如何把握周期行情的节奏

报告日期：2020-09-25

分析师：郑小霞
执业证书号：S0010520080007
电话：13391921291
邮箱：zhengxx@hazq.com

分析师：刘超
执业证书号：S0010520090001
电话：13269985073
邮箱：liuchao@hazq.com

分析师：张冬冬
执业证书号：S0010520080001
电话：18621976380
邮箱：zhangdd@hazq.com

联系人：夏怡
执业证书号：S0010120020018
电话：18105518766
邮箱：xiayi@hazq.com

联系人：方晨
执业证书号：S0010120040043
电话：18258275543
邮箱：fangchen@hazq.com

相关报告

1.《短期震荡加剧，优选低估值顺周期》2020-09-06
2.《市场情绪化下跌，提供低估值顺周期布局机会》2020-09-07
3.《外围扰动下，A 股延续震荡调整》2020-09-09
4.《大金融引领市场回暖，低估值顺周期进行时—A 股放量上涨点评》2020-09-19
5.《盈利改善延续，低估值顺周期仍是占优赛道》2020-09-21
4

主要观点：

● **周期行情正处于估值提升阶段并有望延续；若盈利增速回正确认，可能进入第二阶段下跌行情；经济见顶确认后，周期将迎第三阶段上涨行情**

周期行情演绎目前仍在第一阶段并有望延续。3 月底经济复苏以来到 9 月 23 日，周期板块上涨 29%，其中估值贡献 82%涨幅、业绩拖累 29%下跌、估值业绩联合拖累 24%下跌，行情演绎全由估值驱动；业绩方面，2020Q2 季度周期板块的盈利增速出现边际收窄，但仍是负增长，对行情上涨并未发挥支撑作用。

一旦周期板块盈利增速确认转正，或预示进入估值回归驱动第二阶段下跌行情。进入第二阶段估值回归主导的下跌行情，需要具备两个条件：其一政策从全面宽松逐步回归到正常化中，这一条件正在形成；其二盈利增速回正对估值高点予以确认，因此需重点关注周期盈利增速的改善态势。

第三阶段业绩驱动的上涨行情有望出现在经济见顶确认后。见顶后的经济若重现下行压力，紧缩政策有可能重现边际宽松，叠加周期板块业绩高增长惯性延续，这样环境下有望迎来周期风格的第三阶段上涨行情。

● **2009-2010 年周期行情节奏和驱动力转换历经三个阶段可供参考**

美国次贷危机、全球金融风暴等外部因素冲击导致的经济和市场出现非正常波动，本质上与本次疫情类似。如此宏观大势下的一轮完整周期行情演绎按驱动力特征划分，总共经历了三个阶段：

（1）第一阶段：行情上涨全部由估值提升驱动，结束于宽松政策退出担忧以及业绩增速回正对估值顶点的确认。2008.11 月到 2009.08 月第一阶段从行情启动到估值顶点期间，发生在 GDP 增速触底后复苏前期。本阶段特征，估值方面具备政策不断加力、最为宽松积极的快速提升环境；业绩方面，板块盈利随经济复苏不断改善收窄，但并不能提供行情正向效果。

（2）第二阶段：行情下跌由估值回归驱动，下跌结束于政策从全面收紧基调转向有所为有所不为的结构性政策基调。2009.08 月到 2010.07 月从估值顶点到估值阶段性低点和业绩正改善期间，发生在经济复苏中后期并跨越经济顶点。这期间周期行情的下跌全部归结为估值回归驱动，一方面在复苏中期以后政策会逐步回归正常化，另一方面业绩增速回正后会对估值进行消化，最终在前期估值提升较大幅度偏离中枢后产生回归；业绩方面，盈利增速回正后继续改善，但托举效果有限，抵不过估值的下拉效应。

（3）第三阶段：行情上涨主要由业绩驱动，结束于通胀快速攀升压力下的政策收紧再加码。发生在经济增速见顶确认后的 2010.07 月到 2011.04 月。估值修复是上涨的一部分原因；业绩方面则是处于盈利增速相对稳定高增长期，是行情上涨的主要驱动力。该阶段终点发生在业绩向上驱动和估值由于政策收紧再加码向下拖累的合力产生负向效果的时候。

● **风险提示**

历史对比研究局限性；政策学习效应导致超预期收紧；市场学习效应导致行情加速和压缩等。

正文目录

1 随经济复苏进程推进，周期风格优势愈显 5

2 以史为镜，2009-2010 年周期行情可借鉴 6

3 代表性周期行业的节奏和驱动因素转换 9

3.1 建筑材料行情的三阶段驱动 9

3.2 有色金属行情的三阶段驱动 11

3.3 机械设备行情的三阶段驱动 12

4 2009-2010 年周期行情节奏和驱动接力演绎 14

4.1 第一阶段：行情上涨全由估值驱动，结束于政策边际收紧迹象并且业绩增长转正确认之时 14

4.2 第二阶段：行情下跌由估值回归导致，结束于政策由全面收紧向结构性转向 14

4.3 第三阶段：行情上涨主要由业绩驱动，结束于通胀压力下的政策收紧再加码 15

5 未来周期行情的节奏如何把握 17

5.1 周期板块估值提升行情有望延续 17

5.2 盈利增速回正或预示估值回归主导的第二阶段行情到来 17

5.3 经济见顶确认后，周期板块有望迎来业绩驱动的第三阶段行情 17

风险提示： **18**

图表目录

图表 1 经济复苏以来，周期风格涨幅最大 5
图表 2 周期虽未阶段性拔尖，但胜在持续稳定上涨 6
图表 3 2008-2011 年 GDP 呈 V 型走势 7
图表 4 2019 年以后 GDP 也将呈 V 型走势 7
图表 5 今年的政策刺激力度相比 2008 年也很大 8
图表 6 2008.11-2011.4 期间，周期风格取得了近 2 倍的涨幅（%） 8
图表 7 周期板块中建材、有色、机械涨幅居前 9
图表 8 建材行情分 3 段，驱动力有所不同 10
图表 9 驱动建材行情的因素分段 10
图表 10 建材行情三个阶段的驱动力表现 10
图表 11 建材业绩见底时间与 GDP 一致，且很快恢复正增长 10
图表 12 有色行情分 3 段，驱动力有所不同 11
图表 13 驱动有色行情的因素分段 11
图表 14 有色行情三个阶段的驱动力表现 11
图表 15 有色金属行业的业绩回正时间明显较晚 12
图表 16 机械行情分 3 段，驱动力有所不同 13
图表 17 驱动机械行情的因素分段 13
图表 18 机械行情三个阶段的驱动力表现 13
图表 19 机械行情的盈利增速回正与有色类似，都较晚 13
图表 20 与行业类似，周期风格行情也可划分为 3 阶段 16
图表 21 周期板块盈利回正时间也较晚 16

图表 22 周期行情三个阶段驱动力总结.....16

图表 23 经济复苏以来，周期行情不断走涨.....18

图表 24 近期周期启动全部由估值提升驱动.....18

图表 25 周期行情演绎目前正处在第一阶段，由估值驱动.....18

图表 26 截止 2020Q2 季度，周期板块的盈利在收窄改善.....18

1 随经济复苏进程推进，周期风格优势愈显

一方面在资本市场上，新冠疫情直接和间接的导致了 A 股的两次大跌。今年 A 股市场在新冠疫情对国内外相继产生了两度冲击的背景下，截止 9 月 18 日，总共出现过两次较深的底部位置：第一次发生在春节之后开市的两个交易日，由于春节期间疫情在国内广泛传播，因此推迟后的春节开市日 2 月 3 日当天上证指数大跌接近 8%，次日再度低开了 2%，由于当时市场对此种新传染疫情认识不足，以非典疫情与之相对照，普遍认为影响有限，因此春节开市两个交易日后，市场重新恢复了上涨；第二次发生在疫情在海外出现大规模传染的背景下，彼时美国疫情传播十分猖獗，直接导致了美股破纪录的接连快速大跌，恐慌情绪传导至 A 股市场，A 股市场也出现了较大幅度的跟跌。

另一方面在经济发展上，新冠疫情也直接导致了经济出现断崖式掉落。疫情发生后国内迅速采取了强力严防严控措施，然而这种措施成为“双刃剑”，在疫情被不断有效控制的效果下，全社会的正常经济活动被迫中止，由此直接导致了 2020 年 Q1 季度实际 GDP 增速的大幅度下挫，从去年 Q4 季度的 6.0%锐减至-6.8%，边际恶化了 12.8 个百分点，是经济常规发展以来单季度经济增长滑落幅度最大的一次。

经济复苏开启后，周期风格涨幅最大。随着管控措施效力不断发挥，疫情在国内的传播传染迅速被得以有效遏制，经济社会的重心和天平指针也逐渐从疫情防控偏转到经济发展。**在今年的经济发展节奏上，**最严峻最艰难发生在一季度，二季度开始经济不断复苏向好发展，目前经济复苏的态势仍在确定性回暖中；**在今年的股票市场表现上，**周期风格虽未如消费风格极致性抱团、金融风格阶段性脱缰式疯涨般耀眼吸人眼球，但累计涨幅确是最高的。

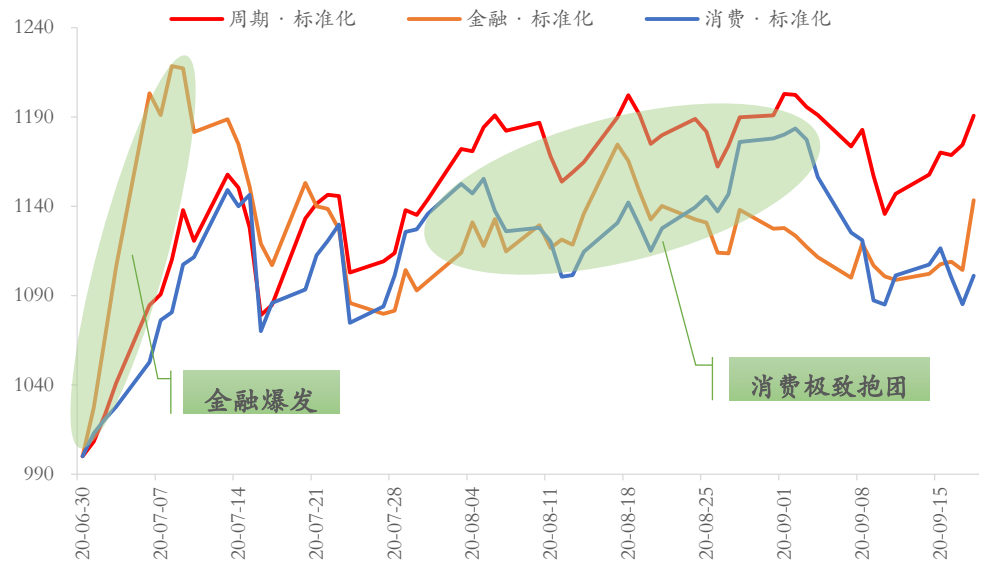
周期风格行情不容忽视，主要体现在三个方面：其一，3 月 23 日，A 股受美股大跌恐慌情绪传导出现底部后至今，周期风格以 24.53%的涨幅与成长同位列第二，仅次于极致性抱团的消费风格；其二，从 5 月底经济逐步证实复苏态势以来，周期风格以 24.32%的涨幅逐渐与消费成长之间缩小差距；其三，7 月初金融板块连续大涨引爆市场情绪，此时的金融板块十分惹人注目，但出乎意料的是，截至 9 月 23 日，周期板块却以 16.52%的涨幅居于第一，且与其他风格之间逐渐拉开了涨幅上的差距。**时间随着经济复苏的不断演进，周期风格的优势越发明显。**

图表 1 经济复苏以来，周期风格涨幅最大

风格/指数	7 月 1 日 情绪火热至今	5 月 25 日 经济确认复苏至今	3 月 23 日 A 股阶段性底部至今
周期风格	16.52%	24.32%	24.53%
金融风格	11.56%	16.55%	16.40%
成长风格	11.51%	25.29%	25.94%
消费风格	9.45%	25.37%	41.59%
万得全 A	11.06%	22.45%	25.71%
上证指数	9.89%	16.56%	19.45%

资料来源：Wind，华安证券研究所。截止时间为 9 月 23 日

图表 2 周期虽未阶段性拔尖，但胜在持续稳定上涨



资料来源：Wind，华安证券研究所

2 以史为镜，2009-2010 年周期行情可借鉴

疫情冲击导致原本平稳的经济运行态势出现了周期波动。经济复苏或者上行周期过程中，将对周期风格板块产生助益，这是个再明显不过的事实和逻辑，这也是周期板块之所以被称之为“周期”的本质原因。然而实际上，从 2010 年以来，周期的概念和波动在被不断淡化，主要是因为自从 2010 年以后整个经济增长的大趋势是在下滑的，即始终处于经济收缩周期过程中，这期间经济增长要么呈现单边快速下滑（如 2010-2012 年），要么则是经济下行过程中的波动不断在收敛，经济呈现小幅缓慢下行或平稳波澜无惊，这导致了经济变动的方向上和幅度上都不再体现“周期”的特点。然而**今年由于疫情的原因，导致经济重新出现了大幅波动，尤其是方向上的趋势性变化，周期重新得以启动。**

今明年的经济增速变化节奏将呈 V 型走势，与 2009-2010 年类似。由于外生变量冲击改变了经济原本走势节奏，今年至明年初的经济运行节奏，已经比较确认和有所共识：**一季度**由于遭受的疫情影响最大，经济增长遭遇最严重下挫，达-6.8%；**二季度**疫情得控，经济发展渐有起色，经济增长逐步复苏，GDP 实际增速达 3.2%，虽超预期但仍未恢复到潜在增速水平；**三季度**经济复苏态势延续，各经济指标持续改善，预计 GDP 实际增速可恢复至 5-5.5%的水平；**四季度**复苏改善趋势继续，预计经济增长会恢复至疫情前的潜在增速水平 6%左右；**明年一季度**由于在今年一季度低基数基础上以及经济发展形势持续向好的缘故，GDP 增速水平将大为抬升，甚至有望超过 10%，但这也很大概率成为本轮经济复苏周期的高点。

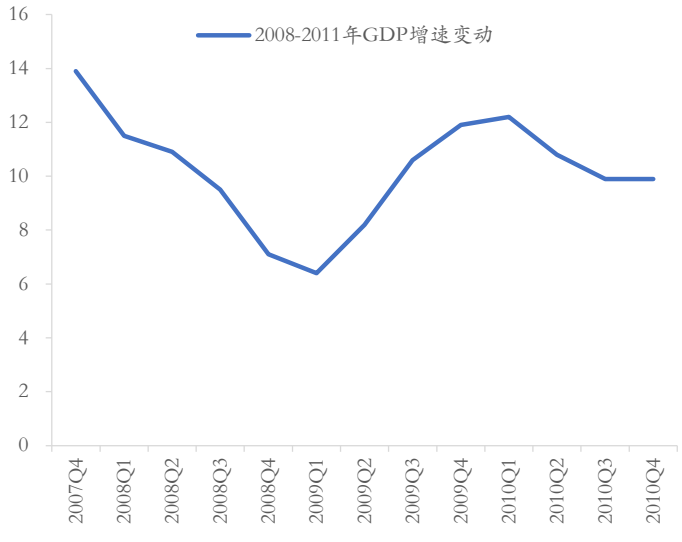
类似的经济周期变化曾在 2009-2010 年期间发生过，彼时由于美国次贷危机以及全球金融风暴吹至中国，中国的经济增速由于外部冲击在 2009 年 Q1 季度以 6.4%触底，触底过程持续了较长一段时间，触底底部的经济增速较前期阶段性高点位置下滑了 8.6 个百分点（本轮则是一次性冲击到位 12.8 个百分点，外部冲击的持续时间和幅度有所差异，但本质是一样的）。此后，在采取了一系列强刺激政策后，其中最出名最重要的便是“4 万亿”基建刺激计划，经济增速逐步走出底部，

并开启了一轮上行周期，经济增长逐季改善，直到 2010Q1 季度经济增长迎来了复苏的高点 12.2%。

今年支撑经济 V 型反转走势的政策刺激力度与 2008 年相比也并不小。首先在政策总基调层面，2008 年 11 月的中央政治局会议上明确提出了将内需政策组合加码至“扩大投资、扩大消费”的最积极状态，而这种基调在今年 4 月 17 日的中央政治局会议上再度提出，会议要求坚定实施扩大内需战略，将投资和消费升级至“双扩”；货币政策层面，今年同样进行了降准、降 LPR 贷款利率、降超额存款准备金利率的宽松措施；财政政策层面，今年相比 2008 年提出 4 万亿基建刺激计划的力度仍然不小，一方面赤字率从去年的 2.8%扩大的今年的 3.6%以上，新增出 1 万亿一般财政资金，二方面今年还推出了 1 万亿的抗疫特别国债，三方面地方政府专项债规模进行了大扩容，从去年的 2.15 万亿增加到了今年的 3.75 万亿，新增 1.6 万亿规模等，整体来看今年支撑经济强势 V 型反转走势的政策刺激力度并不小。另外值得注意的是，经济刺激力度的大小只会改变周期波动的幅度，并不改变周期的 V 型趋势。

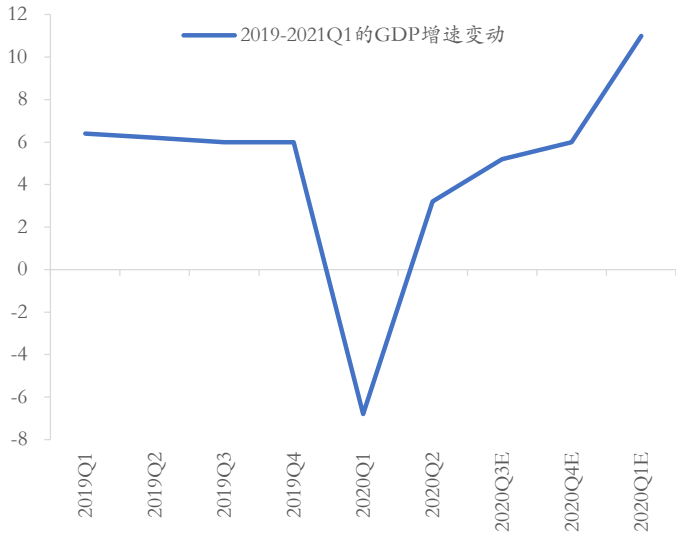
周期行情演绎的逻辑可参考 2009-2010 年。无独有偶，在经济周期上行的加持下，2009-2010 年周期风格也演绎出了一段涨幅惊人的行情，从 2008 年 11 月初提出 4 万亿基建刺激计划，市场行情出现反转开始，到 2011 年 4 月两会后确认经济刺激计划退出并开始拨乱反正重视调整经济结构时结束，为期近 2.5 年的时间，周期风格上涨幅度接近 2 倍，在各风格中涨幅排名第二，这远高于同期上证的 78%以及万得全 A 的 136%涨幅。那后续周期风格的行情该如何演绎，驱动力如何实现转换，以及结束的时间和信号分别会怎么样？在相似外部变量冲击导致下的类似经济周期环境中的 2009-2010 年周期行情演绎值得参考。

图表 3 2008-2011 年 GDP 呈 V 型走势



资料来源：Wind，华安证券研究所

图表 4 2019 年以后 GDP 也将呈 V 型走势



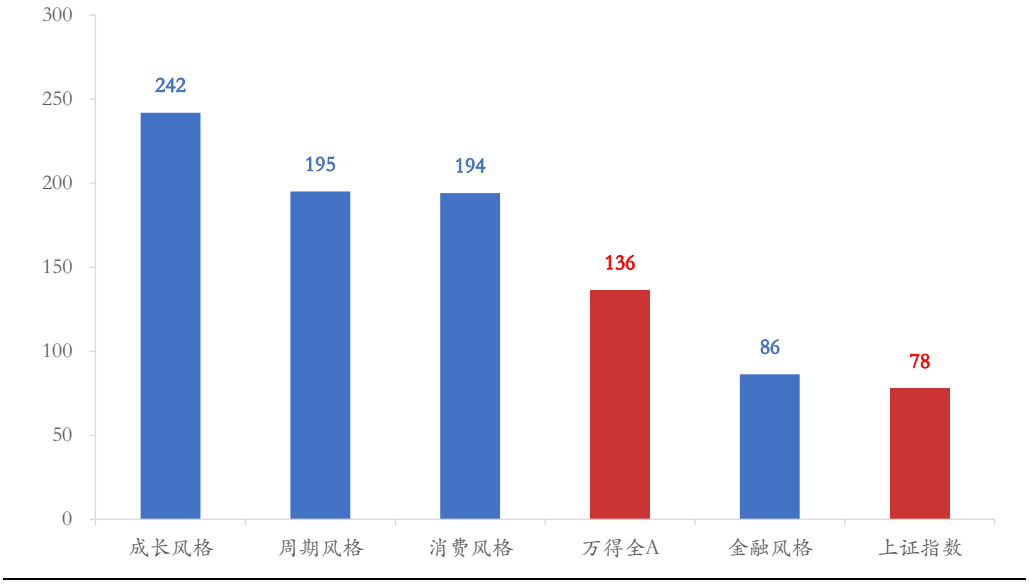
资料来源：Wind，华安证券研究所

图表 5 今年的政策刺激力度相比 2008 年也很大

积极政策	具体类别	2008 年	2020 年
宏观政策总基调	政策积极程度	**内需加力至“双扩”**：11 月 28 日，中央政治局会议把保增长、扩内需、调结构更好的结合起来	**实施扩大内需战略升级至“双扩”**：4 月 17 日，中央政治局会议决定坚定实施扩大内需战略，积极扩大国内需求
	投资方面	扩大中央政府投资，坚持扩大投资规模和优化结构并举	要积极扩大有效投资，实施两新一旧、扩大新兴产业投资等，调动民间投资积极性
	消费方面	积极扩大消费特别是农村消费	要释放消费潜力，扩大居民消费，适当增加公共消费
货币政策	降准	到 2008 年底，大型存款金融机构降准 3 次，合计 2 个百分点；中小型降准 4 次，合计 4 个百分点	截止 9 月下旬，大型存款机构降准 1 次，0.5 个百分点；中小型机构降准 3 次，合计 1.5 个百分点
	降息	到 2008 年底，1 年定存利率调降 4 次，降息 1.89%；1-3 年贷款利率调降 5 次，降息 2.16%；超额存款准备金利率下调 0.27%	截止 9 月下旬，LPR 贷款利率调降 5 次，降息 0.46%；超额存款准备金利率下调 0.37%
财政政策		4 万亿基建刺激计划	赤字率从 2.8%提升至 3.6%以上，新增 1 万亿一般财政资金；发行抗疫特别国债 1 万亿；地方政府专项债从去年的 2.15 万亿扩容到今年的 3.75 万亿

资料来源：中央政治局会议全文公告，wind、华安证券研究所

图表 6 2008.11-2011.4 期间，周期风格取得了近 2 倍的涨幅（%）

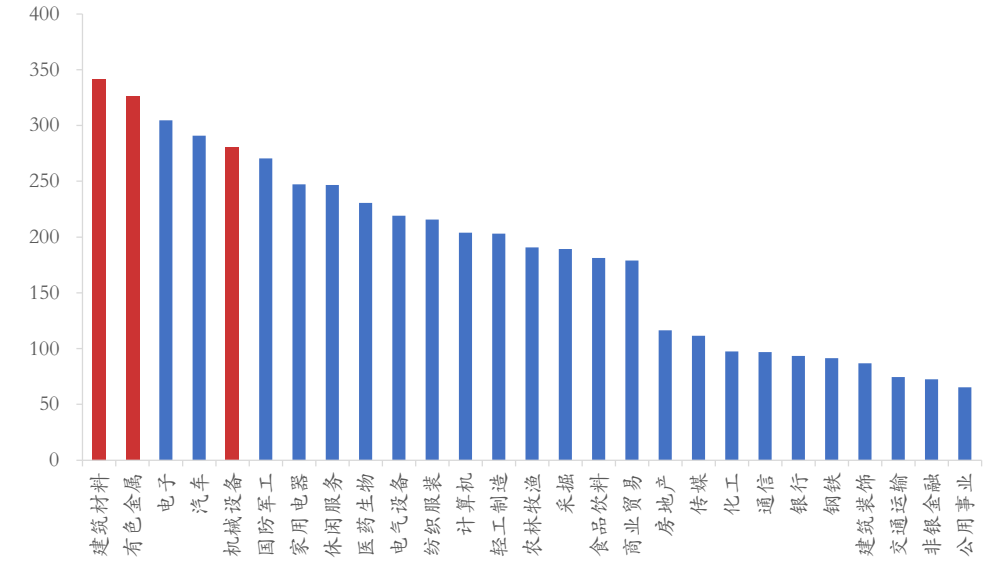


资料来源：Wind，华安证券研究所

3 代表性周期行业的节奏和驱动因素转换

由于中信分类的周期风格指数无法追溯到 2009-2010 年的必要估值 PETTM 数据，因此我们根据在这个期间，周期类行业中最重要即涨幅最大的三个行业进行分析并对共性结论进行汇总归纳，这三个行业分别是：建筑材料上涨了 342%，位列所有行业涨幅第一；有色金属上涨了 326%，位列所有行业涨幅第二；机械设备上涨了 280%，位列周期类行业第三，所有行业第五。

图表 7 周期板块中建材、有色、机械涨幅居前



资料来源：Wind，华安证券研究所。2008.11-2011.4 期间，28 个申万一级行业涨幅

3.1 建筑材料行情的三阶段驱动

第一阶段：2008.11 月初至 2009.08 月初，估值业绩双驱动。这个阶段，周期风格指数上涨了 225%，其中 98%的涨幅由估值提升贡献、64%的涨幅由业绩贡献、63%的涨幅由估值业绩联合贡献，总体来看估值与业绩的贡献度为 6-4 分。这个阶段建材行情与周期板块和周期类其他行业有所不同的是，业绩成为一项重要驱动力，这主要是因为建材行业的盈利复苏相比其他行业更快更提前。

第二阶段：2009.08 月初至 2010.07 月初，估值消化是行情表现的最核心因素。在此阶段，周期风格指数下跌了近 25%，其中估值贡献了近 57%的跌幅、业绩贡献了 73%的涨幅、估值业绩还联合贡献了 14%的下跌，总体来看这个阶段的行情下跌全部都是由于估值消化导致的。估值主要通过两个维度进行消化：其一，通过业绩正贡献来消化估值；其二，还有一部分是纯粹的估值拔高后偏离中枢幅度过大导致的杀估值效果。

第三阶段：2010.07 月初到 2011.04 月上旬，估值业绩双驱动。这个阶段，周期风格指数上涨了 94%，其中 48%的涨幅由估值上涨贡献、31%的涨幅由业绩贡献、15%的涨幅由估值业绩联合贡献，总体来看估值与业绩的驱动贡献率 6-4 分。

图表 8 建材行情分 3 段，驱动力有所不同



资料来源：Wind，华安证券研究所

图表 9 驱动建材行情的因素分段



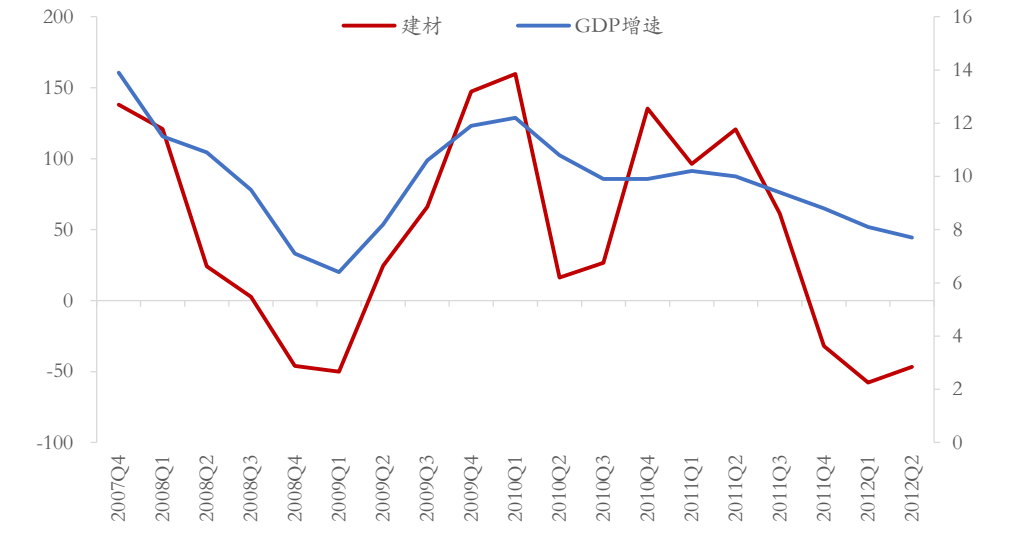
资料来源：Wind，华安证券研究所

图表 10 建材行情三个阶段的驱动力表现

建材行业	起始时间	结束时间	历经时间	涨跌幅	PETTM 变动幅度	EPS 变动幅度	估值驱动贡献	业绩驱动贡献
第一阶段	2008.11 初	2009.08 初	9 个月	225.06%	98.14%	64.05%	60%	40%
第二阶段	2009.08 初	2010.07 初	11 个月	-24.73%	-56.51%	73.06%	-341%	441%
第三阶段	2010.07 初	2011.04 上	9 个月	94.38%	48.40%	30.99%	61%	39%

资料来源：Wind，华安证券研究所。其中 EPS 为每日收盘价/每日 PETTM 倒算而得；贡献度采用简易算法

图表 11 建材业绩见底时间与 GDP 一致，且很快恢复正增长



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%

3.2 有色金属行情的三阶段驱动

第一阶段：2008.11 月初到 2009.12 月初，行情全部由估值驱动，业绩起到反向效果。在这个阶段，有色金属行业的涨幅为 275%，其中估值提升了 875%、业绩下挫了 62%、估值业绩联合下挫了 538%的负贡献，总体来看这阶段有色行情的上涨完全可以由估值提升来解释，而业绩方面仅提供了负向贡献，起到了拖累的效果。在这个阶段，有色金属行业的业绩尽管降幅在不断收窄，但仍是在下降的，直到 2009 年 Q4 季度，业绩才首次回正。

第二阶段：2009.12 月初到 2010.07 月初，行情全部由估值消化所拖累，业绩起正贡献。在这个阶段，有所金属行业下跌了-38%，其中 60%的下跌由估值拖累所致、业绩提供了 56%的上涨贡献、估值业绩联合贡献了 34%的下跌，总体来看估值消化与回归是拖累行业行情走弱的最重要原因，而在这个期间业绩正是处于释放的前期，为估值回归导致的行情回落起到了部分托举作用。

第三阶段：2010.07 月初到 2011.04 月上旬，估值业绩双驱动，但业绩的权重更大。在这个阶段，有色金属行业涨幅达 95%，其中估值提供了 24%的上涨贡献、业绩提供了 57%的上涨贡献、估值业绩联合提供了接近 14%的上涨贡献，总体来看对行情驱动的估值和业绩贡献为 3-7 分，业绩贡献起到了主要的作用。这个阶段的业绩，基本处于行业盈利比较稳定和舒适的区间。

图表 12 有色行情分 3 段，驱动力有所不同



资料来源：Wind，华安证券研究所

图表 13 驱动有色行情的因素分段



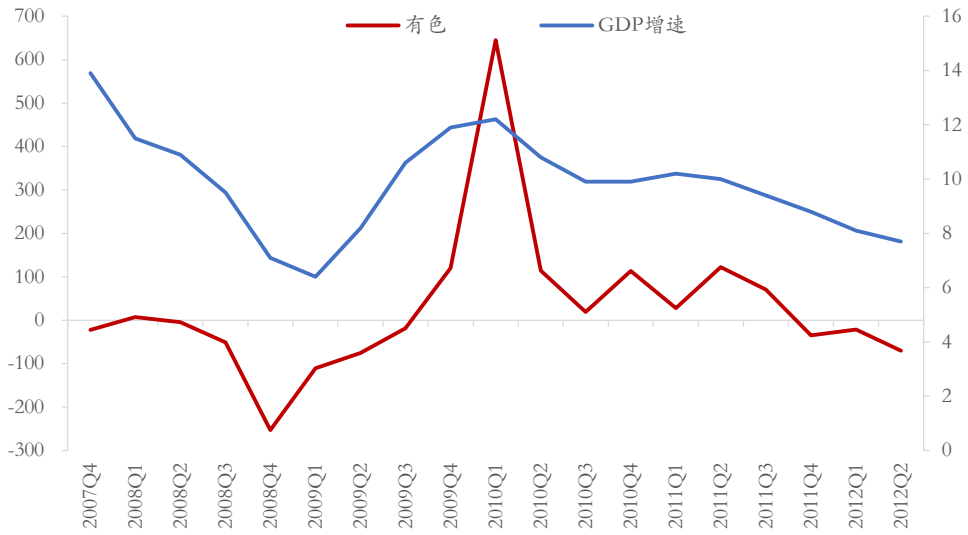
资料来源：Wind，华安证券研究所

图表 14 有色行情三个阶段的驱动力表现

有色行业	起始时间	结束时间	历经时间	涨跌幅	PETTM 变动幅度	EPS 变动幅度	估值驱动贡献	业绩驱动贡献
第一阶段	2008.11 初	2009.12 初	13 个月	275.35%	874.79%	-61.49%	108%	-8%
第二阶段	2009.12 初	2010.07 初	7 个月	-38.15%	-60.35%	56.00%	-1385%	1485%
第三阶段	2010.07 初	2011.04 上	9 个月	95.06%	24.02%	57.28%	30%	70%

资料来源：Wind，华安证券研究所。其中 EPS 为每日收盘价/每日 PETTM 倒算而得；贡献度采用简易算法

图表 15 有色金属行业的业绩回正时间明显较晚



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%

3.3 机械设备行情的三阶段驱动

第一阶段：2008.11 月初到 2009.08 月初，行情上涨全部由估值提升解释。这个阶段，机械设备行业上涨了 168%，其中 231%的上涨贡献是有估值提升带来的、19%的下跌是由业绩带来的拖累、估值业绩联合贡献了 44%的下跌，总体来看这一阶段的行情上涨全部由估值驱动，而业绩并未发挥起正向贡献的效果。

第二阶段：2009.08 月初到 2010.07 月初，行情下跌皆由估值回落所致。在此阶段，机械设备行情下跌了 20%，其中 31%的跌幅是由估值所导致的、而业绩提供了 16%的上涨、估值业绩联合提供了 5%的下跌，总体来看这个阶段行情的下跌全部都是由于估值回归所致，而业绩提供了正向的托举效果，但正向托举效果小于估值回归对行情的负向作用。

第三阶段：2010.07 月初到 2011.04 月上旬，估值业绩双驱动。这个阶段，机械行情涨幅达 85%，其中 28%的涨幅是由估值提升贡献、45%的涨幅有业绩贡献、12%的涨幅由估值业绩联合贡献，总体来看这个阶段行情的上涨估值与业绩的贡献度为 4-6 分。

图表 16 机械行情分 3 段，驱动力有所不同



资料来源：Wind，华安证券研究所

图表 17 驱动机械行情的因素分段



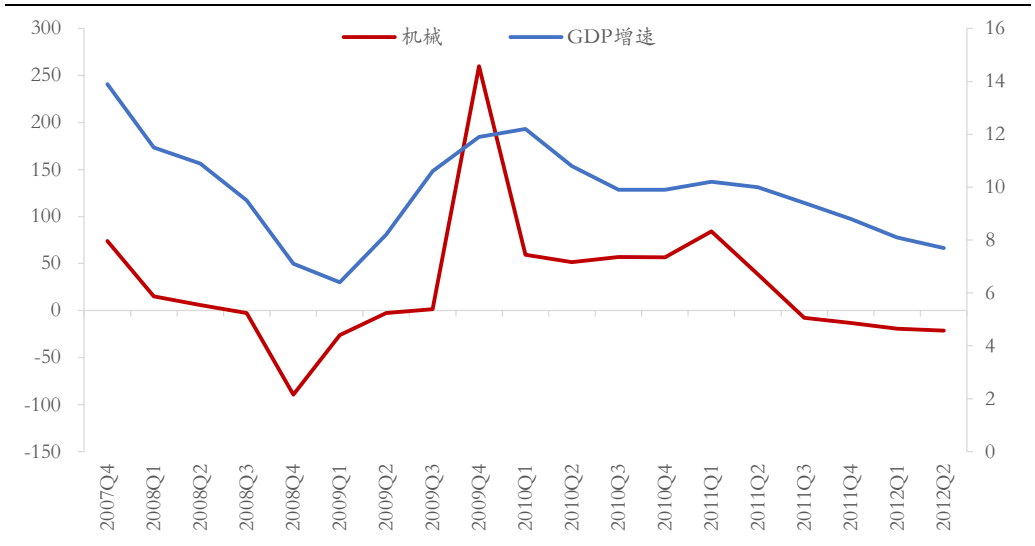
资料来源：Wind，华安证券研究所

图表 18 机械行情三个阶段的驱动力表现

机械行业	起始时间	结束时间	历经时间	涨跌幅	PETTM 变动幅度	EPS 变动幅度	估值驱动贡献	业绩驱动贡献
第一阶段	2008. 11 初	2009. 08 初	9 个月	167. 52%	230. 67%	-19. 10%	109%	-9%
第二阶段	2009. 08 初	2010. 07 初	11 个月	-20. 24%	-31. 22%	15. 97%	-205%	105%
第三阶段	2010. 07 初	2011. 04 上	9 个月	84. 76%	27. 87%	44. 50%	39%	61%

资料来源：Wind，华安证券研究所。其中 EPS 为每日收盘价/每日 PETTM 倒算而得；贡献度采用简易算法

图表 19 机械行情的盈利增速回正与有色类似，都较晚



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%

4 2009-2010 年周期行情节奏和驱动接力演绎

2009-2010 年完整的周期行情经历了 3 个阶段，在每个阶段的驱动力都有所不同，整体体现为：**提估值、弱业绩（估值驱动）→→消化估值、业绩复苏（估值下拉）→→业绩强劲、估值修复（业绩估值双驱动）**。这个过程一方面，完整的体现了估值从宽松政策拉动提升、到估值过分偏离中枢导致回归、再到估值有所修复的变化历程。另一方面，也体现了周期类行业盈利复苏与经济增长周期的关系，即二者的拐点通常并不恰好对应，如 GDP 增速见底前的一个季度，周期板块的盈利增速已经见底，且 GDP 增速见顶前的一个季度，周期板块的盈利增速也已经见顶，另外还有一点很重要的是，周期板块盈利增长回正的时间点也具备较大不确定性。

4.1 第一阶段：行情上涨全由估值驱动，结束于政策边际收紧迹象并且业绩增长转正确认之时

在周期行情的第一个阶段，上涨的驱动力通常全部都来自于估值提升，而同期业绩基本提供的却是反向贡献。这个阶段通常发生在 GDP 增速触底后的经济复苏前期，如此环境下估值和业绩通常具备两种特征：

（1）估值方面通常具备快速提升的基础和条件。在经济增长的底部位置，通常政策层面都会显著得加大支持力度，进入到扩张阶段，积极的政策环境有利于显著改善市场风险偏好。具体到 2009-2010 年的第一阶段，此时正是政策火力全开的时候：其中 2008 年 11 月底最高层的政策定调为“内需双扩”这一最为积极的表述；货币政策快速降准降息，到 2008 年底时，存款基准利率已经降低接近此前历史低位了，表明货币政策迎来极大宽松；财政政策方面，2008 年 11 月的一次国常会上提出了 4 万亿基建刺激计划，这成为提升市场和周期板块估值的最重要催化剂。**第一阶段的划分也是从行情启动伊始到估值提升的顶点这期间**，而这个阶段的持续时间通常取决于经济复苏的强劲程度。

（2）业绩方面不断边际改善，但仍未能到提供正向效果的程度。通常在经济增长的低点前后，周期板块的业绩增速也会触底，后续随着经济在不断复苏，板块的业绩增长也会跟随着边际改善，但需要注意的是，此时的边际改善主要体现为业绩降幅的不断收窄，即业绩增速仍然为负，因此这阶段整体上业绩增速都处在 0 以下的收窄过程。

第一阶段行情结束于宽松政策的退出担忧，板块业绩增速回正对估值顶点予以确认。随着经济的不断复苏，积极宽松的政策会逐步回归正常化，因此在宽松政策逐步退出的过程中，估值提升的动力将会减弱。2009 年 8 月估值见顶之前，政策已经开始有所边际收紧了，监管层开始不断关注发声货币大量投放后可能带来的不良影响，7 月人民币新增信贷大幅收缩，当月同比增速为-7%，这与上个月 360%的增速和年初以来动辄 4、5 倍的增速相比，极大幅度回落。此外，其他一些不利信息也在扰动市场情绪，如 2009 年 7 月初，银监会发文禁止银行理财资金进入二级市场，7 月底银监会发布《固定资产贷款管理暂行办法》要求银行信贷资金真正进入实体端等。另一方面，周期板块的盈利增速不断改善至即将回正，对估值进行业绩消化，也进一步确认了估值的高点位置。

4.2 第二阶段：行情下跌由估值回归导致，结束于政策由全面收紧向结构性转向

这个阶段通常发生在经济复苏的中期到增速见顶前后，而估值的消化与回归会导致行情下跌，估值和业绩在这个背景下同样具备两种变化特征：

（1）估值提升后继无力，迎来消化和回归的拐点。在经济复苏的进程行进至中叶位置，通常前期的极大宽松政策会逐步的边际收紧，具体到 2009 年 8 月份到 2010 年 7 月份，宽松政策则是经历了逐步边际收紧再到刺激政策全面退出的过程，包括信贷投放放缓、升准等。那此时的估值便面临着后继无力的困境，叠加经过前期估值提升后会比较大幅度的偏离中枢位置，因此估值会产生回归的需求；另一方面，板块的业绩增速开始回正并不断提升改善，也会对估值进行一部分消化。这个阶段的时间起点为估值的顶点，**通常估值顶点发生在经济复苏的中期或者是在经济见顶之前**，而这个阶段的时间终点通常根据阶段性估值低位和板块业绩恢复到强劲的前期来综合确定。这个阶段持续的时间通常取决于估值回归的速度以及业绩恢复的强劲程度。

（2）业绩继续改善，并发挥托举作用，但仍抵不过估值的下拉效应。这个阶段板块业绩增速转正后并继续改善，随着业绩增速的提升对行情的托举作用会越来越大，但在刚回正之后不久的这段时间里，业绩增速的正向托举效应还是不如估值回归的下拉效应明显。

第二阶段的下跌行情结束于刺激政策全面退出转向有所为有所不为的结构性政策。在第二阶段行情结束之前即第三阶段行情开启之前，由于经济复苏强劲，因此宽松政策采取的是全面退出态势，包括房地产调控升级、连续升准、强调淘汰落后产能等。但在刺激政策全面退出的后期，经济重新显现出疲态，基建投资和工业生产都出现了显著下行，因此政策基调从全面收紧开始了边际宽松，2010 年 6、7 月温总理在召开经济形势调研时强调无论是解决长期的结构性问题还是短期的突出紧迫问题，都必须要在经济平稳较快发展的前提下进行，随后推出了七大战略性新兴产业等措施。

4.3 第三阶段：行情上涨主要由业绩驱动，结束于通胀压力下的政策收紧再加码

这个阶段通常发生在经济增速见顶之后的前期下行环境，此时估值修复和业绩整体稳定将共同驱动行情的上涨，其中业绩的驱动贡献占主要地位。在这个阶段，估值和业绩同样会表现出来两种变化特征：

（1）估值面临修复契机。通常市场的反应是会过度的，无论是第一阶段的估值提升还是第二阶段的估值回归，因此在经历了第二阶段的估值回归后，第三阶段在政策基调全面收紧转向结构性可为政策的背景下迎来估值修复的可能，因此这个阶段的上涨估值修复也能起到一部分的解释作用，但却不是驱动行情上涨的最重要驱动力。在这个阶段，估值方面值得注意的是，将面临两种对冲矛盾的角力，一方面是估值修复，另一方面则是估值整体上面临着压制的政策环境，此时通常在经济的顶点之后，而此时各种政策基本已恢复到正常范畴，即相对前期整体收紧了，而这两种对冲矛盾的角力结果也决定了第三阶段的持续时间。

（2）业绩发挥主要的驱动贡献。这个阶段业绩方面最重要的特征则是相对比较稳定的高速增长，而行情的驱动也从前期的估值驱动→估值消化→业绩驱动。**这个阶段的终点一般会是估值在两种矛盾的角力作用再叠加业绩驱动的综合作用仍能产生正向效应的阶段。**

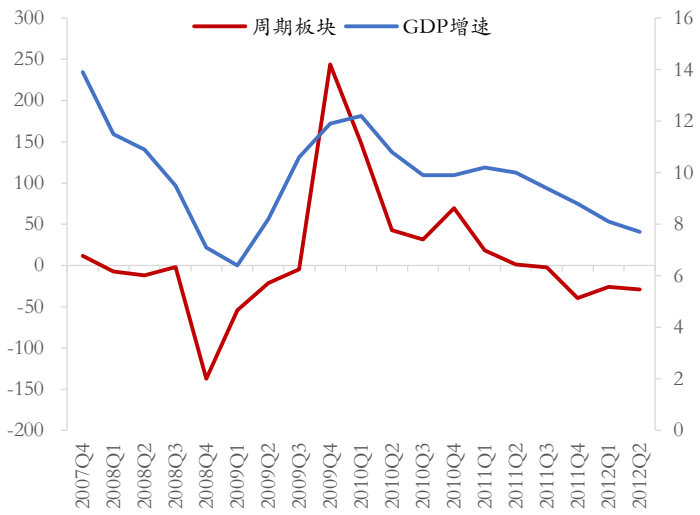
第三阶段的上涨行情结束于通胀迅速攀升导致的政策层面收紧再加码。政策回归正常操作后有可能收紧从而缓解前期政策宽松的后遗症，如通胀、杠杆率爬升过快等，具体到 2011 年前后，经济则是出现了明显的通胀，CPI 在 2010 年 7 月破 3%，到 2011 年 3 月上升至 5.4%，且此时的 PPI 更是高达 7.3%的高位水平，2010 年底的中央经济工作会议要求将稳定价格水平放在更突出位置，2011 年 4 月国常会更是进一步表示要千方百计的保持物价水平基本稳定并作为当年宏观调控的首要和最紧迫任务。最终为了抑制通胀水平，货币政策连连升准加息，进一步收紧，政策加码对估值形成一种持续的压制效果；另一方面，业绩经历第三阶段的较高速稳定增长后也会逐渐减速甚至出现负增长的可能，因此业绩方面对行情的驱动效力也在下降。最终在估值和业绩双弱的情况下，周期行情则会进入下跌通道。

图表 20 与行业类似，周期风格行情也可划分为 3 阶段



资料来源：Wind，华安证券研究所

图表 21 周期板块盈利回正时间也较晚



资料来源：Wind，华安证券研究所

图表 22 周期行情三个阶段驱动力总结

阶段/类别	第一阶段		第二阶段		第三阶段	
	涨幅	驱动力	涨幅	驱动力	涨幅	驱动力
建筑材料	225.06%	40%业绩 60%估值	-24.73%	估值下拉	94.38%	40%业绩 60%估值
有色金属	275.35%	估值提升	-38.15%	估值下拉	95.06%	70%业绩 30%估值
机械设备	167.52%	估值提升	-20.24%	估值下拉	84.76%	60%业绩 40%估值
周期板块	176.42%	估值为主	-31.06%	估值下拉	57.39%	业绩为主

资料来源：Wind，华安证券研究所。其中周期板块的驱动力根据建材、有色、机械共性总结

5 未来周期行情的节奏如何把握

根据 2009-2010 年周期行情节奏和驱动接力的启示，三个阶段每个阶段都有各自的特征：**第一阶段周期行情上涨，且基本都由估值提升驱动，而业绩尽管在不断边际改善但仍为负增长；第二阶段周期行情可能会由于估值消化和回归有所回调，但业绩处于 0 以上的不断边际改善；第三阶段主要由业绩驱动周期行情上涨，此时业绩处于较高速的平稳时期，估值修复也有可能成为该阶段行情上涨的另一驱动力。**

5.1 周期板块估值提升行情有望延续

据此结合目前，估值驱动行情上涨以及周期板块业绩边际收窄仍处为负，符合第一阶段的特征，即低估值顺周期机会正在进行时。

估值提升驱动目前周期行情上涨。从 3 月底经济逐渐缓慢复苏以来，截止 9 月 23 日，周期板块上涨了 29%，其中估值提升贡献了 82%的涨幅、业绩拖累了 29%的下跌、估值业绩联合拖累了 24%的下跌，总体来看前期的周期行情上涨全部都由估值提升解释，而业绩方面则起到的是拖累作用。

2020Q2 季度周期板块的业绩尽管出现了大幅度边际收窄，但仍为负增长。周期板块的业绩随着二季度经济出现超预期复苏进程也出现了边际改善，二季度单季度归母净利润增速为-38%，较一季度的-97%有显著改善，但仍为负增长，即还不能为周期行情提供业绩贡献。

5.2 盈利增速回正或预示估值回归主导的第二阶段行情到来

政策已经在从全面宽松逐步回归到正常操作的过程中，一旦周期板块盈利增速确认回正，估值有望出现顶部位置并进入第二阶段下跌通道。2009-2010 年周期行情的第一阶段结束信号有两个：其一是政策逐步从宽松状态回归到正常操作状态，这个信号已经具备，货币政策 7、8 月的供给增速已经逐步从 11.1%的高点下滑到 10.4%，正走在一个逐步回归正常化的过程中；其二是板块盈利增速回正予以确认，一旦板块盈利增速回正，则可能预示着板块估值提升的高点已经出现，而周期行情的演绎也可能进入到由估值消化和回归为驱动的下跌通道。

5.3 经济见顶确认后，周期板块有望迎来业绩驱动的第三阶段行情

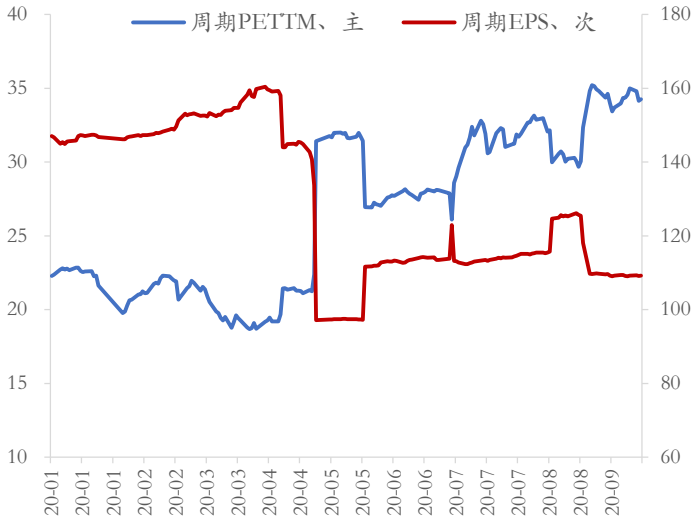
经济见顶后，周期板块仍有望迎来第三阶段主要由业绩驱动的上涨行情。本轮经济复苏的增速高点大概率将发生在明年的 1 季度，随着经济复苏向后推进，政策再度走向宽松的可能性和空间都十分受限，反而政策更大的概率仍是沿着回归正常化的思路边际收紧，收紧的趋势会延续到经济增速见顶后。值得注意的是，一旦经济增速见顶后，若重新出现较大的下行压力，紧缩的政策便有可能再度边际宽松，此外考虑到周期板块业绩高增长惯性的延续，在业绩强支撑叠加估值修复契机的组合下，周期风格有望启动第三阶段的上涨行情。

图表 23 经济复苏以来，周期行情不断走涨



资料来源：wind，华安证券研究所

图表 24 近期周期启动全部由估值提升驱动



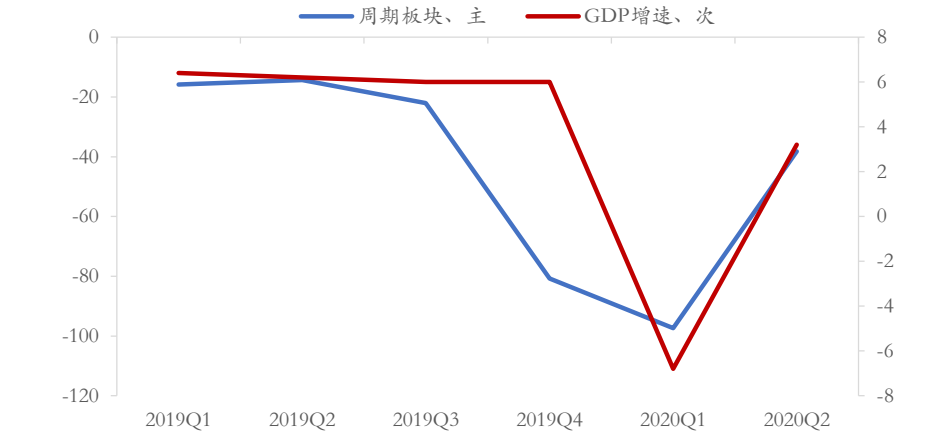
资料来源：wind，华安证券研究所

图表 25 周期行情演绎目前正处在第一阶段，由估值驱动

周期风格	起始时间	至今时间	历经时间	涨跌幅	PETTM 变动幅度	EPS 变动幅度	估值驱动贡献	业绩驱动贡献
第一阶段	2020.03 底	2020.09 底	6 个月	29.29%	82.43%	-29.13%	155%	-55%

资料来源：Wind，华安证券研究所。其中 EPS 为每日收盘价/每日 PETTM 倒算而得；贡献度采用简易算法

图表 26 截止 2020Q2 季度，周期板块的盈利在收窄改善



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%

风险提示：

历史对比研究的局限性；政策的学习效应导致超预期收紧；市场学习效应导致行情加速和压缩等。

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

行业评级体系

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%以上；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%以上；

公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至；

卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；

无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。市场基准指数为沪深 300 指数。