策略周报

大宗商品超级周期中的A股强周期机遇

政策温和转向，经济强势延续，关注大宗商品超级周期。

- **经济工作会议定调宏观政策或将温和收敛**。12 月 18-20 日，中央经济工作会议在京召开，继上周政治局会议后，进一步对于明年经济工作指明方向。总量方面，会议指出“明年宏观政策要保持连续性、稳定性、可持续性”，“政策操作上要更加精准有效，不急转弯”。总体来看，会议在宏观政策方面的表述相对温和，虽然明年总量上存在着边际收敛，但不会对资本市场形成较大下行风险。结构上，坚持扩大内需的战略基点。投资端更加注重结构转换与韧性，消费端将进一步挖掘国内消费潜力，中长期的产业发展方向上，科技创新仍是明年经济工作的重点任务。
- **国内经济延续强劲复苏，外部环境尚存不确定性**。11 月国内经济延续了前期的复苏趋势，这也是当前宏观政策维持定力的主要原因。外需回暖支撑下 11 月国内生产依然维持高景气。需求端，虽然基建地产小幅回落，但制造业投资大幅提速成为需求端新亮点。往后看，我们维持年度策略的最新观点，国内经济仍处于扩张阶段，出口及制造业投资将成为明年国内经济主要增长点。但我们也应注意到，外部环境尚存不确定性，这也是未来国内经济政策“不急转弯”的一个重要原因。
- **新一轮大宗商品的超级周期或启动**。在《大宗商品价格波动四周期嵌套模型构建》文中指出，商品价格存在 18-20 年的超级周期。超级周期背后的驱动因素与东西半球的房地产周期相联系。在低杠杆、低利率、低库存作用下，美国房地产周期上行确立，我们认为大宗商品超级周期很有可能在 2021 年启动。从经验上看，一个康波周期 60 年，内含三个超级周期，可以推算在康波衰退至萧条的当下一定存在一个超级周期。另外，第三轮美元周期下行趋势开启，美元周期的趋势下行确实支撑了商品价格走高。需要指出的是商品超级周期在上行过程中涨幅不是年度均匀分布的，它与全球经济复苏强度，美元走势，行业供需格局等密切相关。
- **A 股强周期板块的投资机遇**。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。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。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。
- **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

经济复苏延续，政策温和转向.....5

把握周期投资机遇.....7

风险提示.....8

图表目录

图表 1. 近两年中央经济工作会议重要内容对比.....5
图表 2. 外需带动出口高景气.....6
图表 3. 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。

经济复苏延续，政策温和转向

经济工作会议定调宏观政策或将温和收敛。12 月 18-20 日，中央经济工作会议在京召开，继上周政治局会议后，进一步对于明年经济工作指明方向。总量方面，会议指出“明年宏观政策要保持连续性、稳定性、可持续性”，“政策操作上要更加精准有效，不急转弯”。 前者意味着积极的财政政策与稳健的货币政策的整体基调不会发生转变，但“不急转弯”的定调也预示着未来宏观政策或由前期的总量宽松逐步向结构性调节阶段转变，这也与我们在年度策略中提出的未来市场将从前期流动性催生的估值牛市向盈利牛市转变相契合。总体来看，会议在宏观政策方面的表述相对温和，虽然明年总量上存在着边际收敛，但不会对资本市场形成较大下行风险。

结构上，坚持扩大内需的战略基点。投资端更加注重结构转换与韧性，强调“要增强投资增长后劲”，“发挥预算内投资的引导和撬动作用”，鼓励新基建、设备更新和技改、旧改等重点投资领域。消费端将进一步挖掘国内消费潜力，通过“促进就业，完善社保，优化收入分配结构”等方式“扩大中等收入群体，扎实推进共同富裕”，预计未来更多促进国内消费潜力的产业及收入分配政策将会逐步落地。中长期的产业发展方向上，我们看到科技创新仍是明年经济工作的重点任务，基础研究上“强化国家战略科技力量”，中长期方向上“增强产业链供应链自主可控能力”。

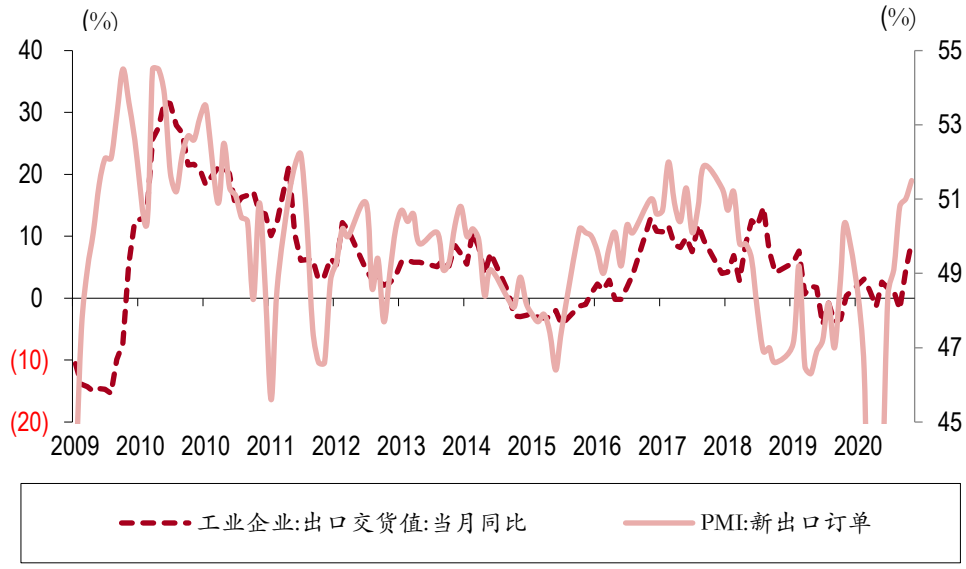
图表 1. 近两年中央经济工作会议重要内容对比

	2020	2019
政策目标	明年是我国现代化建设进程中具有特殊重要性的一年，以优异成绩迎接建党 100 周年	实现全面建成小康社会和“十三五”规划目标任务是明年全党工作的重中之重。实现第一个百年奋斗目标，为“十四五”发展和实现第二个百年奋斗目标打好基础。
经济形势	疫情变化和外部环境存在诸多不确定性，我国经济恢复基础尚不牢固。明年世界经济形势仍然复杂严峻，复苏不稳定不平衡，疫情冲击导致的各类衍生风险不容忽	我国正处在转变发展方式、优化经济结构、转换增长动力的攻关期，结构性、体制性、周期性问题相互交织，“三期叠加”影响持续深化，经济下行压力加大。当前世界经济增长持续放缓，仍处在国际金融危机后的深度调整期，世界大变局加速演变的特征更趋明显，全球动荡源和风险点显著增多
总体基调	宏观政策要保持连续性、稳定性、可持续性。政策操作上要更加精准有效，不急转弯，把握好政策时度效。要用好宝贵时间窗口，集中精力推进改革创新，以高质量发展为“十四五”开好局。加快构建以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局，要紧紧扭住供给侧结构性改革这条主线，注重需求侧管理。	坚持稳字当头，坚持宏观政策要稳、微观政策要活、社会政策要托底的政策框架，提高宏观调控的前瞻性、针对性、有效性
财政政策	积极的财政政策要提质增效、更可持续，保持适度支出强度，增强国家重大战略任务财力保障，在促进科技创新、加快经济结构调整、调节收入分配上主动作为，抓实化解地方政府隐性债务风险工作，党政机关要坚持过紧日子。	积极的财政政策要大力提质增效，更加注重结构调整，坚决压缩一般性支出，做好重点领域保障，支持基层保工资、保运转、保基本民生
货币政策	稳健的货币政策要灵活精准、合理适度，保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配，保持宏观杠杆率基本稳定，处理好恢复经济和防范风险关系，多渠道补充银行资本金，完善债券市场法制，加大对科技创新、小微企业、绿色发展的金融支持，深化利率汇率市场化改革，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定	稳健的货币政策要灵活适度，保持流动性合理充裕，货币信贷、社会融资规模增长同经济发展相适应，降低社会融资成本
未来任务	强化国家战略科技力量；增强产业链供应链自主可控能力；坚持扩大内需这个战略基点；全面推进改革开放；解决好种子和耕地问题；强化反垄断和防止资本无序扩张；解决好大城市住房突出问题；做好碳达峰、碳中和工作。	坚定不移贯彻新发展理念；坚决打好三大攻坚战；确保民生特别是困难群众基本生活得到有效保障和改善；继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策；着力推动高质量发展；深化经济体制改革

资料来源：新华社，中银证券

国内经济延续强劲复苏，外部环境尚存不确定性。11 月国内经济延续了前期的复苏趋势，这也是当前宏观政策维持定力的主要原因。外需回暖支撑下 11 月国内生产依然维持高景气。11 月出口交货值当月同比相较上个月回升 4.8 个百分点，创下 2018 年 11 月以来新高。结构上看，外需相关行业表现亮眼，电气机械、专用设备、医药制造以及计算机设备制造等几个出口相关的行业工业增加值增速持续回升，11 月当月同比也出现显著走强。需求端虽然基建地产小幅回落，但制造业投资大幅提速成为需求端新亮点。往后看，我们维持年度策略的最新观点，国内经济仍处于扩张阶段，出口及制造业投资将成为明年国内经济主要增长点。但我们也应注意到，外部环境尚存不确定性，12 月 18 日美商务部宣布将 59 家中国实体列入出口管制"实体清单"，外部摩擦的反复与不确定性也是未来国内经济政策"不急转弯"的重要原因。

图表 2. 外需带动出口高景气



资料来源：万得，中银证券

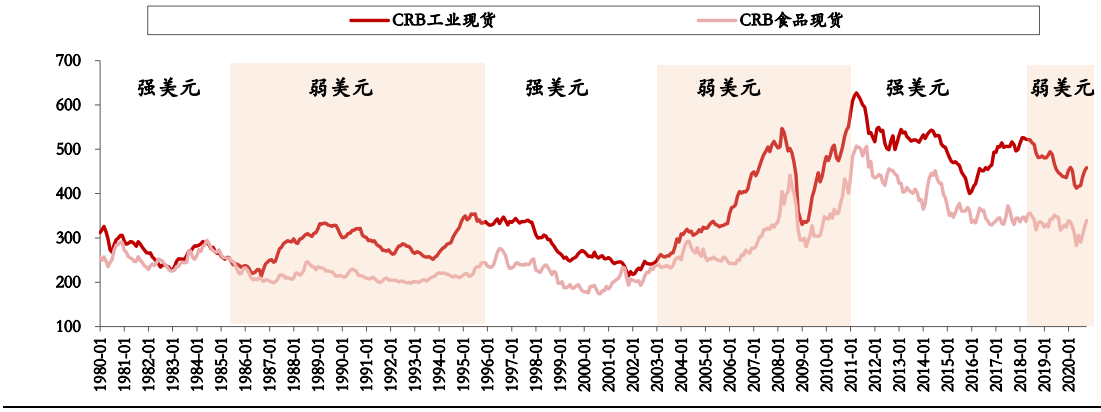
把握周期投资机遇

新一轮大宗商品的超级周期或启动。在《大宗商品价格波动四周期嵌套模型构建》文中指出，商品价格存在 18-20 年的超级周期。超级周期背后的驱动因素与东西半球的房地产周期相联系。被市场熟悉的超级周期上行 2001-2011 年。随着 2011 年大宗商品触及价格高点，预测的触底时间大约在 2020 年附近。新冠疫情带来了商品快速触底的特征，这与 2014-2015 年商品的第一次触底相呼应。在低杠杆、低利率、低库存作用下，美国房地产周期上行确立，我们认为大宗商品超级周期很有可能在 2021 年启动。从经验上看，一个康波周期 60 年，内含三个超级周期，可以推算在康波衰退至萧条的当下一定存在一个超级周期。另一个证据支持超级周期启动就是我们在《周期中美元波动和资产配置》文中指出的布雷顿森林体系后，第三轮美元周期下行趋势开启。虽然美元周期不是商品超级周期开启的充分条件，但美元周期十五年左右的时间与大宗商品超级周期波长类似，美元周期的趋势下行确实支撑了商品价格走高。

需要指出的是商品超级周期在上行过程中涨幅不是年度均匀分布的，它与全球经济复苏强度，美元走势，行业供需格局等密切相关。考虑本轮消费国需求强复苏，制造核心国产能扩张对资源国的需求拉动以及新冠疫情带来的行业供需紧平衡，大宗商品价格可能会在超级周期启动的早期迅速冲高，价格上行幅度会与上一轮 2001-2011 年超级周期上行高点趋同。

A 股强周期板块的投资机遇。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 3. 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