

策略周报

成长的泡沫行情与周期的价值回归

分母端因素走弱引发市场调整，进入 7 月盈利因子将重新主导市场行情。

- **风险偏好走弱引发市场调整。**本周后半周，市场出现较大幅度调整，究其原因主要为：1）一是在于随着跨季因素及七一行情告一段落，市场对于政策预期降低，前期抬升的风险偏好也出现了回调趋势。2）其次，5 月国内经济复苏斜率也出现了放缓的迹象，地产周期走弱，工业生产与消费复苏的停滞引发市场对于下半年国内经济下行担忧。3）市场走弱的同时，也伴随着北上资金的大幅流出，本周北上资金合计净流出 158 亿元，拜登基建计划推进及联储紧缩预期的发酵加速了短期内美元指数的走强，也一定程度加剧了北上资金流出的趋势。
- **分母端流动性及风险偏好因素成为成长风格泡沫化的重要推手。**5 月以来联储不断拖延缩减 QE 时点的表态使得前期市场对于流动性的担忧有所缓和，美元指数大幅走弱带动北上资金加速进场，A 股估值得到有效提振；进入 6 月，市场在央行相对宽松的流动性环境和七一行情的政策预期下，风险偏好大幅提升。在这样的市场环境下，成长风格表现亮眼，这其中电新、汽车、电子、医药行业业绩高增的行业龙头正面拉动效应显著。相比之下，虽然同样具有高增长属性的传统周期行业表现相对占优，但低估值属性的价值风格依旧呈现劣势。这背后，一方面是行业高景气带来的业绩增速持续超预期，另一方面，并未如预期中紧缩的内部流动性环境也成为这一市场风格的有力助推。市场对于下半年经济复苏持续性的悲观预期及流动性环境的阶段性超预期宽松共同造就了 5 月以来的这一轮行情。
- **往后看，市场会回归盈利主线。**首先，进入 7 月市场再次进入中报配置窗口期，业绩高增及超预期的个股仍将成为市场资金配置的主要方向。其次，国内经济复苏的韧性将会强于市场预期。另外，随着流动性环境从阶段性宽松向常态化回归，前期市场的流动性溢价或逐步回归，流动性溢价推升的部分缺乏业绩支撑的个股面临调整压力。我们看到经历了 3 月以来的抱团股瓦解行情后，市场定价因子逐步从前期的盈利稳定性向盈利高增长及确定性倾斜，而基于年内宏观基本面的分析和预判，盈利因子仍将成为下一阶段行情的核心定价因素。
- **周期行情方兴未艾。**基于以上分析，盈利因子将成为三季度市场行情的核心定价因素，同属于盈利高增长传统周期与新兴成长均有表现的机会，而当前估值水平相对占优的传统周期板块价值回归胜率和赔率更高。最后，从周期定位的角度来看，下半年国内经济仍处于盈利上行主导下的扩张后期阶段，结合历史经验这一阶段为周期板块相对收益最为占优的阶段，而成长股的行情经过 2-3 年的演绎，估值有泡沫化的倾向，结合对下半年全球经济共振复苏的判断，我们认为现在是配置周期股行情的好时间。
- **风险提示：逆周期政策不及预期，疫情发展超预期恶化**

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

宏观及策略: 策略研究

证券分析师：王君
(8610)66229061
jun.wang@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号：S1300519060003

联系人：郭晓希
(8610)66229019
xiaoxi.guo@bocichina.com
一般证券业务证书编号：S1300119040001

目录

观点回顾.....4

成长的泡沫行情与周期的价值回归.....5

风险提示.....7

图表目录

图表 1. 6 月下旬市场风险偏好出现阶段性抬升 5
图表 2. 下旬以来北上资金连续净流出 5
图表 3. 5 月市场风格表现.....6
图表 4. 6 月市场风格表现.....6
图表 5. 扩张后期周期板块绝对及相对收益均有不错表现 6

观点回顾

——20201129《循环牛 大周期》：商品资本双循环，A 股有望迎来循环牛，拥抱大周期行情。全球共生模式重启，中国双循环迎接虚拟经济繁荣。周期盈利驱动和海外资本流入有望带领 A 股进入技术性牛市。

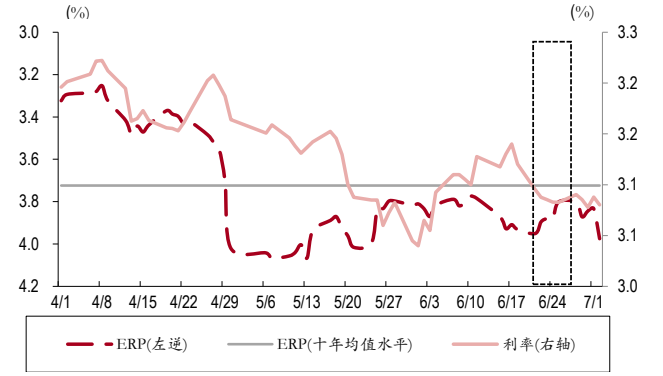
——20201206《拥抱周期》：回应市场对大周期行情的五点分歧。相比于 2016-2017 年全球补库带动的短周期上行，这次复苏伴有更强的全球总需求扩张和中周期房地产上行的推动，持续性更强，中国作为全球产业链中的一环必然享有全球复苏的红利。

——20210521《重估大周期》：全球大循环背景下，全球经济复苏与再通胀将是 2021 下半年宏观与市场交易的主旋律，周期股有望迎来估值扩张机会。在全球大循环背景下，中国出口、制造业韧性十足。2021 下半年全球有望延续共振复苏态势。本轮周期，除了总需求扩张外，全球碳中和供给限制以及周期龙头重视股东回报，分红和回购明显增加为商品上涨的持续性和幅度提供重要助力，周期股估值扩张也因此打开。

成长的泡沫行情与周期的价值回归

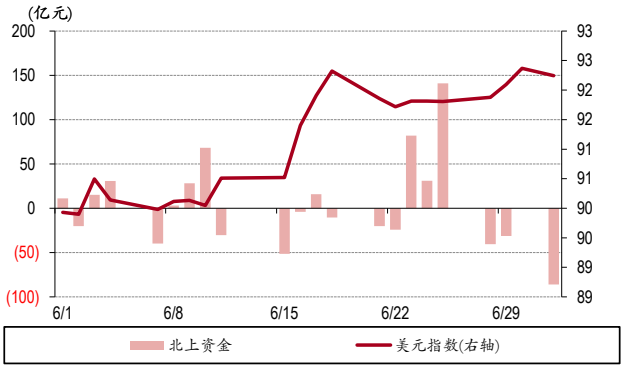
风险偏好走弱引发市场调整。本周后半周，市场出现较大幅度调整，究其原因主要为：1）一是在于随着跨季因素及七一行情告一段落，监管层面维持宽松的必要性降低。这一担忧从央行近期公开市场操作中可见端倪，6 月中下旬以来，虽然美联储紧缩预期有所升温，但央行却通过公开市场操作呵护跨季流动性环境，24-28 日连续 3 个交易日开展 300 亿元逆回购操作，累计实现净投放 600 亿元；而进入 7 月，逆回购规模降至 100 亿元，进一步印证了前期大额的流动性投放为应对跨季的临时之举。与此同时，进入 7 月市场对于政策预期降低，前期抬升的风险偏好也出现了回调趋势。2）其次，5 月国内经济复苏斜率也出现了放缓的迹象，地产周期走弱，工业生产与消费复苏的停滞引发市场对于下半年国内经济下行担忧。3）市场走弱的同时，也伴随着北上资金的大幅流出，本周北上资金合计净流出 158 亿元，拜登基建计划推进及联储紧缩预期的发酵加速了短期内美元指数的走强，也一定程度加剧了北上资金流出的趋势。

图表 1. 6 月下旬市场风险偏好出现阶段性抬升



资料来源：万得，中银证券

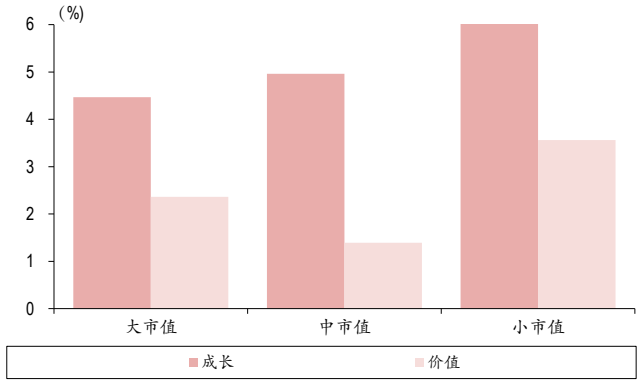
图表 2. 下旬以来北上资金连续净流出



资料来源：万得，中银证券

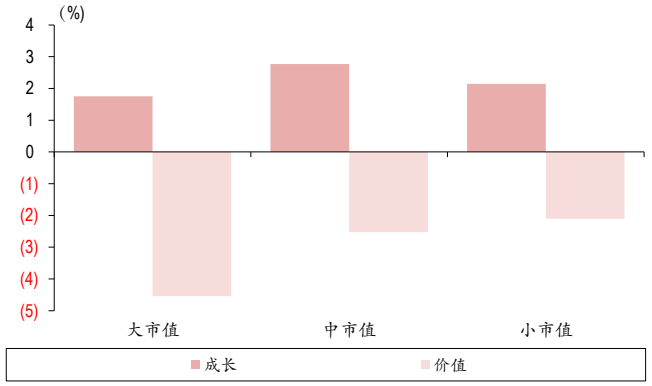
分母端流动性及风险偏好因素成为成长风格泡沫化的重要推手。5 月以来联储不断拖延缩减 QE 时点的表态使得前期市场对于流动性的担忧有所缓和，美元指数大幅走弱带动北上资金加速进场，A 股估值得到有效提振；进入 6 月，市场在央行相对宽松的流动性环境和七一行情的政策预期下，风险偏好大幅提升。在这样的市场环境下，成长风格表现亮眼，这其中电新、汽车、电子、医药行业业绩高增的行业龙头正面拉动效应显著。相比之下，虽然同样具有高增长属性的传统周期行业表现相对占优，但低估值属性的价值风格依旧呈现劣势。这背后，一方面是行业高景气带来的业绩增速持续超预期，另一方面，并未如预期中紧缩的内部流动性环境也成为这一市场风格的有力助推。市场对于下半年经济复苏持续性的悲观预期及流动性环境的阶段性超预期宽松共同造就了 5 月以来的这一轮行情。

图表 3. 5 月市场风格表现



资料来源：万得，中银证券

图表 4. 6 月市场风格表现

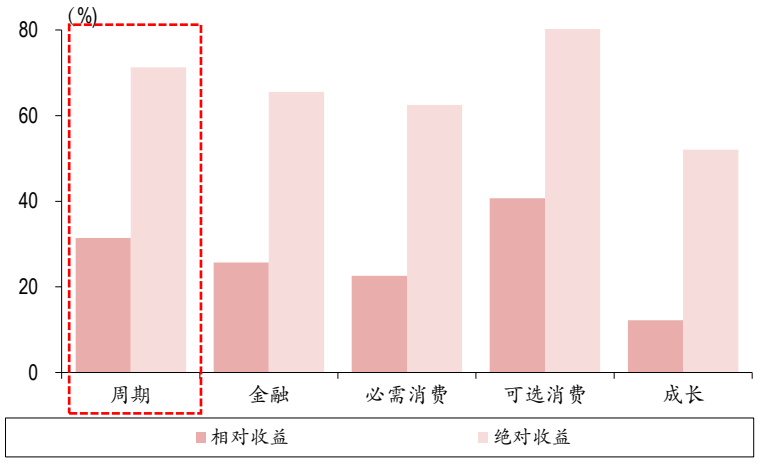


资料来源：万得，中银证券

往后看，市场会回归盈利主线。首先，进入 7 月市场再次进入中报配置窗口期，业绩高增及超预期的个股仍将成为市场资金配置的主要方向。其次，国内经济复苏的韧性将会强于市场预期。正如我们在中期策略及月度观点中所述，下半年国内经济将会延续高位波动：一是由于海外复苏的不断深化对于出口与制造业投资的支撑作用；二是年内财政支出节奏的滞后性，下半年基建投资将成为内需重要支撑。因此随着前期制约因素的逐步得到缓解，三季度国内经济仍将维持高位震荡的态势，基本面趋势不会出现下行风险。另外，随着流动性环境从阶段性宽松向常态化回归，前期市场的流动性溢价或逐步回归，流动性溢价推升的部分缺乏业绩支撑的个股面临调整压力。我们看到经历了 3 月以来的抱团股瓦解行情后，市场定价因子逐步从前期的盈利稳定性向盈利高增长及确定性倾斜，而基于年内宏观基本面的分析和预判，盈利因子仍将成为下一阶段行情的核心定价因素。

周期行情方兴未艾。基于以上分析，盈利因子将成为三季度市场行情的核心定价因素，同属于盈利高增长传统周期与新兴成长均有表现的机会，而当前估值水平相对占优的传统周期板块价值回归胜率和赔率更高。最后，从周期定位的角度来看，下半年国内经济仍处于盈利上行主导下的扩张后期阶段，结合历史经验这一阶段为周期板块相对收益最为占优的阶段，而成长股的行情经过 2-3 年的演绎，估值有泡沫化的倾向，结合对下半年全球经济共振复苏的判断，我们认为现在是配置周期股行情的好时间。

图表 5. 扩张后期周期板块绝对及相对收益均有不错表现



资料来源：万得,中银证券

风险提示

逆周期政策不及预期，疫情发展超预期恶化

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

买　　入：预计该公司股价在未来 6 个月内超越基准指数 20%以上；

增　　持：预计该公司股价在未来 6 个月内超越基准指数 10%-20%；

中　　性：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；

减　　持：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10%以上；

未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

强于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现强于基准指数；

中　　性：预计该行业指数在未来 6 个月内表现基本与基准指数持平；

弱于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现弱于基准指数。

未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司
中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构：

中银国际研究有限公司
香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打：10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打：10800 1521065
新加坡客户请拨打：800 852 3392
传真:(852) 2147 9513

中银国际证券有限公司
香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 3988 6333
传真:(852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处
中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编:100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司
2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司
美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司
注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371