新时代证券 New Times Securities

周期才刚起步

——策略周报

投资周报

- **大宗商品的价格上涨可能会持续两年，至少和 2016-2017 年类似，如果考虑到疫情期间全球央行货币的过度投放，级别可能会更高。2008 年底-2011 年初和 2016-2017 年周期股行情的特点告诉我们，周期股第一波行情最值得参与，可能会持续到 2021 年中，之后可能会有货币紧缩带来的调整，2021 年下半年周期股可能会有第二波上涨，是否值得参与取决于中间调整的幅度，而且不一定能产生相对收益。我们最看好有色和化工，一方面是经验上上一轮价格涨幅最大的商品，一般下一轮弹性会比较弱。另一方面，这一轮需求周期中，基建和房地产往上空间较小，而全球消费和制造业投资往上空间较大，有色和化工的需求相对更受益。指数层面，周期股上涨将会带动 A 股进入新的一轮指数行情，时间上可能会持续到 2021 年 Q2。**

- **（1）大宗商品的高度可能会超预期。**历史上商品价格一般有两种上涨。一种是由于重大历史事件带来的史诗级上涨，比如布雷顿森林体系和中国快速工业化阶段的上涨，持续时间会长达十年。第二种上涨是大格局（经济和货币）稳定变化情况下的波段上涨，每次上涨时间约两年左右，幅度上会接近区间震荡的高点。这一次的大宗商品上涨可能会持续两年，至少和 2016-2017 年类似，如果考虑到疫情期间全球央行货币的过度投放，级别可能会更高。

- **（2）周期股第一波上涨的时间大概率持续到 2021 年年中。**2008 年以来，周期股出现过 3 次较大的年度级别行情，分别是 2008 年底-2011 年初、2014 年中-2015 年中、2016-2017 年 Q3，这三轮行情都各有特点。
- 始于 2020 年 Q2 的这一轮周期股行情，起点晚于商品价格的拐点，背后原因是投资者需要验证周期股的长期逻辑。2008 年底-2011 年初和 2016-2017 年周期股行情的特点告诉我们，周期股第一波行情最值得参与，可能会持续到 2021 年中，之后可能会有货币紧缩带来的调整，2021 年下半年周期股可能会有第二波上涨，是否值得参与取决于中间调整的幅度。

- **（3）建议重点关注有色和化工。**大部分周期股都会有表现，我们最看好有色和化工。经验上，上一轮价格涨幅最大的商品，一般下一轮弹性会比较弱，主要是由于上一轮企业赚到足够多的利润后，进入下行周期后，由于手上现金充足，去产能往往不彻底。2016-2017 年，煤炭钢铁价格涨幅大于有色化工，由此导致 2017-2019 年煤炭和钢铁的固定资产投资远高于有色和化工。另一方面，这一轮需求周期中，基建和房地产往上空间较小，而全球消费和制造业投资往上空间较大，有色和化工的需求相对更受益。

- **风险提示：房地产市场超预期下行，美股剧烈波动。**

推荐（维持评级）

樊继拓（分析师）
021-68865595
fanjituo@xsdzq.cn
证书编号：S0280518040001

吕卓阳（联系人）
lvzhuoyang@xsdzq.cn
证书编号：S0280120060010

相关报告

《再次上涨的信号是什么》2020-08-02
《调整的时间和空间》2020-07-26
《多头已战略性胜利》2020-07-12
《部分消费可能会突破估值天花板》2020-07-07
《资金将会继续推升股市》2020-06-28
《消费可能会适度泡沫化》2020-06-21
《增量基金稳定市场热度》2020-06-14
《6 月转乐观》2020-06-07
《外部冲击弱于 2019》2020-03-22
《应对尾部风险》2020-03-22
《市场当下的犹豫》2020-03-22

目 录

1、 策略观点：周期才刚起步.....3
2、 上周市场变化.....7

图表目录

图 1: 全球大宗商品指数（CRB）.....3
图 2: 之前三次周期股大行情的特点.....4
图 3: 周期各行业的固定资产投资累计同比.....4
图 4: A 股主要指数周涨跌幅.....7
图 5: 申万一级行业周涨跌幅.....7
图 6: 申万风格指数周/月涨跌幅.....7
图 7: 概念类指数周涨跌幅.....7
图 8: 全球市场重要指数周涨跌幅.....8
图 9: 重要商品指数周涨跌幅.....8
图 10: 2020 年全球大类资产收益率.....8
图 11: 沪股通累计净买入.....8
图 12: 融资余额.....8
图 13: 新发行基金份额.....9
图 14: 基金仓位估算.....9
图 15: 银行间拆借利率和公开市场操作.....9
图 16: 央行公开市场和国库定存净投放.....9
图 17: 长期国债利率.....9
图 18: 各类债券与同期限国债利差.....9

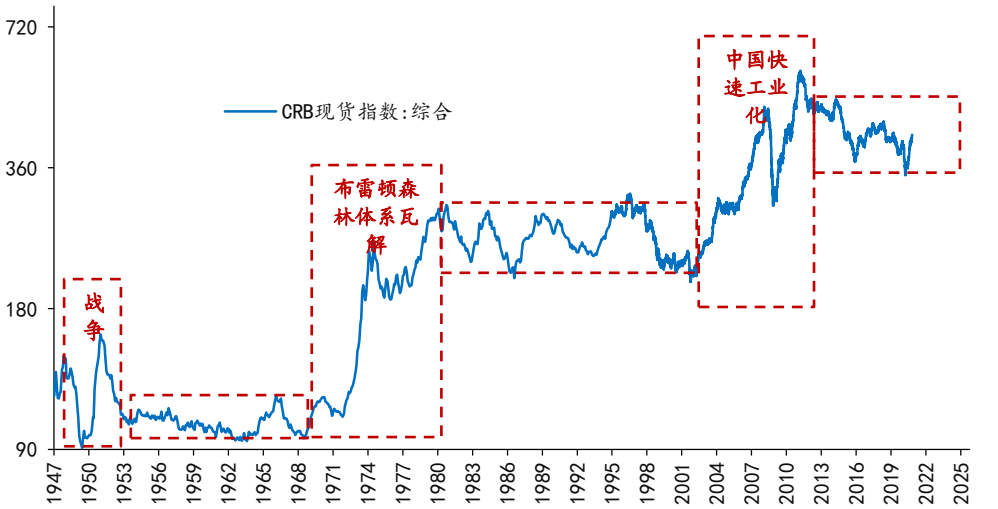
表 1: 近期利多利空全梳理.....5
表 2: 板块配置观点.....6

1、 策略观点：周期才刚起步

大宗商品的价格上涨可能会持续两年，至少和 2016-2017 年类似，如果考虑到疫情期间全球央行货币的过度投放，级别可能会更高。2008 年底-2011 年初和 2016-2017 年周期股行情的特点告诉我们，周期股第一波行情最值得参与，可能会持续到 2021 年中，之后会有货币紧缩带来的调整，2021 年下半年周期股可能会有第二波上涨，是否值得参与取决于中间调整的幅度，而且不一定能产生相对收益。板块方面，我们最看好有色和化工：一方面是经验上上一轮价格涨幅最大的商品，一般下一轮弹性会比较弱。另一方面，这一轮需求周期中，基建和房地产往上空间较小，而全球消费和制造业投资往上空间较大，有色和化工的需求相对更受益。指数层面，周期股上涨将会带动 A 股进入新的一轮指数行情，时间上可能会持续到 2021 年 Q2。

（1）大宗商品的高度可能会超预期。历史上商品价格一般有两种上涨。一种是由于重大历史事件带来的史诗级上涨，比如布雷顿森林体系和中国快速工业化阶段的上涨，持续时间会长达十年。第二种上涨是大格局（经济和货币）稳定变化情况下的波段上涨，每次上涨时间约两年左右，幅度上会接近区间震荡的高点。这一次的大宗商品上涨可能会持续两年，至少和 2016-2017 年类似，如果考虑到疫情期间全球央行货币的过度投放，级别可能会更高。

图1： 全球大宗商品指数（CRB）



资料来源：Wind，新时代证券研究所

（2）周期股第一波上涨的时间大概率持续到 2021 年年中。2008 年以来，周期股出现过 3 次较大的年度级别行情，分别是 2008 年底-2011 年初、2014 年中-2015 年中、2016-2017 年 Q3，这三轮行情都各有特点。

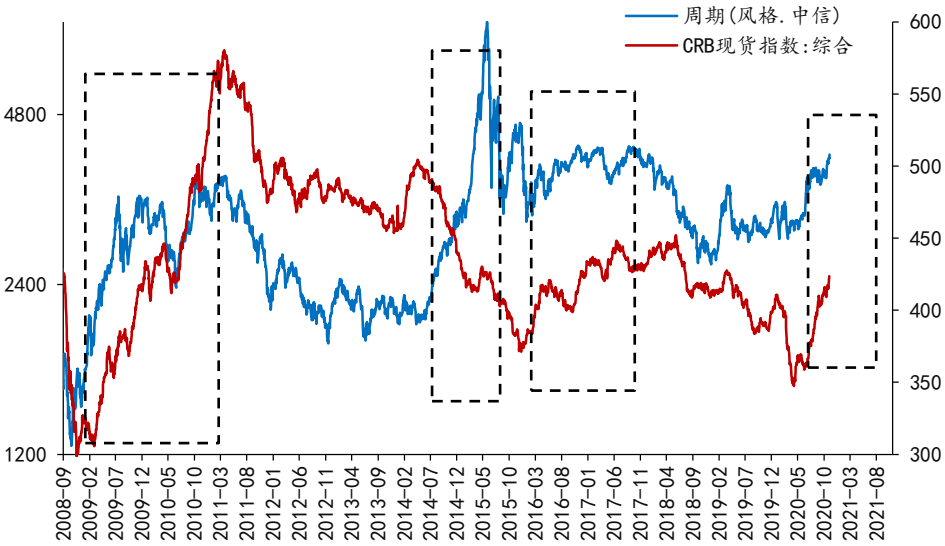
2008 年底-2011 年初的周期行情，股价启动时间早于商品价格，行情分两波。第一波从 2008 年底-2009 年 8 月，股价弹性比商品价格弹性大，第二波主要是 2010 年下半年，商品价格暴涨，周期股价格只是重新回到了 2009 年 8 月高点。两波上涨之间是剧烈的调整，主要原因是政策上控制经济过热，货币和财政紧缩。

2014 年中-2015 年中的周期股行情，行情的本质是“估值修复+亏损周期股向新兴行业转型”，和基本面关系不大，是资金过度充裕后，周期股的跟涨和补涨。

2016-2017 年 Q3，是由于产能周期驱动的行情，2016 年初的行情起点和大宗商品价格拐点同步，但是周期股的高点（2017 年 Q3）早于商品价格的高点（2018

年 Q2）。

图2： 之前三次周期股大行情的特点

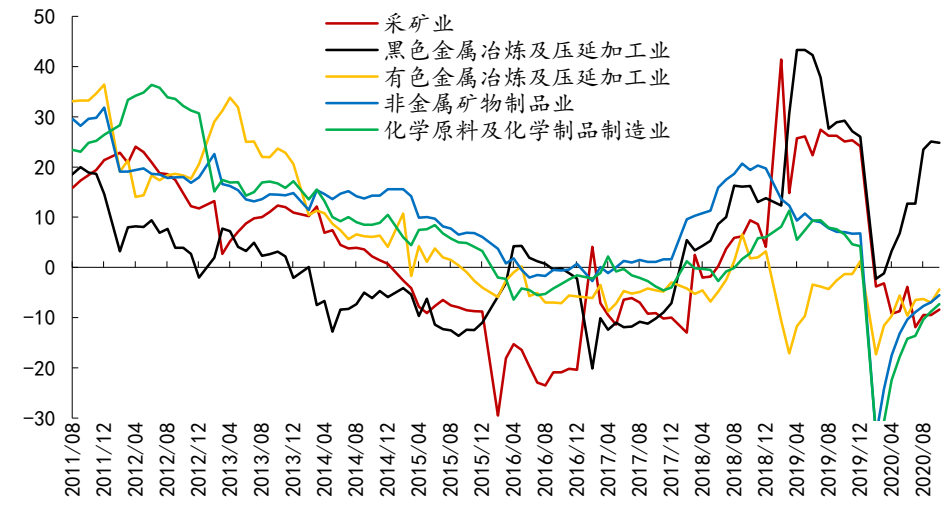


资料来源：Wind，新时代证券研究所

始于 2020 年 Q2 的这一轮周期股行情，起点晚于商品价格的拐点，背后原因是投资者需要验证周期股的长期逻辑。2008 年底-2011 年初和 2016-2017 年周期股行情的特点告诉我们，周期股第一波行情最值得参与，可能会持续到 2021 年中，之后可能会有货币紧缩带来的调整，2021 年下半年周期股可能会有第二波上涨，是否值得参与取决于中间调整的幅度。

（3）建议重点关注有色和化工。大部分周期股都会有表现，我们最看好有色和化工。经验上，上一轮价格涨幅最大的商品，一般下一轮弹性会比较弱，主要是由于上一轮企业赚到足够多的利润后，进入下行周期后，由于手上现金充足，去产能往往不彻底。2016-2017 年，煤炭钢铁价格涨幅大于有色化工，由此导致 2017-2019 年煤炭和钢铁的固定资产投资远高于有色和化工。另一方面，这一轮需求周期中，基建和房地产往上空间较小，而全球消费和制造业投资往上空间较大，有色和化工的需求相对更受益。

图3： 周期各行业的固定资产投资累计同比



资料来源：Wind，新时代证券研究所

周期股中建议投资者多关注产能周期长的品种，产能周期短的品种在 2016 年的时候大概率就已经完成去产能了，所以利润和估值 2016-2017 年已经修复过一次了。而产能周期长的品种有很多拖到最近 1-2 年才完成产能格局的稳定，所以估值和利润弹性可能会更大。航运股最近涨幅大可能就是因为产能周期长，不容易出清，而一旦出清，将会是十年一遇的大行情。

（4）短期策略判断：周期股将会驱动指数进入新的大级别行情。我们认为，展望未来半年，随着疫情逐步度过最危险的时候，经济可能会持续超预期。周期股将会出现戴维斯双击，驱动指数进入新的上涨。资金层面，公募基金发行热度依然很高，一般年底到第二年春季，资金活跃度会进一步回升，这会成为指数往上的重要力量。

表1： 近期利多利空全梳理

	事件
利多	(1) 辉瑞寻求向美国食品药品监督管理局申请新冠疫苗紧急使用授权（EUA），公司称将在授权通过后数小时分发疫苗； (2) 中国 10 月规模以上工业增加值同比增 6.9%，超出预期； (3) RCEP 协定顺利签署，各成员之间关税减让以立即降至零关税、十年内降至零关税的承诺为主；
利空	(1) 全球新增确诊病例创历史新高，不过欧洲疫情有下降的趋势； (2) 国企信用债违约事件。
未来重点事件	(1) 11 月 21 日：G20 峰会； (2) 12 月：中央经济工作会议。

资料来源：Wind，新时代证券研究所

行业配置建议：近期消费和科技白马出现较大调整，我们认为这已经预示着风格的转变了，时间上至少一个季度，甚至可能会持续到 2021 年年中。背后的短期原因有三个：（1）6-7 月基金发行量井喷，导致部分资金被迫配置消费科技，由此提前透支了消费科技的基本面。（2）年底前后，投资者开始布局 2021 年，估值的重要性提升。（3）经济改善的趋势依然在继续，将会对金融周期的基本面有正面影响。建议增配金融周期。重点关注有色、化工、汽车、机械、券商、银行。

表2： 板块配置观点

板块	主线逻辑	过去一两个月变量	资金认可度
周期	①货币宽松带来商品通胀； ②龙头集中度提升； ③库存周期；	房地产调控导致政策预期下降； 螺纹钢库存快速下降；	可以开始加大配置比例，Q4-2021 年上半年会领涨市场。
必选消费	①品牌和渠道深化利好龙头； ②ROE 稳定；	消费需求的复苏出现加速的迹象，9 月社会消费品零售总额同比增长 3.3%，大超市场预期。	近期的估值快速抬升后，估值存在阶段性的透支，可以适当减少消费的配置。
可选消费	①上一轮需求下行影响消除； ②品牌和渠道深化利好龙头； ③新能源车、小家电等新消费。	9 月汽车销售增速继续保持上涨，新能源汽车销量同比增长 67.7%，继续维持高景气。家电中，空调、洗衣机 9 月销量同比大幅增长，部分细分领域中美的、格力销售额大幅超越行业增长，显示出 CR2 行业集中度正在加强。	可以继续增加配置，之前可选消费是被必选消费带领着上涨，后续随着经济恢复预期加强，可选消费会更强，汽车家电已经显现出了强势。
科技	①国产化&进口替代； ②5G 新周期； ③半导体库存周期；	iPhone12 发布； PC 年初以来销售改善； 拜登当选，科技封锁预期稳定。	资金在 3 月份将科技估值急速拉升后，市场需要时间或基本面超预期方能继续创新高，科技纯提估值的行情已经告一段落，后续到了验证销量的时候了。
金融	①股市进入新的创新周期； ②高股息率；	9 月金融数据超预期，社融信贷增速均继续上涨，信用宽松仍在持续。	券商有趋势性的逻辑（金融创新政策持续推进），可以不考虑风格，持续配置。保险受益于利率上行，逻辑认可度最高。银行估值最便宜，Q4-2021 年上半年将会有一次估值修复。

资料来源：Wind，新时代证券研究所

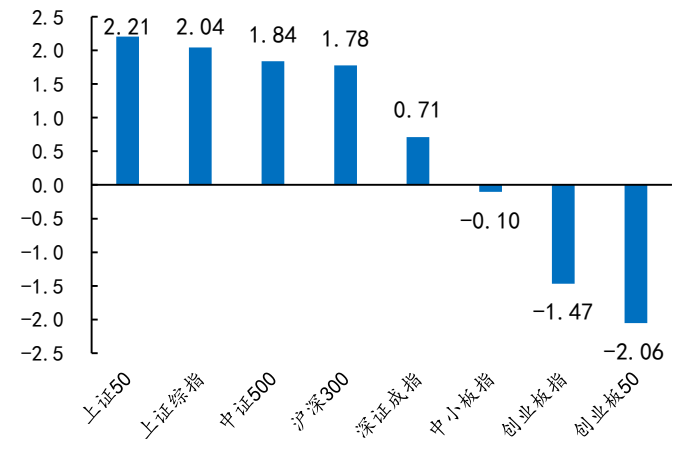
2、 上周市场变化

上周 A 股全线上涨，其中上证 50（2.21%）、上证综指（2.04%）和中证 500（1.84%）领涨。申万一级行业中，有色金属（6.04%）、采掘（4.40%）和国防军工（4.33%）领涨，医药生物（-1.43%）和电子（-1.14%）领跌。概念股中，黄酒指数（25.21%）、打板指数（13.23%）和钛白粉指数（9.66%）领涨，CAR-T 疗法指数（-4.00%）、生物识别指数（-2.24%）和体外诊断（-2.14%）领跌。

上周全球股市走势分化，俄罗斯 RTS（2.84%）、墨西哥 MXX（2.73%）和法国 CAC40（2.15%）领涨。商品市场中，铁矿石（6.86%）、LME 锌（6.50%）和 NYMEX 原油（5.13%）领涨，国际黄金（-0.98%）领跌。另外在 2020 年全球大类资产年收益率指标中，BAT（37.91%）、MSCI CHINA（26.09%）和黄金（23.29%）排名较高，而富时 100（-15.79%）、欧洲 STOXX50（-9.87%）和 MSCI 前沿市场指数（-7.65%）排名较低。

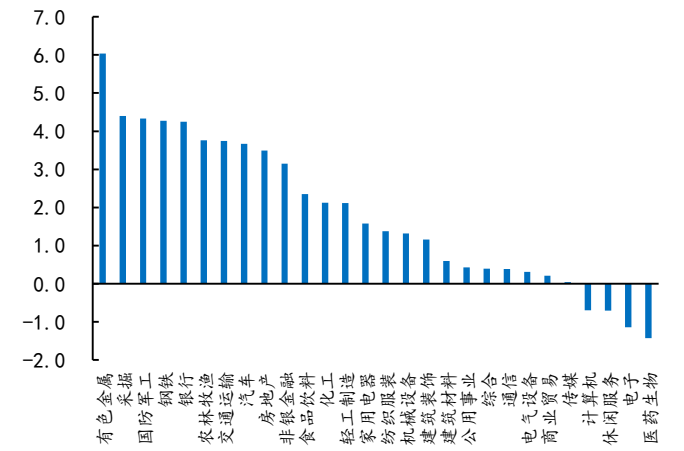
A 股市场资金方面，上周北上资金净流入共计 55.10 亿元（前值净流入 92.13 亿元）。上周央行公开市场操作逆回购 3000 亿元，到期量 5500 亿元。截止 2020 年 11 月 20 日，银行间拆借利率小幅下降，十年期国债收益率小幅上升。从公募机构股票持仓来看，股票型基金较上周小幅减仓，偏股混合型基金较上周小幅减仓。

图4： A 股主要指数周涨跌幅



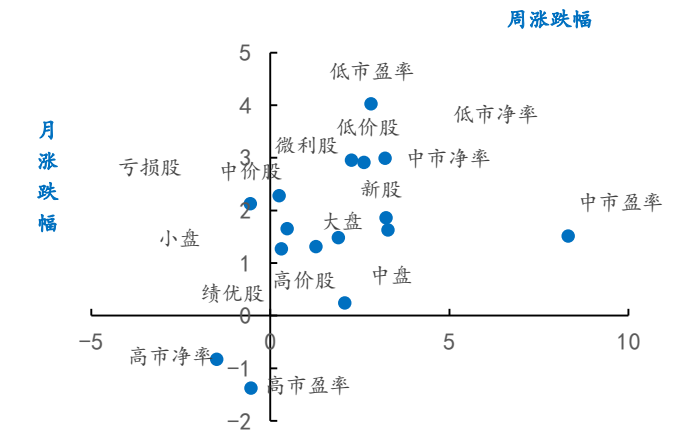
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图5： 申万一级行业周涨跌幅



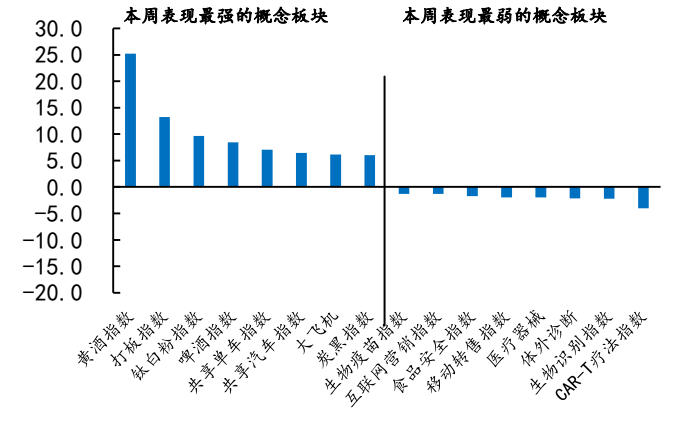
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图6： 申万风格指数周/月涨跌幅



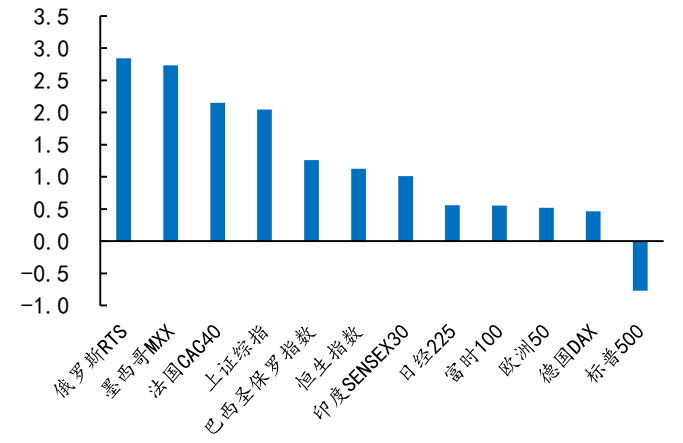
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图7： 概念类指数周涨跌幅



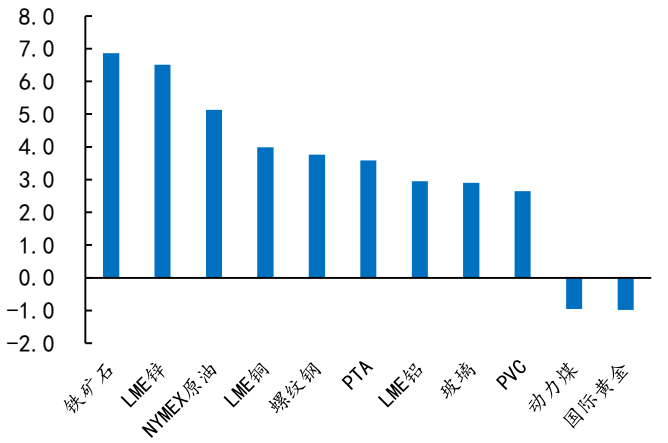
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图8： 全球市场重要指数周涨跌幅



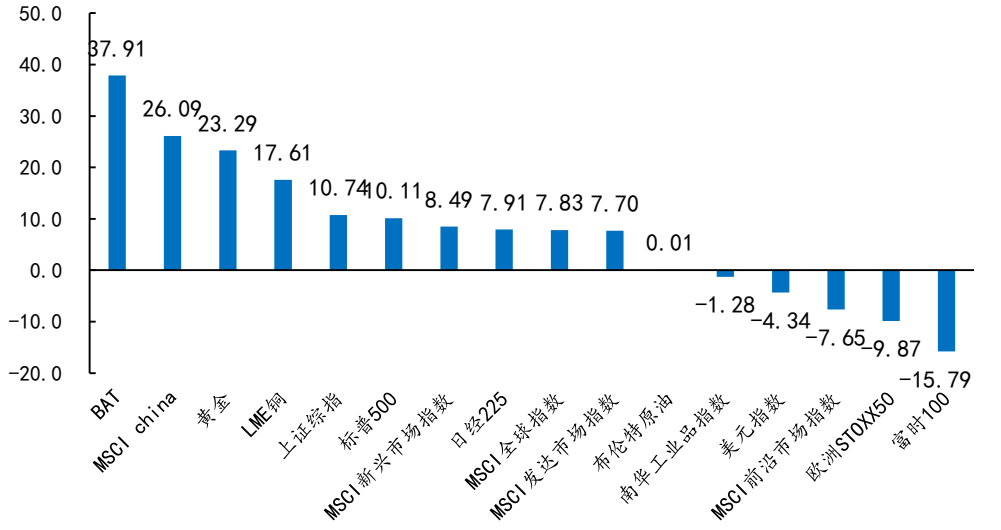
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图9： 重要商品指数周涨跌幅



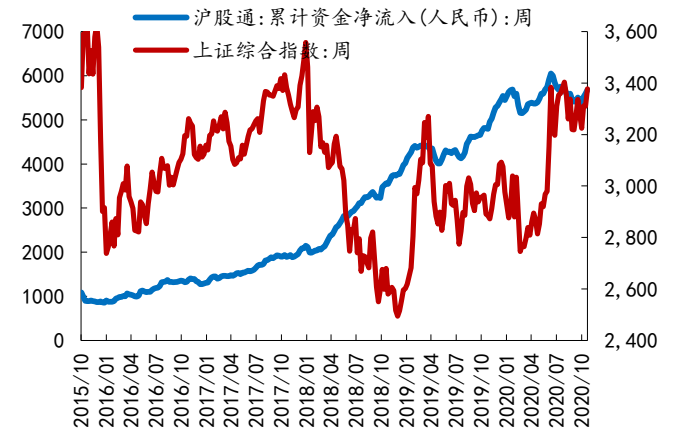
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图10： 2020 年全球大类资产收益率



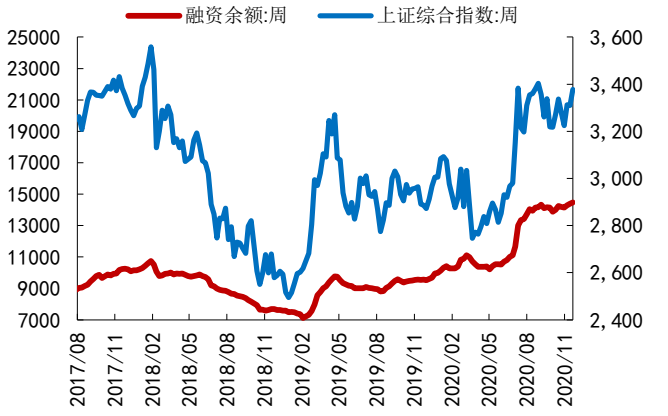
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图11： 沪股通累计净买入



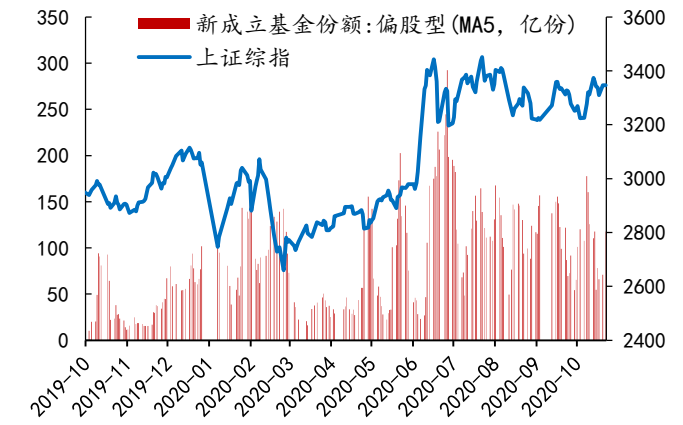
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图12： 融资余额



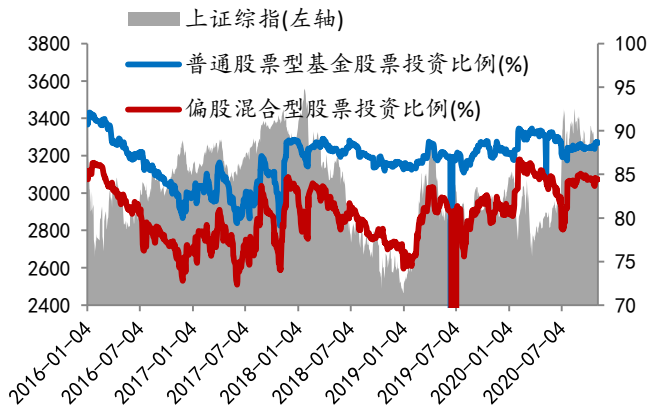
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图13： 新发行基金份额



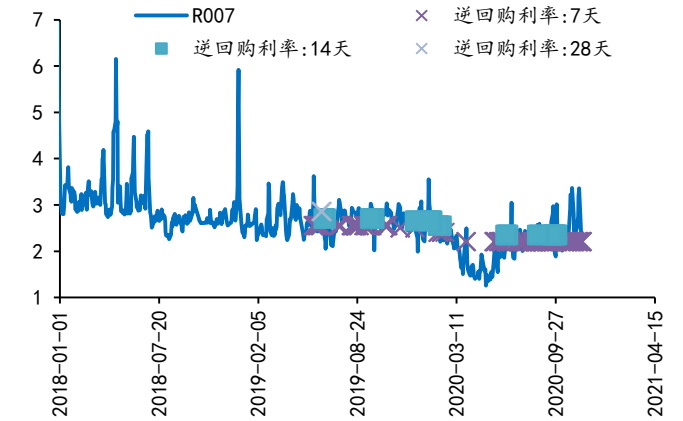
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图14： 基金仓位估算



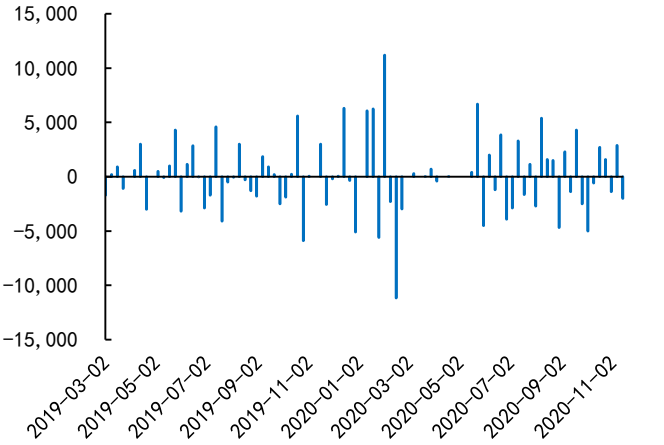
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图15： 银行间拆借利率和公开市场操作



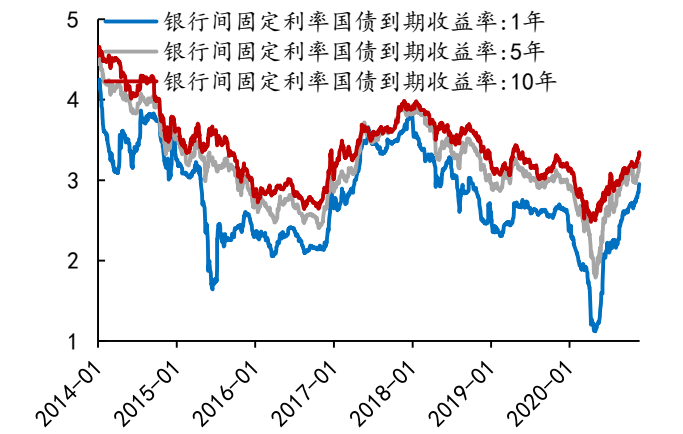
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图16： 央行公开市场和国库定存净投放



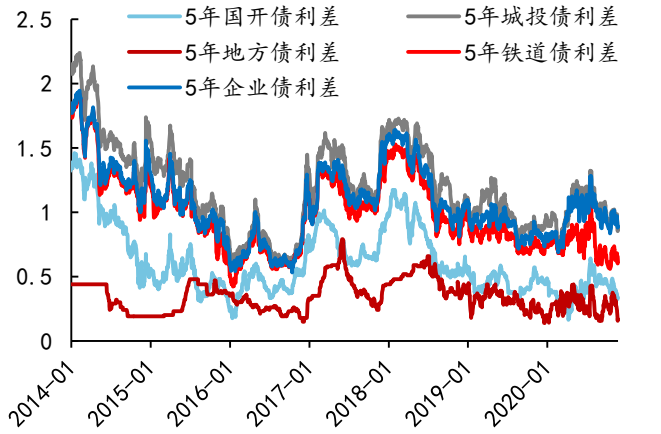
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图17： 长期国债利率



资料来源：Wind，新时代证券研究所

图18： 各类债券与同期限国债利差



资料来源：Wind，新时代证券研究所

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，新时代证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），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。

分析师声明

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、竞争性因素以及新时代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。

分析师介绍

樊继拓，新时代证券策略首席分析师，6 年宏观策略研究经验，先后就职于期货公司和券商研究所，2017 年水晶球策略团队公募组第一核心成员，2018 第一财经年度最佳新人奖。

投资评级说明

新时代证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐：	未来6－12个月，预计该行业指数表现强于同期市场基准指数。
中性：	未来6－12个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。
回避：	未来6－12个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

市场基准指数为沪深 300 指数。

新时代证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐：	未来6－12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在20%以上。该评级由分析师给出。
推荐：	未来6－12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于5%－20%。该评级由分析师给出。
中性：	未来6－12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于-5%－5%。该评级由分析师给出。
回避：	未来6－12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在5%以上。该评级由分析师给出。

市场基准指数为沪深 300 指数。

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。

免责声明

新时代证券股份有限公司经中国证券监督委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由新时代证券股份有限公司（以下简称新时代证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

新时代证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给新时代证券客户的，属于机密材料，只有新时代证券客户才能参考或使用，如接收人并非新时代证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。新时代证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

新时代证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。新时代证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是新时代证券在发表本报告当日的判断，新时代证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但新时代证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。新时代证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的新时代证券网站以外的地址或超级链接，新时代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。

新时代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。新时代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。

除非另有说明，所有本报告的版权属于新时代证券。未经新时代证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为新时代证券的商标、服务标识及标记。

新时代证券版权所有并保留一切权利。

机构销售通讯录

北京	**郝颖　销售总监**	
	固话：010-69004649 邮箱：haoying1@xsdzq.cn	
上海	**吕荻琪　销售总监**	
	固话：021-68865595 转 258 邮箱：lvyouqi@xsdzq.cn	
广深	**吴林蔓　销售总监**	
	固话：0755-82291898 邮箱：wulinman@xsdzq.cn	

联系我们

新时代证券股份有限公司　研究所

北京：北京市海淀区北三环西路99号院西海国际中心15楼　　邮编：100086

上海：上海市浦东新区浦东南路256号华夏银行大厦5楼　　邮编：200120

广深：深圳市福田区福华一路88号中心商务大厦23楼　　邮编：518046

公司网址：http://www.xsdzq.cn/