

策略周报

淡化短期波动，把握周期趋势

海外疫情难改复苏进程，顺周期板块仍处上行趋势之中。

- **疫情反复增加不确定性，难以改变基本面复苏趋势**。近日，海外疫情的反复引发全球市场对于疫情再次爆发的担忧加剧。受此影响，22 日亚太及欧股均出现不同程度大跌。我们认为，疫情反复只会影响全球经济复苏的节奏而并不会改变复苏趋势：一是在于经历了今年 Q2 的首度大规模爆发，疫情对于经济的冲击力下降，同时伴随着年内各国充裕货币及财政政策，充裕的流动性环境使得疫情对于金融市场冲击效应大幅降低；二是不同于今年 Q2，随着当前疫苗进程的不断推进，疫情对于经济的影响也必将逐步消退。因此，中期来看全球需求复苏的趋势并未发生根本性改变。
- **不仅如此，全球疫情的反复也会强化全球再循环体系下国内生产对于海外需求的承接**。正如我们在年度策略里面提到的，新冠疫情是全球共生模式修复、经济再平衡的重要催化因素。当前欧美生产修复慢于需求，国内需求修复慢于生产，海外疫情的反复将会延长这一供需裂口出现的时间，从而短期内强化国内生产的替代效应。中期来看，我们认为中国制造的优势仍将成为海外生产的重要补充，全球需求扩张阶段，海外生产恢复带来的份额回流效应有限。因此国内生产对于海外需求的承接有望得到进一步强化。
- **岁末流动性环境超预期宽松**。12 月以来，央行对于资金面呵护意图明显，15 日 9500 亿 MLF 的投放数量更是大幅超出市场预期，本月 6000 亿到期数量，实际净投放 3500 亿，这一操作不仅直接为银行补充了负债端，更是彻底扭转了货币收紧的预期。12 月至今，DR007 利率均值为 1.91%，为 6 月以来新低，市场资金利率中枢出现明显下移。结合上周经济工作会议对于明年宏观政策“不急转弯”的定调，市场对于流动性收紧的担忧得到了根本缓解，这也一定程度引发了近期高估值板块的阶段性反弹。
- **短期波动尚存，周期趋势不改**。资金面的超预期宽松及疫情反复带来短期行情结构波动。进入 12 月，市场逐步进入业绩空窗期，预期影响产生的波动增加。疫情反复影响风险偏好，货币政策定调影响流动性预期。疫情反复以及国内外疫苗消息频出，使得市场对于经济复苏预期出现不断波动，顺周期板块的修复不再像前期坚决。而新能源、新能车、军工和半导体为代表的周期相关性低的成长板块带动创业板指走强。向后看，我们认为科技板块仍将以分化的结构性行情为主，一是明年信用环境回归常态，社融增速见顶回落仍为大概率事件，在这样的环境下，A 股整体估值难有大幅系统性提升，而在这样的环境之中，盈利上行、景气高增的行业板块的结构性机会将会凸显。年度视角下，我们依然坚定看好全球再循环背景下，顺周期板块的配置机会。短期来看，疫苗与疫情的预期博弈仍在进行中，近期外盘以震荡为主，风险偏好难言有效回升，短期内维持震荡市判断。弱美元加持扩张后期行情，强周期板块仍处于上行趋势中。
- **风险提示：逆周期政策不及预期，疫情发展超预期恶化。**

相关研究报告

《A 股市场季度策略——敬慎待时，中坚坚守》20200406

《A 股市场中期策略——顺势而为》20200706

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

疫情反复难改经济复苏趋势.....5

短期波动尚存，周期趋势不改.....7

风险提示.....8

图表目录

图表 1. 美英新增病例情况.....5
图表 2. 日韩新增病例情况.....5
图表 3. 美欧生产修复慢于国内.....5
图表 4. 国内需求修复慢于海外.....5
图表 5. 全球共生模式与中国双循环框架.....6
图表 6. 12 月以来市场资金利率中枢出现下行.....6
图表 7. 弱美元周期下大宗超级周期有望开启.....7

观点回顾

——20200820《一波三折，新周期下工业品行情推演》：国内需求有望率先回暖，关注新周期开启带来的工业品配置机会。本轮周期或与 1975-1978 年库存周期最为相似。需求回暖，工业品价格主升阶段开启。

——20201115《弱刺激下的强周期》：市场信用风险暴露对于 A 股影响可控，关注弱刺激下的强周期行情。来自外部冲击的波动下降会熨平周期的剧烈波动，使周期行业盈利更加持久，赚钱效应也得到根本改观。在全球复苏的大背景下，需求侧的回暖，为盈利上行带来了可持续的动力。

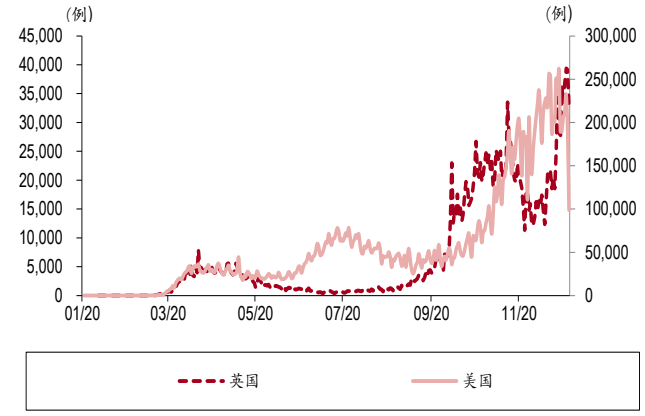
——20201129《循环牛 大周期》：商品资本双循环，A 股有望迎来循环牛，拥抱大周期行情。全球共生模式重启，中国双循环迎接虚拟经济繁荣。周期盈利驱动和海外资本流入有望带领 A 股进入技术性牛市。

——20201213《把握第三轮美元贬值趋势的投资机会》：结合三周期嵌套定位，美元已进入第三轮贬值周期，弱美元环境下，大宗商品、股市风险资产有望迎来新一轮配置机会。长波衰退至萧条阶段，全球技术进入衰竭窗口，中周期“双赤字”债务压力叠加全球经济的疫后重启美元或将进入趋势性贬值阶段。

疫情反复难改经济复苏趋势

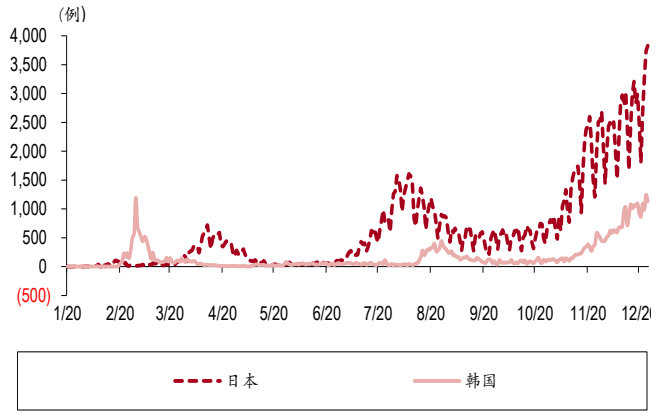
疫情反复增加不确定性，难以改变复苏趋势。近日，英国政府确认了变异毒株的出现，同时日、韩、英等多地出现新增确诊病例的大幅增加，进而引发全球市场对于疫情再次爆发的担忧加剧。受此影响，市场短期盈利复苏预期受阻，22 日亚太及欧股均出现不同程度大跌。我们认为，疫情反复只会影响全球经济复苏的节奏而并不会改变复苏趋势：一是在于经历了今年 Q2 的首度大规模爆发，疫情对于经济的冲击力下降，同时伴随着年内各国充裕货币及财政政策，充裕的流动性环境使得疫情对于金融市场冲击效应大幅降低；二是不同于今年 Q2，随着当前疫苗进程的不断推进，疫情对于经济的影响也必将逐步消退。因此，中期来看全球需求复苏的趋势并未发生根本性改变。

图表 1. 美英新增病例情况



资料来源：万得，中银证券

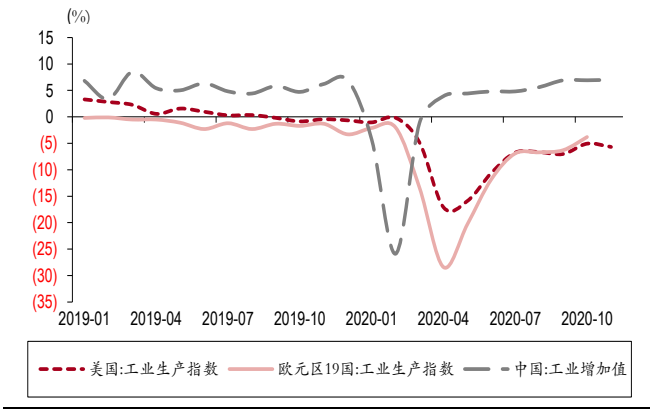
图表 2. 日韩新增病例情况



资料来源：万得，中银证券

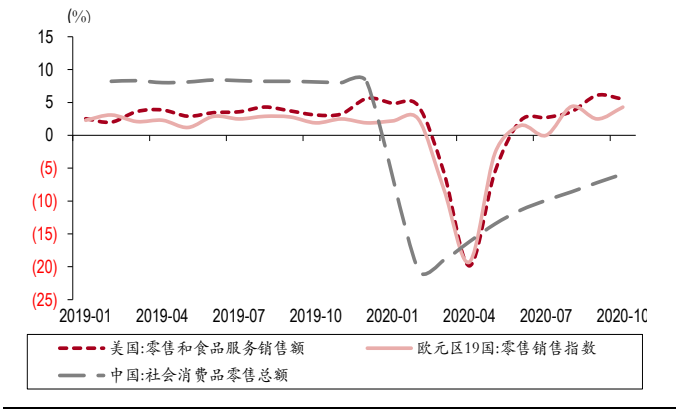
不仅如此，全球疫情的反复也会强化全球再循环体系下国内生产对于海外需求的承接。正如我们在年度策略里面提到的，新冠疫情是全球共生模式修复、经济再平衡的重要催化因素。当前欧美生产修复慢于需求，国内需求修复慢于生产，海外疫情的反复将会延长这一供需裂口出现的时间，从而短期内强化国内生产的替代效应。中期来看，我们认为中国制造的优势仍将成为海外生产的重要补充，全球需求扩张阶段，海外生产恢复带来的份额回流效应有限。因此国内生产对于海外需求的承接有望得到进一步强化。

图表 3. 美欧生产修复慢于国内



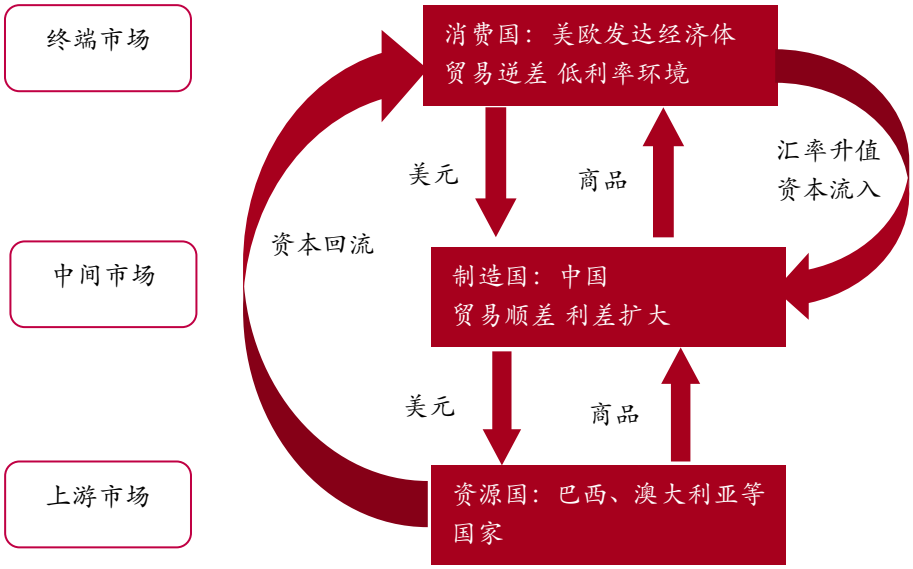
资料来源：万得，中银证券

图表 4. 国内需求修复慢于海外



资料来源：万得，中银证券

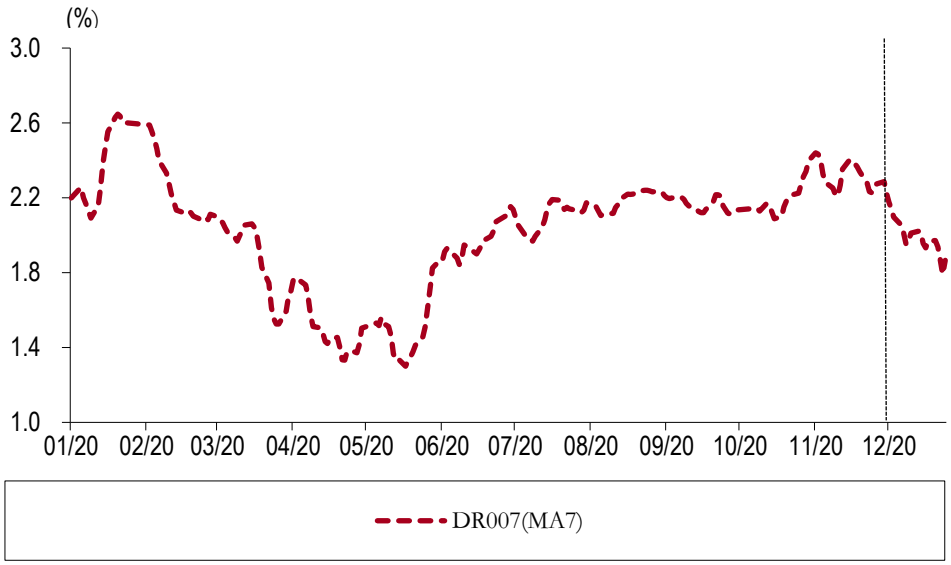
图表 5. 全球共生模式与中国双循环框架



资料来源：中银证券

岁末流动性环境超预期宽松。12 月以来，央行对于资金面呵护意图明显，15 日 9500 亿 MLF 的投放数量更是大幅超出市场预期，本月 6000 亿到期数量，实际净投放 3500 亿，这一操作不仅直接为银行补充了负债端，更是彻底扭转了货币收紧的预期。12 月至今，DR007 利率均值为 1.91%，为 6 月以来新低，市场资金利率中枢出现明显下移。结合上周经济工作会议对于明年宏观政策“不急转弯”的定调，市场对于流动性收紧的担忧得到了根本缓解，这也一定程度引发了近期高估值板块的阶段性反弹。

图表 6. 12 月以来市场资金利率中枢出现下行



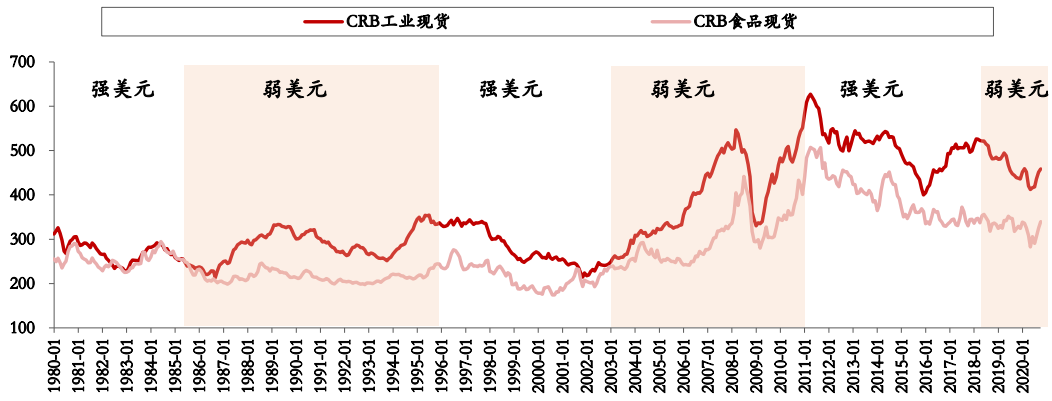
资料来源：万得，中银证券

短期波动尚存，周期趋势不改

资金面的超预期宽松及疫情反复带来短期行情结构波动。进入 12 月，市场逐步进入业绩空窗期，预期影响产生的波动增加。疫情反复影响风险偏好，货币政策定调影响流动性预期。近期超预期宽松的流动性环境对高估值板块的表现也起到了一定程度的推动作用。尽管我们对明年流动性退出节奏的判断一直是偏温和的，但部分投资者还是有担忧，而中央经济工作会议做出的“不急转弯”表述以及近期央行对于资金面的呵护态度也极大缓解了这层焦虑。其次，疫情反复以及国内外疫苗消息频出，使得市场对于经济复苏预期出现不断波动，顺周期板块的修复不再像前期坚决。而新能源、新能车、军工和半导体为代表的周期相关性低的成长板块带动创业板指走强。向后看，我们认为科技板块仍将以分化的结构性行情为主，一是明年信用环境回归常态，社融增速见顶回落仍为大概率事件，在这样的环境下，A 股整体估值难有大幅系统性提升，而在这样的环境之中，盈利上行、景气高增的行业板块的结构性机会将会凸显。年度视角下，我们依然坚定看好全球再循环背景下，顺周期板块的配置机会。短期来看，疫苗与疫情的预期博弈仍在进行中，近期外盘以震荡为主，风险偏好难言有效回升，短期内维持震荡市判断。

弱美元加持扩张后期行情，强周期板块仍处于上行趋势中。毋庸多言，大宗商品超级周期会带来 A 股强周期更大的股价上行弹性。对于 A 股强周期的定义主要是上游能源、材料行业，包括有色、采掘、钢铁、石油石化等。这些行业由于其高波动和盈利持续性不佳一直被市场忽视。但不能否认的是在上一轮超级周期上行过程中，上游原材料、能源行业的股价上涨幅度是非常巨大的。当然这里面有中国处于罗斯托所讲的工业化起飞阶段红利的加持。当前中国处于工业化起飞阶段后期，产业转型时期。正如周其仁所言，这需要中国经济的庞然大物飞行更加稳定，这也给上游强周期行业带来行业格局优化，企业大型化，参与全球竞争的红利。如果说上一轮超级周期上行，更多是全行业受益投资率上行的表现；那么这一轮就表现为行业龙头业绩增速高于行业平均水平，股价的估值溢价得到充分体现的过程。这个过程中由于新能源、新材料的不断渗透，传统工业品、能源供需格局也在不断优化，行业龙头盈利的周期性减弱，成长性得到加强。按照经验上，强周期行业轮动的规律，化工、非金属制品、有色、钢铁、煤炭、石油石化等会出现次第回升的过程。

图表 7. 弱美元周期下大宗超级周期有望开启



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