新时代证券 New Times Securities

顺周期的上涨空间

——策略周报

投资周报

- **最近一个季度，顺周期的关注度有所回升，不过主流的预期认为周期是鸡肋，增配主要是为了控制风险。我们认为，顺周期不只是为了配置，可能会迎来 2016-2017 年以来难得的再次进攻的时期。时间上，至少一个季度，长则两个季度，顺周期均会有不错的表现。空间上，利润回升比 2016-2017 年小，但估值抬升可能会比 2016-2017 年大很多。由此带来的顺周期的机会，是大部分投资者都值得参与的，特别是考核周期 1 年以内的投资者，均建议增配金融周期。如果顺周期上涨空间可观，那么指数往上的空间也是可观的，我们认为 7 月中旬以来的调整，9 月结束的概率很高，市场随时可以开启新的上涨。**
- **（1）从业绩看往上的空间。**短期投资者对周期股最大的困惑是，经济复苏的力度可能会很小。我们认为，从时间上，疫情后到现在经济回升只有半年的时间，按照周期理论，一次经济回升，持续时间至少 1 年，时间上远远没到。近期货币政策边际收紧对经济的影响应该是短暂的，历史上，经济的拐头都是货币实质紧缩带来的，而不是货币力度的二阶导带来的。2007 年、2010 年、2013 年、2017 年，都是货币实质性的大幅紧缩，从而带来了经济 2008、2011、2014、2018 年的实质性下行。同时，利润的波动远比经济总量（GDP 或工业增加值）的波动剧烈得多。2016-2019 年，GDP 的波动幅度其实都很小，但利润波动远大于 GDP，而利润才是影响股价的核心。
- 2010-2015 年，周期股 ROE 趋势持续下降，所以很难给周期股长期现金流有太多的预期，导致周期股估值中枢不断下降。如果 2020 年周期股的利润能够拐头进入上行周期，那么就意味着，从 2016-2021 年的数据来看，周期股 ROE 中枢已经稳定下来了，虽然其波动性相比消费股大，但是至少 5 年的 ROE 中枢是稳定的。这种变化意味着周期股长期现金流折现的确定性也在提高，估值体系存在小幅重构的可能性。
- **（2）从估值看往上的空间。**周期股的绝对估值，最近一个季度持续抬升，但是现在依然不高。考虑到 2020 年已经有大量增量资金进来了，我们保守估计，可能会回到 2016-2017 年的估值水平。
- **（3）从交易层面看，顺周期的性价比也是不错的。**从交易层面，未来一段时间顺周期有几点非常好的正面因素。第一，每年 Q4，是容易出现低估值板块估值切换行情的，由于投资者开始考虑 2021 年的配置，业绩展望还很模糊，所以估值的重要性会提升，这有利于金融和周期。第二，消费和成长在过去一个季度都出现了快速纯提估值的行情，可能存在着基本面的提前透支，相对来看，机构配置少的板块性价比提升，板块切换的难度大幅下降。第三，如果认可当下是牛市，那么牛市中板块风格是更容易变化的。震荡市可以 2 年风格不切换，但牛市中每一波指数抬升的时候，风格都会有些变化。

- **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：顺周期的上涨空间.....3
2、 上周市场变化.....8

图表目录

图 1: 库存周期中利润改善幅度远大于经济总量.....3
图 2: 周期各行业的 ROE（TTM）.....4
图 1: 金融周期股的 PB.....4
图 2: 各类板块的 PB 水平.....4
图 3: 消费 PB/周期 PB.....5
图 4: 各大类板块超低配情况.....5
图 5: A 股主要指数周涨跌幅.....8
图 6: 申万一级行业周涨跌幅.....8
图 7: 申万风格指数周/月涨跌幅.....8
图 8: 概念类指数周涨跌幅.....8
图 9: 全球市场重要指数周涨跌幅.....9
图 10: 重要商品指数周涨跌幅.....9
图 11: 2020 年全球大类资产收益率.....9
图 12: 沪股通累计净买入.....9
图 13: 融资余额.....9
图 14: 新发行基金份额.....10
图 15: 基金仓位估算.....10
图 16: 银行间拆借利率和公开市场操作.....10
图 17: 央行公开市场和国库定存净投放.....10
图 18: 长期国债利率.....10
图 19: 各类债券与同期限国债利差.....10

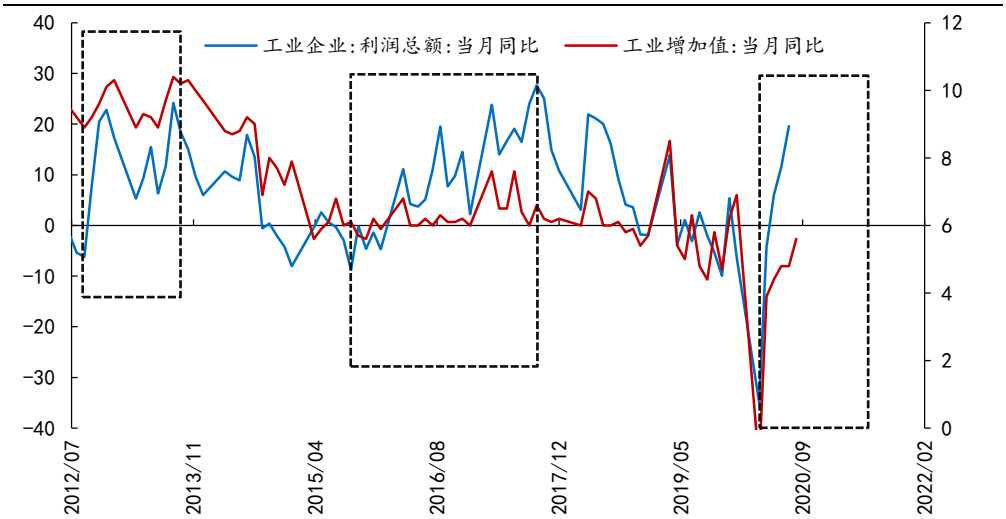
表 1: 近期利多利空全梳理.....5
表 2: 板块配置观点.....6

1、 策略观点：顺周期的上涨空间

最近一个季度，顺周期的关注度有所回升，不过主流的预期认为周期是鸡肋，增配主要是为了控制风险。我们认为，顺周期不只是为了配置，可能会迎来2016-2017年以来难得的再次进攻的时期。时间上，至少一个季度，长则两个季度，顺周期均会有不错的表现。空间上，利润回升比2016-2017年小，但估值抬升可能会比2016-2017年大很多。由此带来的顺周期的机会，是大部分投资者都值得参与的，特别是考核周期1年以内的投资者，均建议增配金融周期。如果顺周期上涨空间可观，那么指数往上的空间也是可观的，我们认为7月中旬以来的调整，9月结束的概率很高，市场随时可以开启新的上涨。

（1）从业绩看往上的空间。短期投资者对周期股最大的困惑是，经济复苏的力度可能会很小。我们认为，从时间上，疫情后到现在经济回升只有半年的时间，按照周期理论，一次经济回升，持续时间至少1年，时间上远远没到。近期货币政策边际收紧对经济的影响应该是短暂的，历史上，经济的拐头都是货币实质紧缩带来的，而不是货币力度的二阶导带来的。2007年、2010年、2013年、2017年，都是货币实质性的大幅紧缩，从而带来了经济2008、2011、2014、2018年的实质性下行。同时，利润的波动远比经济总量（GDP或工业增加值）的波动剧烈得多。2016-2019年，GDP的波动幅度其实都很小，但利润波动远大于GDP，而利润才是影响股价的核心。

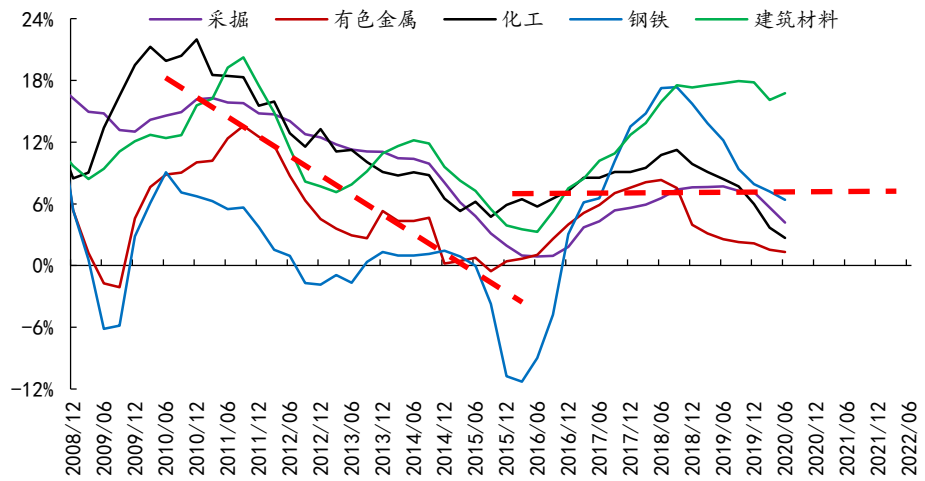
图1： 库存周期中利润改善幅度远大于经济总量



资料来源：Wind，新时代证券研究所

过去5年，消费股不断上涨，除了利润不错外，还有估值体系的重构，资本市场开始忽视短期利润，更关注长期利润的稳定性。一旦周期股的利润可能会企稳进入一年的回升周期，周期股的ROE估值体系可能也会小幅重构。2010-2015年，周期股ROE趋势持续下降，所以很难给周期股长期现金流有太多的预期，导致周期股估值中枢不断下降。如果2020年周期股的利润能够拐头进入上行周期，那么就意味着，从2016-2021年的数据来看，周期股ROE中枢已经稳定下来了，虽然其波动性相比消费股大，但是至少5年的ROE中枢是稳定的。这种变化意味着周期股长期现金流折现的确定性也在提高，估值体系存在小幅重构的可能性。

图2： 周期各行业的 ROE（TTM）



资料来源：Wind，新时代证券研究所

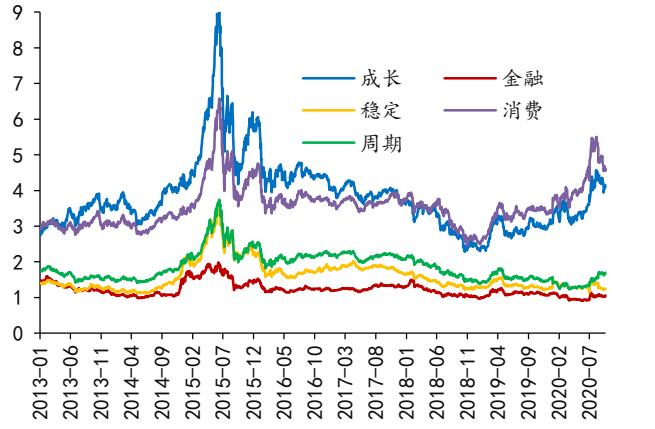
（2）从估值看往上的空间。周期股的绝对估值，最近一个季度持续抬升，但是现在依然不高。考虑到 2020 年已经有大量增量资金进来了，我们保守估计，可能会回到 2016-2017 年的估值水平。

图1： 金融周期股的 PB



资料来源：WIND，新时代证券研究所

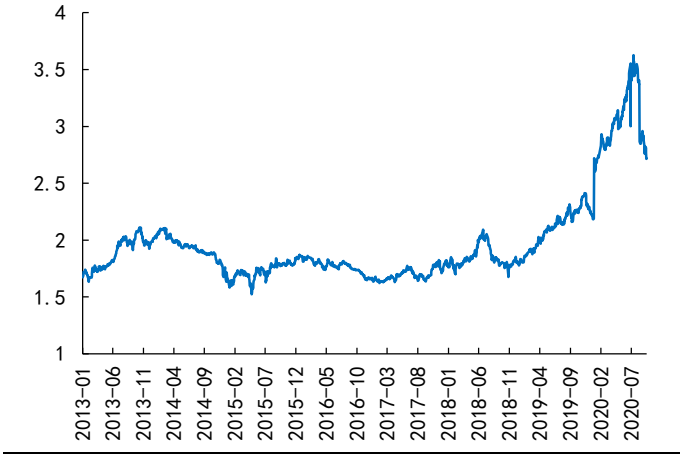
图2： 各类板块的 PB 水平



资料来源：Wind，新时代证券研究所

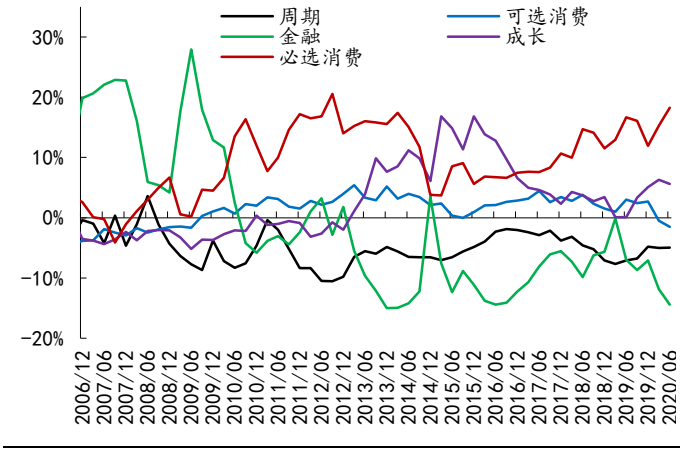
（3）从交易层面看，顺周期的性价比也是不错的。从交易层面，未来一段时间顺周期有几点非常好的正面因素。第一，每年 Q4，是容易出现低估值板块估值切换行情的，由于投资者开始考虑 2021 年的配置，业绩展望还很模糊，所以估值的重要性会提升，这有利于金融和周期。第二，消费和成长在过去一个季度都出现了快速纯提估值的行情，可能存在着基本面的提前透支，相对来看，机构配置少的板块性价比提升，板块切换的难度大幅下降。第三，如果认可当下是牛市，那么牛市中板块风格是更容易变化的。震荡市可以 2 年风格不切换，但牛市中每一波指数抬升的时候，风格都会有些变化。

图3： 消费 PB/周期 PB



资料来源：WIND，新时代证券研究所

图4： 各大类板块超低配情况



资料来源：Wind，新时代证券研究所

（4）短期策略：牛市中的震荡，随时可能再次开启中枢抬升式上涨。货币政策收紧、IPO 增加、股市监管增强这些利空是牛市中最常出现的利空，如果盈利趋势和居民进场的趋势不变，震荡的时间不会太长。7 月中旬以来的震荡已经到了尾声，9 月随时可以结束震荡，进入新一轮中枢抬升的上涨。

表1： 近期利多利空全梳理

	事件
利多	(1) 美联储最新的点阵图显示至少在 2023 年之前都不会加息； (2) 8 月社会消费品零售总额同比增长 0.5%，规模以上工业增加值同比增速 5.6%，增速较上月增长 0.8 个 pct，8 月制造业投资单月同比增速从-3.1%迅速恢复至 5%；
利空	(1) 欧洲部分地区疫情反弹； (2) 9 月 20 日开始，美国境内将禁止下载 WeChat 和 Tiktok。
未来重点事件	**(1) 10 月：十九届五中全会，研究关于制定国民经济和社会发展第十四个五年规划和二〇三五年远景目标的建议** **(2) 11 月 3 日：美国大选结果；** (3) 11 月 21 日：G20 峰会； (4) 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：技术性调整过后，市场可能会开启新的上涨主线，板块和逻辑将会和过去两年有很大的不同。回顾 2014 年增量资金入场后的市场，板块变化更快。2013 年全年每个季度都是成长领涨，但 2014 年 7 月份之后，几乎每个季度领涨的板块都会发生很大的变化，即使是成长内部，领涨的板块也会有频繁的变化。原因可能是，当增量资金很多的时候，一个板块逻辑一旦被挖掘出来后，会在短期内快速吸引大量的资金，从而在估值层面快速透支基本面的逻辑，即使是这个逻辑还没被完全证明是完美的。

建议开始布局金融周期。7 月的风格只是月度的补涨，不是真正的风格切换，9 月后有可能进入真正的风格切换。重点关注汽车、机械、有色、券商、航空。

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；	房地产销售和投资继续快速复苏；基建投资恢复趋缓，主要受洪涝灾害的扰动。8-10 月是完成全年专项债发行的窗口期，预计基建投资将获提振。	可以开始加大配置比例，9-10 月可能会大幅领涨市场。
必选消费	①品牌和渠道深化利好龙头； ②ROE 稳定；	社零数据回升缓慢，仍处于负增长区间。白酒 6 月产量降至负增长区间。	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。	汽车类零售额单月同比增速由 6 月的-8.20%升至 12.30%，大幅上升 20.50 个百分点。其中新能源车销量同比增速由-38.90%升至 30.40%，大幅上升 69.30 个百分点，依然显示出较高的景气度；家电销售恢复速度缓慢。	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。
科技	①国产化&进口替代； ②5G 新周期； ③半导体库存周期；	科技近期有不少催化：1.华为被全面封锁；2.欧菲光事件；3.白宫拟将中芯国际纳入黑名单；4.中国发展第三代半导体。目前来看华为没有办法绕开美国的管制，芯片问题短期无解，靠国内自主可控解决最少要 2-3 年，国内芯片暂时顶不上，存量高端芯片用完后面临的就是退出高端手机的市场，由此带来的就是产业链的大幅砍单。欧菲光事件同理也会导致市场对于苹果产业链政治风险的担忧。	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；	7 月社融信贷数据不及预期，货币政策将维持适度宽松的态势。	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。银

板块	主线逻辑	过去一两个月变量	资金认可度
			行地产 9-10 月可能会开始大幅领涨。

资料来源：Wind，新时代证券研究所

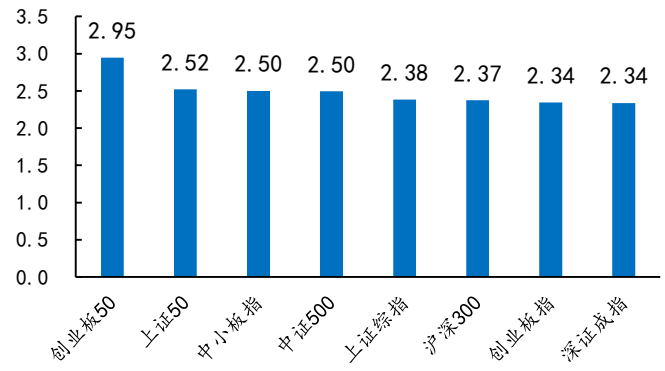
2、 上周市场变化

上周 A 股全线上涨，其中创业板 50（2.95%）、上证 50（2.52%）和中小板指（2.50%）领涨。申万一级行业中，汽车（8.15%）、非银金融（5.38%）和休闲服务（5.31%）领涨，农林牧渔（-1.65%）、医药生物（-1.17%）和食品饮料（-0.89%）领跌。概念股中，在线旅游指数（12.73%）、打板指数（9.45%）和征信指数（8.12%）领涨，猪指数（-2.31%）、鸡指数（-1.63%）和微信小程序（-1.01%）领跌。

上周全球股市走势分化，仅上证综指（2.38%）和俄罗斯 RTS（0.46%）领涨，法国 CAC40（-1.11%）、墨西哥 MXX（-0.87%）和德国 DAX（-0.66%）领跌。商品市场中，NYMEX 原油（9.75%）、LME 锌（3.10%） 和 LME 铜（1.65%）领涨，铁矿石（-3.08%）、玻璃（-2.80%）和螺纹钢（-1.21%）领跌。另外在 2020 年全球大类资产年收益率指标中，BAT（85.62%）、黄金（28.55%） 和 MSCI CHINA（15.52%）排名较高，而富时 100（-20.36%）、欧洲 STOXX50（-12.47%）和 MSCI 前沿市场指数（-11.59%）排名较低。

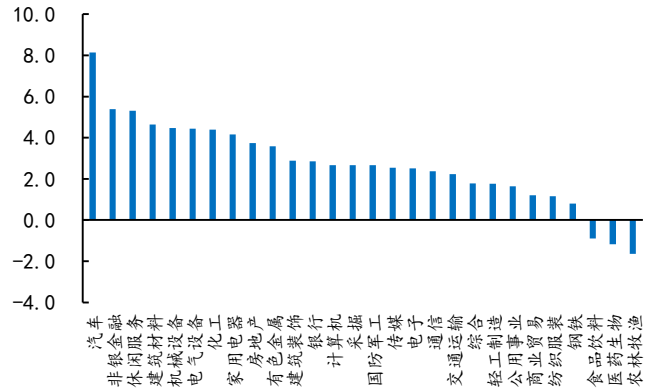
A 股市场资金方面，上周北上资金净流入共计 108.32 亿元（前值净流出 5.83 亿元）。上周央行公开市场操作逆回购 4800 亿元，到期量 6200 亿元。截止 2020 年 9 月 18 日，银行间拆借利率小幅上升，十年期国债收益率小幅上升。从公募机构股票持仓来看，股票型基金和偏股混合型基金较上周均小幅减仓。

图5： A 股主要指数周涨跌幅



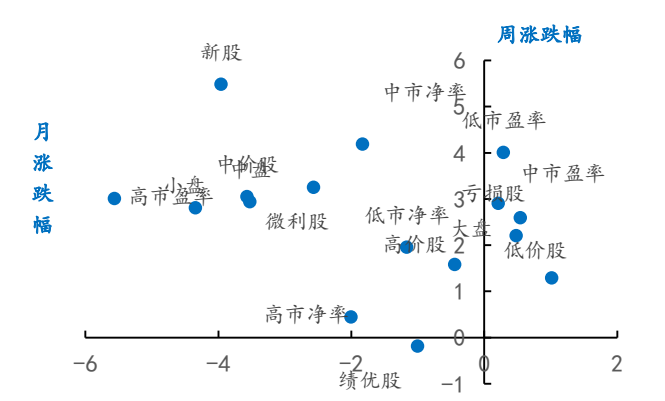
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图6： 申万一级行业周涨跌幅



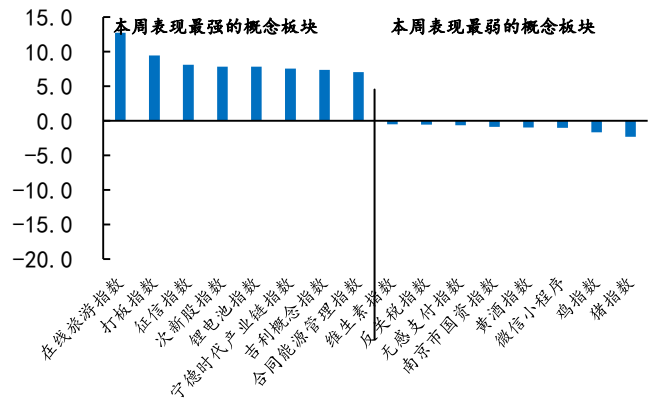
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图7： 申万风格指数周/月涨跌幅



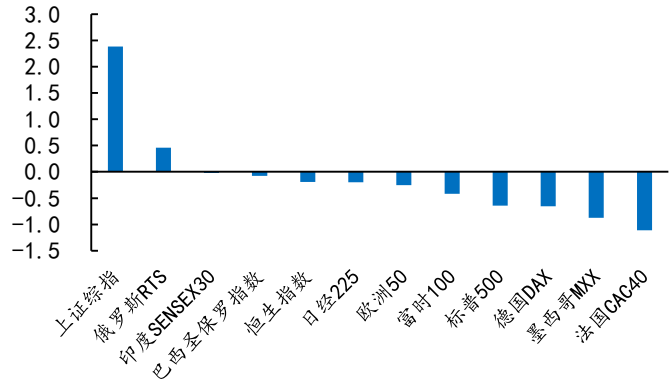
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图8： 概念类指数周涨跌幅



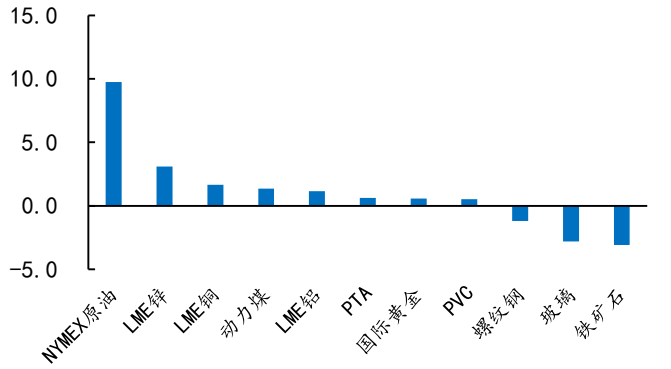
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图9： 全球市场重要指数周涨跌幅



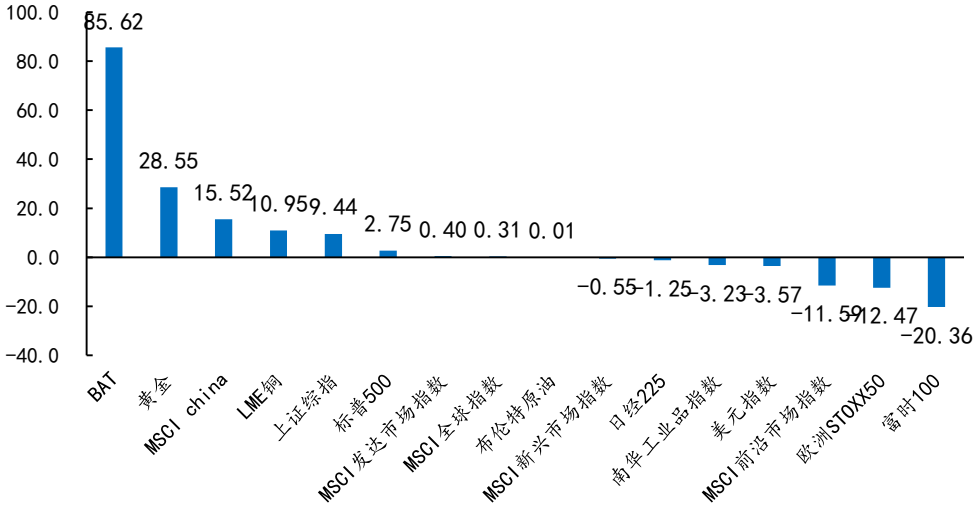
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图10： 重要商品指数周涨跌幅



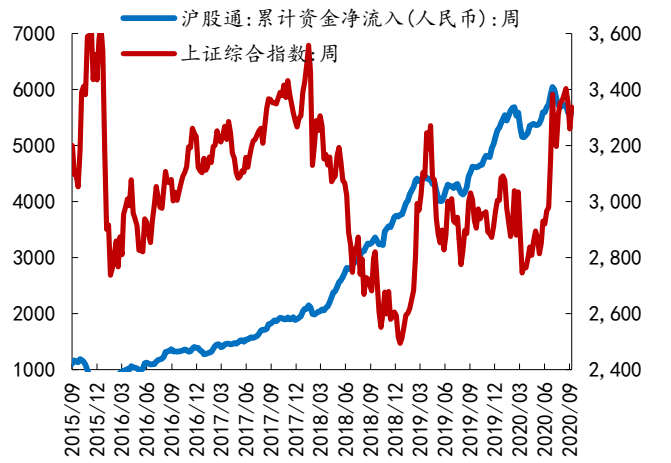
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图11： 2020 年全球大类资产收益率



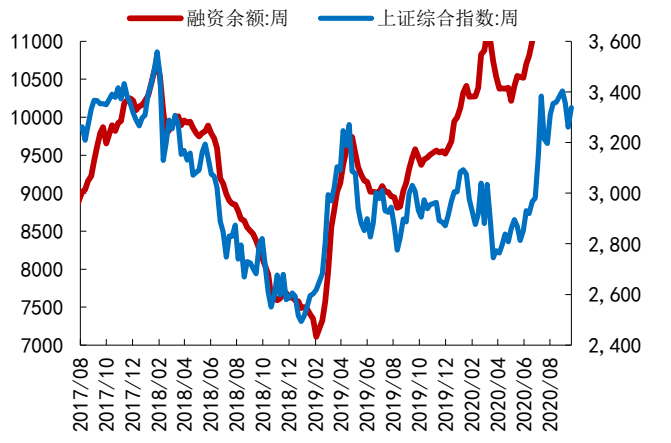
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图12： 沪股通累计净买入



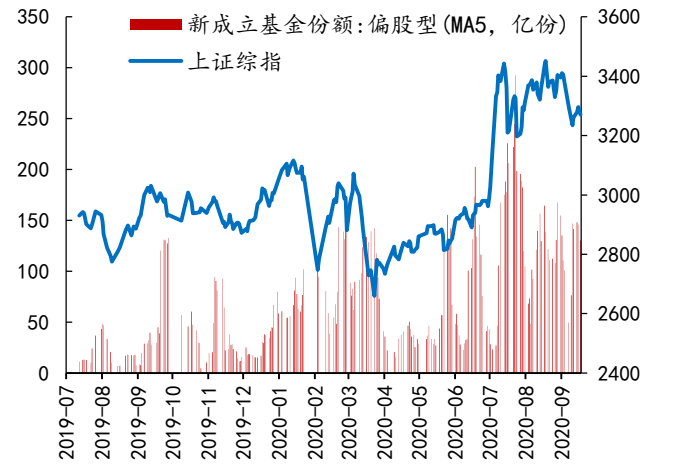
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图13： 融资余额



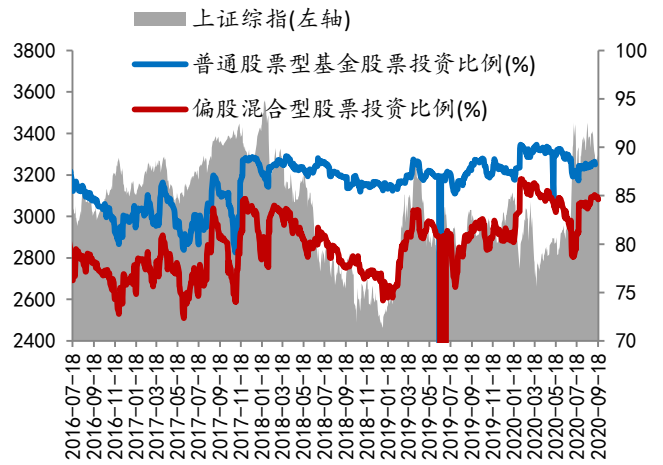
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图14： 新发行基金份额



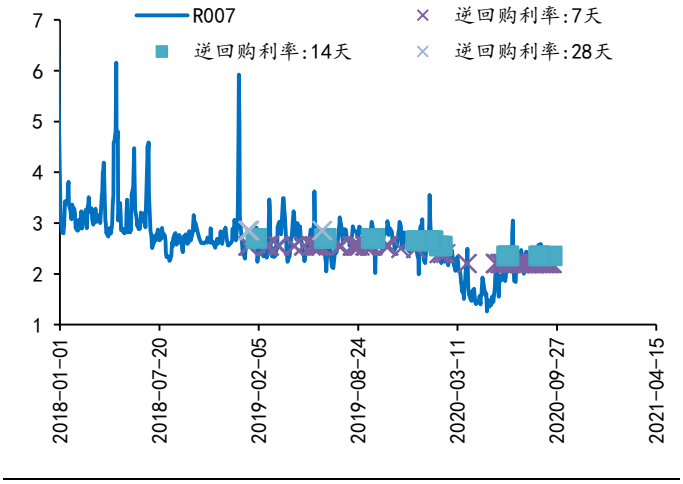
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图15： 基金仓位估算



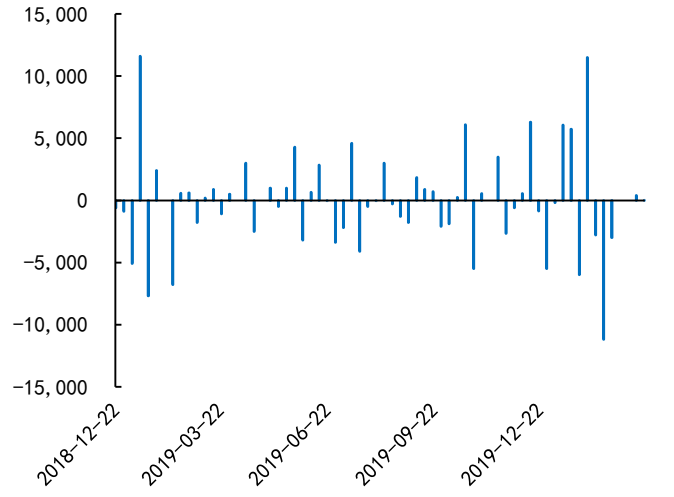
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图16： 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17： 央行公开市场和国库定存净投放



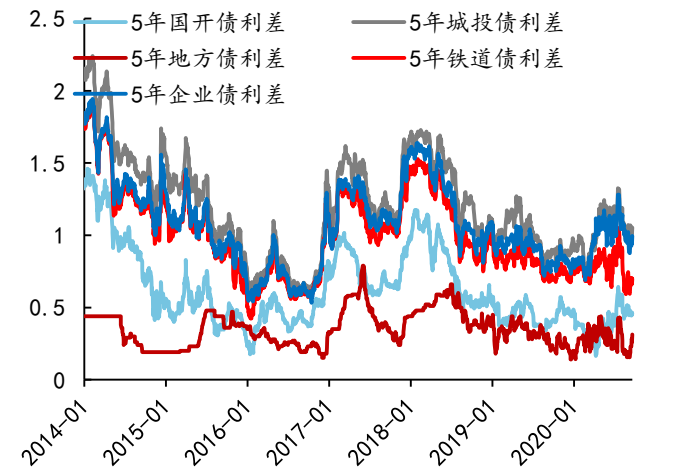
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图18： 长期国债利率



资料来源：Wind，新时代证券研究所

图19： 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	**吕莜琪　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/