2020 年 08 月 04 日

策略研究团队

旧城之王：顺周期的第二章

——投资策略点评

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

● **顺周期再度归来，发出周期“第二波”的信号**

今天（8 月 4 日）银行、保险、地产领衔上涨，同期市场出现结构性调整，上证指数收涨 0.11%，而创业板指则收跌 1.26%。我们认为，板块之间的差异，以及权重股的上涨并不能用“无形之手”等逻辑解释，一个佐证是我们观察到今日的港股中银行股也大幅上涨。根据我们之前的《周期轮动：花相似，人不同》中的研究框架，**当前市场的表现符合一个经典的经济复苏早期金融股领涨的情形。**

● **迎接“U 型”复苏**

今日（8 月 4 日）金融板块的强势回归，不由得让人想起 7 月初时开启的风格切换行情：经济复苏的信号进一步得到验证，带来价值股的全线反弹。遗憾的是，当时大多数投资者只以低估值修复进行单纯理解，市场走势也因此反复。从历史经验来看，**在经济复苏的早期，周期股行情都会呈现 N 字型走势，背后的来源是经济数据的反复，**由于经济复苏的起点是信用的修复，而信用向实体传导又依赖于房地产和基建这两大产业链，因此开工的淡旺季就造成了复苏早期经济数据的反复。**但是本轮中，因为疫情打乱了时间节奏，反而让这个反复的时间缩短，之后将迎来立秋后的开工旺季以及地产销售的“金九银十”，市场将持续验证经济复苏，走出 U 型复苏的周期股行情。**在疫情影响得到控制后，市场观察到 6 月份的超预期数据，而由于开工淡季所带来的短暂下行，7 月内已经大概率完成了，N 型的中段时间被压缩，年内经济复苏将呈现 U 型，而 8 月份进入年内第二次开工旺季，大概率会带来周期行情。

● **周期归来，轮动重启**

我们认为，7 月份所发生的风格反复，更多的是由于随着经济增速下移，市场对基本面改善的定价延后，行情上涨需要持续性的信号验证，而经济在复苏早期信号又多有反复。但是我们坚持认为，在经济复苏期，顺周期性行业仍是最具性价比的板块，本轮复苏之前由于疫情强化的“极致风格”又在估值层面为顺周期行业的投资者提供了额外的风险补偿。我们重拾经典行业轮动框架，并根据投资者偏好改变进行必要调整，具体参见《周期轮动：花相似，人不同》，最终结论如下：

第一，弹性和持续性均较好的是**建材、工程机械、建筑**；第二，**化工**子行业复杂，细分行业景气不同步，在下半年基建投资具有相当确定性的前提下，我们相对看好 **PVC、MDI 和大炼化**等强周期品种；第三，复苏初期金融板块总是领涨周期，其最好的配置阶段就是当下，推荐**房地产、银行、保险**，PPI 见顶回落后还有收尾行情（自然不是指当下）；PPI 上行期，**煤炭、有色**等上游资源品只要价格稳定在高位，就会有 ROE 改善带来的 PB 修复，弹性仍然可观。除此之外，顺周期的**家电、汽车**也是可以布局的方向。

● **风险提示：**经济复苏不及预期，政策超预期收紧。

相关研究报告

《投资策略周报-8 月策略：周期的第二波攻势》-2020.8.2

《投资策略专题-周期轮动：花相似，人不同》-2020.7.31

《投资策略专题-开源金股，8 月推荐》-2020.7.30

目　录

1、 顺周期再度归来，发出周期“第二波”的信号 3
2、 迎接“U 型”复苏 4
3、 周期归来，轮动重启 4
4、 风险提示 6

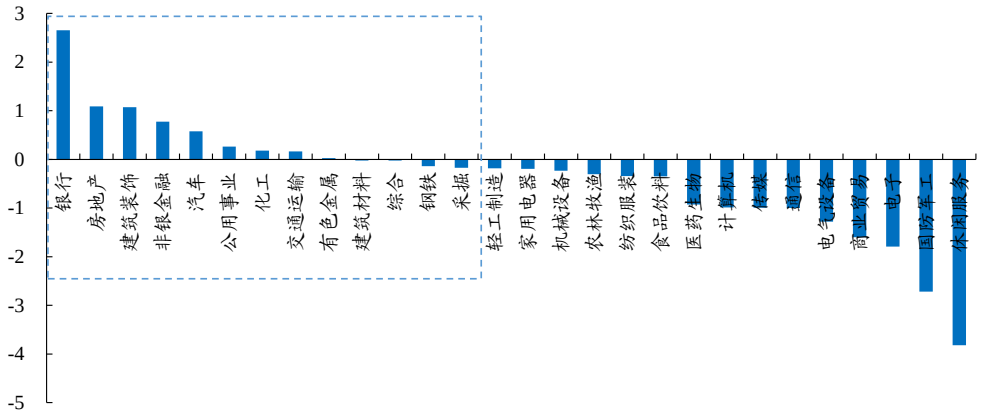
图表目录

图 1: 今日，顺周期板块涨幅靠前，金融+地产领涨 3
图 2: 港股出现与 A 股类似的行情，银行领涨 3
图 3: 当下市场对基本面改善的定价滞后，但对“见顶”反应又可能前置 4
图 4: 行业轮动的顺序与信号 5
图 5: 2006-2007 年各行业的行情持久性与弹性 5
图 6: 2016-2017 年各行业的行情持久性与弹性 6

1、 顺周期再度归来，发出周期“第二波”的信号

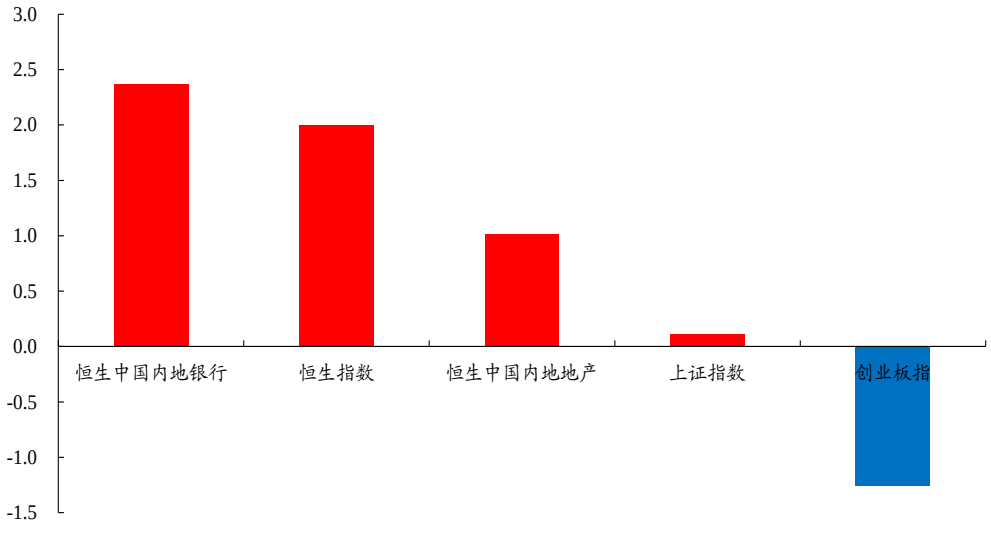
今天（8 月 4 日）银行、保险、地产领衔上涨，同期市场出现结构性调整，上证指数收涨 0.11%，而创业板指则收跌 1.26%。我们认为，板块之间的差异，以及权重股的上涨并不能用“无形之手”等逻辑解释，一个佐证是我们观察到今日的港股中银行股也大幅上涨。根据我们之前的《周期轮动：花相似，人不同》中的研究框架，**当前市场的表现符合一个经典的经济复苏早期金融股领涨的情形。**

图1：今日，顺周期板块涨幅靠前，金融+地产领涨



数据来源：Wind、开源证券研究所

图2：港股出现与 A 股类似的行情，银行领涨



数据来源：Wind、开源证券研究所

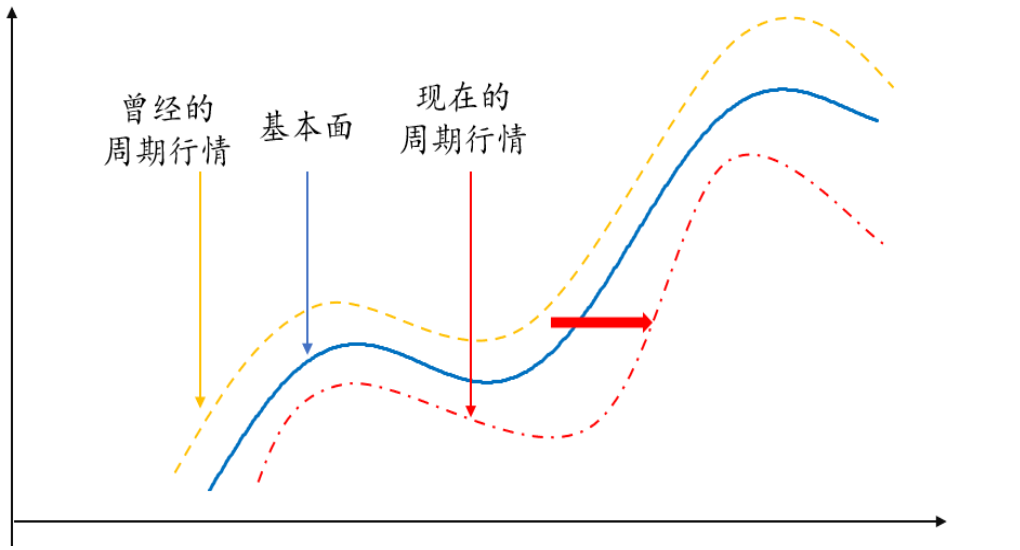
2、 迎接“U 型”复苏

今日（8 月 4 日）金融板块的强势回归，不由得让人想起 7 月初时开启的风格切换行情：经济复苏的信号进一步得到验证，带来价值股的全线反弹。遗憾的是，当时大多数投资者只以低估值修复进行单纯理解，市场走势也因此反复。从历史经验来看，**在经济复苏的早期，周期股行情都会呈现 N 字型走势[1]，背后的来源是经济数据的反复，**由于经济复苏的起点是信用的修复，而信用回升又很大程度依赖于房地产和基建这两大产业链，因此开工的淡旺季就造成了复苏早期经济数据的反复。**但是本轮中，因为疫情打乱了时间节奏，反而让这个反复的时间缩短，之后将迎来立秋后的开工旺季以及地产销售的“金九银十”，市场将持续验证经济复苏，走出周期股的行情。**在疫情影响得到控制后，市场观察到 6 月份的超预期数据，而由于开工淡季所带来的短暂下行，7 月内已经大概率完成了，N 型的左侧被压缩，年内经济复苏将呈现 U 型，而 8 月份进入年内第二次开工旺季，大概率会带来周期行情。

3、 周期归来，轮动重启

我们认为，7 月份所发生的风格反复，更多的是由于随着经济增速下移，市场对基本面改善的定价延后，行情上涨需要持续性的信号验证，而经济在复苏早期信号又多有反复。然而我们坚持认为，在经济复苏期，周期性行业仍是最具性价比的板块，本轮复苏之前由于疫情强化的“极致风格”又在估值层面为顺周期行业的投资者提供了额外的风险补偿。我们认为周期股轮动呈现三个阶段：**首先是流动性回升期**，较好的信贷数据和房地产销售、投资数据下，大金融+上游资源品领涨；第二是**地产、基建产业链投资发力期**，建材、工程机械、建筑装饰从此行情持续至最后；第三是在**宏观经济复苏再次被验证直至 PPI 出现向下拐点前**，金融+上游资源品再度领涨，化工、钢铁随后上涨。

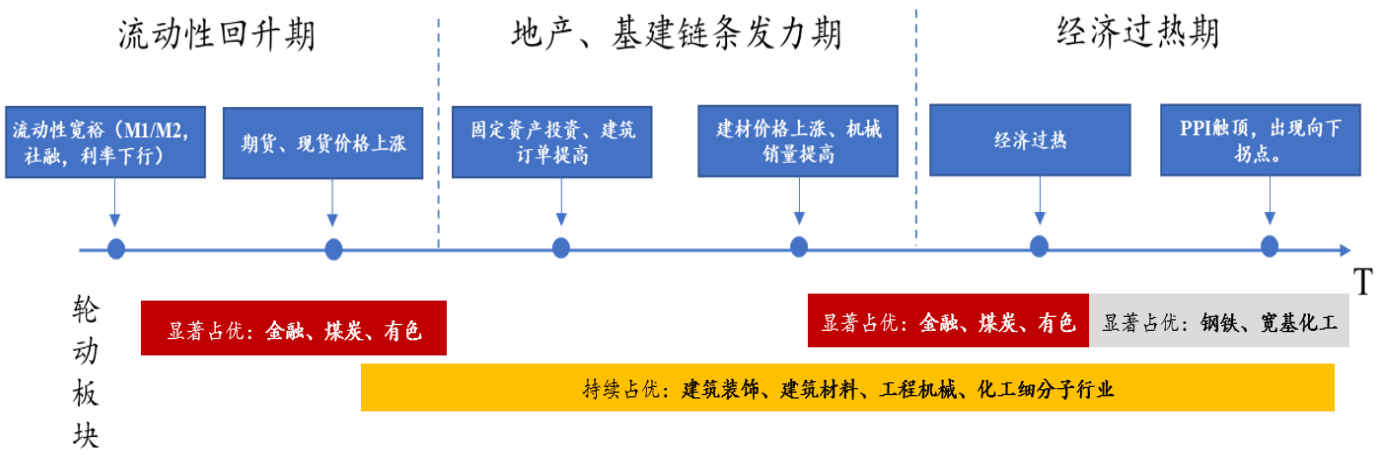
图3：当下市场对基本面改善的定价滞后，但对“见顶”反应又可能前置



资料来源：开源证券研究所

[1] 详细分析请见报告《周期轮动：花相似，人不同》

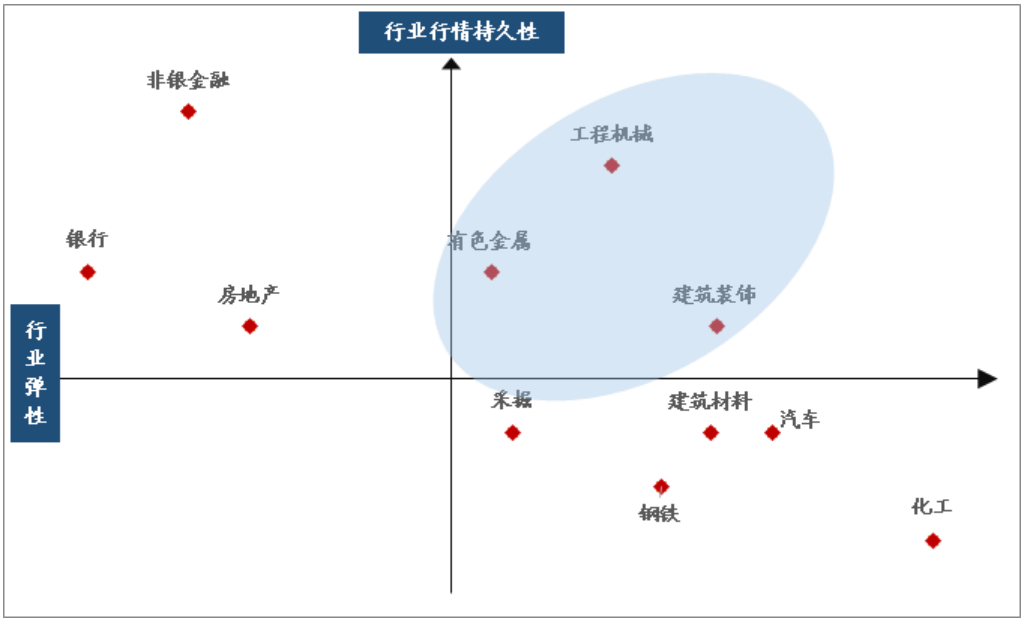
图4：行业轮动的顺序与信号



资料来源：开源证券研究所

在面临行业轮动时，我们从“弹性”和“持续性”两个维度来选择占优的行业：部分行业领涨，且股价弹性大；而另一些行业虽然不会领涨，但在整个行情中都有表现，持续性好，我们将两次复盘的实践中各行业按此划分四个象限，结果如下：

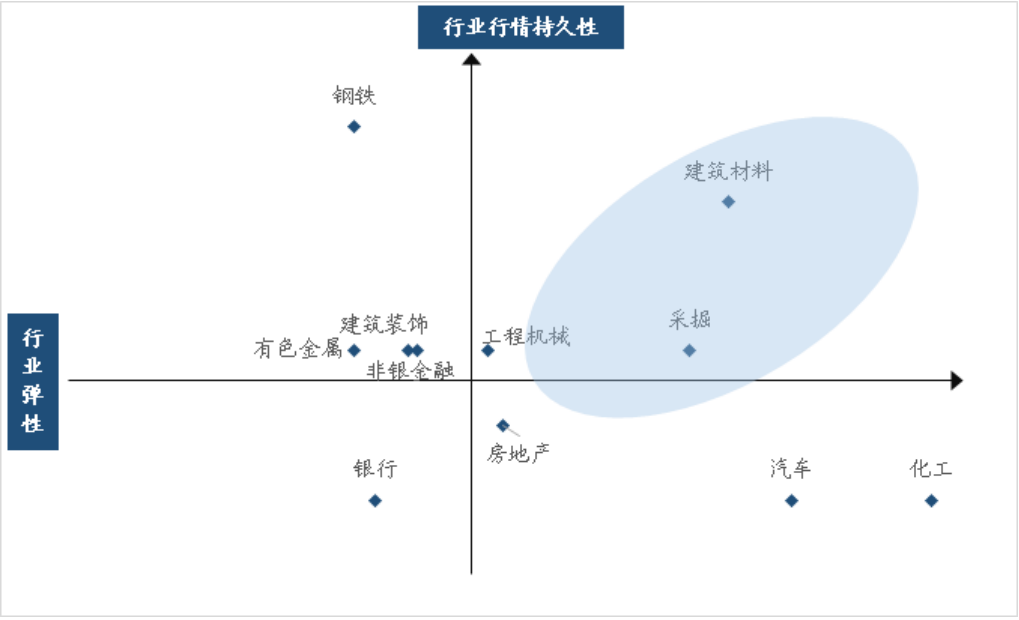
图5：2006-2007 年各行业的行情持久性与弹性



数据来源：Wind、开源证券研究所

注：行业行情持久性计算方法为各个行业在整个周期占优区间内每月收益率排名前五的次数。行业弹性计算公式为[K∑XiYi-(∑Xi)(∑Yi)]／[K∑Xi^2-(∑Xi)^2]，其中 K 为周期占优的月份数，X 为各行业的月度收益率，Y 为周期风格指数（CI005918）的月度收益率。可理解为相对于整个周期行业的β。

图6：2016-2017 年各行业的行情持久性与弹性



数据来源：Wind、开源证券研究所

从复苏过程中的行业比较来看：第一，弹性和持续性均较好的是**建材、工程机械、建筑**；第二，**化工**子行业复杂，细分行业景气周期不同步，在下半年基建投资具有相当确定性的前提下，我们相对看好 **PVC、MDI 和大炼化**等强周期品种；第三，复苏初期金融板块总是领涨周期，其最好的配置阶段就是当下，推荐**房地产、银行、保险**，PPI 见顶回落后还有收尾行情（自然不是指当下）；PPI 上行期，**煤炭、有色**等上游资源品只要价格稳定在高位，就会有 ROE 改善带来的 PB 修复，弹性仍然可观。除此之外，顺周期的**家电、汽车**也是可以布局的方向。

4、 风险提示

经济复苏不及预期，政策超预期收紧。

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