

分析师:

张忆东 全球首席策略师

SFC HK: BIS749

SAC: S0190510110012

zhangyd@xyzq.com.cn

联系人:

李彦霖

SAC: S0190510110015

吴迪

SAC: S0190119080002

香港“至暗时刻”

——港美股市场把脉

2019年10月7日

报告关键点

相关报告

20190928《短期风险继续释放》

20190922《全球风险偏好面临调整，中国秋季行情震荡蓄势》

20190914《市场情绪提振明显》

20190907《如期确认“黄金坑”并展开秋季行情》

20190901《9月确认“黄金坑”，布局秋季行情》

20190825《“极限施压”毁美股殃港股，A股反复筑底“黄金坑”》

20190817《莫负“黄金坑”，秋季行情将拉开帷幕》

20190811《短期暴风雨 长期黄金坑》

20190804《黑云翻墨未遮山》

20190801《两朵乌云和拨云见日》

20190729《从风险偏好修复转向基本面分化》

20190728《沉睡的菲利普斯曲线或将苏醒，美联储降息之路并非坦途》

20190624《核心资产牛市的大趋势及其他股票的短反弹》

20190610《突围，中国核心资产的新征程》

20190506《夏日寒风，核心资产的黄金坑》

20190428《夏日寒风，N型走势的第二折》

投资要点

1、海外重大事件及数据点评（美国经济数据详细点评见正文，本文的本周指的是 20190930-20191004）

1.1、9月ISM制造业PMI为47.8%，其中ISM新出口订单9月大幅下跌至41%，为近10年以来的低点。

1.2、9月ADP数据显示私人部门就业偏弱，无法证伪PMI数据的“叙事”。

1.3、沙特“完全恢复产油”的表述叠加超预期的EIA美国原油库存，使布伦特原油当日大跌至57美元每桶附近。

1.4、9月美国新增非农就业13.6万人，将8月新增就业从15.9万人上修至16.6万人；失业率为3.5%，为50年以来的新低。但是：1）9月政府部门新增就业22,000人，远超今年以来月平均，显示出私人部门就业并没有整体就业那么强劲；2）每小时工资同比增长2.9%，低于8月的3.4%，为18年以来最低。

1.5、10月4日鲍威尔FED listens发言表示，经济虽然存在风险，但是整体处于合意水平，希望使通胀达到2%的目标。该表态传递“条件鸽派”预期，2年期美债收益大幅下降22bps至1.41%，标普500收涨1.4%。

1.6、中国香港订立《禁止蒙面规例》。

1.7、弹劾调查风波扰动特朗普支持率。

2、港股市场综述

股指整体小幅下跌：恒生国指小幅跌0.01%，恒指下跌0.52%。行业上，恒生地产建筑业（涨1.35%）和恒生电讯业（涨1.19%）领涨；恒生能源业（跌1.54%）和恒生原材料业（跌1.07%）领跌。

市场情绪维持谨慎：截至本周五，恒生波指为20.7，高于上周的19.9；本周主板卖空成交比与上周持平为14.7%；港交所卖权/买权成交比为2.2%，中枢水平相比9月初显著提高，处在自2011年以来的高位。

盈利预期小幅下降，估值持平：恒指2019财年一致预期EPS本周环比小幅下降0.17%；恒生指数和恒生国企指数当前静态估值水平（TTM市盈率）为10.1和8.1倍水平，二者均低于2002年以来的1/4位数。

3、美股市场综述

股指涨跌不一：中概股一改上周的颓势（上周大跌7.59%），本周领涨3.32%；纳指本周收涨0.54%，标普500指数和道指分别跌0.33%和0.92%。

市场情绪偏谨慎：本周五VIX指数从上周五的17.22下降为17.04；高收益债利差（相比十年期美债收益）从上周五的3.77%上升为4.19%。

盈利预期和估值下修：本周标普500 2019 Q3盈利预测环比下修0.34%，当前标普500预测市盈率降为17.89倍，小幅低于1990年以来3/4分位数。

纯因子表现：本周，动量（涨0.75%）、成长（涨0.47%）和交易活动因子（涨0.26%）领涨，价值（跌0.77%）和波动率因子（跌0.17%）领跌。

风险提示：全球经济增速下行；中、美货币政策宽松不达预期；大国博弈风险

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明



目 录

1、海外重大事件及数据点评	- 4 -
1.1、9月 ISM 制造业 PMI 不及预期	- 4 -
1.2、ADP 数据显示私营部门就业放缓	- 4 -
1.3、库存和恢复产油叠加使原油价格大跌	- 5 -
1.4、9月美国失业率为 3.5%，创近 50 年新低，工资增长放缓	- 5 -
1.5、鲍威尔 FED listens “暖心”发言提振市场信心	- 6 -
1.6、中国香港订立《禁止蒙面规例》	- 7 -
1.7、弹劾调查风波扰动特朗普支持率	- 8 -
2、港股市场监测	- 9 -
2.1、港股市场表现概览	- 9 -
2.2、港股盈利趋势与估值	- 9 -
2.3、港股投资者情绪	- 11 -
3、美股市场监测	- 12 -
3.1、美股市场表现概览	- 12 -
3.2、美股盈利趋势与估值	- 12 -
3.3、美股投资者情绪	- 14 -
3.4、美股纯因子收益	- 15 -
4、风险提示	- 16 -
图表 1: 美国供应链管理协会 PMI	- 4 -
图表 2: BLS 非农新增就业和 ADP 新增就业, 千人	- 5 -
图表 3: 美国失业率和劳动参与率, %	- 5 -
图表 4: 边缘就业人员, 千人	- 6 -
图表 5: 私营部门工资增长(%)	- 6 -
图表 6: CME 联储观察工具隐含的 12 月联储决议利率概率分布, %	- 7 -
图表 7: 2 年期和 10 年期美债收益%	- 7 -
图表 8: 中国香港零售额同比, %	- 8 -
图表 9: 指数表现, 9 月 6 日定基为 1	- 8 -
图表 10: Real Clear Politics 特朗普支持率, %	- 8 -
图表 11: 港股重要指数涨跌幅(%)	- 9 -
图表 12: 恒生综指行业涨跌幅(%)	- 9 -
图表 13: 恒生指数盈利预期	- 9 -
图表 14: 恒生指数预期市盈率	- 9 -
图表 15: 恒生指数市盈率 (TTM) 历史区间	- 10 -
图表 16: 恒生国企指数市盈率 (TTM) 历史区间	- 10 -
图表 17: 港股 2011 年以来行业估值 (截止 8 月底)	- 10 -
图表 18: 恒指股息率 (%)	- 10 -
图表 19: VHSI 指数和恒指	- 11 -
图表 20: 香港主板卖空成交额/总成交额	- 11 -
图表 21: 港交所跌权/涨权成交比 (%)	- 11 -
图表 22: USDCNH 一年期风险逆转指数 (%)	- 11 -
图表 23: 美股重要指数涨跌幅	- 12 -
图表 24: 标普 500 行业涨跌幅	- 12 -
图表 25: 标普 500 指数 2019Q3 一致预期 EPS	- 12 -
图表 26: 标普 500 指数风险溢价(%)	- 12 -
图表 27: 标普 500 指数预测市盈率	- 13 -

图表 28: 标普 500 历史市盈率 (TTM)	- 13 -
图表 29: 美股 2004 年以来分行业 P/E.....	- 14 -
图表 30: 中概股预测市盈率	- 14 -
图表 31: 标普 500 期权看跌-看涨比率	- 14 -
图表 32: VIX 指数	- 14 -
图表 33: 美国高收益债-10 年期美债收益差和 10Y-2Y 美债收益差.....	- 15 -
图表 34: Bloomberg 纯因子收益	- 15 -

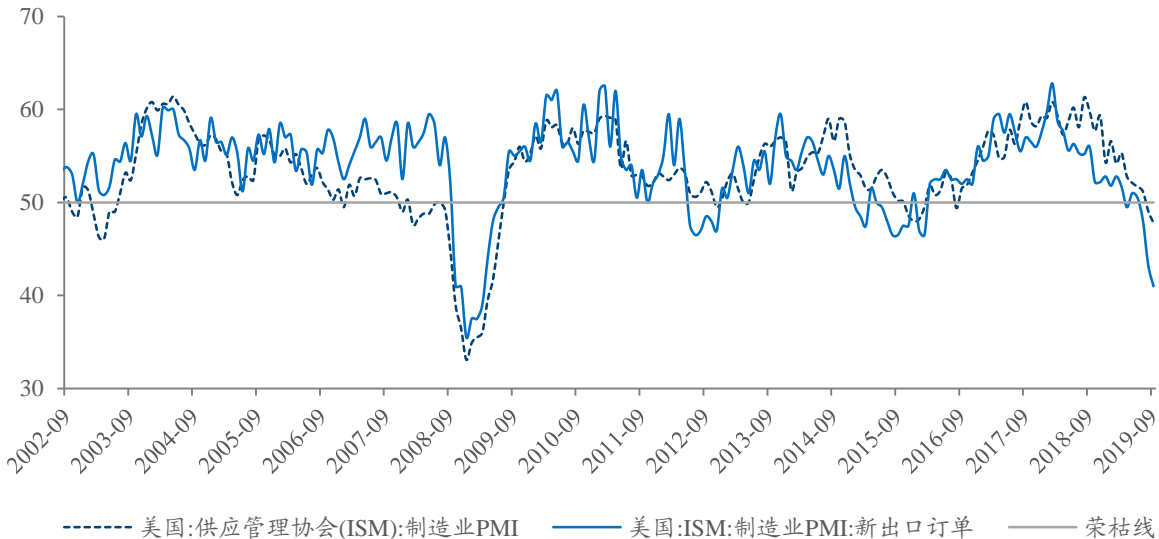
1、海外重大事件及数据点评

国庆黄金周美股上演了“V型反转”，源于连续公布的重要经济数据对预期的扰动。

1.1、9月ISM制造业PMI不及预期

9月ISM制造业PMI为47.8%，虽然投资收缩不是新鲜事，但是大幅不及预期引发美股下跌。美国东部时间10月1日美国供应链管理协会公布的9月份制造业PMI为47.8%，为自从2009年6月以来的最低值，远低于预期50.4%。子项显示，9月新订单、就业、新出口订单和库存均出现收缩。其中ISM新出口订单9月大幅下跌至41%。ISM商业调查委员会主席Timothy Fiore表示：“今年7月开始的新出口订单减少显示出，全球贸易仍然是最重要的问题”。

图表1：美国供应链管理协会PMI



数据来源：Bloomberg，兴业证券经济与金融研究院整理

在该数据发布后，标普500盘中大泄，最后收跌1.23%，十年期国债收益率下跌至1.6577%。在经济后周期劳动力市场数据更加值得市场关注，市场整体对美国**经济衰退的“叙事”从量变到质变的环节是就业和消费，所以虽然PMI大幅不及预期，但连续下跌还是需要弱就业和弱消费数据的催化。**

1.2、ADP数据显示私营部门就业放缓

盘前公布的9月ADP私人部门就业数据也给美股增加了压力。9月ADP数据显示私人部门就业尚可但偏弱，无法证伪PMI数据的“叙事”（投资足够低迷并影响就业），标普500于中国国庆第二日大跌近1.8%。ADP数据显示9月私人部门新增就业为135,000人，小幅不及路透社调查的140,000人的预期，同时8月数值从195,000较大幅度下修至157,000。

（10月2日美股大跌亦存在大西洋彼岸的英国政治事件的压力，英国首相约翰逊

在 10 月 2 日重提“无协议脱欧”使富时 100 收盘大跌逾 3%，德国 DAX 指数大跌 2.7%，欧市颓弱使美国盘前承压。)

1.3、库存和恢复产油叠加使原油价格大跌

在 10 月 2 日大跌的还有原油。沙特“完全恢复产油”的表述叠加 EIA 公布的超预期的美国原油库存新增变动(公布数据为 3.1(百万桶),大超预期 1.6(百万桶)),使得布伦特原油期货近月合约价格当日大跌至 57 美元每桶附近,回到 8 月的低位水平。

1.4、9 月美国失业率为 3.5%，创近 50 年新低，工资增长放缓

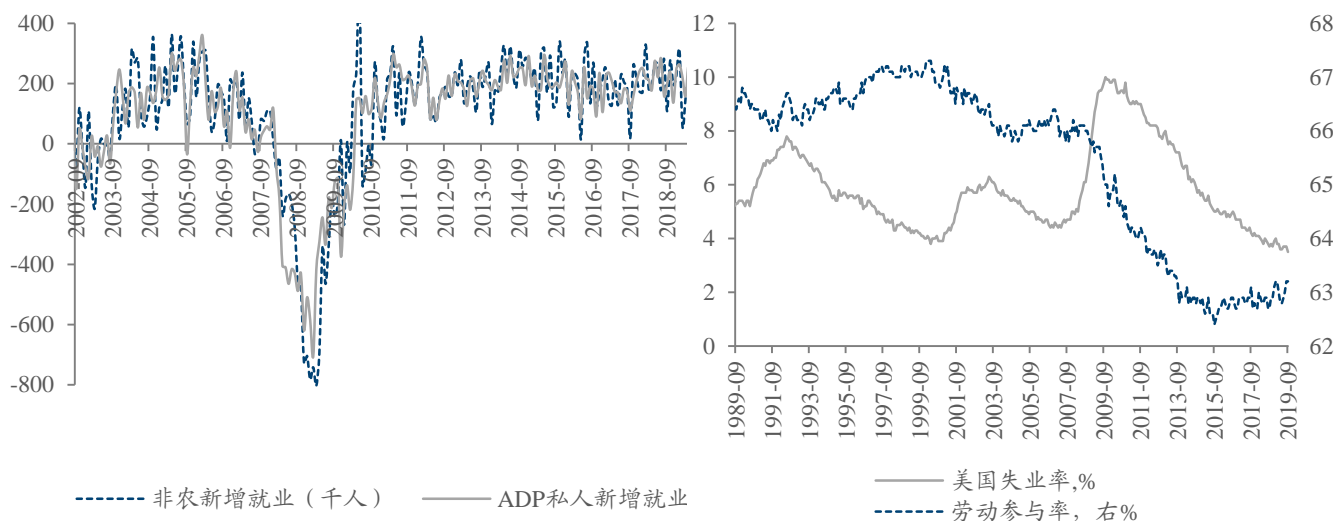
10 月 4 日，美国劳工局公布的数据显示，9 月美国新增非农就业 13.6 万人，将 8 月新增就业从 159,000 上修至 166,000 人；截至 9 月失业率为 3.5%，失业率创 50 年以来的新低。低失业率并非源于劳动参与率的下滑：劳动参与率与 8 月持平为 63.2%。9 月有 130 万人处于边缘就业状态（或称摩擦性失业人员），相比去年同期下降了 27.8 万人。

虽然失业率创了新低，但是有两个关键点需要注意：

1. 结构上，首先，9 月制造业新增就业 2000 人，过去 6 个月平均来看该数值为 3000 人，远远低于 2018 年的月平均新增人数 2.2 万人，这显示出整体制造业出现明显下滑；其次，9 月政府部门（主要是州和地方政府）新增就业 22,000 人，远高于今年 1-8 月均值，显示出私人部门就业并没有整体就业那么强劲；第三，零售行业就业减少 11,000 人，该数值最近一年月平均负增长，或显示出消费需求的下滑。
2. 小时工资数增长出现明显放缓，每小时工资同比增长 2.9%，低于 8 月的 3.4%，为 18 年以来的最弱的增幅。我们认为当前工资增长对美国经济的“把脉”的参考性高于新增就业，因为：1) 新增就业容易受到结构性因素的影响，比如政府部门新增就业，工资增长则反映了整体劳动力市场状况；2) 工资增速是企业盈利变化的一个折射，对企业盈利的变化存在一个非线性的传导的反映特征，即使是较小的工资放缓也应当引起对企业盈利能力的警觉。
3. 据联储工作论文的研究(Cajner et al.,2019)，看待美国就业数据的“正确姿势”是结合 ADP 私人部门新增就业和 BLS 非农新增就业来看，ADP 数据或显示美国真实就业并不如 BLS 非农就业数据那么强劲。(Cajner, Tomaz, Leland D. Crane, Ryan A. Decker, Adrian Hamins-Puertolas, and Christopher Kurz (2019). Improving the Accuracy of Economic Measurement with Multiple Data Sources: The Case of Payroll Employment Data," Finance and Economics Discussion Series 2019-065. Washington: Board of Governors of the Federal Reserve System, <https://doi.org/10.17016/FEDS.2019.065>.)

图表 2: BLS 非农新增就业和 ADP 新增就业, 千人

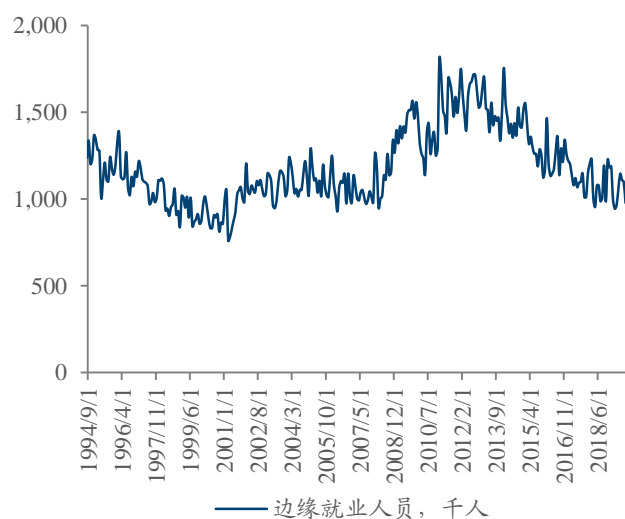
图表 3: 美国失业率和劳动参与率, %



数据来源: Bloomberg, 兴业证券经济与金融研究院整理

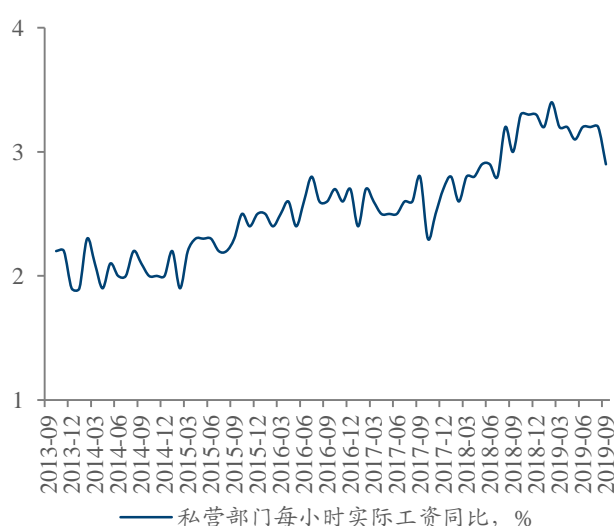
数据来源: Bloomberg, 兴业证券经济与金融研究院整理

图表 4: 边缘就业人员, 千人



数据来源: Bloomberg, 兴业证券经济与金融研究院整理, 依据 Bloomberg 提供的分性别边缘就业人员求和得到

图表 5: 私营部门工资增长(%)



数据来源: Bloomberg, 兴业证券经济与金融研究院整理

10月4日美股开盘小幅上涨0.3%，非农就业数据总是一把“双刃剑”，9月非农数据一方面显示出估值模型中分子端即预期盈利；另一方面，就业数据或扰动降息预期，即影响分母端投资者要求回报的无风险贴现率部分。

1.5、鲍威尔 FED listens “暖心”发言提振市场信心

美东时间10月4日下午两点，鲍威尔在FED listens致辞内容给市场提供了信心，在其致辞结束后，美股尾盘逐渐拉升，标普500收盘盘涨1.4%。FED listens是联储预期管理的重要场合，今年以来美联储最明确的鸽派信号就是在6月5日的FED listens上传达的，并驱动大类资产同涨。

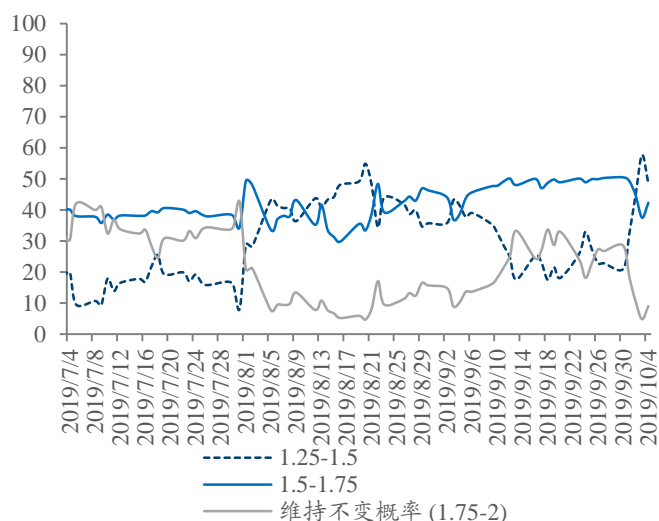
鲍威尔讲话主要传达的信息简要概括为：“经济虽然存在风险，但是整体处于合意

水平，希望使通胀达到 2% 的目标。”对于宏观经济，相比 9.18 的 FOMC 会议上对风险的强调，这次更加强调总体上经济处于合意水平（favorable place），尤其值得注意的是其对通胀的表述：“我们想让通胀高一点（We actually want inflation to be a little bit higher）。”

综上，对于 10 月 4 日的非农数据和 FED listens 我们有以下评论：

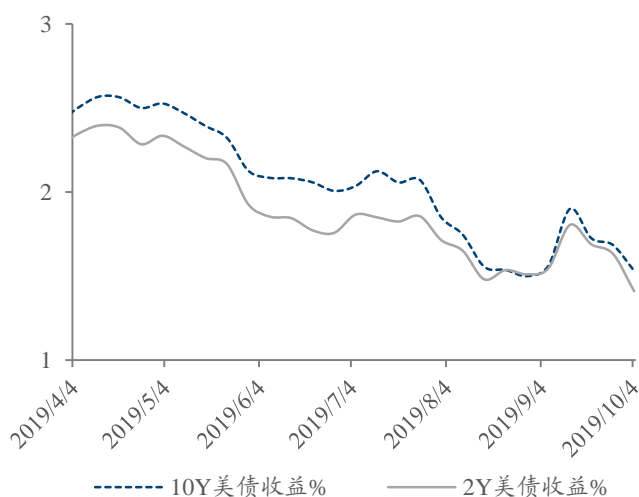
- 1) 市场对非农数据解读正面，这使得由于 PMI 数据打高的降息预期在 10 月 4 日有所回落。
- 2) 鲍威尔的表述同时也隐含了市场对美股估值的分母端（贴现率）的信心：即使经济下行，通胀不及预期，我们亦希望使用手里的工具来取得通胀目标。而 CME 联储观察工具的降息概率是无条件概率，其显示的 12 月降息概率下降并未反映上述条件概率信息。相比于联储观察工具，覆盖期限更长的 2 年期美债收益 10 月 4 日大幅下降了 22bps 至 1.41%。

图表 6: CME 联储观察工具隐含的 12 月联储决议利率概率分布, %



数据来源: Bloomberg, 兴业证券经济与金融研究院整理

图表 7: 2 年期和 10 年期美债收益 %



数据来源: Bloomberg, 兴业证券经济与金融研究院整理

1.6、中国香港订立《禁止蒙面规例》

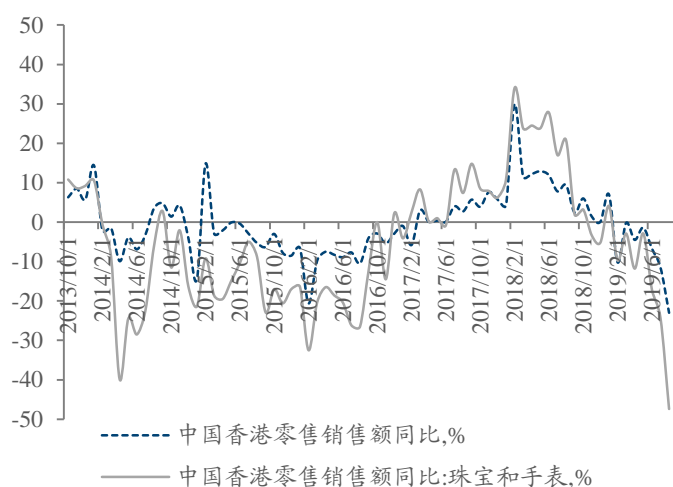
引自新华网的报道，10 月 4 日，中国香港特区行政长官林郑月娥出席记者会，宣布《禁止蒙面规例》5 日零时起生效实施。当日，林郑月娥召开特别行政会议，会同行政会议决定，引用《紧急情况规例条例》，订立《禁止蒙面规例》。林郑月娥表示，之所以要订立“反蒙面法”，是因为过去 4 个月进行暴力破坏的示威者几乎全部都是蒙面的，目的是隐藏身份，逃避刑责，因此也变得越来越肆无忌惮。

“反蒙面法”将有助于警方执法，阻止激进违法行为。林郑月娥强调，引用《紧急情况规例条例》订立《禁止蒙面规例》，不等于香港进入紧急状态，行政会议也没有宣布香港进入紧急状态。

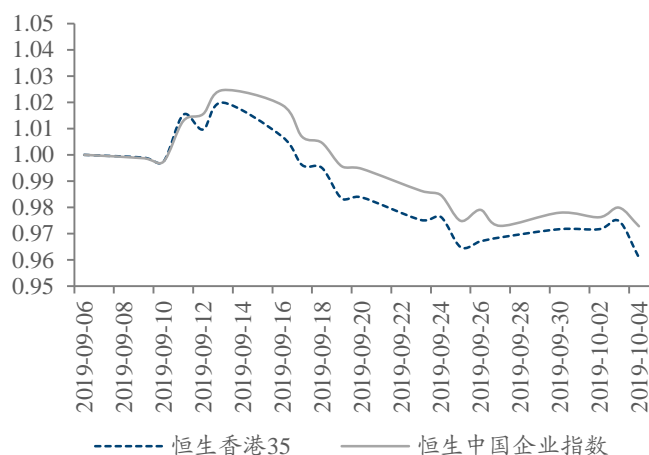
香港局势已经严重影响到香港本地经济，8 月香港零售销售同比下滑 23%，其中珠宝和手表销售同比大幅下跌逾 47%，珠宝和手表销售数据从侧面反映了中国

内地赴港旅行规模大幅下滑的事实。香港局势持续压制港股表现，香港本地股股价受挫更明显。

图表 8: 中国香港零售额同比, %



图表 9: 指数表现, 9月6日定基为1



数据来源: Bloomberg, 兴业证券经济与金融研究院整理

数据来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

1.7、弹劾调查风波扰动特朗普支持率

美东时间9月24日, 美国总统特朗普卷入“乌克兰通话门”弹劾调查风波。美国众议院议长、民主党人佩洛西宣布, 在与全体民主党议员开会商议后, 他们已决定对现任美国总统特朗普展开弹劾调查。弹劾调查的开展使得特朗普的支持率下滑, Real Clear Politics 显示其支持率从45%下滑至10月4日43%。10月2日纽约时报率先报道了弹劾调查的转折——民主党人亚当·席夫在发起弹劾调查时违背程序、捏造事实, 涉嫌叛国罪。虽然特朗普支持率于10月4日开始回升, 但是此次事件对特朗普九月以来逐渐抬升的支持率有所拖累。

图表 10: Real Clear Politics 特朗普支持率, %



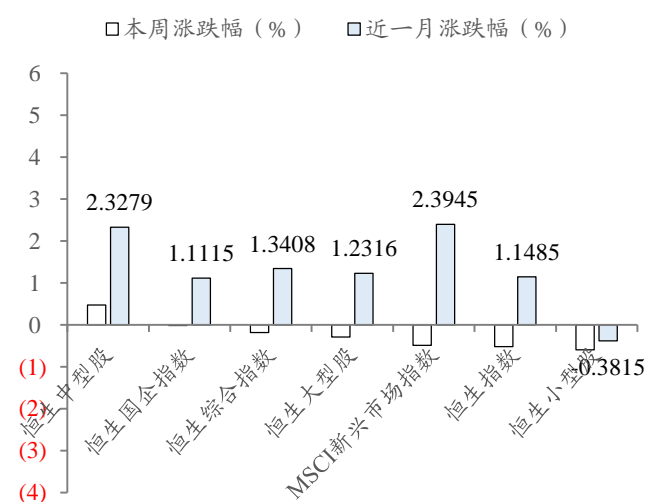
数据来源: Bloomberg, 兴业证券经济与金融研究院整理

2、港股市场监测

2.1、港股市场表现概览

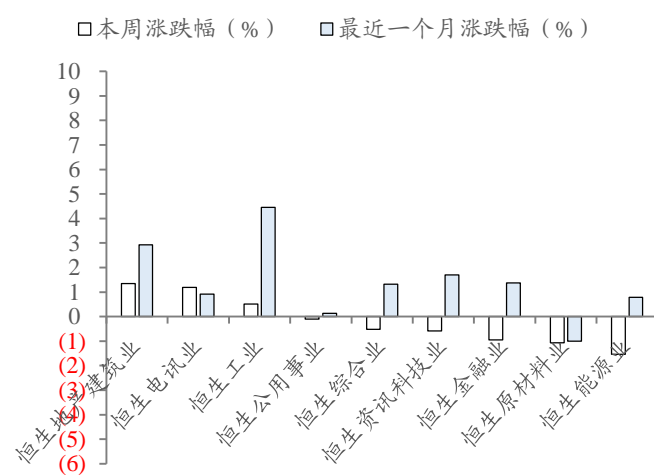
港股整体小幅下跌。除恒生中型股小幅上涨 0.47%外，其余指数均小幅下跌，恒生国指价格本周无明显变化（小幅跌 0.01%），恒指下跌 0.52%。行业上，恒生地产建筑业（涨 1.35%）和恒生电讯业（涨 1.19%）领涨；恒生能源业（跌 1.54%）和恒生原材料业（跌 1.07%）领跌。

图表 11: 港股重要指数涨跌幅(%)



数据来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

图表 12: 恒生综指行业涨跌幅(%)



数据来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

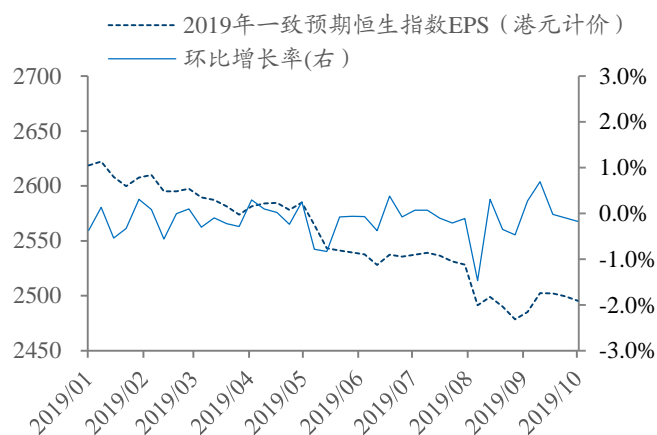
2.2、港股盈利趋势与估值

估值无明显变化，盈利小幅下修。本周恒生指数和国企指数预期市盈率（彭博一致预期）与上周无明显变化，为 10.3 和 8.1 倍。恒指预期市盈率低于 2005 年 7 月以来的 1/4 分位数，恒生国指预期市盈率略高于 2005 年 7 月以来的 1/4 分位数。恒指 2019 财年一致预期 EPS 本周环比小幅下降 0.17%。

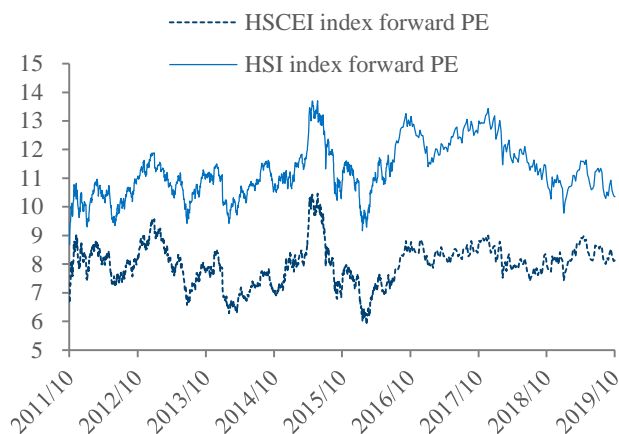
本周恒生指数和恒生国企指数当前静态估值水平（TTM 市盈率）亦维持为上周的 10.1 和 8.1 倍水平，二者均低于 2002 年以来的 1/4 位数。截至 8 月底，除消费者服务业、消费品制造业，其余行业市盈率（TTM）均处于 2011 年以来中位数以下的水平。当前恒生指数的股息率为 3.86%，处于 2006 年 9 月以来的中位数上方。

图表 13: 恒生指数盈利预期

图表 14: 恒生指数预期市盈率

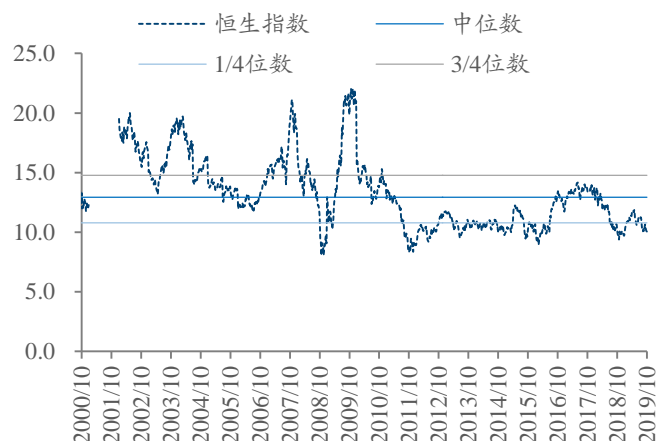


数据来源: Bloomberg, 兴业证券经济与金融研究院整理



数据来源: Bloomberg, 兴业证券经济与金融研究院整理

图表 15: 恒生指数市盈率 (TTM) 历史区间



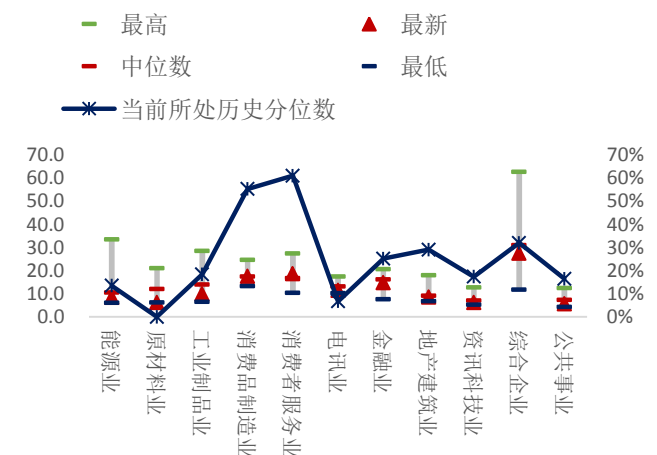
数据来源: Bloomberg, 兴业证券经济与金融研究院整理

图表 16: 恒生国企指数市盈率 (TTM) 历史区间



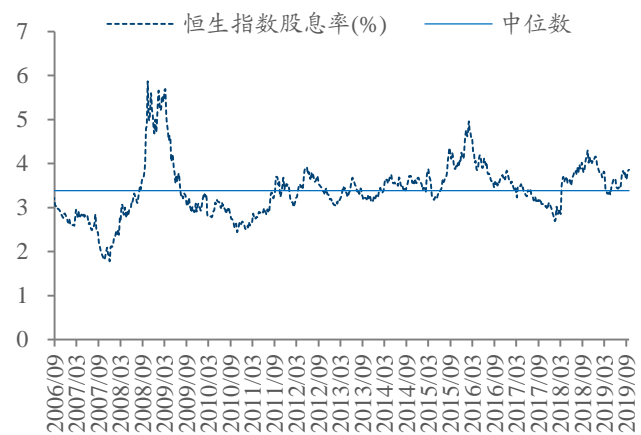
数据来源: Bloomberg, 兴业证券经济与金融研究院整理

图表 17: 港股 2011 年以来行业估值 (截止 8 月底)



数据来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

图表 18: 恒指股息率 (%)



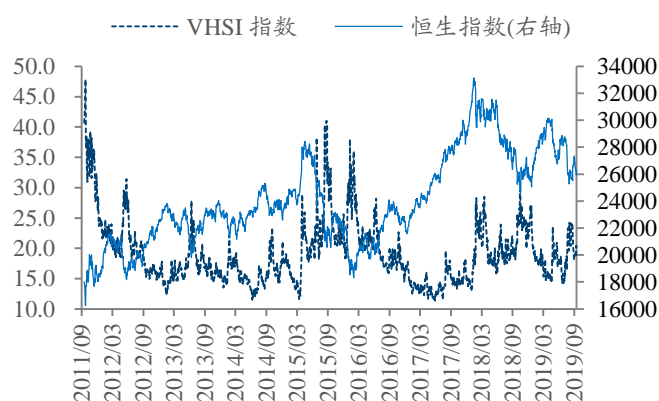
数据来源: Bloomberg, 兴业证券经济与金融研究院整理

2.3、港股投资者情绪

本周港股投资者偏谨慎，体现在以下指标：

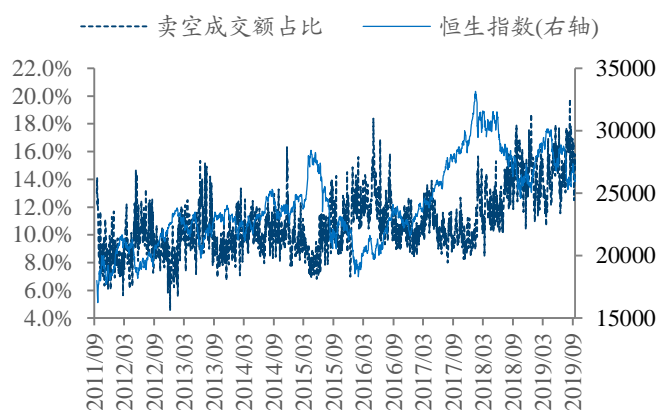
- 截至本周五，恒生波指为 20.7，高于上周的 19.9，高于 9 月的平均水平 19.2；
- 本周主板卖空成交比与上周持平为 14.7%；
- 港交所卖权/买权成交比自今年 8 月中旬以来出现了较为明显的抬升，本周五该数值为 2.2%，处在自 2011 年以来的高位；
- USDCNH 一年期风险逆转指数从上周五的 3.39 上升至 3.49，显示出人民币贬值预期小幅升高。

图表 19: VHSI 指数和恒指



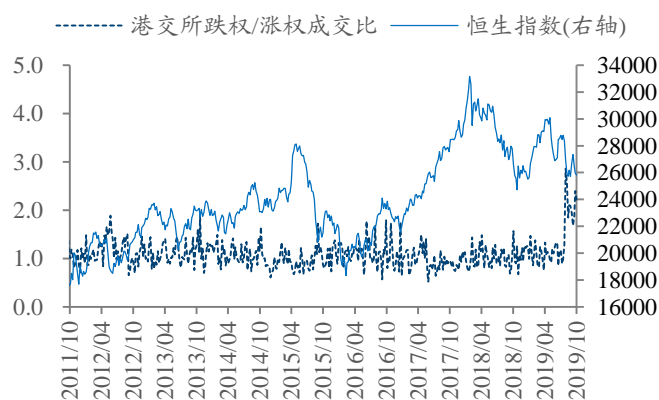
数据来源：Bloomberg，兴业证券经济与金融研究院整理

图表 20: 香港主板卖空成交额/总成交额



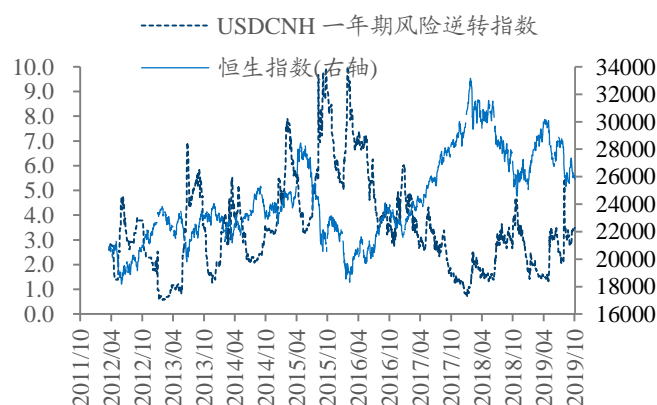
数据来源：Bloomberg，兴业证券经济与金融研究院整理

图表 21: 港交所跌权/涨权成交比 (%)



数据来源：Bloomberg，兴业证券经济与金融研究院整理

图表 22: USDCNH 一年期风险逆转指数 (%)



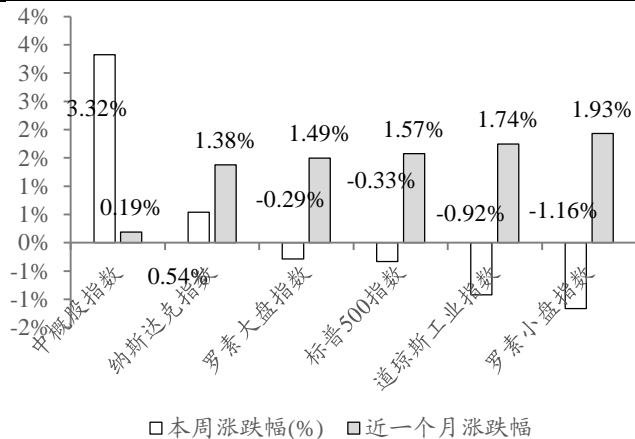
数据来源：Bloomberg，兴业证券经济与金融研究院整理

3、美股市场监测

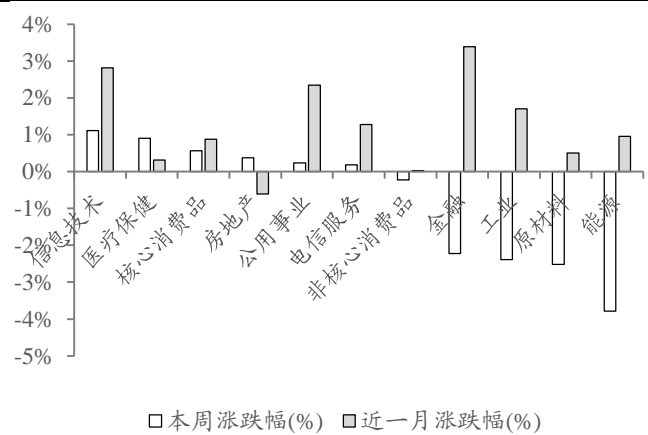
3.1、美股市场表现概览

本周美股股指涨跌不一。中概股一改上周的颓势（上周大跌 7.59%），本周领涨 3.32%，纳指本周收涨 0.54%，标普 500 指数和道指分别跌 0.33% 和 0.92%。行业上，信息技术（1.11%）、医疗保健（0.9%）和核心消费品（涨 0.56%）领涨；受油价下跌的影响，本周能源业领跌 3.79%。

图表 23: 美股重要指数涨跌幅



图表 24: 标普 500 行业涨跌幅



数据来源: Bloomberg, 兴业证券经济与金融研究院整理

数据来源: Bloomberg, 兴业证券经济与金融研究院整理

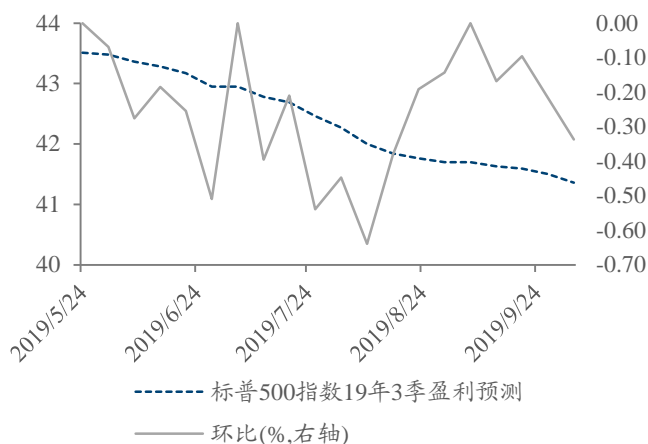
3.2、美股盈利趋势与估值

盈利小幅下修、风险溢价水平小幅上升。本周彭博 2019 Q3 标普 500 指数一致预期盈利预测环比下修 0.34%。截至本周五美国 10 年期国债收益为 1.53%，低于上周的 1.68%，延续 9 月 13 日以来的高点回落过程；股权风险溢价截至本周五为 3.62%，高于上周五的 3.45%。向上接近 2010 年 10 月以来 3/4 分位数水平。

注：（股权风险溢价 = 标普 500 市盈率倒数 - 十年期国债收益）。

图表 25: 标普 500 指数 2019Q3 一致预期 EPS

图表 26: 标普 500 指数风险溢价(%)



数据来源: Bloomberg, 兴业证券经济与金融研究院整理

数据来源: Bloomberg, 兴业证券经济与金融研究院整理

本周估值下降。当前标普 500 预测市盈率由上周的 18.05 倍下降为 17.89 倍, 小幅低于 1990 年以来 3/4 分位数; 市盈率 (TTM) 本周五为 19.4, 小幅低于上周五的 19.5, 处于 1990 年以来的中位数和 3/4 分位数之间。

行业市盈率估值特征如下:

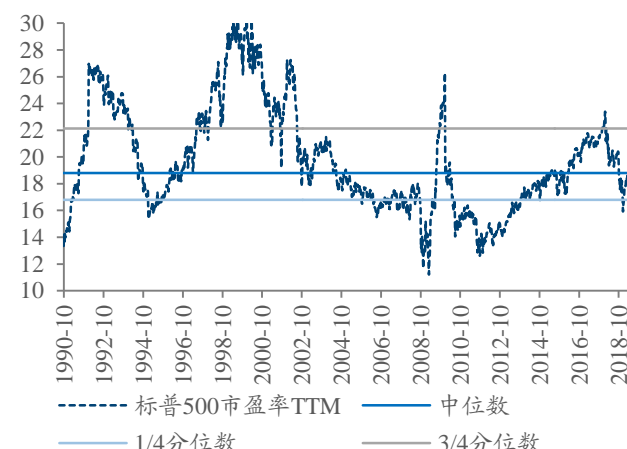
- 当前信息技术 (71.3%)、非核心消费 (79.2%)、核心消费品 (95.2%)、公用事业 (99.9%, 接近历史新高) 市盈率 TTM 接近或高于 1990 年以来的 3/4 分位数水平;
- 工业 (65.2%)、能源 (66.4%)、原材料 (62.7%)、电信服务 (63.4%) 和房地产 (85.8%, 自 2016 年以来) 介于中位数和 3/4 分位数之间;
- 金融 (39.3%) 和医疗 (26.9%) 的估值水平低于中位数。

(注: 括号内百分比数值为对应行业市盈率 TTM 于 1990 年以来的分位数)。

中概股估值本周大幅下修, 中概股在经历了上周的估值挫伤后, 本周有所修复, 彭博一致预期市盈率从 30.5 上升到 31.5 倍, 位于 2015 年 10 月以来 1/4 分位数附近。

图表 27: 标普 500 指数预测市盈率

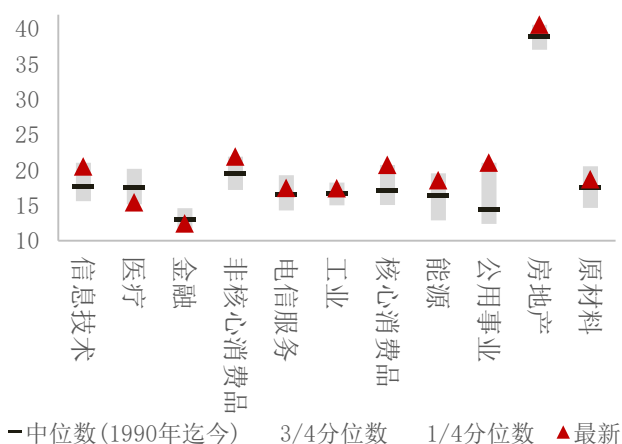
图表 28: 标普 500 历史市盈率 (TTM)



数据来源: Bloomberg, 兴业证券经济与金融研究院整理

数据来源: Bloomberg, 兴业证券经济与金融研究院整理

图表 29: 美股 2004 年以来分行业 P/E



数据来源: Bloomberg, 兴业证券经济与金融研究院整理

注: 房地产市盈率分位数起始时间为 2016 年

图表 30: 中概股预测市盈率



数据来源: Bloomberg, 兴业证券经济与金融研究院整理

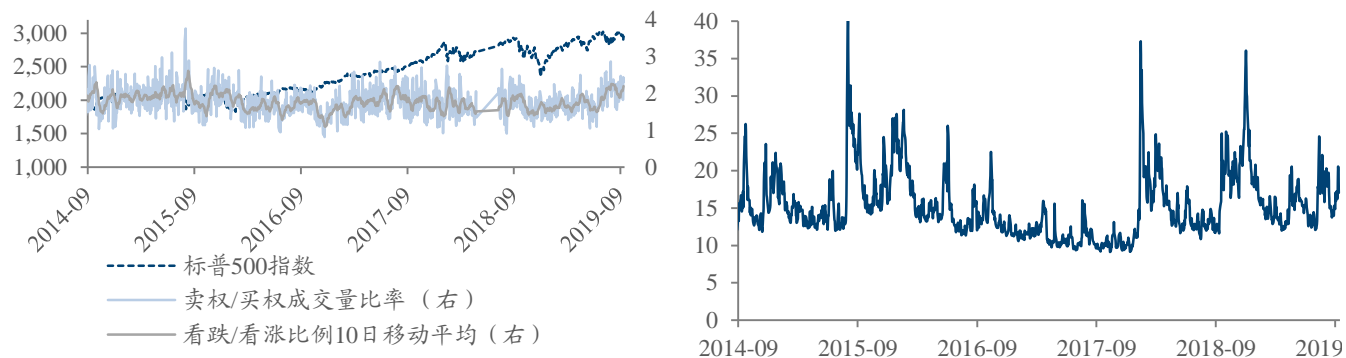
3.3、美股投资者情绪

美股市场情绪维持谨慎，体现在以下指标。

- 本周五收盘，美股个股期权看跌看涨成交量比例 10 日移动平均为 2.20% 高于上周的 2.07%。
- VIX 指数上升，最新数值从上周五的 17.22 下降为 17.04，10 月 2 日收盘该数值高达 20.56。
- 截至本周五，10Y-2Y 美债收益差为 12.1bps，高于上周的 5.18bps；高收益债利差（相比十年期美债收益）从上周五的 3.77% 上升为 4.19%，从历史来看，高收益利差和期限利差往往走势负相关，高收益率利差走扩，投资者对信用风险要求更高的回报，这显示出投资者谨慎程度提高，长端国债收益下行亦体现这一特征。期限利差走扩源于 2 年期美债收益的大幅下行，在鲍威尔 FED listen 的“暖心”信息传达后，2 年期美债收益从周四的 1.6335% 下降至 1.4097%。

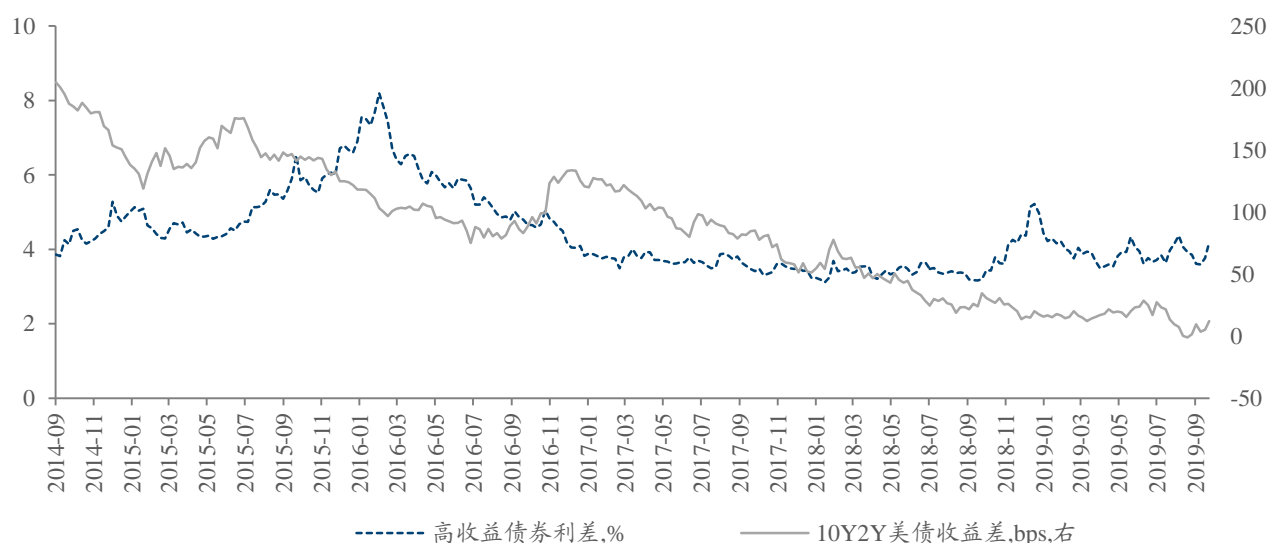
图表 31: 标普 500 期权看跌-看涨比率

图表 32: VIX 指数



数据来源: Bloomberg, 兴业证券经济与金融研究院整理

数据来源: Bloomberg, 兴业证券经济与金融研究院整理

图表 33: 美国高收益债-10 年期美债收益差和 10Y-2Y 美债收益差

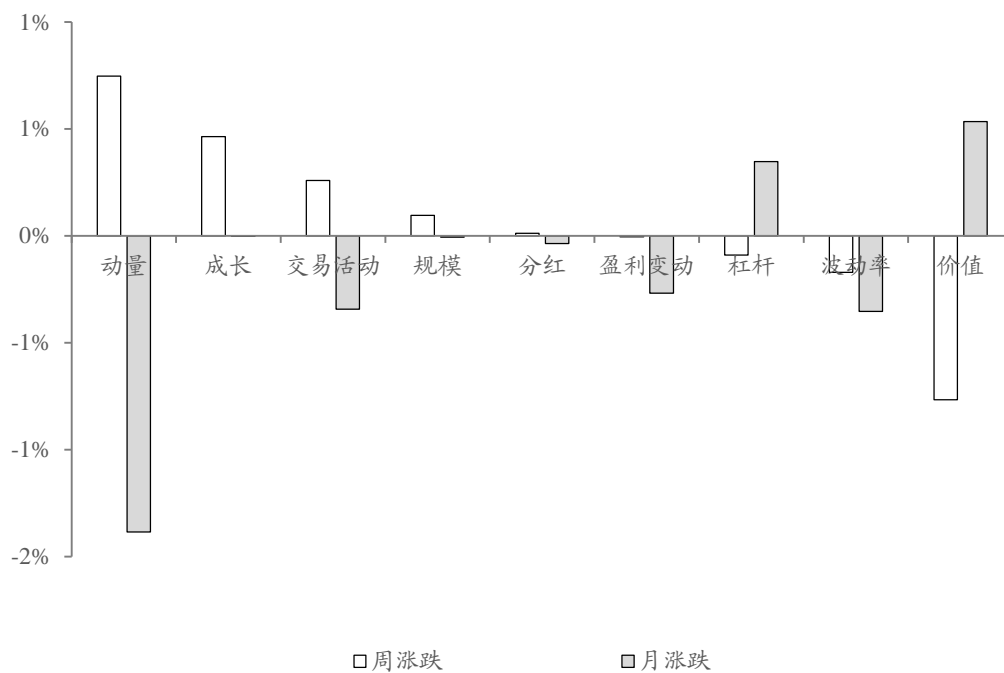
数据来源: Bloomberg, 兴业证券经济与金融研究院整理

3.4、美股纯因子收益

本周, 领涨因子为动量 (涨 0.75%)、成长 (涨 0.47%) 和交易活动 (涨 0.26%), 本周跌幅最大的为价值 (跌 0.77%) 和波动率 (跌 0.17%)。

(注: 采用罗素 3000 指数彭博纯因子收益来刻画提纯后的主流风险因子表现, 纯因子即每个因子收益与其余因子收益正交。当因子收益为正, 表明因子值越高, 暴露该因子风格的股票表现越好。比如若波动率因子收益为正, 表明高波动率股票表现优于低波动率股票)。

图表 34: Bloomberg 纯因子收益



数据来源: Bloomberg, 兴业证券经济与金融研究院整理

4、风险提示

全球经济增速下行; 中、美货币政策宽松不达预期; 大国博弈风险。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：A股市场以上证综指或深圳成指为基准，香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

有关财务权益及商务关系的披露

兴证国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与兴证国际金融集团有限公司、阳光油砂有限公司、浦江中国控股有限公司、建发国际投资集团有限公司、游莱互动集团有限公司、华立大学集团有限公司、龙皇集团控股有限公司、民信国际控股有限公司、浙商银行股份有限公司、MS Concept Limited、惠陶集团（控股）有限公司、信源企业集团有限公司、银合控股有限公司、Republic Healthcare Limited、江西银行股份有限公司、胜利证券（控股）有限公司、百应租赁控股有限公司、永续农业发展有限公司、山东黄金矿业股份有限公司、恒益控股有限公司、成志控股有限公司、朗诗绿色集团有限公司、永生生活服务集团有限公司、天美（控股）有限公司、云能国际股份有限公司、汇量科技有限公司、国际济丰包装集团、徽盟集团、日照港裕廊股份有限公司、K2 F&B Holdings Limited、管道工程控股有限公司、新东方在线科技控股有限公司、盛世大联保险代理股份有限公司、兑吧集团有限公司、慕尚集团控股有限公司、Medialink Group Limited、中国船舶（香港）航运租赁有限公司、思考乐教育集团、华检医疗控股有限公司和旷世控股有限公司有投资银行业务关系。

使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告由受香港证监会监察的兴证国际证券有限公司（香港证监会中央编号：AYE823）于香港提供。香港的投资者若有任何关于本报告的问题请直接联系兴证国际证券有限公司的销售交易代表。本报告作者所持香港证监会牌照的牌照编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。