

策略

报告原因：专题研究

2019年7月19日

策略研究/深度研究

以史为鉴：降息预期下的资产配置

山证策略团队

分析师：

麻文宇 CFA

执业证书编号：S0760516070001

电话：010-83496336

邮箱：mawenyu@sxzq.com

梁迪柯

执业证书编号：S0760518070001

电话：010-83496302

邮箱：liangdike@sxzq.com

研究助理：

李杰 CPA

邮箱：lijie@sxzq.com

实习生：

何昊阳

邮箱：hexxx@126.com

太原市府西街69号国贸中心A座28层

北京市西城区平安里西大街28号中海国

际中心七层

山西证券股份有限公司

http://www.i618.com.cn

投资要点：

1. 降息预期已经形成

➢ 我国经济继续承压

我国经济压力依然不小，从分项来看，除生产、配送时间、预期外，PMI 其他 10 项已经全面落入收缩区间。

➢ 各国央行纷纷降息，我国货币政策宽松预期升温

2019年7月18日，韩国央行将基准利率(base rate)从1.75%下调至1.5%。当日，印尼、南非、乌克兰央行不约而同的发出了降息的公告。6月4日至七月初一个月来，澳大利亚储备银行连续两次下调隔夜借款利率 25 个基点，俄罗斯中央银行于 6 月 14 日降息 25 个基点至 7.5%。同时，欧洲央行在 7 月 4 日也透露了降息和重启量化宽松的可能性。澳大利亚央行与美联储货币政策联动较好，目前两国目标利率已经形成剪刀差。从历史来看澳大利亚目标利率仅在 1999-2000 年超过美联储并在 2000 年后迅速抹平这一剪刀差。

➢ 美联储鸽派证词引发市场降息预期

近期美联储高级官员鸽派声明不断强化降息预期。美联储观察工具 Fed Watch 显示，7月31日降息的概率预期涨至100%，声明公布前，7月首次降息概率达87.5%，12月降息两次及以上的概率为89.1%。这一预期，皆因这是十多年来美联储首次暗示“对降息做好了准备”。

➢ 美联储降息周期和我国降息周期的相关性较好

在综合考虑了美联储量化宽松的时间点和降息的时间点之后，我们可以发现美联储降息或者是类似的宽松政策对我国降息消息的公布有预示作用。

2. 我国降息周期回顾

➢ 降息之下 A 股表现并不尽如人意

自 2000 年以来，我国经历了 3 次降息周期。从历史表现来看，但在 3 次降息周期中，仅 2014-2015 年 A 股走牛，其余时间点多为熊市。整体表现并不尽如人意。

➢ 在当前降息预期与估值下做多 IC(小盘)做空 IF(大盘)胜率更高

从历史统计来看，在降息周期下小盘股与大盘股 EPS 一并下行，但小盘股估值倍数(P/E,P/B)因流动性和风险偏好的影响不降反升，导致小盘股表现要强于大盘股。此外，从当前估值来看，小盘股性价比较蓝筹白马更佳，蓝筹白马中短期存在高估风险。

3.股票的配置：基于行业指数表现统计

事件发生后收益最大的 5 个行业是建筑装饰、计算机、商业贸易、机械设备、电子。等权持有这 5 个行业指数相较于比较基准是由超额收益的。

4.债券在降息周期下更值得配置

在降息的预期周期中，宏观基本面往往表现不佳，在之前的 PMI 数据中也可以看出，因此债券作为一种避险的投资品种是较为受欢迎的。首先，降息的预期阶段往往有



出台降准等一系列宽松的货币政策，这些政策的出台首先会使得市场上的流动性更加充裕，降低资金价格，进而利于债券价格的上涨；其次，有了降息的预期之后，投资者会逐渐将仓位转移到债券的配置上，进而债券市场会逐步有资金入场，价格上升。

与此同时我们观测到的令人意外的现象是，在降息前周期与降息周期中，公司债表现不亚于利率债，这一特点在大类资产配置优化中也得到体现。

5. 大类资产配置策略建议：多债少股轻商品

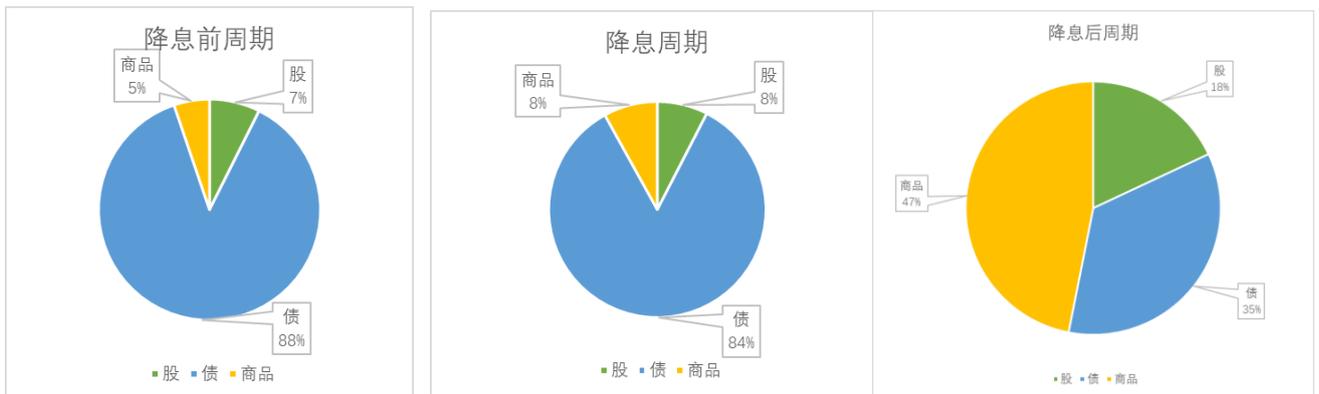
我们将降息阶段分为降息前周期、降息周期、降息后周期三个阶段。从历史来看降息前周期持续时间为 10-18 个月、降息周期为 2-10 个月、降息后观测周期统一为 6 个月。

目前，各国央行进入降息周期，我国经济下行压力仍然偏大，我国在未来 6 个月内降息概率也有所增大。

我们认为当前我国正处于降息前周期阶段，配置上应更加侧重于固定收益类产品。通过对历史数据进行分析，我们根据马科维茨的均值方差框架来给出这几种大类资产配置的比例。当前市场应该更注重对固定收益类资产的配置与我们预期的结论一致。

	沪深 300	中小板 指	创业板 指	中证国 债	中证公 司债	南华商品 指数	COMEX 黄金
降息前	5.26%	0.90%	1.21%	24.38%	63.06%	2.78%	2.41%
降息中	1.74%	1.48%	4.32%	38.90%	45.53%	2.80%	5.22%
降息后	14.65%	1.02%	2.32%	8.73%	26.38%	39.83%	7.07%

基于均值方差框架的配置权重和有效边界



数据来源：Wind，山西证券研究所

目录

一、 降息预期已经形成.....	6
1 我国 PMI 数据保持平稳但有隐患	6
2 各国央行纷纷降息.....	6
3 美联储鸽派证词引发市场降息预期	8
4 美联储降息周期和我国降息周期的相关性探究.....	9
二、 我国降息周期回顾.....	10
1 三个降息周期的划分.....	11
1.1 阶段1：2007 至 2008 年.....	11
1.2 阶段2：2011 至 2012 年.....	12
1.3 阶段3：2014 至 2015 年.....	12
2 三个降息周期下指数的表现.....	13
3 三个降息周期下大小盘股票特性及估值特征	15
三、 股票的配置：基于行业指数表现统计.....	18
四、 债券配置.....	22
五、 大类资产配置策略建议.....	24
六、 风险提示.....	27

图表目录

图 1: PMI 平稳但有隐患	6
图 2: 上述几个国家的基准利率走势	7
图 3: 澳美两国目标利率相关性较高	7
图 4: 市场在 2 月就开始下注美联储降息, 目前预期超过 50bps	8
图 5: 美联储在低利率的情况下依然需要降低真实利率	8
图 6: 美联储降息紧随而来的是衰退	8
图 7: 美联储降息预期点阵图	9
图 8: 美联储降息周期和我国降息周期的相关性较好	9
图 9: 三个降息周期下的基准利率走势图	13
图 10: 2007-2008 降息周期下几个证券指数走势图	13
图 11: 2011-2012 降息周期下几个证券指数走势图	14
图 12: 2014-2015 降息周期下几个证券指数走势图	14
图 13: 三个降息周期下指数的估值情况	15
图 14: 最近两个降息周期下指数的估值情况	16
图 15: 沪深 300IAPE	17
图 16: 中小板指 IAPE	17
图 17: 根据我们的 PMI 预测值模拟市场的估值	17
图 18: 2007-2008 降息周期下的强势板块走势图	20
图 19: 2011-2012 降息周期下的强势板块走势图	21
图 20: 2014-2015 降息周期下的强势板块走势图	21
图 21: 中证国债指数和中证公司债指数的表现	22
图 22: 中证长期债券指数和中证中短期债券指数的表现	22
图 23: 2007-2008 降息周期下几个债券指数走势图	23
图 24: 2011-2012 降息周期下几个债券指数走势图	23
图 25: 2014-2015 降息周期下几个债券指数走势图	24
图 26: 基于均值方差框架的配置权重和有效边界	24
图 27: 降息前周期下配置权重	26
图 28: 降息周期下配置权重	26



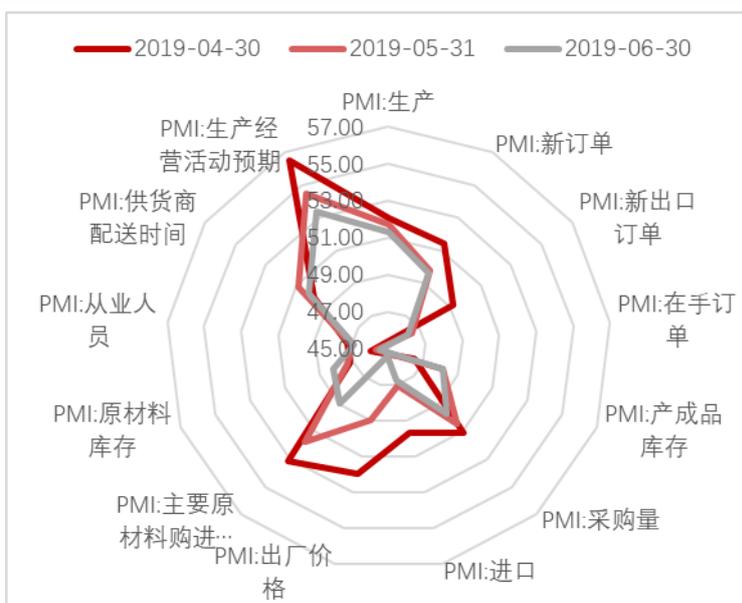
图 29：降息后周期下配置权重	27
表 1：2000 年以来人民银行宣布降息具体时间	11
表 2：按收益率的变化大小对申万 28 行业指数排序	18
表 3：按收益率的稳定情况对申万 28 行业指数排序	19
表 4：综合两个条件的 Z-SCORE 得分	20
表 5：按收益率的变化大小对申万 28 行业指数排序	25

一、降息预期已经形成

1 我国 PMI 数据保持平稳但有隐患

我国经济压力依然不小，从分项来看，PMI 除生产、配送时间、预期外，其他 10 项已经全面落入收缩区间。原材料和出产价格的下降是拖累 PMI 下滑的主因。相较于前两个月，原材料和出厂价格延续大幅下降趋势。

图 1：PMI 平稳但有隐患

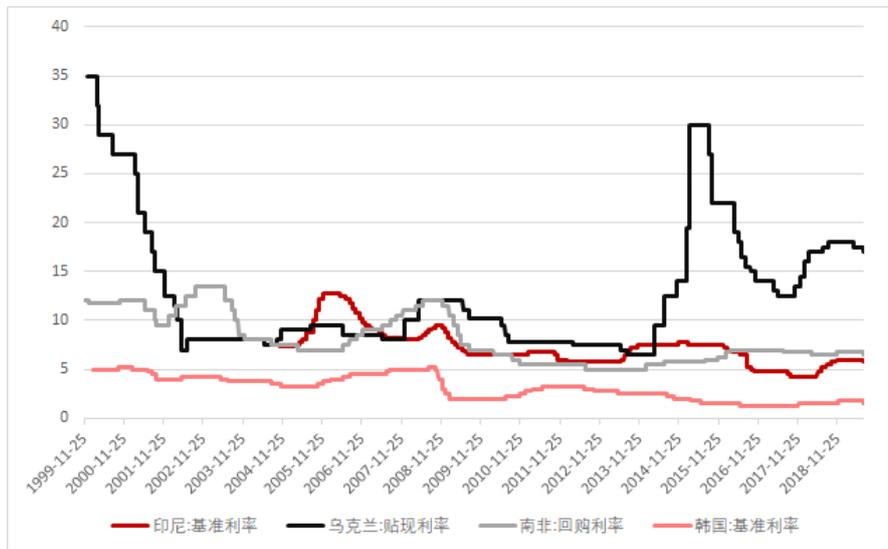


数据来源：Wind，山西证券研究所

2 各国央行纷纷降息

2019 年 7 月 18 日，韩国央行将基准利率(base rate)从 1.75%下调至 1.5%；原因是贸易争端的加剧以及半导体行业的滑坡，外加出口连续七个月的下滑。作为一个重度依赖出口的国家，全球贸易环境的紧张和韩日间的紧张局势也令韩国经济前景越发黯淡。当日，印尼、南非、乌克兰央行不约而同的发出了降息的公告：印度尼西亚央行下调了 7 天回购利率 25 个基点，乌克兰国家银行下调主要政策利率(key policy rate)至 17%，南非中央银行下调回购利率(repurchase rate)25 个基点。

图 2：上述几个国家的基准利率走势



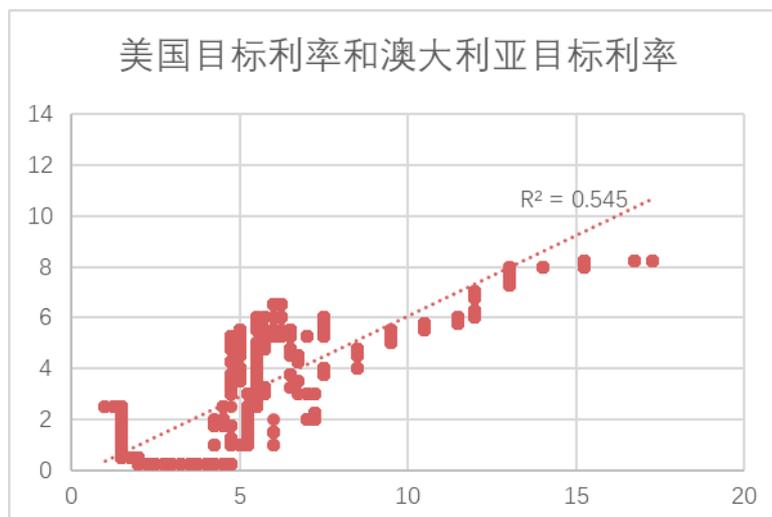
数据来源：Wind，山西证券研究所

6月4日至7月初一个月来，澳大利亚储备银行连续两次下调隔夜借款利率25个基点，俄罗斯中央银行于6月14日降息25个基点至7.5%。同时，欧洲央行在7月4日也透露了降息和重启量化宽松的可能性，美国6月ADP就业人数录得10.2万人，前值为增加2.7万人，预期值为增加14万人，低于市场预期，降息情绪升温。

值得一提的是，澳大利亚储备银行此次的降息的目的是稳定就业并且使通货膨胀率与中期目标一致：从年初至第二季度，虽然铁矿石价格的上涨带动了澳大利亚的出口，并同时拉动了相关的基础建设和资源采集的投资，但是消费增长受到限制使得澳大利亚的经济增速低于1.8%，低于预期。

澳大利亚央行与美联储货币政策联动较好，目前两国目标利率已经形成剪刀差。从历史来看澳大利亚目标利率仅在1999-2000年超过美联储并在2000年后迅速抹平这一剪刀差。我们对澳大利亚储备银行的目标利率和美联储的目标利率散点图进行拟合，得到的曲线拟合优度有54.5%，说明二者的相关性较好。

图 3：澳美两国目标利率相关性较高



数据来源：Wind，山西证券研究所

3 美联储鸽派证词引发市场降息预期

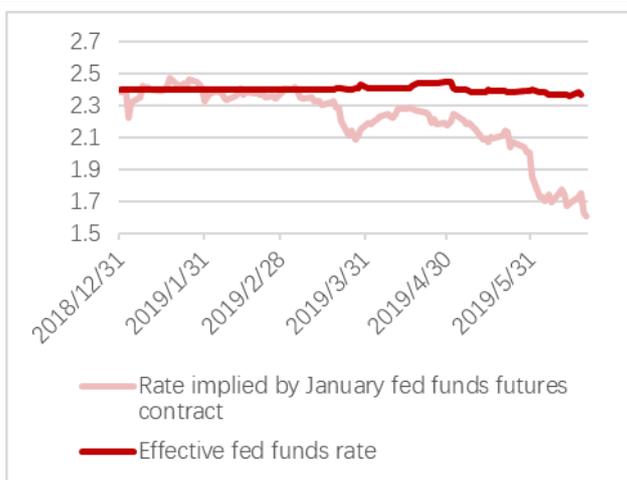
北京时间 6 月 20 日凌晨 2 时，美联储 2019 年第四次公开市场委员会会议（FOMC）议息会议决定暂不加息，保持联邦基金利率目标区间在 2.25%-2.5% 不变，符合市场预期。

经济增速从 5 月声明中的“稳固”（solid）变为“温和”（moderate）。声明重申美国就业增长保持稳健，商业固定投资在趋缓（soft），虽然家庭支出已经从年初增速放缓的态势有所加快，但通胀及通胀预期持续低迷。

进入 7 月后，美国非农就业数据优于预期，通胀预期遭大幅下调。2019 年 PCE 通胀率为 1.5%，今年 3 月预期为 1.8%；2020 年预期由 2.0% 下调至 1.9%。

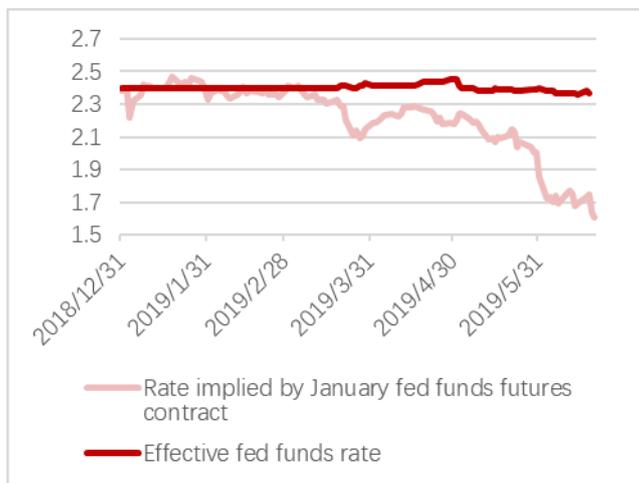
美联储观察工具 Fed Watch 显示，7 月 31 日降息的概率涨至 100%，声明公布前，7 月首次降息概率达 87.5%，12 月降息两次及以上的概率为 89.1%。这一预期，皆因这是十多年来美联储首次暗示“对降息做好了准备”。

图 4：市场在 2 月就开始下注美联储降息，目前预期超过 50bps



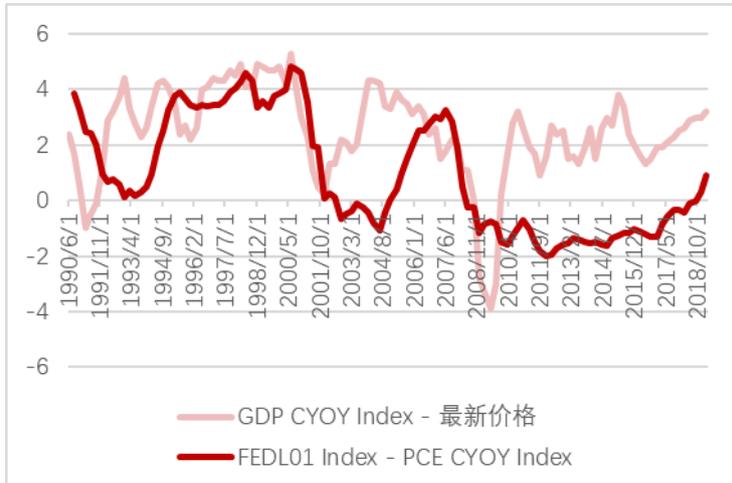
数据来源：Wind，山西证券研究所

图 5：美联储在低利率的情况下依然需要降低真实利率



数据来源：Wind，山西证券研究所

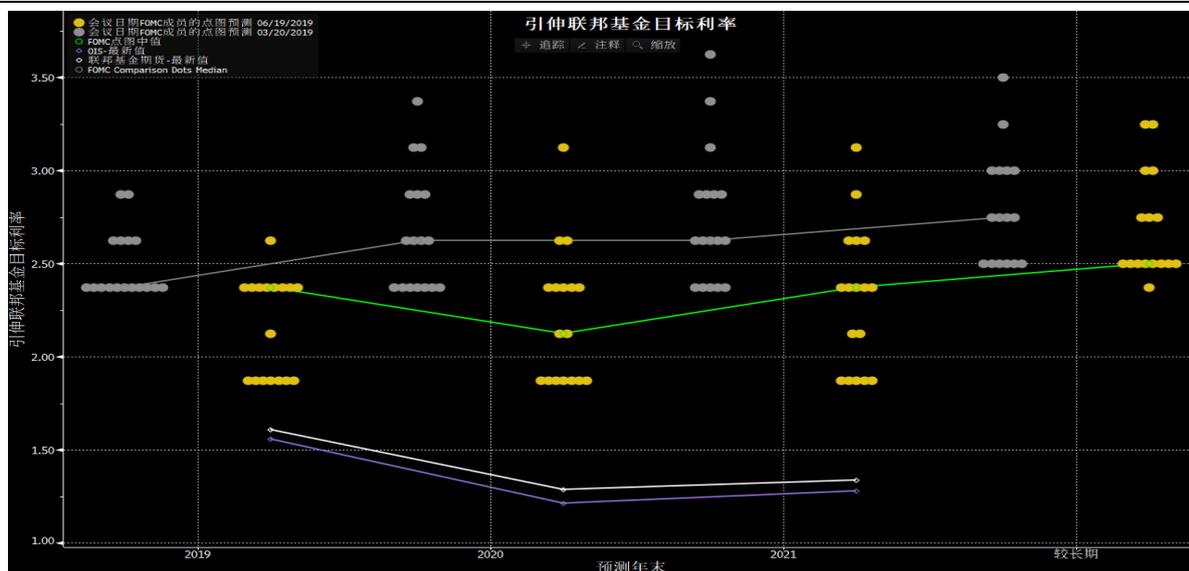
图 6：美联储降息紧随而来的是衰退



数据来源：Wind，山西证券研究所

点阵图方面，2019年预测中位值为2.4%，即今年既不会加息也不会降息，与今年3月点阵图的中位值一致。但美联储内部的分歧变得更为严重，17名官员中有8位官员预期今年至少降息一次(每次25个基点)，其中7人认为会降息两次；另有8人认为年内应按兵不动，仅一人支持今年加息。而3月的点阵图显示，11位美联储官员支持今年按兵不动，另有6人建议今年至少加息一次，其中有2人认为应加息两次。

图7：美联储降息预期点阵图

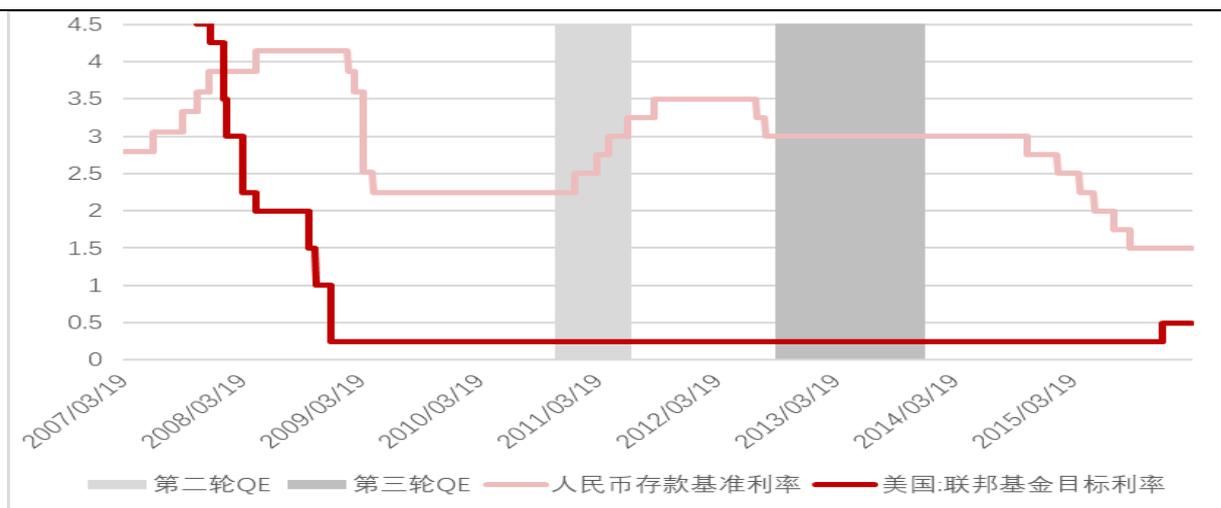


数据来源：Bloomberg，山西证券研究所

4 美联储降息周期和我国降息周期的相关性探究

要探究美国降息对我国资本市场的影响，还需要一个较为重要的假设，即我国的降息周期和美联储的降息周期有较好的相关性，否则美联储即使如市场所期望的降息，对我国资本市场的影响也有限。首先我们将美联储的降息和宽松货币政策周期和我国的降息周期在时间相关性上进行对比：

图8：美联储降息周期和我国降息周期的相关性较好



数据来源：Wind，山西证券研究所

在综合考虑了美联储量化宽松的时间点和降息的时间点之后，我们可以发现美联储降息或者是类似的宽松政策对我国降息消息的公布有预示作用：2008 年全球金融危机爆发，美联储连续降息，意在释放流动性，刺激经济并提振惨淡的就业市场，帮助美国度过危机。上图描绘了美国联邦基金目标利率在 2007 年初至 2009 年初的大幅下降。在类似的时间点，我国央行于 2008 年 9 月 16 日发布了降息的公告。

第二轮量化宽松发生在 2010 年 11 月至 2011 年 6 月，由于美联储在 2010 年 8 月的例行货币政策会议上表示“对美国经济复苏的前景深感悲观”，在 11 月开启了第二轮的量化宽松。在第二轮量化宽松期间，美联储累计从公开市场购买了近 6000 亿美元的国债，成功降低了实际利率。我国在 2000 年之后的第二次降息周期开启于 2012 年的 6 月，主要目的仍然是稳定增长水平，提振市场信心。和美联储降息政策不同，量化宽松政策提出相较于我国的降息政策的公布有较大的提前，时间间隔大约在 1 年左右。

第三轮的量化宽松开启于 2012 年 9 月，美联储推出了每个月 400 亿美元的国债购买计划，再加上之后推出的 QE3+ 计划，第三轮量化宽松一直持续到 2014 年 10 月。在第三阶段 QE 结束后的不久，2014 年的 11 月我国央行宣布降低存贷款基准利率 25 个基点。

根据上面的时间节点分析，可以发现我国的降息政策一般发生在美联储的宽松政策之后，虽然两个事件之间的时间间隔不存在一个稳定的关系，但是考虑到美国的经济影响力和中美两国在贸易等多个领域的合作关系，不能排除我国降息政策的提出受到了美联储宽松政策的影响。

二、我国降息周期回顾

自 2000 年以来，我国经历了 3 次降息周期。为了更好的观察降息的预期的影响和降息政策出台后各个行业的表现，我们需要把降息事件的前后时间点进行规定，即确定好两个时间段：**预期的形成期**，**降息事件的发生期**。对**降息预期的形成期开始时间点**的判断基于这几点：首先考虑当时是否有外部极端事件的冲击，其次观察国内是否有相应的较为宽松的货币政策相配合，在考察预期的形成期的时候还要考虑市场上是否有降息的情绪及其高涨与否，最后与国际的货币周期相结合进行求证。而降息事件的发生期的确定相对简单，下表给出了我国 2000 年以来的降息政策的出台时间和对应的存贷款利率变化情况，值得说明的是，这里的存款、贷款利率指的是一年期定存指导利率。我们把一个降息周期内的首次降息政策的发布日期视作降息预期的形成期的结束，同时也是**降息事件的发生期的开始**，由于降息不仅影响了分子端企业的盈利，还影响了分母端市场的信用和流动性环境，所以我们只考虑降息事件在短期的冲击，进而把**降息的结束时间点**定为该周期最后一次降息政策公布后的月末。

表 1：2000 年以来人民银行宣布降息具体时间

序号	调整时间	存款	贷款
1	2008 年 9 月 16 日	-	↓ 0.27%
2	2008 年 10 月 9 日	↓ 0.27%	↓ 0.27%
3	2008 年 10 月 30 日	↓ 0.27%	↓ 0.27%
4	2008 年 11 月 27 日	↓ 1.08%	↓ 1.08%
5	2008 年 12 月 23 日	↓ 0.27%	↓ 0.27%
6	2012 年 6 月 8 日	↓ 0.25%	↓ 0.25%
7	2012 年 7 月 6 日	↓ 0.25%	↓ 0.25%
8	2014 年 11 月 22 日	↓ 0.25%	↓ 0.4%
9	2015 年 2 月 28 日	↓ 0.25%	↓ 0.25%
10	2015 年 5 月 10 日	↓ 0.25%	↓ 0.25%
11	2015 年 6 月 27 日	↓ 0.25%	↓ 0.25%
12	2015 年 8 月 25 日	↓ 0.25%	↓ 0.25%
13	2015 年 10 月 23 日	↓ 0.25%	↓ 0.25%

数据来源：中国人民银行，山西证券研究所

1 三个降息周期的划分

2.1 阶段 1：2007 至 2008 年

阶段 1.1 为 2007 年 9 月至 2008 年 9 月（12 个月周期） 是第一次降息的预期阶段

我们把降息的预期阶段设为 2007 年 9 月至 2008 年 9 月：在 2007 年 8 月，随着美国对冲基金贝尔斯登总裁辞职，美国次贷危机愈演愈烈，市场下行趋势明显，出现了对于宽松的货币政策的呼声。2007 年 9 月 19 日，美联储宣布降息 50 个基点，预示着全球的宽松周期的开始。但是这一决定对我国的影响有限，时任央行行长周小川表示由于人民币不是自由兑换的货币，“还看不到明显的影响”。

阶段 1.2 为 2008 年 9 月至 2008 年 12 月（3 个月周期） 是第一次降息的阶段

直到 2008 年 9 月 16 日央行提出降息 0.27 个百分点并在随后的 10 月 9 日、10 月 30 日、11 月 17 日、12 月 23 日连续四次降息：存贷款基准利率累计下调 1.62%，一年期存贷款利率累计下调 1.89%。因此我们把 2008 年 9 月看作降息周期的开始，而本轮降息周期的最后一次下调存贷款基准利率发生在 2008 年 12 月 23 日，因此将 2008 年 12 月视作 2007 至 2008 年央行一系列降息举措的结束。

1.2 阶段 2：2011 至 2012 年

阶段 2.1 为 2011 年 1 月至 2012 年 6 月（18 个月周期）是第二次降息的预期阶段

2011 年 1 月，惠誉下调希腊主权信贷评级由 BBB-级下调至 BB+级，评级展望为负面。预示着欧洲区债务危机的升级，我们把这个事件看作国内降息的预期开始阶段。虽然当时我国的货币财政政策组合为了抑制通货膨胀水平，是较为紧缩的，但是欧洲区债务危机的进一步发酵使我国出口承压，再加上国内消费增速下滑且消费信心下降，较为宽松的政策似乎箭在弦上。至 2011 年 10 月 25 日温家宝总理在天津首次提出政策要“预调微调”以来，再结合 2011 年 12 月的中央经济工作会议提出的“稳增长”的主题，政策的焦点集中在管理层对增长放缓和物价指数增长两者的忍耐极限上，进而市场对宽松的货币政策的预期愈发浓烈。

阶段 2.2 为 2012 年 6 月至 2012 年 7 月（2 个月周期）是第二次降息的阶段

受到 2012 年 5 月经济数据表现不佳的影响，2012 年 6 月 18 日，央行下调金融机构人民币存贷款基准利率各 0.25 个百分点。因此我们把 2011 年 1 月至 2012 年 6 月看作降息的预期阶段，2012 年 7 月 6 日央行再次降息，由于后期没有相应的降息政策的跟进，我们认为 2012 年 7 月是本轮降息事件的终结。

1.3 阶段 3：2014 至 2015 年

阶段 3.1 为 2014 年 2 月至 2014 年 11 月（10 个月周期）是第三次降息的预期阶段

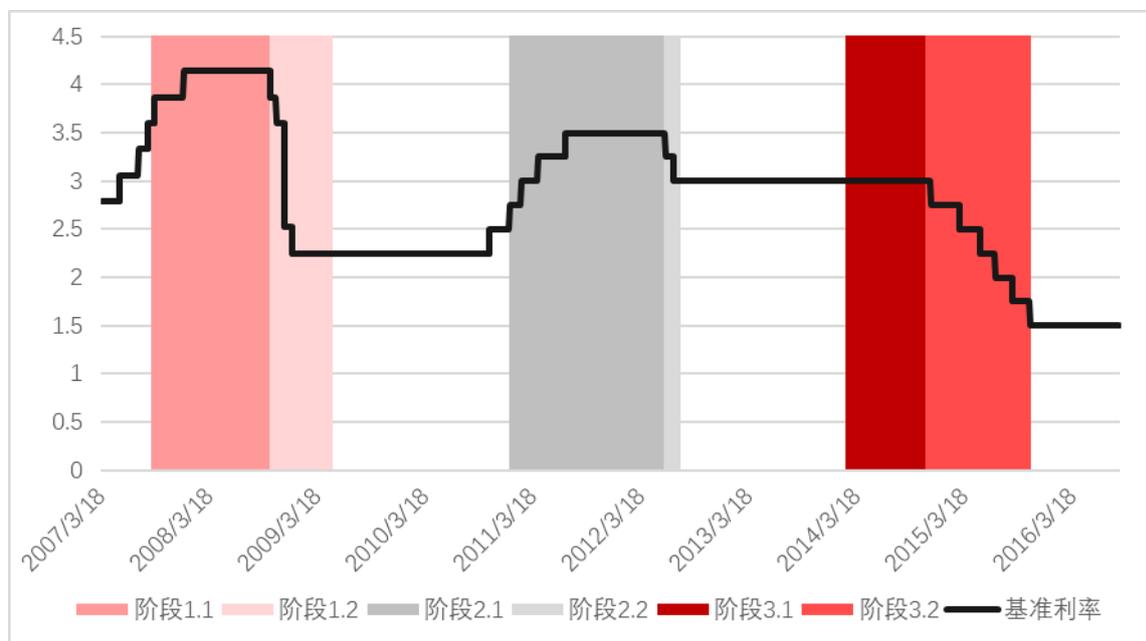
2014 年 2 月非 PMI 指数小幅下降，外加 2013 年四季度货币政策执行报告中“基本面并未发生根本变化”一句被悄然拿掉，经济下行趋势显现。消费者价格指数大幅下降，再加上中诚信托信用风险事件导致春节前的资金紧张，通缩压力十分明显。进而市场上出现了期待宽松的货币政策的呼声。事实证明，2014 年货币政策确实向宽松的方向转变：2014 年 4 月 22 日央行对县域农商行定向降准，2014 年上半年央行进行再贷款，7 月下旬国家开发银行从人民银行获得了总额高达 1 万亿元 PSL 操作，还有中央银行在 7 月 14 日、9 月 18 日、10 月 15 日连续 3 次下调了公开市场回购利率。但政策的实施效果有限，我们看到银行的风险偏好下降的时候，央行的定向流动性投放很难对实体经济进行扶持。

阶段 3.2 为 2014 年 11 月至 2015 年 10 月（12 个月周期）是第三次降息的阶段

面对高企的贷款利率和急剧萎缩的社融规模，经济下行压力尤其是房地产下行和产能过剩矛盾愈加明显，于是 2014 年 11 月 21 日，央行不得不下调一年期存款基准利率 25 个基点，一年期贷款基准利率 40 个基点，降低银行的负债成本，进而缓解实体的融资压力，这也说明了本轮降息周期的开始；从 15 年 2 月 28 日至 15 年 10 月 9 日，央行连续 5 次降准降息，货币政策由 14 年年初的结构型政策慢慢转变

到总量型政策。

图 9：三个降息周期下的基准利率走势图

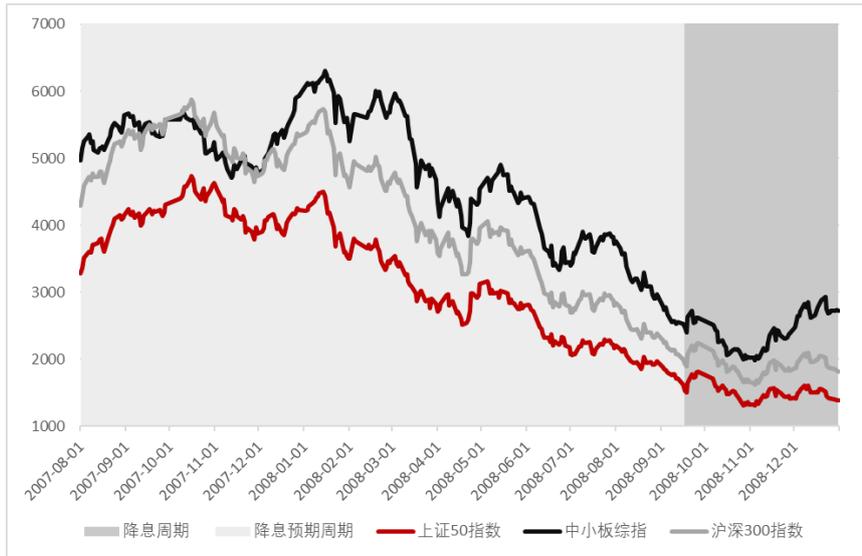


数据来源：Wind，山西证券研究所

2 三个降息周期下指数的表现

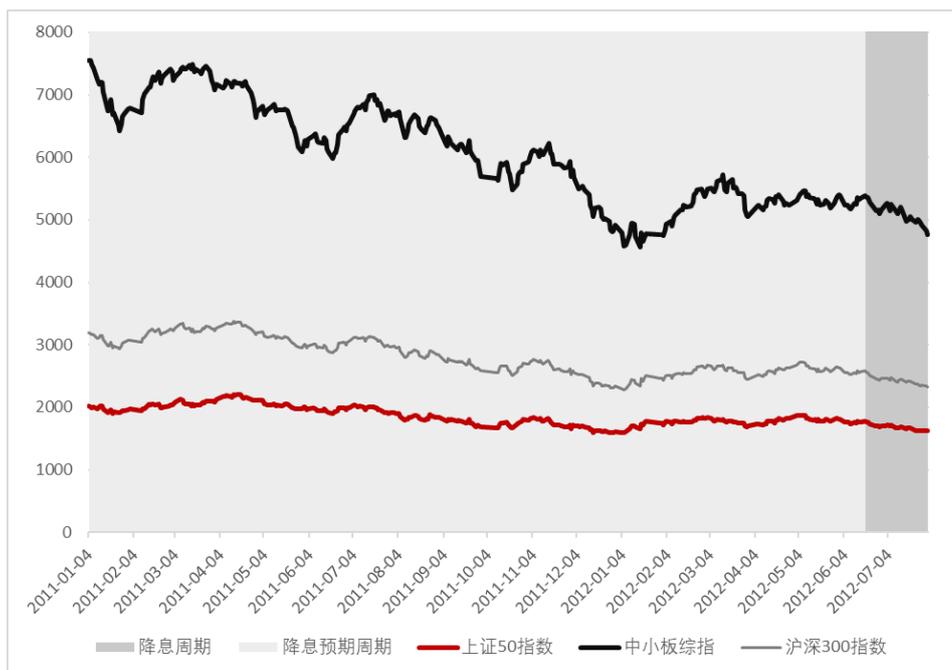
2008 年和 2011 年两个降息周期中，股票指数的走势呈现了明显的单边下行。这反映了当时投资者对外部极端事件的悲观情绪，**作为高波动的投资品种，股票不如债券受欢迎。**而 14-15 年的行情只是对之前的利好的延续

图 10：2007-2008 降息周期下几个证券指数走势图



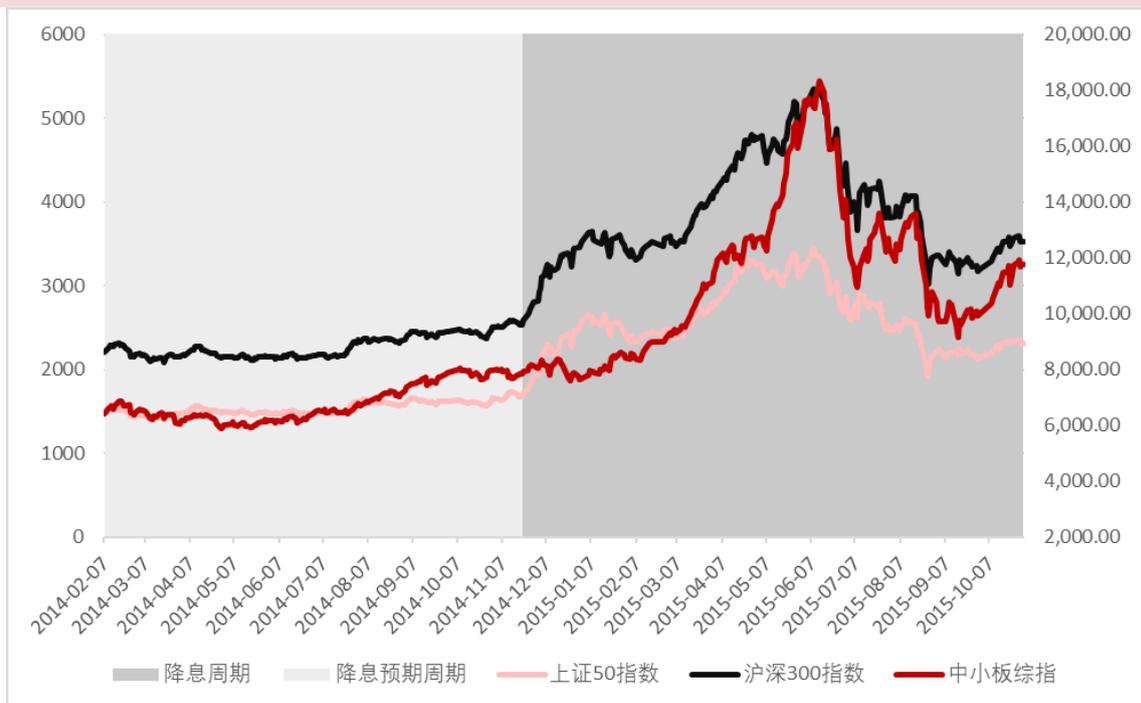
数据来源：Wind，山西证券研究所

图 11：2011-2012 降息周期下几个证券指数走势图



数据来源：Wind，山西证券研究所

图 12：2014-2015 降息周期下几个证券指数走势图



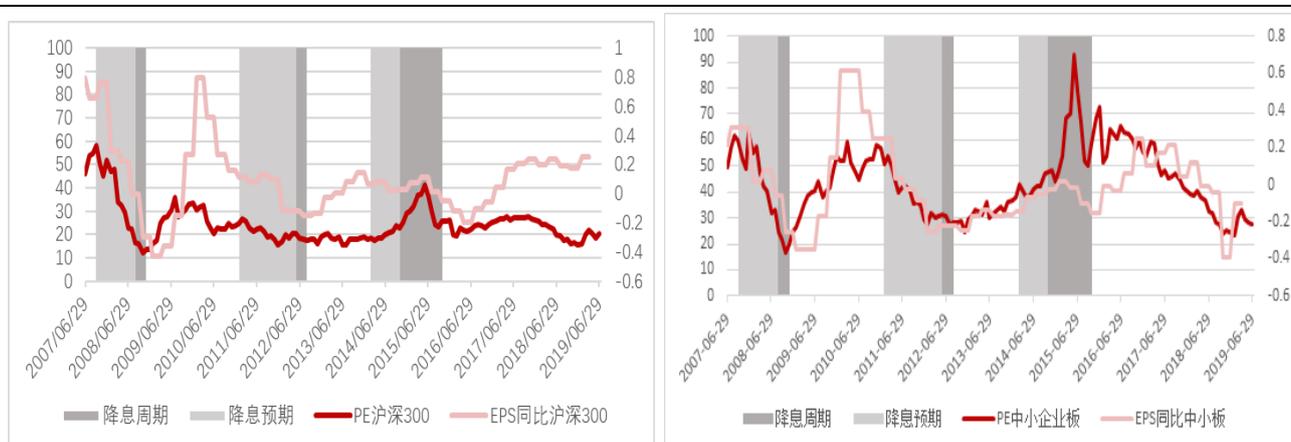
数据来源：Wind，山西证券研究所

3 三个降息周期下大小盘股票特性及估值特征

3.1 对历史大小盘估值特征的回顾

在降息的消息发布之后，我们可以发现，指数并没有立即改变之前的趋势，如 14 年的中小板综合指数，在一个月还走出了不同于大势的下降的图形，说明了降息消息的影响更多是在改变了投资者的预期，增加了风险的偏好，但是反映到指数价格的变化上还需要其他因素的相互配合。下图反映了沪深 300 指数的综合 EPS 变动快于 PE 变动的现象，而前者与沪深 300 指数的相关性更高。

图 13：三个降息周期下指数的估值情况



数据来源：Wind，山西证券研究所

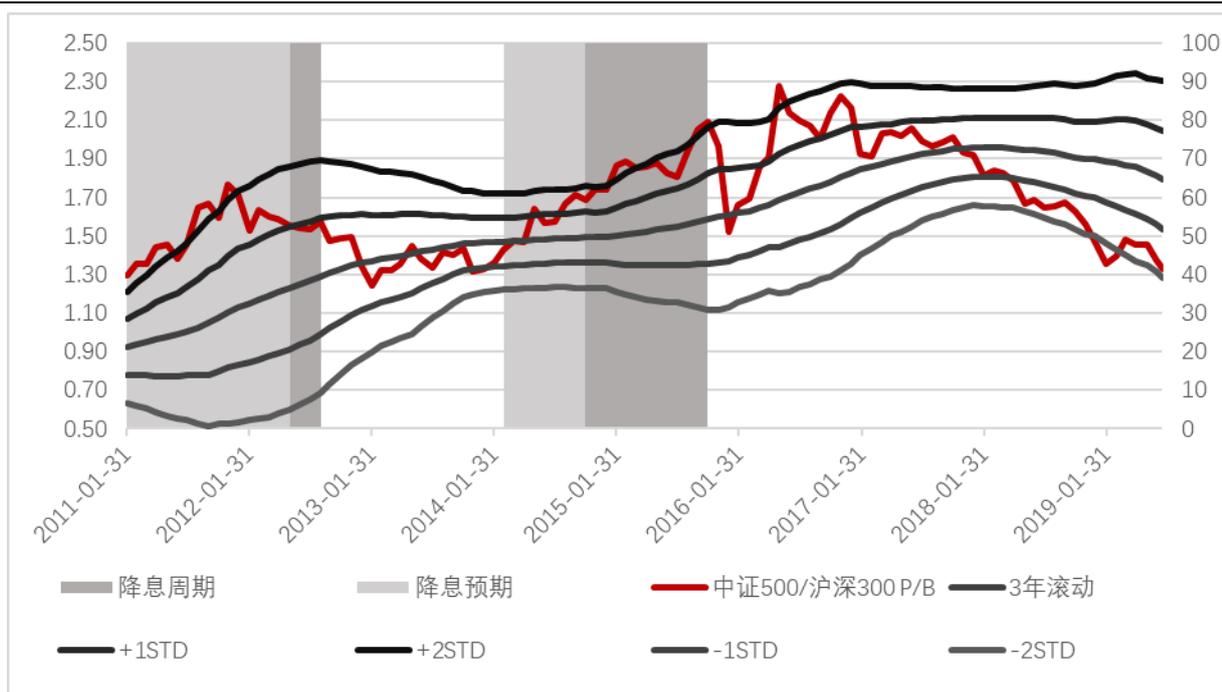
从上面两幅图我们可以看到，中小板指在降息周期下 EPS 增速下行幅度是要小于沪深 300 的，同时在流动性和风险偏好刺激下，P/E 估指下行幅度也要小于沪深 300。因此从历史来看，小盘股在降息周期中的表现要强于蓝筹白马。

3.2 基于当今时点对大小盘股票的投资建议

基于这个基本特征，外加现在市场正处于全球降息周期的风口，我们可以站在当今的视角下观察市场的估值情况。在板块的特点上，降息有利于小盘股，这个特性可以用沪深 300 和中证 500 的指数加权平均 PB 来解释：在降息的预期阶段，中证 500 的市净率相对于沪深 300 节节攀升，说明了在降息的大环境下，投资者的风险偏好程度更高，进而高波动的中证 500 更加受到青睐。

因此，我们可以得出的结论是在降息周期下，做多 IC 做空 IF 胜率更高。

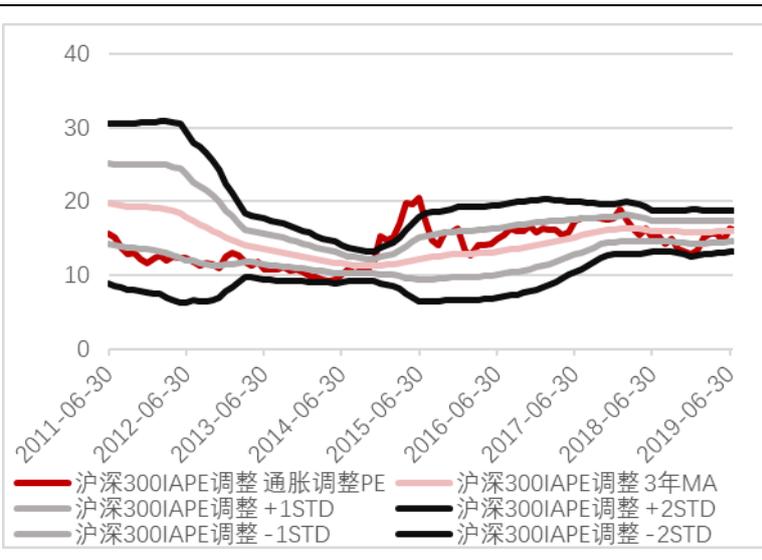
图 14：最近两个降息周期下指数的估值情况



数据来源：Wind，山西证券研究所

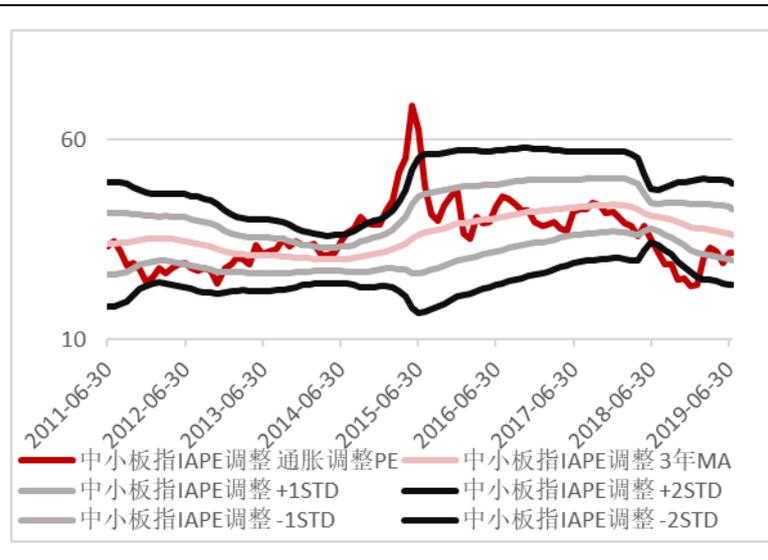
IAPE 即通胀调整 P/E，相较于 PE 而言，考虑了货币调整后的 IAPE 能更好的描述市场估值的变化情况。下图给出了近两次降息至当今时点下，沪深 300 和中小板指数的 IAPE 变化情况：沪深 300 指数处于估值的 3 年移动平均水平，而中小板指数处于均值减去一倍标准差的水平，说明虽估值修复的概率适中，但是假设两个指数的估值都会向均值方向修复的话，**中小板指数的未来上涨空间相较于沪深 300 更大。**

图 15：沪深 300IAPE



数据来源：Wind，山西证券研究所

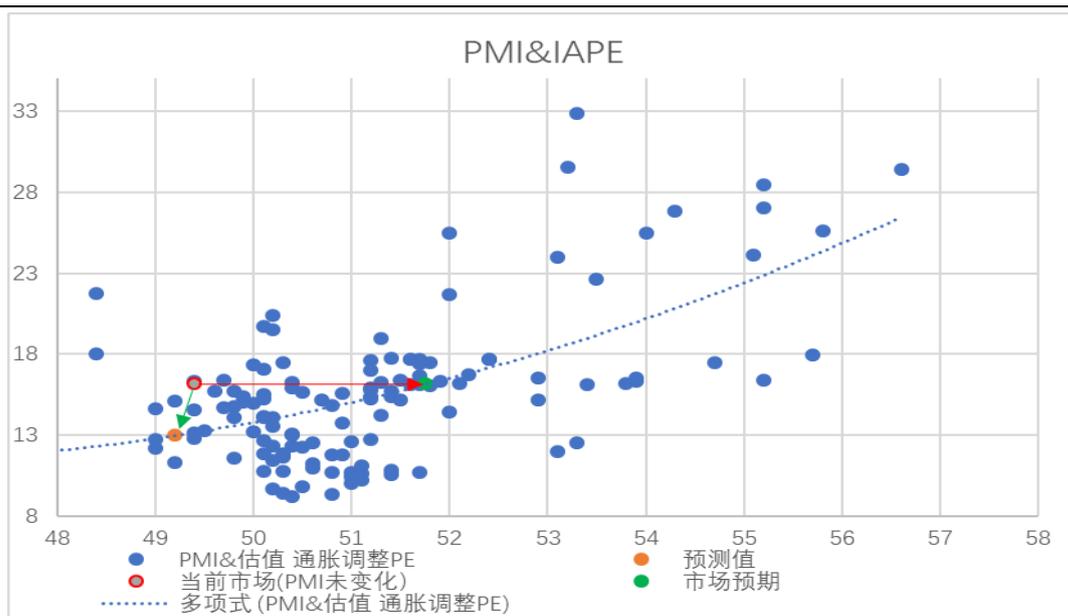
图 16：中小板指 IAPE



数据来源：Wind，山西证券研究所

站在当前时点，我们认为以沪深 300 为代表的蓝筹白马出现高估的可能：首先，沪深 300 IAPE 已经超过 50% 分位；其次，我们之前的周报已经论证了 PMI 对 IAPE 可以用一个二项式较好拟合，因此在给定当前的沪深 300 的估值的情况下（即 IAPE 为 16 倍），相对应的 PMI 估值在 51.8。考虑到 PMI 整体低于 50 已经持续数月，因此当前的沪深 300 的 IAPE 估值有较高概率被高估。（图中的绿色为 16 倍 PE 对应的历史平均 PMI 水平，橙色点代表当前的 PMI 水平对应的沪深 300 历史平均 PE 水平，红色边框的灰色点为当前市场的数据）

图 17：根据我们的 PMI 预测值模拟市场的估值



数据来源：Wind，山西证券研究所

三、股票的配置：基于行业指数表现统计

接下来我们统计申万行业指数在相应的阶段的收益率排名情况，即针对“赢家组合”和“输家组合”的粗略统计，希望能为可能发生的降息时的行业配置找到一些线索。首先，按照预期形成期的收益率排名到降息发生期的排名变化大小，我们对 28 个申万一级行业指数进行排序，发现事件发生后收益变化最大的 5 个行业是建筑装饰、计算机、商业贸易、机械设备、电子。

表 2：按收益率的变化大小对申万 28 行业指数排序

	阶段 1.1	阶段 1.2	阶段 2.1	阶段 2.2	阶段 3.1	阶段 3.2	平均排名变化
建筑装饰	11	4	11	6	23	1	11.33
计算机	16	7	23	8	5	3	8.67
商业贸易	19	10	19	12	16	9	7.67
机械设备	22	9	26	24	15	12	6.00
电子	23	11	21	9	8	17	5.00
通信	27	3	17	17	2	15	3.67
交通运输	10	24	22	10	14	2	3.33
建筑材料	17	2	24	27	21	23	3.33
轻工制造	24	15	12	19	12	5	3.00
医药生物	8	5	18	1	11	24	2.33
纺织服装	21	18	4	5	13	8	2.33
房地产	26	19	2	15	19	6	2.33
休闲服务	25	13	9	3	7	19	2.00
公用事业	12	21	8	2	18	11	1.33
传媒	18	6	5	14	4	7	0.00
电气设备	15	1	28	28	6	20	0.00
汽车	28	16	25	16	1	25	-1.00
农林牧渔	5	8	13	13	17	18	-1.33
有色金属	20	14	14	22	26	28	-1.33
非银金融	6	28	6	4	25	10	-1.67
钢铁	13	22	20	26	22	14	-2.33

国防军工	2	12	27	25	3	4	-3.00
银行	3	25	3	7	27	16	-5.00
家用电器	14	17	15	18	9	22	-6.33
化工	7	23	16	20	20	21	-7.00
食品饮料	4	20	1	11	24	27	-9.67
综合	9	27	10	23	10	13	-11.33
采掘	1	26	7	21	28	26	-12.33

数据来源：Wind，山西证券研究所

（表中的阶段 1.1,1.2 分别代表 2007-2008 降息周期的降息预期阶段和降息阶段，以此类推）

按照预期形成期的收益率排名和降息发生期的排名的均值，我们再次排序，找出事件发生前后收益最稳定的 5 个行业分别是传媒、建筑装饰、计算机、医药生物、纺织服装

表 3：按收益率的稳定情况对申万 28 行业指数排序

	阶段 1.1	阶段 1.2	阶段 2.1	阶段 2.2	阶段 3.1	阶段 3.2	平均排名
传媒	18	6	5	14	4	7	9.00
建筑装饰	11	4	11	6	23	1	9.33
计算机	16	7	23	8	5	3	10.33
医药生物	8	5	18	1	11	24	11.17
纺织服装	21	18	4	5	13	8	11.50
公用事业	12	21	8	2	18	11	12.00
国防军工	2	12	27	25	3	4	12.17
农林牧渔	5	8	13	13	17	18	12.33
休闲服务	25	13	9	3	7	19	12.67
非银金融	6	28	6	4	25	10	13.17
银行	3	25	3	7	27	16	13.50
通信	27	3	17	17	2	15	13.50
交通运输	10	24	22	10	14	2	13.67
商业贸易	19	10	19	12	16	9	14.17
食品饮料	4	20	1	11	24	27	14.50
轻工制造	24	15	12	19	12	5	14.50

房地产	26	19	2	15	19	6	14.50
电子	23	11	21	9	8	17	14.83
综合	9	27	10	23	10	13	15.33
家用电器	14	17	15	18	9	22	15.83
电气设备	15	1	28	28	6	20	16.33
化工	7	23	16	20	20	21	17.83
机械设备	22	9	26	24	15	12	18.00
采掘	1	26	7	21	28	26	18.17
汽车	28	16	25	16	1	25	18.50
建筑材料	17	2	24	27	21	23	19.00
钢铁	13	22	20	26	22	14	19.50
有色金属	20	14	14	22	26	28	20.67

数据来源：Wind，山西证券研究所

（表中的阶段 1.1,1.2 分别代表 2007-2008 降息周期的降息预期阶段和降息阶段，以此类推）

为了均衡等效的看待两个条件，我们将平均排名和平均排名变化两个指标进行 z-score 标准化后取两个指标的均值，可得到 28 个行业的打分，结果如下：

表 4：综合两个条件的 z-score 得分

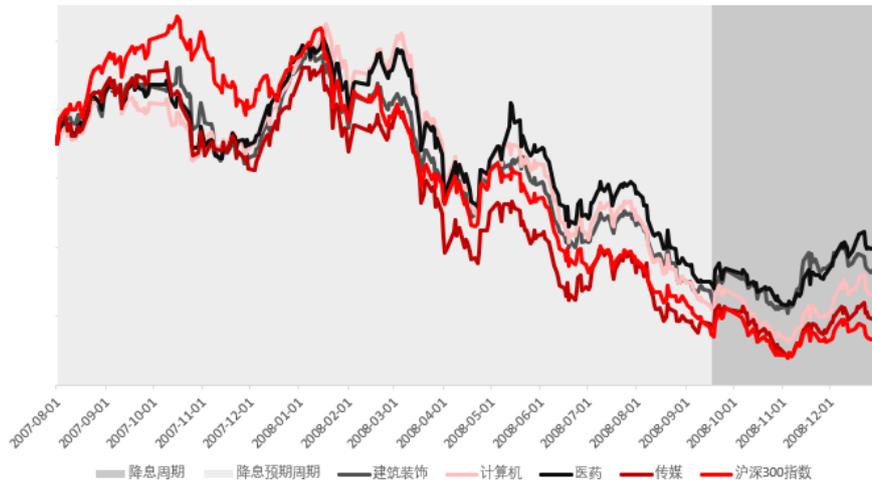
建筑装饰	计算机	传媒	医药生物	商业贸易	纺织服装	公用事业
1.81	1.42	0.88	0.74	0.72	0.68	0.52
通信	休闲服务	交通运输	电子	轻工制造	农林牧渔	房地产
0.48	0.47	0.42	0.38	0.26	0.23	0.2
国防军工	非银金融	机械设备	银行	电气设备	建筑材料	汽车
0.12	0.07	-0.04	-0.27	-0.29	-0.44	-0.73
家用电器	食品饮料	钢铁	有色金属	综合	化工	采掘
-0.76	-0.84	-1.01	-1.11	-1.12	-1.14	-1.66

数据来源：山西证券研究所

因此在降息事件的驱动下，建筑装饰、计算机、传媒、生物医药行业是较为稳健的选择。

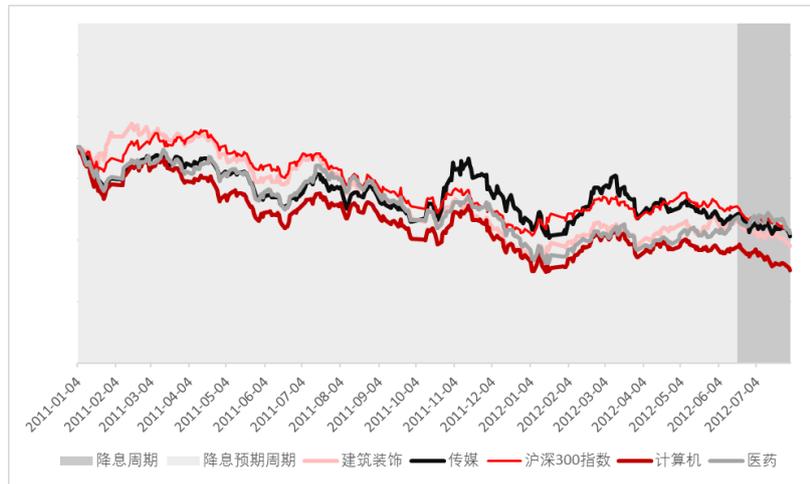
下面给出这几个行业在上述几个区间内的表现：

图 18：2007-2008 降息周期下的强势板块走势图



数据来源：Wind，山西证券研究所

图 19：2011-2012 降息周期下的强势板块走势图



数据来源：Wind，山西证券研究所

图 20：2014-2015 降息周期下的强势板块走势图



数据来源：Wind，山西证券研究所

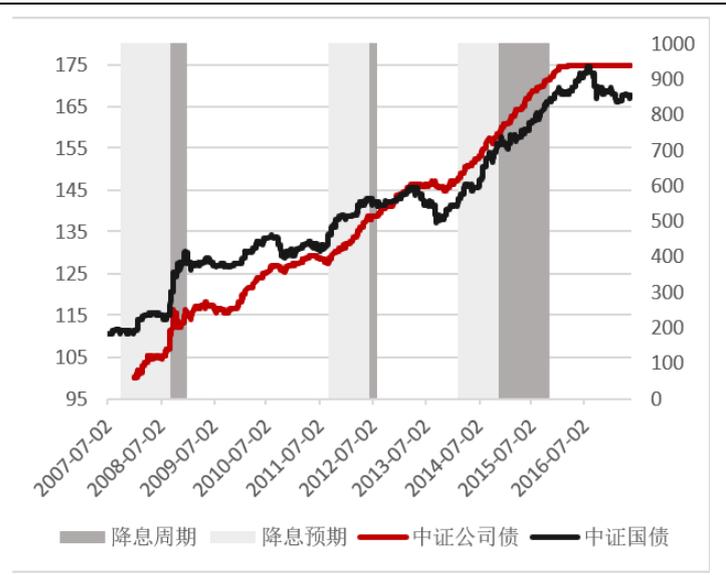
在三个周期中，指数都有长时间的明显下行的阶段，选出的传媒、建筑装饰和医药这三个板块的表现比较优秀。这三个板块相对其他板块而言和债券收益率的相关性更大，有较高的实证久期。可以观察到，相对于降息信息发布后，降息的预期阶段市场情绪都相对悲观，更多资金会选择博弈利率弹性。同时，计算机作为强周期行业在降息前的阶段受到的影响较为有限，在降息的消息发布之后，反弹力度较其他强周期行业更大。

四、债券配置

显而易见的是，降息信息发布后，由于政策利率的降低，债券的价格是会增加。相较于降息周期下债券稳定的牛市，我们更加关心在降息的预期中，债券的表现。下面分别用不同类型的债券（代表信用债的公司债和代表利率债的国债指数）和不同久期的债券（中债长期债券指数和中债短期债券指数）来具体分析他们在不同的市场情景下的表现。

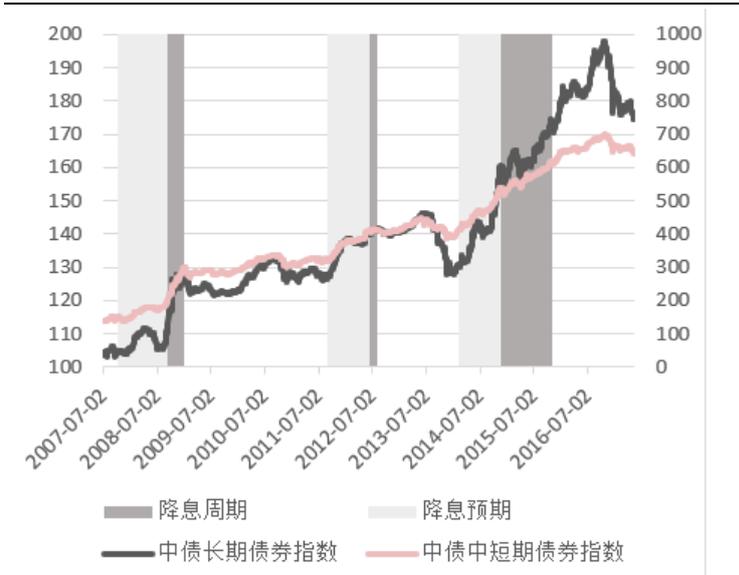
在降息的预期周期中，宏观基本面往往表现不佳，在之前的 PMI 数据中也可以看出，因此债券作为一种避险的投资品种是较为受欢迎的。其次，降息的预期阶段往往有出台降准等一系列宽松的货币政策，这些政策的出台首先会使得市场上的流动性更加充裕，降低资金价格，进而利于债券价格的上涨；其次，有了降息的预期之后，投资者会逐渐转移到债券的配置上，进而债券市场会逐步有资金入场，价格上升。

图 21：中证国债指数和中证公司债指数的表现



数据来源：Wind，山西证券研究所

图 22：中债长期债券指数和中债中短期债券指数的表现



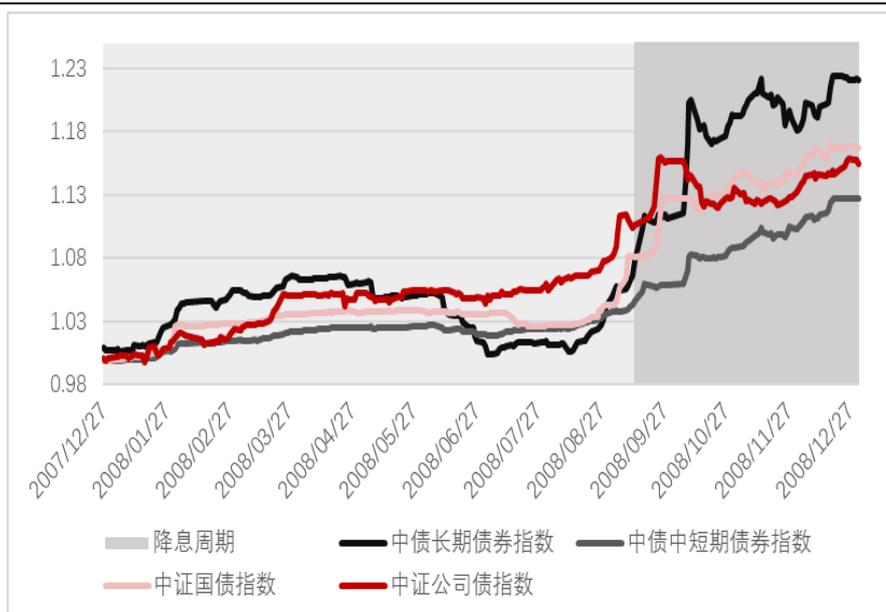
数据来源：Wind，山西证券研究所

对于期限不同的债券，中债长期债券指数相对于短期债券指数有着更大的分歧，但是基本的走势还是相同的，即在降息的预期阶段和降息的消息公布阶段都上升，则针对具体的时间周期而言，我们发现长期

债券相较于短期的债券一直都有更加好的表现，其次，公司债的波动小于国债，说明在降息期间人们的风险偏好更高，对信誉较低的公司债反而预期较为一致，而国债的表现和当时的经济基本面相关性更大，因此存在较大的分歧。在降息的预期阶段，债券的收益率受市场的消息冲击较为明显，波动率也大于降息的消息发布之后，这样的特征体现了投资者预期的由分歧转向了一致。

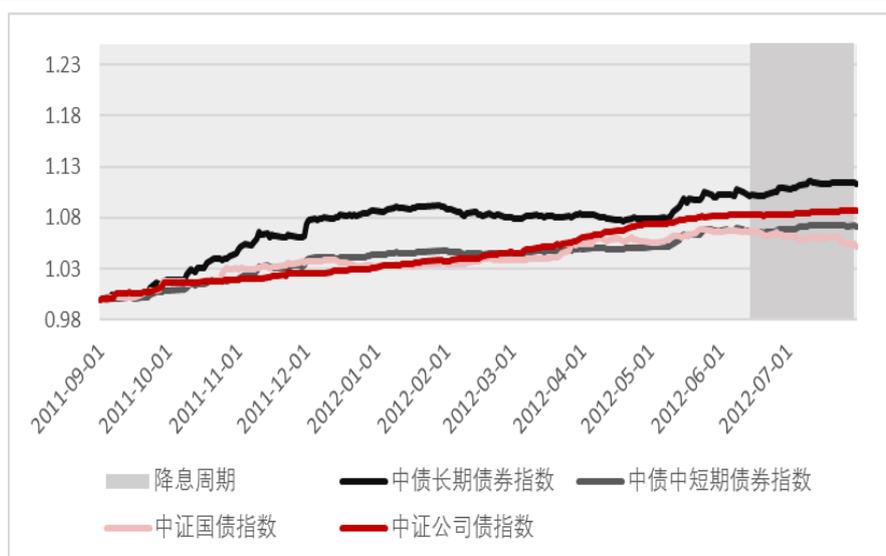
下面给出这几个债券在上述几个区间内的表现：

图 23：2007-2008 降息周期下几个债券指数走势图



数据来源：Wind，山西证券研究所

图 24：2011-2012 降息周期下几个债券指数走势图



数据来源：Wind，山西证券研究所

图 25：2014-2015 降息周期下几个债券指数走势图



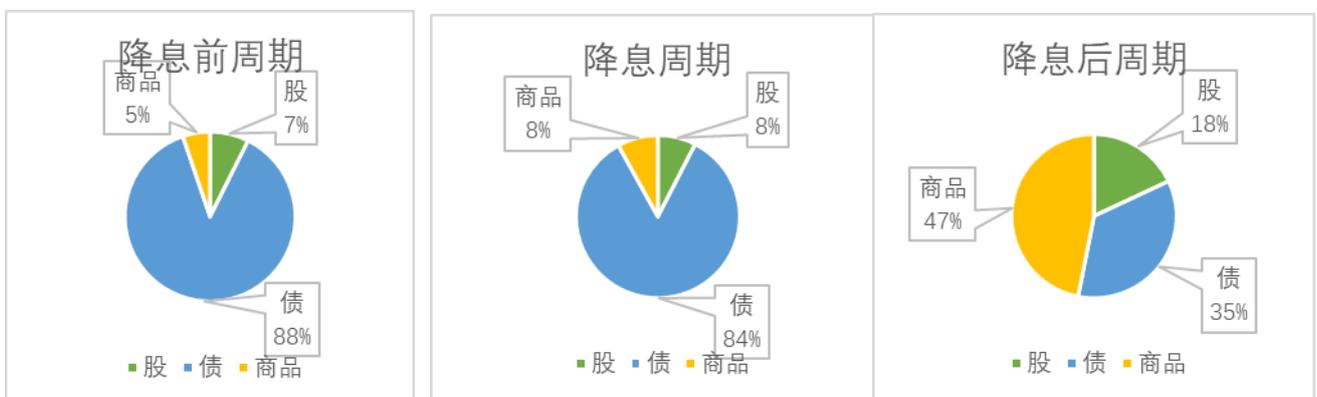
数据来源：Wind，山西证券研究所

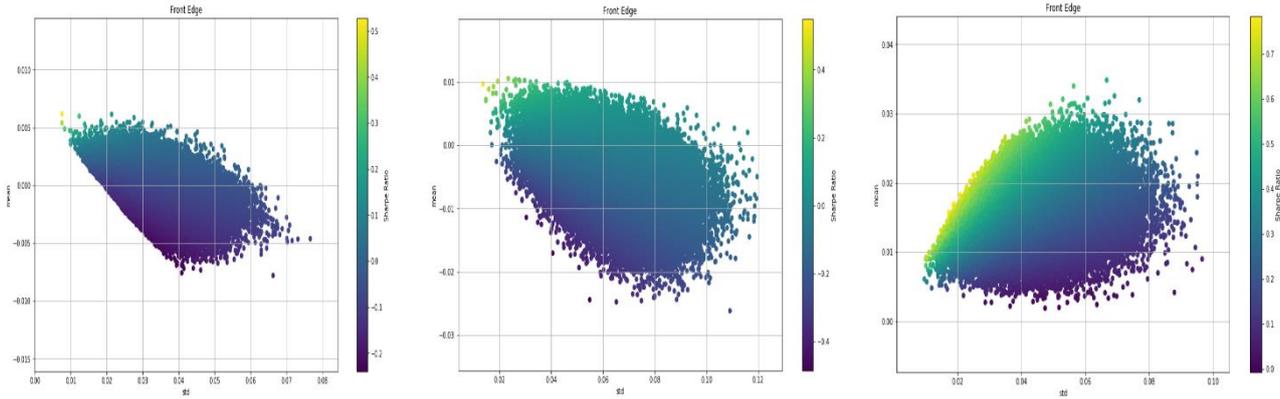
五、大类资产配置策略建议

我们将降息阶段分为降息前周期、降息周期、降息后周期三个阶段。从历史来看降息前周期持续时间为 10-18 个月、降息周期为 2-10 个月、降息后观测周期统一为 6 个月。

目前，各国央行进入降息周期，我国经济下行压力仍然偏大，我国在未来 6 个月内降息概率也有所增大。我们认为当前我国正处于降息前周期阶段，配置上应更加侧重于固定收益类产品。通过对历史数据进行分析，我们根据马科维茨的均值方差框架来给出这几种大类资产配置的比例。当前市场应该更注重对固定收益类资产的配置与我们预期的结论一致。

图 26：基于均值方差框架的配置权重和有效边界



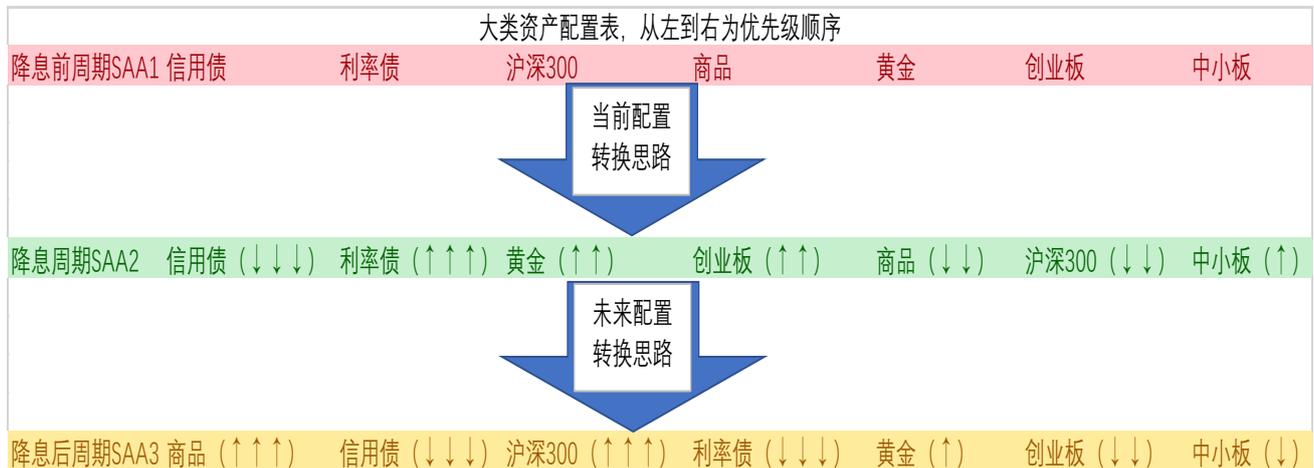


数据来源：Wind，山西证券研究所

进一步细分，我们选出综合配置的标的：沪深 300 指数、中小板指数、中证公司债指数、中证国债指数和南华商品指数。这分别代表了大小市值的股票和不同类型的债券。之后将三个周期的时间序列拼接起来，综合计算这几类标的在降息的周期中的表现，给出 5 个指数的配置比例：（假设无风险利率为 0.0265）

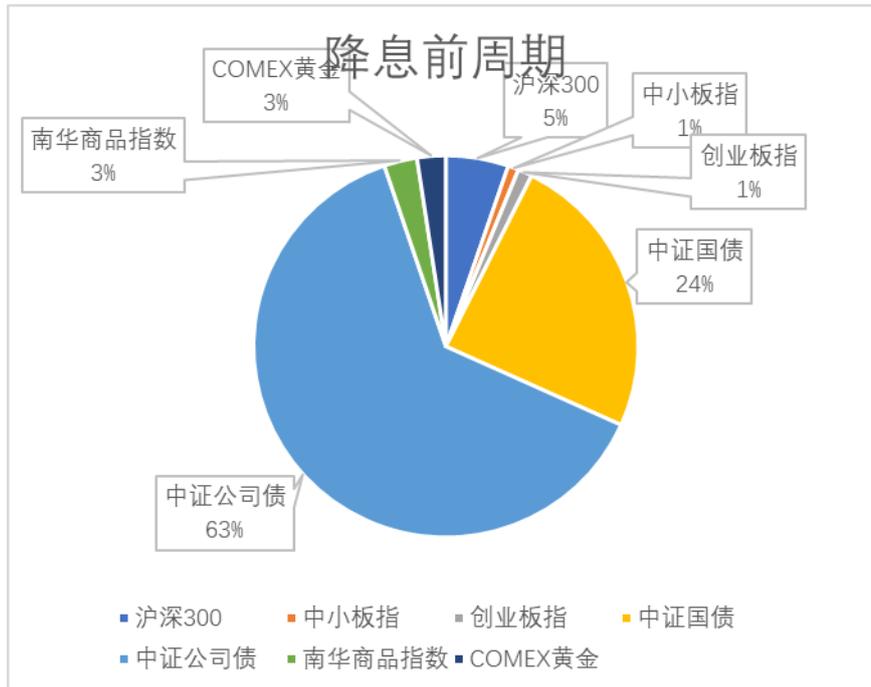
表 5：按收益率的变化大小对申万 28 行业指数排序

	沪深 300	中小板指	创业板指	中证国债	中证公司债	南华商品指数	COMEX 黄金
降息前	5.26%	0.90%	1.21%	24.38%	63.06%	2.78%	2.41%
降息中	1.74%	1.48%	4.32%	38.90%	45.53%	2.80%	5.22%
降息后	14.65%	1.02%	2.32%	8.73%	26.38%	39.83%	7.07%



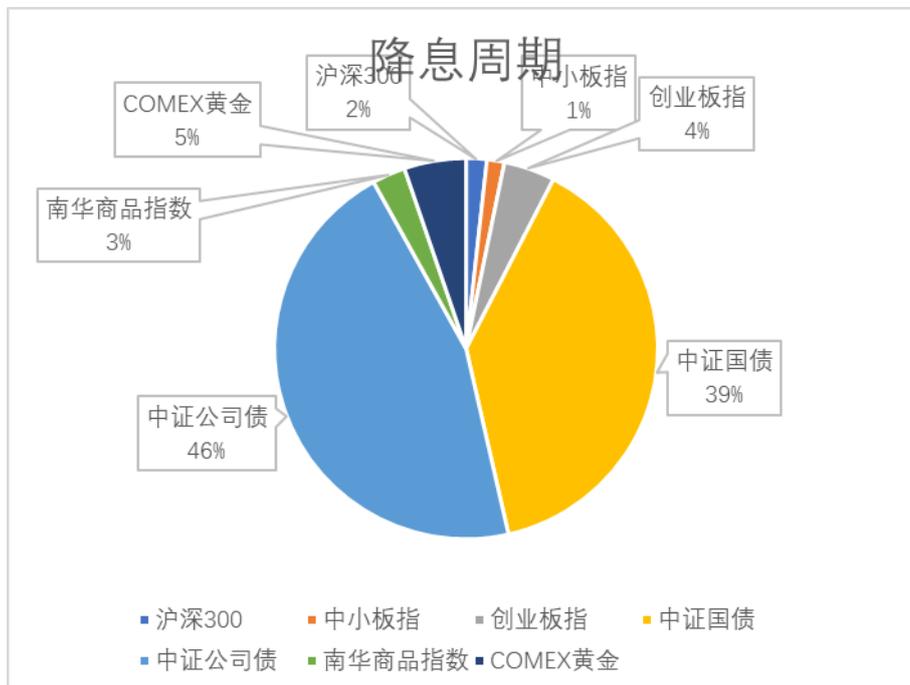
数据来源：Wind，山西证券研究所

图 27：降息前周期下配置权重



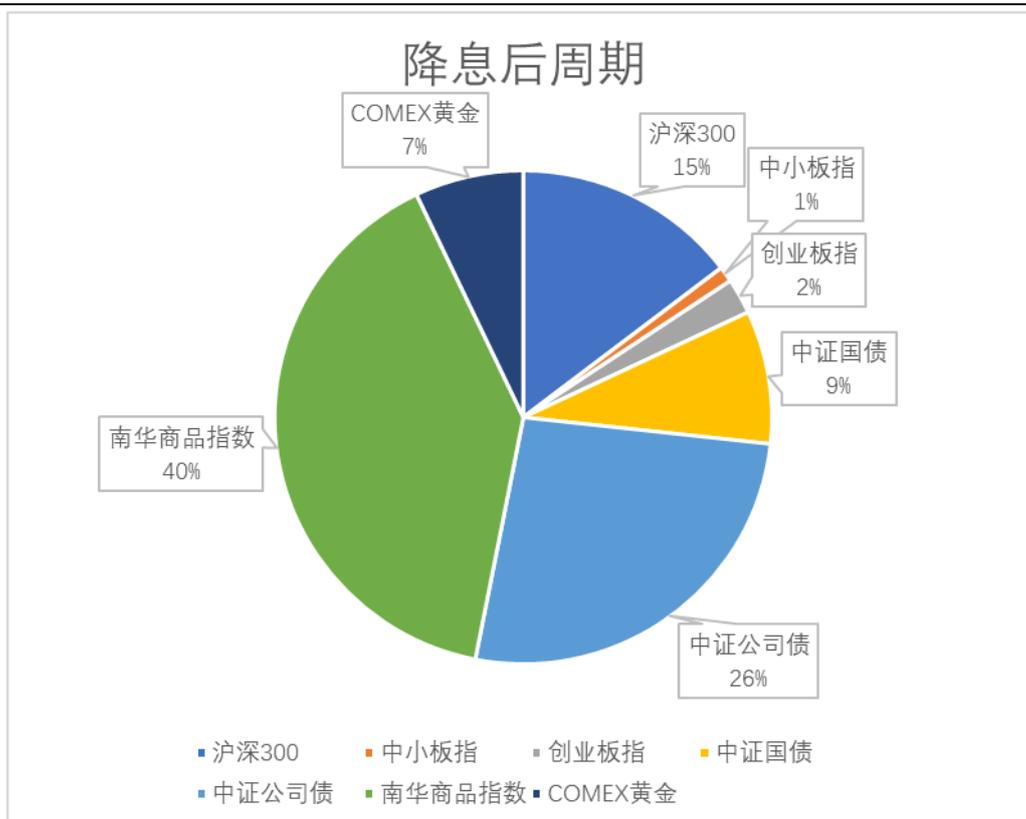
数据来源：Wind，山西证券研究所

图 28：降息周期下配置权重



数据来源：Wind，山西证券研究所

图 29：降息后周期下配置权重



数据来源：Wind，山西证券研究所

六、风险提示

1. 我国通胀超预期上涨，抑制货币政策。
2. 德银事件发酵导致全球金融系统信任危机与流动性衰竭风险。
3. 资产间相关性关系大幅改变，历史数据预测能力大幅减弱。
4. 全球经济超预期转暖。

分析师承诺：

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，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映本人的研究观点。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接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“本公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。入市有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。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。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。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。

山西证券研究所：

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
邮编：030002
电话：0351-8686981
<http://www.i618.com.cn>

北京

北京市西城区平安里西大街 28 号中海
国际中心七层
邮编：100032
电话：010-83496336

