2020 年 07 月 20 日

# 已是周期烂漫时

## ——投资策略点评

策略研究团队

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

方智勇（联系人）
fangzhiyong@kysec.cn
证书编号：S0790120040049

**● 市场回暖，周期领涨来源于基本面驱动**

今天（2020 年 7 月 20 日）A 股市场自 7 月 13 日监管降温之后大幅回暖，顺周期价值板块明显领涨，而科技消费则排名靠后。无论是市场降温还是回暖，顺周期价值板块相比于科技和消费都表现更好，说明其实低估值并不能很好地成为“补涨”或者“抗跌”的理由。我们认为市场需要修正对于风格切换驱动力的认知：由于监管与交易者对于 2015 年的记忆，反而让类似的“水涨船高”的估值驱动行情并不会出现，低估值并非补涨，风格切换真正的核心驱动力是市场在看到经济复苏的明确信号之后，对于顺周期价值板块盈利预期的改善，这种预期改善将被估值压制所无限放大。现阶段，成长与价值的天平正在重新倾斜。

**● 正视周期，不再彷徨**

历次风格发生大切换的过程中，往往前期也是市场最为“纠结”和“彷徨”的阶段。我们此前报告复盘发现在 2014 年 11 月到 2015 年 1 月中旬成长向价值切换期，其中仍有多次反复，最长持续了 4 到 5 个交易日；在 2017 年 5 月到 2017 年 8 月中旬价值风格优势上行期，其中也有多次反复，最长持续了 8 个交易日；本次也不例外，在 7 月 6 日-10 日也出现了风格的反复。然而在风格反复之后市场却迎来价值弹性最大的阶段，因此我们建议投资者正视周期的力量，即使后期面对反复，也应该坚守周期，因为从历史上看风格切换一旦开启，则持续时间至少在 187 天以上。

**● 切换之后，关注周期的信号与轮动**

对于投资者而言，周期行业股价对商品价格弹性的阈值可能是该行业的价格水平回到疫情前，这诚然已经背离了过去历史上“煤飞色舞”的行业轮动体系。这背后的逻辑可能是现阶段由于对周期股的偏好变化，导致了“预期先行”这一轮动特征失效。庆幸的是，经济运行的基本逻辑不会改变，改变的只是弹性和市场的认知。我们认为当前宏观环境更像流动性更好的 2016-2017 年，其间周期股的表现逻辑和当下有许多相似之处，因此若参考当时风格切换初期的行业轮动逻辑，则在本轮切换中接下来周期行业内部轮动有望转向**化工、建材、工程机械**。

**● 已是周期烂漫时**

站在当前，无论是基本面信号还是资产价格的表现，都显示风格切换已经演绎到右侧，但也仅仅只是刚刚开始。顺周期已经归来，投资者应该正视周期的力量，抓紧机会布局。我们的推荐顺序为：第一，受益于投资确定性快速复苏、当前估值仍较低的：**化工、建材、工程机械、建筑、有色金属、煤炭、钢铁**；第二，估值仍存在修复空间的：**房地产、非银**；第三，顺周期消费：**家电、汽车**。

**● 风险提示：** 中美摩擦、海外疫情超预期恶化；国内经济下行超预期

## 相关研究报告

《投资策略周报-潮水退去，切换继续》-2020.7.19

《投资策略点评-中报预告：预期内的业绩回暖》-2020.7.17

《投资策略点评-未来没来，把握现在》-2020.7.16

# 目　录

1、 周期领涨来源于基本面驱动 ..... 3
2、 后续方向看法：正视周期，不再彷徨 ..... 4
3、 如何切换：周期信号与轮动 ..... 5
4、 已是周期烂漫时 ..... 7
5、 风险提示 ..... 8

# 图表目录

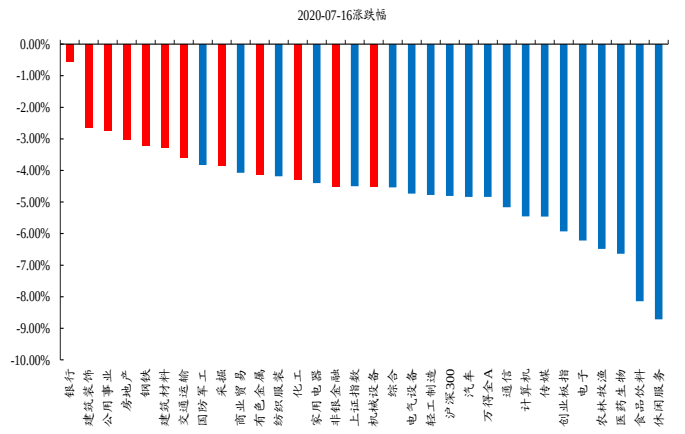
图 1: 7 月 16 日市场大跌，周期坚挺，科技消费大幅回调 ..... 3
图 2: 7 月 20 日市场回暖，周期领涨，科技消费疲软 ..... 3
图 3: 2014 年风格反复持续了一个多月 ..... 4
图 4: 2017 年在价值风格占优区间也出现过反复 ..... 4
图 5: 7 月 6 日-10 日也出现了风格的反复，持续了 5 个交易日 ..... 5
图 6: 2016-2017 年煤炭的超额收益在期货价确认持续回升之后更为明显 ..... 6
图 7: 2016-2017 年钢铁的超额收益在期货价确认持续回升之后更为明显 ..... 6
图 8: 2016-2017 年房地产的超额收益与投资增速的回升密切相关 ..... 6
图 9: 2016-2017 年工程机械的超额收益在确认产量持续上升之后更为明显 ..... 6

表 1: 参考 2015 年 12 月-2016 年 3 月风格切换初期的板块轮动逻辑，本轮切换中接下来周期行业内部轮动有望转向化工，建筑材料，机械设备和钢铁 ..... 7

## 1、 周期领涨来源于基本面驱动

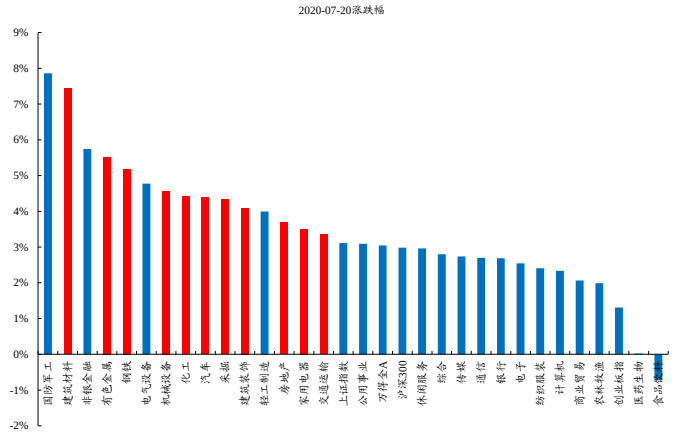
今天（2020 年 7 月 20 日）A 股市场自 7 月 13 日监管降温之后大幅回暖，三大股指上证指数、深证成指和创业板指的涨幅分别为 3.11%、2.55%和 1.31%，上证指数明显跑赢创业板指，同时从北向资金的流向来看，沪股通当日净买入 23.44 亿元，而深股通净卖出 82.43 亿元；**从板块表现上看，顺周期价值板块明显领涨，而科技消费则排名靠后**。

**图1：7 月 16 日市场大跌，周期坚挺，科技消费大幅回调**




数据来源：Wind、开源证券研究所

**图2：7 月 20 日市场回暖，周期领涨，科技消费疲软**




数据来源：Wind、开源证券研究所

我们发现无论是市场降温还是回暖，顺周期价值板块相比于科技和消费都表现更好，**说明其实低估值并不能很好地成为“补涨”或者“抗跌”的理由。** 我们把前期报告中对于当下投资仍然有指导意义的风格切换的观点梳理如下：

**（1）市场需要修正对于风格切换驱动力的认知，价值占优并非昙花一现**。自 7 月以来风格切换真正的核心驱动力是我们一直反复强调的：**市场在看到经济复苏的明确信号之后，对于顺周期、低估值的价值板块盈利预期边际改善**。低估值为盈利预期带来的是乘数效应而不是股价上涨的驱动，任何盈利预期改善都会被当下股价中极低的隐含增长率所放大。我们曾在《又回到复苏的起点》做过一个测算，从隐含收益率来看，现阶段顺周期价值股对长期增长的预期低于了 2019Q4 出现周期性复苏前的水平，对应到估值水平是 24%的空间。我们认为，24%对于投资者来说，不是单纯的股价涨幅，而是当经济周期进入复苏阶段后，任何的盈利预期改善都会以 1.24 倍计入到资产价格中。我们坚信经济同比复苏的趋势，这 1.24 倍的乘数效应足以赋予周期股整体意义上足够的弹性。**而这弹性来源的背后，就是市场主流投资者对于周期股的偏见给予周期股的回报补偿**。

**（2）未来还没来，把握现在**。我们判断，在监管与市场力量对于 2015 年同样记忆犹新的情况下，反而会导致**类似 2015 年“水涨船高”的估值驱动行情并不会出现**。现阶段市场行情真正的驱动力其实是：经济复苏+利率上行的组合。这才能解释为何本轮行情发生在 6 月 30 日确认了宏观数据（PMI、地产销售）出现超越环比意义改善后。经济在走出疫情进入复苏，市场也因此进入新的阶段。因此，我们对于科技消费当前的看法是：我们并不否认我国经济结构转型的趋势，但以科技+消费为代表的未来和现在之间，还隔着贴现率和不确定性。在估值相对极端的当下，当宏观环境出现了较大的变化之后，能否以更高的增长抵御贴现率的上行，成为需要面对的现实问题。成长与价值的天平，在经济进入复苏阶段，开始重新倾斜。

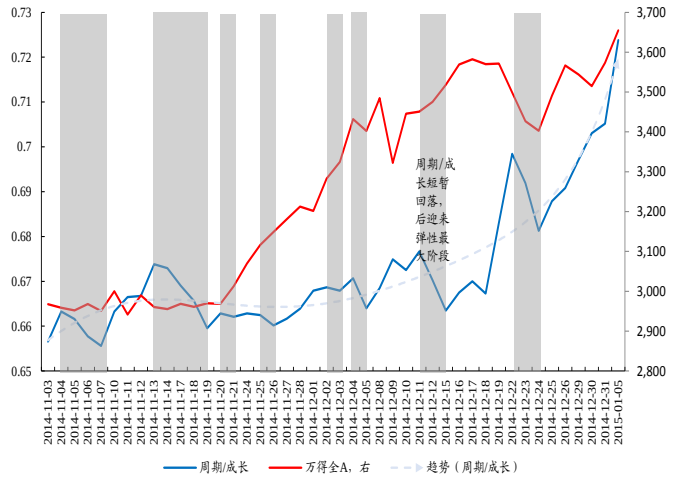
## 2、 后续方向看法：正视周期，不再彷徨

在 7 月初以来发生风格切换后，行情曾经经历过反复，我们曾在《切换：逆锋起笔，最能得势》中梳理：**历次风格发生大切换的过程中，往往前期也是市场最为“纠结”和“彷徨”的阶段，风格最容易出现反复，然而在反复之后却迎来价值弹性最大的阶段，因此这也是我们一直坚定风格切换并建议做左侧的原因**。具体情况如下：

（1）**2014 年 11 月到 2015 年 1 月中旬，成长向价值切换期，其中仍有多次反复，最长持续了 4 到 5 个交易日**；在“反复” 发生前，价值相对成长的涨幅往往经历了持续或快速的上行；市场整体上行阶段，大幅“反复”之后，迎来价值相对成长弹性最大的阶段。

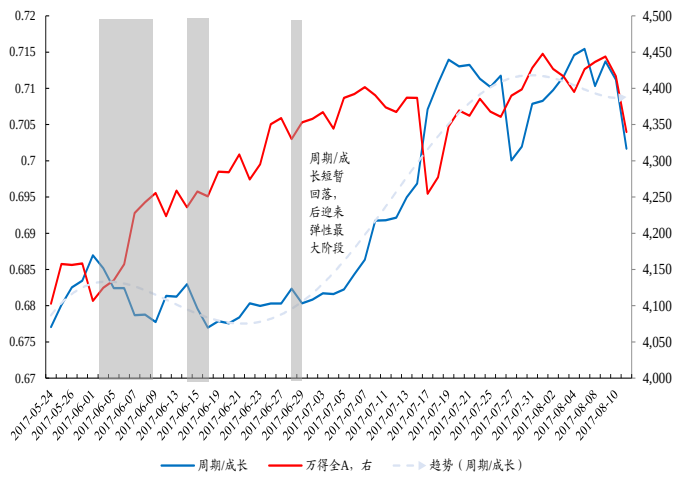
（2）**2017 年 5 月到 2017 年 8 月中旬，价值风格优势上行期，其中也有多次反复，最长持续了 8 个交易日**；与 2014 年类似，在风格“反复” 发生前，价值相对成长的涨幅往往经历了持续或快速的上行；市场整体上行阶段，大幅“反复”之后，也迎来价值相对成长弹性最大的阶段。

**图3：2014 年风格反复持续了一个多月**




数据来源：Wind、开源证券研究所

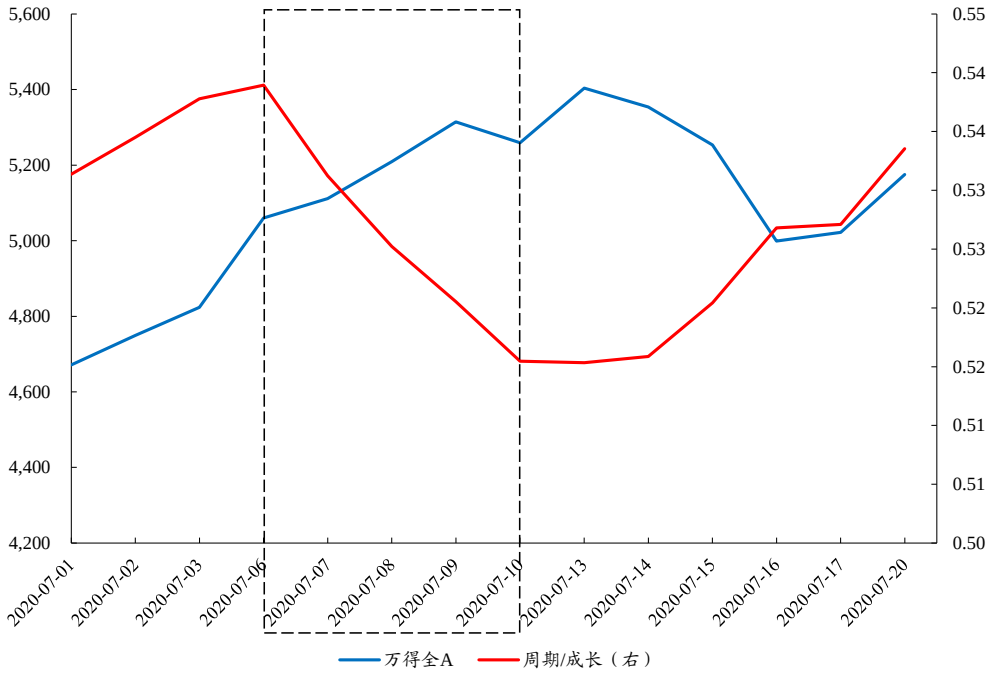
**图4：2017 年在价值风格占优区间也出现过反复**




数据来源：Wind、开源证券研究所

**这一次自 7 月以来的切换也并不例外，在 7 月 6 日-10 日也出现了风格的反复**，即周期/成长再次出现回落，我们认为这是市场尚未看到明确的经济复苏信号之前“纠结”和“彷徨”的体现，大部分投资者仍执着于手中的“确定性”，然而却忽视了宏观经济环境发生的变化，**我们认为在出现明确的经济复苏信号之后再紧抱此前由于疫情造成的“确定性”、同时承受过低的预期收益率并非明智之举**。所以我们建议投资者正视周期的力量，即使后期面对反复，也应该坚守周期，因为至少从我们此前报告《不要犹豫，赶紧切换》复盘发现，风格切换一旦开启，持续时间在 187 天以上。

图5：7月6日-10日也出现了风格的反复，持续了5个交易日




数据来源：Wind、开源证券研究所

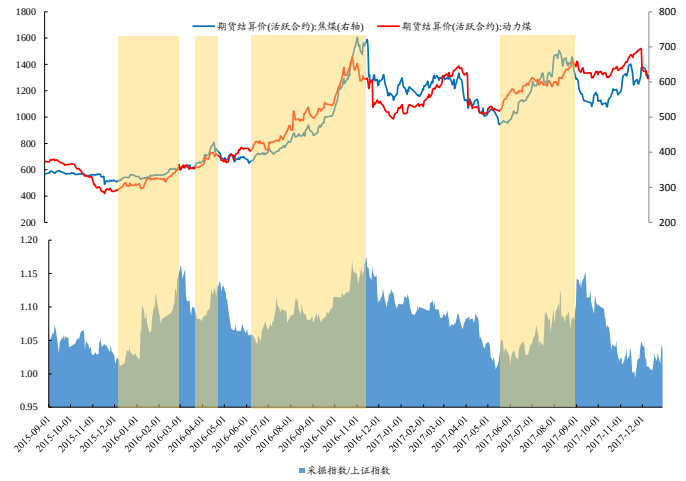
## 3、 如何切换：周期信号与轮动

我们在此前的报告《又回到复苏的起点》中提到，**对于投资者而言，周期行业股价对商品价格弹性的阈值可能是该行业的价格水平回到疫情前**。我们发现，虽然在2月底、3月初以来，工业品价格企稳回升，但相应的板块并不会随之同步上涨。但是在价格回升至疫情发生前的水平时，股价出现较大弹性。例如煤炭中的动力煤，以及有色金属中铜价和铝价，虽然它们在3月份就筑底回升，但市场表现都同样经历了两个关键点：第一，价格快速上行时期，板块出现超额收益，第二则是在7月初，恢复到疫情前水平后，板块再次出现超额收益。这诚然已经背离了过去历史上“煤飞色舞”的行业轮动体系。这背后的逻辑可能是现阶段由于对周期股的偏好变化，导致了“预期先行”这一轮动特征失效。

**庆幸的是，经济运行的基本逻辑不会改变，改变的只是弹性和市场的认知。**我们正在建立一套新的周期行业轮动框架，在本篇报告中，我们只呈现一部分：即我们认为当前宏观环境更像流动性更好的2016-2017年，而2016-2017是周期股已经不被市场所偏好后，再次战胜市场的年份。其间，周期股的表现逻辑和当下有许多相似之处：

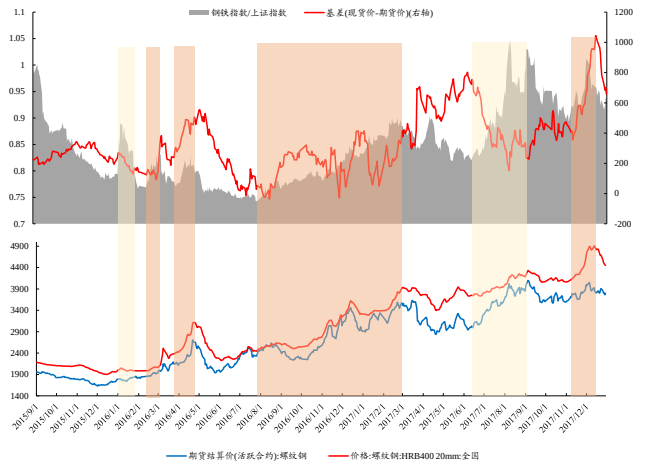
（1）**2016-2017年周期的超额收益也与工业品量价/投资增速的明确回升密切相关**。我们发现偏中上游的周期性行业，比如钢铁和煤炭，其板块的超额收益更与价格走势相关，即当期货价持续确认了上行趋势之后，板块超额收益开始凸显。而偏下游的周期性行业，比如房地产更与投资增速的回升相关，工程机械则在看到明显的产量提升之后超额收益在开始显现。

**图6：2016-2017 年煤炭的超额收益在期货价确认持续回升之后更为明显**



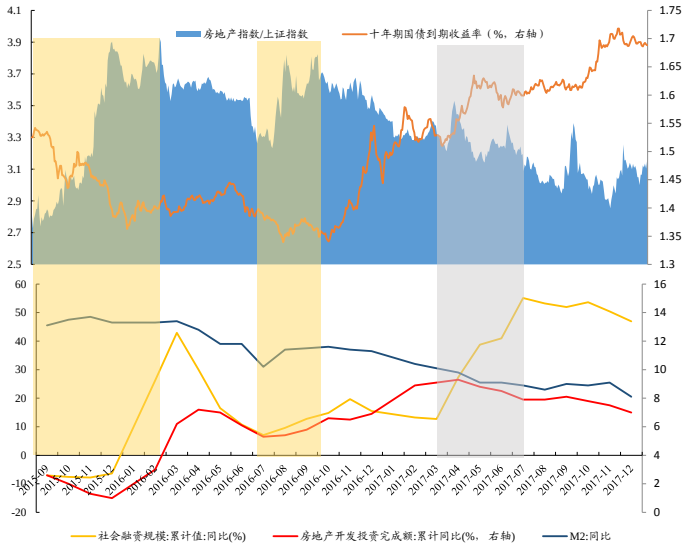

数据来源：Wind、开源证券研究所

**图7：2016-2017 年钢铁的超额收益在期货价确认持续回升之后更为明显**



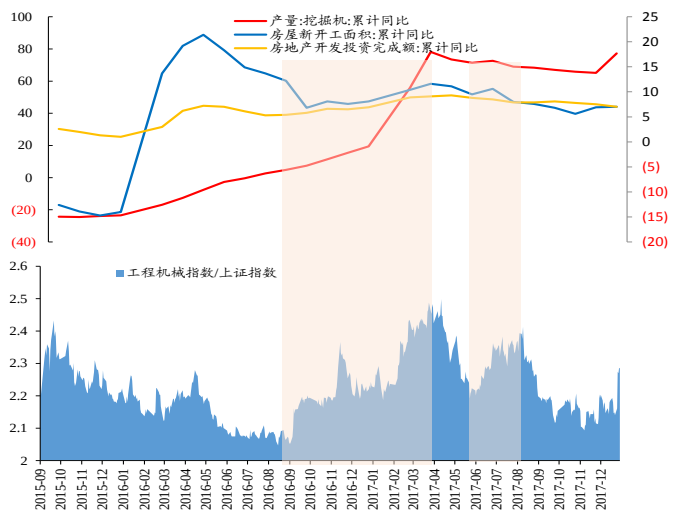

数据来源：Wind、开源证券研究所

**图8：2016-2017 年房地产的超额收益与投资增速的回升密切相关**




数据来源：Wind、开源证券研究所

**图9：2016-2017 年工程机械的超额收益在确认产量持续上升之后更为明显**




数据来源：Wind、开源证券研究所

（2）我们通过复盘 2015 年 12 月-2017 年 10 月（PPI 出现拐点到见顶的区间）的行业轮动发现，在顺周期价值板块占优的前期（2015 年 12 月-2016 年 3 月，PPI 刚刚出现向上拐点的持续验证阶段），**化工、非银金融、房地产、汽车以及建筑材料的胜率较高**，而在整个价值风格占优的区间内（2015 年 12 月-2017 年 10 月）胜率排名前 5 的行业为房地产、建筑材料、化工、汽车以及银行。我们认为当前阶段处于风格切换的前期阶段，即 PPI 刚刚出现向上拐点，因此若参考 2015 年 12 月-2016 年 3 月的行业轮动逻辑，**则在本轮切换中接下来周期行业内部轮动有望转向化工、建筑材料、机械设备和钢铁**。

**表1：参考 2015 年 12 月-2016 年 3 月风格切换初期的板块轮动逻辑，本轮切换中接下来周期行业内部轮动有望转向化工，建筑材料，机械设备和钢铁**

| 时间区间 | 行业 | 涨跌幅前十总得分 | 涨跌幅前十总次数 | 早周期程度[1]（涨跌幅前十总得分/涨跌幅前十总次数） |
|---|---|---|---|---|
| 2015 年 12 月至 2017 年 10 月 | 房地产 | 64 | 8 | 8.00 |
| | 建筑材料 | 115 | 13 | 8.85 |
| | 化工 | 73 | 8 | 9.13 |
| | 汽车 | 85 | 9 | 9.44 |
| | 银行 | 67 | 7 | 9.57 |
| | 机械设备 | 59 | 6 | 9.83 |
| | 采掘 | 102 | 10 | 10.20 |
| | 建筑装饰 | 75 | 7 | 10.71 |
| | 有色金属 | 132 | 11 | 12.00 |
| | 钢铁 | 145 | 12 | 12.08 |
| | 非银金融 | 153 | 12 | 12.75 |
| | 工程机械 | 109 | 8 | 13.63 |
| 2015 年 12 月至 2016 年 3 月 | 化工 | 11 | 4 | 2.75 |
| | 非银金融 | 12 | 4 | 3.00 |
| | 房地产 | 13 | 4 | 3.25 |
| | 汽车 | 14 | 4 | 3.50 |
| | 建筑材料 | 14 | 3 | 4.67 |
| 2020 年 6 月 18 日至 2020 年 7 月 17 日 | 非银金融 | 59 | 10 | 5.90 |
| | 电气设备 | 53 | 8 | 6.63 |
| | 房地产 | 47 | 6 | 7.83 |
| | 银行 | 61 | 7 | 8.71 |
| | 汽车 | 66 | 7 | 9.43 |
| | 有色金属 | 61 | 6 | 10.17 |
| | 采掘 | 61 | 6 | 10.17 |
| | 工程机械 | 75 | 7 | 10.71 |
| | 建筑装饰 | 72 | 6 | 12.00 |
| | 建筑材料 | 104 | 8 | 13.00 |

数据来源：Wind、开源证券研究所。注：2015-2017 年的计算区间为月度，而 2020 年由于当下切换时间不到一个月，所以以日度数据作为计算区间。

## 4、 已是周期烂漫时

我们并不否认我国经济结构转型的趋势，但以科技+消费为代表的未来和现在之间，还隔着贴现率和不确定性，当宏观经济环境出现较大的变化之后，我们需要看到

[1] 早周期程度测算思路：我们首先统计目标区间内的申万行业涨跌幅，然后按时间顺序依次对每期进入涨跌幅前十的行业赋予分值，时间越早，分值越小。举例来说，2015 年 9 月涨跌幅前十的行业我们赋予最低的分值 1，10 月赋予分值 2，以此类推。在完成打分后，我们计算各行业在整个时间段的总得分。行业分值小有两个原因，一是进入涨跌幅前十的时间集中在目标区间前段；二是进入涨跌幅前十的次数较少。早周期程度的最终判断依据定义为涨跌幅前十总得分/涨跌幅前十总次数，即涨跌幅前十总得分越小，涨跌幅前十次数越低，最终的分值也就越低，早周期程度越高（仅对进入涨跌幅前十次数达 5 次以上的行业进行统计）。

的是**在经济复苏持续“证真”和利率中枢持续上移的组合下，顺周期价值板块在盈利和估值的相对优势**；我们也理解市场在风格切换过程中出现的“纠结”和“彷徨”，其实这种风格的反复也在历次风格大切换中均出现过，**但历次反复之后都迎来了价值全面占优的弹性区间**。站在当前，无论是基本面信号还是资产价格的表现，都显示风格切换已经演绎到右侧，但也仅仅只是刚刚开始，所以投资者应该正视周期的力量，抓紧机会布局，以免错失丰厚的回报。

已是周期烂漫时，顺周期已经归来。我们的推荐顺序为：第一，受益于投资确定性快速复苏、当前估值仍较低的：**化工、建材、工程机械、建筑、有色金属、煤炭、钢铁**；第二，估值仍存在修复空间的：**房地产、非银**；第三，顺周期消费：**家电、汽车**。

## 5、 风险提示

中美摩擦、海外疫情超预期恶化；国内经济下行超预期

## 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。

**开源证券股份有限公司**

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层

邮编：710065

电话：029-88365835

传真：029-88365835