东兴证券 DONGXING SECURITIES

顺周期向上游资源扩散—兼论信用事件如何影响股票市场

2020 年 11 月 15 日

A 股策略 | 策略周报

分析师	杨若木 电话：010-66554032	邮箱：yangrm@dxzq.net.cn	执业证书编号： S1480510120014
联系人	林莎 电话：010-66554011	邮箱：linsha@dxzq.net.cn	执业证书编号： S1480120070056

摘要：

上周中美均是顺周期占优，科技股领跌。上周上证综指下跌 0.06%，创业板指跌幅则达到-0.96%。石油石化、钢铁、建材、基础化工、有色金属等顺周期行业涨幅居前，分别上涨 3.99%、3.72%、3.58%、2.89%和 2.24%。美股标普 500 上涨 2.16%，纳斯达克指数则下跌 0.55%，能源、金融、工业、地产涨幅居前。中美科技板块均表现相对弱势，A 股传媒、医药、计算机、通信、电子等成长板块跌幅居前，跌幅分别为-2.39%、-1.53%、-1.15%、-1.02%、-0.62%。美股的通信设备、信息技术在所有板块中表现靠后。11 月 10 日《关于平台经济领域的反垄断指南（征求意见稿）》出台后，中概股和港股的平台型企业遭受了较大冲击，阿里巴巴 SW、美团、京东集团、腾讯控股在 11 月 10 日至 11 月 13 日区间内分别下跌-11.44%、-8.77%、 -3.81%和-3.29%。

全球经济活动陆续常态化，上游资源品的弹性强化。11 月 9 日，美国辉瑞制药公司宣布经过临床三期试验的新冠疫苗被证明在 90%的有效性上可应对新冠肺炎。疫苗重点新进展下，海外复工复产将加速，有望像中国二季度的情况一样，经济活动逐步回归正常。近期上游资源品的价格屡创新高，经济复苏导致对上游资源品的需求更加直接，叠加拜登胜选后大规模基建或将开启，预计基础原材料的需求将扩大。

信用债违约源于个别公司基本面，长期来看影响范围有限，但短期因风险偏好下行可能引发信用利差快速上行，连带影响高风险资产的估值。本次信用债违约事件主要由公司基本面问题引发，与 2015 年初-2016 年底和 2018 年 4 月-2019 年底两次因宏观经济下行或信用收缩引起的违约潮有所不同。当前信用利差仍处历史低位，恐慌性情绪释放可能引发信用利差短时间内大幅上行。为分析信用利差上行对股票市场的影响，我们以过去三次信用利差大幅上行时期股市表现作为参照进行分析：2014 年以来有三次信用利差的大幅上行，分别为 2014 年底、2016 年 8 月-2017 年 5 月和 2017 年 11 月到 2018 年 7 月，这三个期间股票市场周期、金融相对强势，科技、医药、消费中的消费者服务、农林牧渔、轻工制造板块出现较大幅度回调。信用利差大幅上行时，股票市场风险偏好往往在联动作用下有所下降，压制科技、医药等相对高风险属性的成长股。

经济活动将回归正常，顺周期高景气度向上游资源品扩散。随疫苗取得重大新进展，全球经济将迅速复苏，叠加拜登胜选大规模基建建设预期，预计上游资源品需求将有所扩张，顺周期的高景气度或将由机械、建材等直接受益于基建投资的行业向上游资源品扩散。信用债违约事件可能引起恐慌性情绪集中爆发，进而引起信用利差短时间内大幅上行，连带影响股票市场成长板块的估值。行业配置建议关注：1）顺周期中的上游资源品：有色、石油石化；2）经济后周期的可选消费：汽车、家电及部分接触型的线下消费；3）悲观预期已充分释放、估值安全边际高的金融：银行、保险、地产。

风险提示:政策推进不及预期，宏观经济下行，疫情发展超出预期

目 录

1. 中美均是顺周期占优，科技股领跌，上游资源表现优异 3
2. 全球经济活动陆续常态化，上游资源品的弹性强化 5
4. 顺周期高景气度向上游资源品扩散 12
5. 风险提示 12

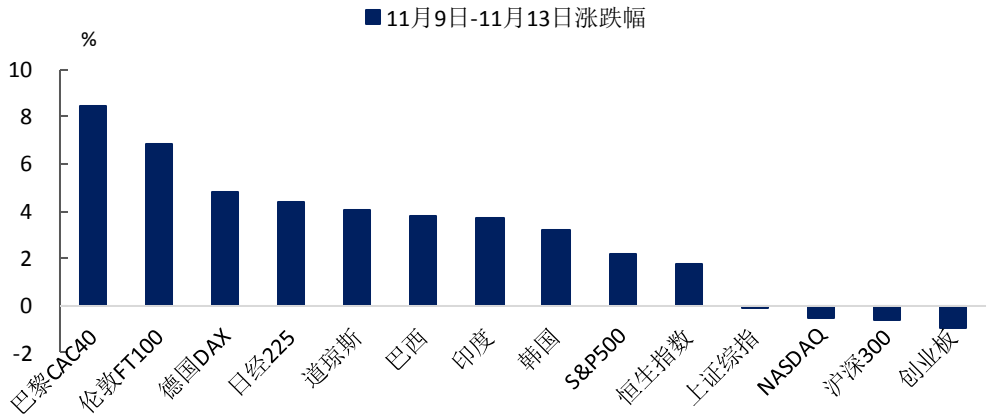
插图目录

图 1：标普 500 涨 2.16%、上证综指跌-0.06%、纳指跌-0.55%、创业板指跌-0.96% 3
图 2：石油石化、钢铁、基础化工、有色、煤炭等上游资源行业上涨，传媒、计算机、通信、电子等科技板块下跌 3
图 3：美国周期行业领涨，成长板块表现弱势 4
图 4：中概股阿里巴巴跌-8.26%，京东跌-5.63% 4
图 5：港股阿里巴巴跌超 10%，美团跌超 8% 4
图 6：业增加值当月同比由 3 月的-1.1%升至 6 月的 4.8% 5
图 7：固定资产投资完成额二季度大幅回升 5
图 8：工业金属铜、铝、锌价格上涨 6
图 9：螺纹钢 10 月 15 日至 11 月 13 日涨幅达 10.43% 6
图 10：目前信用利差仍处于 2014 年以来的历史低位 7
图 11：10 月中旬以来信用债风险的暴露进一步催动 AAA、AA+级别信用债信用利差上行 8
图 12：2014.11.21 至 2014.12.31，上证综指大涨，创业板指微跌 8
图 13：2014.11.21 至 2014.12.31，创业板指市盈率下降 8
图 14：2014 年 11 月 21 日至 2014 年 12 月 31 日，周期、金融股领涨，成长股表现弱势 9
图 15：2016.8.14 至 2017.5.15，上证综指微涨，创业板指大跌 9
图 16：2016.8.14 至 2017.5.15，两指数市盈率均下降 9
图 17：2016 年 8 月 14 日至 2017 年 5 月 15 日，顺周期行业表现良好 10
图 18：2017.11.13 至 2018.7.2，上证综指、创业板指均大幅下调 10
图 19：2017.11.13 至 2018.7.2，两指市盈率均显著下调 10
图 20：2017.11.13 至 2018.7.2 调整最大的行业集中在科技板块 11

1. 中美均是顺周期占优，科技股领跌，上游资源表现优异

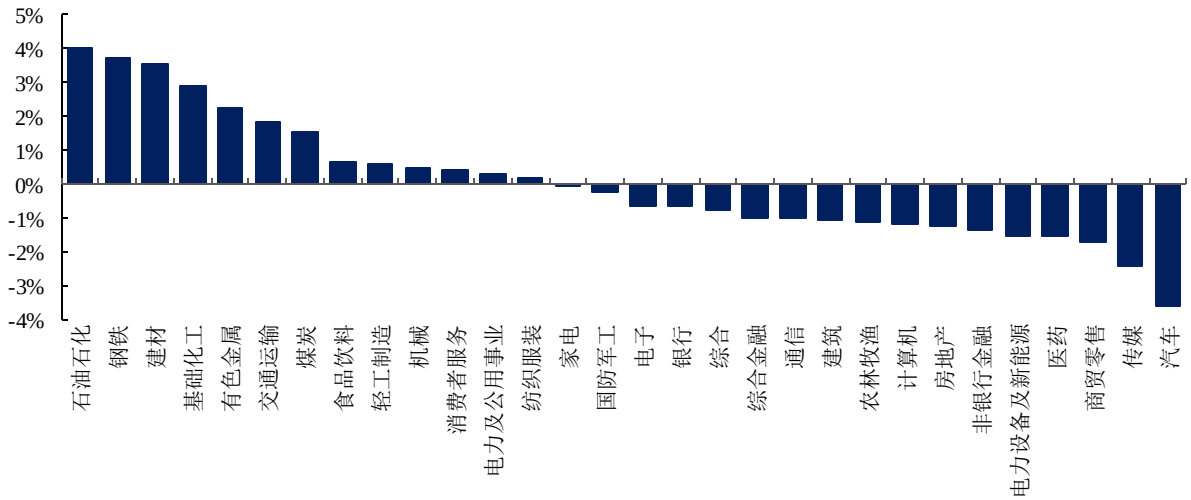
上周中美市场均是顺周期板块表现亮眼，成长股普遍弱势。上周 A 股和美国都呈现出顺周期占优的趋势。A 股来看，上证综指跌幅较小，下跌 0.06%，创业板指则跌幅相对大，达到-0.96%。行业角度看，石油石化、钢铁、建材、基础化工、有色金属等顺周期行业涨幅居前，分别上涨 3.99%、3.72%、3.58%、2.89%和 2.24%，顺周期的内涵从此前的中游制造业如机械、化工、建材等行业扩散到上游制造业。美股来看，标普 500 上涨 2.16%，纳斯达克指数则下跌 0.55%。美股标普 500 能源、金融、工业、地产指数涨幅居前，分别涨 16.46%、8.28%、5.28%、5.19%。

图 1：标普 500 涨 2.16%、上证综指跌-0.06%、纳指跌-0.55%、创业板指跌-0.96%



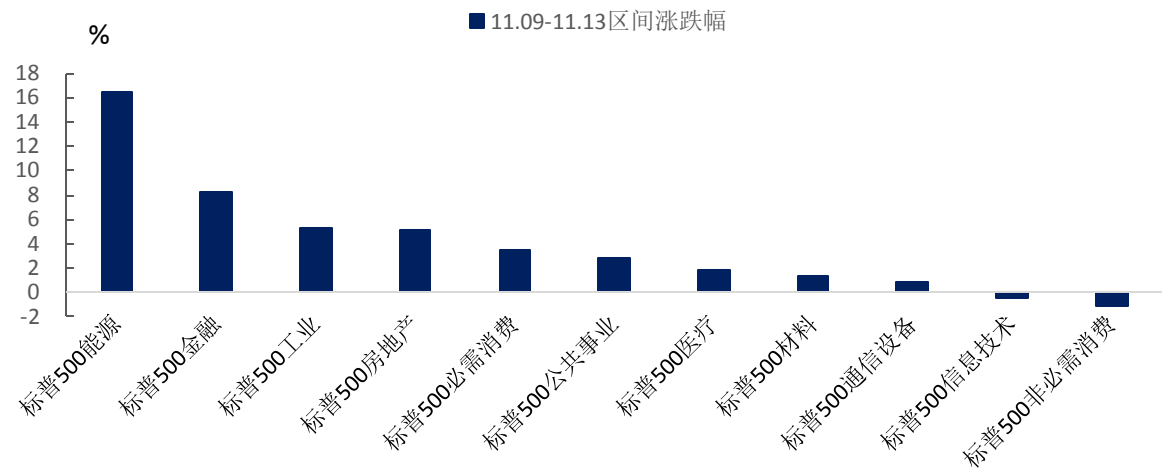
资料来源：wind、东兴证券研究所

图 2：石油石化、钢铁、基础化工、有色、煤炭等上游资源行业上涨，传媒、计算机、通信、电子等科技板块下跌



资料来源：wind、东兴证券研究所

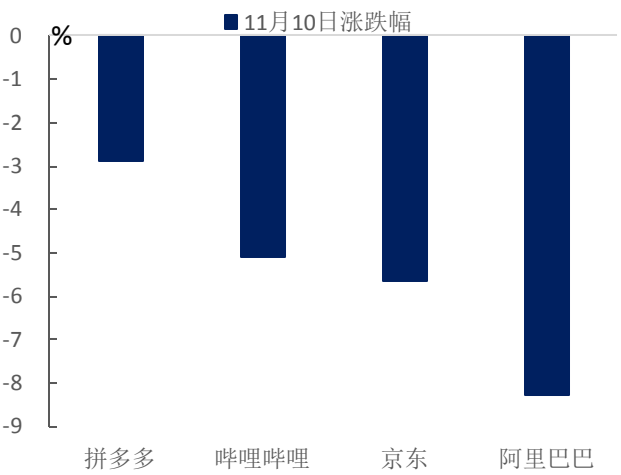
图 3：美国周期行业领涨，成长板块表现弱势



资料来源：wind、东兴证券研究所

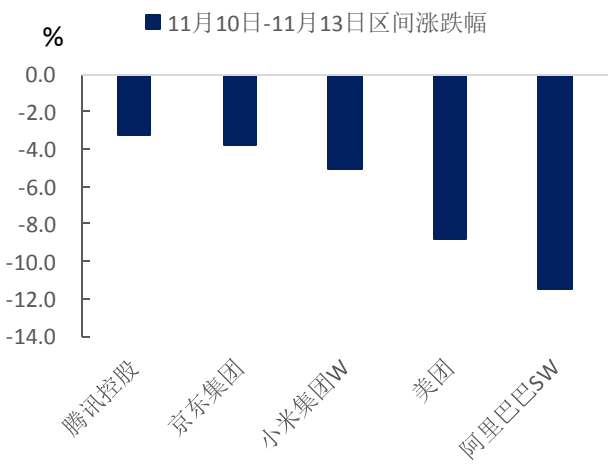
中美科技板块均表现相对弱势。周度来看，A股传媒、医药、计算机、通信、电子等成长板块跌幅居前，跌幅分别为-2.39%、-1.53%、-1.15%、-1.02%、-0.62%。美国科技板块中，通信设备小幅微涨 0.79%，信息技术则下跌-0.40%，在所有板块中涨幅居后。国家市场监督管理总局 11 月 10 日发布的《关于平台经济领域的反垄断指南（征求意见稿）》出台后，中概股和港股的相关平台型企业遭受了较大冲击，阿里巴巴 SW、美团、小米集团 W、京东集团、腾讯控股在 11 月 10 日至 11 月 13 日区间内分别下跌-11.44%、-8.77%、-5.09%、-3.81%和-3.29%。

图 4：中概股阿里巴巴跌-8.26%，京东跌-5.63%



资料来源：wind、东兴证券研究所

图 5：港股阿里巴巴跌超 10%，美团跌超 8%

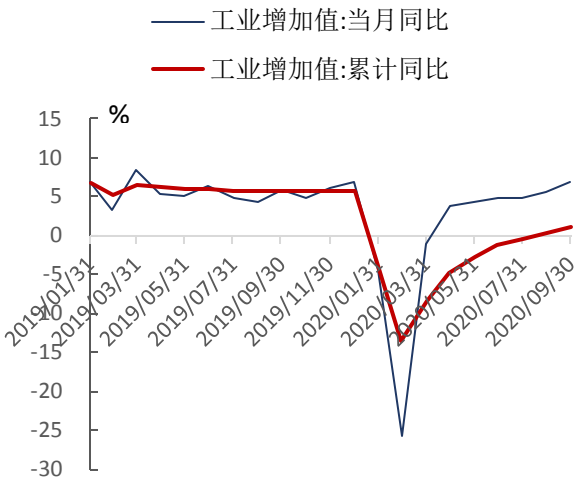


资料来源：wind、东兴证券研究所

2. 全球经济活动陆续常态化，上游资源品的弹性强化

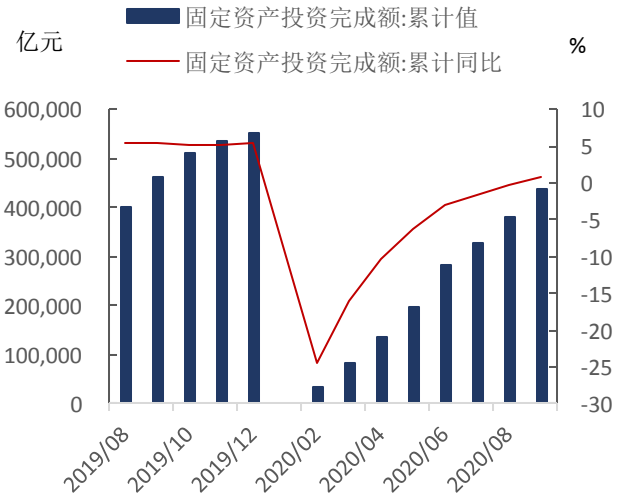
疫苗取得新进展，海外复工复产将加速，拜登胜选后大规模基建或将开启，预计基础原材料的需求将扩大。11 月 9 日，美国辉瑞制药公司宣布经过临床三期试验的新冠疫苗被证明在 90%的有效性上可应对新冠肺炎。疫苗的重大进展为全球主要经济体的复工复产进程提速，海外有望像中国二季度的情况一样，迅速恢复正常的经济活动。二季度我国疫情已基本上在全国范围内得到控制，经济复苏斜率处于年初以来最大值，工业增加值当月同比由 3 月的-1.1%回正至 6 月的 4.8%，固定资产投资完成额累计同比由 3 月的-16.1%迅速回升至 6 月的-3.1%。随拜登胜选之后大概率会发生的两件事情：一是扩大财政赤字、二是大规模基建。在经济复苏叠加大规模基建建设将启动背景下，对基础原材料的需求扩大是显性的。

图 6：工业增加值当月同比由 3 月的-1.1%升至 6 月的 4.8%



资料来源：wind、东兴证券研究所

图 7：固定资产投资完成额二季度大幅回升



资料来源：wind、东兴证券研究所

经济复苏需求上升，上游资源品的价格屡创新高。全球经济活动的逐渐恢复将导致对上游资源品的消耗更加直接，从而带动需求端的上升。从上游的主要资源品来看，有色、钢铁等上游行业原材料价格均处于近年来的高点。2020 年 11 月 13 日，工业金属铜、铝、锌的价格分别达到 52025 元/吨、15650 元/吨、20000 元/吨，创下 2018 年以来新高。螺纹钢价格达到 4200 元，处于 2019 年底以来的新高水平。

图 8：工业金属铜、铝、锌价格上涨



资料来源：wind、东兴证券研究所

图 9：螺纹钢 10 月 15 日至 11 月 13 日涨幅达 10.43%



资料来源：wind、东兴证券研究所

3. 信用债违约可能引发信用利差上行，压降成长股估值

信用债近期连续出现违约事件，主要源于公司基本面问题。10 月 23 日，华晨汽车集团控股有限公司的“17 华汽 05”未按时兑付本息，构成实质违约，11 月 10 日，永煤集团未能按期足额兑付“20 永煤 SCP003”，构成实质性违约。信用债市场遭受强烈冲击，永煤、平煤、包钢、紫光集团、清华控股等存续债纷纷下跌。本次两只信用债的违约主要来源于公司基本面问题。违约前，华晨汽车负债已达千亿，旗下优质资产华晨中国股份被划出，子公司金杯汽车股权冻结，且华晨汽车已于 11 月 13 日被申请破产，财务状况堪忧；永煤集团 11 月 2 日公告旗下核心资产中原银行无偿划拨给河南省其他国有企业，本次违约也触发了交叉条款，导致超过 100 亿元的债券债务需要提前偿付。

2014 年以来发生过两次较大违约潮，均受宏观经济因素影响显著，与本次情况不同。2014 年 3 月 4 日，“11 超日债”利息无法偿付，成为国内首例违约的信用债。首次出现违约以来，共有两次较大的违约潮。第一次是 2015 年初-2016 年底，2014 年仅有“11 超日债”一只违约债券，其后 2015 年、2016 年分别有 9 只、15 只信用债违约，主要由于整体宏观经济处于下行阶段，产能过剩严重，煤炭、钢铁等产能过剩行业经营恶化，偿债能力下降。第二次是 2018 年 4 月-2019 年底，受金融监管加强和实体经济去杠杆影响，非标融资等被压缩，流动性出现危机。本次信用债爆发处于政策相对宽松、经济持续上行的周期，暴雷的原因主要是公司基本面的问题，而非行业或者宏观经济整体的问题，长期来看，影响范围有限。

信用利差仍处历史低位，恐慌性情绪释放可能引发信用利差快速、大幅上行。尽管信用利差自 8 月中下旬开始回升，10 月中旬以来信用债风险的暴露进一步催动 AAA、AA+级别信用债信用利差小幅上行，10 月 23 日至 11 月 12 日，AAA、AA+信用利差分别上行 1.7bp、7.64bp。但截止到目前信用利差仍处于 2014 年以来的历史低位。11 月 12 日-11 月 13 日，市场普恐慌情绪蔓延，一旦恐慌情绪集中释放，信用利差可能会迅速、大幅上行。为评估信用利差上行可能对股票市场形成的影响，我们对历史上信用利差处于相对低位而后大幅上行的时期股票市场的表现进行回顾。

图 10：目前信用利差仍处于 2014 年以来的历史低位

资料来源：wind、东兴证券研究所



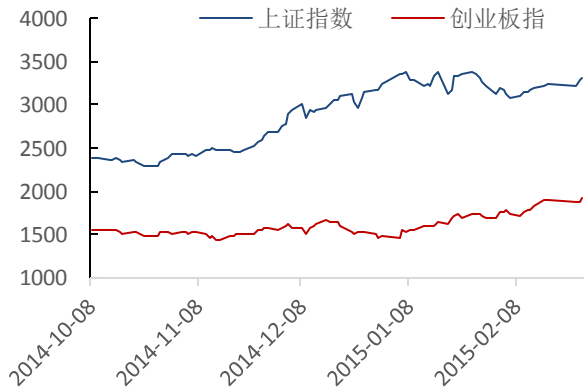
图 11：10 月中旬以来信用债风险的暴露进一步催动 AAA、AA+级别信用债信用利差上行



资料来源：wind、东兴证券研究所

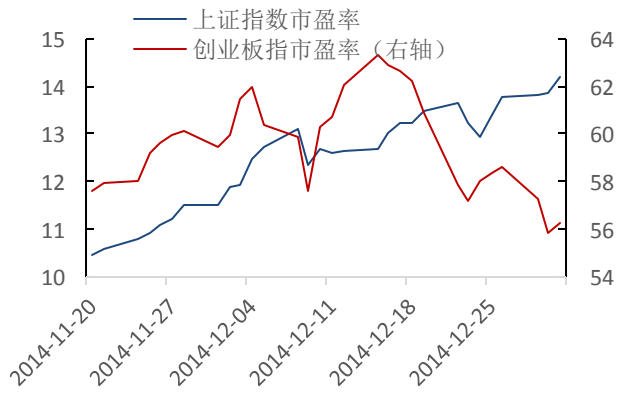
信用利差大幅上行，压制成长股的估值。2014 年以来，共出现三次信用利差处于低位而后大幅上行的情况，分别为 2014 年 11 月 20 日左右至 12 月 24 日左右和 2016 年 8 月 15 日左右至 2017 年 5 月 15 日左右、2017 年 11 月 13 日左右至 2018 年 7 月 2 日左右。股票市场来看，2014 年 11 月 21 日，央行两年来首度降息，开启牛市周期，11 月 21 日至 12 月，股票市场整体呈大涨趋势但分化显著，上证综指上涨 31.88%、创业板指则小幅下跌 1.53%，上证综指市盈率由 10.5 上升至 14.2，创业板指市盈率则由 57.57 下行至 56.29。非银、建筑、银行、石化、地产等周期、金融股领涨，涨幅分别达到 89.47%、61.75%、48.72%、31.98%、31.96%。电子、传媒、医药、计算机等成长板块则全面下跌，跌幅分别达到-3.09%、-1.78%、-1.75%、-1.32%。消费中的农林牧渔、轻工制造、消费者服务表现也较弱，涨跌幅仅为-3.42%、-2.58%、0.59%。

图 12：2014.11.21 至 2014.12.31，上证综指大涨，创业板指微跌



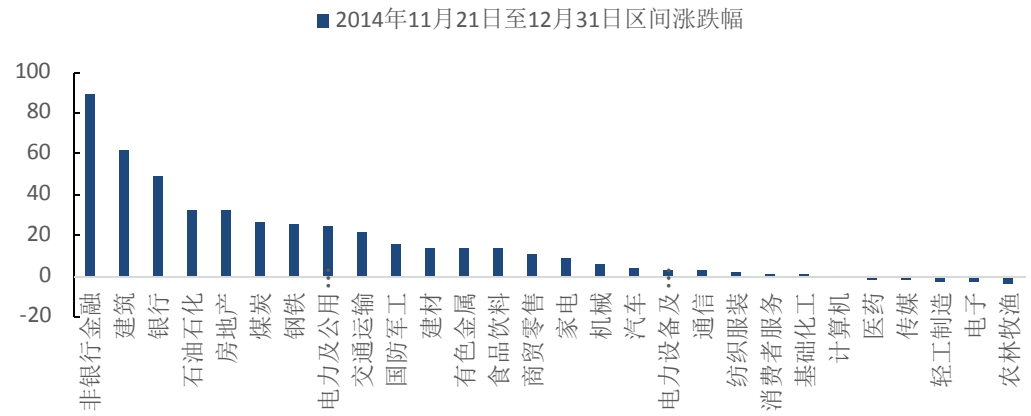
资料来源：wind、东兴证券研究所

图 13：2014.11.21 至 2014.12.31，创业板指市盈率下降



资料来源：wind、东兴证券研究所

图 14：2014 年 11 月 21 日至 2014 年 12 月 31 日，周期、金融股领涨，成长股表现弱势



资料来源：wind、东兴证券研究所

2016 年 8 月 15 日至 2017 年 5 月 15 日，股票市场也呈现显著分化态势，上证综指微涨 1.30%，创业板指则大幅下跌 16.25%,上证综指市盈率由 15.45 小幅下降至 15.10,创业板指市盈率则由 55.36 大幅下行至 38.24。顺周期行业包括建筑、钢铁、石化、建材、银行等表现良好，分别上涨 19.35%、7.85%、7.01%、5.88%、5.46%。计算机、传媒、通信、医药等成长板块表现弱势，涨跌幅分别为-21.99%、-16.07%、-9.39%、-4.60%。消费中的农林牧渔、消费者服务、轻工制造也表现不佳，跌幅分别为-17.20%、-9.20%、-7.99%。

图 15：2016.8.14 至 2017.5.15，上证综指微涨，创业板指大跌



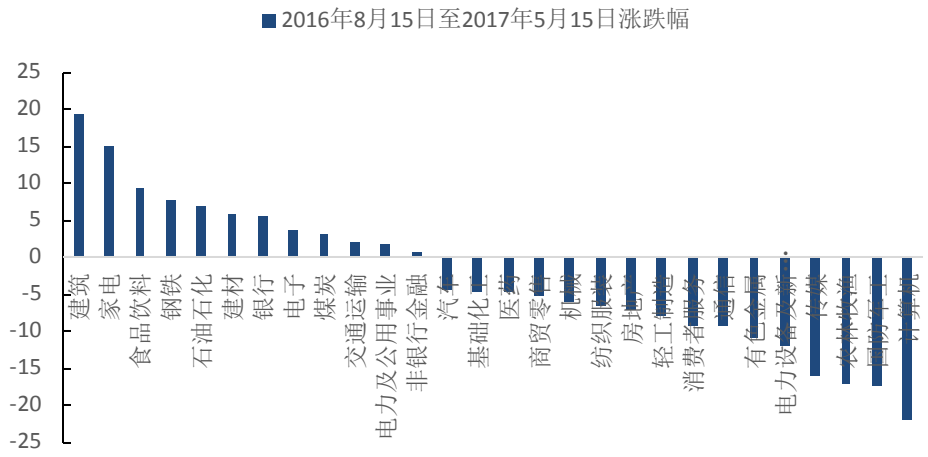
资料来源：wind、东兴证券研究所

图 16：2016.8.14 至 2017.5.15，两指数市盈率均下降



资料来源：wind、东兴证券研究所

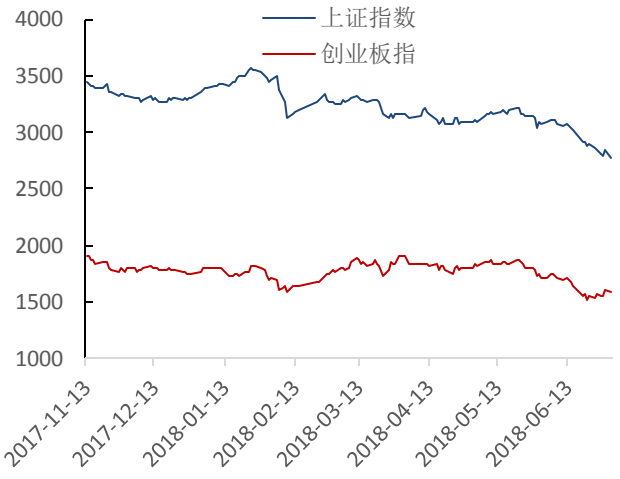
图 17：2016 年 8 月 14 日至 2017 年 5 月 15 日，顺周期行业表现良好



资料来源：wind、东兴证券研究所

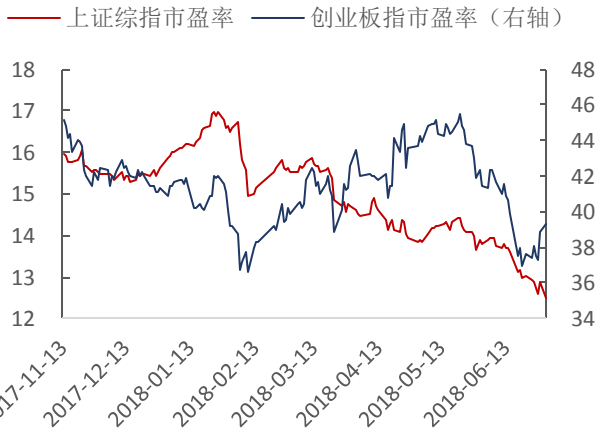
2017 年 11 月 13 日至 2018 年 7 月 2 日，股票市场整体大幅调整，上证综指和创业板指分别下跌 16.45%、12.58%。上证综指市盈率由 15.97 下降至 12.51，创业板指市盈率则由 45.18 大幅下行至 39.35。调整最大的板块集中在科技板块，通信、电子、传媒跌幅分别达到-34.13%、-29.09%和-28.23%。

图 18：2017.11.13 至 2018.7.2，上证综指、创业板指均大幅下调



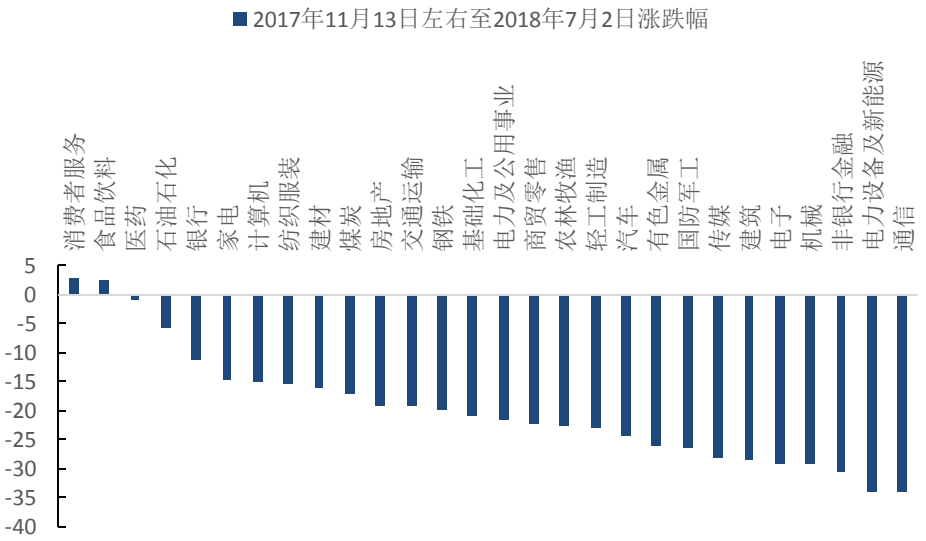
资料来源：wind、东兴证券研究所

图 19：2017.11.13 至 2018.7.2，两指市盈率均显著下调



资料来源：wind、东兴证券研究所

图 20：2017.11.13 至 2018.7.2 调整最大的行业集中在科技板块



资料来源：wind、东兴证券研究所

信用债违约源于个别公司基本面，长期来看，影响范围有限，但短期因风险偏好下行可能引发信用利差快速上行，连带影响高风险资产的估值。本次信用债违约事件主要由公司基本面问题引发，与 2014 年以来宏观经济因素引发的两次违约潮有所区别，长期来看，影响范围有限。但当前信用利差仍处历史低位，恐慌性情绪释放可能引发信用利差快速、大幅上行。为研究信用利差上行可能对股票市场形成的影响，我们对历史上信用利差处于相对低位而后大幅上行的时期股票市场的表现进行回顾。2014 年以来共出现三次信用利差的大幅上行，股票市场均表现出周期、金融强势，成长受到压制的特点。信用利差大幅上行时，股票市场风险偏好往往在联动作用下急剧下降，压制科技、医药等相对高风险属性的成长股。这一次若信用违约事件导致信用利差大幅上行，可能也会基于同样的逻辑导致股票市场成长板块受到压制。

4. 顺周期高景气度向上游资源品扩散

经济活动陆续回归常态化，顺周期高景气度向上游资源品扩散。随疫苗取得重大新进展，全球经济将逐步复苏，叠加拜登胜选大规模基建建设预期，预计上游资源品需求将有所扩张，顺周期的高景气度或将由机械、建材等直接受益于基建投资的行业向上游资源品扩散。信用债违约事件可能引起恐慌性情绪集中爆发，进而引起信用利差高速、大幅上行，历史经验来看，信用利差上行往往导致股票市场风险偏好的降低，压制成长板块。当前背景下，若信用利差上行，可能基于同样的逻辑使成长板块受到压制。行业配置建议关注顺周期中的上游资源品：有色、石油石化；经济后周期的可选消费：汽车、家电及部分接触型的线下消费；悲观预期已充分释放、估值安全边际高的金融：银行、保险、地产。

5. 风险提示

政策推进不及预期，宏观经济下行，疫情发展超出预期

分析师简介

分析师：杨若木

十年证券行业研究经验，曾获得卖方分析师“水晶球奖”第三名，“今日投资”化工行业最佳选股分析师第一名，金融界《慧眼识券商》最受关注化工行业分析师，《证券通》化工行业金牌分析师。

联系人简介

联系人：林莎

中央财经大学金融学硕士，五年策略研究经验，2020 年 7 月加入东兴证券研究所，负责 A 股策略，曾就职于中信证券研究部、兴业研究，长期跟踪 A 股市场，擅长大势研判与行业比较，致力于为不同类型的机构投资者提供服务。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%～15%之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%～+5%之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5%以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%～+5%之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5%以上。

东兴证券研究所

北京
西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层
邮编：100033
电话：010-66554070
传真：010-66554008

上海
虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层
邮编：200082
电话：021-25102800
传真：021-25102881

深圳
福田区益田路 6009 号新世界中心 46F
邮编：518038
电话：0755-83239601
传真：0755-23824526