

美债期限利差倒挂加剧市场波动

——广发港股行业周度观点（8月18日）

报告摘要:

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。

本周公布的7月工业增加值、社零消费、固定资产投资等数据不及预期，显示国内经济仍面临较大下行压力。国内7月新增社融数据同样不及预期，且新增社融中地方政府专项债占比较高，存量增速方面，7月末社融存量增速10.7%，较前值下滑。

海外方面，全球经济数据疲弱，德国二季度GDP负增长，叠加中美贸易环境不确定性仍然较高、美国7月CPI超预期等因素影响，10年期与2年期美债收益率自2007年以来首次出现倒挂，市场担忧经济出现衰退，波动性大幅上升。但与此同时，美国消费数据仍具备韧性，美国7月零售销售环比增长0.7%，高于前值与市场预期。

投资策略上，尽管外围波动不减，但香港本地事件暂缓，或阶段性提振市场情绪；估值方面，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；流动性方面，短期“美强欧弱”让美元下行的空间有限，但长期来看，流动性宽松依然值得期待。此外，9月中美贸易的变化仍需密切关注。

配置上，在贸易环境不确定性的情形下，关注“确定性”主线，短期配置保险、医药、中资公用事业板块与中报超预期个股；而随着市场不断下探，逢低关注低估值的高贝塔板块（地产、汽车、博彩等）。

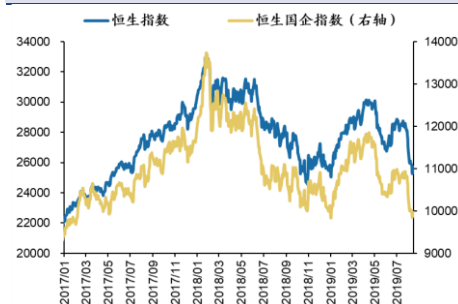
● 关注个股

结合广发海外行业各研究团队的观点，建议关注：澳博控股（00880 HK）、银河娱乐（00027 HK）、中粮肉食（01610 HK）、碧桂园服务（06098 HK）、吉利汽车（00175 HK）、中升控股（00881 HK）、中集安瑞科（03899 HK）、三一国际（00631 HK）、瑞声科技（02018 HK）、腾讯控股（00700 HK）、金山软件（03888 HK）、网龙（00777 HK）、微盟集团（02013 HK）、新天绿色能源（00956 HK）、天伦燃气（01600 HK）。

● 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；中美贸易形势进一步恶化风险。

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

分析师:

廖凌



SAC 执证号: S0260516080002

SFC CE No. BNH159



021-60750654



liaoling@gf.com.cn

分析师:

欧亚菲



SAC 执证号: S0260511020002

SFC CE No. BFN410



020-66335066



oyf@gf.com.cn

分析师:

韩玲



SAC 执证号: S0260511030002

SFC CE No. ARI073



021-60750603



hanling@gf.com.cn

分析师:

胡翔宇



SAC 执证号: S0260517080001

SFC CE No. BNG229



010-59136632



huxiangyu@gf.com.cn

分析师:

邓崇静



SAC 执证号: S0260518020005

SFC CE No. BEY953



020-66335145



dengchongjing@gf.com.cn

相关研究:

人民币“破7”，港股避险情绪增加——广发港股行业周度观点（8月11日） 2019-08-11

宏观：本周三个因素共同触发了海外市场的类避险状态：

因素一：8月11日阿根廷反对党领袖费尔南德斯在初选中意外领先现任总统马克里，表明马克里连任概率降低。现任总统初选失利令市场担忧阿根廷公共债务违约风险加剧，8月12日阿根廷股市、汇率均出现重挫，也令脆弱的全球市场出现了避险情绪。

因素二：本周公布的7月中国金融及经济数据均低于预期。7月新增社融1.01万亿，同比少增2154亿元。7月工业增加值当月同比仅4.8%，为3月以来新低；7月社会消费品零售总额同比增速降至7.6%，也差强人意；7月调查失业率录得5.3%，较前值回升0.2个百分点。往后看，尽管中国大概率出台逆周期调节政策，但政策出台到经济企稳尚需时日，因此中国三季度经济下行压力较大。

因素三：德国二季度经济增长转负，引发衰退担忧。二季度德国实际GDP同比增速为0%，环比增速为-0.1%。2018年三季度以来，德国经济增速出现大幅下滑。我们认为这与中国经济增速放缓和英国脱欧的不确定性有关。目前中国经济尚未企稳，英国“硬脱欧”风险加剧，德国乃至欧元区年内经济衰退概率正在上升。

往后看，10月底英国“硬脱欧”的概率上升，12月美国或将落地对华3000亿美元商品加征10%关税措施。年内而言，不确定性或将令全球资本市场继续处于“类避险”状态，预计美债收益率仍有下行空间，美联储也将进一步降息以扭转美债收益率曲线倒挂的局面。在此背景下，黄金等安全资产或亦有上行空间。

风险提示：中国经济超预期；中美贸易关系超预期；英国“脱欧”事件超预期；美联储货币政策超预期。

策略：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。

本周公布的7月工业增加值、社零消费、固定资产投资等数据不及预期，显示国内经济仍面临较大下行压力。国内7月新增社融数据同样不及预期，且新增社融中地方政府专项债占比较高，存量增速方面，7月末社融存量增速10.7%，较前值下滑。

海外方面，全球经济数据疲弱，德国二季度GDP负增长，叠加中美贸易环境不确定性仍然较高、美国7月CPI超预期等因素影响，10年期与2年期美债收益率自2007年以来首次出现倒挂，市场担忧经济出现衰退，波动性大幅上升。但与此同时，美国消费数据仍具备韧性，美国7月零售销售环比增长0.7%，高于前值与市场预期。

投资策略上，尽管外围波动不减，但香港本地事件暂缓，或阶段性提振市场情绪；估值方面，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；流动性方面，短期“美强欧弱”让美元下行的空间有限，但长期来看，流动性宽松依然值得期待。此外，9月中美贸易的变化仍需密切关注。

配置上，在贸易环境不确定性的情形下，关注“确定性”主线，短期配置保险、医药、中资公用事业板块与中报超预期个股；而随着市场不断下探，逢低关注低估值的高贝塔板块（地产、汽车、博彩等）。

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；中美贸易形势进一步恶化风险

博彩、住宿及休闲业：据DICJ在8月1日披露，19年7月澳门博彩毛收入（GGR）为244.5亿澳门币，同比下滑3.5%，低于市场预期。我们认为7月份GGR低于预期可能有两方面的原因。第一，在7月份香港的骚乱事件可能导致部分内地游客推迟了港澳出游的计划，对澳门的博彩业造成负面影响。第二，在7月8日新华社旗下的经济参考报批评太阳城，引起了内地媒体对于太阳城的关注度提升。贵宾客户更为关注隐私安全，因此可能有部分贵宾客户选择在短期内避免前往澳门。

风险提示：1.澳门入境签证政策收紧的风险；2.外汇管制继续收紧的风险；3.周边其他地区赌场竞争。

食品饮料：中粮肉食（01610.HK）：据“搜猪网”统计，8月15日全国瘦肉型生猪出栏均价20.97元/公斤。全国猪价仍然维持上涨趋势，由于南方生猪短缺，我们预期期南北猪价价差维持。中粮肉食将在下周发布中期业绩。

风险提示：猪瘟疫情存在不确定性；饲料成本大幅上涨；食品安全问题；合作养殖规模不及预期。

物业管理：碧桂园服务（06098.HK）：物业行业基本面仍然向好，短期业绩受到宏观及地产销售政策影响较小。碧桂园服务已经发布2019H1业绩预报，预期归属股东净利润同比增长超过50%。公司即将于本周发布业绩。

风险提示：碧桂园销售不及预期；火灾事故

整车企业：根据乘联会数据，8月的第1周乘用车日均批发销量为2.69万辆，同比增速下降32%，第4周日均零售销量2.72万辆，同比增速下降31%。行业整体增速自7月以来受到淡季因素影响较大，随着国六车型的逐步爬坡，车企的去库存压力将陆续减缓，行业有望见反弹趋势。中期来看，龙头自主品牌在行业下行期内不断抢夺市占率。

我们推荐不断打造细分市场精品车型的港股自主品牌龙头吉利汽车（00175HK）。2019年7月公司销量为91,375辆，同比减少24%；1-7月累计销量为743,055辆，同比下降16%。7月3日，吉利博越PRO正式首发，其成为首款搭载全新吉客智能生态系统GKUI19版本的车型。7月7日，吉利旗下曹操出行发布品质顺风车业务，GKUI智能生态系统未来将与曹操出行打造智能网联时代的出行方式。下半年随着新车型销量爬坡成熟，预计将有助于公司在下半年销量回稳，提升其盈利率度。

风险提示：乘用车需求不及预期，中美贸易格局变化。

汽车经销商：2019年7月汽车经销商库存预警指数为62.2%，环比上升11.8个百分点，同比上升8.3个百分点，库存预警指数位于警戒线之上。终端市场表现继续分化，消费分级下的升级趋势仍存。预计终端供需格局将受到中美贸易战局势的不确定性影响，行业性回暖或需等待至 3Q19 终端供需格局调整完成以后。

豪车经销商的盈利韧性较强，关注中升控股（00881HK）。公司2019年上半年收入为574.12亿元，同比增长16.4%，毛利为51.98亿元，同比增长9.2%，净利润为20.82

亿元, 同比增加13.3%; 2019年上半年公司的新车销量为21.38万辆, 同比增长17.3%。奔驰品牌方面, 7月18日, 奔驰发布了新款AMG GLC43/GLC 43 Coupe两款车型的官图。7月31日, 奔驰EQV纯电车MPV已经亮相, 据悉该车的量产版车型将会在9月份的法兰克福车展正式亮相。全新GLC SUV车型将于8月24日上市; 全新一代GLA将于9月正式亮相。雷克萨斯品牌方面, 8月8日, 雷克萨斯公布了全新RX车型的上市, 其官方指导价从39.90万元起。7月31日, 雷克萨斯发布LS燃料电池车型的路试照片, 该车型有可能在2020年底发布。预计奔驰及雷克萨斯新一轮的车型强周期将对公司新车销售毛利率进一步修复。

风险提示: 渠道库存高企导致经销商经营遇压力, 销量持续低迷导致价格战进一步升级。

机械: 根据工程机械协会的数据显示, 2019年7月挖掘机销量12346台, 同比增长11.0%。其中国内销量10190台, 同比增长9.14; 出口2156台, 同比增长20.72%。19年1-7月挖机累计销量14.96万台, 同比增长14.0%。挖机销量需求超市场预期, 表明当前市场需求仍然是比较有韧性的。当前需求比较稳定, 销量进入低增速区间, 剔除一季度季节性调整因素, 挖掘机在低速增长区间已经维持了7个月, 更新需求继续发挥作用, 使得保有量低速膨胀, 为挖机低增速增长提供了良好的供需条件。

三一重工等工程机械上市公司陆续发布业绩预告, 中报业绩均实现高增长, 行业需求景气, 龙头市占率提升、产品盈利能力改善, 海外份额突破, 是业绩超预期的主要原因。建议重点关注工程机械领域的龙头企业, 2019年重点关注非挖掘机产品业绩弹性较大的品种。

在2018年, 受宏观降杠杆和中美贸易争端的影响, 多数机械产品需求出现了前高后低的需求走势。在2019年上半年, 呈现进一步分化和回落的压力, 企业将接受风险考验, 更加依赖于内生性的、创新性的发展模式。

风险提示: 宏观需求波动带来需求波动; 房地产投资和基建投资增速下滑; 毛利率受行业景气和原材料成本等影响波动较大; 贸易争端演化具有不确定性。

电子: 本周主要的香港科技股呈现区间走势, 系因部份财报优于预期, 但大盘走势受中美关系影响呈现震荡。美国商务部对华为发出的90天的临时许可证将于8/19届满, 我们认为华为若能持续取得安卓的授权将激励华为2019年的出货量再进一步上修, 若不能取得授权, 全年的出货预估将于当前的2.3亿部止步, 后续关注华为于国内的份额提升, 及鸿蒙OS的市场接受程度。此外整体智能机的出货量下修已经稳定, 近期看好iPhone新机拉货动能。

风险提示: 宏观经济超预期下滑、零组件缺货。

互联网: 腾讯、阿里本周发布财报, 腾讯整体收入增速有所下降, 业绩仍然稳健增长, 阿里收入和业绩均稳健增长, 在宏观经济波动的背景下, 2家巨头通过核心业务发力+控费实现业绩稳健增长。我们在19年年度策略报告中提出“增长转换”的观点, 行业增长点从消费互联网转向产业互联网, 产业互联网是未来20年的增长引擎, 目前还处在初期阶段, 还处于构建生态的过程中。我们以小程序作为一个跟踪

指标，从小程序的数量、头部小程序类型两个角度衡量小程序的发展情况，前者仍在快速增长，后者日益丰富化，表明小程序的使用场景和使用深度不断增强。

巨头格局看似稳定，实则暗潮涌动，中期格局可能仍有变化。腾讯小程序继续广泛连接各场景，与微盟、有赞等SaaS服务商合作，构建商业交易闭环。阿里发力电商直播、短视频、品牌动态，意在拓展用户更多时间。字节跳动全球MAU达15亿，抖音日活超3.2亿，不断丰富短视频场景，如拓展LBS服务。

投资建议：选赛道，挑公司。1.短期巨头仍有高壁垒，安全边界高。2.巨头发力产业互联网，SaaS公司助力企业数字化、信息化，成长空间大。3.大视频受益于5G，仍有很大机会，短视频场景丰富化，电商直播快速成长，视频社交、VR/AR具有潜在机遇。

风险提示：政策不确定性；游戏、影视、视频/直播平台监管加强；用户和使用时长增长放缓，竞争加剧，行业和公司需新增长点的突破；贸易战升级风险。

公用事业及新能源：风电：可再生能源发电强制配额出台有利于风电发电量提升；天然气：天然气消费量旺盛，接驳费政策会保持相对稳定，毛差企稳；环保：看好危废处理板块

风险提示：电力供需形势恶化；电价下调风险；煤价上涨风险；来水不及预期；装机投产不及预期；利率上行风险。

风险提示

美元、美债收益率大幅上行；

国内信用政策持续收紧；

盈利不达预期

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最佳台湾硬体分析师，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。
- 刘峻：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 26号广发证券大厦35 楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区世纪 大道8号国金中心一 期16楼	香港中环干诺道中 111号永安中心14楼 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。