2020 年 10 月 08 日

节后归来，再论周期

——投资策略周报

策略研究团队

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

王汎炜（联系人）
wangkuangwei@kysec.cn
证书编号：S0790120040033

● **流动性预期已变，全球交易复苏**

美国实际利率进入阶段性底部，类似我国 5 月至 6 月的“脱虚入实”阶段：美国国债发行仍在增加，但美联储购买额度已经减少，其结果就是美国国债收益率和实际利率均出现明显上行。伴随着经济复苏，市场对于全球流动性预期的拐点正在形成。同时，由于流动性收紧可以先验而经济复苏往往后验，时滞期资产价格将难免波动，无论是基于流动性的成长性资产，还是复苏交易的标的资产，其波动性都会较大。因此，双节假期中，疫情与美国的刺激法案成为资产价格波动的最大催化因素，两者的共同点均是影响“复苏预期”，印证全球市场在交易复苏。由于中国的复苏进度领先全球，中国相关资产最为稳健，**然而从未来的视角看，海外经济或许会逐步呈现中国 6 月以来的 V 型复苏，机会正在酝酿。**

● **有利均在盈利端，不利全在估值端**

疫情虽还未平息，但对经济的冲击程度越来越小，这中间反而存在机会，铜价在非商业净多头达到历史新高后叠加疫情反复经历了半月的回落，但受美国刺激法案推出的消息提振后快速反弹，说明大量复苏交易的特征是存在抢跑并非证伪；相反来看，基于疫情的交易最好时刻已经过去，资产价格的高点有较强的“锚定效应”。当下盈利端的有利信号是：我国和美国的 PMI 均较好，尤其是服务业景气创疫情以来新高，我国出口有望持续超预期；估值端的不利信号频繁，除了前文提到的无风险利率的上行，风险偏好层面主要集中在美国及其盟友对中国科技企业的制裁，中美之间的摩擦一直持续，在大选结果仍充满“不确定性”的情况下，“确定的不确定性”难以成为风险偏好提升的理由。

● **节后迎来新一轮复苏验证期，顺周期攻守兼备**

10 月中旬，金融及投资数据将披露，我们对此整体乐观，但我们也在此前系列报告中梳理过，即**使对于经济和信用扩张持悲观态度，历史规律显示经济走弱与货币重新宽松之间存在必然时滞，市场将经历“杀估值”过程，顺周期板块因为盈利的安全垫和较低估值水平让其仍具有相对优势。**微观上，此前报告中我们计算出对经济的预期比宏观层面悲观，三季报将揭晓企业盈利的修复情况，有利于修复市场的悲观预期。整体看，我国经济尚在复苏通道中，同时全球经济存在潜在上行风险，当下看空经济并无必要。

● **交易复苏，周期为王**

经济总量的弹性尚需持续验证，但是行业结构上已经开始出现明显改善信号。我们在报告《制造业的十年之变》中发现当下存在大量资本开支周期底部回升中的行业，而制造业的“硬约束”正在面临十年来的变化，这将存在必然的结构性机会，也可能是经济“上行风险”的来源。在全球交易复苏尚处在摇摆阶段，我们的建议是，提前布局顺周期：**进攻（化工、造纸、工程机械、工程类建材 、汽车），绝对收益与防守考虑估值负面因素影响已经很小的行业（银行、房地产、保险、煤炭）。**

● **风险提示：**疫情大规模爆发，对全球经济造成二次冲击

相关研究报告

《投资策略专题-结构之光（下）：制造业的十年之变》-2020.9.30

《投资策略专题-开源金股，10 月推荐》-2020.9.29

《投资策略专题-周期价值：身在灰暗，心向光明——重构的博弈系列三》-2020.9.28

目 录

1、 流动性预期已变，全球交易复苏 3
2、 有利均在盈利端，不利全在估值端 5
3、 节后迎来新一轮复苏验证期 7
4、 交易复苏中，周期为王 7
5、 风险提示 8

图表目录

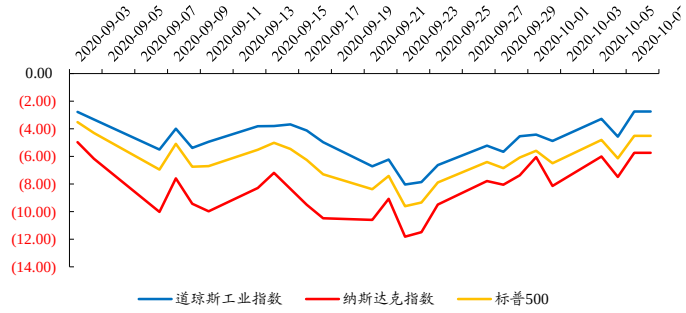
图 1: 9 月以来，美股持续弱势 3
图 2: 美国实际利率进入阶段性底部 3
图 3: 通胀预期升温 3
图 4: 美联储购买国债额度减小 3
图 5: 全球主要股指 10.1-10.7 日度涨跌幅 4
图 6: 全球主要股指 10.1-10.7 区间涨跌幅 4
图 7: 黄金在 10.7 日刺激法案进展后大幅下跌 4
图 8: 金银比总体稳定，银价与金价走势一致 4
图 9: 铜价在 10.7 日刺激法案有进展后大幅回升 5
图 10: 当前，美元回落，离岸人民币升值 5
图 11: 铜价从 9 月下旬开始有所回落，贴水扩大 5
图 12: 前期过多抢跑经济复苏预期，多头拥挤 5
图 13: 美国制造业 PMI 高于荣枯线，服务业创新高 6
图 14: 美国制造业 PMI 分项中库存和就业显著回升 6
图 15: 中国制造业与服务业 PMI 均处景气区间 6
图 16: 中国制造业 PMI 分项中新出口订单大幅回升 6
图 17: 价值股的绝对收益来源：正收益时估值和盈利贡献都为正，负收益时盈利成为安全垫 7
图 18: 不同货币和信用组合下的估值与盈利赛跑 7
图 19: 处于三个阶段的行业，配置有先后 8

表 1: 国庆假期期间出现的风险事件 6

1、 流动性预期已变，全球交易复苏

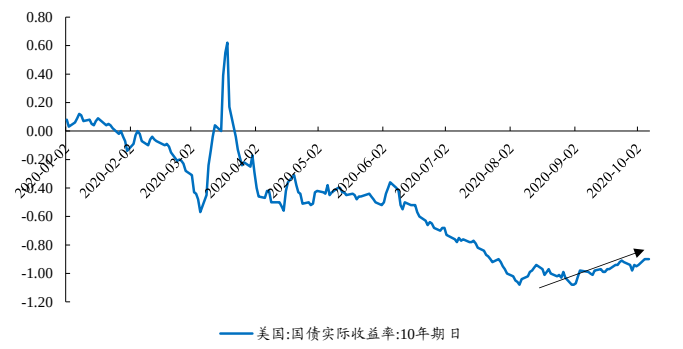
美国实际利率进入阶段性底部，类似我国 5 月至 6 月的“脱虚入实”阶段。9 月初以来，美股持续弱势，其中尤其是纳指调整幅度更大，我们在前期报告中提出原因在于美国实际利率进入阶段性底部，成长性资产的时间价值正在遭遇挑战。海外正类似我国 5 月至 6 月“脱虚入实”的阶段，美国国债发行仍在增加，但美联储购买额度已经在减少，伴随着经济开始复苏，市场的通胀预期回升，对于全球流动性预期的拐点正在逐步形成，最终我们将观察到预期实际利率开始见底回升。

图1：9 月以来，美股持续弱势



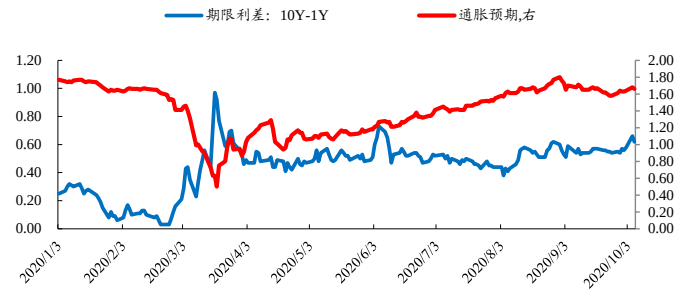
数据来源：Wind、开源证券研究所

图2：美国实际利率进入阶段性底部



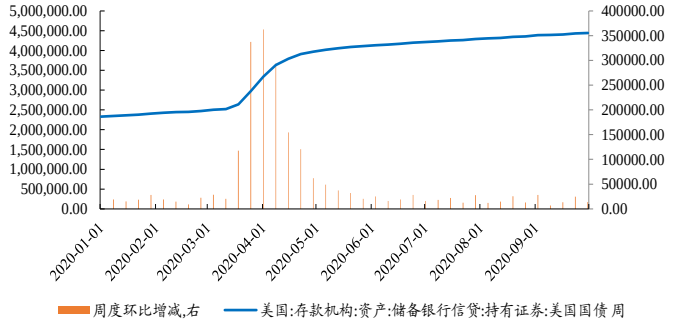
数据来源：Wind、开源证券研究所

图3：通胀预期升温



数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：美联储购买国债额度减小



数据来源：Wind、开源证券研究所

双节假期中，疫情与美国的刺激法案成为资产价格波动的最大催化因素，两者的共同点是均对“复苏预期”产生较大影响，体现出全球市场在交易复苏。特朗普因新冠检测呈阳性入院后，大部分全球重要股指大幅调整、美债收益率上行、大宗商品跳水、美元走强，10 月 5 日特朗普出院后，股、债、大宗商品均反弹，美元走弱；美国新一轮刺激法案的推出希望一波三折，10 月 6 日、7 日白宫对刺激法案的不同表态使市场出现完全相反的表现：10 月 6 日特朗普声称他已经叫停谈判，不会同意民主党提出的刺激方案，10 月 7 日白宫表示愿意通过一项疫情救助方案，佩洛西也表明开始进行航空业纾困方案的磋商。**在交易复苏的市场中，由于中国的复苏进度领先全球，中国相关资产最为稳健：富时 A50 期货、恒指扩大涨幅、人民币升值。然而从未来的视角看，海外经济或许会逐步呈现中国 6 月以来的 V 型复苏，机会正在酝酿。**

图5：全球主要股指 10.1-10.7 日度涨跌幅

日涨跌幅(%)	2020/10/1	2020/10/2	2020/10/5	2020/10/6	2020/10/7
纳斯达克指数	1.424	-2.220	2.325	-1.570	1.883
道琼斯工业指数	0.127	-0.482	1.683	-1.335	1.911
标普500	0.529	-0.957	1.798	-1.399	1.741
法国CAC40	0.429	0.017	0.974	0.484	-0.275
英国富时100	0.228	0.386	0.692	0.118	-0.062
德国DAX	-0.235	-0.328	1.098	0.606	0.175
韩国综合指数			1.293	0.335	0.889
日经225	0.000	-0.669	1.226	0.522	-0.047
恒生指数			1.316	0.896	1.093
富时A50期货	1.753	-1.451	0.429	0.901	0.489

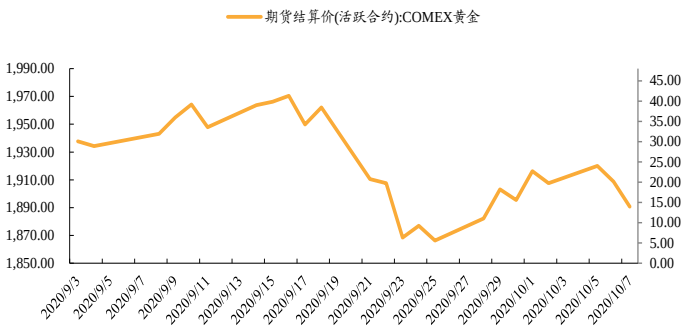
数据来源：Wind、开源证券研究所

图6：全球主要股指 10.1-10.7 区间涨跌幅

区间累计涨跌幅(%)	2020/10/1	2020/10/2	2020/10/5	2020/10/6	2020/10/7
纳斯达克指数	1.424	-0.828	1.477	-0.116	1.765
道琼斯工业指数	0.127	-0.356	1.321	-0.032	1.878
标普500	0.529	-0.433	1.357	-0.061	1.679
法国CAC40	0.429	0.446	1.425	1.916	1.635
英国富时100	0.228	0.614	1.310	1.429	1.366
德国DAX	-0.235	-0.562	0.530	1.139	1.315
韩国综合指数	0.000	0.000	1.293	1.633	2.537
日经225	0.000	-0.669	0.548	1.072	1.025
恒生指数	0.000	0.000	1.316	2.223	3.341
富时A50期货	1.753	0.212	0.628	1.535	2.031

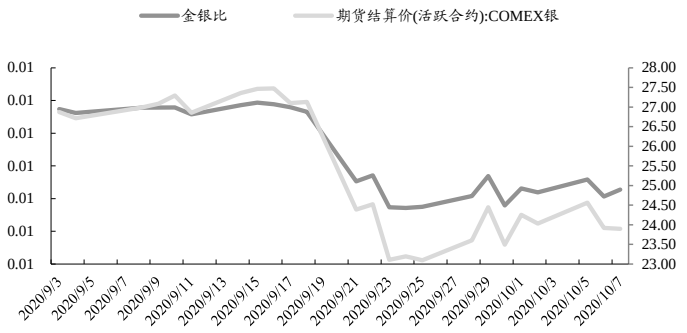
数据来源：Wind、开源证券研究所

图7：黄金在 10.7 日刺激法案进展后大幅下跌



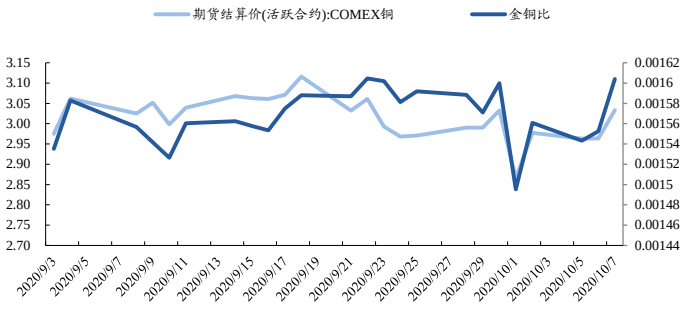
数据来源：Wind、开源证券研究所

图8：金银比总体稳定，银价与金价走势一致



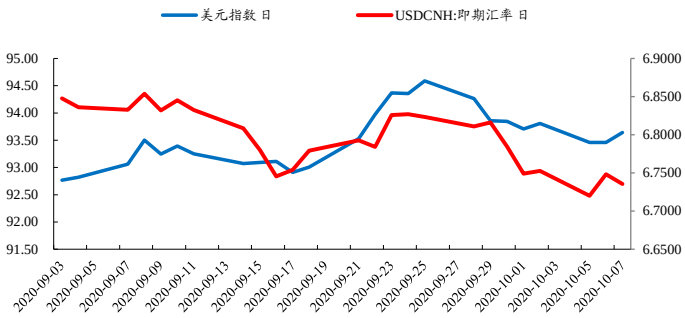
数据来源：Wind、开源证券研究所

图9：铜价在 10.7 日刺激法案有进展后大幅回升



数据来源：Wind、开源证券研究所

图10：当前，美元回落，离岸人民币升值



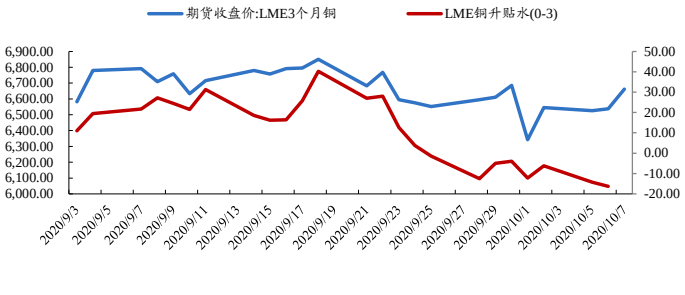
数据来源：Wind、开源证券研究所

2、 有利均在盈利端，不利全在估值端

市场的希望在于盈利增长，而不在于估值抬升。当下中观景气度仍处高位，信用仍在扩张区间，支持经济持续修复，各行业的盈利仍处在复苏通道，看空经济并无必要。与此同时，全球政治经济格局不稳定，中美间摩擦仍时有发生，更为坚韧的经济基本面趋势是市场相较 2018 年而言面对冲击坚强的理由，但“确定的不确定性”不支持市场风险偏好的提升。

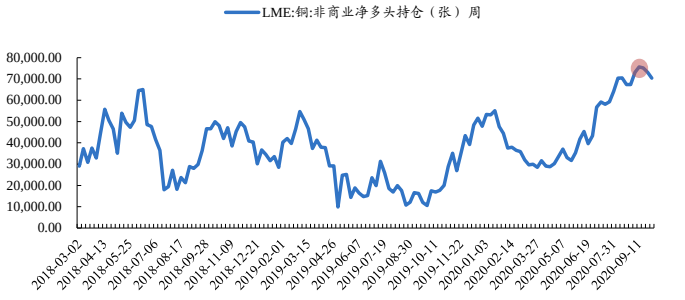
疫情虽还未平息，但对经济的冲击程度越来越小，随着疫苗推出，确定性复苏下由疫情冲击造成的资产价格波动中，反而存在机会。一个典型的例证在于，由于对经济复苏存在“抢跑”，铜价创历史新高，非商业多头持仓创 2018 年以来的高位水平，随着疫情二次在欧洲及美国出现，铜价从高点回落，但 10 月 6、7 号有关美国财政刺激法案的有利因素出现，经济复苏的预期再次推升铜价。说明大量复苏交易的特征可能是存在抢跑并非证伪；相反来看，基于疫情的交易前期最好时刻已经过去，资产价格的高点有较强的“锚定效应”。

图11：铜价从 9 月下旬开始有所回落，贴水扩大



数据来源：Wind、开源证券研究所

图12：前期过多抢跑经济复苏预期，多头拥挤

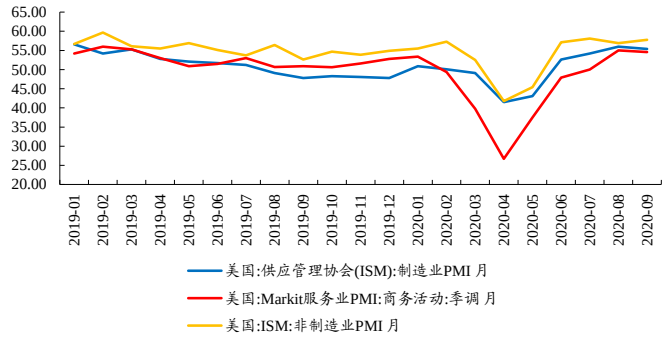


数据来源：Wind、开源证券研究所

当前盈利端的有利信号：我国和美国的 PMI 均较好，尤其是服务业景气创疫情以来新高，我国出口有望持续超预期。美国 9 月制造业 PMI 整体虽下滑，但分项中就业、库存指数显著回升，且服务业 PMI 指数创近两年新高（57.8%），显示疫情对服务业的拖累正在不断减轻。我国国庆前公布 9 月 PMI（51.5%，高于市场预期值

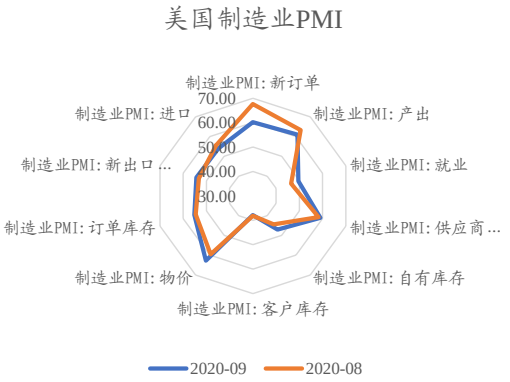
51.2%），新出口订单重回景气扩张区间（50.8%，较前值大幅提升 1.7 个百分点），服务业 PMI 创年内新高，达到 55.9%，其中住宿餐饮业连续 2 个月位于 60%以上的较高水平，同时，国庆假期中旅游和服务消费恢复良好，10 月 1-4 日接待游客数恢复至 2019 年同期的 78.4%，观影人次恢复至 2019 年同期的 79.1%，**意味着从投资到消费的传导在逐步发生。**

图13：美国制造业 PMI 高于荣枯线，服务业创新高



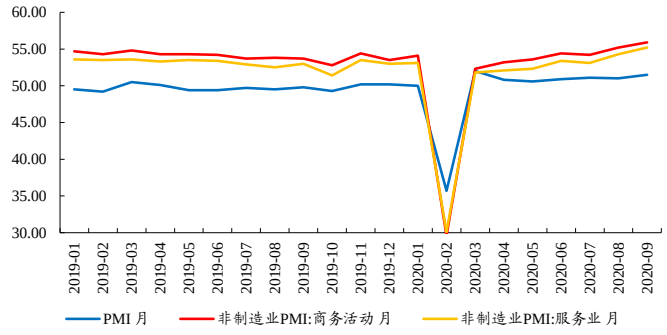
数据来源：Wind、开源证券研究所

图14：美国制造业 PMI 分项中库存和就业显著回升



数据来源：Wind、开源证券研究所

图15：中国制造业与服务业 PMI 均处景气区间



数据来源：Wind、开源证券研究所

图16：中国制造业 PMI 分项中新出口订单大幅回升



数据来源：Wind、开源证券研究所

好消息都在复苏的盈利端，估值端的不利信号频繁，除了前文提到的无风险利率的上行，风险偏好层面主要集中在美国及其盟友对中国科技企业的制裁。中芯国际的供应商再度受限、美国及印度限制中国应用程序遭到中国的反对、华为被禁止赞助北约防务峰会，作为世界两大主要经济体，中美之间的摩擦一直持续，尽管有预期在美国大选后可能会有所缓和，但在大选结果仍充满“不确定性”的情况下，难以成为风险偏好提升的理由。

表1：国庆假期期间出现的风险事件

事件	日期	内容	信息来源
中芯国际遭受制裁	20201004	中芯国际在港交所公告，经过多日与供应商进行询问和讨论后，公司知悉美国商务部工业与安全局已根据美国出口管制条例向部分供应商发出信函，对于向中芯国际出口的部分美国设备、配件及原物料会受到美国出口管制规定的进一步限制，须事前申请出口许可证后，才能向中芯国际继续供货。	中芯国际港股公告

事件	日期	内容	信息来源
中国称美国应用程序禁令违反 WTO 规则	20201005	中国宣称美国政府禁止 TikTok 和微信的行为违反了世界贸易组织(WTO)的规则。印度 6 月份对包括 TikTok 在内的数十款中国应用程序的禁令亦是如此。上个月,在命令 TikTok 所有者字节跳动剥离其在美国的业务之后,美国政府详细阐述了一项将 TikTok 和微信从本国应用程序商店中移除的计划。然而,一家美国地方法院裁定,暂缓实施美国政府屏蔽 TikTok 下载的行政命令。一位联邦法官亦发布了一项初步禁令,阻止了美国商务部针对微信的类似命令。	《南华早报》
华为被禁止赞助北约防务峰会	20201008	华为被禁止赞助在斯洛伐克（北约成员国）举办的一场防务峰会。斯洛伐克总统卡普托娃拒绝在总部位于布拉迪斯拉发的智库 Globsec 主办的会议上发言，因为担心这家中国公司会构成安全风险。在 Globsec 随后终止了华为的赞助之后，斯洛伐克总统又同意进行演讲。	财经报社

资料来源：Wind、公司公告、南华早报、财经报社、开源证券研究所

3、 节后迎来新一轮复苏验证期

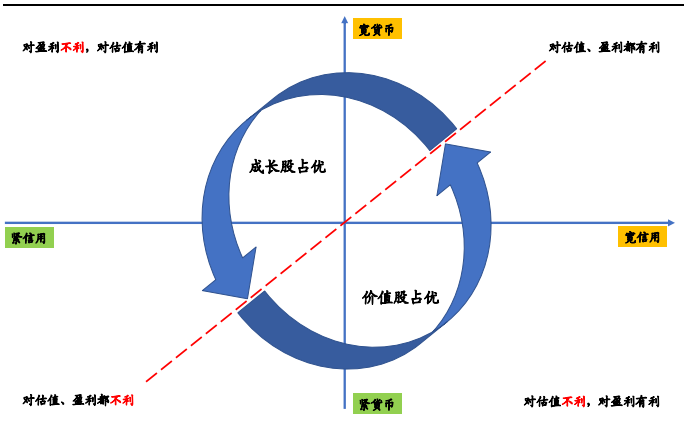
节后将迎来宏微观层面对复苏的交叉验证，顺周期攻守兼备。10 月中旬，金融及投资数据将披露，我们在报告《周期价值：身在灰暗，心向光明》中梳理过，**即使对于经济和信用扩张持悲观态度，历史规律显示市场将必然经历“杀估值”过程，顺周期板块因为盈利的安全垫和较低估值水平让其具有相对优势**；微观上，此前报告中我们计算出对经济的预期比宏观层面悲观，三季报将揭晓企业盈利的修复情况，有利于修复市场的悲观预期。

图17：价值股的绝对收益来源：正收益时估值和盈利贡献都为正，负收益时盈利成为安全垫

阶段	起始日期	结束日期	区间收益率	估值贡献	盈利贡献	信贷组合	经济增长	PPI
1	2006-12-25	2007-05-25	153.30%	--	--	紧货币+宽信用	过热	震荡下行
2	2007-11-02	2008-11-07	-62.74%	--	--	紧货币+宽信用→紧货币+紧信用	类滞胀到衰退	大幅上行后见顶下行
3	2011-01-06	2011-05-30	-2.38%	-10.17%	7.78%	紧货币+紧信用	类滞胀	上行
4	2011-08-16	2012-01-16	-13.32%	-11.40%	-1.92%	紧货币+紧信用	衰退	大幅下行
5	2012-10-22	2013-02-04	26.17%	19.35%	6.82%	宽货币+宽信用	弱复苏	上行
6	2014-02-18	2015-01-05	72.31%	63.20%	9.12%	宽货币+宽信用	衰退	先上行后大幅下行
7	2016-07-25	2017-07-18	18.54%	8.88%	9.67%	宽货币+宽信用→紧货币+宽信用	复苏	大幅上行后见顶下行
8	2017-10-13	2018-02-06	9.76%	8.12%	1.64%	紧货币+紧信用	过热到类滞胀	下行
9	2018-05-16	2018-10-19	-16.00%	-12.86%	-3.14%	紧货币+紧信用	类滞胀	先上行后大幅下行
10	2019-03-11	2019-06-17	-1.48%	-6.38%	4.91%	紧货币+宽信用	衰退	小幅下行

资料来源：Wind、开源证券研究所

图18：不同货币和信用组合下的估值与盈利赛跑



资料来源：Wind、开源证券研究所

4、 交易复苏中，周期为王

经济总量的弹性尚需持续验证，但是行业结构上已经开始出现明显改善信号。我们在报告《结构之光（下）：制造业的十年之变》中从三个阶段分析了正处在资本开支周期底部回升中的行业，不同阶段中存在着必然的结构性机会，也可能是经济“上行风险”的来源。**在全球交易复苏交易的摇摆期，我们的建议是，周期股仍然是“攻守兼备”的选项：进攻（化工、造纸、工程机械、工程类建材[1]、汽车），绝对收益与**

[1] 消费类建材依赖精装修较富、工程端集采而得到较高的业绩增速，当前由于房地产整体处于优化资产负债表、主动去库存的过程中，这一提升集中度的逻辑短期之内受到挑战，因此我们更推荐竣工和推盘新开工动力下、较为稳健的工程类建材，如水泥、管材、玻璃。

防守考虑估值负面因素影响已经很小的行业（银行、房地产、保险、煤炭）。

图19：处于三个阶段的行业，配置有先后

行业	PE（eps取前四年平均）	PE分位数（自2004.01.01）
1.资本开支进度被疫情打断，仍处于底部的，但二季度利润已经改善		
家用电器	24.5	44%
化工	30.2	45%
电子	106.3	57%
电气设备	82.3	63%
轻工制造-家用轻工	90.2	72%
机械设备-通用设备	111.1	85%
2.还未出现利润改善及资本开支处于底部的，可能存在超预期需求		
建筑装饰	10.5	5%
建筑材料	24.6	25%
纺织服装	31.7	25%
机械设备-金属制品	25.8	63%
有色金属	70.3	63%
轻工制造-家用轻工	90.2	72%
医药生物-医疗服务	504.3	79%
3.利润已经恢复，资本开支已经加快，ROIC仍可以持续上行的		
电子	106.3	57%
国防军工	213.6	77%
机械设备-专用设备	95.5	85%
计算机	134.8	92%
通信	269.8	97%

数据来源：Wind、开源证券研究所

5、 风险提示

疫情大规模爆发，对全球经济造成二次冲击。

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R2（中低风险），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C2、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C2、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