为何看好顺周期涨价的持续性

基本结论

- **当前市场对顺周期涨价趋势关注的焦点是持续性如何。我们认为涨价趋势并未结束，继续看好供需结构向好品种的涨价趋势。**2021 年涨价的逻辑和去年或有所区别，2020 年商品涨价更多的是由供给端冲击和全球流动性宽松（美元持续走弱）驱动。2021 年将是供给和需求同时扩张的阶段，但全球流动性的边际变化并没有去年那么显著。今年商品涨价的核心驱动是供需错配进一步放大，在于需求扩张的背景下，在产能利用率维持高位和短时间内产能无法扩张的情况下， 部分品种供给无法满足需求变化。此外，全球流动性宽松短时间内也难以逆转，弱势美元也给商品价格提供了一定的支撑。

- **最新披露的 2020 年基金四季报数据显示，公募基金的核心持仓个股进一步集中，抱团趋势仍延续，但行业配置明显向顺周期扩散。**从风格上来看，周期类配置比例明显提升，成长配置比例有所下降，消费配置比例略有增加，金融地产配置比例维持稳定。具体到行业增减方面：1）增持了“食饮（白酒）、有色（锂、钴、铜）、化工（石油化工、基础化工）、保险（大中型保险）、家电（白电）、军工（航天）”等行业；2）减持“电子（消费电子）、医药（生物医药、医疗服务）、 计算机（计算机应用）、传媒（游戏、影视）”等行业。目前机构抱团的板块景气仍处在上行阶段，短期内行业逻辑难以证伪。后续打破当前机构抱团的催化因素或来自于其他板块的景气超预期。但如果只依赖估值性价比这一因素，抱团松动的过程或相对波折。

- **央行呵护市场流动性，短期行情分水岭或在春节前后，后续观察政策拐点的重要时间节点在春节后至两会期间。**当前市场核心矛盾仍在于政策收缩的力度和节奏，年底以来央行持续呵护市场流动性，银行间市场资金面维持宽松态势。历史上在年底和春节前，央行政策仍以维持流动性稳定为主。春节后和两会期间将是观察政策拐点的重要时间节点，特别是央行公开市场操作和两会前后金融监管部门对外发声透露的政策取向。

- **中长期视角来看，市场仍呈现结构型行情，向上空间有限，向下调整幅度同样有限，指数将呈现区间波动趋势。** “经济企稳回升，流动性由松趋紧”的宏观组合预期之下，一方面市场估值在流动性趋紧背景下存在一定压力，另一方面上市公司业绩仍有经济回升的支撑。此外，当前极致的估值分化趋势后续或迎来逆转。首先，各大行业业绩开始同步回升，那么今年以来行业业绩分化或有所缓和，部分高估值板块的相对基本面优势或并不显著。其次，在后续流动性由松趋紧的背景下，高估值板块或存在一定的调整压力，低估值板块安全边际凸显。无论是基本面还是流动性的角度，低估值价值股或重新占优。

- **行业配置建议：1）低估值：保险、银行等。**一方面低估值安全边际高；另一方面受益于经济回升和利率曲线陡峭化；**2）景气向上：涨价主线、困境反转、耐用消费品等。**涨价主线：有色、化工等。受益于全球需求复苏的全球大宗商品；耐用消费品：家电、家具、消费建材等。受益于消费恢复和中美地产竣工高景气；困境反转的行业：航空、机场、酒店等。疫情后业绩修复超预期是大概率事件。**3）长期视角： 5G、AI 等成长初期的行业。**在十四五规划窗口，行业或存在戴维斯双击的机会。

- **风险提示：***经济复苏不及预期、宏观流动性收缩风险*

艾熊峰 分析师 SAC 执业编号：S1130519090001
aixiongfeng@gjzq.com.cn

内容目录

一、继续看好供需结构向好的顺周期品种涨价趋势 3
二、基金四季报显示机构配置正向顺周期涨价行业扩散 4
三、短期市场分水岭或在春节前后，关注春节后至两会期间政策窗口 5
四、行业配置围绕“低估值、景气向上和长期视角” 5
重要事件前瞻 6

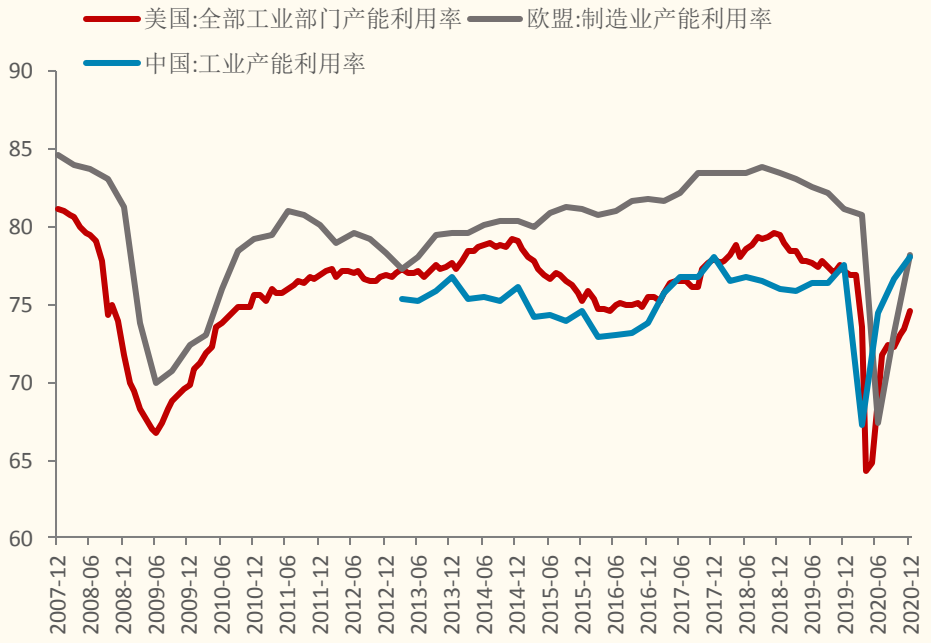
图表目录

图表 1：全球主要经济体产能利用率明显回升 3
图表 2：过去几年全球主要铜矿企业资本开支处在低位 4
图表 3：2020 年四季度基金集中增持领域 5
图表 4：重要事件前瞻 6

一、继续看好供需结构向好的顺周期品种涨价趋势

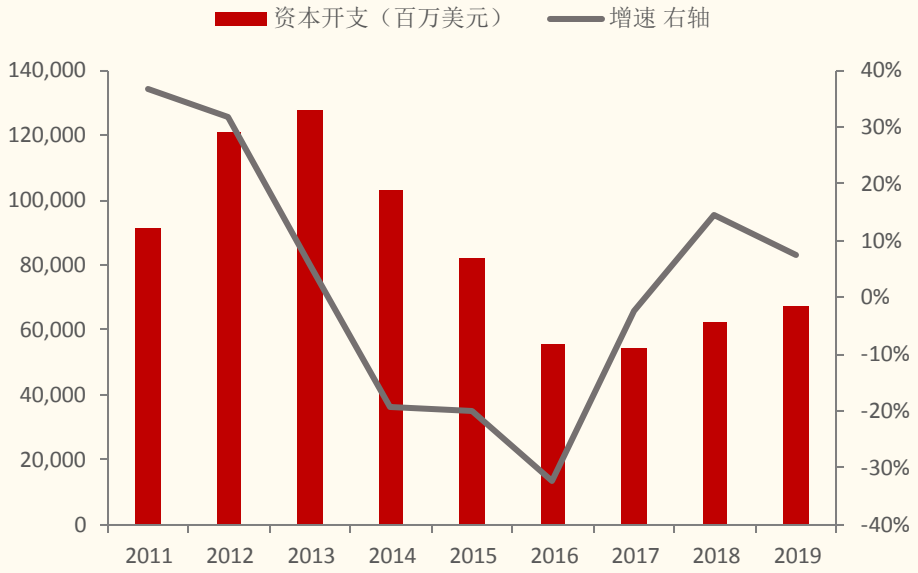
- **2020 年 4 月以来的大宗商品涨价和 2010 年商品牛市有诸多相似之处：**1）流动性方面，当前疫情冲击之下全球流动性处在极度宽松阶段，美元处在相对弱势；2）需求方面，随着疫苗的普及和各国刺激政策之下，全球将进入共振复苏阶段；3）供给方面，经历了两年资本开支持续放缓的阶段，产能扩张短时间内难以跟上需求扩张速度，整体供需处在错配阶段。
- **当前市场对顺周期涨价趋势关注的焦点是持续性如何。我们认为涨价趋势并未结束，继续看好供需结构向好品种的涨价趋势。**2021 年涨价的逻辑和去年或有所区别，2020 年商品涨价更多的是由供给端冲击和全球流动性宽松（美元持续走弱）驱动。2021 年将是供给和需求同时扩张的阶段，但全球流动性的边际变化并没有去年那么显著。今年商品涨价的核心驱动是供需错配进一步放大，在于需求扩张的背景下，在产能利用率维持高位和短时间内产能无法扩张的情况下， 部分品种供给无法满足需求变化。此外，全球流动性宽松短时间内也难以逆转，弱势美元也给商品价格提供了一定的支撑。
- **供给端产能利用率维持高位，并且过去几年资本开支不足，短时间内产能扩张不足。**具体来说，全球主要经济体产能利用率疫情后明显回升，2020 年四季度中国工业产能利用率高达 78%，创 2013 年以来的新高。此外，过去几年全球工业企业资本开支处在低位，以和全球经济关系紧密的铜为例，2016 年以来全球主要铜矿企业资本开支处在低位，考虑到铜矿投资周期较长，往往需要五年左右的时间建设投产，预计未来 1-2 年整体全球铜矿产能扩张有限。

图表 1：全球主要经济体产能利用率明显回升



来源：Wind、国金证券研究所

图表 2：过去几年全球主要铜矿企业资本开支处在低位

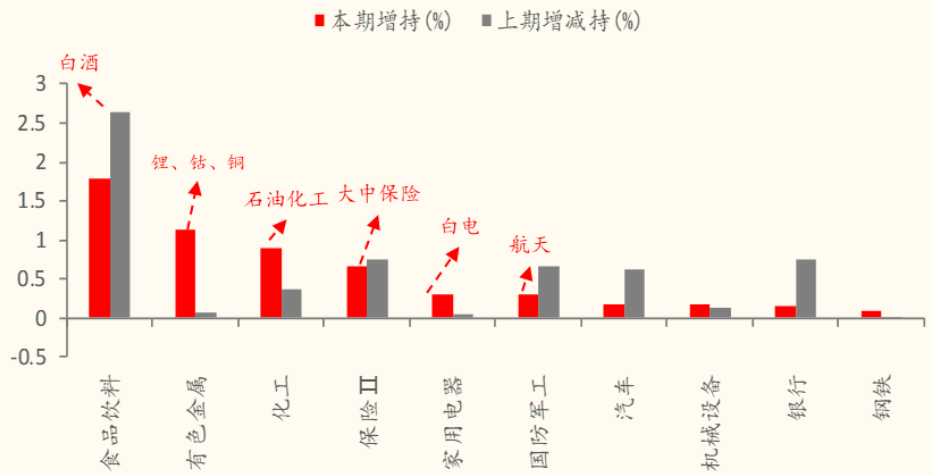


来源：Bloomberg、国金证券研究所

二、基金四季报显示机构配置正向顺周期涨价行业扩散

- **最新披露的 2020 年基金四季报数据显示，公募基金的核心持仓个股进一步集中，抱团趋势仍延续，但行业配置明显向顺周期扩散。**从风格上来看，周期类配置比例明显提升，成长配置比例有所下降，消费配置比例略有增加，金融地产配置比例维持稳定。具体到行业增减方面：1）增持了“食饮（白酒）、有色（锂、钴、铜）、化工（石油化工、基础化工）、保险（大中型保险）、家电（白电）、军工（航天）”等行业；2）减持“电子（消费电子）、医药（生物医药、医疗服务）、 计算机（计算机应用）、传媒（游戏、影视）”等行业。
- 当前市场对基金抱团是否会瓦解的问题关注度较高。我们认为诱发抱团瓦解的导火索主要为事件型或基本面等方面的负面冲击，也就是说当前机构抱团瓦解的前提是相关板块业绩大幅不及预期，或者出现重大利空事件冲击，但事件性冲击是没办法预测的。**业绩方面，目前机构抱团的板块景气仍处在上行阶段，短期内行业逻辑难以证伪。后续打破当前机构抱团的催化因素或来自于其他板块的景气超预期。但如果只依赖估值性价比这一因素，抱团松动的过程或相对波折。**

图表 3：2020 年四季度基金集中增持领域



来源：Wind、国金证券研究所

三、短期市场分水岭或在春节前后，关注春节后至两会期间政策窗口

- **央行呵护市场流动性，短期行情分水岭或在春节前后，后续观察政策拐点的重要时间节点在春节后至两会期间。**当前市场核心矛盾仍在于政策收缩的力度和节奏，年底以来央行持续呵护市场流动性，银行间市场资金面维持宽松态势。历史上在年底和春节前，央行政策仍以维持流动性稳定为主。春节后和两会期间将是观察政策拐点的重要时间节点，特别是央行公开市场操作和两会前后金融监管部门对外发声透露的政策取向。
- 海外方面，在民主党获得国会立法完全控制后，市场预计这有利于拜登政府短期增加财政刺激，比如加大基础设施建设和增加抗疫相关支出。在此预期之下，美债利率明显上行，美股中金融和基建相关行业明显上涨。**但需要指出的是，如果后续美国疫情得到明显控制，市场对拜登新政偏乐观的预期或有所转向，拉长来看，拜登政府加税和严监管的政策取向或是后续美股市场不确定因素之一。**
- **中长期视角来看，市场仍呈现结构型行情，向上空间有限，向下调整幅度同样有限，指数将呈现区间波动趋势。**“经济企稳回升，流动性由松趋紧”的宏观组合预期之下，一方面市场估值在流动性趋紧背景下存在一定压力，另一方面上市公司业绩仍有经济回升的支撑。此外，当前极致的估值分化趋势或迎来逆转。首先，各大行业业绩开始同步回升，那么今年以来行业业绩分化或有所缓和，部分高估值板块的相对基本面优势或并不显著。其次，在后续流动性由松趋紧的背景下，高估值板块或存在一定的调整压力，低估值板块安全边际凸显。无论是基本面还是流动性的角度，低估值价值股或重新占优。

四、行业配置围绕“低估值、景气向上和长期视角”

- **低估值：保险、银行等**

  一方面低估值属性，进可攻退可守，安全边际高；另一方面经济复苏和流动性趋紧预期，受益于利率曲线陡峭化。

- **景气向上：涨价主线、耐用消费品、困境反转等**

  1）**涨价主线：有色、化工等。**受益于全球需求复苏的全球大宗商品，特别是供给端结构优化的行业，如有色金属和部分化工品种。

2）**耐用消费品：家电、家具、消费建材等。**耐用消费品作为典型的早周期品种将率先受益于经济复苏，此外明年中国和美国地产竣工或维持高景气，地产竣工产业链行业或充分受益。

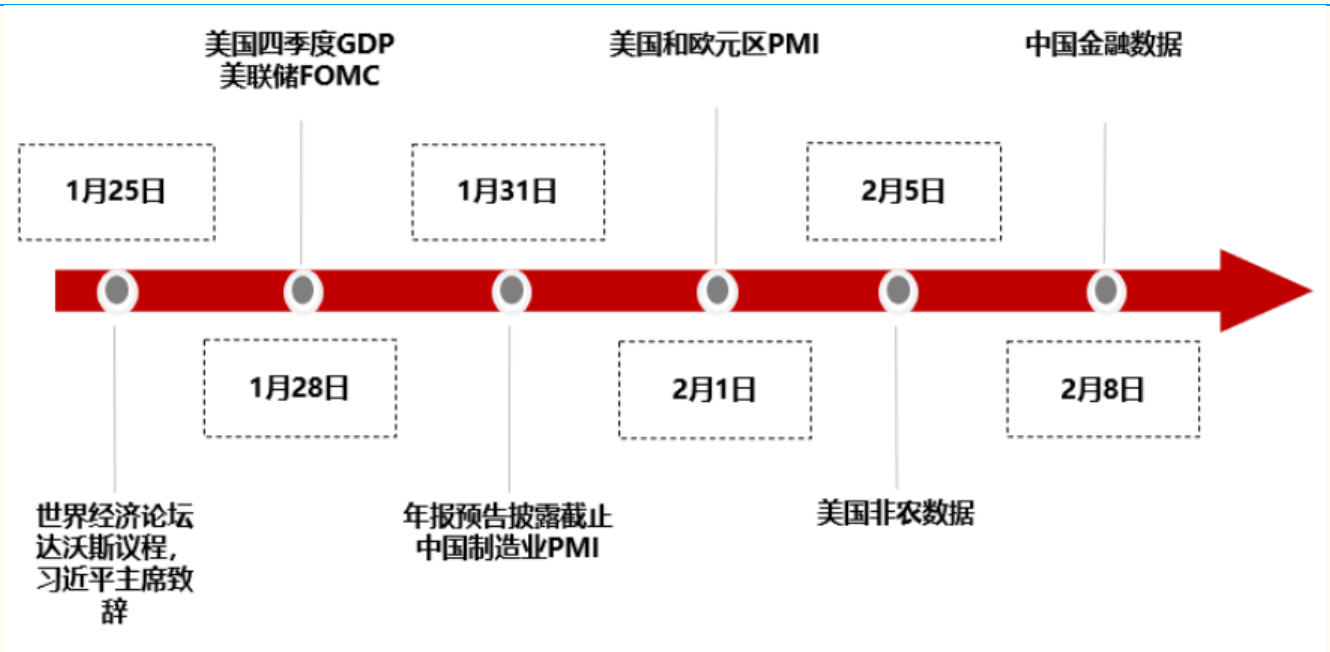
3）**困境反转的行业：航空、机场、酒店等。**疫情对行业冲击最严重的阶段已经过去，只要能继续运营，业绩修复超预期是大概率事件。

- **长期视角：5G、AI 等成长初期的行业**

在十四五规划的窗口期，在政策催化和行业自身周期驱动下，部分处在成长初期行业或存在戴维斯双击的机会。

重要事件前瞻

图表 4：重要事件前瞻



来源：Wind、国金证券研究所

- **风险提示：***经济复苏不及预期、宏观流动性收缩风险、拜登加税等政策超市场预期*

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号嘉里建设广场 T3-2402