新时代证券 New Times Securities

复盘 2009-2010 年的周期牛市

——以史为镜：牛市主线启示录

行业深度

- **投资是认知的变现。虽然市场的偏好早已发生转变，政策开始微调，但复苏还未完全定价。如今中国再次站在历史的拐点，在一边海水一边火焰下，正是布局复苏逻辑的最佳时机。目前市场将消费、新能源两大主线的逻辑在短期内演绎到了极致，长达 2-3 年的去杠杆和供给侧改革去伪存真，下一阶段引领市场的主线，会是大家意料之外，情理之中的吗？**
- 从经济周期和世界宏观环境的角度来看，目前市场所处的阶段与 2009-2010 年比较接近：一方面是经过一轮全球性的大危机后，外围市场面对经济下行的压力不得不超发货币，流动性环境达到了前所未有得宽松状态。另一方面是我国经济率先触底回升，进入经济上行周期。面对宏观杠杆率的制约开始出现政策的边际收紧（类似 2009 年四季度）。而在 2009 年-2010 年的牛市中，最让人印象深刻的莫过于“四万亿”加持下的周期牛市行情。所以我们复盘了这轮周期牛市的轮动节奏、宏观和政策变迁、估值和业绩的贡献度等情况，结果发现：

  （1）周期股的大级别行情与经济基本面密切相关，在经济的复苏和过热期，周期股表现都不错。其中在经济的复苏期，由于刺激经济的需求，财政和货币政策通常比较宽松，流动性比较充裕，周期股在这段时期通常表现最强，多数时间都处于领涨地位。

  （2）在政策宽松期，由于政策刺激传导到生产企业，再传导到上游订单并最终形成趋势性的盈利复苏通常有一定的滞后效应，助推周期板块股价上涨的驱动力主要是估值扩张。而在政策紧缩期，由于流动性环境发生逆转，此时周期股上涨的驱动力转变为盈利的回升，估值对于股价上涨反而可能是负贡献。

  （3）在大级别周期行情演绎的过程中，政策收紧、社融降速等利空的边际扰动会导致周期股出现调整，这会加大交易型选手的操作难度，但不会改变上涨的趋势。造成周期牛市终结的根本原因一般是政策紧缩达到了一定程度，量变引起质变导致经济的实质性拐头。
- 从行业比较的角度而言，我们认为周期股在 2021 年成为大级别领涨板块的可能性较大。原因有两点：

  第一，在居民资金加速流入股市的背景下目前食品饮料、新能源、半导体等前期领涨板块的逻辑经过反复的发酵和演绎，估值都得到了巨大的提升。相比而言，处于估值洼地的周期和金融板块可能是下一阶段流动性扩散的方向。我们认为近期南下资金对于港股的追逐就是这一逻辑的演绎。

  第二，随着中国经济的进一步复苏以及世界主要发达国家生产的恢复，对于上游材料的需求将会进一步增加，目前周期板块的涨幅对于经济基本面复苏的定价还未完全体现出来。从目前工业品的涨价幅度来看，我们认为周期板块的 ROE 在 2020 年 3 季度已经出现上行拐点，在接下来的半年内，随着经济复苏的深化和增量资金的扩散，周期板块有可能会面临估值和业绩双升的戴维斯双击行情。
- **风险提示：货币政策进入加息周期，疫情出现二次失控。**

推荐（维持评级）

樊继拓（分析师）
021-68865595
fanjituo@xsdzq.cn
证书编号：S0280518040001

吕卓阳（联系人）
证书编号：S0280120060010

相关报告

《调整已经充分》2021-01-31
《因为这是个牛市！》2021-01-24
《基金持续高仓位，Q4 加仓周期》2021-01-24
《对两个风险的反驳》2021-01-17
《增量资金很难慢下来》2021-01-10

目 录

1、 周期牛市的行情轮动.....3
2、 行情轮动的秘密：从估值扩张到盈利复苏.....11
3、 以史为镜，周期牛市可能在 2021 年重现.....12

图表目录

图 1: 2009-2010 年周期股行情轮动.....4
图 2: 2009 年社融信贷飞速扩张.....5
图 3: 工业增加值 V 型反转.....5
图 4: 投资端基建和房地产投资贡献较大.....5
图 5: 2008 年 11 月初-2009 年 8 月初周期领涨.....6
图 6: 有色涨幅最高.....6
图 7: 7 月信贷和投资急刹车.....7
图 8: 7 月 CPI 和 PPI 跌幅扩大.....7
图 9: 8 月工业增加值加速修复.....7
图 10: 房地产投资和销售继续提速.....7
图 11: 上涨阶段 2.0 发生了风格切换.....8
图 12: 周期股表现依然不错，消费和成长开始领涨.....8
图 13: 汽车和家电受政策利好销量高增.....8
图 14: 2010 年初社融增速急速下降.....9
图 15: 2010 年固定资产投资增速逐级下探.....9
图 16: 通胀预期不断升温.....10
图 17: 工业品价格持续上涨.....10
图 18: 2010 年四季度货币政策紧缩骤然加码.....10
图 19: 三大主线板块涨幅在伯仲之间.....11
图 20: 有色和煤炭领涨.....11
图 21: 周期股 ROE 全年处于下降通道中.....11
图 22: 这一阶段周期股价上涨基本靠估值扩张推动.....11
图 23: 2010 年周期股 ROE 触底回升.....12
图 24: 第二阶段周期股的估值不再扩张.....12

表 1: 四万亿资金测算表.....4

投资是认知的变现。虽然市场的偏好早已发生转变，政策开始微调，但复苏还未完全定价。如今中国再次站在历史的拐点，在一边海水一边火焰下，正是布局复苏逻辑的最佳时机。目前市场将消费、新能源两大主线的逻辑在短期内演绎到了极致，长达 2-3 年的去杠杆和供给侧改革去伪存真，下一阶段引领市场的主线，会是大家意料之外，情理之中的吗？

——前言

从经济周期和世界宏观环境的角度来看，目前市场所处的阶段与 2009-2010 年有诸多相似点：一方面是经过一轮全球性的大危机后，外围市场天量放水；另一方面是我国经济率先触底进入上行周期。面对宏观杠杆率的制约开始出现政策的边际收紧（类似 2009 年四季度）。而在 2009-2010 年的牛市中，最让人印象深刻的莫过于“四万亿”加持下的周期行情。我们对这段行情复盘后发现：

（1）周期股的大级别行情与经济基本面密切相关，在经济的复苏和过热期，周期股表现都不错。其中在经济的复苏期，由于刺激经济的需求，财政和货币政策通常比较宽松，流动性比较充裕，周期股在这段时期通常表现最强，多数时间都处于领涨地位。

（2）在政策宽松期，由于政策刺激传导到生产企业，再传导到上游订单并最终形成趋势性的盈利复苏通常有一定的滞后效应，助推周期板块股价上涨的驱动力主要是估值扩张。而在政策紧缩期，由于流动性环境发生逆转，此时周期股上涨的驱动力转变为盈利的回升，估值对于股价上涨反而可能是负贡献。

（3）在大级别周期行情演绎的过程中，政策收紧、社融降速等利空的边际扰动会导致周期股出现调整，这会加大交易型选手的操作难度，但不会改变上涨的趋势。造成周期牛市终结的根本原因一般是政策紧缩达到了一定程度，量变引起质变导致经济的实质性拐头。

1、 周期牛市的行情轮动

2009-2010 年的周期牛市共经历了五个阶段：

（1）上涨 1.0： 2008 年 11 月初-2009 年 8 月初，受“四万亿”的刺激以及超预期的信贷支持，经济 V 型反转，受益于地产和基建投资高增的周期板块领涨，其他板块跟涨；

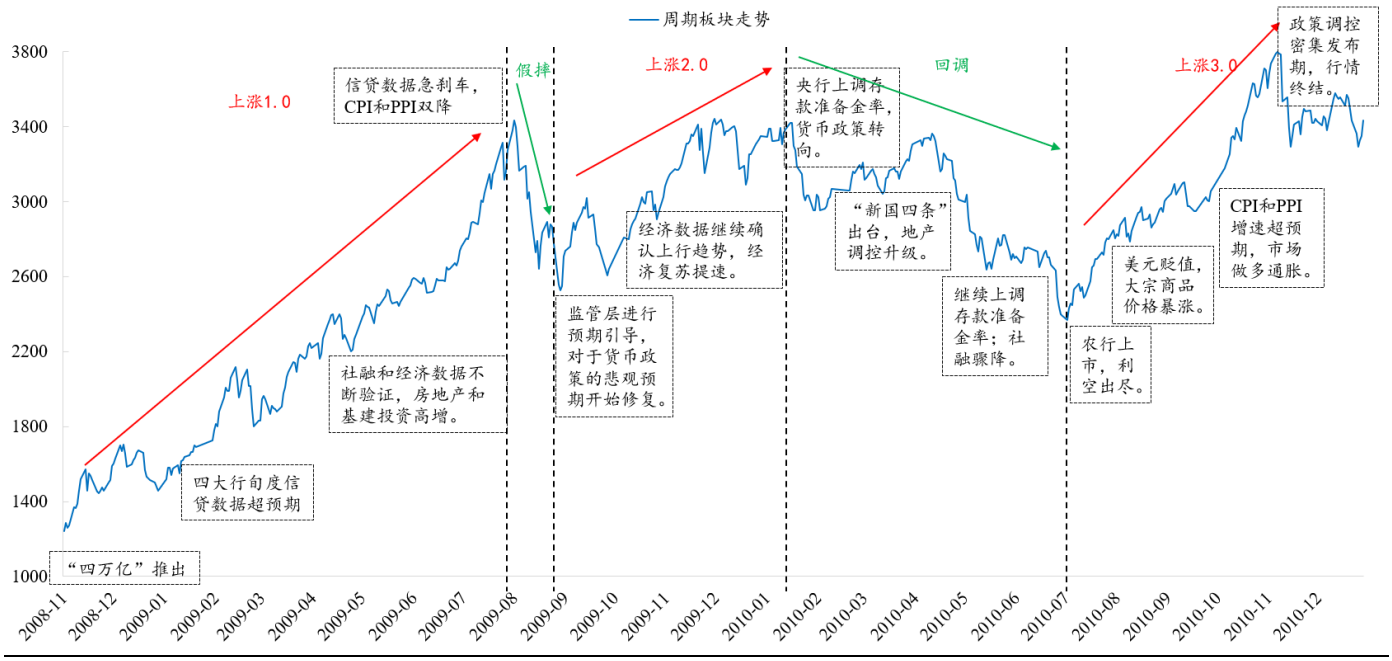
（2）假摔期： 2009 年 8 月初-2009 年 9 月初，信贷数据出现急刹车，市场担忧政策转向紧缩，同时，部分经济数据的月度波动也使得投资者怀疑若政策真的转向是否会导致经济二次探底。前期涨幅较大的周期和金融板块跌幅较多。

（3）上涨 2.0： 2009 年 9 月-2010 年 1 月中旬，监管层开始重视预期引导并呵护市场情绪，在确认经济数据依旧强劲后，周期板块继续上行。

（4）回调期： 2010 年 1 月中旬-2010 年 7 月初，经济层面开始出现过热的迹象，以 1 月中旬央行上调存款准备金率为标志，货币政策正式转向，同时地产调控不断升级，周期股经历了接近半年的调整。

（5）上涨 3.0： 2010 年 7 月-2010 年 11 月中旬，美元贬值，大宗商品价格暴涨；同时通胀预期上行，市场做多以有色为代表的通胀板块。

图1： 2009-2010 年周期股行情轮动



资料来源：Wind，新时代证券研究所

（1）上涨阶段 1.0：2008 年 11 月初-2009 年 8 月初。在“四万亿”刺激下，社融信贷飞速扩张，经济 V 型反转，周期板块带领上证指数一路加速上行。

本轮行情始于 2008 年 11 月初，在此之前，次贷危机的蔓延引发了连锁反应，各国经济共振下滑。使市场转势的关键在于政策端持续的强刺激：首先，央行结束了紧缩政策，货币政策彻底转向。自 2008 年 9 月 16 日起降息，下调一年期人民币贷款基准利率 0.27 个百分点至 7.2%。截止 2008 年底，央行连续降息 5 次，降准 4 次。同时，放松房地产市场的调控：推出支持房地产企业发展的“国 13 条”，并调低居民放贷利率及首付比例，激活居民购房的热情。

最终使市场彻底扭转颓势的导火索是“四万亿”的推出。2008 年 11 月 5 日，国务院总理温家宝主持召开国务院常务会议，研究部署进一步扩大内需、促进经济平稳较快增长的十项措施，即“四万亿计划”。

表1： 四万亿资金测算表

重点投向	资金测算
廉租住房、棚户区改造等保障性住房	约 4000 亿元
农村水电路气房等民生工程和基础设施	约 3700 亿元
铁路、公路、机场、水利等重大基础设施建设和城市电网改造	约 15000 亿元
医疗卫生、教育、文化等社会事业发展	约 1500 亿元
节能减排和生态工程	约 2100 亿元
自主创新和结构调整	约 3700 亿元
灾后恢复重建	约 10000 亿元

资料来源：发改委、新时代证券研究所

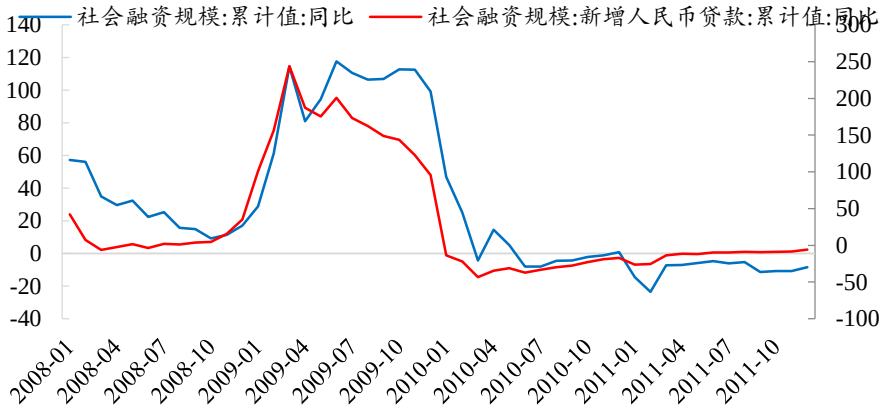
上证指数在“四万亿”推出的当天迅速触底回升。**由于投资者对于“四万亿”能否落地及后续的实施力度和效果存有疑虑，导致市场在短期暴涨后，于 2008 年 12 月出现了月度级别的调整。**元旦后，政策层面短时间内持续透露出宽松信号，如国务院着手制定多个行业的产业振兴规划；四大行开始执行存量房贷 7 折优惠政

策；财政部长在全国财政工作会议上提出要实施积极的财政政策，扩大政府公共投资等，市场开始回暖。

首先点燃市场热情的是2009年1月14日公布的四大行旬度信贷数据和南方六大电厂的旬度发电量数据。按照往年的经验，市场预期的年度信贷总量大约5万亿，按照3:3:2:2的信贷投放节奏拆分到每个季度最高也就1万多亿。但公布的数据显示2009年1月上旬的10天时间里四大行投放的信贷便已经超万亿了，同时南方六大电厂的发电量向好进一步说明政策对经济的刺激立竿见影，市场开始向上突破。

后续公布的社融信贷数据显示中国正进入近十年来信贷扩张最快的年代：从2008年11月开始，社融信贷增速回暖，此后迅速扩张，社融累计同比增速由2008年10月的9.2%上升至2009年10月的112.71%。

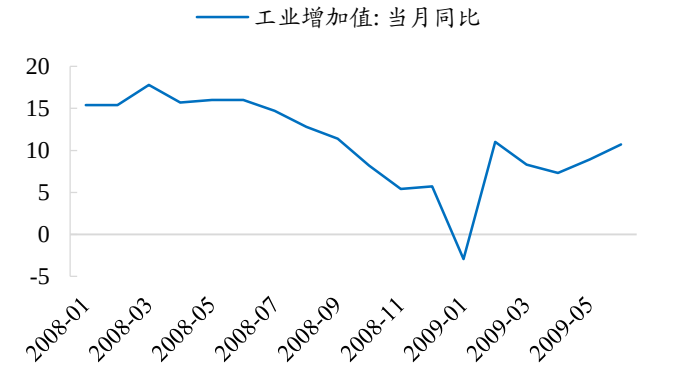
图2： 2009年社融信贷飞速扩张



资料来源：Wind，新时代证券研究所

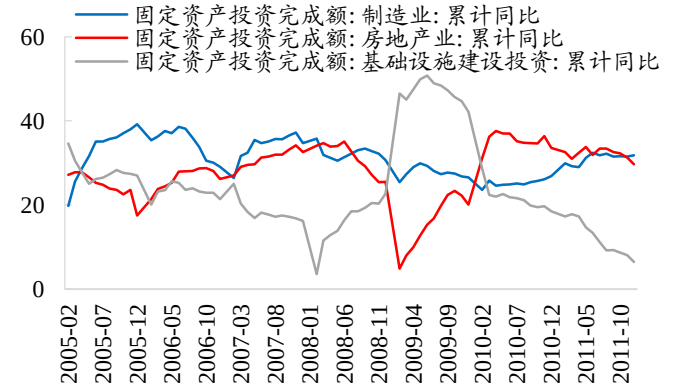
同时经济数据更进一步验证了经济层面V型反转：2009年2月基建投资增速达到46.49%，较2008年底直线上升，上涨了24个百分点，此后全年都保持在40%的增速以上。地产投资也于2009年2月触底，进入一年左右的快速上升期。同时，工业生产迅速转暖，2月工业增加值当月同比增速由1月份的-3%直线上升到11%。

图3： 工业增加值V型反转



资料来源：Wind，新时代证券研究所

图4： 投资端基建和房地产投资贡献较大



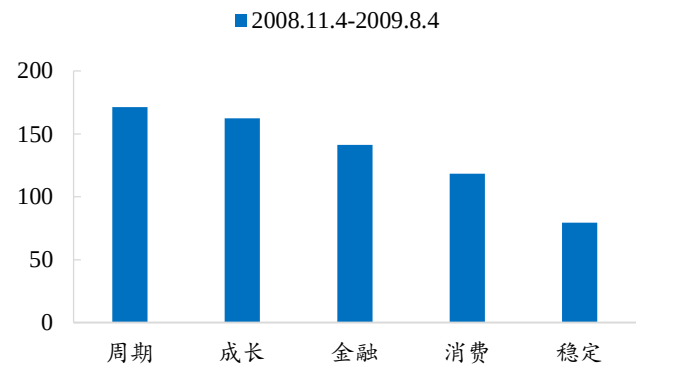
资料来源：Wind，新时代证券研究所

第一轮上涨一直持续到了2009年8月初。虽然期间有诸如美股暴跌、市场预期“八万亿”落空、银监会摸排信贷去向、中国建筑IPO等利空的冲击，但在持续“给力”的信贷数据的加持下，均未造成超过月度级别的调整。

这一阶段全市场普涨，所有行业都取得了正收益，特点是周期领涨，其他板块

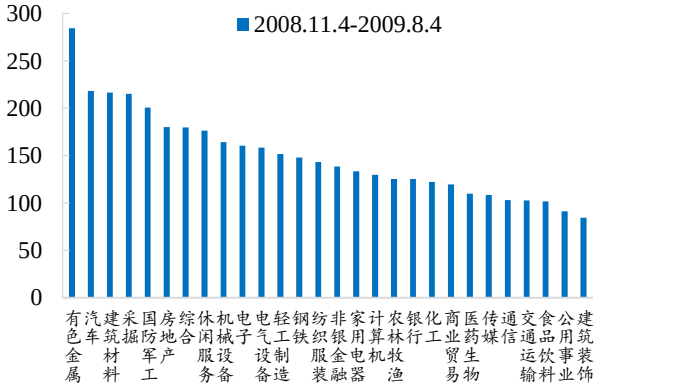
跟涨。其中有色以接近 3 倍的涨幅领涨全市场。其他涨幅排名靠前的行业也绝大部分都是与经济周期强相关，受益于经济上行和政策支持，同时属于信贷扩张方向的行业，属于政策、经济和宏观流动性的三重共振，特别是房地产和基建产业链相关行业平均涨幅最高。

图5： 2008 年 11 月初-2009 年 8 月初周期领涨



资料来源：Wind，新时代证券研究所

图6： 有色涨幅最高



资料来源：Wind，新时代证券研究所

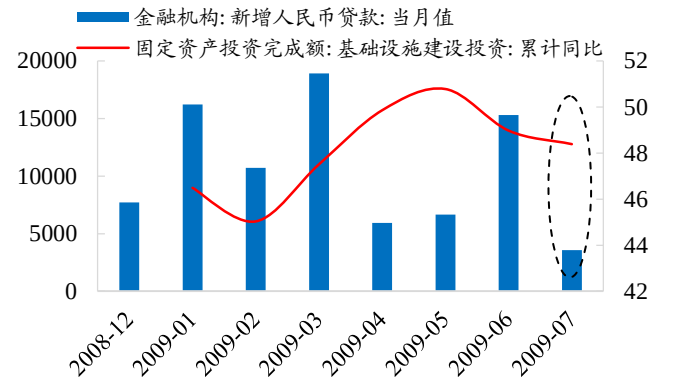
有色的领涨主要源于在“四万亿”的刺激下，上游原材料行业最先受益于地产和基建投资的高速增长对于上游需求的强力拉动，同时汽车、家电下乡政策也带动了汽车和家电销量的复苏，进一步强化了工业品的需求预期。南华工业品指数于 2008 年 12 月初便形成了 V 型反转的走势。另一方面，不断超预期的地产销量和信贷及经济数据的验证也在持续强化投资者对于有色股的信心。

（2）假摔阶段：2009 年 8 月初-2009 年 9 月初。A 股出现月度级别的调整，前期涨幅巨大的周期板块调整幅度较大。**调整的原因在于 7 月份的信贷数据出现急刹车，市场担忧政策转向紧缩，同时，部分经济数据的月度波动也使得投资者怀疑若政策真的转向是否会导致经济二次探底。**

引发市场下跌的导火索是 8 月 4 日新闻报道 7 月四大国有商业银行新增人民币贷款约为 1700 亿元，这一数字较前几月大大减少；同时，央行在第二天发布的二季度货币政策报告中表述要进行“动态微调”，进一步强化投资者对于政策收紧的担忧，前期涨幅巨大的周期股带领市场开始迅速下跌。随后披露的 7 月信贷数据也验证了市场的这种担忧并非空穴来风：7 月新增贷款 3559 亿元，比上月 15304 亿相比大幅下滑，环比下降 77%，创下年内新低；7 月份基建投资同比增速也较上月回落 1.81 个百分点，出现了年初持续加速以来的首次回落，呈现出信贷和财政投资双回落的局面。

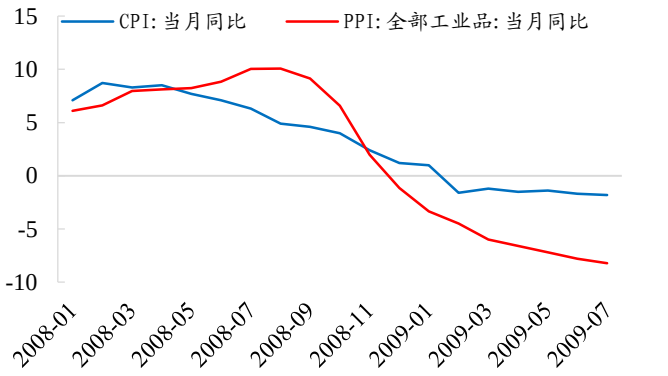
另一方面，8 月 11 日披露的宏观经济数据显示，我国 7 月份 CPI 同比下降 1.8%，连续 6 个月呈现负增长，且降幅比 6 月份扩大 0.1 个百分点。PPI 同比下降 8.2%，降幅比 6 月份扩大 0.4 个百分点，为连续第 8 个月下降。市场开始担忧经济复苏的程度，随后市场继续暴跌。

图7： 7月信贷和投资急刹车



资料来源：Wind，新时代证券研究所

图8： 7月 CPI 和 PPI 跌幅扩大



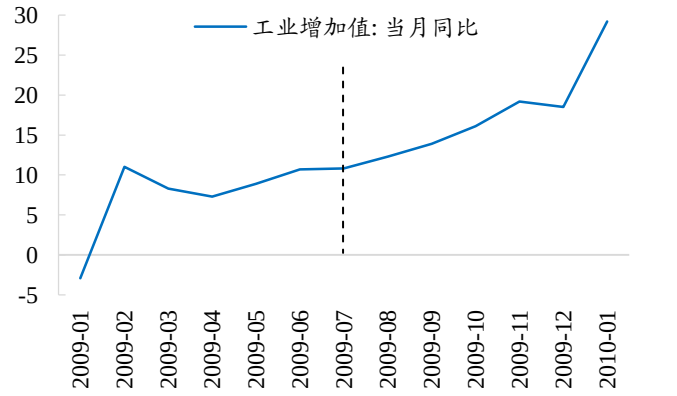
资料来源：Wind，新时代证券研究所

（3）上涨阶段 2.0：2009 年 9 月-2010 年 1 月中旬。A 股于 2009 年 9 月战略反攻，周期股也重拾上升趋势，一直涨到了 2010 年 1 月中旬。**市场企稳回升的原因在于政策层面的预期引导和呵护，同时 8 月经济数据也验证了经济上行的趋势。**

首先是央行官员多次表示“要坚定不移地执行适度宽松的货币政策”；8 月底温总理也提出“要保持市场流动性合理充裕”。9 月初，政策利好密集发布：首批 36 只“一对多”基金获批，专户投资门槛从 5000 万降低到 100 万；同时，外管局出台相关政策，提高 QFII 投资额度，缩短外资机构的本金锁定期；证监会放慢 IPO 发行速度等。在政策和监管层的呵护下，市场对于货币政策急转的悲观预期开始修复。

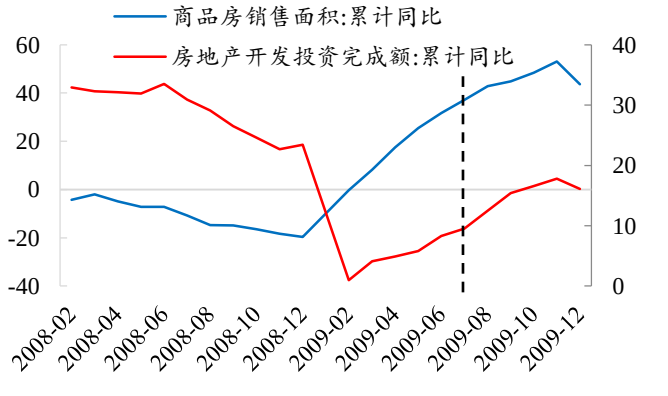
另一方面，随着 8 月经济数据的出台，投资者对于经济层面的疑虑也被打消。9 月中旬公布的经济数据显示经济复苏正在提速：8 月 CPI 和 PPI 双双降幅缩窄；房地产开发投资完成额同比增速继续扩大，相比 7 月提升了 3 个百分点；商品房销售面增速相比上月提高了 5.8 个百分点；工业增加值增速达到了 12.3%，相比上月提升了 1.5 个百分点。

图9： 8月工业增加值加速修复



资料来源：Wind，新时代证券研究所

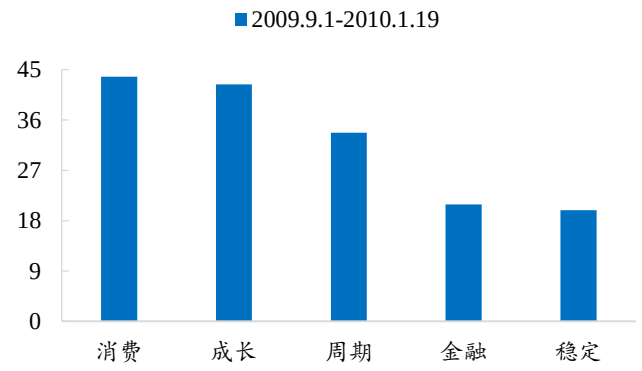
图10： 房地产投资和销售继续提速



资料来源：Wind，新时代证券研究所

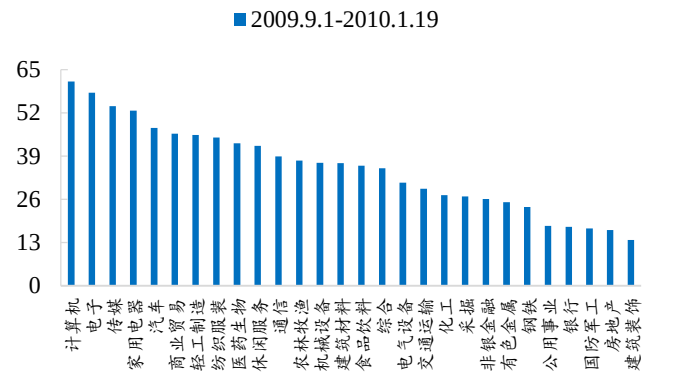
值得一提的是，尽管周期股的表现依然强势，但领涨板块在这一时期发生了变化，市场风格由周期切换为消费和成长。

图11： 上涨阶段 2.0 发生了风格切换



资料来源：Wind，新时代证券研究所

图12： 周期股表现依然不错，消费和成长开始领涨

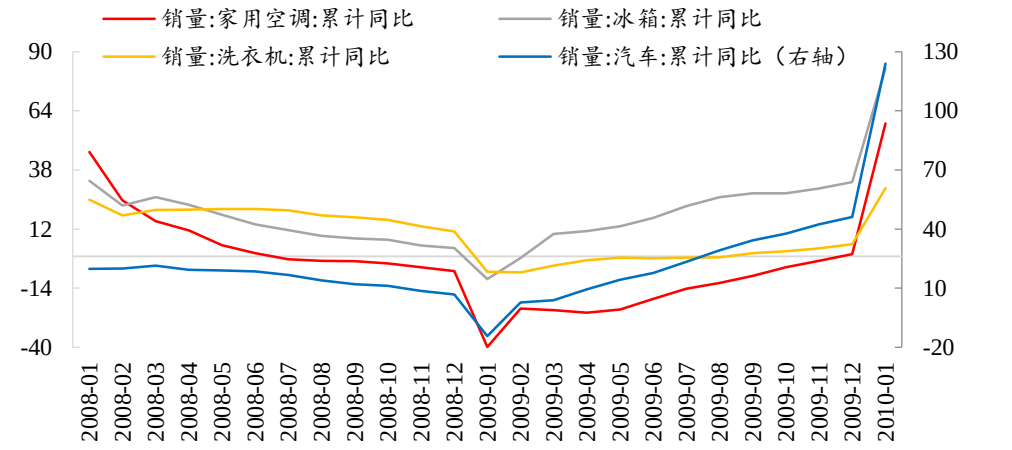


资料来源：Wind，新时代证券研究所

造成风格切换的原因除了周期股的涨幅对于“四万亿”刺激下信贷高增的逻辑反应得比较充分之外，主要还是在于政策环境的边际变化。尽管流动性还是保持“适度宽松”，但经济端开始显露出由复苏转向过热的迹象，政策的基调其实是在慢慢转向收紧。首先是国常会提出部分行业存在产能过剩和重复建设的现象，12 月地产调控密集出台，如国务院要求遏制部分城市房价上涨过快、五部委出台政策打击囤地炒地、二套房贷首付比例提高等等。这一阶段是政策基调由宽松转向紧缩的过渡期。

而此消彼长的是相关新兴产业的扶持政策开始频繁推出，使得消费和成长股面临的政策环境最为友好。2009 年 10 月工信部表示将重点培育新能源汽车等五大领域；11 月温总理发表讲话，首次将新能源、节能环保、电动汽车、新材料、医药、生物育种、信息通信列为战略新兴产业，并随后将其写入 2010 年 3 月的政府工作报告。另一方面，受益于家电下乡政策对于需求的提振，部分家电的销量也于这一时期加速上升。

图13： 汽车和家电受政策利好销量高增



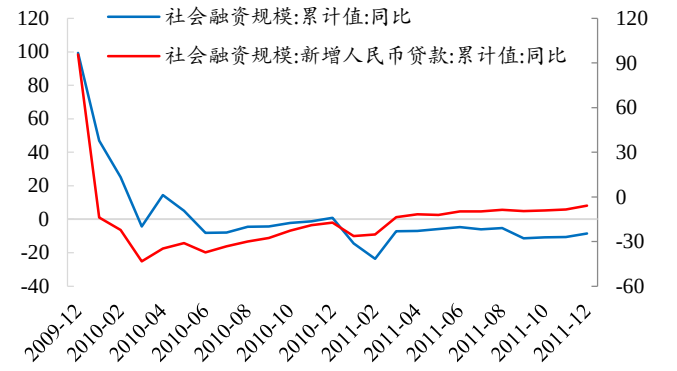
资料来源：Wind，新时代证券研究所

（4）回调阶段：2010 年 1 月中旬-2010 年 7 月初。2010 年 1 月中旬-2010 年 7 月初市场出现了季度级别以上的调整，周期股随大盘同步下跌。造成下跌的根本原因在于政策进入紧缩周期，前期宽松的流动性局面发生逆转。

前文提到，政策的基调自 2009 年四季度开始出现微调，前期为刺激经济增长而实施的一些宽松政策开始逐步退出。2010 年 1 月 18 日，央行上调存款准备金率，

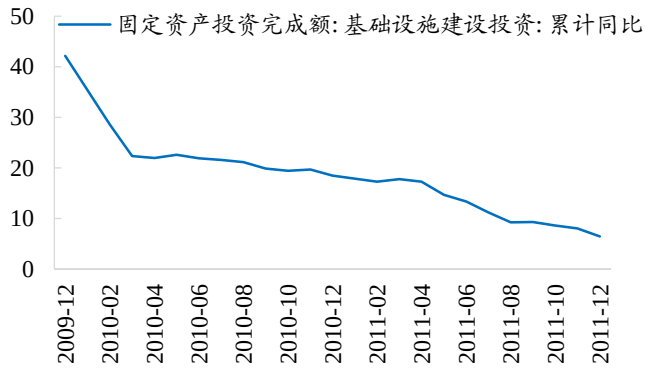
标志着货币政策彻底转向。这也成为造成市场下跌的导火索，市场也在该日见顶，随后持续回落。在这一阶段，政策端的“紧”逐步加码，央行先后于 2 月和 5 月再次上调存款准备金率。2010 年 4 月，地产调控升级，国务院总理温家宝 2010 年 4 月 14 日主持召开国务院常务会议，研究部署遏制部分城市房价过快上涨的政策措施，“新国四条”出台。一是抑制不合理住房需求。二是增加住房有效供给。三是加快保障性安居工程建设。四是加强市场监管。除了传统信贷政策调整以外，北上广深等一线城市也陆续推出限购政策。在这种背景下，自 2010 年 1 月份开始，社融规模和新增人民币贷款增速都出现了急剧的下滑，社融增速骤降 52.39 个百分点，新增人民币贷款增速更是从 95.64%直接降为负值。同时，固定资产投资增速也在 2010 年开年后出现了大幅下滑，随后全年呈现稳步下降的趋势。

图 14： 2010 年初社融增速急速下降



资料来源：Wind，新时代证券研究所

图 15： 2010 年固定资产投资增速逐级下探

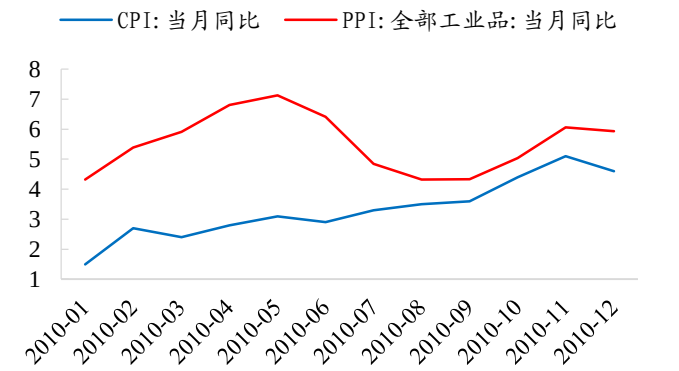


资料来源：Wind，新时代证券研究所

（5）上涨阶段 3.0：2010 年 7 月-2010 年 11 月中旬。2010 年 7 月，A 股在周期板块的带领下再次开启上涨行情，本轮上涨一直持续到 11 月，持续时间超过 4 个月。

在经过 1 月中旬至 7 月初的调整后，不管是时间还是空间上，市场对于政策转向的利空演绎得比较充分了，7 月 15 日，农行上市，A 股利空出尽，市场见底反弹。而真正引爆本轮行情的主要源于国庆后周期股的强势领涨。一方面，2010 年 6 月底，美国的经济数据例如就业数据等已经接近崩溃，复苏无望，美联储不得不继续“印钞刺激经济”的游戏，市场开始预期美联储将会开启第二次量化宽松。这种背景下，受美元贬值、人民币升值等影响，以有色为代表的的大宗商品价格持续上涨，南华工业品指数于 11 月创出次贷危机以来的新高。另一方面，PPI 增速于 2009 年 12 月转正，随后快速上涨，2010 年全年都保持在 4%以上；CPI 增速则全年维持上升趋势。市场开始做多以有色为代表的通胀板块。

图16： 通胀预期不断升温



资料来源：Wind，新时代证券研究所

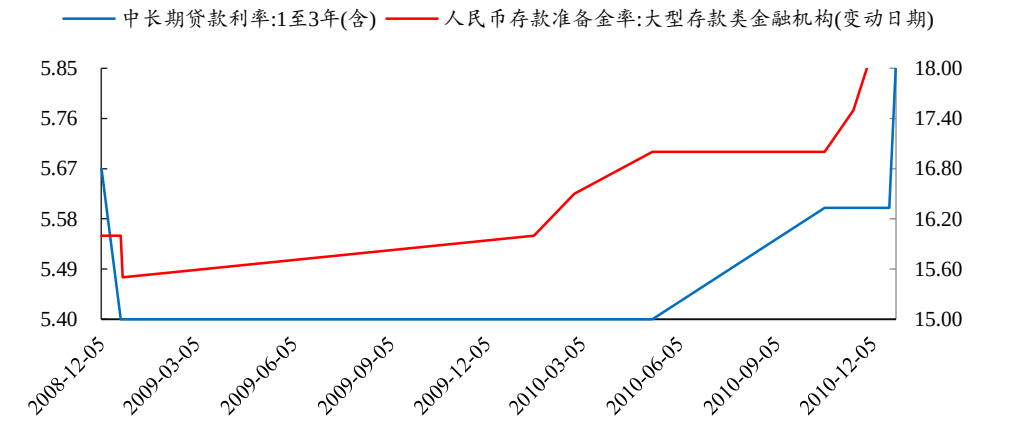
图17： 工业品价格持续上涨



资料来源：Wind，新时代证券研究所

2010 年四季度，调控政策骤然加码，央行共加息两次，上调存款准备金 3 次。在这种环境下，2010 年 11 月 11 日，中国 10 月经济数据公布，10 月 CPI 同比上涨 4.4%，创 25 个月新高。PPI 同比上涨 5%，涨幅比上个月扩大 0.7 个百分点。通胀数据的高涨进一步加深了市场对于政策紧缩的预期，市场因此出现恐慌性下跌，本轮周期行情也于当日见顶。

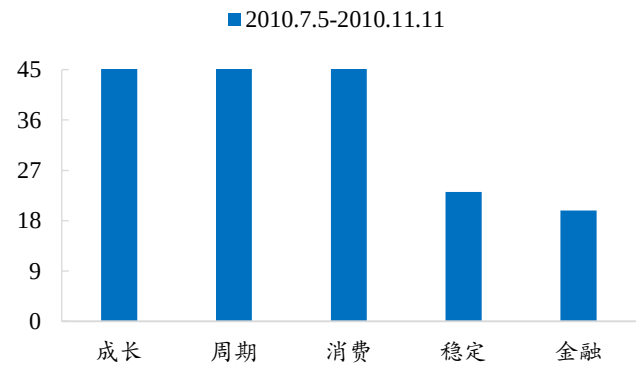
图18： 2010 年四季度货币政策紧缩骤然加码



资料来源：Wind、新时代证券研究所

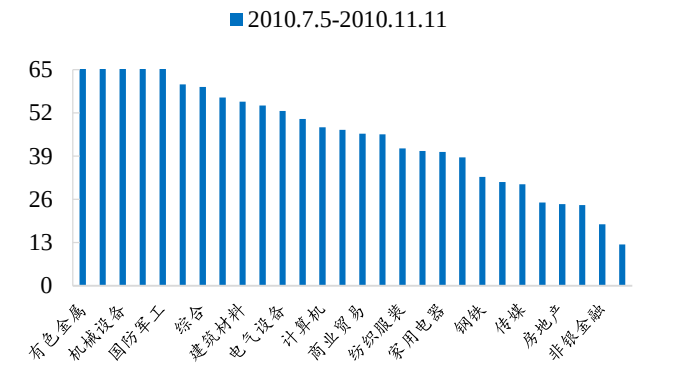
这一阶段，全市场普涨。成长、周期和消费三大类板块均获得了非常可观的收益，表现在伯仲之间。而涨幅最高的行业为受益于大宗商品价格暴涨和通胀预期升温的有色和煤炭。

图19： 三大主线板块涨幅在伯仲之间



资料来源：Wind，新时代证券研究所

图20： 有色和煤炭领涨

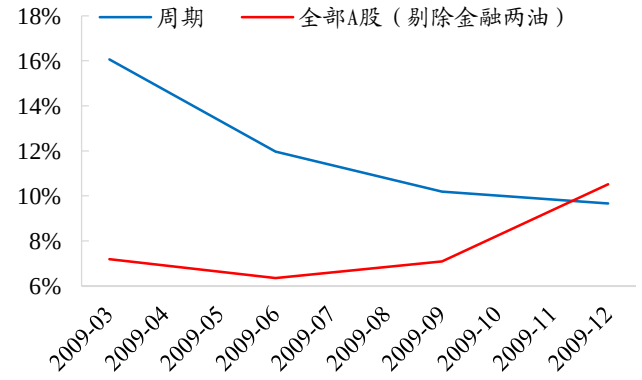


资料来源：Wind，新时代证券研究所

2、 行情轮动的秘密：从估值扩张到盈利复苏

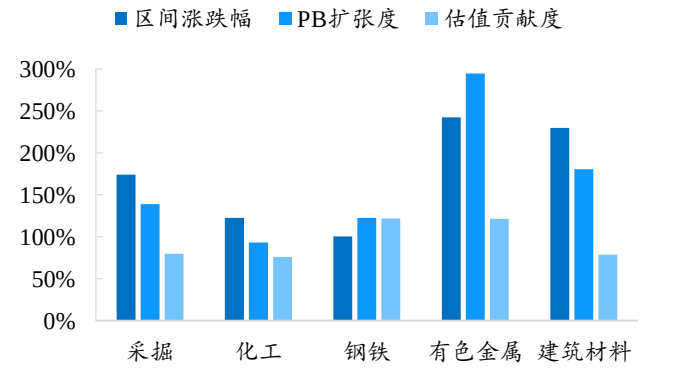
（1）政策宽松阶段的驱动力：估值扩张。纵观前三个阶段（2008 年 11 月-2010 年 1 月中旬），经济在持续复苏，GDP 增速自 2009 年一季度开始拐头向上，但各行业的盈利修复则略显滞后，全 A（剔除金融两油）ROE 在 2009 年年中触底回升，滞后约一个季度。周期板块虽然大部分时间都领涨市场，但其 ROE 始终处于下降趋势中，且降幅逐渐收窄，于 2010 年一季度最终触底。而另一方面，在这一时期，各周期行业的 PB 估值平均扩张了 165.93%。我们以各周期行业估值扩张幅度与行业涨跌幅的比值来衡量在这一时期中估值扩张对于股价上涨的贡献情况，结果发现，平均估值贡献度为 95.56%，可以说**这一时期周期板块的股价上涨几乎完全是由于流动性推动下的估值扩张推动的。**

图21： 周期股 ROE 全年处于下降通道中



资料来源：Wind，新时代证券研究所

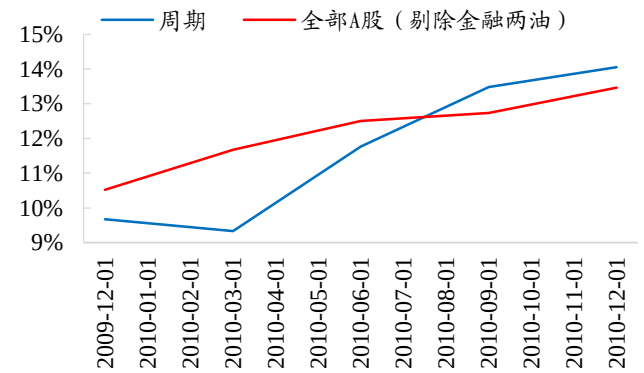
图22： 这一阶段周期股价上涨基本靠估值扩张推动



资料来源：Wind，新时代证券研究所

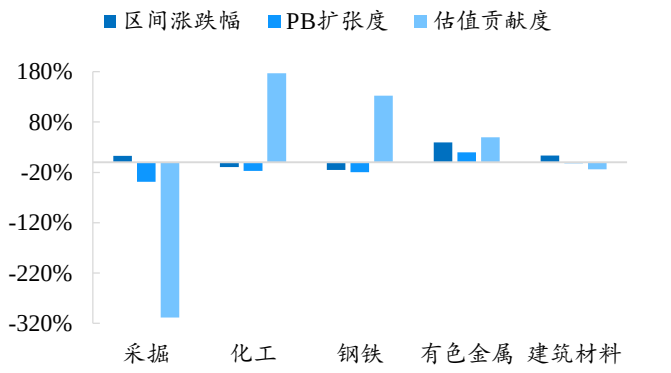
（2）政策紧缩阶段的驱动力：盈利复苏。纵观后两个阶段（2010 年 1 月中旬-2011 年 11 月中旬），经济由复苏转为过热，名义 GDP 增速经过 2009 年的狂飙后仍处于上升趋势中，但波动放缓，2010 年全年都维持在较高的水平。周期股的涨幅与第一阶段相比并不突出，部分行业在这段时期甚至出现了下跌，平均涨幅只有 8.19%。除有色金属外，其余周期行业的 PB 估值都出现了不同程度的收敛。这段时期，各周期行业的 PB 估值平均下跌了 11.50%，估值对于涨幅的平均贡献度为 7.37%。而与此同时，周期板块的 ROE 则于 2010 年一季度触底，随后迅速回升。在这段时期，由于货币紧缩，市场的流动性无法支撑周期股的估值继续抬升，周期行情的驱动力由估值扩张转变为盈利复苏。

图23： 2010 年周期股 ROE 触底回升



资料来源：Wind，新时代证券研究所

图24： 第二阶段周期股的估值不再扩张



资料来源：Wind，新时代证券研究所

3、 以史为镜，周期牛市可能在 2021 年重现

从上述 2009-2010 年周期牛市的复盘来看，我们发现：

（1）周期股的大级别行情与经济基本面密切相关，在经济的复苏和过热期，周期股表现都不错。其中在经济的复苏期，由于刺激经济的需求，财政和货币政策通常比较宽松，流动性比较充裕，周期股在这段时期通常表现最强，多数时间都处于领涨地位。

（2）在政策宽松期，由于政策刺激传导到生产企业，再传导到上游订单并最终形成趋势性的盈利复苏通常有一定的滞后效应，助推周期板块股价上涨的驱动力主要是估值扩张。而在政策紧缩期，由于流动性环境发生逆转，此时周期股上涨的驱动力转变为盈利的回升，估值对于股价上涨反而可能是负贡献。

（3）在大级别周期行情演绎的过程中，政策收紧、社融降速等利空的边际扰动会导致周期股出现调整，这会加大交易型选手的操作难度，但不会改变上涨的趋势。造成周期牛市终结的根本原因一般是政策紧缩达到了一定程度，量变引起质变导致经济的实质性拐头。

站在当下时点，我们认为目前周期板块的涨幅对于经济基本面复苏的定价还未完全体现出来。从目前工业品的涨价幅度来看，我们认为周期板块的 ROE 在 2020 年 3 季度已经出现上行拐点，在接下来的半年内，随着经济复苏的深化和增量资金的扩散，周期板块有可能会面临估值和业绩双升的戴维斯双击行情。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，新时代证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及新时代证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

樊继拓，新时代证券策略首席分析师，6 年宏观策略研究经验，先后就职于期货公司和券商研究所，2017 年水晶球策略团队公募组第一核心成员，2018 第一财经年度最佳新人奖。

投资评级说明

新时代证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐：	未来6－12个月，预计该行业指数表现强于同期市场基准指数。
中性：	未来6－12个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。
回避：	未来6－12个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

市场基准指数为沪深 300 指数。

新时代证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐：	未来6－12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在20%以上。该评级由分析师给出。
推荐：	未来6－12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于5%－20%。该评级由分析师给出。
中性：	未来6－12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于-5%－5%。该评级由分析师给出。
回避：	未来6－12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在5%以上。该评级由分析师给出。

市场基准指数为沪深 300 指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

免责声明

新时代证券股份有限公司经中国证券监督委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由新时代证券股份有限公司（以下简称新时代证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

新时代证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给新时代证券客户的，属于机密材料，只有新时代证券客户才能参考或使用，如接收人并非新时代证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。新时代证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

新时代证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。新时代证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是新时代证券在发表本报告当日的判断，新时代证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但新时代证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。新时代证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的新时代证券网站以外的地址或超级链接，新时代证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

新时代证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。新时代证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

除非另有说明，所有本报告的版权属于新时代证券。未经新时代证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为新时代证券的商标、服务标识及标记。

新时代证券版权所有并保留一切权利。

机构销售通讯录

北京	**郝颖　销售总监**	
	固话：010-69004649 邮箱：haoying1@xsdzq.cn	
上海	**吕莜琪　销售总监**	
	固话：021-68865595 转 258 邮箱：lvyouqi@xsdzq.cn	
广深	**吴林蔓　销售总监**	
	固话：0755-82291898 邮箱：wulinman@xsdzq.cn	

联系我们

新时代证券股份有限公司　研究所

北京：北京市海淀区北三环西路99号院西海国际中心15楼　　邮编：100086

上海：上海市浦东新区浦东南路256号华夏银行大厦5楼　　邮编：200120

广深：深圳市福田区福华一路88号中心商务大厦23楼　　邮编：518046

公司网址：http://www.xsdzq.cn/