

降准与开放开启增量牛

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：年内第三次降准标志逆周期调节加码，宽松周期开启与纳入标普道琼斯指数有望使市场收复前高。普遍降准只是我们此前所预期的宽松时代的开始而非结束，降准后逆周期调节的三条路径都利好股市；标普道琼斯如预期般将A股纳入其旗下的8个指数，最重要的全球基准指数及新兴市场基准指数纳入有望在未来为A股带来千亿级别增量资金；美联储周末的中性表态不妨碍美联储月内降息开启降息周期。

普遍降准是逆周期调节加码的开始。降准后有三条路径，均利好股市①降准后不降MLF利率，地方专项债视情况提升额度，市场可以潜在预期经济存在托底力量；②降准后不降MLF利率，专项债额度提升，即货币财政双发力；③降准后在本月降低MLF利率，指引银行用增量负债扩大对实体贷款，即货币政策全面转松，利好股市。无论如何，本次时间节点超预期的降准预示着逆周期调节就此加码。

9月6日收盘后A股纳入标普道琼斯全球指数，活水约有400亿美元。标普道琼斯指数旗下共有8大指数将A股正式纳入，其中最重要的是全球基准指数(S&P Global BMI)以及新兴市场基准指数，共有9500亿美元追踪标普道琼斯旗下的全球基准指数，在纳入后以0.57%计算，则纳入后共可吸引约400亿人民币“活水”(主动+被动)。如果按纳入因子100%逐步开放计算，则可达到约2400亿人民币，“增量牛”在路上。我们将在后续用其选股标准确定入选个股并计算其行业权重。

美联储中性表态不改降息路径。鲍威尔于9.19日议息会议前的最后一次讲话透露出如下信息：①总体中性，最重要的是“美联储不会卷入政治问题”，即特朗普对其个人的施压不会奏效；②关注通胀，“不应让通胀低于2%太多”；③当前并不担忧美国经济进入衰退，月内降息50个基点近乎不可能；④将继续采用政策工具支持经济，即降息仍然是最大可选项；⑤贸易摩擦及全球不确定性将纳入议息会议考量，意味着特朗普有可能为逼迫降息再度进行极限施压。

市场突破概率大增，看好权重搭台成长唱戏，买入消费及成长。宽松开启及对外开放将带来“增量牛”，“股债双牛”或再现，坚定看多做多。历史经验表明，降准后一个月成长最受益，我们认为市场风格偏向此前超跌的金融权重修复搭台指数，行业中景气确定及有所回升的消费/成长如食品饮料/医药生物及TMT/汽车是突破的方向。

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：降准标志逆周期调节加码，宽松周期开启与纳入标普道琼斯指数有望使市场收复前高.....	4
1.2 降准只是开始，流动性“量价齐宽”概率更高.....	5
2. 9月6日收盘后A股纳入标普道琼斯全球指数，活水约有400亿美元.....	6
3. 美联储中性表态不改降息路径.....	9
4. “先债后股”验证，继续看好贵金属\军工\农产品\必需消费.....	10

图表目录

图表 1: 财政政策积极不及预期.....	5
图表 2: 标普道琼斯全球指数规模.....	7
图表 3: 标普道琼斯指数纳入 A 股情况.....	7
图表 4: MSCI 纳入比例提升带来增量合计.....	8
图表 5: 外资长期买入是趋势.....	8
图表 6: 美国失业率仍在历史低位.....	10
图表 7: 非农与小非农割裂.....	10
图表 8: 各大类资产降准后 1 个月内胜率, 原油及螺纹钢胜率最高.....	11
图表 9: 降准后一个月内消费及成长胜算较高.....	11
图表 10: 上周成交金额基尼系数稍有回落.....	12
图表 11: 沽购比继续回升.....	12
图表 12: 机构仓位回落.....	13
图表 13: 强势股数量大幅上升.....	13
图表 14: 恐指平稳略降.....	13
图表 15: FAMA 五因子模型显示风格或有切换.....	14
图表 16: 中报景气加速行业.....	15

核心结论：降准标志逆周期调节加码，宽松周期开启与纳入标普道琼斯指数有望使市场收复前高

普遍降准只是宽松时代的开始而非结束，降准后逆周期调节的三条路径都利好股市；标普道琼斯如预期般将 A 股纳入其旗下的 8 个指数，最重要的全球基准指数及新兴市场基准指数有望为 A 股带来千亿级别增量资金；美联储周末的中性表态及较疲弱的非农数据使得在本月开启年内第二次降息基本成为定局。

1. 普遍降准是逆周期调节加码的开始而非结束

降准后有三条路径，均利好股市①降准后不降 MLF 利率，地方专项债视情况提升额度，市场可以潜在预期经济存在托底力量；②降准后不降 MLF 利率，专项债额度提升，即货币财政双发力；③降准后在本月降低 MLF 利率，指引银行用增量负债扩大对实体贷款，即货币政策全面转松，利好股市。无论如何，本次时间节点超预期的降准预示着逆周期调节就此加码。

1.1 降准时点超预期

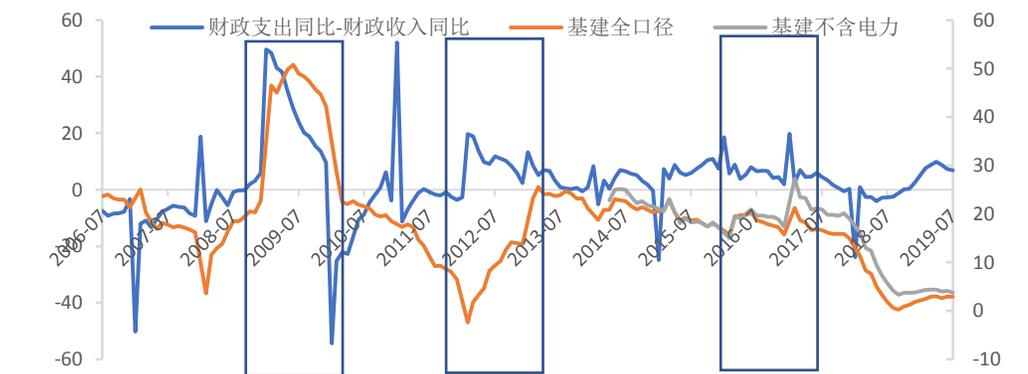
降准符合我们预期，但时间节点超出我们预期。我们前期报告《珍惜 9 月最佳做多窗口》中提到，“普遍降准或于月内落地。国常会此前分别于 2014 年 4 月 16 日、2014 年 5 月 30 日、2018 年 4 月 12 日、2018 年 6 月 20 日、2019 年 1 月 4 日定调（定向或普遍）降准，而央行随后于 2014 年 4 月 22 日、2014 年 6 月 9 日、2018 年 4 月 17 日、2018 年 6 月 24 日、2019 年 1 月 4 日执行（定向或普遍）降准。本次国常会提到的‘及时运用普遍降准和定向降准等措施’是 1 月以来首次有如此表态”，但央行当前如此坚决降准仍超我们预期。我们于多篇报告中均提到逆周期调节财政及货币双发力概率极高，在美国 9 月降息前降准表明了我国的货币政策态度，当前货币政策已实质性转向宽松。从我们与买方的交流来看，本次普遍降准时间节点也超出市场预期，下周股债均高开高走是极大概率事件。降准完全应验我们在 8 月初的报告《先债后股，迎接大宽松时代》以及 8 月底《危

中有机》“贸易摩擦加剧不改股债双牛”的提法。

1.2 降准只是开始，流动性“量价齐宽”概率更高

降准只是开始的逻辑在于财政政策效果仍不显著。按照一般的积极财政定义，我国在年内实现了居民及企业的减税降费，且全年的财政支出与财政收入增速之差始终位于0值上方，意味着我们年内的财政政策取向是积极的。但效果仍不显著，无论从哪种口径衡量，积极财政的第一着力点基建均没有有效回升。年内的基础设施建设投资增速按全口径计算始终没有超过3%，按不计电力的口径计算则始终没有超过5%，与过去几次逆周期调节时效果不可同日而语。我们认为，这背后的原因一方面是严控地方隐性债务下地方政府没有足够动力去进行举债投资，另一方面是货币政策在降准前始终保持稳健取向，与财政政策配合不足，故而“积极的财政政策要发力提效”。

图表 1：财政政策积极不及预期



资料来源·Wind 太平洋研究院整理

本月 MLF 利率下降概率提升。央行选择在美国 9 月议息会议前降准显示了“我为主”的政策取向，配合金融委的“加大逆周期调节力度”以及国常会的“及时运用普遍降准及定向降准”可以得出，当前降准只是逆周期调节的第一步，后续还可以进行 MLF 利率降息，甚至不排除四季度再次降准的可能性。此前降低

LPR 以及 MLF 利率的最大阻力在于银行在经济下行周期有保护净息差的动力，而在降准后，期限利差压缩，在外汇占款及超额准备金率不变的前提下有利于降低银行负债端成本。那么，在缴税到期后若外汇占款及超额准备金率有变，并考虑到潜在的地方债额度提升在 5000-10000 亿级别，将冲击市场流动性，则降准未必能起到宽松效果，需要降低 MLF 利率或年内第四次降准。当前普遍降准只是宽松周期的开始，月内 MLF 利率下调概率上升。

正如我们此前提到的，逆周期调节大概率以“降准+地方专项债额度提升”作为财政货币双发力抓手，在降准过后存在三条路径：①只降准不降 MLF 利率，地方专项债视情况提升额度，只要财政政策发力空间足够便足以给市场经济四季度托底的信心，利好股市；②只降准不降 MLF 利率，并提升地方专项债额度（约 5000-10000 亿），财政及货币政策双发力，在缴税对冲后对银行间市场流动性将有一定冲击，但主要边际利空债市而非股市，财政发力有望托底需求，利好股市；③降准后于本月降低 MLF 利率，即流动性“量升价跌”，这种情境即 2009 年初的逆周期调节重现，全面利好股市。四季度逆周期调节力度有望超过一季度，且企业盈利周期四季度也有望触底回升，收复 3288 点条件已完全具备。

2. 9月6日收盘后A股纳入标普道琼斯全球指数，活水约有400亿美元

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。

标普道琼斯指数旗下共有 8 大指数将 A 股正式纳入，其中最重要的是全球基准指数（S&P Global BMI）以及新兴市场基准指数，共有 9500 亿美元追踪标普道琼斯旗下的全球基准指数，其中被动型资金约有 2000 亿美元，在纳入后以 0.57% 计算，则纳入后共可吸引约 400 亿人民币“活水”（主动+被动）。如果按纳入因子 100% 逐步开放计算，则可达到约 2400 亿人民币，“增量牛”在路上。从标普道琼斯官网的解释文件及年度调查来看，2018 年追踪标普全球指数的被动型资金约有

图表 2: 标普道琼斯全球指数规模

S&P Dow Jones Indices Annual Survey of Assets					
ASSET VALUES AS OF DEC. 31, 2018 (USD MILLION)	INDEXED ¹			BENCHMARKED ²	TOTAL
	NON-ETP ASSETS ³	ETP ASSETS ⁴	TOTAL INDEXED	BENCHMARKED ASSETS	ASSET VALUE
HEADLINE EQUITY INDICES					
S&P 500	3,004,942	606,914	3,611,856	5,623,997	9,235,853
S&P MidCap 400 [®]	112,978	60,487	173,465	83,563	257,029
S&P SmallCap 600 [®]	32,885	40,645	73,531	11,851	85,382
Completion/Total Market	176,613	23,009	199,623	68,659	268,282
Dow Jones Industrial Average [®]	2,046	23,052	25,097	1,532	26,629
Asset Value	3,329,464	754,107	4,083,571	5,789,603	9,873,175
ALL OTHER S&P DOW JONES INDICES					
Sector/Industry	906	167,629	168,534	18,292	186,827
Target Date	-	4,098	4,098	435,994	440,091
Smart Beta	24,750	203,092	227,843	11,698	239,541
S&P Global BMI & Global Indices	134,988	72,588	207,576	741,481	949,057
ESG	14,584	4,636	19,220	14,023	33,243
Fixed Income	412	34,330	34,742	585,001	619,652
Total Real Estate	9,308	26,621	35,929	92,783	128,712
Other U.S.	2,887	49,082	51,969	13,999	65,968
Asset Value	187,835	561,986	749,821	1,913,271	2,663,091
Total Asset Value	3,517,299	1,316,093	4,833,392	7,702,874	12,536,266

资料来源: spindices, 太平洋研究院整理

图表 3: 标普道琼斯指数纳入 A 股情况

指数	生效前权重	最高权重	本月初权重	沪市权重	深市权重
S&P Global BMI	3.17%	3.73%	0.57%	0.37%	0.20%
S&P Emerging BMI	32.30%	36.01%	6.00%	3.53%	1.95%
S&P Asia Pacific Emerging BMI	46.17%	50.29%	7.66%	4.94%	2.72%
S&P China BMI	0%	15.23%	15.23%	9.81%	5.42%
S&P Global Property	5.25%	5.89%	0.67%	0.39%	0.29%
S&P Global Ex-U.S. Property	9.72%	10.84%	1.24%	0.71%	0.53%
S&P Emerging Under USD2 Billion	15.48%	22.43%	8.22%	3.10%	5.12%
S&P Emerging LargeMidCap	32.25%	35.04%	4.12%	3.13%	0.99%

资料来源: spindices, 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约 9500 亿美元，按此权重算，将带来约 384 亿（54.15 亿美元）增量资

金。

8月MSCI纳入比例提升约为A股带来1132亿资金流入。MSCI对A股的全年第二次纳入已生效，A股占MSCI全球指数及新兴市场指数的比例分别变为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 4：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

尽管外资流入A股在日度、周度或者月度级别存在由于各类风险事件导致的净流出，但总体而言随着中国资本市场逐渐扩大对外开放，外资持续增加对A股配置仍然是长期趋势。当前北上资金净流入A股已达7900亿创下，月内持续流入将为A股带来增量牛市。

图表 5：外资长期买入是趋势



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

3. 美联储中性表态不改降息路径

鲍威尔于 9.19 日议息会议前的最后一次讲话透露出如下信息：①总体中性，最重要的是“美联储不会卷入政治问题”，即特朗普对其个人的施压不会奏效；②关注通胀，“不应让通胀低于 2%太多”；③当前并不担忧美国经济进入衰退，月内降息 50 个基点近乎不可能；④将继续采用政策工具支持经济，即降息仍然是最大可选项；⑤贸易摩擦及全球不确定性将纳入议息会议考量，意味着特朗普有可能为逼迫降息再度进行极限施压。

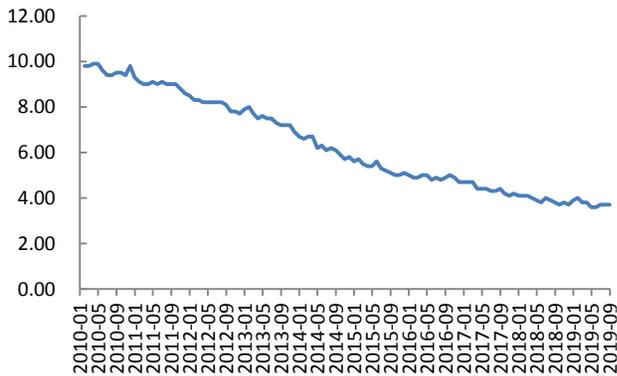
我们判断，美联储月内会进行降息，但不会降 50 个 bp 而是会选择降 25 个 bp。一方面，若不进行降息，通胀预期下滑将使得 10 年期国债收益率进一步下行，锚定政策利率的 2 年期国债收益率仍维持当下水平，则收益率曲线将再次倒挂，而收益率曲线倒挂会伤害金融机构的放贷意愿。我们前期报告已经提到，当前美国 10 年期国债收益率为 1.55%，2 年期国债收益率为 1.53%，距离 8 月后再一次倒挂仅一步之遥。从金融中介的视角看，银行贷款的久期通常要比负债端（储户存款等）长，那么收益率曲线所展示的期限利差，代表了其每放贷一元所获得的利润。期限利差的压缩，意味着放贷的边际利润下降，以银行为代表的金融中介放贷意愿下降，最终会伤害信贷供给，影响实体经济增长。过于紧缩的货币政策可能会阻碍美国经济增长，甚至引发经济衰退。

另一方面，美国较疲弱的非农数据也支持美联储月内进行降息。据美国劳工部公布的非农就业报告显示，8 月美国新增非农就业人数为 13 万人，低于市场预期的 16 万人，ADP 为 19.54 万人，好于市场预期，非农与 ADP 割裂；根据就业报告，美国 8 月份失业率为 3.7%，符合市场预期；小时薪资年化增幅为 3.2%，高出预期一个百分点。总体来看，美国失业率仍处低位，但非农就业人数下降速度较快，反映美国经济衰退风险，其他各项关键数据虽基本符合预期但仍现疲软。

美联储主席鲍威尔昨晚发表讲话：表示并不担心美国出现下一次的经济衰退，并且预期美国或全球经济不会出现衰退；同时也表示非常致力于捍卫 2%的通胀目标，表示“美联储的策略是避免通胀预期下滑”，美联储下调利率支撑了经济不

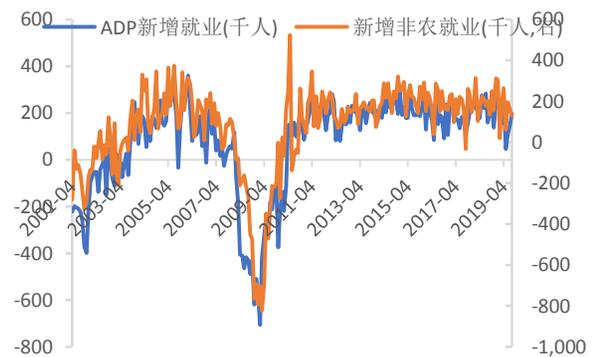
认为会衰退，我们将继续采取适当措施来维持美国经济扩张。总体来看，美联储已经完全放弃了此前“预防式加息”为以后的经济衰退留下工具的做法，故而九月降息几乎是板上钉钉。根据 CME “美联储观察”，美联储 9 月降息 25 个基点至 1.75%-2% 的概率为 91.2%，较前期有所下降但仍在 80% 以上，而维持利率在 2%-2.25% 不变的概率为 8.8%。

图表 6：美国失业率仍在历史低位



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 7：非农与小非农割裂



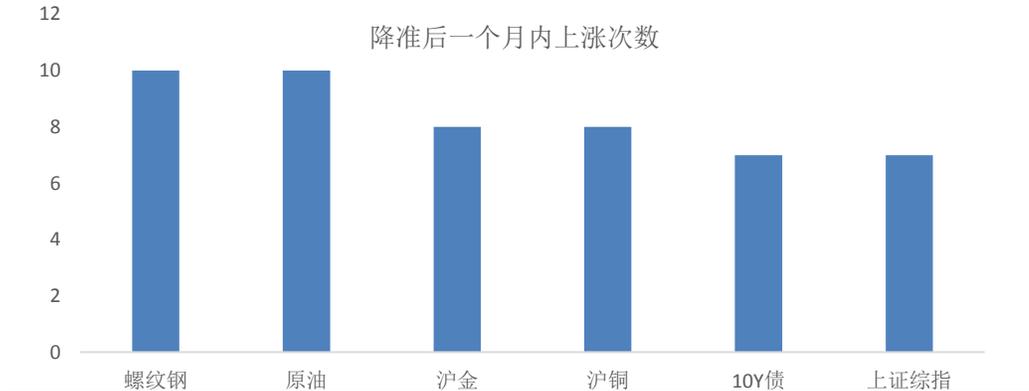
资料来源：Wind，太平洋研究院整理

4. 市场突破概率大增，看好权重搭台成长唱戏，买入消费及成长

宽松开启及对外开放将带来“增量牛”，“股债双牛”或再现，坚定看多做多。历史经验表明，降准后一个月成长最受益，我们认为市场风格偏向此前超跌的金融权重修复搭台指数，行业中景气确定及有所回升的消费/成长如食品饮料/医药生物及 TMT/汽车是突破的方向。

历史经验表明降准后一个月内最受益的资产为商品。我们统计了 2011 年以来各次降准（共 14 次）后一个月内大类资产的涨跌状况，统计结果证明，黑色系及原油在降准后一个月内获得正收益概率最高（均为 10 次），沪金在 14 次降准后获得正收益次数为 8 次，属于风险资产的沪铜为 8 次，股市及债市胜负各半（即 7 次上涨，7 次下跌）。

图表 8：各大类资产降准后 1 个月内胜率，原油及螺纹钢胜率最高



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

宏观景气度仍在探底但底部不远，核心消费品仍应进行配置，宽松预期下成长最受益。从宏观短周期所处角度来看，由于下半年地产融资收紧，周期性行业当前仍处低景气的去库周期尾端，以螺纹钢及主要品种钢材库存表征的宏观景气程度仍不高，当前周期股仍难反转。而从历史经验看，货币政策宽松落地后成长股最受益，计算机、传媒、电子、医药生物、农林牧渔等行业从 2011 年以来，降准后 1 个月涨幅位居前列，当前仍应超配消费及成长。

图表 9：降准后一个月内消费及成长胜算较高

申万行业	2019.1 月	2019.1 月	2018.10 月	2018.7 月	2018.4 月	2016.3 月	2015.10 月	2015.9 月	2015.4 月	2015.2 月	2012.5 月	2011.12 月	2011.6 月
农林牧渔	20.15	12.04	6.96	0.32	5.31	14.03	12.93	3.10	18.63	8.94	-2.40	-21.37	13.78
采掘	10.66	3.29	-3.10	-1.62	0.52	5.24	4.41	-4.07	2.05	1.48	-8.22	-14.68	10.67
化工	13.14	5.55	0.74	-0.23	3.53	16.36	13.78	0.93	16.68	8.97	-2.74	-21.54	11.73
钢铁	11.90	3.63	0.82	7.32	-6.35	7.68	0.26	-14.20	4.59	3.76	-4.83	-12.12	6.59
有色金属	16.38	3.02	4.78	-4.30	-2.50	15.92	10.98	-2.56	10.12	7.55	1.00	-22.27	12.68
电子	29.21	13.32	10.03	-4.58	-3.51	17.06	18.93	0.63	22.18	10.66	-0.57	-21.96	13.16
家用电器	15.63	11.66	1.81	-8.41	-4.37	12.32	9.36	-6.87	13.36	7.42	-2.95	-7.83	8.11
食品饮料	12.41	15.17	-10.52	-4.32	4.03	15.54	4.41	-2.54	9.78	3.35	2.83	-19.32	12.76
纺织服装	9.23	1.83	9.58	-4.35	1.42	16.02	13.51	1.93	21.13	11.79	0.50	-20.97	12.94
轻工制造	13.83	3.37	9.19	-4.49	1.56	16.82	10.23	3.04	30.34	11.05	-3.78	-22.05	12.17
医药生物	14.16	9.74	5.14	-8.07	11.32	12.10	4.44	2.34	17.28	11.54	5.84	-20.95	14.75
公用事业	10.30	2.63	7.32	-0.26	2.07	12.36	5.26	-4.65	11.71	5.51	4.89	-12.07	7.69
交通运输	13.88	4.04	5.83	-3.13	2.99	13.64	2.21	-0.11	6.42	5.16	-4.65	-12.96	4.49
房地产	15.28	5.32	12.89	-3.70	-4.65	9.49	7.82	-1.81	10.30	2.00	4.02	-11.72	6.97
商业贸易	13.11	3.66	6.40	-1.86	4.82	14.88	2.78	1.30	18.20	11.09	-4.77	-15.77	10.82

休闲服务	13.01	3.78	0.27	-1.53	6.33	13.20	10.83	9.17	19.04	8.00	0.22	-16.91	12.22
综合	15.83	0.06	21.92	-1.03	-3.80	16.88	17.86	2.81	18.57	10.46	-4.43	-23.33	11.30
建筑材料	13.74	6.06	4.48	7.34	-3.13	16.55	8.78	1.65	8.63	7.11	0.88	-18.15	11.90
建筑装饰	10.68	1.46	4.75	4.06	-3.24	15.78	5.28	-4.02	8.01	9.25	4.63	-15.97	8.29
电气设备	15.38	5.58	11.17	-3.96	-3.59	18.23	11.79	2.53	20.08	10.08	-3.16	-20.87	11.01
国防军工	15.01	0.70	5.91	-5.69	-6.72	17.26	7.13	-4.97	26.08	3.15	-5.60	-19.96	13.90
计算机	21.86	6.84	14.41	-6.57	-4.71	17.27	14.47	10.97	39.75	14.70	0.05	-17.63	12.05
传媒	16.25	1.58	12.68	-7.24	-1.92	16.13	10.71	7.35	46.14	14.93	-2.48	-15.30	11.07
通信	22.15	3.02	13.06	-4.86	-0.28	13.98	10.73	0.35	28.51	12.32	-5.58	-12.43	6.48
银行	12.71	5.82	1.44	3.68	-2.37	8.15	4.62	-5.24	-6.48	-4.13	-5.32	-0.16	1.96
非银金融	29.36	7.67	11.59	-0.10	-4.49	18.35	16.59	-3.09	-2.11	2.92	2.55	-12.75	6.45
汽车	12.64	3.55	3.55	-6.08	2.96	15.97	11.46	5.04	12.70	9.75	-2.16	-12.38	8.99
机械设备	14.29	4.10	9.18	-3.02	-0.99	17.41	12.31	4.59	14.38	8.85	0.20	-18.05	10.70

资料来源: Wind, 太平洋研究院整理

- ①上周成交金额基尼系数持平; ②期权市场持仓沽购比持续在 1 上方, 看多情绪浓厚; ③强势个股数大幅上行; ④机构仓位重回升势; ⑤恐慌指数稳中续降; 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 1.07 上升至 1.18, 显示期权市场持续乐观。

机构仓位重回上升。机构仓位上周有所上升, 普通股票型基金整体仓位由 85.02% 下降至 86.44%, 偏股混合型基金由 80.8% 回落至 82.35%。上周 20 日突破 60 日均线的强势个股数大幅上升 (1155 家, 较上上周 896 家大幅上升), 8 月 6 日以来市场的上涨已经确认了扭转了前期的技术性走熊。

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



资料来源: Wind, 太平洋研究院整理

图表 13: 强势股数量大幅上升



资料来源: Wind, 太平洋研究院整理

恐慌指数平稳略降。当前恐慌指数为 19.2, 较上上周 20 略有回落, 恐慌指数已连续 5 日低于 20。

图表 14: 恐指平稳略降

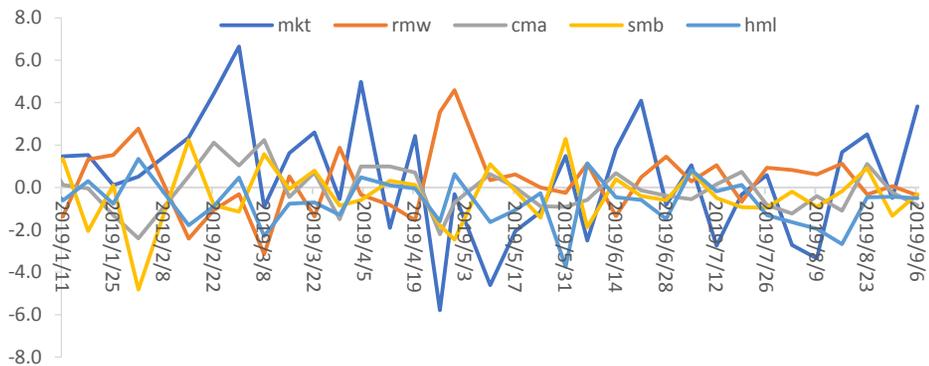


资料来源: Wind, 太平洋研究院整理

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 8 月 6 日以来持续为正说明悲观预期正逐渐修复。

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。

②金融行业中的超跌龙头公司，如大银行、券商龙头、保险龙头。当前市场已处小型牛市状态，大行、券商龙头等分别受益于降准后流动性充裕以及小型牛市带来的市场弹性，且银行估值已处于历史下沿附近，仅高于 2018 年 7 月及 2019

年初的“破产底”。而优质保险公司在不参与价格战以及“保险姓保”的监管背景下产品结构得到优化，未来增速有望维持平稳。

③电子半导体。受益于 5G 铺设周期进入爆发中期带来的景气反转以及 MYZ 加剧（中兴、华为事件等）带来的自主化替代，电子行业景气度在成长行业中率先回升，中报数据显示电子行业是仅有的 5 个中报业绩增速占比加速的行业之一（其余分别为有色金属、农林牧渔、银行、食品饮料），而电子行业估值也正处于近 4 年的中低水平，戴维斯双击可期。

图表 16：中报景气加速行业

行业	2019Q2 披露 增速企业数	2019Q2 加速增长企业数	2019Q2 加速增长 占比	2019Q1 加速增长 占比(同 2019Q2 口径)	占比变动
银行	33	23	69.7%	66.7%	3.0%
房地产	131	61	46.6%	48.1%	-1.5%
医药生物	301	135	44.9%	50.8%	-6.0%
公用事业	160	74	46.3%	56.9%	-10.6%
商业贸易	96	41	42.7%	56.3%	-13.5%
机械设备	332	135	40.7%	57.2%	-16.6%
综合	34	13	38.2%	64.7%	-26.5%
建筑装饰	127	47	37.0%	49.6%	-12.6%
建筑材料	67	35	52.2%	52.2%	0.0%
家用电器	59	25	42.4%	54.2%	-11.9%
汽车	172	63	36.6%	45.3%	-8.7%
电子	238	121	50.8%	44.1%	6.7%
轻工制造	128	57	44.5%	50.0%	-5.5%
通信	102	42	41.2%	44.1%	-2.9%
计算机	208	96	46.2%	60.1%	-13.9%
传媒	168	65	38.7%	66.1%	-27.4%
农林牧渔	86	57	66.3%	41.9%	24.4%
化工	335	149	44.5%	45.7%	-1.2%
有色金属	113	65	57.5%	46.9%	10.6%
交通运输	116	51	44.0%	52.6%	-8.6%
非银金融	77	25	32.5%	83.1%	-50.6%
电气设备	192	95	49.5%	62.0%	-12.5%
休闲服务	33	13	39.4%	45.5%	-6.1%
国防军工	66	26	39.4%	56.1%	-16.7%

采掘	66	26	39.4%	39.4%	0.0%
食品饮料	95	49	51.6%	48.4%	3.2%
纺织服装	83	26	31.3%	61.4%	-30.1%

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
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。