2020 年 11 月 23 日

策略研究团队

周期已是“新共识”

——投资策略点评

牟一凌（分析师）
mouyiling@kysec.cn
证书编号：S0790520040001

● **周期行情的背后：全球即将走进复苏，供需格局正在重塑**

市场继续全面演绎周期行情，顺周期中低估值板块成为主力，宏观经济的变化开始走进越来越多投资者的认知视野中。当下周期行情的逻辑我们此前已做了系统性分析，归纳来看有：全球经济正在步入疫情后的复苏，美国房地产复苏、刺激法案落地和企业补库存正在进入运行轨道；经济恢复中供给恢复往往慢于需求，全球再通胀交易正在出现；疫情后供需格局正在重塑，中国制造业在全球产业链动荡中正在出现韧性和扩张能力。上述因素正在冲击市场传统的基于货币收紧导致信用回落——基建+地产缺乏弹性——经济必然走弱的传统认知。

● **市场回报向 ROE 回归，顺周期（金融+周期）不止是“低估值”**

从股债风险溢价看，当前回落至均值附近。历史可比区间的 2009 年初和 2017 年初，都是经济复苏期，而随后 1 年内市场以盈利贡献占据主导，估值贡献为负。如果回归长期回报视角，上市公司 ROE 水平（wind 全 A 平均年化 12.11%）整体决定了长期收益率水平（对应为 12.15%）。我们发现在经济复苏中期，以 2017 为例，市场长期收益率往往会向 ROE 水平的长期中枢回归。我们不怀疑“好赛道”的未来，但是投资者需要关注 2019 年以来股票收益率水平是否跑得太快，需要停下来等待 ROE 增速的跟进。我们在周报《做多新共识，深化顺周期》中测算：金融板块的收益率向 ROE 回归偏向正面，整体看，伴随经济复苏带来的 ROE 提升，股价对于 ROE 弹性的排序是金融>周期>消费>科技。**当下要注重周期板块在复苏中的 ROE 弹性，更要注重金融板块收益率对于 ROE 提升的弹性。**

● **“新共识”正在形成，“撤退”言之过早**

我们在《做多“新共识”，深化顺周期》中对于主动基金（偏股与股票型）测算：部分 4 季度以来创新高的股票型基金在大幅加仓周期，其余资金尚在犹豫，赚钱效应尚处扩散初期。11 月 16 日当周北上整体净买入 55.10 亿元，其中，净买入前 5 的行业分别为化工、电气设备、机械设备、有色金属以及银行；净卖出前五的行业分别为食品饮料、电子、计算机、医药生物以及农林牧渔。外资调仓背后来源于深刻的逻辑变化：海外走出疫情后的经济复苏和实际利率的上行。**当下全球风格切换的共振正在开启，投资者不要以存量博弈的思路错失当下机会。**基本面角度看，周期决断时点在 2021 年 2 季度后，不用着急“说再见”。

● **收益率回归 ROE 的时点就在当下，周期+金融优于一切**

宏观经济复苏带来的并不只是高 Beta 收益，更深刻意义是为系统性价值发现提供了良好基础，我们最看重三条主线：（1）在复苏具有方向确定性下，经济复苏带来价值修复，最适合不喜“追涨”的投资者：**金融（银行、保险、房地产）**。（2）把握国内经济动能切换下制造业复苏的投资机会：**化工（大炼化、钛白粉）、集运、机械设备、家电、造纸**。（3）通胀交易处在预期抢跑阶段，未来将“高波动高弹性”，可以布局：**有色（铜、铝），煤炭（焦煤），油服**。

● **风险提示：**疫苗的作用证伪，经济复苏不及预期。

相关研究报告

《投资策略周报-做多“新共识”，深化顺周期》-2020.11.22

《投资策略点评-RCEP 落地：市场定价从“内循环”走向“双循环”》-2020.11.16

《投资策略周报-信用冲击后的市场主线》-2020.11.15

目 录

1、 市场回报向 ROE 回归成为新共识 3
2、 周期来临，勿失机遇 3
3、 风险提示 4

1、 市场回报向 ROE 回归成为新共识

市场继续全面演绎周期行情，顺周期中低估值板块成为主力，宏观经济的变化开始走进越来越多投资者的认知视野中。当下周期行情的逻辑我们此前已做了系统性分析，归纳来看有：全球经济正在步入疫情后的复苏，美国房地产复苏、刺激法案落地和企业补库存正在进入运行轨道；经济恢复中供给恢复往往慢于需求，全球再通胀交易正在出现；疫情后供需格局正在重塑，中国制造业在全球产业链动荡中正在出现韧性和扩张能力。上述因素正在冲击市场传统的基于货币收紧导致信用回落——基建+地产缺乏弹性——经济必然走弱的传统认知。

A 股收益将向 ROE 回归，已是当下新共识。从股债风险溢价看，当前回落至均值附近。历史可比区间的 2009 年初和 2017 年初，都是经济复苏期，而随后 1 年内市场以盈利贡献占据主导，估值贡献为负。如果回归长期回报视角，上市公司 ROE 水平（wind 全 A 平均年化 12.11%）整体决定了长期收益率水平（对应为 12.15%）。我们发现在经济复苏中期，以 2017 为例，市场长期收益率往往会向 ROE 水平的长期中枢回归。我们不怀疑“好赛道”的未来，但是投资者需要关注 2019 年以来股票收益率水平是否跑得太快，需要停下来等待 ROE 增速的跟进。我们在周报《做多新共识，深化顺周期》中测算：金融板块的收益率向 ROE 回归偏向正面，整体看，伴随经济复苏带来的 ROE 提升，股价对于 ROE 弹性的排序是金融>周期>消费>科技。**当下要注重周期板块在复苏中的 ROE 弹性，更要注重金融板块收益率对于 ROE 提升的弹性**。

2、 周期来临，勿失机遇

当下投资者的一个顾虑是，经济复苏是否成为了市场参与者的一致预期，后续难有持续性。我们观测到的实际情况是，根据我们在《做多“新共识”，深化顺周期》中对于主动基金（偏股与股票型）的测算，当下机构投资者尚处分歧阶段，只有部分 4 季度以来创新高的股票型基金在大幅加仓周期，赚钱效应处在扩散初期。北上资金来看，上周（20201116-20201120）北上整体净买入 55.10 亿元，其中，净买入前 5 的行业分别为化工、电气设备、机械设备、有色金属以及银行；净卖出前五的行业分别为食品饮料、电子、计算机、医药生物以及农林牧渔。其背后逻辑我们在此前《为全球风格共振做好准备》中已有论述：同样来自于海外走出疫情后的经济复苏和实际利率的上行。**当下风格切换已是全球共识，投资者不要以存量博弈的思路错失当下机会**。

周期持续性的验证时点在 2021 年 2 季度以后，这取决于美国库存回补的力度和幅度，中国企业库存情况以及国内信用扩张的趋势。按照 2001 年和 2009 年美国产能利用率上升对中国出口影响的历史规律，往往第一阶段是正面拉动效应，这至少可以维持季度至半年级别以上的乐观。当下周期还处在预期抢跑阶段，远未到讨论“说再见的时候”。

宏观经济复苏带来的并不只是高 Beta 收益，更深刻意义是为系统性价值发现提供了良好基础，我们最看重三条主线：（1）在复苏具有方向确定性下，经济复苏带来价值修复，最适合不喜“追涨”的投资者：**金融（银行、保险、房地产）**。（2）把握国内经济动能切换下制造业复苏的投资机会：**化工（大炼化、钛白粉）、集运、机械设备、家电、造纸**。（3）通胀交易处在预期抢跑阶段，未来将“高波动高弹性”，可以布局：**有色（铜、铝），煤炭（焦煤），油服**。

3、 风险提示

疫苗的作用证伪，经济复苏不及预期

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。
因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%～20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在－5%～＋5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。
备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。		

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海
地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳
地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京
地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安
地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn