车销量首次出现趋势性下滑，均显示出经济下行压力不容忽视。在此背景下，托底经济的刺激政策有望陆续出台，长期改革措施也有望陆续公布。基于长期增长预期的修复，我们认为指数下行空间有限。

**已公布经济数据不容乐观，仅贸易保持韧性：**已公布的 9 月经济数据中，PMI 及汽车销量均呈现持续下滑态势，9 月中采 PMI 为 50.8% 创 2 月以来新低显示经济扩张速度继续下降，且新订单指数及新出口订单指数均有所下降（新订单指数从 8 月的 52.2% 降至 52%，新出口订单指数从 8 月的 49.4% 降至 48%）；9 月乘用车（代表居民消费需求）销量同比为 -12%，已连续 3 个月负增长，1-9 月累计同比从 1-8 月的 2.6% 降至 0.6%，消费数据不容乐观。需求项中，进出口贸易仍然保持韧性，1-9 月进出口金额增速为 15.7%，出口金额累计同比为 12.2%，进口金额累计同比

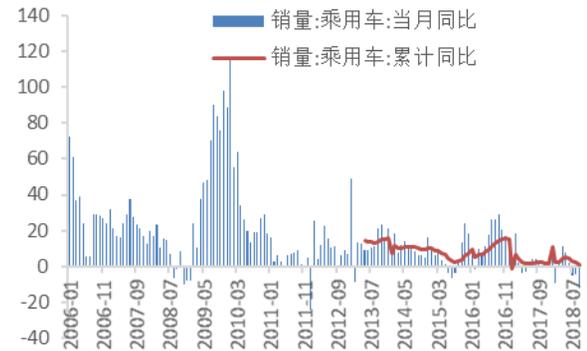
为 20%，均高于历史中位数值，且下滑较为缓慢。

图表 7: PMI 持续下滑



资料来源: Wind, 太平洋研究院整理

图表 8: 汽车销量持续下滑



资料来源: Wind, 太平洋研究院整理

图表 9: 进出口保持韧性



资料来源: Wind, 太平洋研究院整理

**刺激经济及释放改革红利的政策有望陆续出台:** 当前, 为了稳就业、稳增长以及深化改革, 已有大量政策措施出台, 包括降准释放流动性改善小微企业融资能力、发布《关于完善促进消费体制机制进一步激发居民消费潜力的若干意见》、减税(增值税及个税)降费, 稳定基建投资, 以及放宽外资投资负面清单等。10月11日, 部分地方政府开始就上市公司股权质押爆仓问题展开解救行动, 例如深圳市政府成立优质上市公司股权投资专项基金, 安排数百亿专项资金, 通过过桥贷款、委托贷款、债权收购、股权收购等方式, 向上市公司或实际控制人提供流动性支持, 此举有利于降低系统性风险发生的概率。我们认为, 管理层在观测到年内经济下行压力以及国际形势稳中有变后, 更多刺激经济及释放改革红利的政

策有望陆续出台。

图表 10：重大刺激经济及深化改革措施

提振经济措施	降准	减税	刺激消费	基建投资	扩大对外开放	后续可期待政策
政策内容	年内央行已四次降准(包含三次普降及一次定向降准)，降低准备金率达 1.5 个百分点并释放 15000 亿以上流动性	增值税税率分别降 1%，并提升个税起征点至 60000 元/年	“坚持消费引领，倡导消费者优先”、“坚持市场主导，实现生产者平等”、“坚持审慎监管，推动新消费成长”、“坚持绿色发展，培育健康理性消费文化”。政府的工作重心从“保证经济增长”转为“为提振消费服务”的职能转变再现。	加快发行地方债，重提稳投资，放松对信托约束	放宽外资投资负面清单，清单长度由 63 条减至 48 条，在金融、汽车、船舶、铁路、农业、矿产、电网等领域推出 22 条开放措施。	对增值税并档且继续降低税率降税；出台对小微企业友好政策(例如深圳市成立股权投资基金救助高质押率上市民营企业)

资料来源：公开信息，太平洋研究院整理

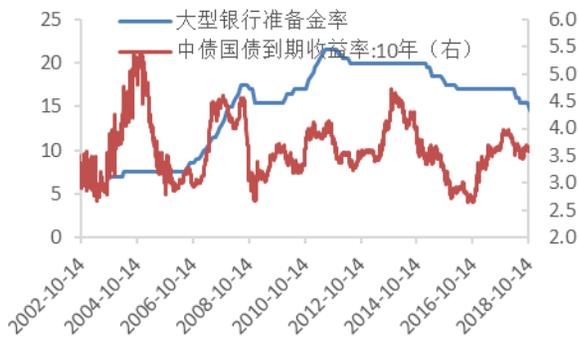
## 4. 看好大金融、周期股、基建股

我们认为大盘下跌空间有限，建议积极关注金融（以银行为首，保险次之）、周期股（煤炭、钢铁）以及基建股，逻辑如下：金融股受益于货币宽松带来的利率低位，周期股同时受益于流动性宽松及供给侧改革下盈利维持高位，基建股受益于地方债发行放量下基建投资边际改善的预期。

**金融股受益流动性宽松：**降准以及较为独立的货币政策（加息幅度及节奏均不如美国）令市场流动性保持充裕，降准降低了金融机构的负债压力，而较为独立的货币政策则保证了金融机构不会因为美元回流周期而出现系统性风险（国债收益率维持低位），金融股（银行、保险）有望持续估值修复。

**基建股受益于基建投资有望边际改善：**上半年，受制于去杠杆背景下政府预算约束以及融资渠道收紧，基建投资出现较大幅度滑坡。在7月23日国常会后，政府及时转向，强调了基建在稳投资方面的作用，并加快了地方债发行进度，8-9月，共有16315亿地方政府债发行，相比去年同期接近翻番（8253亿）。在此背景下，年内地方政府债有望超越去年规模，基建投资有望边际改善。

图表 11：流动性充裕



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

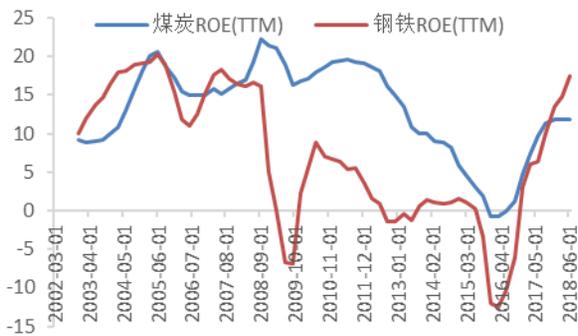
图表 12：地方债发行放量



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

**周期股受益于流动性宽松，供给侧下盈利维持高位有利于估值修复：**受益于供给侧改革实现的产业出清，煤炭、钢铁行业 ROE 已连续八个季度回升，其盈利改善周期与 2003-2005 年持平，为历史最长，并且有望延续，估值修复窗口值得期待；另一方面，宽裕的流动性从历史经验看也有利于改善市场对周期行业的风险偏好。

图表 13：周期股 ROE 改善周期接近历史最长



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 14：流动性充裕有利于改善对周期股风险偏好



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

## 投资评级说明

### 1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；  
 中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；  
 看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

### 2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；  
 增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；  
 持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；  
 减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

## 销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
销售负责人	王方群	13810908467	wangfq@tpyzq.com
北京区域销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
北京地区销售总监助理	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
北京地区销售总监助理	李英文	18910735258	liyw@tpyzq.com
北京地区销售	袁进	15715268999	yanjin@tpyzq.com
北京地区销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
北京地区销售	付禹璇	18515222902	fuyx@tpyzq.com
上海区域销售副总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
上海地区销售总监助理	洪绚	13916720672	hongxuan@tpyzq.com
上海地区销售	李洋洋	18616341722	liyangyang@tpyzq.com
上海地区销售	张梦莹	17621077676	zhangmy@tpyzq.com
上海地区销售	宋悦	13764661684	songyue@tpyzq.com
上海地区销售	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
上海地区销售	杨海萍	17717461796	yanghp@tpyzq.com
上海地区销售	黄小芳	15221694319	huangxf@tpyzq.com
广深地区销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
广深地区销售副总监	杨帆	13925264660	yangf@tpyzq.com
广州地区销售总监助理	查方龙	18565481133	zhafanglong@126.com
深圳地区销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
深圳地区销售	王佳美	18271801566	wangjm@tpyzq.com
深圳地区销售	胡博涵	18566223256	hubh@tpyzq.com
深圳地区销售	陈婷婷	18566247668	chengtt@tpyzq.com



## 研究院

中国北京 100044  
北京市西城区北展北街九号  
华远·企业号 D 座  
电话： (8610)88321761  
传真： (8610) 88321566

## 重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。