

空头束手的支撑：一面是宽松，一面是 risk on

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：三大理由利好四季度行情，看好金融股。行情延续共有三大支撑，第一个理由是在贸易谈判阶段性缓和/经济意外指数回升后全球风险资产开启 risk on；第二个理由是通胀预期回升后企业盈利预期边际改善；第三个理由是降准/潜在降息及市场政策层面利好不断。四季度避险资产配置盘或继续向风险资产转移，利好股市。基于利率潜在上升的预期，看好银行/保险/券商等金融股阶段占优并收复前高。

贸易谈判取得阶段性进展及欧央行重启 QE 均利好股市。为选情考虑，特朗普政府在各领域均进行了立场上的软化，在地缘政治领域其发话愿无条件与朝鲜/伊朗领导人进行对话，与中国的贸易谈判缓和也是其中之一，其立场的软化有利于风险资产；另一方面，欧央行重启 QE 确认了其大概率将蹈日本覆辙，“欧元区日本化”将显著提升新兴市场包括中国的吸引力。

经济数据如期回落，但较一致预期乐观。工业品与消费品通胀继续分化，工业品通缩加剧，但由于油价及基本金属的价格回升，后续或在当下水平震荡；而消费品通胀主要依靠猪肉价格上涨超预期带动，年内仍有可能到 3% 以上；金融数据整体持平，但①专项债额度已用尽以及②企业中长期贷款占比的回升极可能是受信托到期后表外转表内的影响，信用扩张能否企稳仍需观察，进一步宽松及财政发力仍有必要。

美联储的议息会议存在不降息概率，但宽松周期基调不变。此前鲍威尔于 9.19 日议息会议前的最后一次讲话透露出如下信息：美联储关注通胀，“不应让通胀低于 2% 太多”；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；将继续采用政策工具支持经济，即降息仍然是最大可选项；美国 8 月的核心通胀数据达到 2.4%，10 年期国债收益率也回升至 1.9%，收益率倒挂得到一定缓解，并不支持当下进行降息，但由鲍威尔此前的表态来看，我们仍然认为本月降 25 个 bp 是最大概率事件，物价回升且货币政策宽松利好股市。

行情大概率将延续，看好金融股阶段占优。宽松开启及对外开放将带来“增量牛”，股市将继续相对债市占优，坚定看多做多。我们此前认为市场风格偏向此前超跌的金融权重修复搭台指数，当下仍然看好金融股受益于通胀预期回升以及逆周期调节发力；同时，由于大宗商品四季度反弹力度或超市场预期，建议关注周期股中供需结构较好的有色金属/工业金属及受益油价反弹的化工股

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：三大理由利好四季度行情，看好金融股	4
1.2 欧央行开启 QE 利好新兴市场包括 A 股	10
2. 经济数据如期回落，但较一致预期乐观	11
2.1 CPI 超预期，PPI 年内持续下跌概率极低	11
2.2 金融数据结构改善有隐忧，总量需要财政政策支撑	13
3. 美联储的议息会议存在不降息概率，但宽松周期基调不变	14
4. 行情大概率将延续，看好金融股阶段占优	15

图表目录

图表 1: 贸易摩擦最新进展	5
图表 2: CPI 受食品项推动	12
图表 3: 食品项受猪肉及烟酒等拉动	12
图表 4: PPI 受生产资料拖累	13
图表 5: 油价拖累或告一段落	13
图表 6: 社融同比上升因表外收缩减缓	14
图表 7: 表外收缩力度减缓	14
图表 8: 信托到期规模与新增信托贷款对比 (亿元)	14
图表 9: 信托投向地产	14
图表 10: 美国通胀仍高	15
图表 11: 收益率倒挂有所缓解	15
图表 12: 各大类资产降准后 1 个月内胜率, 原油及螺纹钢胜率最高	16
图表 13: 上周成交金额基尼系数继续回落	16
图表 14: 沽购比继续回升	16
图表 15: 机构仓位回落	17
图表 16: 强势股数量大幅上升	17
图表 17: 恐指平稳略降	17
图表 18: FAMA 五因子模型显示风格或有切换	18
图表 19: 做空基本金属的交易过于拥挤	19

核心结论：三大理由利好四季度行情，看好金融股

行情延续共有三大支撑，第一个理由是在贸易谈判阶段性缓和/经济意外指数回升后全球风险资产开启 risk on；第二个理由是通胀预期回升后企业盈利预期边际改善；第三个理由是降准/潜在降息及市场政策层面利好不断。四季度避险资产配置盘或继续向风险资产转移，利好股市。基于利率潜在上升的预期，看好银行/保险/券商等金融股阶段占优并收复前高。

1. 贸易谈判取得阶段性进展及欧央行重启 QE 均利好股市

为选情考虑，特朗普政府在各领域均进行了立场上的软化，在地缘政治领域其发话愿无条件与朝鲜/伊朗领导人进行对话，与中国的贸易谈判缓和也是其中之一，其立场的软化有利于风险资产；另一方面，欧央行重启 QE 确认了其大概率将蹈日本覆辙，“欧元区日本化”将显著提升新兴市场包括中国的吸引力。

1.1 贸易谈判缓和是结束吗？是刚刚开始！

9月美国政府的态度缓和或是战略收缩的开始。10月开始，美国将进入选举期，特朗普政府此前在全球范围大打 MYZ 虽然局部取得成功（如与欧盟、日本、北美自贸区都签下了对手方的城下之盟），但对中国尚未取得决定性优势，我方坚持对外扩大开放以及对核心原则问题的寸土不让令美方碰上钉子。在9月12日美国国会众议院司法委员会更是通过决议，为弹劾总统相关调查确立准则。今后国会将有权利开展更深入的调查，包括通俄门、纳税记录以及干预司法等问题，并声称将于年内弹劾特朗普。为了给选举增加筹码，特朗普政府有必要在全球范围取得外交上的更大胜利，而其在面对塔利班组织、朝鲜政府以及伊朗政府时表现出的面貌（8月末称将与塔利班很快达成协议而于9.11前后单方面宣布谈判中止，上周末称希望与金正恩尽快会面，同时称愿与伊朗领导人进行无条件会谈）

充分表现出其想要获得外交领域成就的迫切，我方当前对其释放善意并安排购买农产品的举动相当于顺水人情，可以令我方在其后占据更有利位置。

图表 1：贸易摩擦最新进展

发生时间点	中美直接摩擦/博弈大事件
2017 年 8 月	19 日 美国总统特朗普签署备忘录指示美国贸易代表办公室（USTR）对中国开展 301 调查
2018 年 2 月	16 日 美商务部披露 232 调查结果，认为钢铝进口现在可能威胁美国国家安全
2018 年 3 月	23 日 中国商务部关于就美国进口钢铁和铝产品 232 措施及中方应对措施公开征求意见的通知：拟中止对美国实施实质相等的减让和其他义务，即对自美进口部分产品加征关税。 23 日 美国 USTR 发布《基于 1974 年贸易法 301 条款对中国关于技术转移，知识产权和创新的相关法律，政策和实践的调查结果》，宣布拟对中国约 30 亿美元对美出口商品加征 25% 关税，贸易战开始。 8 日 美国总统特朗普签署公告，认定进口钢铁和铝产品威胁美国国家安全，决定于 3 月 23 日起，对进口钢铁和铝产品全面征税（即 232 措施），税率分别为 25% 和 10%。
2018 年 4 月	27 日 美国贸易代表办公室（USTR）公布了知识产权《特别 301 报告》，连续 14 年将中国列入“优先观察名单”。 16 日 美国商务部工业安全局（BIS）宣布对中兴实施制裁：未来 7 年禁止美国公司向中兴通讯销售零部件、商品、软件和技术。 11 日 特朗普推文表示感谢习主席，希望取得进展。 5 日 中国就美国进口钢铁和铝产品 232 措施，在世贸组织争端解决机制项下向美方提出磋商请求，正式启动争端解决程序。 5 日 特朗普发表声明称，他已指示美国贸易代表考虑在“301 条款”下对 1000 亿美元的中国商品加征关税是否合适以针对中国的关税反制措施。 4 日 中国就美国对华 301 调查项下征税建议在世贸组织争端解决机制下提起磋商请求，正式启动世贸组织争端解决程序。 4 日 中国宣布对美 500 亿美元进口反制清单，将对原产于美国的大豆等农产品、汽车、化工品、飞机等进口商品对等采取加征关税措施，税率为 25%。 4 日 美国 USTR 发布涉及 500 亿美元，1300 个单独关税项目的进口产品惩罚关税（25%）清单。针对中国的“中国制造 2025”产业政策。 1 日 中国国务院关税税则委员会宣布对原产于美国的约 30 亿美元进口商品中止关税减让义务的清单，4 月 2 日起实施
2018 年 5 月	29 日 美国白宫发表声明称将对从中国进口的价值 500 亿美元的商品征收 25% 的关税，并将加强对获取美国工业重大技术的相关中国和实体采取出口管制，并采取具体投资限制。 25 日 美国总统特朗普称，他将让中兴在实现“高水平的安全保障，改组管理层和董事会，购买美国零部件以及缴纳 13 亿美元罚款”之后恢复业务。 16-19 日 中国国务院副总理刘鹤应邀赴美，同美国财政部长姆努钦率领的美方经济团队继续就两国经贸问题进行磋商。 14 日 中国商务部重启对高通收购恩智浦半导体的审核，恢复此前因中美贸易纠纷而实际

	<p>陷入停滞状态的审核工作。</p> <p>13日 特朗普发布推特称：我们正在为中兴通讯提供一种快速恢复业务的途径，（因中兴业务无法正常开展使得）中国有太多的工作岗位流失，我已告知商务部要尽快完成这项工作。</p> <p>3-4日 美国财长姆努钦到访中国，与国务院副总理刘鹤就经贸问题进行磋商。</p>
2018年6月	<p>18日 特朗普宣称将对2000亿美元中国商品加征10%关税；并威胁如果中国反击，美国将对另外2000亿美元的中国商品追加额外关税。</p> <p>16日 中国宣布对500亿美元商品加征25%的进口关税，其中对美农产品、汽车、水产品等545项商品约340亿美元商品加征关税措施将于7月6日实施。</p> <p>16日 美国宣布对500亿美元商品加征25%的进口关税，其中第一部分约340亿美元中国商品主要集中在航空航天、信息技术、汽车零件等高科技领域，将于7月6日起实施。</p> <p>2-3日 美国商务部长罗斯来华与刘鹤就两国的贸易问题完成新一轮谈判。双方没有发表联合声明。</p>
2018年7月	<p>10日 美国宣布拟将对2000亿美元中国产品加征约10%关税。</p> <p>6日 中国对美国340亿美元商品开始加征25%关税。</p> <p>6日 美国贸易代表办公室（USTR）公布“301条款中国关税豁免程序”，涉及7月6日开始生效的818项约340亿美元的中国产品有机会获得301特别关税豁免。</p> <p>6日 美国对中国340亿美元商品开始加征25%关税。</p> <p>6日 中国在世贸组织起诉美国301调查下对我2000亿美元产品征税建议措施。</p> <p>3日 中国法院采取“诉中禁令”方式，裁定美国美光在华禁售芯片。</p> <p>2日 美国国家电信和信息管理局阻止中国移动向美国电信市场提供服务。</p>
2018年8月	<p>23日 中国在世贸组织起诉美国301调查项下对华160亿美元输美产品实施的征税措施。</p> <p>22-23日 应美方邀请，中国商务部副部长兼国际贸易谈判副代表王受文率中方代表团在华盛顿与美国财政部副部长马尔帕斯率领的美方代表团进行了交流。</p> <p>13日 美国总统特朗普签署了国会参议院和众议院通过的2019财年国防授权法案，军费总额达7163亿美元，将华为，中兴排除在美国政府采购市场之外。</p> <p>8日 中国宣布对160亿美元美国商品加征25%关税，8月23日生效。</p> <p>8日 美国宣布对第一轮500亿美元中国商品剩余部分（160亿美元）加征25%关税，8月23日生效。</p> <p>3日 中国国务院关税税则委员会宣布拟将对原产于美国的约600亿美元商品，按照四档不同税率加征25%-5%不等的关税。</p> <p>1日 美国宣布拟将对2000亿美元中国产品的征税税率由10%提高至25%。</p> <p>1日 美国商务部宣布以国家安全和外交利益为由，将44家中国企业（所涉单位多为我国军工科研单位）列入出口管制清单，实施技术封锁。</p>
2018年9月	<p>18日 中国在世贸组织追加起诉美国301调查项下对华2000亿美元输美产品实施的征税措施。</p> <p>18日 中国国务院关税税则委员会宣布对8月3日发布的清单中涉及600亿美元进口商品自2018年9月24日加征10%和5%的关税。</p> <p>18日 美国政府宣布将于9月24日起，对原产于中国的2000亿美元商品加征10%的进口关税，并将于2019年1月1日将加征关税税率上调至25%。</p>

	12日 美国财政部长姆努钦向中方团队发出邀请，希望中方派出部级代表团在特朗普对华加征新一轮关税前与美方进行贸易谈判，地点将在北京或者华盛顿。
2018年10月	29日 美国商务部宣布将福建省晋华集成电路有限公司列入美出口管制“实体清单”。
2018年11月	30日 美墨加领导人签署了新贸易协定《美国-墨西哥-加拿大协定》(USMCA)，取代北美自由贸易协定(NAFTA)。 20日 美国贸易代表办公室(USTR)更新了301调查报告，指责中国政府支持的知识产权和技术偷窃活动还在继续。 2日 美国财长姆努钦宣布，将于美东时间11月4日23点59分开始，全面恢复对伊朗的制裁，中国大陆获得购买36万桶/日伊朗原油、持续180天的临时豁免。 1日 中国国家主席习近平应约同美国总统特朗普通电话。两位领导人约定了将在阿根廷二十国集团领导人峰会期间再次会晤。 1日 中国国务院总理李克强会见美国参、众两院访华代表团，双方就中美经贸问题交换了意见。美议员表示愿为促进美中关系、增进两国了解与合作发挥建设性作用。
2018年12月	21日 中美双方进行副部长级通话，再次就彼此共同关心的贸易平衡、加强知识产权保护等问题深入交换意见，取得新的进展。双方还讨论了下次通话和互访的有关安排。 14日 美国贸易代表办公室宣布正式将针对中国2000亿美元产品加征关税从10%提高至25%的时间由2019年1月1日改为2019年3月2日。 12日 华为CFO孟晚舟被加拿大法庭准许保释。 11日 国务院副总理刘鹤应约与美国财政部长姆努钦、贸易代表莱特希泽通电话。双方就落实两国元首会晤共识、推进下一步经贸磋商工作的时间表和路线图交换了意见。 5日 加拿大以应美方要求为由，将在加拿大温哥华转机的中国公民，华为公司副董事长，首席财务官孟晚舟拘押，美国指控她违反了制裁伊朗法案。 2日 美国白宫发表声明称，特朗普和习近平进行了“非常成功的会晤”，特朗普同意2019年1月1日将商品关税维持在10%。中国和美国同意进行90天的谈判，磋商技术转让、知识产权等“结构性”议题。
2019年1月	30日-31日 中国国务院副总理刘鹤带领中方团队与美国贸易代表莱特希泽带领的美方团队在华盛顿举行经贸磋商。 29日 美国正式向加拿大提出引渡孟晚舟的请求。 7日 中美双方在北京举行经贸问题副部长级磋商。美方代表团包括美国农业部、商务部、能源部和财政部的副部长，以及这些部门和白宫的高级官员。
2019年2月	21日-22日 习近平主席特使、中国国务院副总理刘鹤同美国贸易代表莱特希泽、财政部长姆努钦举行第七轮中美经贸高级别磋商。 14日-15日 中国国务院副总理刘鹤与美国贸易代表莱特希泽、财政部长姆努钦在北京举行第六轮中美经贸高级别磋商。 4日 美国贸易代表办公室发布2018年度《中国履行WTO承诺情况报告》，报告基于美国国内法律，而非世贸组织协定和多边规则对中国在WTO履约情况多有指责。
2019年3月	31日 中国国务院关税税则委员会宣布延长对原产于美国的汽车及零部件暂停加征关税措施，截止日期另行通知。 28日-29日 国务院副总理刘鹤与美国贸易代表莱特希泽、财政部长姆努钦在北京共同主持第八轮中美经贸高级别磋商，双方讨论了协议有关文本，并取得新的进展。

	<p>7日 华为宣布针对美国《2019 财年国防授权法》第 889 条的合宪性向美国联邦法院提起诉讼，请求法院判定这一针对华为的销售限制条款违宪，并判令永久禁止该限制条款的实施。</p> <p>5日 美国贸易代表办公室宣布正式再次推迟对中国 2000 亿美元产品加征关税从 10% 提高至 25% 的期限，具体期限另行通知。</p>
2019 年 4 月	<p>30 日-5 月 1 日 国务院副总理刘鹤与美国贸易代表莱特希泽、财政部长姆努钦在北京举行第十轮中美经贸高级别磋商。</p> <p>25 日 美国贸易代表办公室发布 2019 特别 301 报告及恶名市场名单，就全球贸易和知识产权发展情况进行总结和回顾。中国连续第 15 年被保留在“优先观察国”名单中。</p> <p>3 日-5 日 国务院副总理刘鹤与美国贸易代表莱特希泽、财政部长姆努钦在华盛顿共同主持第九轮中美经贸高级别磋商。双方讨论了技术转让、知识产权保护、非关税措施、服务业、农业、贸易平衡、实施机制等协议文本，取得新的进展。</p>
2019 年 5 月	<p>31 日 美国贸易代表办公室宣布把原定于 6 月 1 日开始对中国部分商品加征关税由 10% 提高到 25% 的时间推迟至 6 月 15 日执行。</p> <p>31 日 中国商务部新闻发言人高峰称，针对近期一些外国实体出于非商业目的，对中国企业采取封锁、断供和其他歧视性措施的行为，中国将建立不可靠实体清单制度。</p> <p>20 日 谷歌 Alphabet 宣布，为遵守美国政府的命令，暂停与华为公司部分商业往来。</p> <p>20 日 美国商务部给华为颁发了一张为期 90 天的临时通用许可证，在许可证下允许华为购买美国特定的产品，以维护现有的网络，并给现有的华为手机提供软件更新。</p> <p>15 日 美国商务部工业和安全局将华为及其附属公司列入实体名单，这意味着华为购买美国的产品将会受到一定程度限制。</p> <p>13 日 国务院关税税则委员会公告试行开展对美加征关税商品排除工作，排除清单内的商品不再加征我国为反制美 301 措施所加征的关税。</p> <p>13 日 国务院关税税则委员会宣布自 2019 年 6 月 1 日起，对已实施加征关税的 600 亿美元部分美国商品提高加征关税税率，分别实施 25%-10% 关税。对之前加征 5% 关税的税目商品，仍继续加征 5% 关税。</p> <p>10 日 美国贸易代表莱特希泽宣布特朗普总统指示拟将对从中国进口的剩下 3000 亿美元商品加征关税。</p> <p>10 日 美国联邦通信委员会（FCC）一致投票反对中国移动于 2011 年向美国提供电信服务的申请。</p> <p>9-10 日 国务院副总理刘鹤抵达华盛顿，与美方举行第十一轮中美经贸磋商，并在磋商后接受媒体采访表示中方将理性对待中美经贸摩擦。</p> <p>9 日 美国政府宣布，自 2019 年 5 月 10 日起，对从中国进口的 2000 亿美元清单商品加征的关税税率由 10% 提高到 25%。</p> <p>6 日 美中经济和安全审查委员会发布了题为《中国企业如何促进从美国转移技术》的报告，指出中国企业使用各种手段从美国获取技术，并在很多情况下获得中国政府的支持。</p>
2019 年 6 月	<p>29 日 中国国家主席习近平在大阪 G20 峰会上同美国总统特朗普会晤。双方同意重启经贸磋商，美方表示不再加征新关税，美企可继续向华为供货。</p> <p>21 日 美国商务部新增五家中国实体进入禁止美国供应商采购部件的实体清单。</p> <p>18 日 中国国家主席习近平应约同美国总统特朗普通电话，双方约定在 G20 大阪峰会期间</p>

	<p>会晤，并同意两国经贸团队就如何解决分歧保持沟通。</p> <p>14日 世贸组织 WTO 发表声明表示美国已要求暂停处理有关中国知识产权处理方式的争端至 12 月 31 日，中国同意美国提出的暂停起诉的请求。</p> <p>6 日 商务部发表《关于美国在中美经贸合作中获益情况的研究报告》，阐明美国从中美经贸合作中获益巨大。</p> <p>3 日 美国贸易代表办公室和美国财政部联合回应中方发布的白皮书，指责中方出尔反尔。</p> <p>2 日 国务院新闻办公室发布《关于中美经贸磋商的中方立场》白皮书，旨在全面介绍中美经贸磋商基本情况，阐明中国对中美经贸磋商的政策立场。</p>
2019 年 7 月	<p>30 日-31 日：中国国务院副总理刘鹤与美国贸易代表莱特希泽、财政部长姆努钦在上海举行第十二轮中美经贸高级别磋商。</p> <p>29 日 中国国家发改委、商务部公开消息称中美两国元首大阪会晤之后，已有数百万吨美国大豆装船运往中国。7 月 19 日以来，一些中国企业就采购新的大豆、棉花、猪肉、高粱等农产品向美国供货商进行了询价。</p> <p>26 日 美国总统特朗普签署了一份备忘录，要求美国贸易代表迫使 WTO 重新评估其对某些成员发展中国家地位的认定。</p> <p>18 日 国务院副总理刘鹤应约与美国贸易代表莱特希泽、财政部长姆努钦通话，就落实两国元首大阪会晤共识及下一步磋商交换意见。商务部部长钟山等参加通话。</p> <p>12 日 中国外交部发言人耿爽表示，中方将对参与日前美国宣布的对台湾约 22.2 亿美元售台武器的美国企业实施制裁。</p> <p>9 日 美国贸易代表办公室 (USTR) 宣布，根据关税排除程序对于对之前加征 25% 关税的 110 种中国商品取消关税。</p> <p>9 日 中国国务院副总理刘鹤应约与美国贸易代表莱特希泽、财政部长姆努钦通话，就落实两国元首大阪会晤共识交换意见。商务部部长钟山参加通话。</p>
2019 年 8 月	<p>30 日 USTR 正式宣布对中国 3000 亿美元进口商品加征关税税率由 10% 提升至 15%，分两批实施，且就对 2500 亿美元关税税率从 25% 提高到 30% 征求公众意见</p> <p>24 日 美国总统特朗普宣布将之前对 2500 亿美元中国商品加征关税的税率从 25% 提高到 30%，对另外 3000 亿美元中国商品加征关税的税率从 10% 提高至 15%</p> <p>23 日 国务院关税税则委员会发布公告决定对原产于美国的 5078 个税目、约 750 亿美元进口商品加征 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。</p> <p>23 日 国务院关税税则委员会发布公告决定自 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% 的关税。</p> <p>21 日 美国国务院发布年度《军控、防扩散与裁军履约报告》，批评中方违反暂停核试验承诺。</p> <p>19 日 美国商务部工业和安全局新增 46 家华为子公司进入实体清单，并延长临时通用许可证 90 天至 11 月 19 日。</p> <p>18 日 美国总统特朗普表示他已批准对台出售 F-16V 战机，现在正等参议院通过。</p> <p>15 日 针对美国贸易代表办公室宣布将对约 3000 亿美元自华进口商品加征 10% 关税，国务院关税税则委员会有关负责人表示中方将不得不采取必要的反制措施。</p> <p>13 日 美国商务部工业与安全局将中广核有限公司及其下属 3 家公司列入出口管制实体名</p>

	<p>单，将杰瑞股份及杰瑞国际移出实体名单。</p> <p>13日 中国国务院副总理刘鹤应约与美国贸易代表莱特希泽、财政部长姆努钦通话。中方就美方拟于9月1日对中国输美商品加征关税问题进行了严正交涉。双方约定在未来两周内再次通话。</p> <p>13日 美国贸易代表办公室宣布将取消部分原定9月1日生效的对中国输美商品加征的关税，并延迟部分电子产品等的加征关税至12月15日生效。</p> <p>7日 美国国防部、总务管理局和国家航空航天局发布了一项过渡规定以实施2019财年《国防授权法案》中某些通讯和视频监控服务或设备的禁令，包括华为在内在有五家中国企业被列为禁止采购对象。</p> <p>6日 美财政部宣布将中国列为汇率操纵国，表示将与国际货币基金组织（IMF）合作消除来自中国的不公平竞争。</p> <p>6日 国务院关税税则委员会对8月3日后新成交的美国农产品采购暂不排除进口加征关税，中国相关企业已暂停采购美国农产品。</p> <p>2日 商务部新闻发言人表示如果美方对3000亿美元中国输美商品加征10%关税付诸实施，中方将不得不采取必要的反制措施。</p> <p>1日 美国总统特朗普发表推特称拟将于9月1日起对3000亿美元中国输美商品加征10%关税。</p>
2019年9月	<p>13日 发改委宣布即日起自美采购一定数量大豆、猪肉等农产品，并予以上述商品排除加徵关税</p> <p>12日 特朗普称其比较倾向与中国达成全面性的贸易协议，但也不排除先有个过渡性临时协议的可能</p> <p>11日 特朗普同意将对价值2500亿美元中国商品加征关税的计划推迟两周实施。</p> <p>9日 姆努钦表示，中美已就协议的监督执行机制方面达成一个「概念性」共识。</p> <p>5日 中美高层贸易谈判代表进行通话，并决定于10月初在华盛顿进行面对面谈判。</p>

资料来源：太平洋研究院整理

1.2 欧央行开启 QE 利好新兴市场包括 A 股

欧央行重启 QE。从利率变动来看稍低于市场预期，将存款便利利率下调 10 个基点至-0.5%（市场预期下调 20 个基点），主要再融资利率、边际贷款利率保持不变，分别为 0%和 0.25%。理事会预期欧洲央行的关键利率将保持在目前或更低的水平，直到确保欧元区通胀率中期内持续趋同至低于但接近 2%的水平；从资产购买来看，资产购买计划重启宣告了 QE 的重启，自 11 月开始每个月 ECB 将每个月购买 200 亿欧元债券，并且暂不设定到期时限，若通胀持续低于 2%，

则本次开启 QE 几乎可以说是无期限的 QE。我们认为，本次 QE 的重启基本宣告了欧元区货币政策陷入流动性陷阱，从逻辑链条来看，低通胀——负利率——贫富分化（普通劳动者的工资回报约等于投资回报率的 2/3，而名义利率是投资回报的锚，央行压低名义利率加剧了贫富分化）——低通胀循环存在较强相关性，欧元区日本化近乎不可避免。

欧元区开启 QE 从两方面利好新兴市场股市。一方面，在欧央行重启 QE 后新兴市场的风险溢价将上升，投资新兴市场的赔率提升；另一方面，发达经济体重启 QE 后新兴市场资本外流及债务压力将有效降低，新兴市场货币/财政政策发力空间上升，我们此前提到的大宽松时代已经到来。

2. 经济数据如期回落，但较一致预期乐观

工业品与消费品通胀继续分化，工业品通缩加剧，但由于油价及基本金属的价格回升，后续或在当下水平震荡；而消费品通胀主要依靠猪肉价格涨幅超预期带动，年内仍有可能到 3% 以上；金融数据整体持平，但企业中长期贷款占比的回升极可能是受信托到期后表外转表内的影响，信用扩张能否企稳仍需观察，进一步宽松及财政发力仍有必要。

2.1 CPI 超预期，PPI 年内持续下跌概率极低

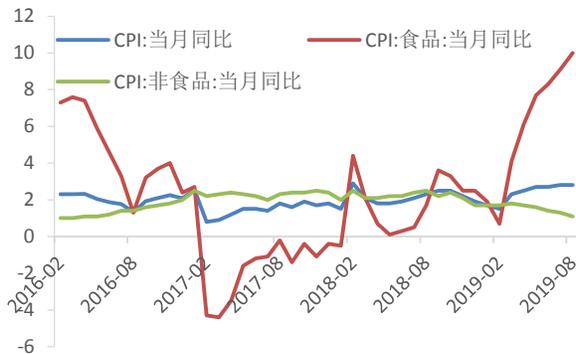
8 月 CPI 同比 2.8%，前值 2.8%，预期 2.6%，CPI 超预期上涨。分项来看，8 月食品 CPI 同比增速继续上升，达到 10%，前值 9.1%；非食品 CPI 同比增速继续下行，从 1.3% 回落至 1.1%。具体来看，食品项中猪肉价格仍是 CPI 上升主要动力，8 月猪肉价格同比 46.7%，环比 23.1%、猪肉价格同比和环比增速均较前值涨幅明显扩大；我们认为猪肉价格上升仍主要受供给端的影响，考虑到猪瘟影响短期内仍将继续发酵叠加下半年节假日增多需求量增大，预计未来猪价随猪周期上扬而趋势性上涨。8 月鲜果价格同比 24%，前值为 39.1%，鲜果价格受到夏季供给量增多的影响出现回落，鲜果价格大涨持续性估计不强；鲜菜价格同比 -0.8%，前值

5.2%。8月非食品项同比虽然受到国际油价下跌的影响继续下行，但其对CPI拉动作用依然较为稳定。其中居住、教育、医疗保健三项为非食品项拉动的主力军，同比分别为1%、2.1%、2.3%。

8月PPI同比-0.8%，预期-0.9%，前值-0.3%，同比降幅加深；环比-0.1%，连续第三个月为负值，但降幅逐月收窄。分项来看，生产资料同比-1.3%，前值-0.7%；生活资料同比0.7%，前值0.8%。生产资料中，采掘工业价格同比2.8%，前值3.2%；原材料工业价格同比-3.5%，前值-2.9%；加工工业价格同比-0.8%，前值-0.2%；行业方面，受到经济下行压力的影响，原材料价格普遍下降；石油相关产业价格继续大幅回落，黑色有所上涨。

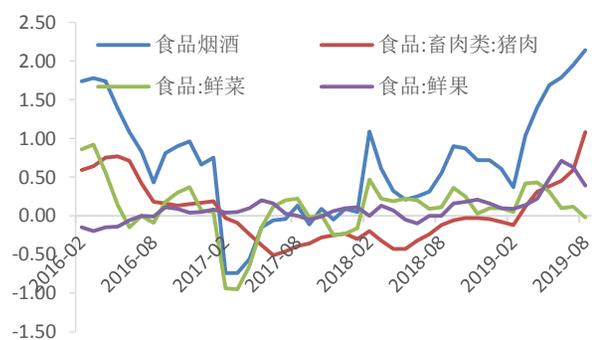
总体来看，猪肉价格仍是CPI上涨最主要影响因素，猪肉价格易涨难跌，未来鲜果价格受到供给量的增加持续性不强。结合油价潜在上行预期（沙特被动减产以及经济意外指数回升均利于油价止跌回升）以及国内房地产投资仍然持续下降收缩工业品需求，PPI短期或走平。

图表 2：CPI 受食品项推动



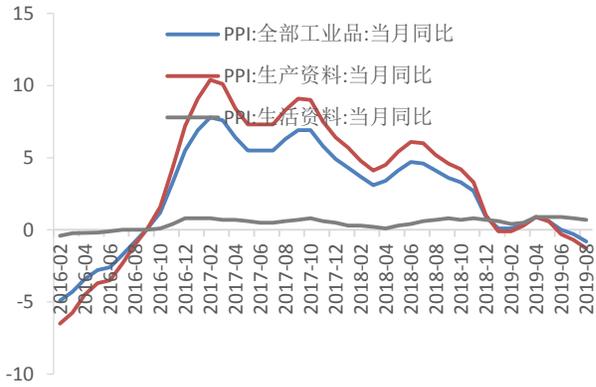
资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 3：食品项受猪肉及烟酒等拉动



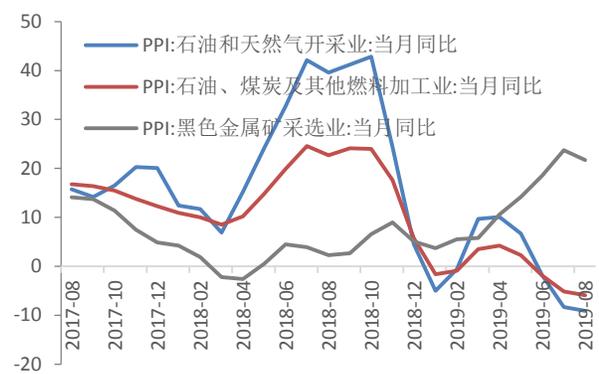
资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 4: PPI 受生产资料拖累



资料来源: Wind, 太平洋研究院整理

图表 5: 油价拖累或告一段落



资料来源: Wind, 太平洋研究院整理

2.2 金融数据结构改善有隐忧，总量需要财政政策支撑

8月新增社会融资规模 1.98 万亿元，同比多增 400 亿元，上期同比减少 2140 亿元，社会融资趋向平稳。

其中表内融资规模 6500 亿元，同比增加 390 亿元，为自 4 月以来首次变为正值，但不可过度乐观。企业短期贷款同比增长 1400 亿元，企业中长期贷款同比增长 25%，企业短期贷款同比少减 80%。但同时表外贷款中，委托贷款和信托贷款都出现了连续萎缩：委托贷款规模缩减 513 亿元，信托贷款规模缩减 660 亿元，我们估计企业贷款增长很大一部分比例由表外业务转表内业务造成（按照年内信托到期产品规模计算，10 月后信托贷款到期压力逐月抬升，12 月单月到期规模达到 9000 亿以上，而信托贷款中有 1/5 明面流入地产，隐性流入地产更高）。同时，由于地产产业链（上游材料等）融资具有惯性，当前地产强监管带来的信用扩张受限负面作用仍未显现，对社融数据不可过度乐观。

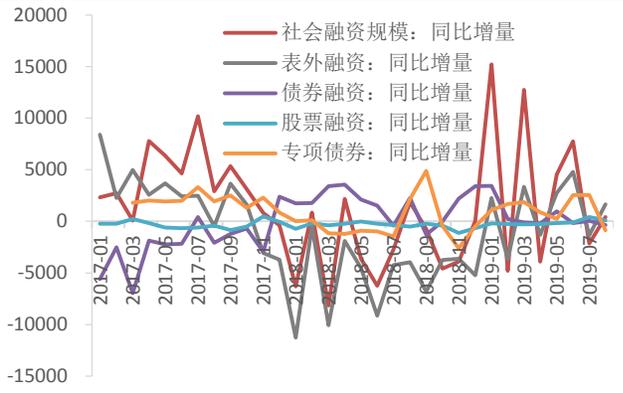
表外融资减少 1014 亿元，同比少减 1659 亿元，收缩力度减缓，主要来自未贴现银行承兑汇票同比大幅增长。分项看，未贴现银行承兑汇票新增规模 160 亿元，同比多增 940 亿元；信托贷款减少 660 亿元，同比少减 30 亿元，主要由于 8 月到期信托到期量增加；委托贷款规模缩减 510 亿元，同比少减 700 亿元。

此外，债券融资同比少增 361 亿元，震荡加剧；股票融资同比增加 115 亿元，

维持平稳。地方专项债同比少增 900 亿元，后续关注明年专项债额度是否在四季度提前发放，若提前放出额度则有望托底基建创造需求，有效带动信用扩张。

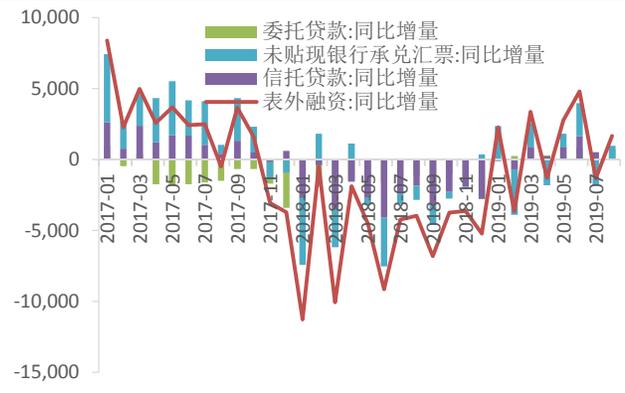
8 月 M2 同比增速 8.2%，增速比上月高 0.1 个百分点。9 月降准后，可能会进一步提高信贷派生能力，进一步提高 M2 增速。

图表 6：社融同比上升因表外收缩减缓



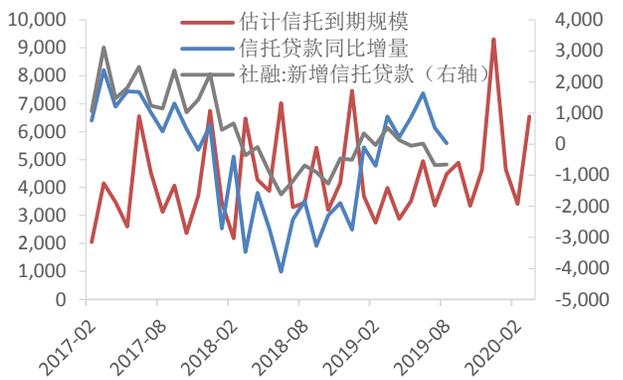
资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 7：表外收缩力度减缓



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 8：信托到期规模与新增信托贷款对比 (亿元)



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 9：信托投向地产



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

3. 美联储的议息会议存在不降息概率，但宽松周期基调不变

此前鲍威尔于 9.19 日议息会议前的最后一次讲话透露出如下信息：美联储关注通胀，“不应让通胀低于 2% 太多”；当前并不担忧美国经济进入衰退，月内降

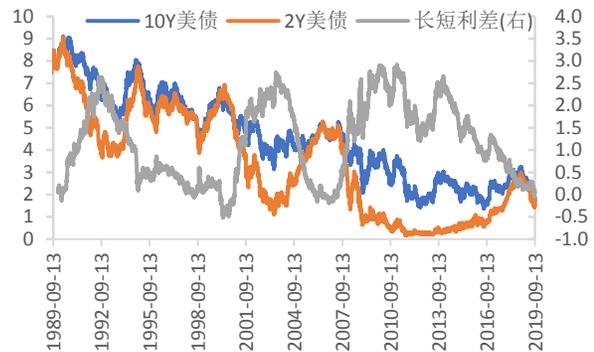
息 50 个基点近乎不可能；将继续采用政策工具支持经济，即降息仍然是最大可选项；美国 8 月的核心通胀数据达到 2.4%，10 年期国债收益率也回升至 1.9%，收益率倒挂得到一定缓解，并不支持当下进行降息，但由鲍威尔此前的表态来看，我们仍然认为本月降 25 个 bp 是最大概率事件，物价回升且货币政策宽松利好股市。

图表 10：美国通胀仍高



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 11：收益率倒挂有所缓解



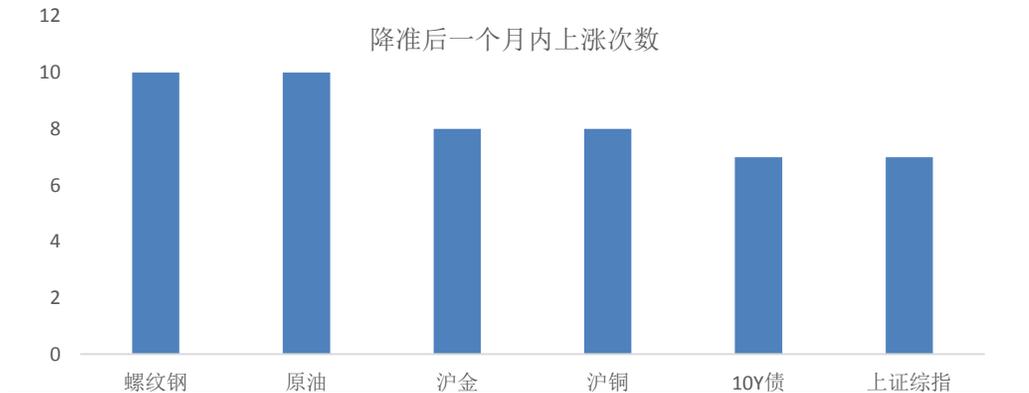
资料来源：Wind，太平洋研究院整理

4. 行情大概率将延续，看好金融股阶段占优

宽松开启及对外开放将带来“增量牛”，股市将继续相对债市占优，坚定看多做多。我们此前认为市场风格偏向此前超跌的金融权重修复搭台指数，当下仍然看好金融股受益于通胀预期回升以及逆周期调节发力；同时，由于大宗商品四季度反弹力度或超市场预期，建议关注周期股中供需结构较好的有色金属/工业金属及受益油价反弹的化工股。

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 12：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

①上周成交金额基尼系数略有下降；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机构仓位大幅回落；⑤恐慌指数持续位于低位；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下降（0.6595 下降至 0.64），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 1.18 下降至 1.007，已连续两周位于 1 以上，显示期权市场持续乐观。

机构仓位大幅回落。机构仓位上周大幅回落，普通股票型基金整体仓位由 86.44% 下降至 83.84%，偏股混合型基金由 82.35% 回落至 78.62%。上周 20 日突破 60 日均线的强势个股数大幅上升（1604 家，较上上周 1155 家大幅上升），接近 7 月 27 日的高点，前一段时间市场赚钱效应较强，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 13：上周成交金额基尼系数继续回落

图表 14：沽购比继续回升

空头束手的支撑：一面是宽松，一面是 risk on



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 15: 机构仓位回落

图表 16: 强势股数量大幅上升



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

恐慌指数平稳略降。当前恐慌指数为 19.6，较上上周 19.2 略有回升但仍在低位，恐慌指数 9 月以来持续低于 20。

图表 17: 恐指平稳略降

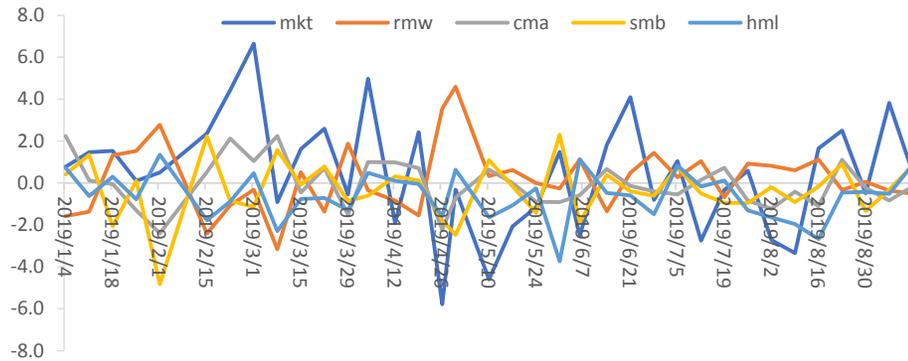


资料来源: Wind, 太平洋研究院整理

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，RMW 代表的盈利因子已连续两周转负，符合风格切换。

图表 18: 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，我们建议配置金融，关注周期股潜在受益于底部反弹，弹性可围绕主题明确的成长如军工展开。

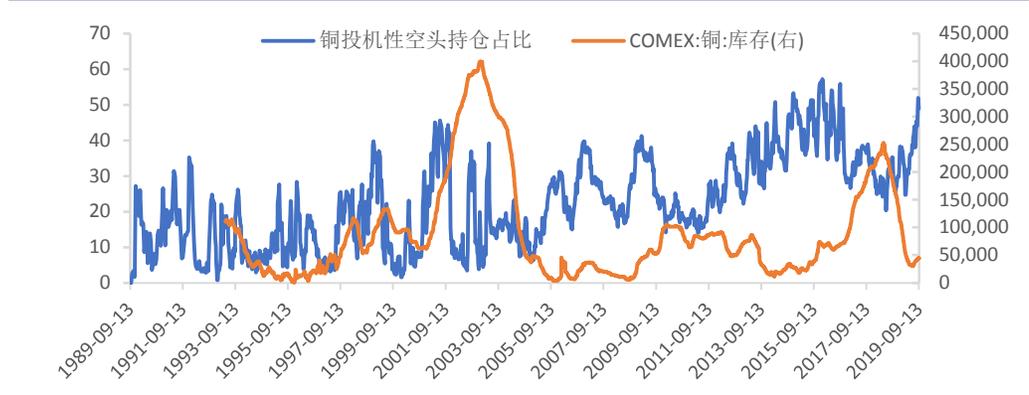
①金融行业中的超跌龙头公司，如大银行、券商龙头、保险龙头。当前市场已处小型牛市状态，大行、券商龙头等分别受益于降准后流动性充裕以及小型牛市带来的市场弹性，且银行估值已处于历史下沿附近，仅高于 2018 年 7 月及 2019 年初的“破产底”。而优质保险公司在不参与价格战以及“保险姓保”的监管背景下产品结构得到优化，未来增速有望维持平稳。

②化工股。自上而下视角看，化工股受益于 risk on 情绪以及制造业库存周期见底带来的大宗商品季度级别反弹；从行业视角看，沙特的被动减产等事件冲

击有利于油价大幅抬升。

③有色金属中的基本金属如铜。受益于潜在的逆周期调节财政发力，基本金属需求有望得到提振；同时基本金属经过多年的供给收缩后价格已接近底部，做空基本金属的投机性空头交易拥挤程度趋于极致，价格随时可能反弹甚至反转。

图表 19：做空基本金属的交易过于拥挤



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。