



2019-08-25

投资策略报告

危中有机：先债后股，继续看好农产品/贵金属/军工

证券分析师：黄付生

电话：010-88695133

E-MAIL: huangfs@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190517030002

研究助理：万科麟

电话：010-88695238

E-MAIL: wankl@tpyzq.com

职业资格证书编码：S1190117100013

相关研究报告：

《先债后股，增配贵金属、农产品、电力——大宽松时代将至》——2019/08/11

《冷眼向洋看世界——极限施压并不可怕》——2019/08/02

《6月前瞻：买点大概率出现在下旬》——2019/06/02

《类滞涨格局下短期将呈震荡，中期仍偏积极》——2019/05/05

《信用底已现，经济底不远，上升继续》——2019/04/14

《短期向上，中期震荡，蓝筹占优》——2019/03/31

《多空交织，震荡继续》——2019/03/24

《宽幅震荡，结构为王》——2019/03/17

《社融数据如期改善，市场反弹仍将延续》——2019/02/17

《政策工具持续出台利好春季反弹延续》——2019/01/27

《全面降准助力春季反弹》——2019/01/04

《分母端逻辑驱动反弹》——2018/10/22

《交易风险犹存，反弹仍看金融》——2018/10/28

《政策底出现，“春天”不遥远》——2018/10/21

《反弹中途有波折，周期成长齐飞》——2018/7/29

核心结论：贸易摩擦加剧不妨碍“先债后股”及“股债双牛”，继续看好农产品/贵金属/军工。下周四大关注点“三大指数纳入A股、贸易战加剧下潜在的竞争式贬值、美联储态度显著软化以及MLF续作”大部分构成对大类资产尤其是债券的利好，当前环境固收类资产受益最大，股市也将底部回升。建议投资者加长贵金属、农林牧渔等行业的配置期限，做好衰退—宽松—通胀三手准备，反弹以医药\军工为主要突击点。

贸易战加剧的后市推演。①特朗普的失态（连发推特、关税税率上升甚至威胁动用1977年法案）展示出我国反制精准戳到其痛处，后续不排除继续扩大至“科技战”、“金融战”可能，贸易战已事实进入持久战阶段；②A股对特朗普施压的反应已逐渐“钝化”，这背后也反映了上市企业盈利的韧性以及对于逆周期对冲政策的预期；③离岸人民币跳贬暗含我国将利用贬值保护制造业，对股市而言长期是利好信号。

鲍威尔讲话态度显著软化，年内开启降息通道近乎不可避免。

①“将采取措施维持经济扩张”显示鲍威尔态度已与此前“关注通胀与就业”不同；②“没有近期的先例指引如何面对贸易不确定性”中“没有近期的先例”隐含具有远期先例，我们认为其暗示了1929年大萧条前的“竞赛式贬值”存在重演可能，弱美元更符合美国利益；③“低通胀才是问题而非高通胀”暗示美联储将无视7月核心通胀超过2%通胀目标，但核心通胀低于2.0%的时候会考虑降息。

三大指数纳入A股引活水，关注MLF是否降息续作。①MSCI、富时罗素及标普道琼斯指数均在下月前后正式纳入或提升对A股纳入比例（MSCI于8月27日收盘前生效），按照我们此前测算及最新汇率情况，约将带来2500亿人民币资金流入（具体计算及假设在下文）②我们前期报告已提到新LPR要起到降低银行贷款利率的作用，需要MLF利率下降以降低银行负债端成本进行配合。关注本周MLF续作情况，预计本月不会降息续作。

“先债后股”验证，继续看好贵金属\军工\农产品\必需消费。大类资产配置中最受益于央行“变相降息”以及美国“保险式降息”转为“逼迫式降息”的将是债券\贵金属，如我们上文提到的，在贸易战影响钝化后，股票可以逢低买入。行业层面，增加并延长我们6月以来多次提示的贵金属仓位配置，延续对农产品的配置，增加对公用事业（如火电）及必需消费的配置，反弹主要突击点为医药\军工，建议小仓位参与。

风险提示：MLF利率变动不及预期，逆周期对冲不及预期。

目录

核心结论：贸易摩擦加剧不妨碍“先债后股”及“股债双牛”	4
1.2 A股对贸易战反应逐渐钝化，先行贬值有利中国在贸易战中取得先机	6
2. 鲍威尔讲话态度显著软化，年内开启降息通道近乎不可避免	8
3. 三大指数纳入A股引活水，关注MLF是否降息续作	9
3.1 三大指数增资规模合计约2500亿人民币（上限）	9
3.2 MLF暂不降息概率较高	11
4. “先债后股”验证，继续看好贵金属\军工\农产品\必需消费	11

图表目录

图表 1：美国进口汽车占比不高	5
图表 2：特朗普净支持率仍不算低(黑-红)	5
图表 3：A 股逐渐消化贸易战影响	7
图表 4：非金融企业盈利增速回升	7
图表 5：先行贬值有利于保护制造业，抵消关税不利影响	7
图表 6：中国核心通胀低于美国	9
图表 7：中美利差已高于舒适区间	9
图表 8：MSCI 纳入比例提升带来增量合计	10
图表 9：9 月富时罗素带来约 340 亿人民币增量资金	10
图表 15：上周成交金额基尼系数稍有回落	12
图表 16：沽购比继续回升	12
图表 17：机构仓位回落	13
图表 18：强势股数量继续下行	13
图表 19：恐指平稳略降	13
图表 20：FAMA 五因子模型显示风格或有切换	14
图表 21：贵金属受益于美元信用对冲	15
图表 22：煤炭进入景气尾声利好电力	15
图表 23：黄金交易仓位过于拥挤，降低短期赔率	15

核心结论：贸易摩擦加剧不妨碍“先债后股”及“股债双牛”

下周四大关注点“三大指数纳入A股、贸易战加剧下潜在的竞争式贬值、美联储态度显著软化以及MLF续作”大部分构成对大类资产尤其是债券的利好，当前环境固收类资产受益最大，股市也将底部回升。建议投资者加长贵金属、公用事业（火电）、农林牧渔等行业的配置期限，做好衰退—宽松—通胀—通缩—反弹以医药\军工为主要弹性突击点。

1. 贸易战加剧的后市推演

①特朗普的失态（连发推特、关税税率上升甚至威胁动用1977年法案）展示出我国反制精准戳到其痛处，后续不排除继续扩大至“科技战”、“金融战”可能；②从A/H股溢价指数来看，A股对特朗普施压的反应已逐渐“钝化”，这背后也反映了上市企业盈利的韧性以及对于逆周期对冲政策的预期；③离岸人民币跳贬暗含我国将利用贬值保护制造业，对股市而言长期是利好信号。

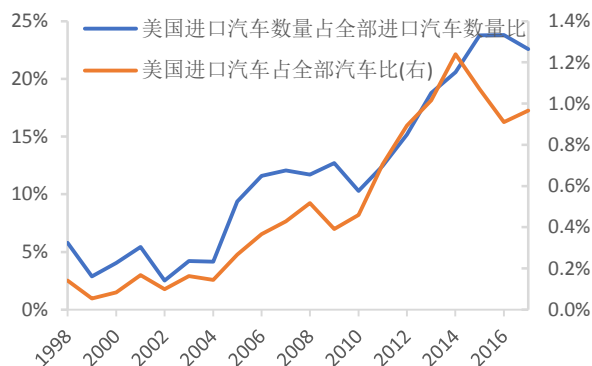
1.1 贸易战已事实进入持久战阶段

我国财政部于8月23日发布了《国务院关税税则委员会关于对原产于美国的汽车及零部件恢复加征关税的公告》，对原产于美国的5078个税目、约750亿美元商品，加征10%、5%不等关税，分两批自2019年9月1日12时01分、12月15日12时01分起实施。750亿美元商品清单中，经审核确定的排除商品，按排除办法，不加征我国为反制美301措施所加征的关税。9月1日实施的清单内容主要包括大豆以及首次纳入的原油等产品，12月15日实施的清单内容包括玉米、棉花、水产品、汽车及零部件等产品；自2019年12月15日12时01分起，对原产于美国的汽车及零部件恢复加征25%、5%关税。当前，我国进口汽车整车关税为15%，进口汽车零部件关税为6%。在对美国单独加征后，美国进口汽车整车关税为40%，美国产进口汽车（包括别国品牌但于美国生产的汽车）约占到中国进

口车 22%的比重。

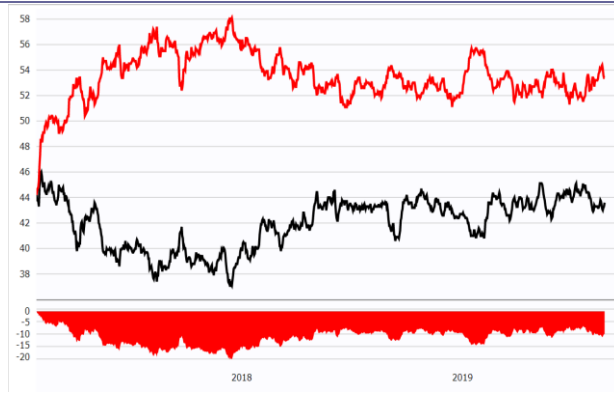
对美国的反制对通胀影响极低，但贸易战已事实上升级。从长期影响来看，由于美国产进口汽车占全国汽车消费占比不到 1%（2017 年数据），对核心 CPI 影响完全可控，并且特斯拉及林肯等美国汽车品牌因生产成本等原因将在我国境内开辟生产线，故我国的反制措施对我国直接影响不大，但有利遏制了特朗普的票仓如密歇根等摇摆州，但当前特朗普民调尚未跌至必然败选阶段，事实上特朗普当前净支持率为-9.8，距离上一次新低（2017 年 12 月，-20.8）仍有相当距离。

图表 1：美国进口汽车占比不高



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 2：特朗普净支持率仍不算低(黑-红)



资料来源：Real Clear Politics，太平洋研究院整理

贸易战大概率继续升级。另一方面，特朗普的推特及应对显示中美贸易战大概率将继续升级。特朗普推特中提到“中国或鲍威尔是其最大敌人”、“中国长期偷窃美国知识产权并令美国损失巨大”、“我将令美国快递公司拒绝接收中国寄来的任何芬太尼包裹”、“美国企业可以立即寻找替代（在中国生产）项，包括投资美国”、“美国对中国加征关税将提升，2500 亿美元商品加征关税从 25% 提升至 30%，3000 亿美元商品进口加征关税从 10% 提升至 15%”以及“我可以使用 1977 年法案（此处指《国际紧急状态经济权力法》）”等。前几项中的“中国长期偷窃美国知识产权并令美国损失巨大”意味着美国可能再度开启“科技战”，最后一项的使用《国际紧急状态经济权力法》（根据该法，当美国遭遇到对国家

安全、外交政策和经济的非寻常的来自外部的强烈威胁时，总统有权宣布美国进入紧急状态后，以阻止交易、冻结资产或没收与威胁相关的国家或个人在美资产等制裁方式予以应对）暗示着美国可能使用冻结中国在美资产包括美债等措施升级“金融张”。

1.2 A股对贸易战反应逐渐钝化，先行贬值有利中国在贸易战中取得先机

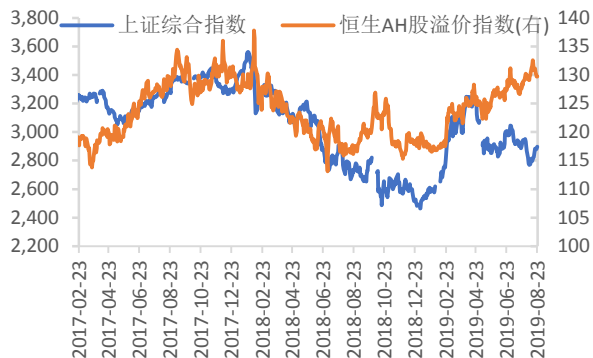
A股对贸易战的反应实质上趋于钝化。由于A股事实上为预期主导而H股为业绩主导（即港股由于港股投资者对中国企业了解程度低于A股投资者，其股价反应将滞后），故而我们可以用A/H股溢价指数来测量内资对于贸易战对贸易战带来的实际上市公司业绩增速影响。从A/H股溢价指数来看，2017年以来的最高值出现在2018年2月6日（137.8），当时市场尚未察觉到贸易战的潜在威胁，2018年2月是中美贸易战的正式开端，A/H股溢价指数于2018年2-4月（中美第一轮贸易战，当时无谈判进展）从137下跌至119，跌幅为13.2%；

在2018年5月中美第一轮谈判取得一定进展，并在当地时间2018年5月19日下午就经贸磋商共同发布了联合声明，双方将在诸多领域加强经贸合作，5月A/H股溢价指数稳定在120（5月19日一度升至122）；2018年6月美方悍然撕毁协议，全月A/H股溢价指数从120下跌至113（7月2日），跌幅约为6%；

2018年7月，特朗普政府发布了一份针对中国2000亿美元商品加增关税的计划，目标产品清单涉及服装、电视零件和冰箱，加征的关税约为10%，2018年8月我方进行反制，对600亿美元的美国出口商品加征关税，A/H股溢价指数不降反升，彼时贸易战对A股的影响便已度过了最剧烈的阶段；

2018年10月-1月初，A股与A/H股溢价指数再度迎来深幅调整，从126跌至116，跌幅约8%，除贸易战加剧外更多由国内外经济加速下行影响，在1月后A/H股溢价指数持续上升，现已达到130。

图表 3：A 股逐渐消化贸易战影响



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 4：非金融企业盈利增速回升



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

先行贬值有利于保护制造业并使得中国成为贸易战最后赢家。8月23日晚，美元兑人民币离岸价从7.09跳升至7.1355，距离8月6日的7.1388仅一步之遥，预计将于近期突破，国际贸易中存在J曲线效应，即汇率贬值后经过3个月-6个月时间出口将显著受益于货币贬值，从2012年美元兑人民币离岸报价体系(ICAP开始定期报价美元兑人民币离岸价的各种期限合约)成立后的历史经验来看，离岸人民币价格对中美贸易顺差(3个月移动平均,累计同比)的领先作用存在，汇率先行贬值有利于中国保护制造业并抵消美国加征关税不利影响。

图表 5：先行贬值有利于保护制造业，抵消关税不利影响



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

2. 鲍威尔讲话态度显著软化，年内开启降息通道近乎不可避免

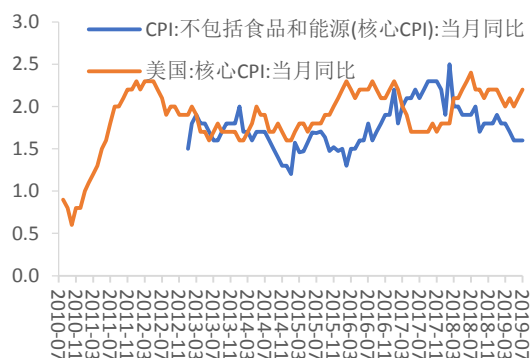
①“将采取措施维持经济扩张”显示鲍威尔态度已与此前“关注通胀与就业”不同；②“没有近期的先例指引如何面对贸易不确定性”中“没有近期的先例”隐含具有远期先例，我们认为其暗示了1929年大萧条前的“竞赛式贬值”存在重演可能，弱美元更符合美国利益；③“低通胀才是问题而非高通胀”暗示美联储将无视7月核心通胀超过2%通胀目标，但核心通胀低于2.0%的时候会考虑降息。

“保险式降息”将转为“逼迫式降息”，量化宽松亦存在可能。我们于前期多篇报告如8月的《冷眼向洋看世界——极限施压并不可怕》、6月的《买入核心资产，用仓位兑现收益》中已经提到，美联储的降息潜在目的是“保险式”降息，即用1-2次降息避免衰退风险，然而在特朗普的极限施压（加大全球贸易不确定性）下，“保险式降息”大概率转为“逼迫式降息”，美联储大概率态度将软化并于9月再度降息开启降息通道。从鲍威尔周五晚的讲话来看：“我们现在面临的挑战是，运用货币政策来维持经济增长”指向当前美联储不认为经济有过热风险，加息成为不可能选项；“我们没有看到不可持续的借贷、金融繁荣，也没有看到大缓和时期不时发生的那种过度行为”暗示美联储认为当前美国经济不会因降息而陷入“过度扩张——债务——通缩循环”；“当前时代的特点是，自然实际利率大幅下降，通胀下降，经济增长放缓。在我们的政策利率维持在接近于零的水平上，我们面临的长期、难以摆脱的风险加剧。为了应对这种新常态，我们正在对我们的货币政策策略、工具和沟通进行公开评估——这是美联储首次进行此类评估……我们正在研究我们在平静时期和危机时期使用的货币政策工具，并在考虑是否应该扩大我们的工具”暗示了美联储有可能考虑量化宽松以摆脱低通胀带来的实际利率为0的困境。

对于中国市场而言，美联储开启降息通道意味着中国降息也势在必行，只是时间节点问题。在美联储选择无视7月美国核心通胀达到2.2%并提出本时代（金融危机后10年）的核心问题是低通胀而非高通胀后，中国降息在外围环境及国内

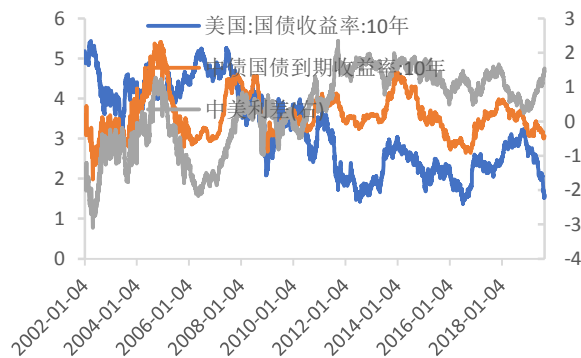
通胀水平上均不存在掣肘，剔除能源及食品后中国的核心通胀仅为 1.6%，甚至低于美国水平（7 月为 2.2%）。另一方面，中美当前利差为 154 个 bp，甚至已经高于舒适区间，来到了历史上沿，有必要降低 MLF 利率引导国债收益率下行，维持与美国之间的利差以防止热钱流入炒作资产价格。

图表 6：中国核心通胀低于美国



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 7：中美利差已高于舒适区间



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

3. 三大指数纳入 A 股引活水，关注 MLF 是否降息续作

①MSCI、富时罗素及标普道琼斯指数均在下月前后正式纳入或提升对 A 股纳入比例（MSCI 于 8 月 27 日收盘前生效），按照我们此前测算及最新汇率情况，约将带来 2500 亿人民币资金流入（具体计算及假设在下文）②我们前期报告已提到新 LPR 要起到降低银行贷款利率的作用，需要 MLF 利率下降以降低银行负债端成本进行配合。关注本周 MLF 续作情况，预计本月不会降息续作。

3.1 三大指数增资规模合计约 2500 亿人民币（上限）

资本市场对外开放仍在继续深化，外资增配 A 股是长期趋势。

8 月 MSCI 纳入比例提升约为 A 股带来 1132 亿资金流入。本周周二收盘后，MSCI 对 A 股的全年第二次纳入即生效，A 股占 MSCI 全球指数及新兴市场指数的比例将于彼时分别变为 0.3%，2.34%。按照测算，将带来 1132 亿人民币增量资金（美

元兑人民币汇率按 7.1 计算，此处全部视作被动资金）。

图表 8：MSCI 纳入比例提升带来增量合计

上市板	流通市值(亿)	占比	2019.05 增资 规模	2019.11 增资 规模	2019 年增资 规模合计	2019.08 增资 规模
创业板	5,784.79	4.69%	60.04	91.75	204.90	53.12
中小企业板	15,145.71	12.28%	157.20	240.21	536.48	139.07
主板	102,404.02	83.03%	1062.89	1624.10	3627.25	940.27
汇率：7.1，单位：亿元						
总计	123,334.52		1280.13	1956.05	4368.63	1132.45

资料来源：Wind，太平洋研究院整理

A 股占富时罗素指数比例在 2019 年 9 月将达 0.34%，加上 6 月纳入，拢共约带来 72 亿美元增量资金配置（9 月为 48 亿美元），约 515 亿人民币（算上 2020 年 3 月则为 852 亿）；另外 A 股还将以 25% 的纳入因子进入道琼斯标普全球基准指数等 6 个指数，权重约为 0.57%。其中，追踪标普道琼斯全球基准指数的资金规模共有超 3 万亿美元，按此权重算，将带来 1214 亿（171 亿美元）增量资金，当然，今年 9 月标普道琼斯全球基准指数仍然还没有正式纳入 A 股，但筛选后生效的时间存在超预期可能。

图表 9：9 月富时罗素带来约 340 亿人民币增量资金

	2019.06 增量 资金（24 亿美元） 权重（绝对值）	2019.09 增量 资金（48 亿美元） 权重（绝对值）	2020.03 增量 资金（48 亿美元） 权重（绝对值）
富时新兴市场指数	1.11%	3.34%	5.57%
富时环球指数	0.11%	0.34%	0.57%

资料来源：Wind，太平洋研究院整理

3.2 MLF 暂不降息概率较高

对本周的 MLF “降息续作”不必报太高期待。如我们前文所述，MLF 存在降息续作以降低小微企业融资成本，完成不对称降息的必要，但我们于新 LPR 报价当天的报告《短期缓降息，增配医药，看好成长》中提到，根据央行副行长刘国强的表态，“对于利率状况，短期主要看改革，改革以后看情况，降息、降准都有空间但降不降还是要根据经济增长和物价形势”。我们倾向于认为，一方面当前央行并没有太强的 MLF 降息续作动力（经济增长需要稳但投资和消费还没有恶化到需要马上降息）；另一方面，即使短期降低了 MLF 利率，银行基于 MLF 能够投放的增量也并不乐观（当前 MLF 占存款余额占比约为 13.1%，且降低 MLF 利率后银行也会基于边际量进行贷款投放而非所有存量进行投放）“降息”效果不会超出市场预期；第三方面，名义利率下降空间不大。据太平洋银行团队测算，上半年，新发放普惠性小微企业贷款利率是 6.82%，比 2017 年全年平均利率水平下降 0.58 个百分点。其中，5 家国有大型银行平均利率是 4.87%，比 2018 年下降 0.66 个百分点。加上减免的一些信贷的相关费用，比如咨询费等各种杂费（在利率上没有体现出来，但银行实际上是收取的）0.57 个百分点。两者合计，小微企业融资综合成本下降超过 1 个百分点，阶段性地完成了目标。上半年已基本达到降低其融资成本的目标，LPR 加点的部分还要考虑银行的资金成本，市场供求及客户自身的情况，小微企业贷款利率继续下降的幅度不会太大。同时，美联储尚未进行年内第二次降息，从不引发资本外逃以及不引起资产泡沫的角度来看，9 月再进行 MLF 降息是更合意的选择。

4. “先债后股”验证，继续看好贵金属\军工\农产品\

必需消费

大类资产配置中最受益于央行“变相降息”以及美国“保险式降息”转为“逼迫式降息”的将是债券\贵金属，如我们上文提到的，在贸易战影响钝化后，股票可以逢低买入。行业层面，增加并延长我们6月以来多次提示的贵金属仓位配置，延续对农产品的配置，增加对公用事业（如火电）及必需消费的配置，反弹主要突击点为医药\军工，建议小仓位参与。

①上周成交金额基尼系数下降，“抱团”倾向回落；②期权市场持仓沽购比大幅回升；③强势个股数温和下行；④机构仓位有所回落；⑤恐慌指数稳中略降；⑥Fama五因子模型显示上周系统性上升，但Alpha才是下半年主线。

成交额基尼系数可以用来测度市场的风险偏好，成交额基尼系数越高说明市场抱团取暖倾向严重。上周成交额基尼系数较上上周继续上升（0.69 下降至0.6595），整体处于2017年以来中高位水平。

期权认沽认购比是市场趋势的同步指标，甚至领先指标。指标大于1或者趋势性上升指向市场上涨趋势确认，指标连续小于1或者趋势性下行指向市场下跌。上周沽购比从0.90上升至1.07，显示期权市场转向乐观。

机构仓位有所回落。机构仓位上周有所回落，普通股票型基金整体仓位由85.69%下降至85.02%，偏股混合型基金由81.87%回落至80.8%。上周20日突破60日均线的强势个股数温和下降（896家，较上上周1098家大幅下降），主因为市场仍未修复前期跌幅。

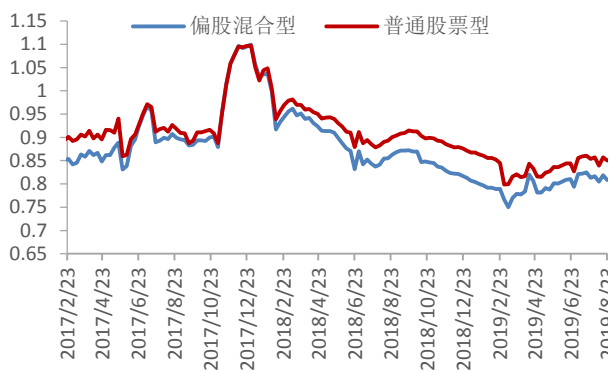
图表 10：上周成交金额基尼系数稍有回落

图表 11：沽购比继续回升



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 12：机构仓位回落



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 13：强势股数量继续下行



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

资料来源：Wind，太平洋研究院整理

恐慌指数平稳略升。当前恐慌指数为 20，较上上周 20.3 略有回落，显示上周避险情绪没有太大波动。

图表 14：恐指平稳略降

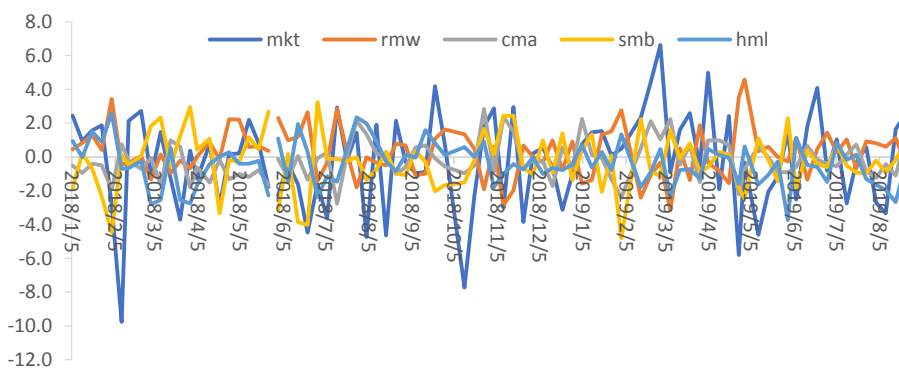


资料来源：Wind，太平洋研究院整理

Fama 五因子模型解释了年内上涨的主要动力为流动性及宏观预期改善的 **Beta**，当下驱动力仅刚转为 **alpha**。五因子模型其可以解释 80%以上的市场收益分别为： $R_i = a_i + b_i R_M + s_i E(SMB) + h_i E(HML) + r_i E(RMW) + c_i E(CMA) + e_i$

我们将除 **RM (mkt)** 以外的其余四个要素均按 33 原则分为高-中-低三组，可以拆解出各因子的收益率。拆解今年全年的市场收益率来源可以得出，在 4 月以前，市场的超额收益主要来自于 β 即流动性及宏观预期的改善 (**mkt** 长期为正)，而在 4 月下旬 β 开始转负市场也转为下跌。**RM (mkt)** 代表的 **Beta** 持续为正说明悲观预期正逐渐修复，但值得注意的是 6 月以来长期为正的 **rmw** (代表绩优股) 回报率首次出现负值，风格或将切换。

图表 15：FAMA 五因子模型显示风格或有切换



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

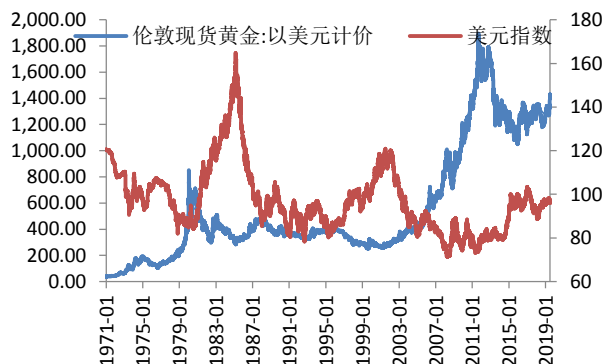
行业层面，对于风险进行重新定价后，我们建议配置贵金属、农产品、公用事业，弹性可围绕主题明确的成长如军工展开。

①养殖股及农产品：猪价已暴烈上涨，当前农产品及养殖均值得看好。1、非洲猪瘟兼散户出清带来的供给收缩是猪周期的大逻辑，根据农业部专家预测，猪肉价格当前仍远没有到达周期顶部，且历史经验表明，猪肉养殖股的顶部将出现在猪肉价格高点之际，当前远不需要担心养殖股上行空间。2、基础产能去化明显（全国能繁母猪存栏量 21%以上产能去化）、猪肉消费缓慢恢复、国际市场替代空间有限（仅能补充 200-300 万吨缺口，缺口约有 800 万吨）以及贸易战烈度加剧构成了下一阶段农产品（如豆粕、玉米、白糖等）受益猪肉打开价格天花板的

主要上涨逻辑。

②贵金属：贵金属受益于其为美国“保险式降息”转为连续降息（“保险式降息”提法为我们全市场首创）的美元信用对冲品（全球央行已连续增配黄金），同时还受益于宽松与中等通胀下具有抗通胀性质；另一方面，由于贵金属当前为高胜率低赔率品种（黄金长期而言并不抗通胀，且当前黄金投机性多头仓位过于拥挤，为2013年以来最高），需要延长其持有时间以对抗随时可能到来的调整，直到全球衰退-竞赛降息的逻辑被证伪。

图表 16：贵金属受益于美元信用对冲



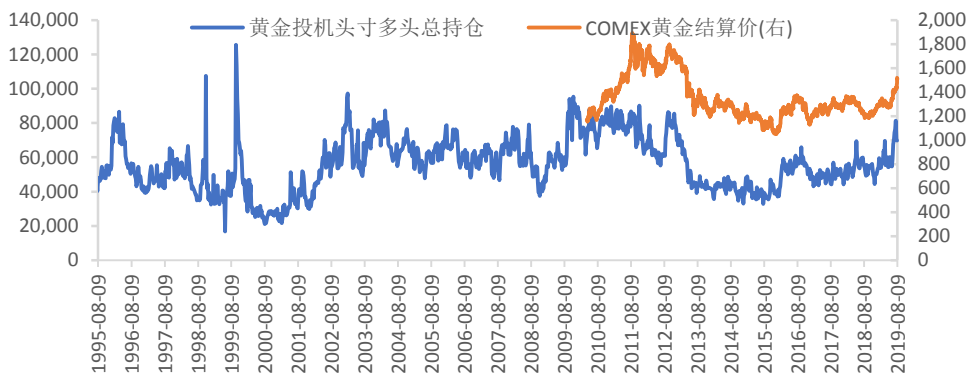
资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 17：煤炭进入景气尾声利好电力



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 18：黄金交易仓位过于拥挤，降低短期赔率



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

③国防军工：受益于南北船合并带来重组预期上升、70周年国庆大阅兵带来主题炒作机会以及受科创板增量冲击影响最小，另外美国、台湾地区煽动的地区矛盾、伊核矛盾等带来的地缘政治风险中期难见缓和，军工股仍将受益。

④公用事业（电力股），受益于固收类资产的配置力量提升，且在全球经济放缓以及贸易紧张局势升级带来下行风险之际，电力作为必需消费品，现金流稳定，在动力煤价格有望进入下跌通道利润大幅改善预期下，推荐配置火电。

⑤必需消费品，如医药中的创新药。一致性评价取得阶段性成果后，“4+7”为代表的带量采购锁定了仿制药的竞争格局，而在仿制药格局初定后，创新药有望不断迎来政策利好，细分行业中的龙头公司中报扣非增速加速上行，显示行业拐点已至，有望迎来戴维斯双击。同时，医疗器械、血制品等也长期受益于老龄化需求及医疗改革。

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
院长助理兼全国销售负责人	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	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
北京地区销售	付禹璇	18515222902	fuyx@tpyzq.com
北京地区销售	韦珂嘉	13701050353	weikj@tpyzq.com
上海区域销售副总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com

上海地区销售	李洋洋	18616341722	liyangyang@tpyzq.com
上海地区销售	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
上海地区销售	秦娟娟	18717767929	qinjj@tpyzq.com
上海地区销售	杨海萍	17717461796	yanghp@tpyzq.com
上海地区销售	杨晶	18616086730	13222028950@163.com
广深地区销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@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	胡博涵	18566223256	hubh@tpyzq.com
深圳地区销售	陈婷婷	18566247668	chengtt@tpyzq.com
深圳地区销售	张文婷	18820150251	zhangwt@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。