

商品策略系列

一波三折，新周期下工业品行情推演

国内需求有望率先回暖，关注新周期开启带来的工业品配置机会。

- **新兴产业驱动资本开支，新周期开启进行时**。随着 2019 年 8 月以来产出缺口见底回升，国内已经进入被动去库阶段，虽然疫情冲击导致产出缺口出现大幅波动，但不改变上行趋势，逆周期政策下需求复苏有望加速，结合库存周期的领先指标判断，国内有望于下半年进入补库阶段，新周期已经开启。而随着新能源车与 5G 产业周期的开启，工业化成熟期新的主导产业有望成为下一轮资本开支周期的新动力。结合宏观环境对比及历史周期定位，我们认为本轮周期或与 1975-1978 年库存周期最为相似。
- **需求回暖，工业品价格主升阶段开启**。库存周期上行阶段，大宗商品收益大概率跑赢股票资产。具体品类上，铜、铝为代表的工业品为早周期品种，价格在被动去库的经济扩张早期有望率先迎来反弹。在反弹路径上，商品价格一般会呈现出一波三折的特性。结合之前周期定位的判断，以及对于大类资产表现的回溯，我们认为当前定位下工业品价格有望率先迎来主升阶段。我们认为本轮库存周期与 1975-1978 年的第一库存周期最为类似，不同在于本轮周期或更多由新兴产业需求增量所驱动。根据历次回溯，我们预计本轮工业品价格仍存在较大上涨空间。
- **新周期开启带来盈利上行空间，低估值凸显板块性价比优势，周期板块配置正当时**。当前上游周期板块已经走过了由预期驱动的第一阶段上涨行情。往后看，随着疫后需求的逐步复苏，新周期开启，工业品价格上行趋势延续，周期股逐步进入盈利上行的第三波主升行情。下半年宏观流动性环境难有大幅转向，而市场将逐步由上半年分母端逻辑演化为下半年盈利驱动的行情逻辑之中。当前来看，周期板块估值分位仍处于市场较低水平，随着需求回暖，周期板块将迎来盈利预期回暖而估值尚处低位的绝佳配置时点。中周期视角来看，战略新兴产业的上行周期已经开启，部分行业已率先进入资本开支扩张周期，新的主导产业的形成与崛起有望带来更大需求增量。受益于内需回暖建材及新兴产业崛起的上游工业品有望率先迎来估值修复的行情。
- **风险提示：疫情超预期恶化、中美贸易摩擦加剧、逆周期政策不及预期。**

相关研究报告

《从商品反弹的历史规律看本轮周期行情》20200115

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

新兴产业驱动资本开支，新周期开启进行时 4

国内有望率先开启新一轮库存周期 4

国际比较，新兴产业有望成为资本开支周期新动力 5

需求回暖，工业品价格主升阶段开启 9

扩张早期工业品领跑大类资产 9

需求驱动下工业品价格开启主升行情 11

新周期带来盈利弹性，周期股配置正当时 14

经济周期决定价格趋势，流动性环境带来周期股收益弹性 14

新周期开启带来盈利弹性，周期品配置正当时 15

风险提示 18

图表目录

图表 1. 2009 年以来已经经历三轮库存周期 4
图表 2. 产出缺口领先库存周期 1-2 季度 5
图表 3. PPI 领先库存周期 1-3 月 5
图表 4. 2020 年 2 月中国 OECD 领先指标已经见底 5
图表 5. 5 月 PMI 价格分项出现不同程度回升 5
图表 6. 当前处于本轮中周期尾声 5
图表 7. 日本 GDP 增速 6
图表 8. 中国 GDP 增速 6
图表 9. 1975 年后技术密集型制造业的产值占比逐步提升 6
图表 10. 工业化不同阶段特征 7
图表 11. 70 年代日本高技术制造业设备投资占比不断提升 7
图表 12. 1978 年起日本开启了新一轮设备投资周期 7
图表 13. 国内不同库存周期下大类资产表现（2005.1-2020.1） 9
图表 14. 第一库存周期下商品价格反弹路径（1975-1978） 10
图表 15. 第一库存周期下商品价格反弹路径（1983-1986） 10
图表 16. 第一库存周期下商品价格反弹路径（2002-2003） 10
图表 17. 第一库存周期下商品价格反弹路径（2009-2013） 10
图表 18. 第一库存周期商品价格反弹幅度及持续时间 10
图表 19. 金铜比与库存周期存在较高相关性 11
图表 20. 1970-1991 大宗商品价格走势 12
图表 21. 本轮周期大宗商品价格走势 12
图表 22. 新兴产业需求爆发带来相应资源品价格大幅上行 13
图表 23. 库存周期视角下市场风格表现 14
图表 24. 周期股相对大盘超额收益与库存周期变化 14
图表 25. 周期行业及龙头股弹性大于现货价格涨幅 15
图表 26. 江西铜业三阶段上涨示意图 15
图表 27. 华友钴业三阶段上涨示意图 15
图表 28. 当前铜价及主要股票价格走势 16
图表 29. 当前钴价及主要股票价格走势 16
图表 30. 实际利率走低有利于工业品价格 16
图表 31. 海外主要经济体处于降息区间 16
图表 32. 截至 8 月 19 日主要指数估值水平（2009 年起） 17
图表 33. 传统周期板块 PB 估值分位水平为当前市场最低（从左至右估值分位由高到低）（截至 8 月 19 日） 17

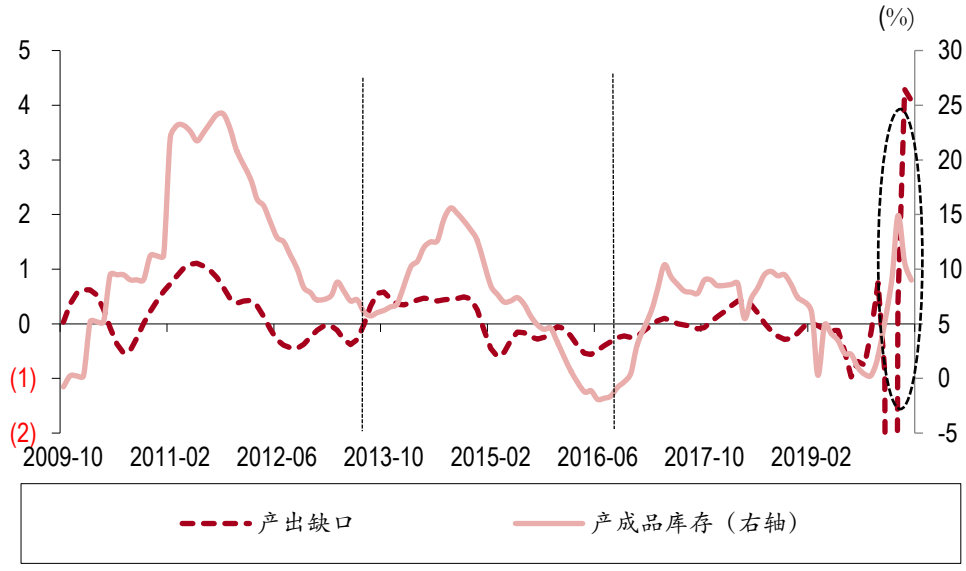
新兴产业驱动资本开支，新周期开启进行时

国内有望率先开启新一轮库存周期

产出缺口边际上行，新周期已经开启。2016 年第三库存周期的开启令经济迎来短暂复苏，而国内供给侧改革与中美贸易摩擦使得本轮库存周期持续时间远超历史平均。随着 2019 年四季度以来逆周期调节力度边际增加，国内需求出现一定程度的止跌企稳迹象。而从工业增加值计算的产出缺口水平来看，自 2019 年 8 月以来国内产出缺口出现明显见底回升迹象，12 月产出缺口甚至一度转正，这反映出自 2018 年末开启的去库周期已经由主动去库逐步向被动去库周期演化，实际产出正逐步恢复至长期潜在产出水平。虽然年初疫情爆发导致停工停产，对原有库存周期演化进程构成了短期冲击。我们认为，疫情作为外生变量，其对经济的冲击效应会随着复工复产进程的推进逐步缓解，下半年内需修复驱动产出缺口延续上行趋势，国内已经率先开启新周期。

工业企业有望逐步进入主动补库阶段。结合工业企业库存情况来看，自 2019 年末，工业企业已经开启被动去库周期，虽然疫情冲击下，生产与需求的短期停滞使得企业库存在今年一季度出现了被动提升，二季度以来需求恢复节奏慢于生产也使得库存去化节奏相对缓慢。往后看，随着需求的逐步释放，前期积压的库存有望逐步消化；而随着全球经济增速的触底回升，需求持续回暖也将使得工业企业补库意愿增加，企业库存逐步由被动去库向主动补库转化。

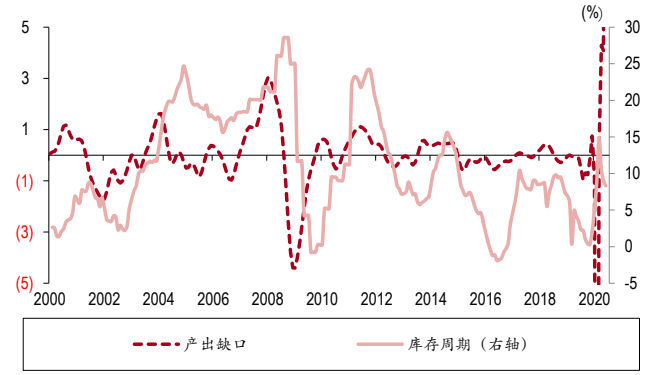
图表1. 2009 年以来已经经历三轮库存周期



资料来源：万得，中银证券

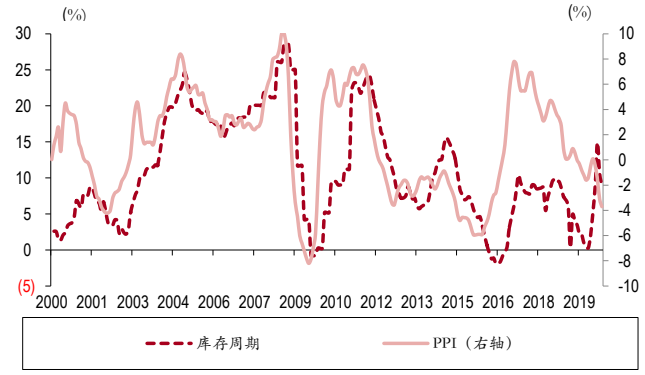
领先指标预示补库周期有望于下半年开启。从库存周期的领先指标来看，产出缺口拐点一般领先库存周期 1-2 季度，PPI 对于库存周期的领先周期约为 1-3 个月。而 OECD 领先指标对于产出缺口的趋势具有一定程度的指导意义，而这一指标在 2 月左右已经触底，并一直处于回升趋势之中，结合历史数据，我们发现 OECD 领先指标与产出缺口趋势项拟合程度较高，对于产出缺口未来趋势具有较为明确的指导意义，而疫情冲击下，国内产出缺口大概率已经于一季度见底，随着复工进程的逐步展开以及逆周期调节政策的逐步落地，产出缺口上行趋势不会改变。从价格指标来看，5 月以来 PMI 原材料和产成品价格指数也出现了不同程度的触底回暖趋势，一定程度上预示着随着内需复苏 PPI 中枢的上行趋势，此外，低基数效应下，年内 PPI 中枢上行也将成为大概率事件。结合量、价指标的经验规律，补库周期有望将于下半年开启。

图表2. 产出缺口领先库存周期 1-2 季度



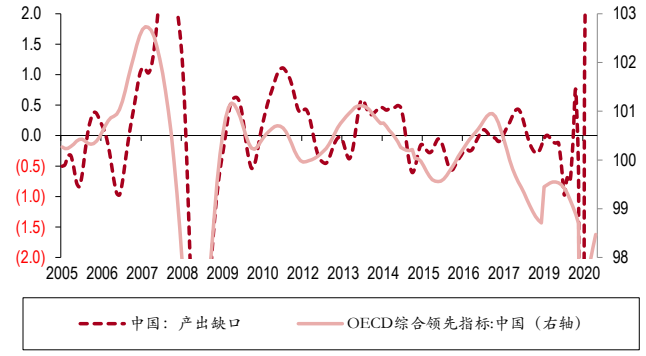
资料来源：万得，中银证券

图表3. PPI 领先库存周期 1-3 月



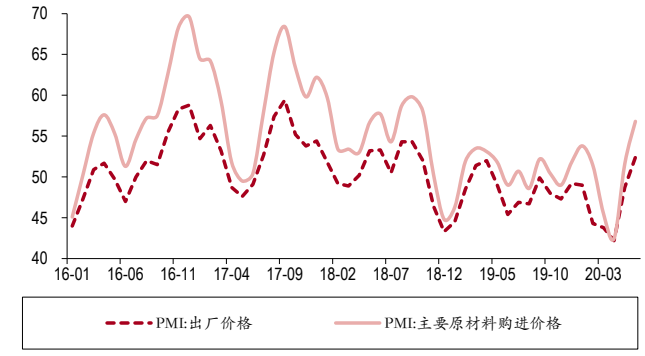
资料来源：万得，中银证券

图表4. 2020 年 2 月中国 OECD 领先指标已经见底



资料来源：万得，中银证券

图表5. 5 月 PMI 价格分项出现不同程度回升

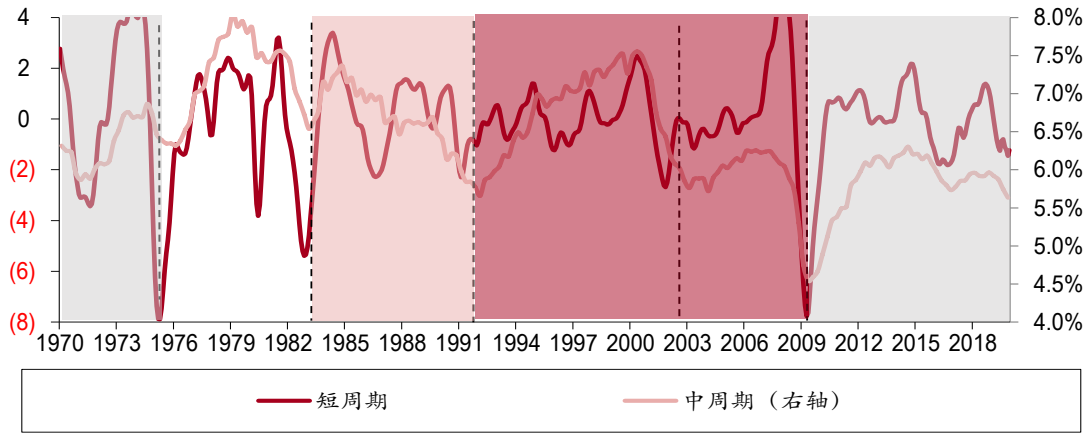


资料来源：万得，中银证券

国际比较，新兴产业有望成为资本开支周期新动力

本轮中周期已经步入尾声。从更长的周期视角来看，自 2009 年以来，本轮中周期已经走过近 3 个库存周期，从历史经验的角度来看，当前已经步入本轮中周期尾声，随着库存周期的上行，新一轮资本开支周期有望开启。从中周期驱动因素的角度，2015 年以来，制造业资本开支自高点逐年回落，中周期步入下行阶段。我们认为，当前国内宏观环境与 20 世纪 70 年代日本环境具有高度相似性，高端制造有望代替传统制造业成为未来拉动中周期上行的重要驱动因素。

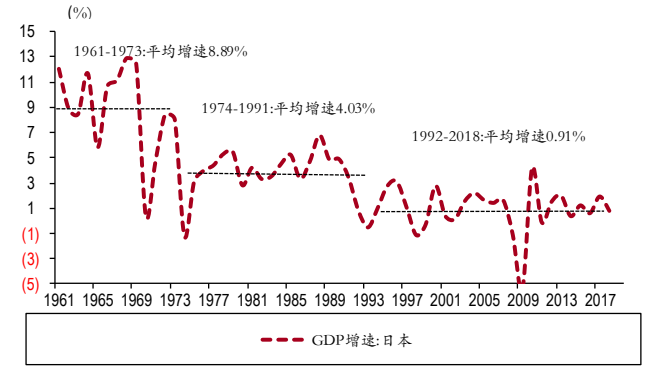
图表6. 当前处于本轮中周期尾声



资料来源：万得，中银证券

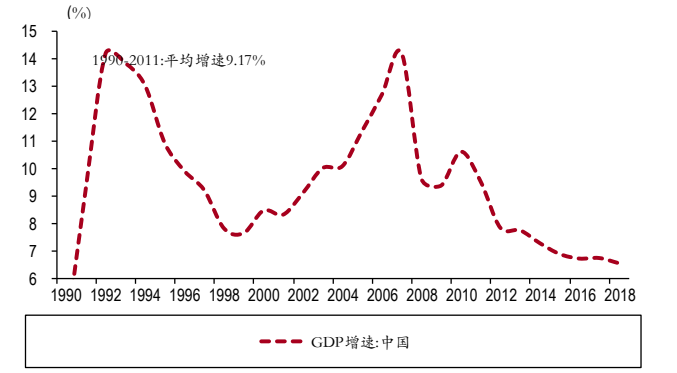
工业化中期向成熟期过渡，当前国内环境可类比 70 年代日本情形。1）从周期定位的角度来看，20 世纪 70 年代及当前均处于长波衰退向长波萧条过渡阶段。随着第一库存周期即将开启，需求放量下新一轮资本开支周期有望开启。**2）从宏观环境来看，彼时日本也处于经济增速下平台时期。**经历了战后高速发展的 60 年代，1974 年起，日本经济增速中枢水平开始由原先的 9.15%下行至 70-80 年代的 4.29%。从人均 GDP 水平及第三产业占比等指标来看，当前国内发展进程也基本与 1975 年日本相当，均是处于由工业化中期向工业化后期过渡阶段。同时这一阶段，伴随着西方国家贸易保护主义抬头，贸易摩擦明显加剧。**3）从产业结构来看，当前国内及 1975 年代的日本均处于由重工业逐步向高技术制造业转型的阶段。**20 世纪 60-70 年代，日本在经历了战后经济恢复阶段后，在重化工业拉动下的战后经济高速发展阶段。在经历了 1973 年及 1978 年两次石油危机之后，产业重心逐步由原料型重工业向新兴制造业转变，以汽车、电力、工程机械为代表的高技术加工业逐步取代了原有的原材料及化工产业成为拉动制造业投资的主要驱动力。而中国在经历了以轻工业发展为主导的工业化准备阶段之后，从 2000 年左右进入了工业化初期，在经历了 2008-2009 金融危机调整之后，中国逐步进入重化工业主导的工业化中期。重工业发展为制造业提供了原始资本积累和转型基础，2010 年后，随着国内经济增长中枢再次下移，在经济结构性转型需求及政策扶持下，新能源车、高端装备制造等为代表的战略新兴产业取代传统制造业有望成为拉动制造业投资的重要支撑。而根据以往工业化的进程，这一个阶段基本都对应了一轮资本支出周期，而每轮中周期一般都会出现 1-2 个新兴主导产业的更迭，这个过程大概 8-10 年时间。

图表7. 日本 GDP 增速



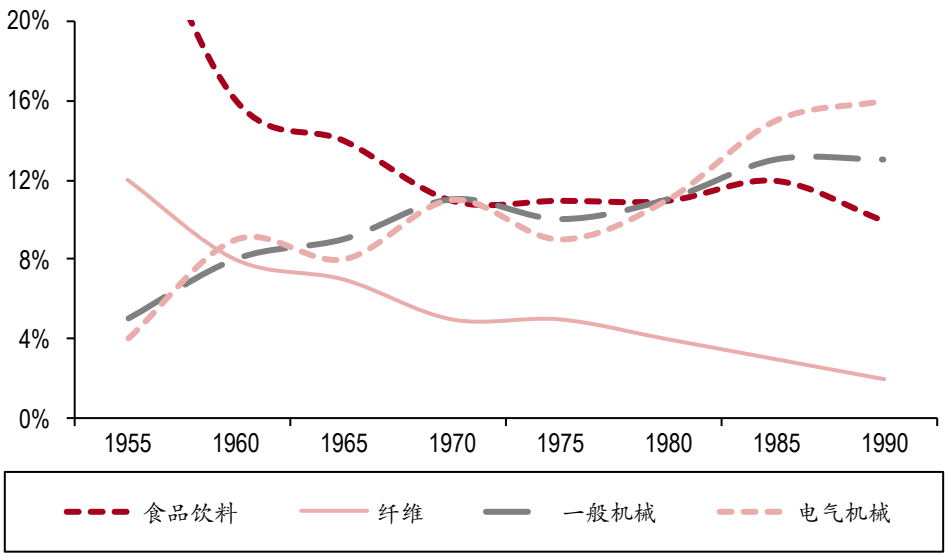
资料来源：万得，中银证券

图表8. 中国 GDP 增速



资料来源：万得，中银证券

图表9. 1975 年后技术密集型制造业的产值占比逐步提升



资料来源：CEIC，日本统计局，中银证券

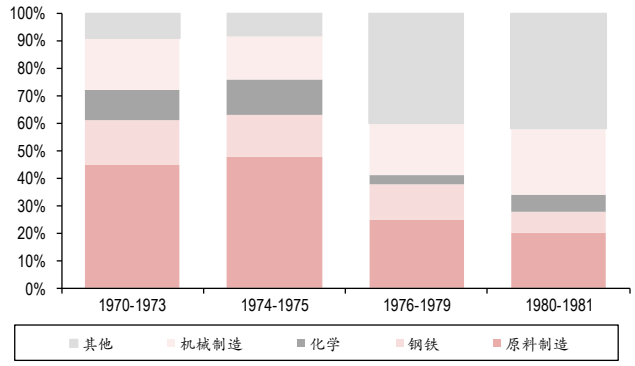
图表10. 工业化不同阶段特征

工业化阶段	人均 GDP（2005 年美元）	产业结构	制造业增加值占 GDP 比重	主导产业	城市化率	日本发展阶段
工业化前期	745~1490	农业>工业	20%以下	农业、食品饮料、建材	30%以下	
工业化初期	1490~2980	农业>20%，农业<工业	20%~40%	纺织工业	30%~50%	战后经济恢复（1945~1957）
工业化中期	2980~5960	农业<20%，工业>服务业	40%~50%	钢铁、电力、化工	50~60%	重化工业主导的高速增长期（1957~1975）
工业化后期	5960~11170	农业<10%，工业>服务业	50~60%	加工组装工业	60~75%	技术密集制造业主导的产业结构转型期（1975~1983）
后工业化时期	11170 以上	农业<10%，工业<服务业	60%以上	高技术产业及服务业	75%以上	工业现代化（1983~）

资料来源：《中国工业化进程报告》，中银证券

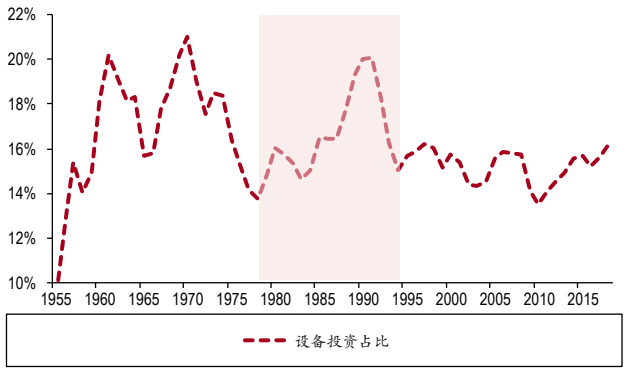
借鉴日本制造业结构转型经验，新兴产业有望代替原有主导产业开启新一轮资本开支周期。70 年代，在石油危机、日元升值的冲击以及前期高速增长带来的环境问题共同作用下，日本国内的产业政策方向发生调整，将资源依赖性强的钢铁、化工产业逐步向新兴国家转移，同时大力发展汽车、机械、半导体等技术密集型制造业，70 年代中期后，日本大幅缩减了对钢铁化工等原有重工业的投资，与此同时增加了汽车、电子等新兴制造业资本开支。从日本 70 年代不同产业的制造业投资占比可以看到，原材料及重化工产业的设备投资占比在 70-80 年代逐年下行，与之相反的是，加工产业设备投资占比从年均 20.3%上升至年均 25.1%，其中电子与电机、汽车的构成比同期分别从 4.9%和 7.7%上升至 8.0%。新的主导产业的形成开启了新一轮资本开支周期，1978 年起，随着新兴主导产业的快速发展，日本设备投资占比再次迎来高速上行阶段。

图表11. 70 年代日本高技术制造业设备投资占比不断提升



资料来源：CEIC，中银证券

图表12. 1978 年起日本开启了新一轮设备投资周期



资料来源：万得，中银证券

站在当前，我们认为产业周期叠加国内转型政策驱动下，新兴产业的崛起有望使得投资周期得到修复。当前国内的经济发展水平与日本 20 世纪 70 年代中期水平相当，结合工业化进程及产业结构变化特征，我们认为，随着新能源车及 5G 产业周期的开启，信息技术、高端装备等战略新兴产业有望逐渐成为工业化进程中新的主导产业。2016 年以来，国内固定资产投资增速逐年下行，随着经济结构和资源禀赋的变化，传统地产基建产业链对经济的拉动效应边际递减。伴随着 2020 年 5G、新能源车为代表的新兴产业需求周期开启，行业供需格局得到改善，企业扩大资本开支的意愿逐步恢复。同时，产业政策的倾斜也有望助推新兴产业的发展。纵观 20 世纪 70-80 年代日本制造业转型，日本政府对产业的大力提振功不可没。2010 年以来，随着《国务院关于加快培育和发展战略性新兴产业的决定》的出台，产业升级配套政策逐步落地，推动铁路、电力、通信、工程机械以及汽车、飞机、电子等中国装备走向世界，为我国具有行业优势的制造业企业开拓海外市场，通过走出去战略推动我国制造业的技术进步和结构升级。新兴产业的逐步崛起有望成为未来制造业投资的新的驱动力。

新周期开启进行时，新兴产业有望成为未来中周期主导。随着 2019 年 8 月以来产出缺口见底回升，国内已经进入被动去库阶段，虽然疫情冲击导致产出缺口出现大幅波动，但不改变上行趋势，逆周期政策下需求复苏有望加速，结合库存周期的领先指标判断，国内有望于下半年进入补库阶段，新周期已经开启。而随着新能源车与 5G 产业周期的开启，工业化成熟期新的主导产业有望成为下一轮资本开支周期的新动力。结合宏观环境对比及历史周期定位，我们认为本轮周期或与 1975-1978 年库存周期最为相似。

需求回暖，工业品价格主升阶段开启

扩张早期工业品领跑大类资产

库存周期上行阶段大宗商品跑赢股票。回顾历史上产出缺口向上的经济扩张阶段，大类资产的表现上，大宗商品及股票表现明显占优。以不同周期下各类资产的平均收益率情况来看，产出缺口触底向上的扩张早期，受益于盈利回暖及流动性宽松环境，股票资产盈利估值双双提振，以 21.71%的平均收益率稳居第一；而需求回暖库存持续回补的扩张晚期，贵金属与能源带领下，大宗商品涨幅居前，平均收益达到 15.59%。同时，我们发现，库存周期上行阶段，大宗商品收益大概率跑赢股票资产，实体需求好转使得各主要大宗商品纷纷进入补库阶段，补库需求引发商品价格的上行周期，而股票资产反应的更多为资产未来收益的预期，对于经济周期的反应更为提前。

扩张早期工业品价格率先反弹。具体品类上，铜、铝为代表的工业品为早周期品种，价格在被动去库的扩张早期率先反弹；而以原油为代表的能化类商品更多为顺周期品种，经济上行趋势确认的扩张阶段才能表现出弹性；以大豆、玉米为代表的农产品更多体现为后周期属性，库存周期下行的衰退阶段超额收益更加显著。由于工业品向农产品的价格传导存在一定滞后性，因此多数情况下，工业品处于早周期，而农产品处于晚周期。

图表13. 国内不同库存周期下大类资产表现（2005.1-2020.1）

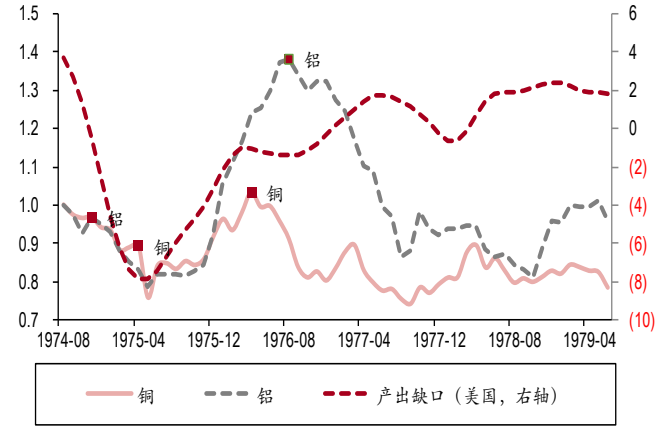
			股	债	商品	工业品	农产品	能化	黄金
扩张晚期	2006/6	2008/2	222.46	1.41	(1.09)	(12.91)	6.83	(22.67)	40.34
	2009/10	2010/6	(1.20)	3.88	6.32	5.69	5.52	6.34	21.63
	2013/6	2013/11	(3.65)	(2.88)	1.34	1.20	1.59	2.62	(5.17)
	2016/6	2018/4	10.28	1.64	39.10	50.69	4.63	45.61	9.06
衰退早期	2008/3	2008/9	(50.74)	1.59	(10.89)	(1.42)	(16.51)	16.32	(16.06)
	2011/6	2011/10	(11.88)	0.16	(10.66)	(13.20)	(7.48)	(13.18)	5.74
	2013/12	2014/8	3.79	4.97	(11.95)	(15.71)	(7.01)	(21.41)	3.22
	2018/4	2018/11	(23.24)	4.93	6.60	12.04	(3.74)	10.69	(6.93)
衰退晚期	2005/1	2005/7	(19.63)	6.95	12.29	18.90	8.77	13.42	(2.52)
	2008/10	2008/12	(14.29)	4.67	(27.29)	(37.66)	(13.55)	(40.09)	(11.71)
	2011/10	2012/9	(12.40)	6.30	(4.40)	(8.38)	0.26	(8.20)	4.19
	2014/9	2015/3	47.09	6.83	(5.56)	(7.60)	(1.31)	(5.64)	(5.75)
	2018/11	2019/9	20.14	5.36	1.96	1.97	(6.22)	(7.53)	25.13
扩张早期	2005/8	2006/5	38.72	3.07	19.69	62.94	(7.95)	19.06	52.42
	2009/1	2009/10	68.20	(1.77)	36.27	58.02	12.40	42.83	13.28
	2012/10	2013/8	5.06	2.23	(11.19)	(12.51)	(6.10)	(7.77)	(26.07)
	2015/4	2016/5	(13.31)	8.00	8.30	7.83	1.84	10.54	9.25
	2019/10	2020/1	9.92	1.64	4.07	3.84	6.51	3.95	6.10

资料来源：万得，中银证券

大宗商品价格上涨路径一波三折，补库周期开启量价齐升的主升行情。通过历史复盘可以发现，历次中周期的开启均会迎来工业品价格的小幅反弹行情，商品价格反弹的路径上依然遵循经典的一波三折的运行规律，即：商品价格领先经济触底，供给收缩引发第一波反弹（或价格止跌企稳），需求预期的确认引发调整，需求实际上行迎来主升行情。一般来讲，价格触底后 4-6 月会迎来库存低点，库存低位修复伴随着需求的好转，此时新的库存周期的开启使得商品进入量价齐升的第二波主升行情。

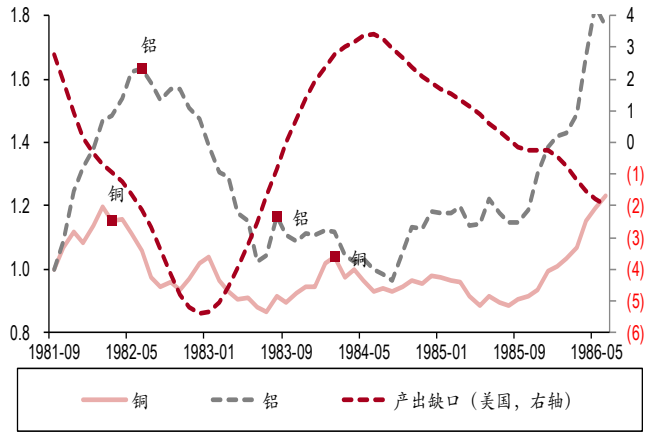
通过复盘历次第一库存周期内大宗商品的反弹行情，我们发现，从幅度来看，以铜价为例，自底部第一波反弹价格平均上行幅度为 18.29%，一次反弹后平均调整幅度约为-17.27%，需求确认后二次反弹平均幅度约为 30.43%，需求确认后的主升浪从幅度到持续时间均会强于第一波行情。

图表14. 第一库存周期下商品价格反弹路径（1975-1978）



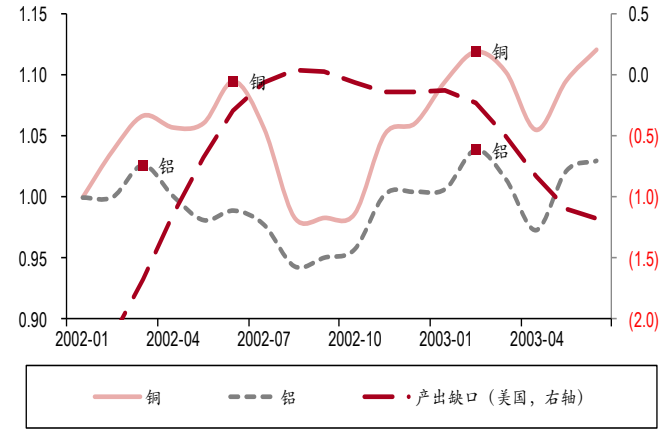
资料来源：万得，中银证券

图表15. 第一库存周期下商品价格反弹路径（1983-1986）



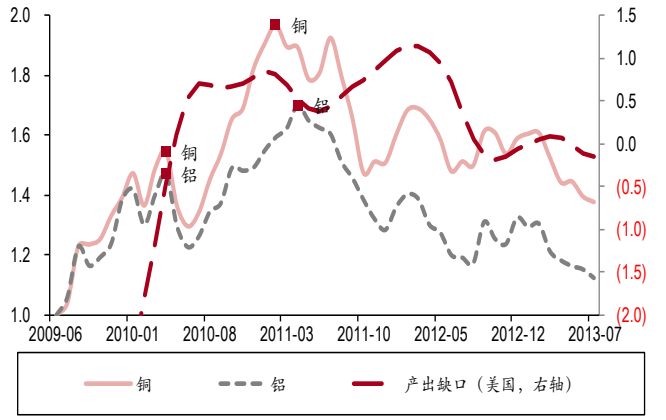
资料来源：万得，中银证券

图表16. 第一库存周期下商品价格反弹路径（2002-2003）



资料来源：万得，中银证券

图表17. 第一库存周期下商品价格反弹路径（2009-2013）



资料来源：万得，中银证券

图表18. 第一库存周期商品价格反弹幅度及持续时间

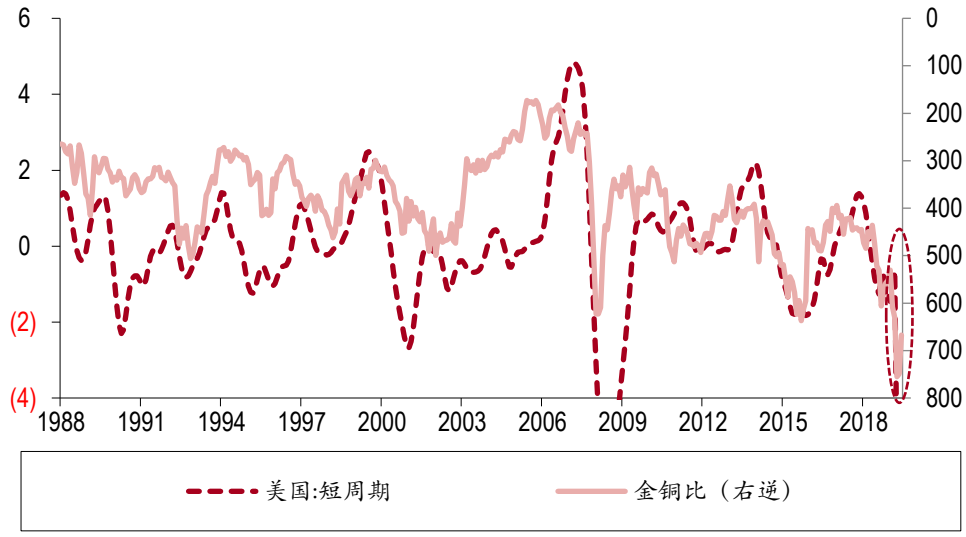
		第一波反弹幅度(%)	调整幅度(%)	第二波主升幅度(%)	回调时间（月）	主升时间（月）
1975.06-1978.01	铜	(10.70)	(14.89)	35.79	1	11
	铝	(3.30)	(18.72)	75.70	6	15
1983.01-1986.10	铜	19.85	(27.91)	20.25	16	8
	铝	63.40	(37.27)	13.76	12	12
1991.04-1996.02	铜	8.50	(40.28)	35.80	10	11
	铝	6.80	(48.50)	75.82	10	15
2002.01-2003.06	铜	9.50	(10.16)	13.82	4	5
	铝	2.66	(8.08)	10.10	5	6
2009.06-2013.07	铜	54.50	(16.12)	51.85	2	8
	铝	47.20	(16.64)	38.69	2	10
平均	铜	16.33	(21.87)	31.50	6.6	8.6
	铝	23.35	(25.84)	42.81	7	11.6

资料来源：万得，中银证券

需求驱动下工业品价格开启主升行情

库存周期决定工业品价格趋势。随着国内库存周期的开启，工业品价格有望率先迎来上行。从库存周期对比角度来看，相比于上一轮库存周期，本轮库存周期的上升或更多由下游需求边际回暖驱动，经历了 2018 年三周期共振带来的中期低点，随着下半年起国内需求的逐步修复，商品价格有望出现一轮上行行情。海外需求方面，金铜比自 2019 年 8 月以来出现小幅反弹，一定程度反映了彼时市场对于海外经济企稳的预期；但年初疫情冲击下，避险情绪发酵使得 3 月末以来金价快速上行，经历了一季度以来的疫情爆发，各国财政、货币政策大力支持下，海外需求有望逐步走出磨底阶段，海外库存周期有望滞后国内逐步开启，届时也将为一般工业品价格形成支撑。

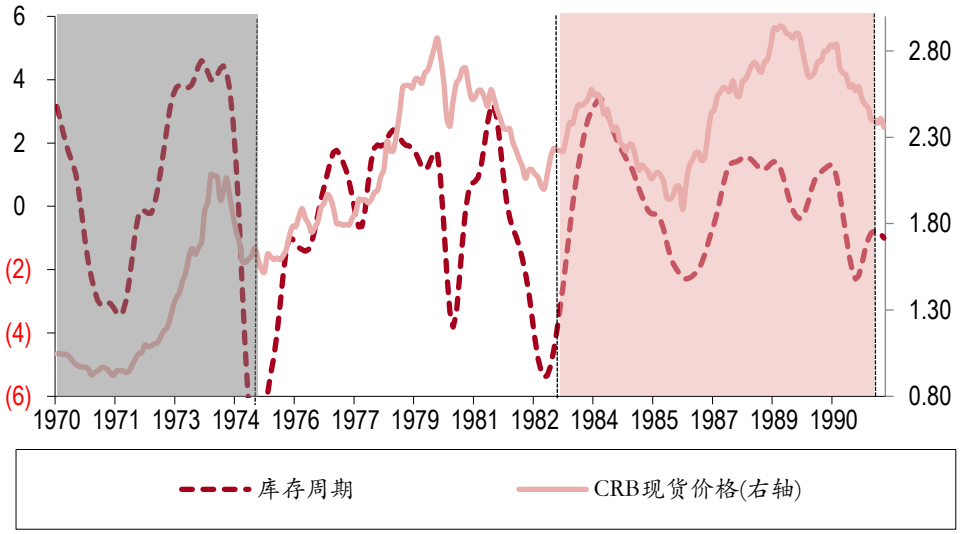
图表19. 金铜比与库存周期存在较高相关性



资料来源：万得，中银证券

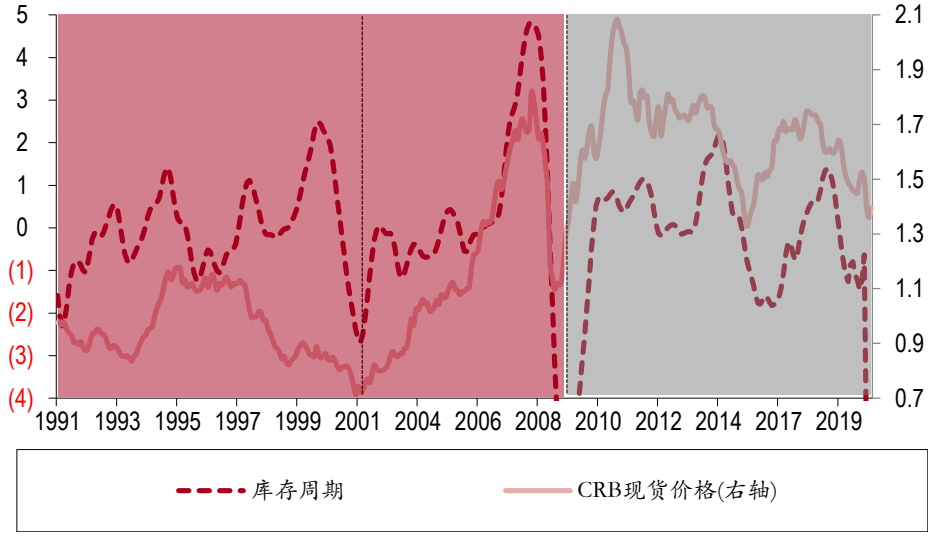
中周期决定商品价格波动特征。不同的中周期定位下，工业品价格波动幅度与特性不同，康波繁荣期内，大宗商品价格相对稳定，虽然存在伴随库存周期的波动，但总体波动幅度较低；商品价格的剧烈波动集中在康波衰退及萧条期，一般体现为价格大幅上行后受冲击回落。追赶国的工业化进程加速或为这一现象的原因，由于新的国家的工业化进程开启或加速，对资源品边际供需差的突然增加，从而加剧了价格的波动。当前正处于康波衰退到萧条的过渡阶段，与 1975-1982 年的中周期存在一定相似性：世界经济处于康波衰退的二次冲击过后的过渡阶段，作为主要追赶国，当前中国处于工业化中期向成熟期过渡阶段；与之相对应的，19 世纪 70 年代年日本在经历了 60 年代的高速发展及 70 年代的石油危机的冲击后，重化工业为代表的工业化起飞阶段结束，技术密集型制造业逐步成为主导产业，进入工业化成熟期。即将开启的中周期为康波萧条期，结合商品价格的周期特性，新的中周期内商品价格上行幅度将大于 1991 年开启的繁荣期。

图表20. 1970-1991 大宗商品价格走势



资料来源：万得，中银证券（灰色底色为康波衰退期，白色底色为康波萧条期，粉色底色为康波回升期）

图表21. 本轮周期大宗商品价格走势

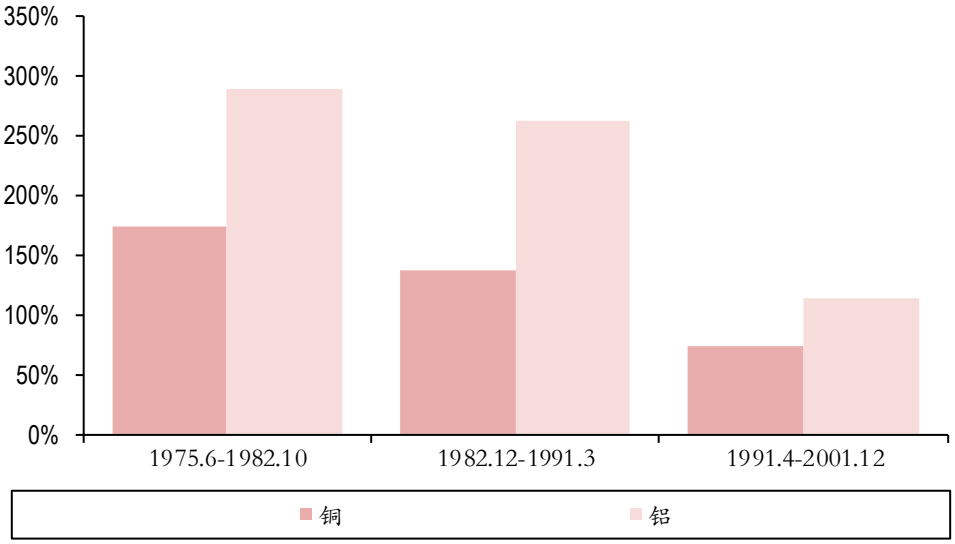


资料来源：万得，中银证券（红色底色为康波繁荣期，灰色底色为康波衰退期）

类比日本制造业升级经验，新兴产业需求爆发有望成为新周期驱动力。70 年代初，石油危机带来的恶性通胀的蔓延对日本经济造成重大打击，前期过渡依赖能源品的重化工业面临转型。1975 年起，随着产业政策的不断加码，在家电、汽车、机械产业快速崛起的带动下，日本经济迅速复苏，成功由工业化中期进入工业化成熟期。新的主导产业带动下，铜、铝为代表的主要工业品在这一阶段涨幅显著。1975-1982 这一轮周期内，铜、铝最大涨幅达到 175%、289%，而 1991 年起，随着日本工业化进程的结束，服务业逐步取代制造产业成为新的主导产业，受益于原主导产业需求的铜、铝上行幅度明显缩小。

当前国内第一库存周期已逐步开启，工业品为代表的早周期大宗商品处于需求驱动的主升行情早期。本次第一库存周期与 1975-1982 年中周期最为类似，不同在于本轮周期更多由新兴产业驱动，新能源车、5G 产业链为代表的新兴产业周期上行，供需格局改善，有望成为新的投资动力。而根据历次第一库存周期下工业品价格的涨幅区间，预计随着本轮库存周期的开启，本轮工业品价格依然存在较大上涨空间。

图表22. 新兴产业需求爆发带来相应资源品价格大幅上行



资料来源：万得，中银证券

新周期带来盈利弹性，周期股配置正当时

经济周期决定价格趋势，流动性环境带来周期股收益弹性

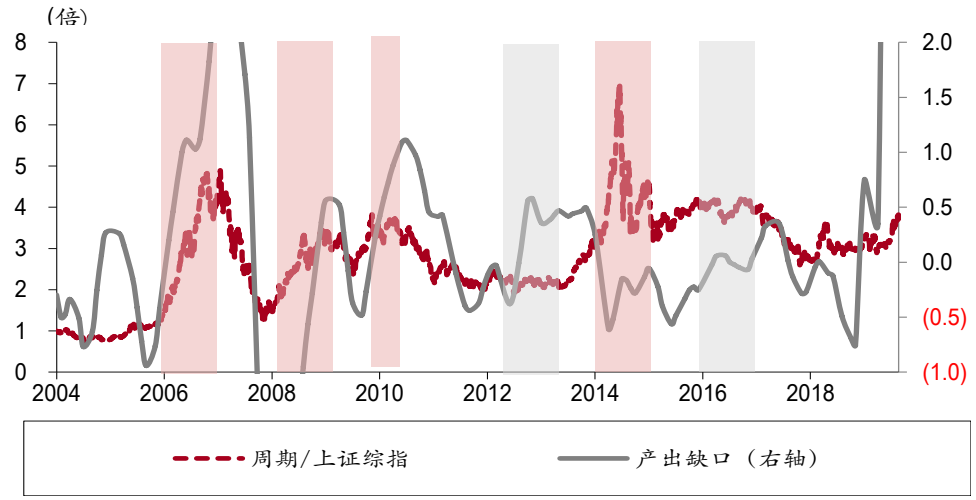
库存周期上行阶段，周期股获取超额收益的胜率低于大宗商品。结合上文所述，补库周期内，绝大多数情况下大宗商品相对其他大类资产具有明显的超额收益。但我们发现，周期股在库存上行周期内相比于其他板块，超额收益的胜率却并不显著。纵观历次库存上行周期中周期股走势，我们发现需求修复的持续性及流动性是保障周期股行情的必要条件：2006-2007 年，高增长、低通胀的宏观环境使得周期股大为受益，金融地产、有色钢铁等早周期、顺周期行业涨幅居前；2009-2010 年，四万亿投资刺激下，基建地产产业链崛起，有色、采掘行业领涨，2014-2015 年，流动性宽松叠加一带一路背景下，钢铁、建筑板块表现出色。而 2013-2014 年初，虽然库存周期出现小幅上行，但“钱荒”带来的流动性超预期紧缩使得当时市场对于高负债率行业给予较大折价，周期板块涨幅垫底；2016 年以来的库存周期开始之初，虽然大宗商品价格表现强势，但受到监管及市场流动性制约，周期股在 2016 年并未有所表现，直至 2017 年上游行业在供给侧改革作用下盈利大超预期，钢铁有色为代表的上游周期行业才有所表现。

图表23. 库存周期视角下市场风格表现

		金融	周期	消费	成长	稳定
主动补库	2006/06~2008/02	294.58	240.80	200.36	154.26	172.73
	2009/10~2010/02	0.95	11.78	27.06	21.63	8.12
	2013/06~2013/11	(6.96)	(9.21)	2.28	3.51	(4.53)
	2016/06~2018/04	15.61	3.20	23.92	(5.33)	9.75
被动补库	2010/03~2011/06	(17.12)	1.90	3.41	1.61	(13.11)
	2013/12~2014/08	3.88	4.57	3.24	2.99	1.92
	2018/05~2019/03	10.14	(11.76)	(5.71)	(13.90)	(1.99)
主动去库	2005/01~2005/07	(10.27)	(21.65)	(14.18)	(25.90)	(10.03)
	2011/07~2012/09	(16.02)	(37.71)	(19.75)	(26.62)	(25.35)
	2014/09~2015/03	71.00	37.52	29.56	40.92	71.59
被动去库	2005/08~2006/05	37.50	21.63	30.91	31.87	(6.55)
	2009/01~2009/05	48.24	57.30	41.11	57.77	29.38
	2012/10~2013/08	7.77	(5.62)	6.49	31.47	1.44
	2015/04~2016/05	(16.18)	(11.40)	(6.84)	(12.70)	(26.16)

资料来源：万得，中银证券

图表24. 周期股相对大盘超额收益与库存周期变化



资料来源：万得，中银证券

流动性环境支撑下，周期股价格弹性远超现货资产。结合上文分析及前期研究成果我们可以看到，库存回补周期内，大宗商品价格上涨的确定性最高，周期股受到市场预期及流动性等因素影响，获取超额收益的胜率不及大宗商品。但正因为流动性因素带来的溢价效应，周期股在上涨幅度上远超现货资产。通过复盘近几轮周期行情可以看到，板块涨幅约为现货价格涨幅的 1.5-8 倍，龙头个股涨幅为现货价格涨幅的 1.6-12 倍。

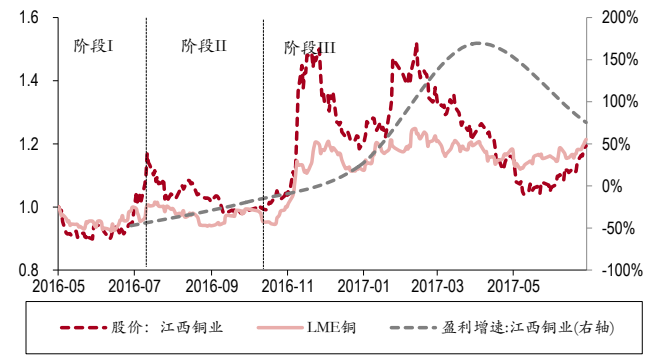
图表25. 周期行业及龙头股弹性大于现货价格涨幅

(%)	铜现货	有色行业	江西铜业
2005.7-2008.2	177	1,280	2,162
2009.1-2012.9	241	382	392
2015.4-2019.8	62	72	85

资料来源：万得，中银证券

上涨路径上，股价围绕现货价格趋势一波三折。一般来讲，周期股盈利与商品价格趋势高度相关，但在上涨节奏上存在一定差异。股票价格趋势上与商品价格高度相关，但一般来讲，由于股票资产更多反应市场对于股票盈利的预期，因此在趋势的拐点上，股票价格会领先现货商品价格。在股价的上涨路径上体现为三个阶段：第一阶段为预期驱动阶段，供给边际收缩或其他边际扰动因素引发现货资产价格上涨预期，对于未来盈利预期的边际变化驱动股价上行；第二阶段为预期兑现阶段，此时市场已经对于前期商品价格预期有了一定程度的计价，而这一阶段盈利释放的幅度往往难以达到前期市场的乐观预期，因此股价会出现一定程度预期修复驱动下的调整（例如 2016 年下半年钴行情）；第三阶段商品价格上行的主升阶段，也是周期股盈利释放的狂欢行情，随着需求改善趋势明朗，商品价格迎来主升行情，而随着商品价格的大幅上行，股票资产也迎来利润释放的快速上涨阶段，这一阶段股价上涨幅度最大（例如 2017 年的工业金属）。

图表26. 江西铜业三阶段上涨示意图



资料来源：万得，中银证券

图表27. 华友钴业三阶段上涨示意图



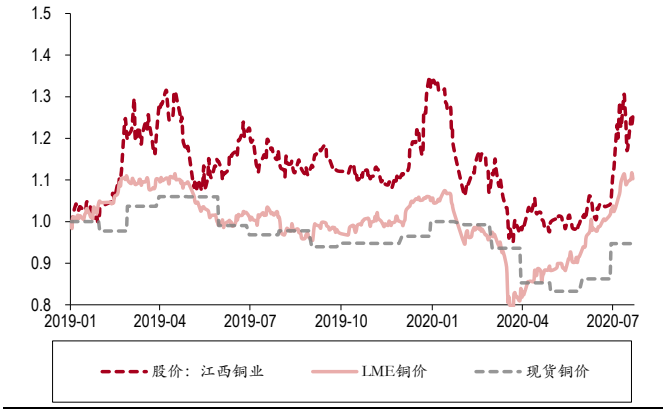
资料来源：万得，中银证券

新周期开启带来盈利弹性，周期品配置正当时

新周期开启带来现货价格上行空间。结合前文预判，我们认为国内基本面的持续复苏与海外需求的企稳有望带动被疫情破坏的补库周期重回上行，支撑工业品需求。以铜为例，疫情冲击导致生产停滞使得产能利用率自高点下行，而铜矿新产能投放节奏较慢，短期内供需紧平衡状态仍将延续。而下半年开启的需求端的修复及改善将会为商品价格带来较大上行空间。

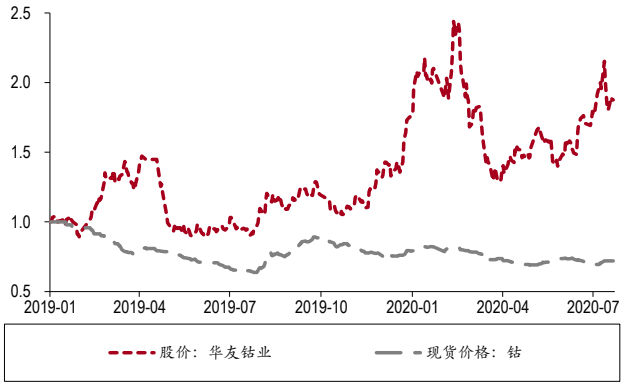
现货价格修复进行时，周期股有望迎来盈利上行的主升行情。年初疫情爆发导致全球需求预期骤减，工业品价格出现大幅下跌，随着国内外生产常态化推进，复苏预期下工业品价格已经出现修复式反弹，现货价格反弹幅度远低于期货涨幅也反应出当前市场仍处于复苏早期阶段。往后看，随着国内外经济年内低点已过，未来 2-4 季度全球需求将会处于环比修复的确定性趋势之中。需求增量将会带来大宗商品价格的进一步上行，结合前文预估，当前现货价格仍存在至少 15%的修复空间。当前周期股尚处于跟随预期波动的行情初期，随着现货价格中枢的抬升，周期股也有望迎来盈利上行驱动的第三阶段主升行情。

图表28. 当前铜价及主要股票价格走势



资料来源：万得，中银证券

图表29. 当前钴价及主要股票价格走势



资料来源：万得，中银证券

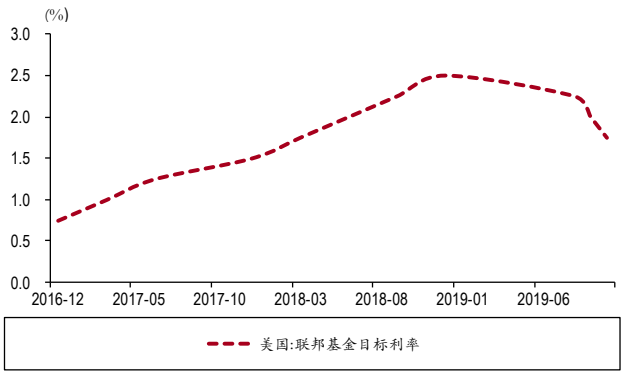
下半年宏观流动性难有大幅转向，为周期行情保驾护航。国内层面，虽然应急型大规模量宽计划会逐渐退出，但基于两会和国常会对于货币政策的定调，年内“六保、六稳”的政策目标，以及缓解企业和财政的融资压力需要来看，后续货币政策仍将保持宽松。7 月 21 日召开的企业家座谈会上强调，年内要实施好更加积极有为的财政政策、更加稳健灵活的货币政策，再次确认了下半年的政策基调以宽松为主。海外角度，疫情的持续恶化与流动性宽松之间形成了反馈，欧美在近期相继推出近万亿美元的救助纾困计划，旨在帮助经济体摆脱疫情的影响。发达经济体的流动性进一步宽松强化了美元的下行趋势，直接推升大宗商品价格的同时，实际利率走低也将利好现货价格表现。

图表30. 实际利率走低有利于工业品价格



资料来源：万得，中银证券

图表31. 海外主要经济体处于降息区间



资料来源：万得，中银证券

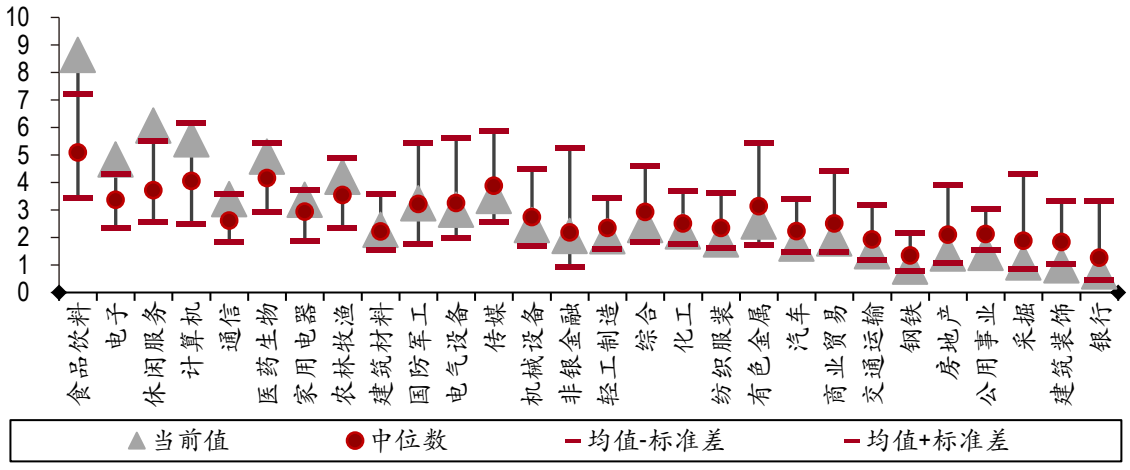
较低的估值分位凸显周期股当前配置价值。今年以来，成长板块已经成为市场一致预期的主要配置方向，产业周期上行进一步强化了市场对于成长龙头业绩的确定性溢价。2020 年上半年，危机应对下极为宽松的流动性环境，也成为市场估值提振的重要支撑。但我们应该看到，当前市场行业板块间估值水平呈现较大分化，成长股为代表的创业板估值水平已经达到 09 年以来的 80-90%分位，而蓝筹为代表的上证综指、沪深 300 等指数估值水平仍处于 50%附近，无论是从国际横向比较还是 A 股市场内部比较来看，低估值周期板块都存在着一定估值折价。正如我们中期策略报告所述，随着行情逻辑的逐步演绎，下半年市场主导逻辑也将逐步由货币政策驱动的流动性行情过渡至财政政策驱动的盈利复苏行情之中，届时周期板块将迎来盈利预期回暖而估值尚处低位的绝佳配置时点。根据最新的行业估值分位情况，有色、采掘、钢铁等传统周期行业的 PB 均处于 0-30%的极低分位水平，上游资源品行业盈利估值性价比优势显著。

图表32. 截至 8 月 19 日主要指数估值水平（2009 年起）

	上证综指	深证成指	创业板指
当前分位(%)	60.20	83.80	88.80
当前值	15.06	33.15	69.17
中位数	14.03	22.67	50.96
均值+标准差	19.99	35.03	67.97
均值-标准差	10.02	14.63	36.51
	标普 500	**纳斯达克**	**道琼斯工业**
当前分位(%)	99.70	99.10	99.60
当前值	33.25	61.33	27.00
中位数	19.42	31.25	16.47
均值+标准差	23.34	40.34	20.76
均值-标准差	15.85	24.57	13.98

资料来源：万得，中银证券

图表33. 传统周期板块 PB 估值分位水平为当前市场最低（从左至右估值分位由高到低）（截至 8 月 19 日）



资料来源：万得，中银证券

综上，新周期开启带来盈利上行空间，低估值凸显板块性价比优势，周期板块配置正当时。当前上游周期板块已经走过了由预期驱动的第一阶段上涨行情。往后看，随着疫后需求的逐步复苏，新周期开启，工业品价格上行趋势延续，周期股逐步进入盈利上行的主升行情。下半年宏观流动性环境难有大幅转向，而市场将逐步由上半年分母端逻辑演化为下半年盈利驱动的行情逻辑之中。当前来看，周期板块估值分位仍处于市场较低水平，随着需求回暖，周期板块将迎来盈利预期回暖而估值尚处低位的绝佳配置时点。中周期视角来看，战略新兴产业的上行周期已经开启，部分行业已率先进入资本开支扩张周期，新的主导产业的形成与崛起有望带来更大需求增量。受益于内需回暖建材及新兴产业崛起的上游工业品有望率先迎来估值修复的行情。

风险提示

疫情超预期恶化：本次疫情传播力度强，疫情发展及持续时间尚难预判，若疫情持续时间长于预期，可能会对短期经济产生较大冲击。

中美贸易摩擦加剧：中美贸易冲突是 2018 年以来影响市场的重要因素，若中美对抗持续深化，对于外需冲击将会加剧。

逆周期政策不及预期：若逆周期政策力度小于预期，基本面复苏持续性或受到影响。

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