

策略周报

拥抱周期

回应市场对大周期行情的五点分歧

- **分歧 1：国内需求趋弱，政策回归常态，博弈的周期行情不值得参与。**我们认为，市场低估了 2021 年全球共生模式重启，大循环对于国内经济韧性的支撑。新冠疫情后，全球总需求扩张比肩 2008 金融危机后的时期，这将持续的带动中国出口和制造业增速的回升。相比于 2016-2017 年全球补库带动的短周期上行，这次复苏伴有更强的全球总需求扩张和中周期房地产上行的推动，持续性更强，中国作为全球产业链中的一环必然享有全球复苏的红利。
- **分歧 2：大周期行业没有成长性，盈利持续性不佳，难以有大行情。**以成长性得到的估值扩张，本身是盈利持续性和确定性的结果。消费行业更像是马拉松，盈利稳定性强；科技行业更像是短跑，产业周期的确定性以及阶段性业绩的高弹性。如果传统周期行业具备了上述两个特征之一，它的盈利波动性大的诟病就可以改观，而事情确实正在发生变化。
- **分歧 3：买周期股不如买商品期货。**我们以终为始作个倒推，在供给刚性、需求弹性的影响下，叠加美元中期贬值，如果这轮工业品的价格全面超越 2016-2017 年，逼近 2009-2011 年，铜、铝这类工业金属的盈利空间会大幅打开。那么周期股的估值也会得到系统性提升，股价自然会得到相应的上涨匹配。这个时候估值就相当于周期股的乘数，会比单一由价格决定的商品期货弹性更大。因此，对投资者而言，商品期货和周期股最理想的状态是忽略短期波动的影响，专注于价格的趋势性，随着周期股盈利空间的打开，股价反身性自然会得到修正。
- **分歧 4：行业配置，科技与消费仍然是机构重仓板块，可以做板块内景气轮动，跨行业大周期行业重仓意义不大。**风格的大切换需要极端的大行情，虽然我们看到了这方面依稀的苗头，并认为明年是加强版的 2017 年，但仓位决定论的原因仍使得这种切换来得温和一些。因此，希望明年一年就能够引发到完成是不现实的。获得更多的关注与认同，并给用脚投票的投资者更大的回报，大周期板块就可以说完成了预期目标了。
- **分歧 5：部分大周期行业龙头具备成长性，而上游资源材料格局一般，股价波动太高，难以重仓。**市场认为即便是 2006-07 年高贝塔板块有色、券商大行情，回溯下来机构重仓的仍然是银行、地产这些供需格局较好的周期行业。一些投资者认可明年周期大年的宏观逻辑，但在配置上更多投向已经证明自己的周期板块和股票。而对于高贝塔的上游原材料以及银行板块仍然认为收益高弹性背后是高风险，配置上犹豫不决。我们完全可以理解这种稳健的周期配置思路，但更进一步，会使得投资者在承受差不多风险前提下，获得更高的回报。
- **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

《弱刺激下的强周期》20201115
《加仓周期》20201122
《循环牛，大周期》20201129

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

回应市场对大周期行情的五点分歧.....5

风险提示.....9

图表目录

图表 1. 联储扩表速度史无前例 5
图表 2. 美国房地产景气与利率强负相关 5
图表 3. 本轮大宗商品的资本开支周期较弱 6
图表 4. 赤峰黄金与金价走势 7
图表 5. 2017 年以来的市场风格矩阵 7
图表 6. 商业银行净息差与行业超额收益的关系 8
图表 7. 行业配置建议 8

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。

——20201101《布局周期正当时》：复苏趋势下静候海外不确定因素落地。盈利复苏趋势延续但节奏或有放缓，海外风险冲击尚存但盈利修复下市场中期趋势不改，静候海外不确定因素的落地。

——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。

回应市场对大周期行情的五点分歧

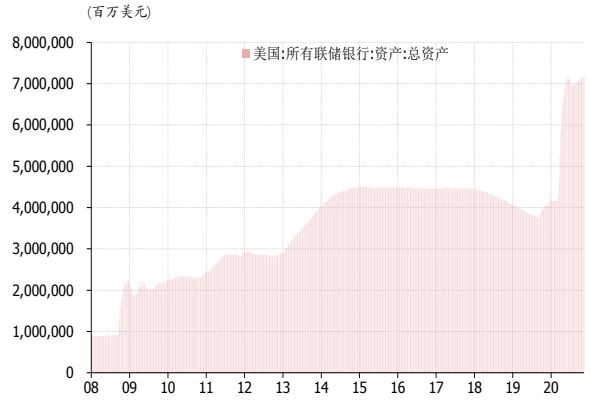
上周我们发布的年度策略《循环牛，大周期》引起市场的广泛关注，尤其是 2021 年超配大周期板块的判断在投资者中有不小分歧。基于此，我们需要回应市场对大周期行情启动的五点重要分歧，并重申超配大周期板块将是 2021 年获得 A 股超额收益的重要来源。

分歧 1：国内需求趋弱，政策回归常态，博弈的周期行情不值得参与。

市场重要分歧点在于 2021 年国内经济复苏的持续性。一般观点认为，随着财政和货币政策回归常态，在基数效应作用下，经济增长呈现前高后低的态势，PPI 和周期行业的利润增速也会受此带动。在这种预期下，周期行情最多持续 1-2 个季度，甚至不如 2016-2017 年供给侧结构改革时期，大资金很难参与。

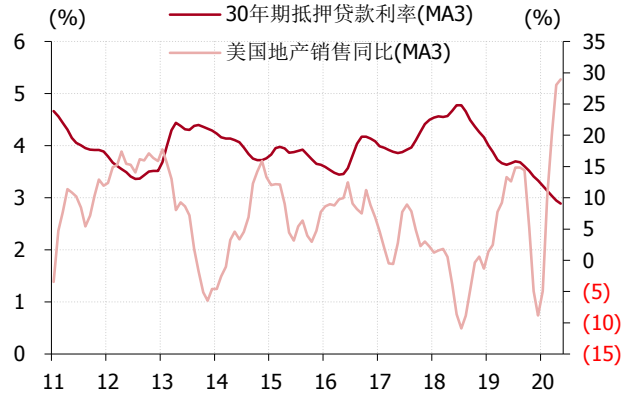
我们认为，市场低估了 2021 年全球共生模式重启，大循环对于国内经济韧性的支撑。消费国欧美持续政策强刺激以及全球美元超宽松的流动性将支持制造国中国及资源国景气回升。新冠疫情后，全球总需求扩张比肩 2008 金融危机后的时期，这将持续的带动中国出口和制造业增速的回升。此外，在大洋彼岸美国房地产周期启动将有力的支撑全球需求和大宗商品价格。因此，相比于 2016-2017 年全球补库带动的短周期上行，这次复苏伴有更强的全球总需求扩张和中周期房地产上行的推动，持续性更强，中国作为全球产业链中的一环必然享有全球复苏的红利。

图表 1. 联储扩表速度史无前例



资料来源：万得，中银国际证券

图表 2. 美国房地产景气与利率强负相关



资料来源：万得，中银国际证券

分歧 2：大周期行业没有成长性，盈利持续性不佳，难以有大行情。

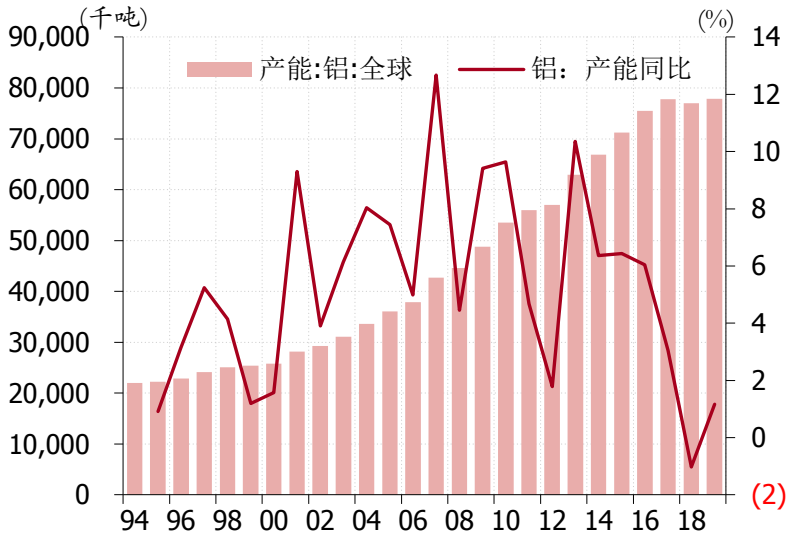
过去 10 年，市场习惯了在投资率下行的背景下，政策刺激冲高回落的周期行情。而认识到消费、医药弱周期板块成长性高的投资者赚的盆满钵满。在收益率此消彼长的过程中，周期盈利持续性不强，没有大行情自然深入人心。

我们认为，以成长性得到的估值扩张，本身是盈利持续性和确定性的结果。消费行业更像是马拉松，盈利稳定性强；科技行业更像是短跑，产业周期的确定性以及阶段性业绩的高弹性。如果传统周期行业具备了上述两个特征之一，它的盈利波动性大的诟病就可以改观，而事情确实正在发生变化。

万华化学，三一重工，海螺水泥等传统周期龙头正在表现出它成长性的一面。行业竞争格局优化，传统企业大型化的过程中，纵向一体化，规模优势使得龙头获得高于行业平均增速的盈利能力。周期属性更强的如上游资源原材料黑色、有色由于供给侧结构改革的优化，过去五年全球产能扩张减速，龙头的溢价能力也较之前得到了提升。

即便我们不奢求周期有消费的稳定盈利能力，但获得类似科技产业周期，阶段性的高业绩弹性是可以期待的。我们在《弱刺激下的强周期》报告论述了本轮国内政策刺激较为节制，带来供需缺口持续紧平衡，叠加海外出口，下游汽车、新能源等需求的改善支撑了大周期行业的业绩改善。类似猪周期，消费电子，新能源光伏等基本面反转带来的盈利提升行情会在更多的传统周期行业中看到。

图表 3. 本轮大宗商品的资本开支周期较弱



资料来源：万得，中银证券

分歧 3：期货涨得多，周期股涨得少。买周期股不如买商品期货。

商品期货价格取决于边际上的供需错配。供需缺口存在带来价格持续的上涨压力。在金融资本的助推下有时会上演"逼空"行情。周期股是盈利和估值共同决定的。期货涨得多，周期股涨得少的症结在于估值没有得到同步提升。因此，估值对于周期股而言是把双刃剑。当商品期货出现"逼空"，价格出现凌厉上涨的过程中，虽然周期股的静态盈利得到改善，但市场预期价格波动性也会加大，这就带来了估值的折损，自然周期股的收益就跑输了商品期货。当然这些都是基于短期的讨论。

我们以终为始作个倒推，在供给刚性、需求弹性的影响下，叠加美元中期贬值，如果这轮工业品的价格全面超越 2016-2017 年，逼近 2009-2011 年，铜、铝这类工业金属的盈利空间会大幅打开。那么周期股的估值也会得到系统性提升，股价自然会得到相应的上涨匹配。这个时候估值就相当于周期股的乘数，会比单一由价格决定的商品期货弹性更大。这又回到了我们对于分歧 1 的回应，全球总需求扩张，经济复苏的乐观判断上面。

因此，对投资者而言，商品期货和周期股最理想的状态是忽略短期波动的影响，专注于价格的趋势性，随着周期股盈利空间的打开，股价反身性自然会得到修正。具体可以参考贵金属价格和龙头股赤峰黄金的表现。

图表 4. 赤峰黄金与金价走势



资料来源：万得，中银证券

分歧 4：行业配置，科技与消费仍然是机构重仓板块，可以做板块内景气轮动，跨行业大周期行业重仓意义不大。

这其实是不同周期定位下的行业超配问题。我们在年度策略报告《循环牛，大周期》中指出 2021 年中国经济处于扩张后期阶段，在过去几轮扩张后期的阶段，周期和消费具备行业上的超额收益。但考虑到，此轮扩张前期，新冠疫情的不确定性带来的金融、周期板块的滞涨以及消费板块估值分位较高，使得大周期行业具备了补涨和超配的基础。从自上而下的视角看，明年大周期行业会有三重逻辑支撑，全球复苏，再通胀以及随后的货币政策初步紧缩带来的收益率上行。从行业比价角度看，明年大部分科技行业的盈利弹性跑不赢主板，估值分位过高使得其对流动性更加敏感。消费板块仍然会获得业绩确定性溢价，但相对收益有可能会跑输大周期行业。

风格的大切换需要极端的大行情，虽然我们看到了这方面依稀的苗头，并认为明年是加强版的 2017 年，但仓位决定论的原因仍使得这种切换来得温和一些。因此，希望明年一年就能够引发到完成是不现实的。获得更多的关注与认同，并给用脚投票的投资者更大的回报，大周期板块就可以说完成了预期目标了。

图表 5. 2017 年以来的市场风格矩阵

	2017年收益矩阵图			2018年收益矩阵图		
	小市值	中市值	大市值	小市值	中市值	大市值
价值	(8.69)	14.11	37.66	(31.80)	(23.29)	(9.21)
GARP	(31.27)	(13.08)	10.38	(33.19)	(23.22)	(19.49)
成长	(31.89)	(15.85)	14.60	(18.23)	(9.67)	9.48
	2019年收益矩阵图			2020年以来收益矩阵图		
	小市值	中市值	大市值	小市值	中市值	大市值
价值	7.08	13.94	9.40	10.70	7.11	(1.62)
GARP	16.44	22.06	38.48	58.58	34.94	36.94
成长	51.89	76.90	121.21	42.50	51.50	62.89

资料来源：万得，中银证券

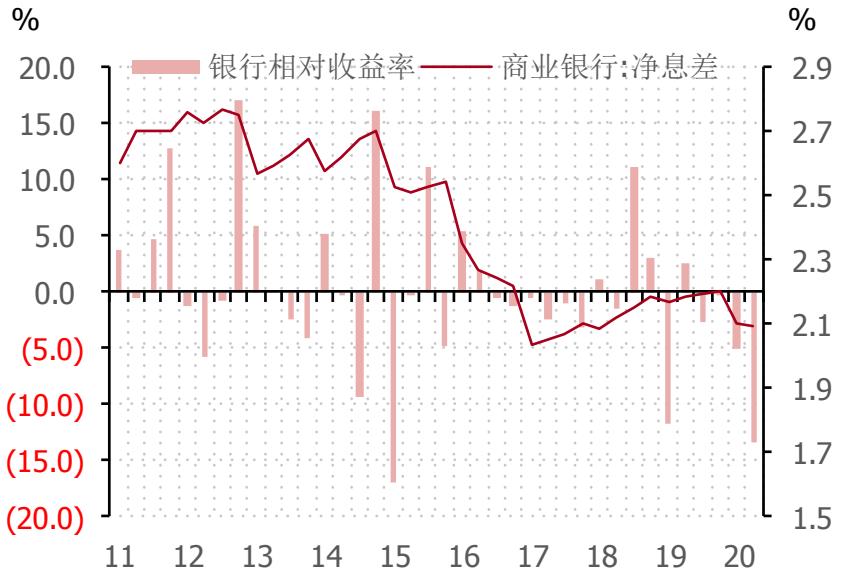
分歧 5：大周期行业，化工、工程机械、建材水泥、保险等行业格局更好，龙头具备成长性。而上游资源材料：有色、黑色、石油石化、银行、券商格局一般，股价波动太高，难以重仓。

市场认为即便是 2006-07 年高贝塔板块有色、券商大行情，回溯下来机构重仓的仍然是银行、地产这些供需格局较好的周期行业。一些投资者认可明年周期大年的宏观逻辑，但在配置上更多投向已经证明自己的周期板块和股票。而对于高贝塔的上游原材料以及银行板块仍然认为收益高弹性背后是高风险，配置上犹豫不决。我们完全可以理解这种稳健的周期配置思路，但更进一步，会使得投资者在承受差不多风险前提下，获得更高的回报。我们以银行、有色为例简要说明我们的思路。

一些投资者对银行的认识还是在坏账、信用风险对银行的估值压制层面，我们认为至少在明年这样的短周期层面，配置银行的思路更多是顺周期进攻性的逻辑，而不是过去防御性的思考。从基本面角度，明年中美两国都存在长端利率要比短端利率更快上行的压力，银行净息差改善是确定且持续的。在历史上，银行高净息差阶段，行业超额收益是非常明显的。同时考虑到，美元趋势贬值，海外资本流入带来的人民币低估值资产重估逻辑，这使得银行的估值有进一步扩张的空间。银行可以享有大周期行业同样的底部估值和业绩“双击”的逻辑。

明年的有色行情，我们认为和起始于 2018 年下半年的猪周期行情有较强的相似性。供给刚性、需求弹性使有色行业盈利持续性大大加强。现有行业上市公司大多处于刚刚扭亏阶段，伴随着商品价格的上涨行业公司的盈利也会持续改善。不同于以往国内、基建地产带来全行业盈利改善，产能扩张，本轮新能源光伏、汽车等新兴产业带来的需求回升，带来行业龙头溢价会更加明显。

图表 6. 商业银行净息差与行业超额收益的关系



资料来源：万得，中银证券

图表 7. 行业配置建议

配置建议	板块	行业
超配	传统周期、大金融	有色、化工、钢铁、建材、煤炭、石油、保险、银行、券商
标配	必需消费、可选消费、先进制造	食品饮料、家电、新能源和新能源汽车
低配	TMT	计算机、通信

资料来源：万得，中银证券

风险提示

中美贸易摩擦加剧，盈利超预期下行

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