

# 美债收益率曲线倒挂，这次不一样？

## ——广发港股策略论 8 月第 3 期

### 报告摘要：

#### ● 港股策略周论：

本周美债 10Y-2Y 收益率倒挂引发市场高度关注，本次期限利差倒挂的宏观背景有哪些不同，对后续大类资产价格走势意味着什么？

与历次期限利差倒挂时期的宏观背景相比，本次存在多点差异：1) Fed 于倒挂前已完成首次降息，提前宽松以应对经济衰退风险。2) 本次期限利差收窄主要源于期限溢价下行，与以往存在结构性差异。

现在即下定结论美国经济将陷入衰退或为时过早。相对较低的居民杠杆，个人消费支出韧性、“预防式降息”提前开启等因素能够降低美国经济衰退的风险；但本轮倒挂也存在若干不利的条件。

大类资产与港股——表现各异，波动率增强：1) 股市不一定下跌，但波动率上行难以避免；2) 宽松预期带动，债市回报较好；3) 黄金价格并不必然上涨，多因素实际利率、避险情绪、商品属性共同影响价格波动；4) 美元指数多走强，但这次可能“不一样”。

市场策略：短期走势更为复杂，但长线估值吸引力提升。中期继续看好香港中资股“盈利稳、估值升”带来的市场机会。板块配置上，中期关注“确定性”主线，短期维持防御类配置（保险、医药、中资高股息板块）的同时，关注部分超跌低估值板块的反弹机会，如地产、汽车、博彩等。

#### ● 市场概览与情绪跟踪

本周（8.12-8.16）恒生指数下跌 0.79%，板块方面，恒生一级行业除电讯业、地产建筑业外全部下跌，原材料业跌幅最大。HVIX 指数、主板沽空比例小幅上涨，港股看跌看涨期权比例小幅下降。

#### ● 宏观流动性与估值跟踪

本周（8.12-8.16）美元兑人民币汇率基本稳定，10 年期美债收益率大幅下跌至 1.55%，中美利差走阔至 147BP。WTI 原油价格 54.9 美元/桶。恒生指数 PE 9.26 倍，低于历史均值。

#### ● 一致预期 EPS 跟踪

本周（8.12-8.16）彭博对于恒生指数与国企指数 19 年 EPS 增速一致预期小幅上调。

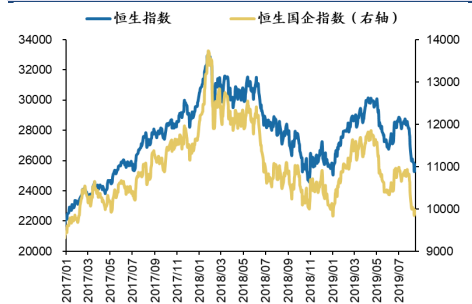
#### ● 南下北上资金跟踪

本周（8.12-8.16）北上资金小幅净流入 9.1 亿元，南下资金大幅净流入 168.1 亿元，港股成交额中南下资金参与占比小幅上升。

#### ● 风险提示

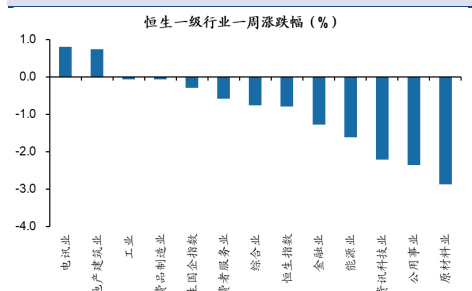
美元、美债利率上行；国内信用收紧；盈利不达预期、贸易格局恶化。

### 恒生指数及国企指数表现



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

### 恒生一级行业一周涨跌幅（%）



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

#### 分析师：

廖凌



SAC 执证号：S0260516080002



SFC CE No. BNH159



021-60750654

liaoling@gf.com.cn

#### 相关研究：

美股二季报：好于预期，但海外业务拖累——广发港股策略论 8 月第 2 期 2019-08-11

暂避锋芒——广发港股策略论 8 月第 1 期 2019-08-04

宽松是“解药”，但预期会增加波动——广发港股策略论 7 月第 4 期 2019-07-28

#### 联系人：

朱国源

zhuguoyuan@gf.com.cn

## 目录索引

|                                    |    |
|------------------------------------|----|
| 一、港股策略周论：美债收益率曲线倒挂，这次不一样？ .....    | 5  |
| 1.1 美债 10Y-2Y 利差倒挂，这次不一样？ .....    | 5  |
| 1.2 期限利差倒挂下的大类资产和港股 .....          | 7  |
| 1.3 投资策略：短期走势更为复杂，但长线估值吸引力提升 ..... | 9  |
| 二、一周港股市场流动性、盈利预期与估值 .....          | 11 |
| 2.1 市场概览与情绪跟踪 .....                | 11 |
| 2.2 宏观流动性与估值跟踪 .....               | 12 |
| 2.3 一致预期 EPS 跟踪 .....              | 14 |
| 2.4 南下北上资金跟踪 .....                 | 15 |
| 风险提示 .....                         | 16 |

## 图表索引

|                                              |    |
|----------------------------------------------|----|
| 图 1: 不同期限的美债收益率情况 .....                      | 5  |
| 图 2: 8 月以来, 10 年期-2 年期美债利差快速收窄 .....         | 5  |
| 图 3: 历史上, 美债期限利差倒挂后, 经济下行、联储从加息过渡到降息周期 ..... | 6  |
| 图 4: 本次期限利差倒挂主要由期限溢价差下行导致 .....              | 7  |
| 图 5: 三轮 QE 使美债收益率曲线平坦化成为常态 .....             | 7  |
| 图 6: 美债利率倒挂后短期内, 美股多上涨 .....                 | 7  |
| 图 7: 美债利率倒挂的前期和后期, VIX 大幅上行 .....            | 7  |
| 图 8: 历史上美债利率倒挂后, 港股 1 年时间内多上涨 .....          | 8  |
| 图 9: 若 VIX 上行, 港股波动率中枢将面临抬升压力 .....          | 8  |
| 图 10: 全球大类资产一周涨跌幅 .....                      | 11 |
| 图 11: 全球股市一周涨跌幅 .....                        | 11 |
| 图 12: 恒生指数与恒生国企指数走势 .....                    | 11 |
| 图 13: 恒生一级行业一周涨跌幅 .....                      | 11 |
| 图 14: 港股主板沽空比例变化 .....                       | 11 |
| 图 15: 港股看跌看涨期权比例 .....                       | 11 |
| 图 16: 近期人民币对美元汇率走势 .....                     | 12 |
| 图 17: 美港利差与港元对美元汇率走势 .....                   | 12 |
| 图 18: 中美利差与人民币汇率走势 .....                     | 12 |
| 图 19: 美德利差、美日利差与美元指数 .....                   | 12 |
| 图 20: 美国通胀预期与美债收益率走势 .....                   | 12 |
| 图 21: 原油价格与美债收益率走势 .....                     | 12 |
| 图 22: 全球主要股市最新 PE 分位情况 .....                 | 13 |
| 图 23: 全球主要股市最新 PB 分位情况 .....                 | 13 |
| 图 24: 恒生指数最新 PE 估值 .....                     | 13 |
| 图 25: 恒生国企指数最新 PE 估值 .....                   | 13 |
| 图 26: 恒生一级行业指数最新 PE 分位情况 .....               | 13 |
| 图 27: 恒生一级行业指数最新 PB 估值分位情况 .....             | 13 |
| 图 28: AH 溢价指数 .....                          | 14 |
| 图 29: 恒生指数股息收益率变化 .....                      | 14 |
| 图 30: 恒生指数 12M Forward PE/EPS .....          | 14 |
| 图 31: 恒生国企指数 12M Forward PE/EPS .....        | 14 |
| 图 32: 18 年以来, 恒指、国企指数 EPS 一致预期 .....         | 14 |
| 图 33: 18 年以来, 沪指、沪深 300 EPS 一致预期 .....       | 14 |
| 图 34: 历年恒生指数 EPS 增速一致预期 .....                | 15 |
| 图 35: 历年上证综指 EPS 增速一致预期 .....                | 15 |
| 图 36: 南下北上资金净买入 (单位亿 RMB, 下同) .....          | 15 |
| 图 37: 港股通成交占总成交比例变化 .....                    | 15 |
| 图 38: 南下资金净买入与美港利差 .....                     | 15 |
| 图 39: 南下资金净买入与人民币汇率 .....                    | 15 |

|                                        |    |
|----------------------------------------|----|
| 图 40: 南下资金月度净买入金额及恒生指数 .....           | 16 |
| 图 41: 北上资金月度净买入金额及沪深 300 .....         | 16 |
| 图 42: 南下资金持股市值占自由流通市值占比变化 .....        | 16 |
| 图 43: 北上资金持股市值占自由流通市值占比变化 .....        | 16 |
| 表 1: 历史上美债期限利差倒挂后 1 年内, 大类资产价格走势 ..... | 8  |
| 表 2: 历史上美债期限利差倒挂后 1 年内, 港股行业表现 .....   | 9  |

## 一、港股策略周论：美债收益率曲线倒挂，这次不一样？

本周全球股市整体表现疲弱，港股恒生指数、恒生国企指数分别下跌0.79%、0.3%。板块方面，恒生一级行业除电讯业、地产建筑业外全部下跌，原材料业跌幅最大。

本周海外事件密集，8月13日美国宣布延迟对部分3000亿美元中国商品加征关税；8月14日欧元区各国公布Q2修正后GDP增速，其中德国二季度GDP增速转负。而在诸多引发市场动荡的海外因素中，美国10年和2年期国债利率曲线自2007年以来首次“倒挂”，导致市场波动率快速抬升，美股大幅下跌。

历史上，美债期限利差倒挂往往预示着经济衰退风险上升，与历次期限利差倒挂相比，本次期限利差倒挂的宏观背景有哪些不同，对后续大类资产价格走势意味着什么？本期策论我们着重讨论本次美债收益率曲线倒挂和历史的异同，并对对后续资产价格走势进行情景推演。

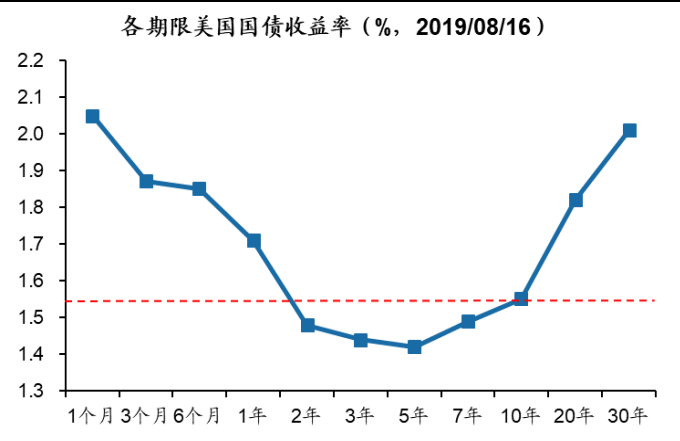
### 1.1 美债 10Y-2Y 利差倒挂，这次不一样？

我们曾在之前提示过美债收益率曲线倒挂对美股和全球风险资产的冲击（参考报告《美债利率倒挂下的大类资产和港股》，2019-3-24），但事实上年初至7月，美债10年期-2年期利差始终围绕15-30bp区间波动，直至本周才出现首次倒挂。美债期限利差快速走平至倒挂源于多方面的因素，包括：联储表态不够“鸽派”、全球经济下行、美国7月CPI数据超预期等。

其一，7月FOMC会议后，联储主席鲍威尔表态不及市场预期“鸽派”，当日10年期美债利率下行的同时2年期美债利率上行，期限利差由21bp大幅收缩至13bp；

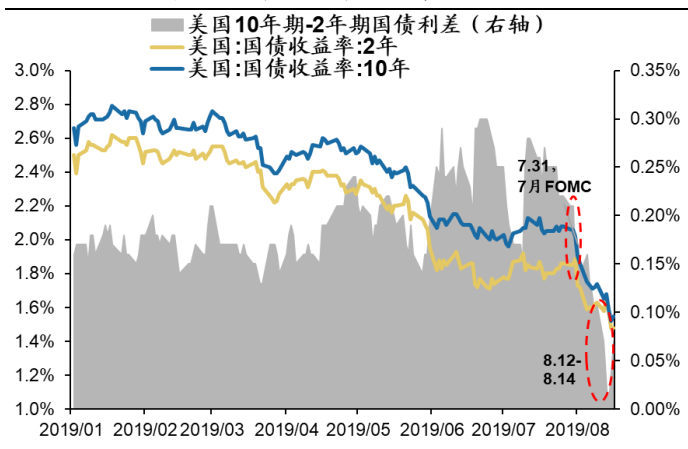
其二，本周（8月12日-14日）全球经济数据超预期下行，引发美债长端利率大幅走低，而美债短端利率下跌幅度有限，导致10年期-2年期期限利差进一步收窄，并一度出现倒挂。

图1：不同期限的美债收益率情况



数据来源：Fed，广发证券发展研究中心

图2：8月以来，10年期-2年期美债利差快速收窄



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

历史上美债期限利差倒挂是美国经济衰退的前瞻指标，因此本周在关注度最高的10年期-2年期美债利差倒挂后，市场对倒挂问题的担忧明显增加。但参考历史经验的同时，自然不可一味“刻舟求剑”，与历次期限利差倒挂时期的宏观背景相比，本次存在多点差异，现在即下定结论美国经济将陷入衰退或为时过早：

首先，Fed于倒挂前已完成首次降息，提前宽松以应对经济衰退风险。历史上10年期-2年期美债收益率倒挂后，美国PMI回落，GDP增速下降，美联储进入降息周期。但本次美联储已于期限利差倒挂前进行了降息，即所谓“预防式降息”；

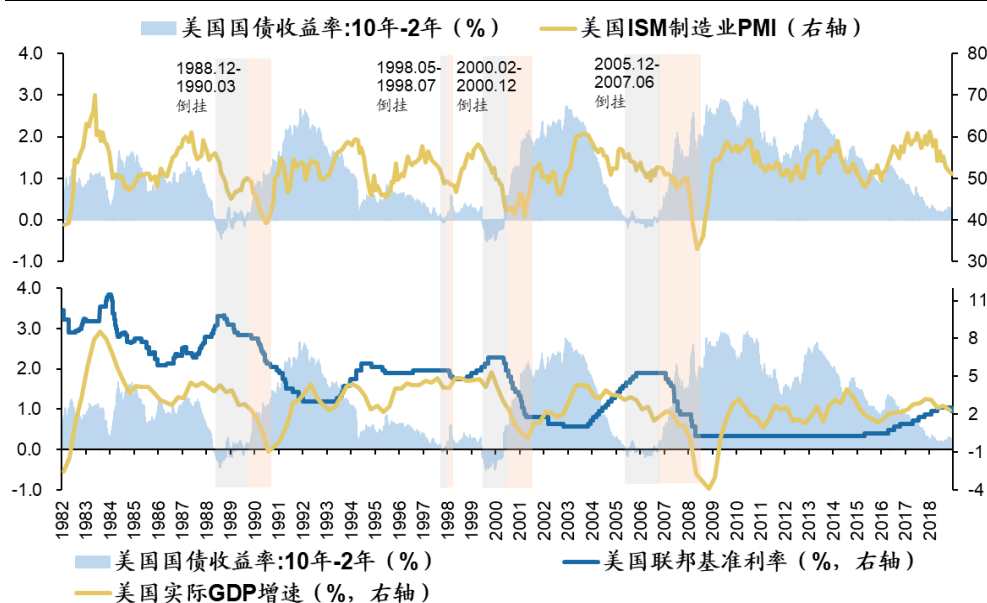
其次，本次期限利差收窄主要源于期限溢价差下行，与以往存在结构性差异。根据纽约Fed模型，美债收益率可分解为风险中性收益率与期限溢价（term premium）两部分，对应利差可分拆为中性利率差与期限溢价差。1960年以来，历次期限利差倒挂期间，中性利率差大幅下行至负值，而当前10年期美债中性利率仍高于2年期，本次期限利差倒挂主要由期限溢价差下行导致，存在结构性差异；

而期限溢价差下行与超长周期的QE有关，经历多年量宽后，美债收益率曲线平坦化成为常态。金融危机后，美国共实施三轮QE向市场大量注入流动性。根据Fed研究，美联储资产购买行为导致10年期美债收益率期限溢价减少约100bp，一定程度上削弱了美债利率倒挂对经济衰退的预示效应。

综上，尽管经济衰退的概率无法排除，但相比以往美债10年期-2年期利差倒挂的经验，本轮倒挂存在几点优势：1）居民杠杆相对偏低，个人消费支出具备韧性，消费端衰退的概率较低；2）降息周期提前开启，可通过多次的“预防式降息”甚至QE以实现利率曲线正常化，并降低经济衰退的风险。

另外，本轮倒挂也存在若干不利的条件，包括：外部贸易环境更加悲观、企业和政府部门高杠杆、风险资产估值偏高等。总体而言，本次10年期-2年期利差倒挂后，预计金融市场（美股、美债、美元、黄金等）的波动要高于实体经济的波动，投资者需要不断权衡估值和基本面匹配的性价比。

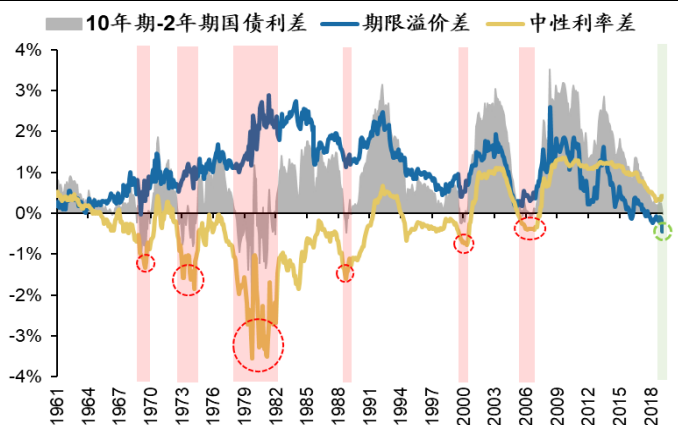
图3：历史上，美债期限利差倒挂后，经济下行、联储从加息过渡到降息周期



数据来源：Bloomberg，Wind，广发证券发展研究中心

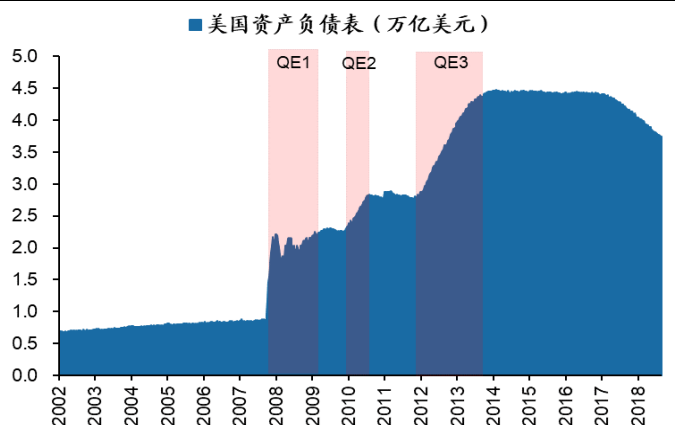


图4：本次期限利差倒挂主要由期限溢价差下行导致



数据来源：Fed，广发证券发展研究中心

图5：三轮QE使美债收益率曲线平坦化成为常态



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

## 1.2 期限利差倒挂下的大类资产和港股

每轮美债期限利差倒挂期间，尽管大类资产价格表现规律不尽相同，但仍存在较多共性（参考报告《美债利率倒挂下的大类资产和港股》，2019-3-24）。我们结合1990年以来美债利差倒挂期间各类资产价格走势，进一步得出以下结论：

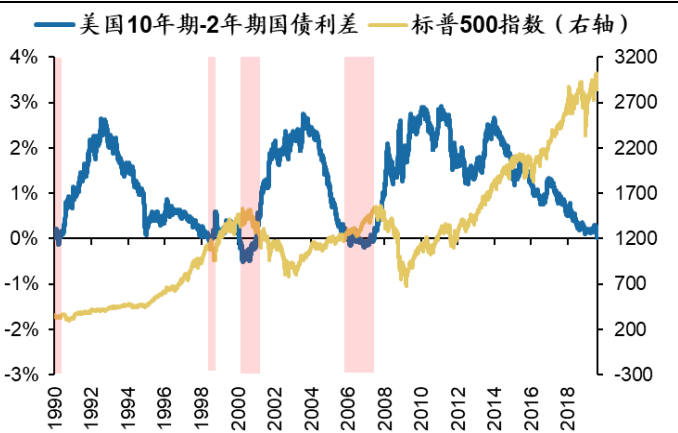
**第一，股市不一定下跌，但波动率的上行难以避免。**1990年以来4次美债期限利差倒挂期间，美股、新兴市场股市、发达市场股市多数时间表现为上涨，仅1998年新兴市场股市大幅下跌（受亚洲金融危机影响），因此当前的期限利差倒挂不一定意味着股市将下跌。但每轮利差倒挂的前期和后期，股市波动率（如美股VIX）趋于上行，若此时股市基本面增长不足以支撑高估值，则下跌的风险将增加；

**第二，经济预期下行、宽松预期带动下，债市回报较好。**在1990年以来4次美债利差倒挂期间，债券收益率趋于下行，债市配置性价比较高；

**第三，美债利差倒挂期间，黄金并不必然上涨。**黄金仅在2006-2007年大幅上涨，其价格波动更为复杂，实际利率、避险情绪、商品属性共同影响其价格波动。

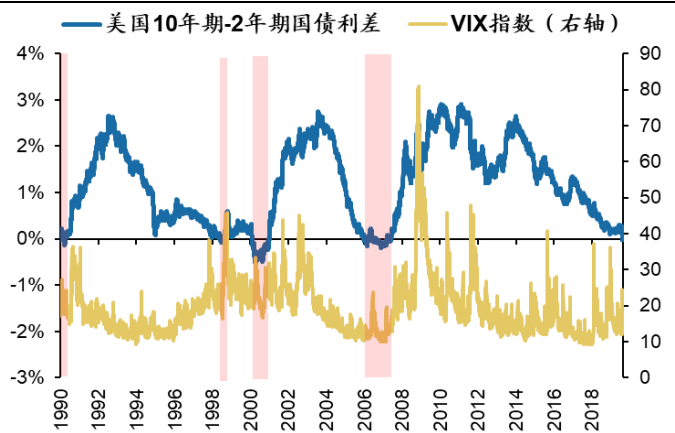
**第四，美元指数多走强，但这次可能“不一样”。**前几轮联储降息周期均开启于期限利差倒挂之后，而本轮Fed提前进入降息周期，或降低美国与非美实际利率差值。不过正如我们之前所述，短期“美强欧弱”的经济让美元下行空间有限。

图6：美债利率倒挂后短期内，美股多上涨



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图7：美债利率倒挂的前期和后期，VIX大幅上行



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

表1: 历史上美债期限利差倒挂后1年内, 大类资产价格走势

| 美国国债10年-2年利差首次倒挂后1年内大类资产表现 |                           |      |      |                           |      |       |
|----------------------------|---------------------------|------|------|---------------------------|------|-------|
|                            | 1988/12/13 - 1990/03/29倒挂 |      |      | 1998/05/26 - 1998/07/27倒挂 |      |       |
|                            | 后1个月                      | 后3个月 | 后1年  | 后1个月                      | 后3个月 | 后1年   |
| 新兴市场股票指数                   | 8%                        | 13%  | 56%  | -11%                      | -28% | -0.2% |
| 发达市场股票指数                   | 4%                        | 3%   | 15%  | 0.1%                      | -5%  | 11%   |
| 彭博全球债券指数                   | -                         | -    | -    | 1%                        | 1%   | 6%    |
| 彭博全球大宗商品指数                 | 4%                        | 7%   | 10%  | -1%                       | -11% | -19%  |
| 黄金                         | -4%                       | -7%  | -2%  | -1%                       | -4%  | -9%   |
| 美元指数                       | 3%                        | 6%   | 3%   | 1%                        | 2%   | 2%    |
|                            | 2000/02/02 - 2000/12/28倒挂 |      |      | 2005/12/27 - 2007/06/05倒挂 |      |       |
|                            | 后1个月                      | 后3个月 | 后1年  | 后1个月                      | 后3个月 | 后1年   |
| 新兴市场股票指数                   | 3%                        | -10% | -24% | 9%                        | 10%  | 28%   |
| 发达市场股票指数                   | 2%                        | 2%   | -8%  | 3%                        | 6%   | 18%   |
| 彭博全球债券指数                   | 1%                        | -1%  | 6%   | 1%                        | 0.2% | 6%    |
| 彭博全球大宗商品指数                 | 3%                        | 3%   | 17%  | 1%                        | -3%  | -2%   |
| 黄金                         | 1%                        | -3%  | -6%  | 10%                       | 12%  | 23%   |
| 美元指数                       | 3%                        | 3%   | 17%  | 1%                        | -3%  | -2%   |

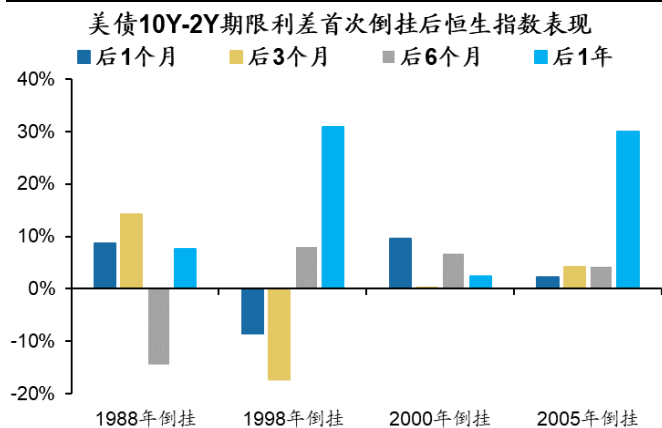
数据来源: Bloomberg, Wind, 广发证券发展研究中心

对港股而言, 历史上美债利率倒挂后, 恒指的涨跌规律不明显, 但也难逃“高波动”模式。由于港股具有“离岸”特征, 受全球风险传递的影响较大, 后期随着VIX中枢上移, 恒指波动率也很难“独善其身”。

行业层面, 历史上无明显规律, 高 $\beta$ 和弱周期板块均有胜出的机会。利差倒挂期间, 相关板块是否存在超额收益取决于基本面和估值的双重考量; 尤其是市场波动率大幅提升期间, 行业景气度的改善能否抵御估值的下滑, 决定了其收益空间。以2000和2005年两次期限利差倒挂为例, 由于全球经济尚未陷入衰退, 部分高 $\beta$ 行业存在跑赢机会, 如**汽车**、**原材料业(2005年)**等; 而同时部分弱周期消费行业, 如**食品饮料**、**家庭与个人用品**同样表现较好, 这可能与其较好的基本面-估值性价比有关。

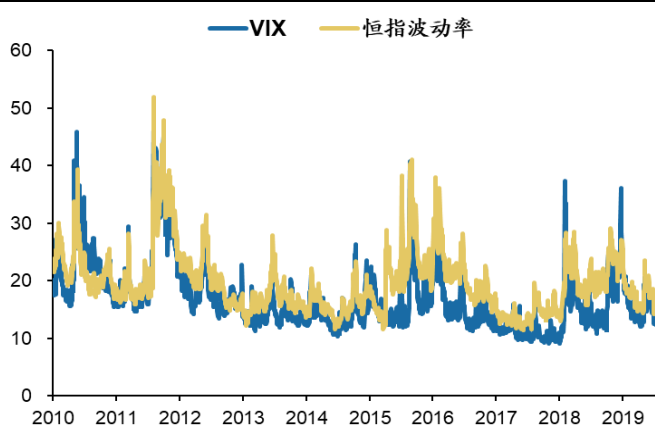
另外, 值得注意的一点是, 与前几次期限利差倒挂不同, 随着近年来AH市场互联互通不断深入, 港股“在岸”特征更加显著。因此利差倒挂期间, 港股的行业表现还需结合内地政策和经济的影响。

图8: 历史上美债利率倒挂后, 港股1年时间内多上涨



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图9: 若VIX上行, 港股波动率中枢将面临抬升压力



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心



表2: 历史上美债期限利差倒挂后1年内, 港股行业表现

| 2000年美债10Y-2Y利差倒挂后1年内港股涨幅前五行业 (GICS二级) |           |           |           |           |
|----------------------------------------|-----------|-----------|-----------|-----------|
|                                        | 降息后1个月    | 降息后3个月    | 降息后6个月    | 降息后1年     |
| 1                                      | 商业和专业服务   | 软件与服务     | 食品与主要用品零售 | 食品与主要用品零售 |
| 2                                      | 食品与主要用品零售 | 食品与主要用品零售 | 软件与服务     | 银行        |
| 3                                      | 媒体        | 商业和专业服务   | 商业和专业服务   | 商业和专业服务   |
| 4                                      | 电信服务      | 半导体与生产设备  | 电信服务      | 房地产       |
| 5                                      | 软件与服务     | 耐用消费品与服装  | 汽车与汽车零部件  | 软件与服务     |
| 2005年美债10Y-2Y利差倒挂后1年内港股涨幅前五行业 (GICS二级) |           |           |           |           |
|                                        | 降息后1个月    | 降息后3个月    | 降息后6个月    | 降息后1年     |
| 1                                      | 汽车与汽车零部件  | 材料        | 材料        | 材料        |
| 2                                      | 食品、饮料与烟草  | 汽车与汽车零部件  | 汽车与汽车零部件  | 家庭与个人用品   |
| 3                                      | 能源        | 家庭与个人用品   | 家庭与个人用品   | 软件与服务     |
| 4                                      | 材料        | 多元金融      | 医疗保健设备与服务 | 多元金融      |
| 5                                      | 软件与服务     | 软件与服务     | 软件与服务     | 医疗保健设备与服务 |

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

### 1.3 投资策略: 短期走势更为复杂, 但长线估值吸引力提升

本周美债10Y-2Y收益率倒挂引发市场高度关注, 近期美债期限利差快速走平至倒挂源于多方面的因素, 包括: 联储表态不够“鸽派”、全球经济下行、美国7月CPI数据超预期等。

与历次期限利差倒挂时期的宏观背景相比, 本次存在多点差异, 主要体现在: 1) Fed于倒挂前已完成首次降息, 提前宽松以应对经济衰退风险。2) 本次期限利差收窄主要源于期限溢价差下行, 与以往存在结构性差异。而期限溢价差下行与超长周期的QE有关, 经历多年量宽后, 美债收益率曲线平坦化成为常态。

因此, 根据美债利差倒挂, 现在即下定结论美国经济将陷入衰退或为时过早, 相对较低的居民杠杆, 个人消费支出韧性、“预防式降息”提前开启等因素能够降低美国经济衰退的风险; 但本轮倒挂也存在若干不利的条件, 包括: 外部贸易环境更加悲观、企业和政府部门高杠杆、风险资产估值偏高等。总体而言, 本次10年期-2年期利差倒挂后, 预计金融市场的波动要高于实体经济的波动。

**美债期限利差倒挂下的大类资产与港股——表现各异, 波动率增强。**主要结论如下: 1) 股市不一定下跌, 但波动率的上行难以避免; 2) 经济预期下行、宽松预期带动下, 债市回报较好; 3) 黄金价格并不必然上涨, 实际利率、避险情绪、商品属性共同影响价格波动; 4) 美元指数多走强, 但这次可能“不一样”, 降息周期提前开启、欧美经济“错位”到回归或导致美元后续偏弱, 但整体下行空间有限。

**市场策略:** 中期内, 我们继续看好香港中资股“盈利稳、估值升”带来的市场机会, 当前港股PB估值降至历史低位, 股息率位于历史高位, 凸显配置价值; 短期内, 市场走势同时受到香港本地事件、中美贸易变数、联储降息节奏、人民币贬值等因素的影响, 在经历最近3周快速下跌后, 下行风险有所释放。

**板块配置:** 在中美贸易基准情形下, 配置“攻守兼备”, 下半年关注“确定性”主线, 如消费(食品、运动服饰、地产、汽车)、医疗、保险、博彩、港股自主可控科技龙头、高股息率蓝筹个股。短期而言, 维持防御类配置的同时, 如**保险、医**

药、中资高股息板块（公用事业）等，关注部分超跌低估值板块的反弹机会，如地产、汽车、澳门博彩等。

**市场概览与情绪跟踪：**本周（8.12-8.16）恒生指数下跌0.79%，板块方面，恒生一级行业除电讯业、地产建筑业外全部下跌，原材料业跌幅最大。HVIX指数、主板沽空比例小幅上涨，港股看跌看涨期权比例小幅下降。

**宏观流动性与估值跟踪：**本周（8.12-8.16）美元兑人民币汇率“破7”。10年期美债收益率大幅下跌至1.74%，中美利差走阔至128BP。WTI原油价格54.5美元/桶。恒生指数PE 9.42倍，低于历史均值。

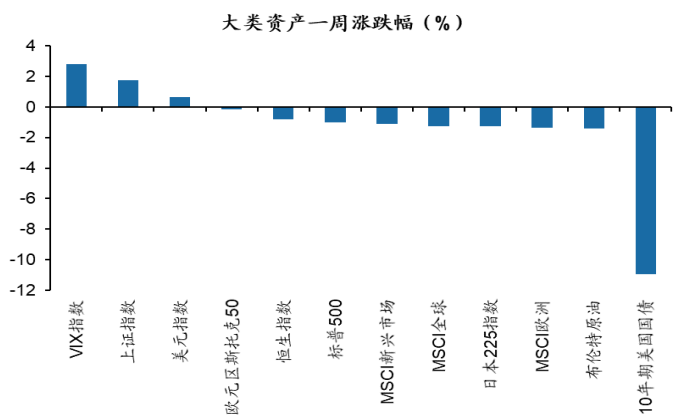
**一致预期EPS跟踪：**本周（8.12-8.16）彭博对于恒生指数与国企指数19年EPS增速一致预期小幅上调。

**南下北上资金跟踪：**本周（8.12-8.16）北上资金小幅净流入9.1亿元，南下资金大幅净流入168.1亿元，港股成交额中南下资金参与占比小幅上升。

## 二、一周港股市场流动性、盈利预期与估值

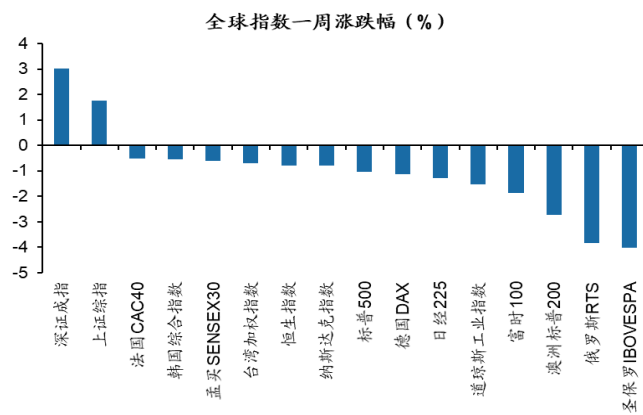
### 2.1 市场概览与情绪跟踪

图10: 全球大类资产一周涨跌幅



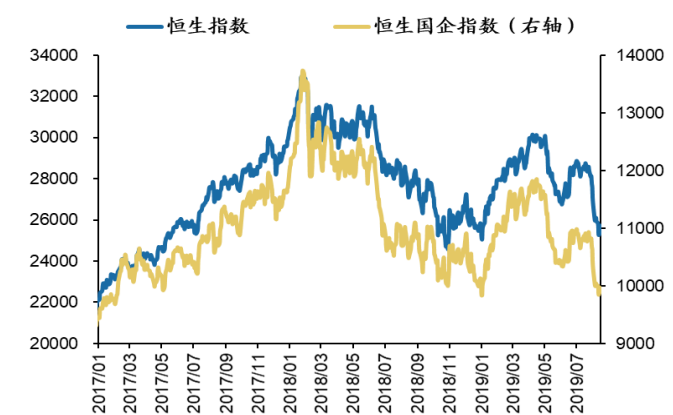
数据来源: Bloomberg, Wind, 广发证券发展研究中心

图11: 全球股市一周涨跌幅



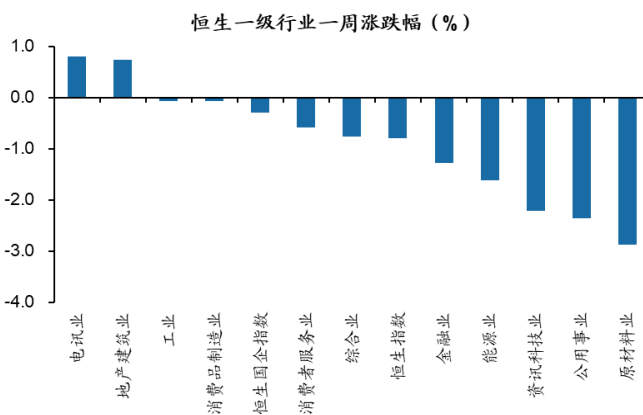
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图12: 恒生指数与恒生国企指数走势



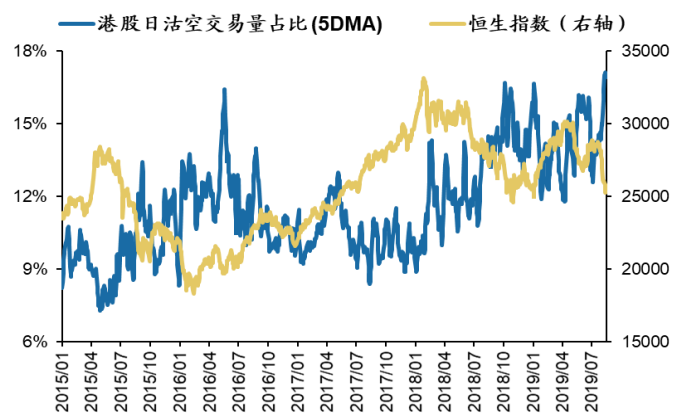
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图13: 恒生一级行业一周涨跌幅



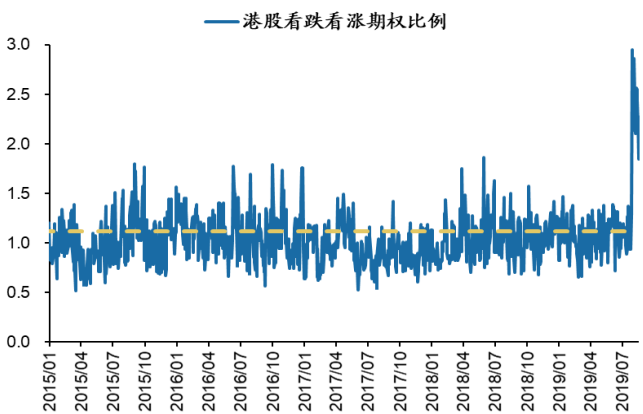
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图14: 港股主板沽空比例变化



数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

图15: 港股看跌看涨期权比例



数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

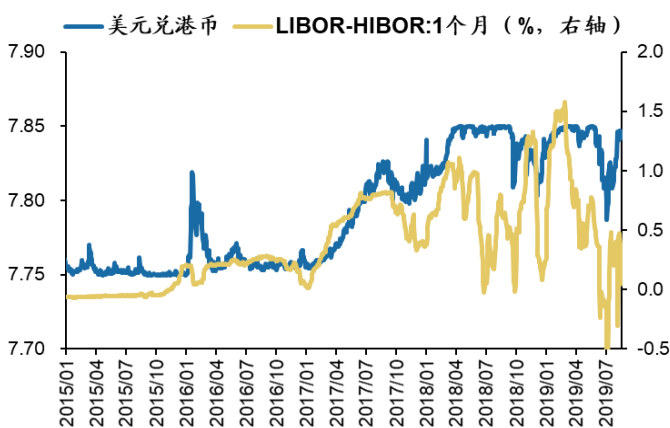
## 2.2 宏观流动性与估值跟踪

图16: 近期人民币对美元汇率走势



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图17: 美港利差与港元对美元汇率走势



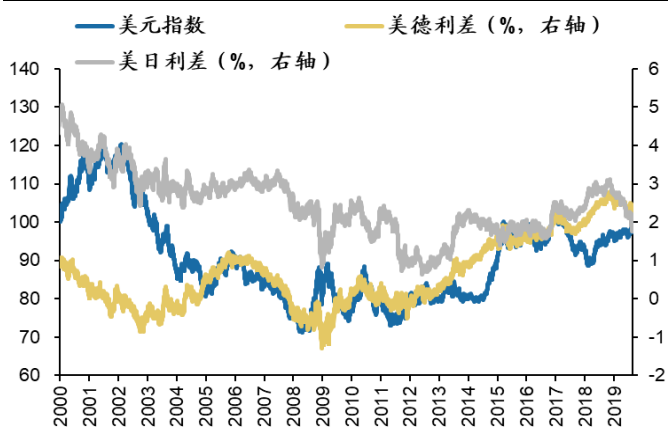
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图18: 中美利差与人民币汇率走势



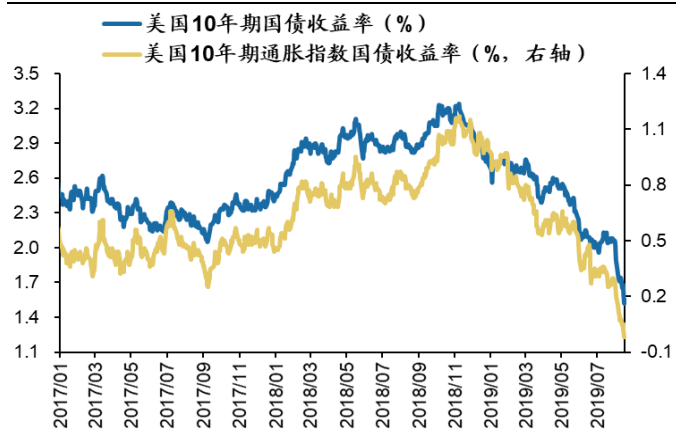
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图19: 美德利差、美日利差与美元指数



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图20: 美国通胀预期与美债收益率走势



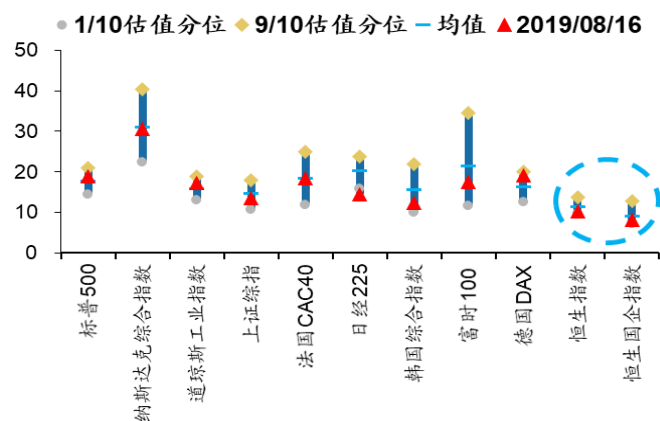
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图21: 原油价格与美债收益率走势



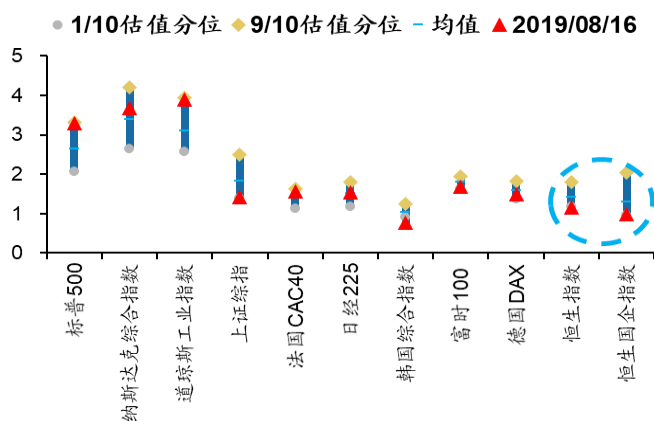
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图22: 全球主要股市最新PE分位情况



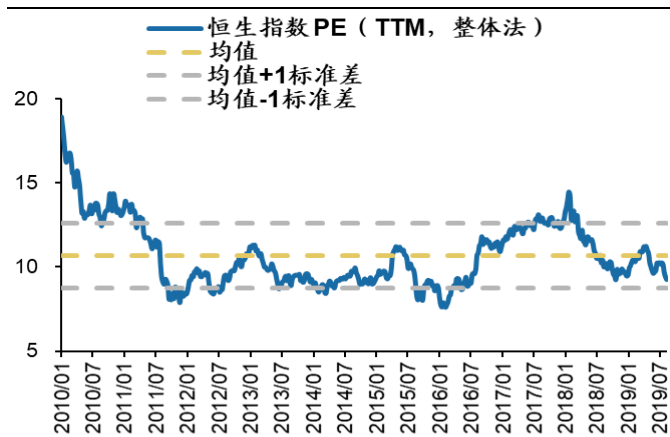
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图23: 全球主要股市最新PB分位情况



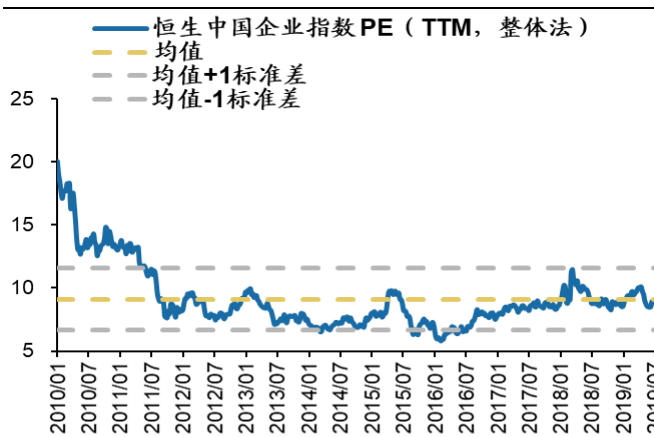
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图24: 恒生指数最新PE估值



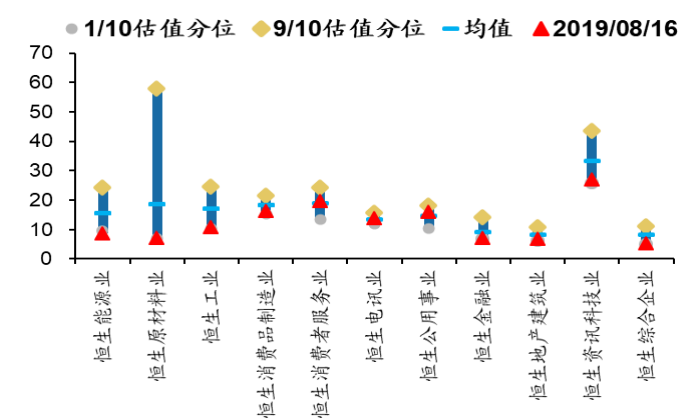
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图25: 恒生国企指数最新PE估值



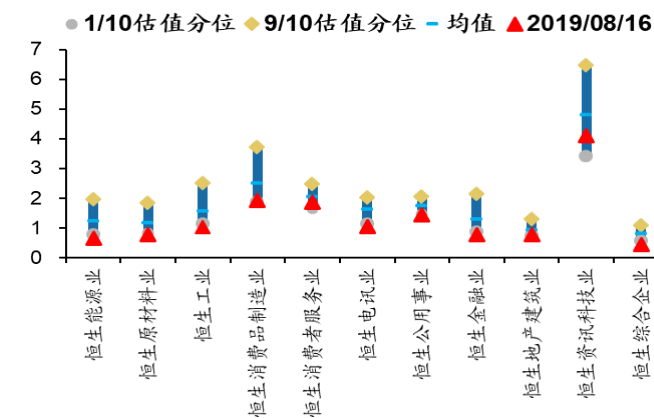
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图26: 恒生一级行业指数最新PE分位情况



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

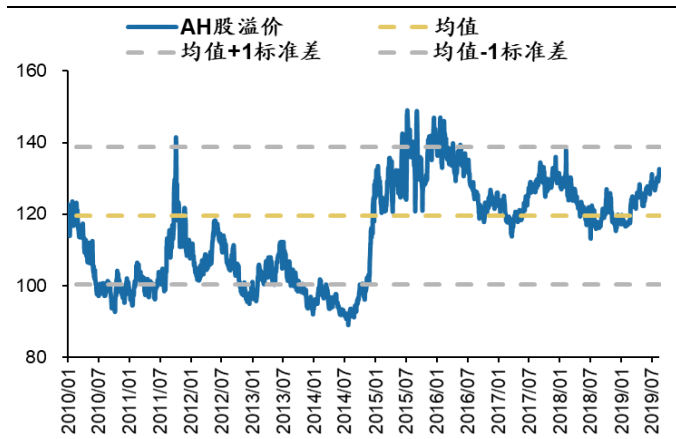
图27: 恒生一级行业指数最新PB估值分位情况



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

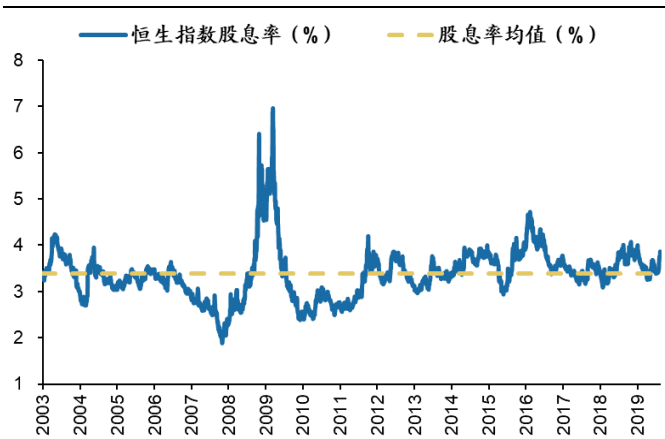


图28: AH溢价指数



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

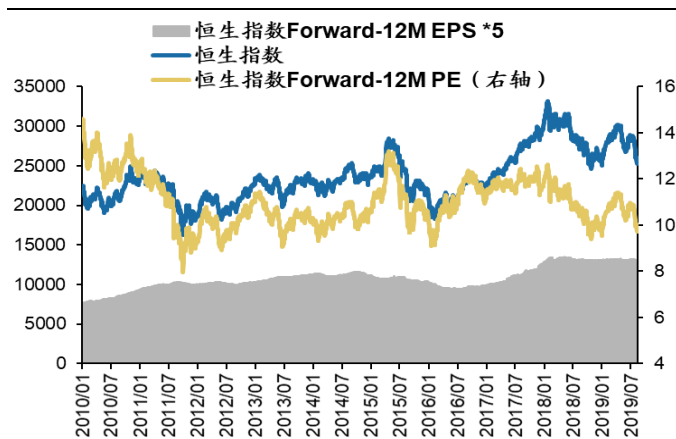
图29: 恒生指数股息收益率变化



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

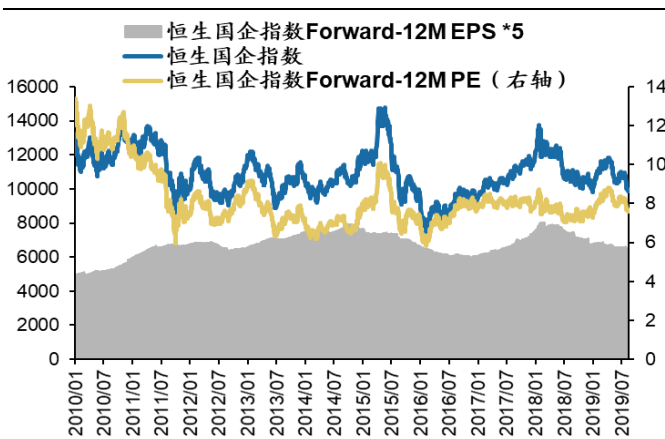
## 2.3 一致预期 EPS 跟踪

图30: 恒生指数12M Forward PE/EPS



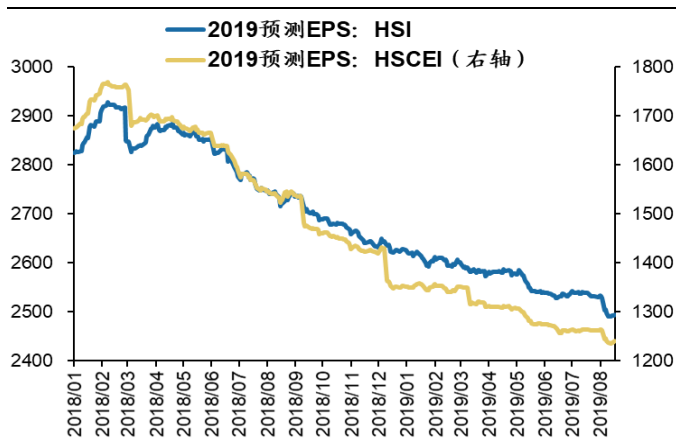
数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

图31: 恒生国企指数12M Forward PE/EPS



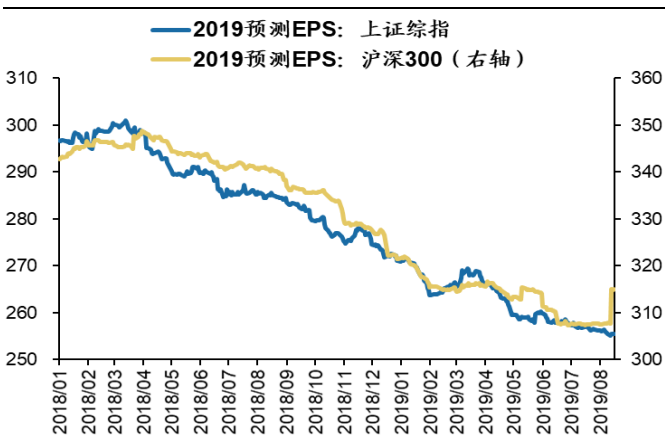
数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

图32: 18年以来, 恒指、国企指数EPS一致预期



数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

图33: 18年以来, 沪指、沪深300 EPS一致预期



数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

图34: 历年恒生指数EPS增速一致预期



数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

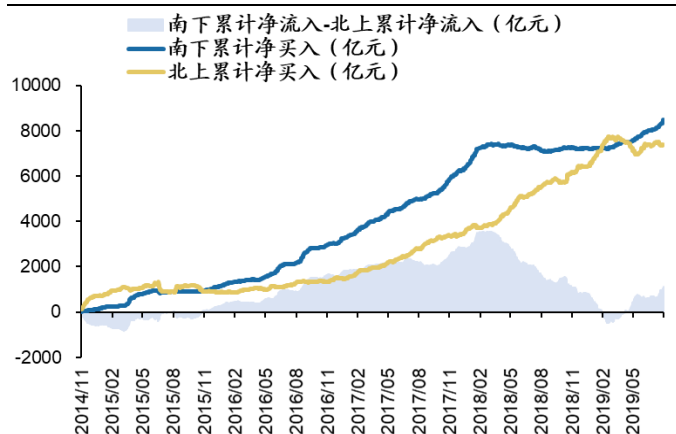
图35: 历年上证综指EPS增速一致预期



数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

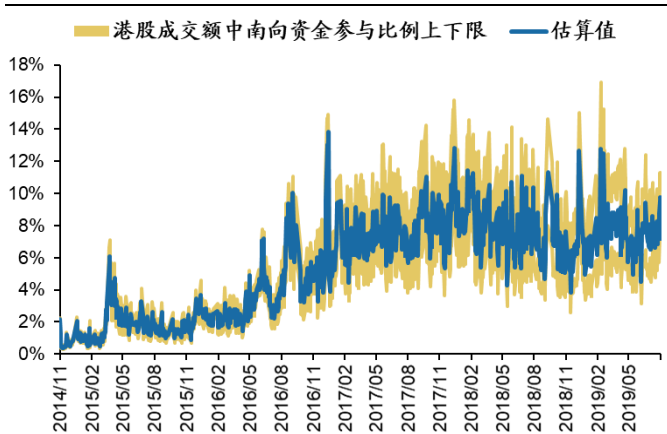
## 2.4 南下北上资金跟踪

图36: 南下北上资金净买入（单位亿RMB，下同）



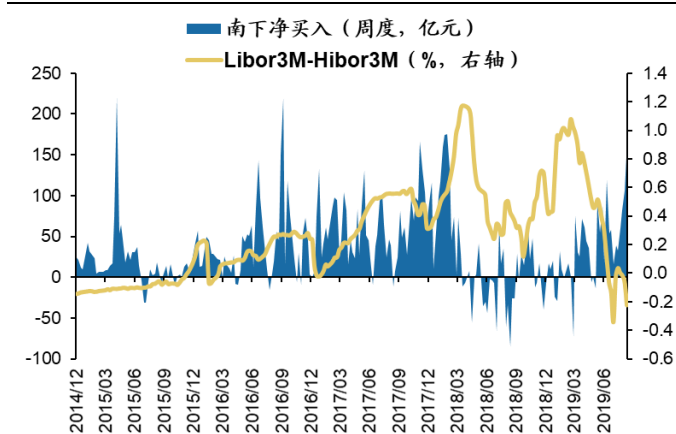
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图37: 港股通成交占总成交比例变化



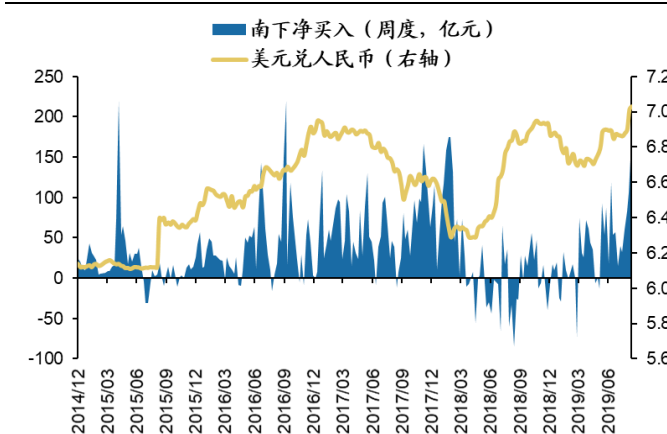
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图38: 南下资金净买入与美港利差



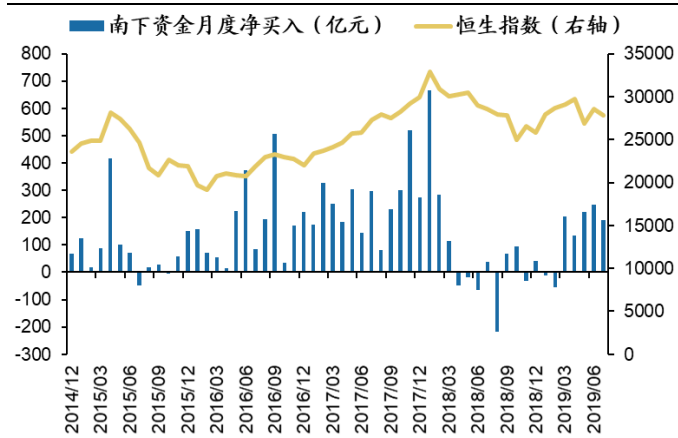
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图39: 南下资金净买入与人民币汇率



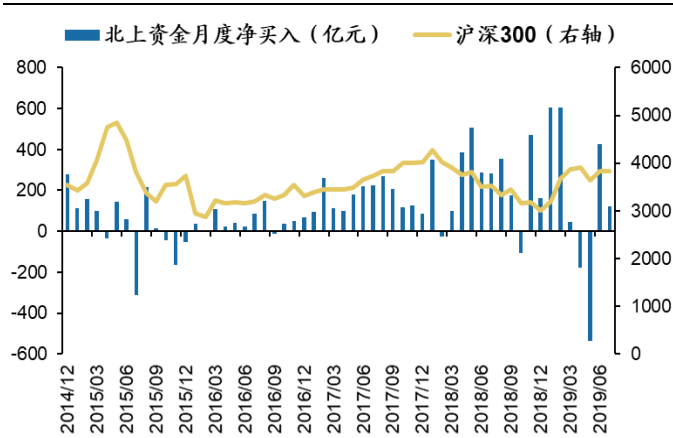
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图40: 南下资金月度净买入金额及恒生指数



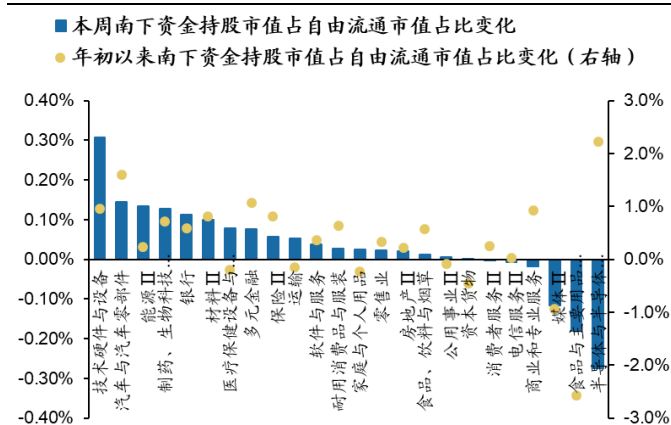
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图41: 北上资金月度净买入金额及沪深300



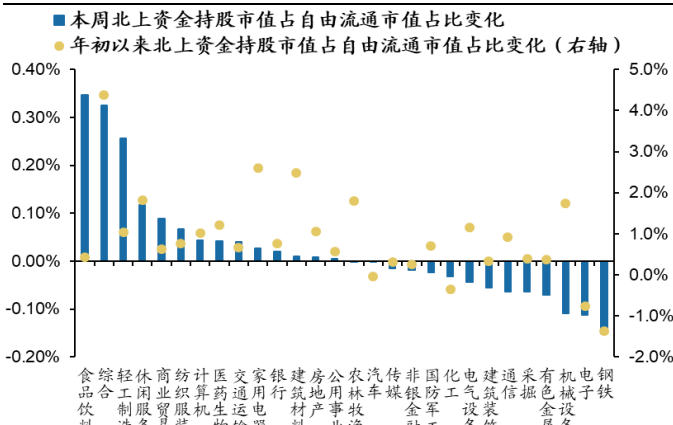
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图42: 南下资金持股市值占自由流通市值占比变化



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图43: 北上资金持股市值占自由流通市值占比变化



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

## 风险提示

美元指数、美债收益率大幅上行的风险

国内信用政策持续收紧的风险

经济和上市公司盈利不达预期的风险

中美贸易格局继续恶化的风险

## 广发海外研究小组简介

- 欧亚菲：海外研究主管，消费品首席分析师，2011-2014年新财富批发零售行业第三名、第二名、第二名和第三名，2015年新财富最佳海外研究（团队）第六名，2017年新财富最佳海外研究（团队）第五名。
- 廖凌：海外策略首席分析师，2016年新财富策略研究领域第4名，2017年新财富策略研究领域入围。6年策略及中小市值研究经验。
- 张静静：广发证券海外宏观首席分析师。南开大学理学硕士。曾任南华期货宏观策略研究副总监、天风证券固定收益部资深分析师。
- 蒲得宇：海外电子首席分析师，2015-2017年Asiamoney最佳台湾硬件分析师，CFA。
- 胡翔宇：博彩旅游行业首席分析师，2014及2015年机构投资者全亚洲博彩与旅游行业最佳研究团队第二、第四名。2018年机构投资者·财新大中华最佳分析师评选博彩、住宿与休闲业内地榜单第一名。
- 韩玲：海外公用事业和新能源首席分析师，获2010-2014年新财富电力设备新能源行业第五、第五、第二、第六名。获2015-2017年新财富海外研究团队第六名、第八、第五名。
- 杨琳琳：海外互联网行业首席分析师，2012-2014年获得新财富传播与文化行业最佳分析师第3名（团队）、第4名（团队）、第2名（团队）。
- 刘芷君：海外机械资深分析师，七年机械行业研究经验，2013年加入广发证券发展研究中心。2017年新财富最佳机械分析团队第三名、2016年新财富机械分析团队第二名。
- 邓崇静：海外汽车行业高级分析师，2017年《亚洲货币》（Asiamoney）香港（地区）汽车行业最佳分析师第四名，2016年《亚洲货币》（Asiamoney）中国（港股）可选消费行业最佳研究团队前十名，从事港股汽车、汽车零部件及汽车经销商相关行业研究。
- 刘峤：海外消费品高级分析师，中央财经大学经济学硕士，厦门大学理学学士，2017年新财富最佳海外研究（团队）第五名，2016年进入广发证券发展研究中心。
- 陈蒋辉：海外宏观经济分析师，浙江大学经济学学士，香港中文大学经济学博士，2017年加入广发证券。
- 周绮恩：海外电子行业分析师，美国凯斯西储大学金融学学士，4年台湾TMT行业研究及投资银行经验，2018年加入广发证券。
- 张晓飞：海外电子行业研究助理，统计学硕士，2017年新财富最佳海外研究（团队）第五名，2016年进入广发证券发展研究中心。
- 陈佳妮：海外博彩休闲行业研究助理，上海财经大学国际商务硕士，中央财经大学会计学学士、法学学士，2017年进入广发证券发展研究中心。
- 罗捷：海外必须消费品研究助理，约克大学经济学硕士，金融与商业经济学士，2018年加入广发证券发展研究中心。
- 朱国源：海外策略组研究助理，罗切斯特大学金融学硕士，外交学院经济学学士，2019年进入广发证券发展研究中心。
- 马步云：海外医药行业研究助理，清华大学硕士，2019年进入广发证券发展研究中心。
- 蔡俊韬：海外宏观分析研究助理，新加坡国立大学硕士，2019年进入广发证券发展研究中心。

## 广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

## 广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。



## 联系我们

|      | 广州市                           | 深圳市                             | 北京市                     | 上海市                            | 香港                                    |
|------|-------------------------------|---------------------------------|-------------------------|--------------------------------|---------------------------------------|
| 地址   | 广州市天河区马场路<br>26号广发证券大厦35<br>楼 | 深圳市福田区益田路<br>6001号太平金融大厦<br>31层 | 北京市西城区月坛北<br>街2号月坛大厦18层 | 上海市浦东新区世纪<br>大道8号国金中心一<br>期16楼 | 香港中环干诺道中<br>111号永安中心14楼<br>1401-1410室 |
| 邮政编码 | 510627                        | 518026                          | 100045                  | 200120                         |                                       |
| 客服邮箱 | gfyf@gf.com.cn                |                                 |                         |                                |                                       |

## 法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

## 重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。



## 权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。

## 版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。