

策略周报

加仓周期

全球共生模式修复，当前周期行情存在预期差，加仓周期正当时。

- **全球共生模式修复，周期孕育大行情**。随着美国贸易赤字达到十四年以来的新高，中国贸易顺差稳中有升，这标志着 2016 年以来特朗普政府逆全球化的贸易措施基本宣告失败，2008 年金融危机之前的全球共生模式正在修复。消费核心国（美国、欧洲）、制造核心国（中国）、资源核心国（澳大利亚，俄罗斯）正在各就其位。在后疫情阶段，全球产业链共生模式将会演绎消费国的经济复苏将带动制造国的产能扩张，进而拉动资源国的大宗商品价格。考虑到欧美二次疫情爆发，正在筹划中的第二波的财政刺激，上述全球共生模式下的资源价格向上弹性正得到进一步强化。我们观察到无论 CRB 指数，还是南华商品指数都恢复到疫情前的水平，但价格的超跌反弹不是终点，我们认为全球共生模式下海外的强刺激将使资源价格全面超越 2017 年的高点。
- **在全球共生模式下，汇率的调整机制也是决定资源价格弹性的重要一环**。随着消费国赤字水平的攀升，本币贬值的压力就会越来越大。美元正在面临这样的正反馈过程。因此美元的贬值是修复全球共生模式的基础。在美联储没有因为通胀预期攀升而收紧货币政策前，美元贬值具备可持续性。美元的贬值除了会从标价上抬升资源品价格，在人民币相对升值的过程中，国际资本流入会加速制造国需求匹配的产能扩张，以进口的方式增加上游资源国的需求。因此在美元持续贬值不构成对其信用基础造成破坏之前，资源价格的向上弹性得到了额外的支撑。
- **市场正在系统性的低估周期行业盈利的幅度和持续性**。我们认为现在时点应该继续加仓周期板块，并作为明年配置的首选风格。主要逻辑如下：一、全球共生模式下，消费国的需求刺激转化为制造国的产能并拉动大宗商品价格；二、美元贬值具有持续性，在人民币升值和通胀预期抬升背景下，有色、黑色、地产、金融低估值盈利改善行业认识趋同性强；三、国内弱刺激下的强周期，供给侧结构改革约束持续，弱刺激继续优化行业格局，海外需求带来行业盈利改善，周期龙头溢价明显。具体配置上，追求稳健的绝对收益投资者，将顺周期大金融板块作为首选，主要逻辑是在人民币升值的背景下，长端利率继续提升是大概率事件，长短利差走阔，带来银行低估值盈利改善持续；追求弹性的相对收益投资者，建议将强周期资源，交运作为配置的首选。
- **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

全球共生模式修复，周期孕育大行情.....5

加仓周期.....6

风险提示.....7

图表目录

图表 1. 中美经常项目余额占比 5
图表 2. CRB 与美元指数 5
图表 3. 人民币汇率升值与十年期国债收益率 6
图表 4. 新兴产业爆发带动资源价格上行 6

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。。

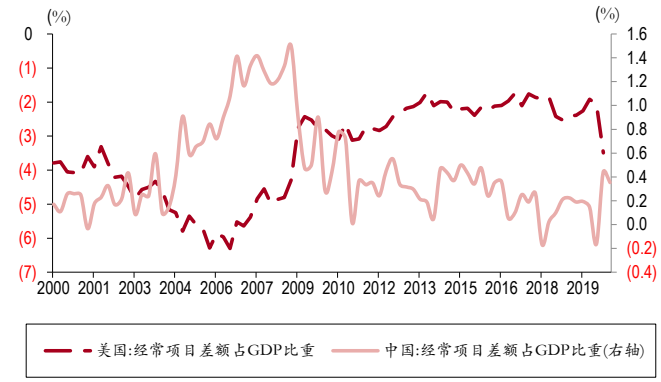
全球共生模式修复，周期孕育大行情

全球共生模式下，资源价格获得向上弹性。随着美国贸易赤字达到十四年以来的新高，中国贸易顺差稳中有升，这标志着 2016 年以来特朗普政府逆全球化的贸易措施基本宣告失败，2008 年金融危机之前的全球共生模式正在修复。消费核心国（美国、欧洲）、制造核心国（中国）、资源核心国（澳大利亚，俄罗斯）正在各就其位。在后疫情阶段，消费国的经济复苏将带动制造国的产能扩张，进而拉动资源国的大宗商品价格。考虑到欧美二次疫情爆发，正在筹划中的第二波的财政刺激，上述全球共生模式下的资源价格向上弹性正得到进一步强化。我们观察到无论 CRB 指数，还是南华商品指数都恢复到疫情前的水平，但价格的超跌反弹不是终点，我们认为全球共生模式下海外的强刺激将使资源价格全面超越 2017 年的高点。

有一种观点认为明年国内宏观调控政策减弱将从需求端打击资源价格，我们认为这忽略了两方面的事实：一是中国作为全球产业链制造一环，它的产能扩张决定于消费国的需求拉动，以出口的增长表现出来。历史上中国的出口波动率与经济增长波动具有高度的相关性。因此国内需求的稳中趋弱对全球资源价格影响较轻。二是我们在《弱刺激的强周期》报告中阐述了在投资率下滑的过程中，国内需求的强刺激只能导致资源价格的脉冲式上涨，不可持续；弱刺激叠加供给侧结构改革反而可以带来周期行业盈利的持续性加强。正是基于上述两点实事，我们认为明年宏观调控政策趋弱将不是周期行情的主要判断依据和参考。投资者需要打破金融危机以来的思维定势，重新审视资源价格上涨的可持续性。

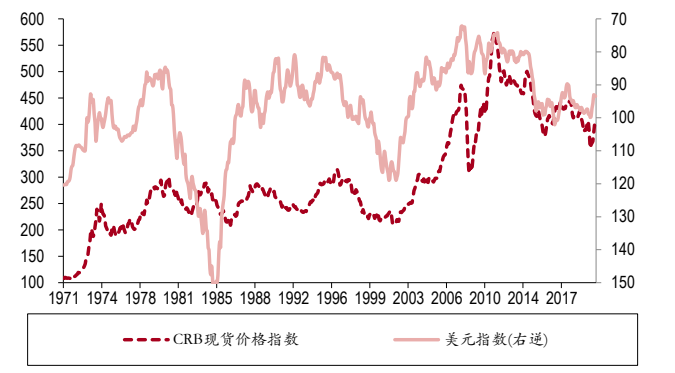
在全球共生模式下，汇率的调整机制也是决定资源价格弹性的重要一环。随着消费国赤字水平的攀升，本币贬值的压力就会越来越大。美元正在面临这样的正反馈过程。美元的贬值是修复全球共生模式的基础。在美联储没有因为通胀预期攀升而收紧货币政策前，美元贬值具备可持续性。美元的贬值除了会从标价上抬升资源品价格外，在人民币相对升值的过程中，国际资本流入会加速制造国需求匹配的产能扩张，以进口的方式增大上游资源国的需求。因此在美元持续贬值不构成对其信用基础造成破坏之前，资源价格的向上弹性得到了额外的支撑。

图表 1. 中美经常项目余额占比



资料来源：万得，中银证券

图表 2. CRB 与美元指数



资料来源：万得，中银证券

加仓周期

我们认为对于周期行业而言，现在的要紧问题不是配不配置，而是以多大比例配置的问题。市场正在系统性的低估周期行业盈利的幅度和持续性。考虑到当前投资者对周期行情分歧较大，行业层面推荐更多是看短做短，因此从投资情绪角度看，周期行业也具有较大的正向预期差。我们注意到截止 11 月 20 日，申万一级有色行业的当月收益率 18.2%，重新回到了全行业第一；与此同时海外大宗商品价格铜、铝、铅、锌等也不断创出本轮回升的新高。考虑到这轮短周期复苏，行业基本面趋势动量很强以及后续拜登当选、美财政刺激落地、疫苗商业化等多种有利于周期的价值催化陆续推出，我们认为现在时点应该坚定地继续加仓周期板块，并作为明年配置的首选风格。简要逻辑如下：

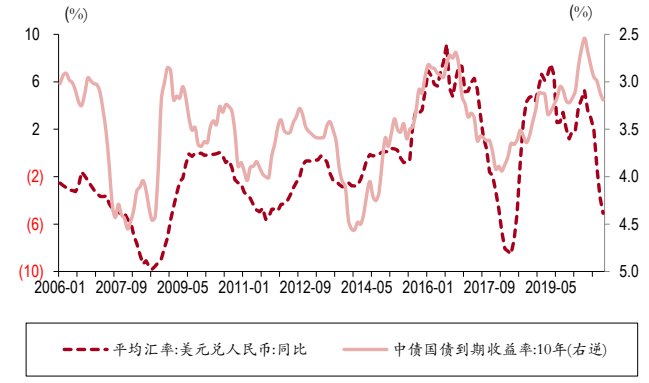
一、全球共生模式下，消费国的需求刺激转化为制造国的产能并拉动大宗商品价格；

二、美元贬值具有持续性，在人民币升值和通胀预期抬升背景下，有色、黑色、地产、金融低估值盈利改善行业认识趋同性强；（参考《国际化博弈——从升值与通胀的关系中演绎 2008》）

三、国内弱刺激下的强周期，供给侧结构改革约束持续，弱刺激继续优化行业格局，海外需求带来行业盈利改善，周期龙头溢价明显。

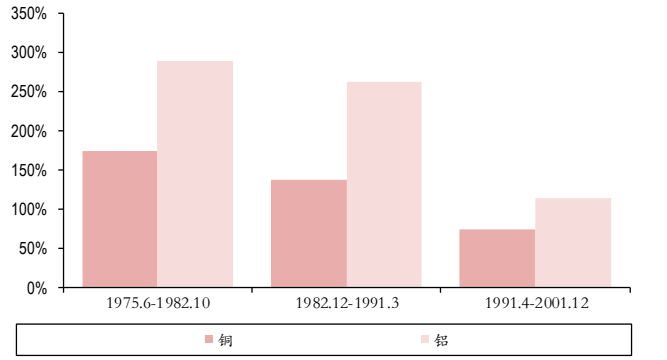
具体配置上，追求稳健的绝对收益投资者，将顺周期大金融板块作为首选，主要逻辑是在人民币升值的背景下，长端利率继续提升是大概率事件，长短利差走阔，带来银行低估值盈利改善持续；追求弹性的相对收益投资者，建议将强周期资源，交运作为配置的首选。周期弹性品种首选有色，同时具备成长性特征，类比日本制造业升级经验，1975-1982 年铜、铝最大涨幅达到 175%，289%（参考《一波三折，新周期下工业品行情推演》）。最被低估石油石化，油价超跌，滞涨，向上修复空间大；交运盈利修复的持续性较强，受益后疫情时期的全球复苏。

图表 3. 人民币汇率升值与十年期国债收益率



资料来源：万得，中银国际证券

图表 4. 新兴产业爆发带动资源价格上行



资料来源：万得，中银国际证券

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