

策略周报

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。

- **市场信用风险暴露，对 A 股市场影响可控。**近期一些地方国资企业债券出现实质性违约，引发信用债市场波动加大。不同于以往，经济下行阶段信用风险暴露，这次信用风险出现在复苏阶段。背后的原因可能与新冠疫情的冲击延迟效应有关；当然也有地方经营性国资风控能力欠佳的原因。一般而言，在经济扩张阶段，因为广泛企业资产负债表修复，信用风险可控，信用利差难以走阔，离散点状信用风险向网络扩散概率较低。我们看到随着监管和政府的介入，信用市场已经得到一定的缓释。从数据观察看，新冠疫情冲击后，信用利差随着经济的复苏整体呈现收窄的态势。因此，后续随着经济继续扩张，利差收窄方向较为确定。信用市场的波动对 A 股市场的冲击相对可控，更多通过风险偏好的冲击对估值造成短期脉冲扰动。随着风险的缓释，局部的影响也会回归常态，一些困境反转的公司值得市场去挖掘。
- **弱刺激下的强周期。**四季度以来，市场整体仍在为走出僵局蓄势，风格上却出现了一定的变化。以周期为代表的低估值板块受到资金青睐。背后的原因是支撑市场指数上涨的动力正从估值向盈利过渡。上周公布的 10 月份金融数据进一步确认了信贷周期的拐点，前期流动性溢价比较充分的行业，比如科技成长公司近期都出现了比较大的回调。本轮库存周期上行中的行业轮动，基本面趋势非常强劲，强势行业的动量效应很足。相比于金融危机时期，新冠疫情冲击后，国内宏观刺激应该说是有节制的，但正是这种弱刺激不会带来整个周期行业的井喷，产能的扩张，反而会加强行业龙头公司的规模优势。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。我们应该对周期行业做传统企业大型化以及中坚企业多样化的区分：前者参与全球竞争，估值体系应做国际对标；后者具备成长属性，估值中枢应与成长股看齐。前者典型的代表行业是化工里面的万华化学、机械行业中的三一重工；后者则是一些工业小金属锂、钴、镍等。
- **拜登交易延续。**美国大选的不确定即将落地，新冠疫苗也朝着有利于控制疫情的方向发展。全球经济复苏的确定性加强对于股市的盈利弹性和风险偏好提升提供动力。全球市场很大可能会在美国新政府上台的蜜月过渡阶段选择向上突破。对于 A 股而言，经济复苏的主线会被进一步强化，当周期行业的盈利可持续性被进一步挖掘后，资金会填平低估值的洼地。对于金融行业而言，同样如此。我们拭目以待。
- **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
经济扩张阶段，信用利差难以走阔.....5
弱刺激下的强周期.....6
拜登交易延续.....7
风险提示.....8

图表目录

图表 1. 信用利差与经济复苏.....5
图表 2. 银行板块的估值水平（2009 年起估值分位）.....5
图表 3. 行业动量效应.....6
图表 4. 周期行业的估值水平（2009 年起估值分位）.....6

观点回顾

——20200706《顺势而为》：走出疫情冲击，下半年 A 股市场主线归来，关注科技主线机会。下半年市场将大概率处于盈利弱复苏与流动性宽松延续的宏观环境之中，对于权益资产相对友好。配置上顺势而为，把握科技景气度。

——20200718《上行趋势不改，回归盈利主线》：经济超预期改善，市场上行趋势不改，重回盈利主线。宏观环境尚处于复苏早期，监管降温市场重新回归理性。市场重回盈利主线。

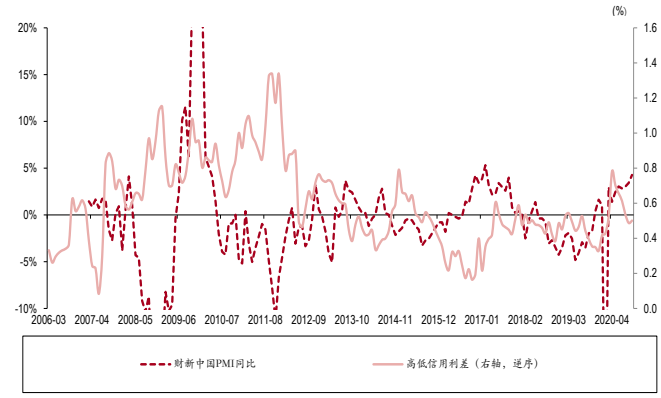
——20200903《静候趋势归来》：海外风险冲击尚存，盈利上行趋势不改。A 股盈利底部复苏，中小创修复程度显著，海外流动性宽松预期松动，外资短期加速净流出，市场风险偏好面临波动，配置上以盈利为锚。

经济扩张阶段，信用利差难以走阔

市场信用风险暴露，对 A 股市场影响可控。近期一些地方国资企业债券出现实质性违约，引发信用债市场波动加大。不同于以往，经济下行阶段信用风险暴露，这次信用风险出现在复苏阶段。背后的原因可能与新冠疫情的冲击延迟效应有关；当然也有地方经营性国资风控能力欠佳的原因。一般而言，在经济扩张阶段，因为广泛企业资产负债表修复，信用风险可控，信用利差难以走阔，离散点状信用风险向网络扩散概率较低。我们看到随着监管和政府的介入，信用市场已经得到一定的缓释。从数据观察看，新冠疫情冲击后，信用利差随着经济的复苏整体呈现收窄的态势。因此，后续随着经济继续扩张，利差收窄方向较为确定。

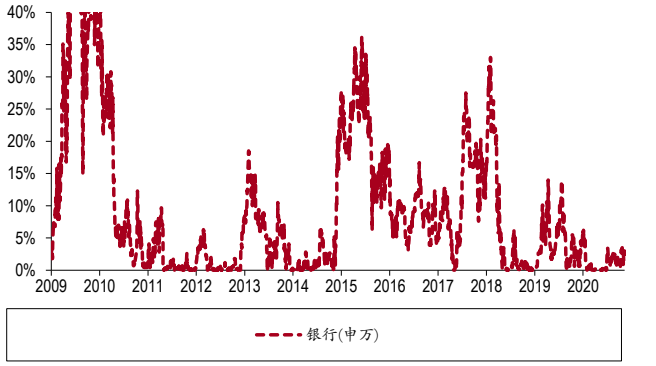
信用市场的波动对 A 股市场的冲击相对可控，更多通过风险偏好的冲击对估值造成短期脉冲扰动。随着风险的缓释，局部的影响也会回归常态。一直以来，市场将地方国资信用和银行呆坏账联系在一起。因此这次信用风险暴露，对 A 股市场冲击较大的是银行板块。新冠疫情期间银行低成本的授信，引发后续市场对银行坏账率上升的担忧增加，这也是一直以来压制银行估值的重要因素。我们认为应该以不破不立，风险落地的角度看待信用债市场和银行板块的配置机会。在信用利差收窄的大方向下，市场的信用风险可控，一些困境反转的公司值得市场去挖掘。

图表 1. 信用利差与经济复苏



资料来源：万得，中银证券

图表 2. 银行板块的估值水平（2009 年起估值分位）



资料来源：万得，中银证券

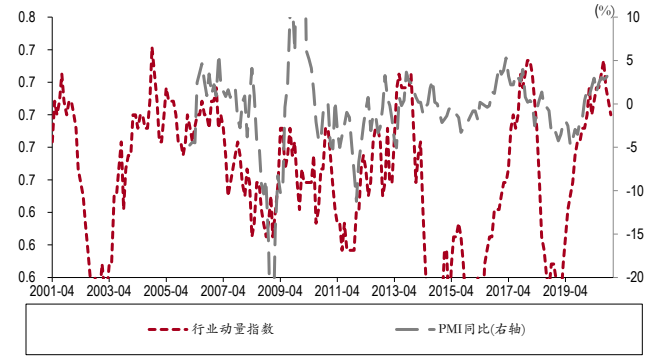
弱刺激下的强周期

四季度以来，市场整体仍在为走出僵局蓄势，风格上却出现了一定的变化。以周期为代表的低估值板块受到资金青睐。背后的原因是支撑市场指数上涨的动力正从估值向盈利过渡。上周公布的 10 月份金融数据进一步确认了信贷周期的拐点，前期流动性溢价比较充分的行业，比如科技成长公司近期都出现了比较大的回调。

投资者可能注意到本轮库存周期上行中的行业轮动，基本面趋势非常强劲，强势行业的动量效应很足。一旦市场认可该行业的基本面反转，估值修复到估值扩张一气呵成。无论是此前的通讯、电子，还是今年下半年以来的电新、汽车都延续了这种模式。我们观察到近期上游材料，有色行业有启动的迹象，但也注意到龙头公司的表现与过往科技、可选消费强势个股相比有所欠缺。市场主要担心国内弱刺激下周期行业持续性差，联想到过往的持股体验，一部分投资者宁愿追逐二线的白酒公司，也不愿在周期低估值反转上押注。我们非常理解这一行动背后的逻辑，但在“四万亿”刺激之后，周期股上行的逻辑正从需求侧让渡到供给侧，资本开支的持续下行带来更合理的市场结构，带来行业龙头高于平均的盈利水平。距离我们最近的周期行情是 2016 年的供给侧结构改革，黑色系煤炭、钢铁行业景气底部反转，化工、水泥建材行业也涌现出龙头溢价的现象。供需结构改善，企业大型化正在传统周期行业形成趋势。

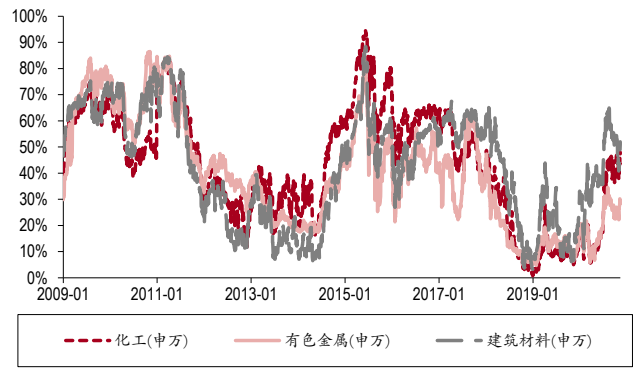
相比于金融危机时期，新冠疫情冲击后，国内宏观刺激应该说是有节制的，但正是这种弱刺激不会带来整个周期行业的井喷，产能的扩张，反而会加强行业龙头公司的规模优势。来自外部冲击的波动下降会熨平周期的剧烈波动，使周期行业盈利更加持久，赚钱效应也得到根本改观。在全球复苏的大背景下，需求侧的回暖，为盈利上行带来了可持续的动力。我们应该对周期行业做传统企业大型化以及中坚企业多样化的区分：前者参与全球竞争，估值体系应做国际对标；后者具备成长属性，估值中枢应与成长股看齐。前者典型的代表行业是化工里面的万华化学、机械行业中的三一重工；后者则是一些工业小金属锂、钴、镍等。

图表 3. 行业动量效应



资料来源：万得，中银证券

图表 4. 周期行业的估值水平（2009 年起估值分位）



资料来源：万得，中银证券

拜登交易延续

美国大选的不确定即将落地，新冠疫苗也朝着有利于控制疫情的方向发展。全球经济复苏的确定性加强对于股市的盈利弹性和风险偏好提升提供动力。全球市场很大可能会在美国新政府上台的蜜月过渡阶段选择向上突破。对于 A 股而言，经济复苏的主线会被进一步强化，当周期行业的盈利可持续性被进一步挖掘后，资金会填平低估值的洼地。对于金融行业而言，同样如此。我们拭目以待。

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