东兴证券 DONGXING SECURITIES

随潮起落——周期行情的始与末

2021 年 1 月 4 日

A 股策略 | 策略专题

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：

2020 年市场经历“成长-消费-金融-周期”轮动，当下市场又重新面临周期行情是否还能持续的分歧。2020 年下半年以来市场风格从成长和消费转向金融与周期。12 月周期抱团有所松动、出现调整，这是行情终结的信号还是只是中途调整？我们复盘了 2005 年至 2019 年的 A 股市场，尝试分析周期行情出现与结束时的特征。本文中，我们将周期占优定义为：对于消费、成长、金融、稳定风格四类其他风格，做多周期（风格）、做空其他风格的多空组合累计收益均上升。 我们找到的过去周期占优的行情是 2006 年 12 月 28 日至 2007 年 9 月 26 日与 2009 年 7 月 2 日至 2009 年 8 月 3 日。

周期行情开启：经济向好、盈利走强、大宗商品大涨与美元走弱兼备。历史上两段周期行情都出现在经济向好、盈利上行的区间，且都伴随着大宗商品价格的上涨。大宗商品价格既受供需驱动又具金融属性，与美元指数密切相关，行情往往出现在美元趋弱时期，因此周期股行情也往往伴随着美元趋弱。上述迹象可以观察的指标为 GDP 增速、归母净利润增速、大宗商品价格、美元指数，其中大宗商品价格、美元指数指标为先行指标。

周期行情结束：均处于牛市末期，后市往往由消费、成长接棒。两次周期行情分别结束于 2007 年 9 月底和 2009 年 8 月初，处于 2006.1-2007.10 和 2008.10-2009.8 两段牛市的尾部、市场出现强烈的通胀担忧叠加货币政策收紧信号时，CPI、PPI 持续上行或出现见底回升的拐点，央行加息升准或释放重发央票等其他货币政策收紧信号。两次周期行情后都是盈利增长稳定、具备防御属性的消费和景气度上行的成长接棒。

周期行情与经济基本面密切相关。周期行情出现于经济向好的时段，其所伴随的一些其他信号，无论是盈利走强还是大宗商品上涨，背后的本质上都是经济的走强，而美元的下行则通常来自于美联储流动性的释放，是经济走强的推手之一。周期行情的结束则往往是通胀担忧加剧，政府收紧政策预期上升，进而导致市场担忧经济的下行。

风险提示:宏观经济下行超预期，数据统计偏差

目 录

1. 2020 年市场风格轮动，周期行情是否结束仍存争议 3
2. 周期行情出现：经济向好、盈利走强、大宗商品大涨与美元走弱兼备 3
3. 周期行情结束：处于牛市末期，后市往往由消费、成长接棒 3
4. 周期行情与经济基本面密切相关 11
5. 风险提示 11

插图目录

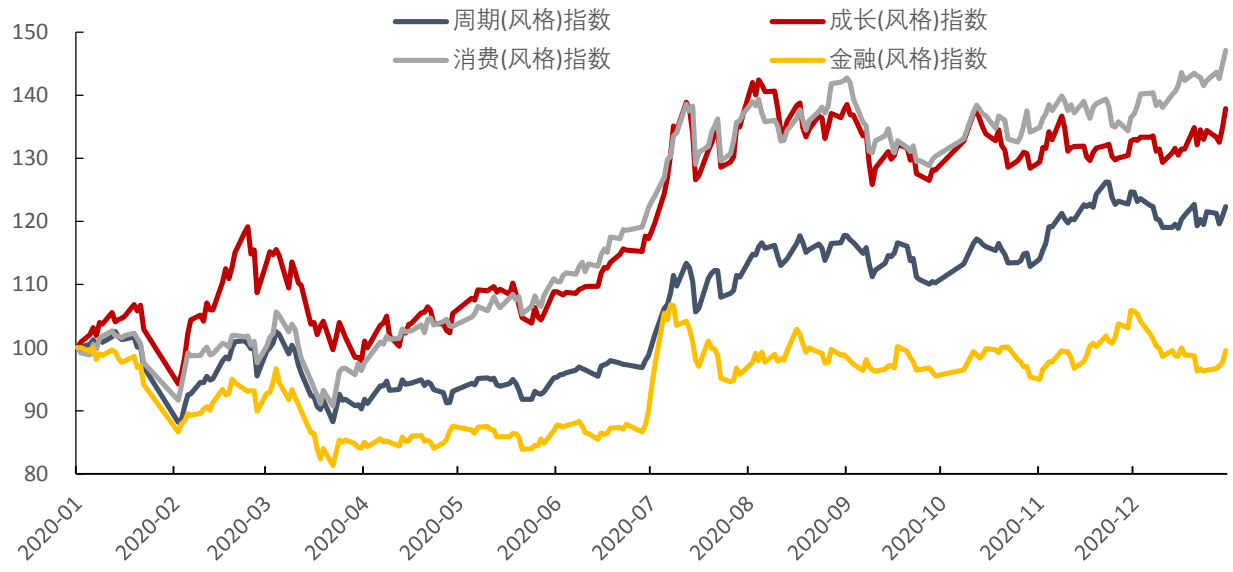
图 1：2020 年市场行情经历了“成长-消费-金融-周期”的轮动 3
图 2：5 月 10 年期国债、DR007 先后开始上行 4
图 3：7 月创业板指估值达到年内高点 4
图 4：2006 年以来中共有三段区间周期（风格）相对其他风格占优 4
图 5：2006 年 Q4 至 2007 年 Q3 是我国 GDP 增速的峰值 5
图 6：2006 年 Q4 至 2007 年 Q3 处于盈利周期的高点 5
图 7：周期（风格）盈利周期与全部 A 股盈利周期有较高的一致性 6
图 8：两段周期行情均处在大宗商品市场的“煤飞色舞” 7
图 9：两段周期行情均处在石油价格大涨的区间 7
图 10：两段周期行情均伴随着美元的大幅贬值 8
图 11：2004 年-2007 年是历史上罕见的经济持续高增区间 8
图 12：2009 年我国固定资产投资有显著的上行 9
图 13：两次周期行情均结束于牛市尾部 10
图 14：两次周期行情均结束于通胀预期比较显著的时点 10
图 15：7 月 21 日至 9 月 25 日两次升准三次加息 11
图 16：2009 年为了救市我国采取了极度宽松的货币政策 11
图 17：2007.9-2008.10 农林牧渔、医药、计算机和食品饮料表现优异 12
图 18：2009.8-2010.7 食品饮料、家电、电子、医药等领涨 12
图 19：2007 年 Q4 至 2008 年 Q3 成长股业绩爆发 13
图 20：2009 年-2010 年全球智能手机出货量爆发 13

1. 2020 年市场风格轮动，周期行情是否结束仍存争议

2020 年市场市场经历“成长-消费-金融-周期”轮动，周期行情是否结束存在争议。2020 年 2-5 月，市场流动性充裕，估值驱动行情显著，但随着国内疫情率先得到控制并开始复产复工，A 股盈利预期随之回升，同时宏观流动性开始边际收紧、7 月，估值特别是创业板指估值基本达到年内高点，资金驱动特征明显减弱，而后随着美国大选基本尘埃落定叠加辉瑞公布疫苗新进展，股市基本面与风险偏好向上共振，市场行情经历“成长-消费-金融-周期”的轮动。12 月开始，周期有所调整，消费、成长板块的部分行业领涨市场，周期行情已经结束还是只是短期调整存在争议。因此我们复盘了 2005 年至 2019 年间的周期行情，将周期占优定义为：对于消费、成长、金融、稳定风格四类其他风格，做多周期（风格）、做空其他风格的多空组合累计收益均上升。

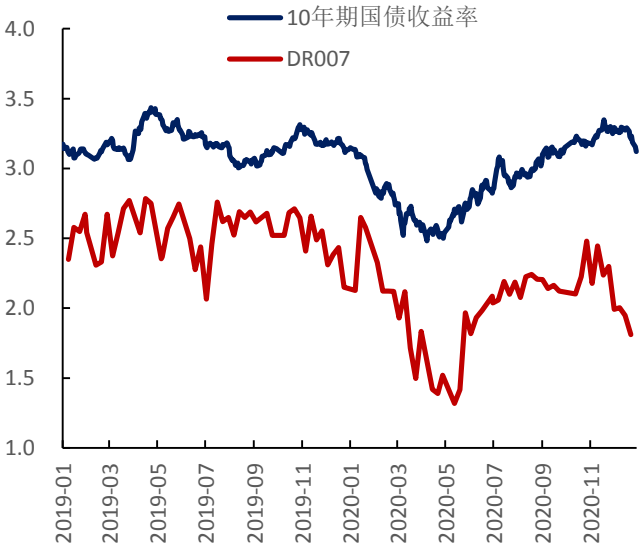
2005 年-2019 年间，共有三段区间内周期（风格）相对其他风格占优。三段区间分别为 2006 年 12 月 28 日至 2007 年 4 月 23 日、2007 年 8 月 14 日至 2007 年 9 月 26 日和 2009 年 7 月 2 日至 2009 年 8 月 3 日三段区间。其中 2006 年 12 月 28 日至 2007 年 4 月 23 日和 2007 年 8 月 14 日至 2007 年 9 月 26 日两段区间之间间隔较短，且两段区间之间除金融股的短期强势之外，整体趋势未发生变化，因此在后文中，将两段区间合并分析，即对 2006 年 12 月 28 日至 2007 年 9 月 26 日与 2009 年 7 月 2 日至 2009 年 8 月 3 日两段周期行情进行分析。

图 1：2020 年市场行情经历了“成长-消费-金融-周期”的轮动



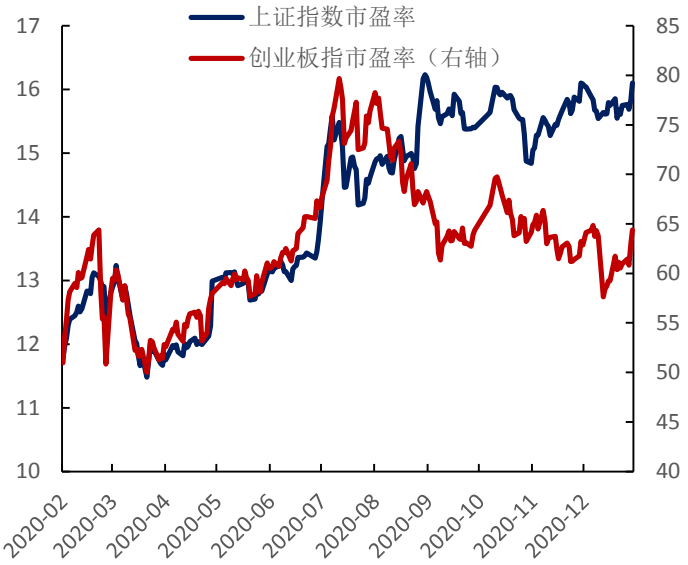
资料来源：wind、东兴证券研究所

图 2：5 月 10 年期国债、DR007 先后开始上行



资料来源：wind、东兴证券研究所

图 3：7 月创业板指估值达到年内高点



资料来源：wind、东兴证券研究所

图 4：2006 年以来中共有三段区间周期（风格）相对其他风格占优[1]



资料来源：wind、东兴证券研究所

[1] 数据引自 2020 年 12 月 29 日发布的东兴证券金融工程报告《寻找风格切换的迹象》

2. 周期行情出现：经济向好、盈利走强、大宗商品大涨与美元走弱兼备

历史经验来看，周期行情出现在繁荣之尾或复苏之间。2005 年以来的两段周期行情都出现在我国经济向好、盈利上行的区间。2006 年 12 月 28 日至 2007 年 9 月 26 日的周期行情处于 2006 年 Q4 至 2007 年 Q3 的我国近 20 年来 GDP 增速的峰值区间，该区间内 GDP 季度同比均在 12%以上，最高于 2007 年 Q2 达到 15%。同时该段区间处于盈利周期的峰值，2006 年 Q4 至 2007 年 Q3，全部 A 股归母净利润增速基本均在 50%以上，周期（风格）归母净利润增速与全部 A 股规律相似，也处于盈利周期的峰值，平均归母净利润增速超过 70%。2009 年 7 月 2 日至 2009 年 8 月 3 日的周期行情则出现在金融危机后的全球经济复苏阶段，2009 年 Q1 经济、企业盈利双触底后在“四万亿”及连续降准降息等的强力刺激政策推动下均开始反弹，反弹趋势一直延续到 2010 年 Q1。

图 5： 2006 年 Q4 至 2007 年 Q3 是我国 GDP 增速的峰值



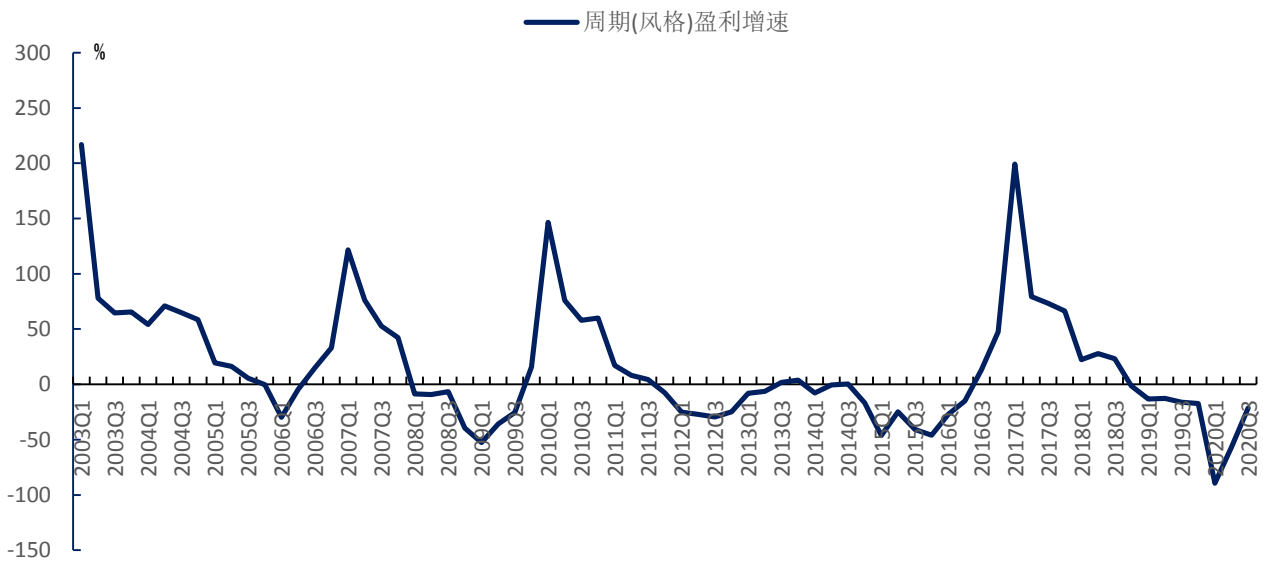
资料来源：wind、东兴证券研究所

图 6：2006 年 Q4 至 2007 年 Q3 处于盈利周期的高点



资料来源：wind、东兴证券研究所

图 7：周期（风格）盈利周期与全部 A 股盈利周期有较高的一致性



资料来源：wind、东兴证券研究所

周期行情往往伴随大宗商品行情。2006 年 12 月 28 日至 2007 年 9 月 26 日处于大宗商品普遍上涨的区间。区间内 LME 铜现货结算价由 6373 美元/吨上行至 8105 美元/吨，涨幅达 27.18%，安徽淮南 1/3 焦煤车板价由 420 元/吨上涨至 520 元/吨，涨幅达 23.81%，NYMEX 原油则由 61.05 美元/桶上升至 81.66 美元/桶，涨幅达 33.76%。2009 年 7 月 2 日至 2009 年 8 月 3 日大宗商品价格也基本上处于上行区间，LME 铜现货结算价由 4929.3 美元/吨上升至 5577.5 美元/吨，涨幅达 13.15%，安徽淮南 1/3 焦煤车板价由 980 元/吨上升至 1080 元/吨，涨幅达 10.20%，NYMEX 原油则由 66.73 美元/桶上行至 78.75 美元/桶，涨幅达 18.01%。大宗商品行情的持续时间要远长于周期股行情的持续时间，周期股行情区间往往只是大宗商品行情区间中的一段。

图 8：两段周期行情均处在大宗商品市场的“煤飞色舞”



资料来源：wind、东兴证券研究所

图 9：两段周期行情均处在石油价格大涨的区间



资料来源：wind、东兴证券研究所

大宗商品既受供需驱动又具金融属性，与美元指数密切相关。大宗商品作为商品，价格本质上受全球供需驱动，但又由于其兼具金融属性，价格也往往会受到资本市场的影响。从历史数据来看，大宗商品价格与美元指数和全球经济状况密切相关。2005 年-2019 年，美元指数出现四次较大幅度的持续下行，分别为 2006 年 3 月-2007 年 12 月、2009 年 3 月-2009 年 12 月、2010 年 6 月-2011 年 8 月、2016 年 1 月至 2017 年 12 月。

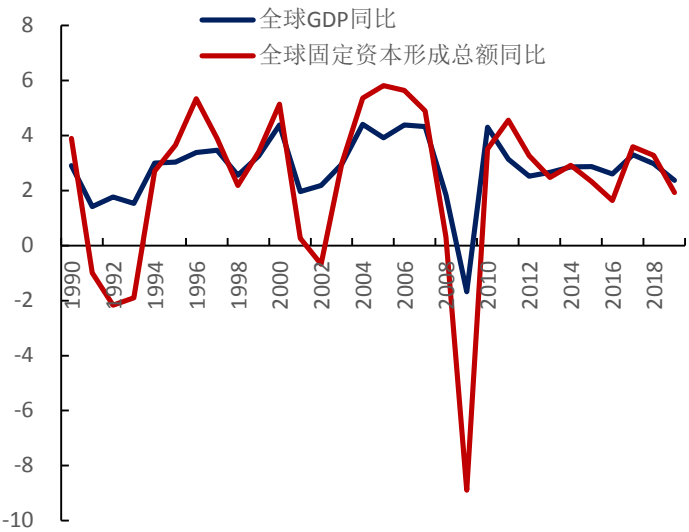
其中，2010 年 6 月-2011 年 8 月，全球 GDP 同比处于下行阶段，固定资本形成总额同比也有比较明显的下行，经济相对趋弱，区间内大宗商品也表现平平。2016 年 1 月至 2017 年 12 月美元指数整体下行但幅度有限，仅下降约 7 个点且中间有所反复，全球经济整体也仅有小幅上行，该区间内，大宗商品价格上涨但涨幅一般且斜率相对较缓。2006 年 3 月-2007 年 12 月，美元持续大幅贬值，下降约 14 个点，2004-2007 年，全球经济处于 1990 年以来最为繁盛的时代，GDP 增速连续 4 年处于 4%左右，固定资本形成总额同比连续 4 年处于 5%左右，历史上虽然也有单一年份能够达到这一水平，但往往持续性不强，2006 年 3 月-2007 年 12 月可以说是全球经济中的一段“繁荣之尾”。这段区间内，大宗商品价格飙升。2009 年 3 月-2009 年 12 月，全球处于金融危机后的复苏阶段，美联储大量释放流动性，美元指数此区间内下行约 11 个点，此区间内各类大宗商品价格也均有明显的上行。

图 10：两段周期行情均伴随着美元的大幅贬值



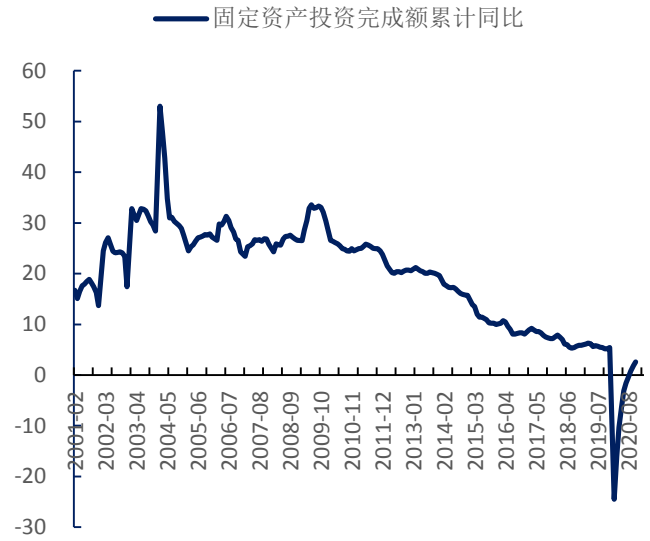
资料来源：wind、东兴证券研究所

图 11：2004 年-2007 年是历史上罕见的经济持续高增区间



资料来源：wind、东兴证券研究所

图 12：2009 年我国固定资产投资有显著的上行



资料来源：wind、东兴证券研究所

周期股行情较少，历史上仅出现于经济向好、盈利走强、大宗商品大涨、美元趋弱叠加的区间。两次周期股行情均出现在经济向好、盈利走强、大宗商品大涨、美元趋弱叠加的时期，且即使这些因素同时出现，还必须有足够的强度和持续时间，才能使周期（风格）相对于所有其他风格占优，2016 年 1 月至 2017 年 12 月，虽然也有以上四重因素，但因为强度不足，尽管周期（风格）也有一定程度上涨，但仍不足以领涨市场。

3. 周期行情结束：处于牛市末期，后市往往由消费、成长接棒

周期行情通常结束于牛市尾部，或源于通胀担忧叠加货币政策收紧信号。历史数据来看，两次周期行情的结束都处于牛市的尾部，2006 年-2007 年的周期行情结束于 2007 年 9 月 26 日，而 2007 年 10 月中旬，上证综指在达到峰值后开始回落，结束了本轮牛市行情。2009 年周期行情结束于 2009 年 8 月 3 日，而本轮牛市行情见顶于 2009 年 8 月 4 日。8 月 4 日之后上证综指进入下行区间，此次下行固然有受到天量 IPO 催化的原因，但从后续补涨力度有限来看，牛市见顶基本确认。

周期行情与牛市行情的前后终结，或是因为市场强烈的通胀担忧叠加货币政策收紧信号。2006 年 12 月至 2007 年 9 月，CPI 持续上行且后期上行速度显著加快，2006 年 12 月至 2007 年 4 月，CPI 同比仅从 2.8%上行至 3.0%，但从 2007 年 5 月到 8 月短短 4 个月间，CPI 同比从 3.0%飙升至 6.5%，而 PPI 同比也在由降转

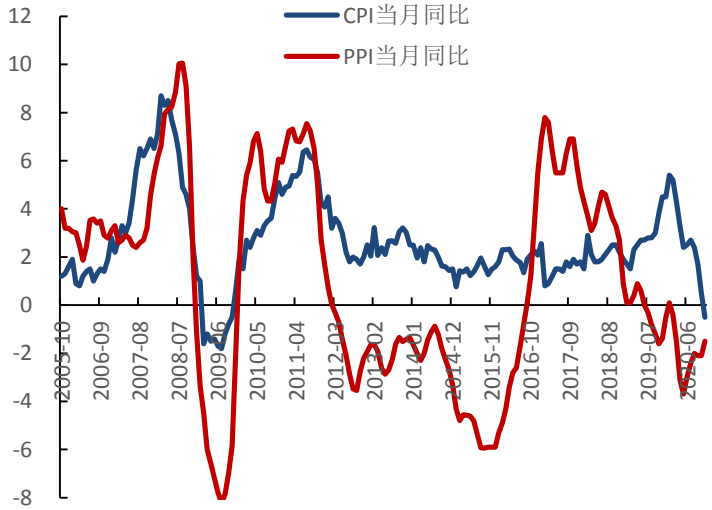
升，进入上行区间。区间内，央行已开始采取措施抑制通胀，7 月 21 日至 9 月 25 日短短两个月间，存款准备金率两次上调，存贷款基准利率三次上调，迅速收紧的流动性很快终结了市场行情。2009 年的情况相对特殊，彼时为了救市，我国采取了极为宽松的财政与货币政策，自 2009 年 2 月以来，M2 同比始终维持在 20%以上且持续上升。极度宽松的货币政策何时收紧成为市场关注的焦点。7 月 8 日，央行重发一年期央票，释放货币政策收紧信号，随后 8 月初天量 IPO 冲击 A 股造成大跌，也打断了周期行情，2009 年 8 月开始 CPI 同比、PPI 同比双双止跌回升，进一步加剧通胀担忧。至 2009Q3，经济回暖、盈利复苏得到确认，全部 A 股归母净利润增速已达-2%，接近回正，而 CPI、PPI 持续上行，政策继续宽松可能性不大，本轮行情基本结束。

图 13：两次周期行情均结束于牛市尾部



资料来源：wind、东兴证券研究所

图 14：两次周期行情均结束于通胀预期比较显著的时点



资料来源：wind、东兴证券研究所

图 15：7 月 21 日至 9 月 25 日两次升准三次加息

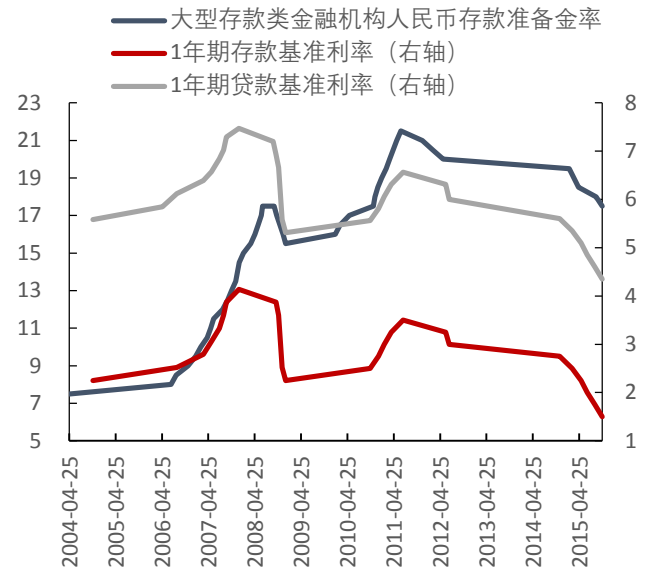


图 16：2009 年为了救市我国采取了极度宽松的货币政策

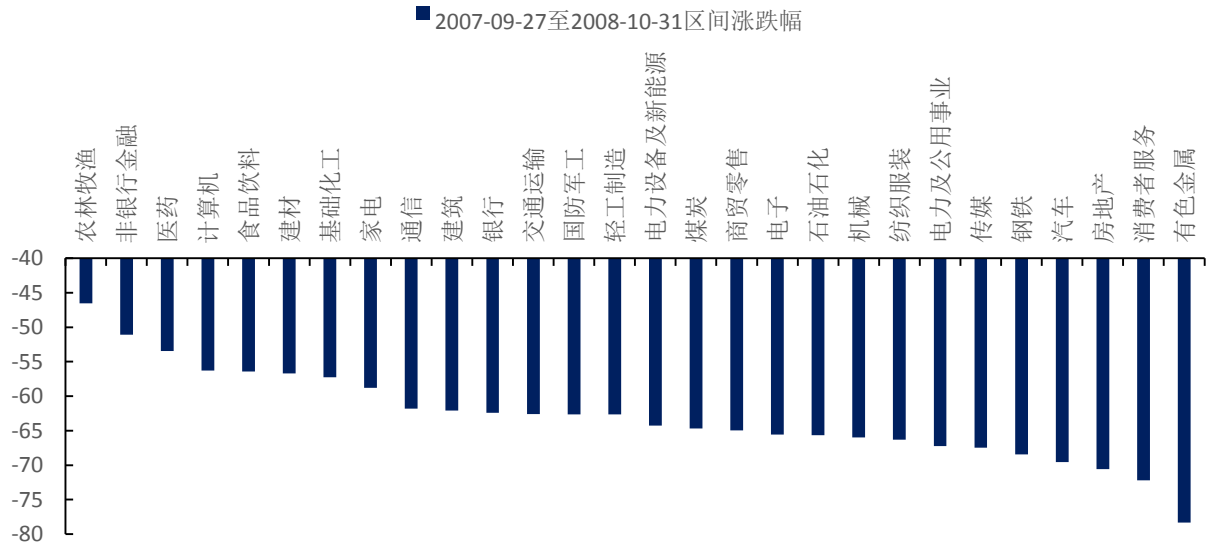


资料来源：wind、东兴证券研究所

资料来源：wind、东兴证券研究所

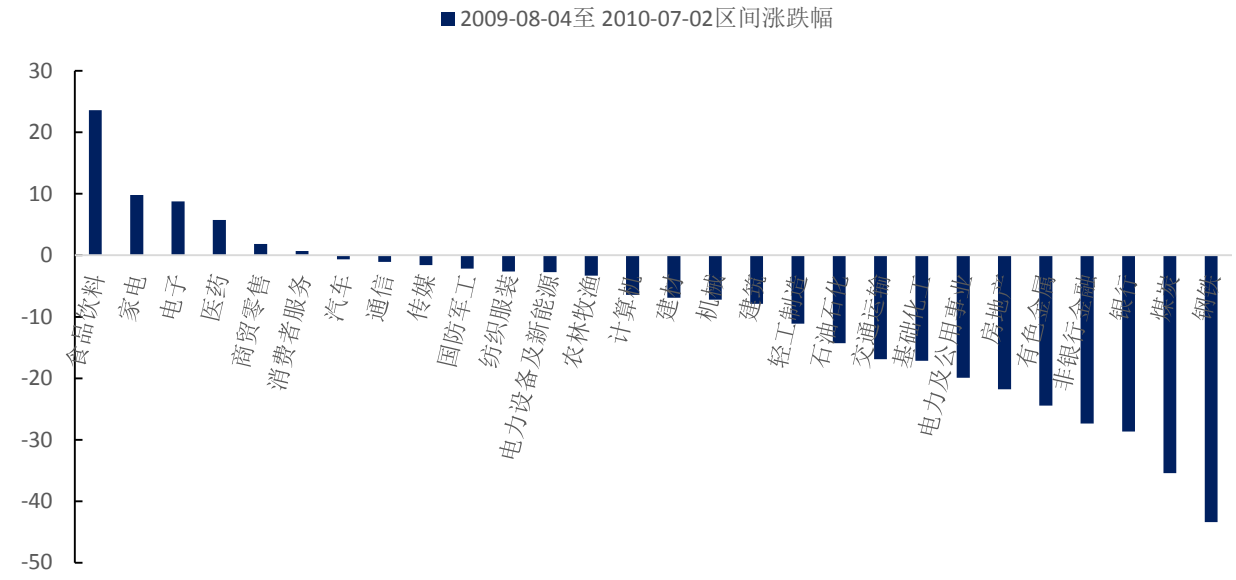
两次周期行情后都是具备防御属性的消费和景气度上行的成长接棒。2006 年 12 月 28 日至 2007 年 9 月 26 日和 2009 年 7 月 2 日至 2009 年 8 月 3 日两次周期行情都结束于牛市的末期，其后市场迅速转跌并持续下行，行情转向消费板块和成长板块，2007 年 9 月底至 2008 年 10 月底，农林牧渔、医药、计算机和食品饮料表现优异，2009 年 8 月至 2010 年 7 月则是食品饮料、家电、电子、医药等领涨市场。消费行情主要源于其盈利增长稳定、防御属性较强的特点，而成长板块则是源于两段区间处于景气度上行区间，2007 年 9 月底至 2008 年 10 月底，成长板块盈利增速处于历史高位，平均归母净利润增速达到 60%，而 2009 年 8 月至 2010 年 7 月则是智能手机出货爆发的时段，全球智能手机出货量同比由 2009 年 Q3 的 12.54%上行至 2010 年 Q3 的 97.44%。

图 17:2007.9-2008.10 农林牧渔、医药、计算机和食品饮料表现优异



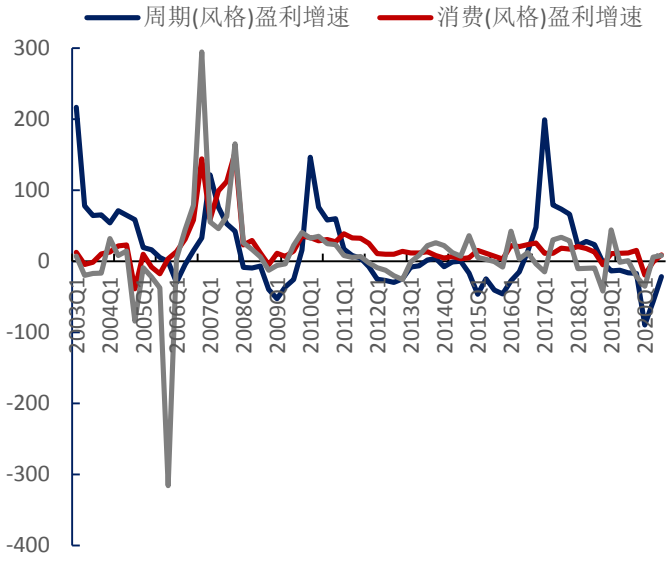
资料来源：wind、东兴证券研究所

图 18：2009.8-2010.7 食品饮料、家电、电子、医药等领涨



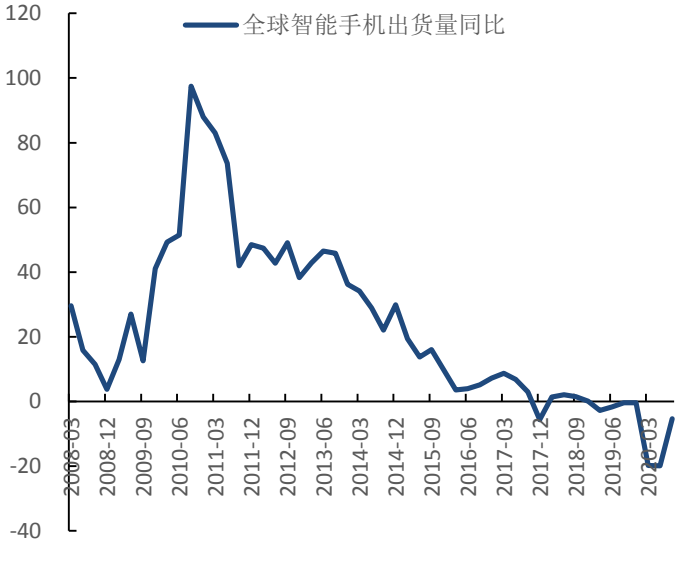
资料来源：wind、东兴证券研究所

图 19: 2007 年 Q4 至 2008 年 Q3 成长股业绩爆发



资料来源：wind、东兴证券研究所

图 20：2009 年-2010 年全球智能手机出货量爆发



资料来源：wind、东兴证券研究所

4. 周期行情与经济基本面密切相关

周期行情与经济基本面有着密不可分的联系。周期行情往往开始于经济向好的时段。周期行情所伴随的一些其他信号，无论是盈利走强还是大宗商品上涨，背后的本质上都是经济的走强，而美元的下行则通常来自于美联储流动性的释放，是经济走强的推手之一。周期行情的结束则往往是通胀担忧加剧，政府收紧政策预期上升，进而导致市场担忧经济的下行。

5. 风险提示

宏观经济下行超预期，数据统计偏差

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