东兴证券 DONGXING SECURITIES

大宗涨价与美债飙升的机会和风险

2020 年 2 月 28 日

A 股策略 | 策略周报

分析师	杨若木 电话：010-66554032	邮箱：yangrm@dxzq.net.cn	执业证书编号：S1480510120014
联系人	林莎 电话：010-66554011	邮箱：linsha@dxzq.net.cn	执业证书编号：S1480120070056
研究助理	高天然 电话：010-66554044	邮箱：gaotr@dxzq.net.cn	执业证书编号：S1480120070029

摘要：

前期抱团股跌幅显著，资金延续涌入周期、金融趋势。春节后上证综指和创业板指分别下跌 3.99%、14.64%。房地产、建筑、煤炭、钢铁等周期、金融行业表现强劲，食品饮料、医药、电新等显著回调。此前抱团的股票大幅调整，年后茅指数下跌 15%，远高于 wind 全 A 跌幅 5%，这或是由于大宗商品价格持续上行、通胀加剧导致市场对流动性收紧的担忧上升，从而使投资者舍弃高估值规避风险。以 ETF 净申购赎回作为样本来看，春节后资金持续从计算机、医药、电子、通信、电新等行业中流出，流向房地产、银行、家电、煤炭等行业。春节之后新发行的 ETF 基金分布在化工、传媒、电新、农林牧渔、有色 5 个行业，份额占比分别为 48.76%、24.38%、11.43%、9.08%、6.34%。整体来看，资金延续向金融、周期转移的趋势。

我们在 2020 年 11 月 5 日发布的报告《顺周期向上游资源扩散—兼论信用事件如何影响股票市场》中提出，随疫苗取得重大新进展，全球经济将迅速复苏，预计上游资源品需求将有所扩张；从当前情况来看，这一逻辑在持续验证。

基于当前宏观经济和流动性环境，“交易通胀”的逻辑下两个趋势延续。趋势一、全球复苏下资源品需求保持旺盛、供给则相对刚性。大宗商品价格自 2020 年 3 月以来持续上行，带动周期行业如有色、石化、煤炭、钢铁等行情。有色金属铜来看，当前美欧工业生产持续回暖、需求旺盛，但铜的供给相对刚性，且国内外库存已均处低位，供不应求支撑价格上行。随春天到来整个北半球逐步进入开工旺季，铜需求热预计将延续，价格上行仍具动力，有望持续拉动有色金属股票表现。我国库存周期来看，消费需求旺盛、下游制造业普遍进入主动补库存阶段，而上游资源品供给相对刚性，利润具备持续增长的动力。**趋势二、短期内全球流动性不会快速收紧，拐点预计在二季度后才会出现。**大宗商品涨价使得美国通胀预期上升，10 年期美债收益率迅速上行，突破 1.5%的“警戒位置”，市场担心全球流动性拐点将近。但当前美国、欧盟等失业率依旧高企，工业生产尚未恢复，2 月 23、24 日，美联储主席鲍威尔分别出席参、众议院两场听证会，表示将维持当前的超低利率和 QE 购债，直到经济复苏有实质性的进一步进展为止。综合来看，全球流动性拐点尚未到来。2 月 27 日，美国众议院投票通过了 1.9 万亿美元新一轮经济救助计划，该计划或将对大宗商品市场形成支撑。

交易通胀，关注盈利扩张与估值洼地的板块。短期内全球流动性不会快速收紧，但二季度之后可能迎来拐点。分母端正面边际贡献减弱的情况下，持续拔估值的可能性在下降，行业配置需要更关注分子端企业盈利的高景气。2020 年 5 月以来 PPI 上行，大宗价格持续上涨，存在一定的“输入性通胀”特征。一方面，受益于大宗商品涨价的部分周期行业可能迎来业绩爆发机会；另一方面，当前通胀预期加剧，市场风险偏好降低，估值较低、业绩具备弹性的行业安全边际更高、潜力更大。行业配置可关注：1）需求旺盛但供给相对刚性的铜以及本轮 PPI 上行、大宗价格上涨区间内毛利率扩张且 2020 年报业绩已超预期的细分领域，包括工程机械、铁矿石、氮肥等；2）前期估值相对比较低且未来业绩有较大弹性的地产、银行和线下消费。

风险提示:宏观经济下行，疫情发展超出预期，市场波动超出预期

目 录

1. 前期抱团股跌幅显著，资金延续涌入周期、金融趋势 3
2. 全球复苏下资源品需求保持旺盛、供给则相对刚性 4
3. 短期内全球流动性不会快速收紧，拐点预计在二季度后才会出现 7
4. 交易通胀，关注盈利扩张与估值洼地的板块 8
5. 风险提示 9

插图目录

图 1：春节后市场全面下跌 3
图 2：顺周期行业表现强劲 3
图 3：近期流动性较为平稳 4
图 4：电新、房地产、银行等行业的 ETF 资金净流入 4
图 5：美国 1 月工业生产指数同比恢复至-1.31% 5
图 6：国内铜库存虽有季节性影响但目前也处于低位 5
图 7：LME 铜、COMEX 铜库存目前处于全球低位 5
图 8：英国、德国、意大利 12 月工业生产持续修复 5
图 9：美 10 年期国债持续上行，突破 1.5%的“警戒位置” 7
图 10：美国、欧盟等失业率依旧高企 7
图 11：2020 年 5 月以来 PPI 持续上行 8

表格目录

表 1 新发 ETF 集中在化工、传媒、电新、有色等行业 4
表 2 下游制造业普遍开始进入主动补库存阶段 6
表 3 工程机械、铁矿石和氮肥在本轮大宗价格上涨区间内毛利率扩张且 2020 年报业绩已超预期 8

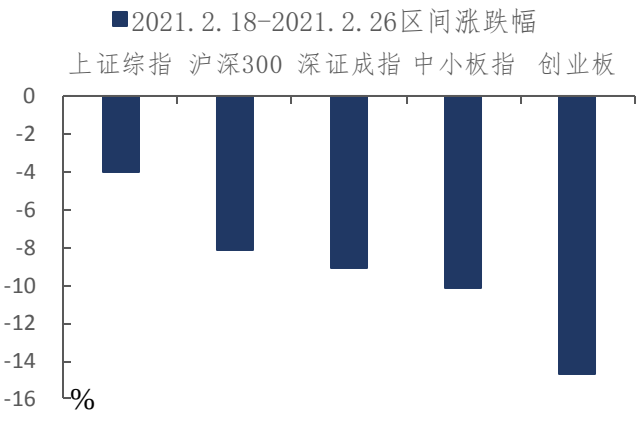
1. 前期抱团股跌幅显著，资金延续涌入周期、金融趋势

春节后市场全面下跌，周期、金融行业强势上涨，抱团股跌幅较大。春节后上证综指、中小板指和创业板指分别下跌 3.99%、10.10%、14.64%。行业来看，房地产、建筑、煤炭、钢铁等周期、金融行业表现强劲。食品饮料、医药、电新等行业则显著回调，分别下跌 17%、10.8%、10.6%。前期抱团股显著调整，年后茅指数下跌 15%，远高于 wind 全 A 跌幅 5%，这或是由于大宗商品持续上行、通胀加剧下市场对流动性收紧的预期增加，从而使投资者舍弃高估值规避风险。

当前流动性无虞，抱团股流出的资金需要寻找新的标的。当前的流动性较为平稳， DR007 围绕逆回购利率稳定波动，四季度货币政策执行报告延续了中央经济工作会议的“不急转弯”，1 月 CPI、PPI 同比分别仅为-0.3%和 0.3%，通胀尚不严重。短期内经济无过热风险，尽管未来货币政策存在收紧迹象但短期内预计不会迅速收紧，从抱团股中撤出的资金需要在市场上寻找新的标的。以 ETF 净申购赎回作为样本进行观测，春节后资金持续从计算机、医药、电子、通信、电新等行业中流出，流向房地产、银行、家电、煤炭等行业。春节之后新发行的 ETF 基金分布在化工、传媒、电新、农林牧渔、有色 5 个行业，份额占比分别为 48.76%、24.38%、11.43%、9.08%、6.34%。整体来看，资金延续向金融、周期转移的趋势。

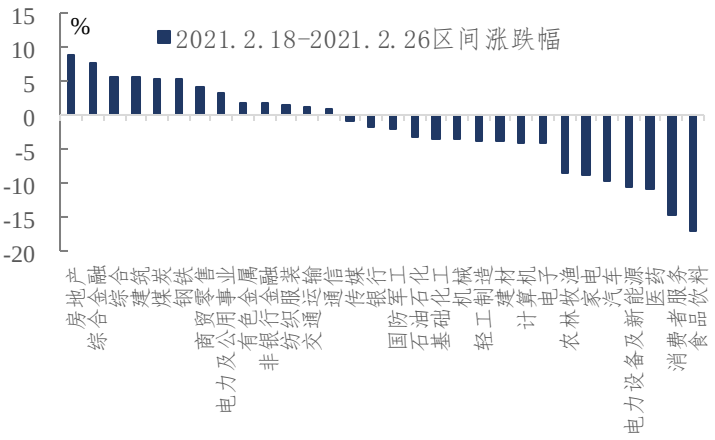
我们在 2020 年 11 月 5 日发布的报告《顺周期向上游资源扩散—兼论信用事件如何影响股票市场》中提出，随疫苗取得重大新进展，全球经济将迅速复苏，预计上游资源品需求将有所扩张；从当前情况来看，这一逻辑在持续验证。

图 1：春节后市场全面下跌



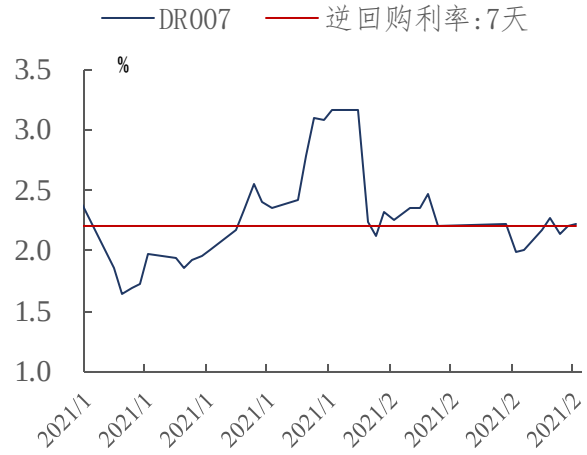
数据来源：wind、东兴证券研究所

图 2：顺周期行业表现强劲



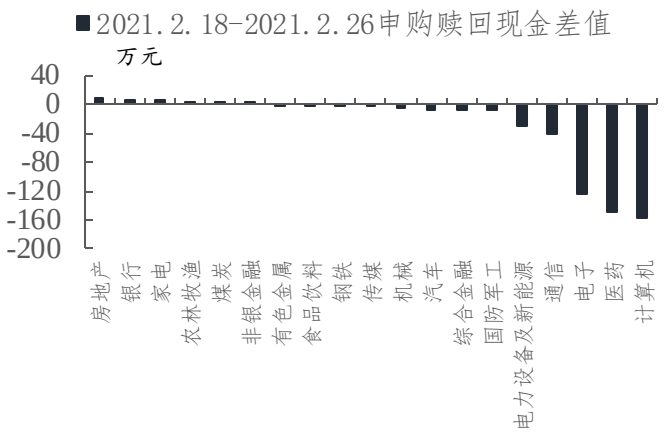
数据来源：wind、东兴证券研究所

图 3：近期流动性较为平稳



数据来源：wind、东兴证券研究所

图 4：电新、房地产、银行等行业的 ETF 资金净流入



数据来源：wind、东兴证券研究所

（注释:该值为同一行业所有 ETF 申购赎回现金差额之和）

表 1：新发 ETF 集中在化工、传媒、电新、有色等行业

基金代码	基金简称	中信一级行业	成立时间	成立日基金份额（万份）
159867.OF	鹏华中证畜牧养殖 ETF	农林牧渔	2021-02-25	37264.36
159869.OF	华夏中证动漫游戏 ETF	传媒	2021-02-25	100008.21
159870.OF	鹏华中证细分化工产业主题 ETF	基础化工	2021-02-23	200010.70
159863.OF	鹏华中证光伏产业 ETF	电力设备及新能源	2021-02-22	46881.97
516680.OF	建信中证细分有色金属产业主题 ETF	有色金属	2021-02-18	26012.41

数据来源：wind、东兴证券研究所

2. 全球复苏下资源品需求保持旺盛、供给则相对刚性

全球复苏下资源品需求保持旺盛、供给则相对刚性。伴随疫苗普及进程全球经济开始进入复苏区间，大宗商品价格自 2020 年 3 月以来持续上行，带动周期行业如有色、石化、煤炭、钢铁等行情。当下，全球复工复产持续推进，美国 1 月工业生产指数同比恢复至-1.31%，环比增 1.78%；英国、德国、意大利 12 月工业生产指数同比分别为-3.29%、-1.8%、-2.0%，环比分别上升 0.6%、1.9%、2.2%。供需来看，有色金属中铜的需求持续上行但供给相对刚性，LME 及 COMEX 铜库存已均处于 2010 年以来的历史低位，国内铜库存虽有季节性影响但目前也处于低位，随春天到来整个北半球逐步进入开工旺季，铜需求热预计将延续，价

格上行仍具动力，有望持续拉动有色金属股票表现。

图 5：美国 1 月工业生产指数同比恢复至-1.31%



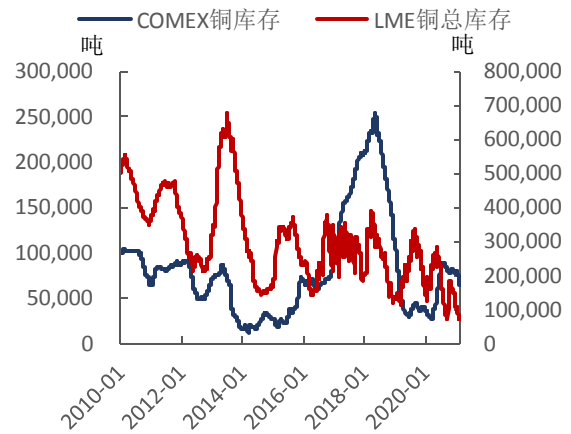
数据来源：Wind、东兴证券研究所

图 6： 国内铜库存虽有季节性影响但目前也处于低位



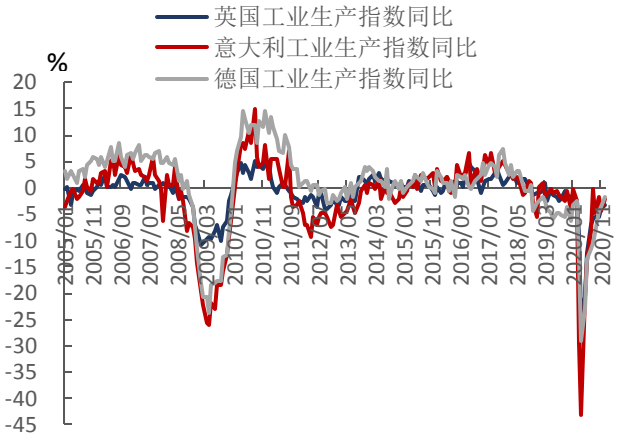
数据来源：Wind、东兴证券研究所

图 7：LME 铜、COMEX 铜库存目前处于全球低位



数据来源：Wind、东兴证券研究所

图 8： 英国、德国、意大利 12 月工业生产持续修复



数据来源：Wind、东兴证券研究所

我国库存周期来看，消费需求旺盛、下游制造业普遍进入主动补库存阶段但上游资源品供给刚性，利润具备持续增长的动力。从 2020 年 6 月开始，在消费需求持续复苏拉动下，我国工业产业链的中下游如通用设备制造业、专用设备制造业、医药制造业、家具制造业等已纷纷进入主动补库周期。另一方面，由于需求旺盛、供给不足，有色金属矿采选业、黑色金属冶炼及压延加工业、有色金属冶炼及压延加工业等上游资源品及中游资源品加工业则在利润持续上行的情况下库存不断消耗。

表 2：下游制造业普遍开始进入主动补库存阶段

行业	当前所处周期	前一阶段所处周期	转折时点
煤炭开采和洗选业	主动去库存	被动去库存	2020 年 7 月
化学纤维制造业	主动去库存	主动补库存	2020 年 9 月
有色金属矿采选业	主动去库存	主动补库存	2020 年 11 月
黑色金属冶炼及压延加工业	主动去库存	主动补库存	2020 年 12 月
有色金属冶炼及压延加工业	主动去库存	主动补库存	2020 年 12 月
石油、煤炭及其他燃料加工业	主动去库存	主动补库存	2020 年 9 月
计算机、通信和其他电子设备制造业	主动去库存	主动补库存	2020 年 11 月
汽车制造业	主动去库存	主动补库存	2020 年 11 月
电气机械及器材制造业	主动补库存	主动去库存	2020 年 6 月
黑色金属矿采选业	主动补库存	主动去库存	2020 年 9 月
造纸及纸制品业	主动补库存	主动去库存	2020 年 10 月
橡胶和塑料制品业	主动补库存	主动去库存	2020 年 7 月
通用设备制造业	主动补库存	主动去库存	2020 年 6 月
专用设备制造业	主动补库存	主动去库存	2020 年 9 月
纺织业	主动补库存	主动去库存	2020 年 11 月
医药制造业	主动补库存	主动去库存	2020 年 12 月
家具制造业	主动补库存	主动去库存	2020 年 11 月
化学原料及化学制品制造业	主动补库存	主动去库存	2020 年 11 月

金属制品业	主动补库存	主动去库存	2020 年 11 月

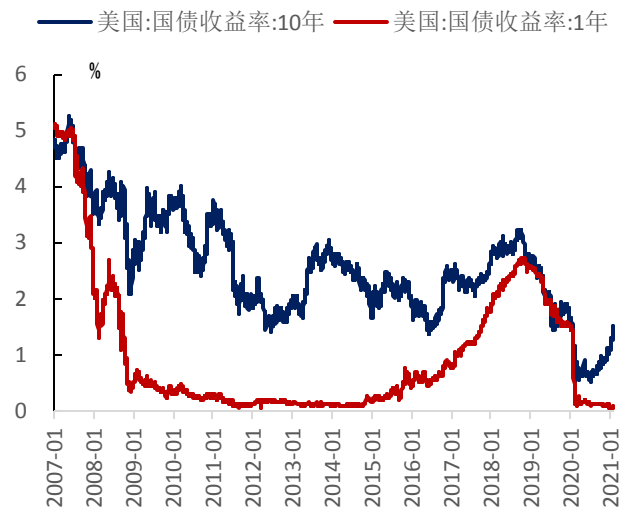
数据来源：Wind、东兴证券研究所

（注释：以利润总额累计同比和产成品存货累计同比来衡量库存周期，若利润总额累计同比上行则为“主动”，反之为“被动”，产成品存货累计同比上行为“补库存”，反之为“去库存”）

3. 短期内全球流动性不会快速收紧，拐点预计在二季度后才会出现

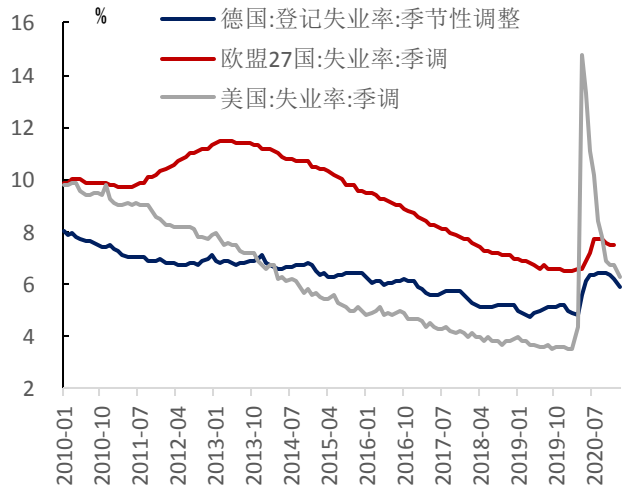
短期内全球流动性不会快速收紧，拐点预计在二季度后才会出现。当前全球流动性尚未收紧，相对充裕的流动性一定程度上推高了大宗商品价格，大宗品涨价使得美国通胀预期上升，10 年期美债收益率迅速上行，从 1 月底的 1.05%迅速蹿升到 2 月 25 日的 1.54%，突破 1.5%的“警戒位置”，市场担心全球流动性拐点将近。但当前美国、欧盟等失业率依旧高企，美国、德国 1 月失业率分别高达 6.3%、5.88%，远高于疫情前水平的约 3.5%和 5%。工业生产尚未恢复，美国 1 月工业生产指数同比为-1.31%，英国、德国、意大利 12 月工业生产指数同比分别为-3.29%、-1.8%、-2.0%，历史平均水平则分别为 0.87%、0.59%、0.44%、1.26%。2 月 23 日和 2 月 24 日，美联储主席鲍威尔分别出席参议院与众议院的两场听证会，表示将维持当前的超低利率和 QE 购债，直到经济复苏有实质性的进一步进展为止。综合来看，全球流动性拐点尚未到来。此外，当地时间 2 月 27 日凌晨，美国众议院投票通过了 1.9 万亿美元新一轮经济救助计划，该计划或将对大宗商品市场形成支撑。

图 9：美 10 年期国债持续上行，突破 1.5%的“警戒位置”



数据来源：Wind、东兴证券研究所

图 10：美国、欧盟等失业率依旧高企



数据来源：Wind、东兴证券研究所

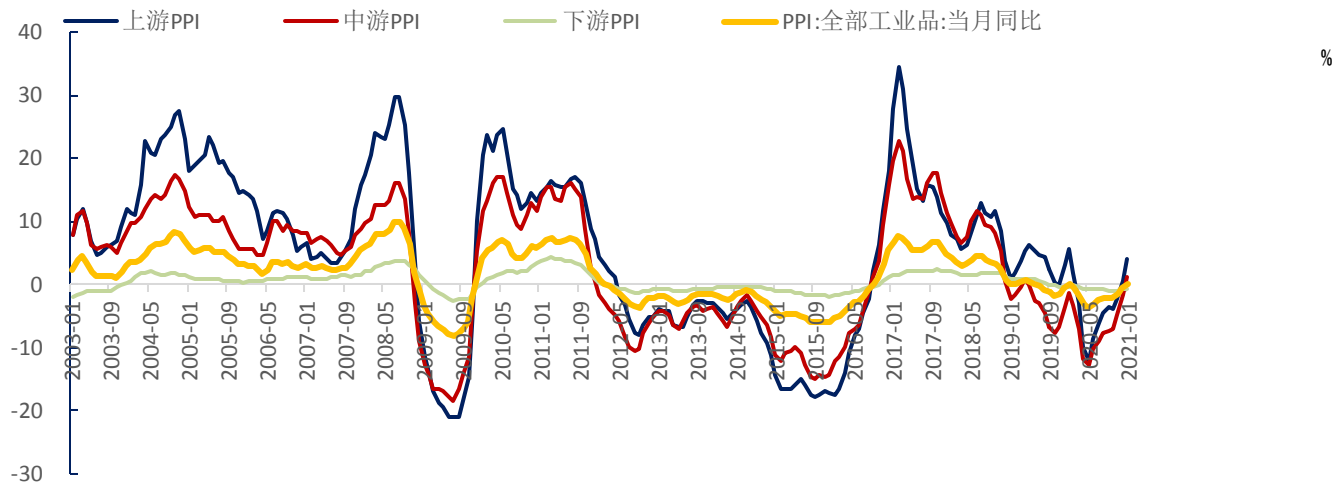
4. 交易通胀，关注盈利扩张与估值洼地的板块

短期内全球流动性不会快速收紧，但二季度之后可能迎来拐点。分母端正面边际贡献减弱的情况下，持续拔估值的可能性在下降，行业配置需要更关注分子端企业盈利的高景气。

交易通胀，关注盈利扩张与估值洼地的板块。2020 年 5 月以来 PPI 上行，上游、中游率先启动，9 月份则传导至下游，大宗商品价格持续上涨，存在一定的“输入性通胀”特征。一方面，在此背景下受益于大宗商品涨价的部分周期行业可能迎来业绩爆发。我们筛选了本次大宗商品涨价中毛利率扩张且 2020 年年报业绩超预期的行业，包括工程机械、铁矿石和氮肥。另一方面，当前通胀预期加剧，市场风险偏好降低，估值较低、业绩具备弹性的行业安全边际更高、潜力更大，如地产、银行和线下消费。

行业配置可关注：1）需求旺盛但供给刚性的铜以及本轮 PPI 上行、大宗价格上涨区间内毛利率扩张且 2020 年报业绩已超预期的细分领域，包括工程机械、铁矿石、氮肥等；2）前期估值相对比较低且未来业绩有较大弹性的地产、银行和线下消费。

图 11：2020 年 5 月以来 PPI 持续上行



数据来源：Wind、东兴证券研究所

（注释：此处上游仅包括煤炭、石油 、有色、化工等资源品，中、下游仅包括资源品中、下游行业）

表 3：工程机械、铁矿石和氮肥在本轮大宗价格上涨区间内毛利率扩张且 2020 年报业绩已超预期

本次上行行业	平均毛利率涨幅	本次上行行业	平均毛利率涨幅

油田服务	17.89	铁矿石	38.12
日用化学品	10.71	民爆用品	25.16
水电	2.37	基础件	21.66
其他专用机械	2.01	锅炉设备	21.11
油品销售及仓储	0.69	火电	16.09
其他石化	33.8	其他化学制品Ⅲ	9.08
燃气	16.84	涂料油墨颜料	4.89
炼油	12.17	黄金	4.81
仪器仪表Ⅲ	11.55	氮肥	2.83
机床设备	4.44	铝	2.44
工程机械Ⅲ	3.44	氯碱	7.8
印染化学品	1.39	纺织服装机械	1.42

数据来源：Wind、东兴证券研究所

（注释：平均毛利率涨幅=（大宗商品上行时期平均毛利率-上行前相等区间平均毛利率）/上行前相等区间平均毛利率*100%，根据报表披露季度数据计算。本次上行区间为 2020 年 5 月至今）

5. 风险提示

行业景气度不达预期，宏观经济超预期波动，疫情发展超预期，政策推进不及预期。

分析师简介

分析师：杨若木

十年证券行业研究经验，曾获得卖方分析师“水晶球奖”第三名，“今日投资”化工行业最佳选股分析师第一名，金融界《慧眼识券商》最受关注化工行业分析师，《证券通》化工行业金牌分析师。

联系人简介

联系人：林莎

中央财经大学金融学硕士，五年策略研究经验，2020 年 7 月加入东兴证券研究所，负责 A 股策略，曾就职于中信证券研究部、兴业研究，长期跟踪 A 股市场，擅长大势研判与行业比较，致力于为不同类型的机构投资者提供服务。

研究助理简介

研究助理：高天然

南开大学金融硕士，2020 年 7 月加入东兴证券研究所，主要负责行业比较，侧重企业盈利分析。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的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者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 15%～15%之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%～+5%之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5%以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%～+5%之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5%以上。

东兴证券研究所

北京
西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层
邮编：100033
电话：010-66554070
传真：010-66554008

上海
虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层
邮编：200082
电话：021-25102800
传真：021-25102881

深圳
福田区益田路 6009 号新世界中心 46F
邮编：518038
电话：0755-83239601
传真：0755-23824526