

策略週報

弱刺激下的強週期

市場信用風險暴露對於 A 股影響可控，關注弱刺激下的強週期行情。

- **市場信用風險暴露，對 A 股市場影響可控。**近期一些地方國資企業債券出現實質性違約，引發信用債市場波動加大。不同於以往，經濟下行階段信用風險暴露，這次信用風險出現在復蘇階段。背後的原因可能與新冠疫情的衝擊延遲效應有關；當然也有地方經營性國資風控能力欠佳的原因。一般而言，在經濟擴張階段，因為廣泛企業資產負債表修復，信用風險可控，信用利差難以走闊，離散點狀信用風險向網路擴散概率較低。我們看到隨著監管和政府的介入，信用市場已經得到一定的緩釋。從資料觀察看，新冠疫情衝擊後，信用利差隨著經濟的復蘇整體呈現收窄的態勢。因此，後續隨著經濟繼續擴張，利差收窄方向較為確定。信用市場的波動對 A 股市場的衝擊相對可控，更多通過風險偏好的衝擊對估值造成短期脈衝擾動。隨著風險的緩釋，局部的影響也會回歸常態，一些困境反轉的公司值得市場去挖掘。
- **弱刺激下的強週期。**四季度以來，市場整體仍在為走出僵局蓄勢，風格上卻出現了一定的變化。以週期為代表的低估值板塊受到資金青睞。背後的原因是支撐市場指數上漲的動力正從估值向盈利過渡。上周公佈的 10 月份金融資料進一步確認了信貸週期的拐點，前期流動性溢價比較充分的行業，比如科技成長公司近期都出現了比較大的回檔。本輪庫存週期上行中的行業輪動，基本面趨勢非常強勁，強勢行業的動量效應很足。相比於金融危機時期，新冠疫情衝擊後，國內宏觀刺激應該說是有節制的，但正是這種弱刺激不會帶來整個週期行業的井噴，產能的擴張，反而會加強行業龍頭公司的規模優勢。來自外部衝擊的波動下降會熨平週期的劇烈波動，使週期行業盈利更加持久，賺錢效應也得到根本改觀。在全球復蘇的大背景下，需求側的回暖，為盈利上行帶來了可持續的動力。我們應該對週期行業做傳統企業大型化以及中堅企業多樣化的區分：前者參與全球競爭，估值體系應做國際對標；後者具備成長屬性，估值中樞應與成長股看齊。前者典型的代表行業是化工裡面的萬華化學、機械行業中的三一重工；後者則是一些工業小金屬鋰、鈷、鎳等。
- **拜登交易延續。**美國大選的不確定即將落地，新冠疫苗也朝著有利於控制疫情的方向發展。全球經濟復蘇的確定性加強對於股市的盈利彈性和風險偏好提升提供動力。全球市場很大可能會在美國新政府上臺的蜜月過渡階段選擇向上突破。對於 A 股而言，經濟復蘇的主線會被進一步強化，當週期行業的盈利可持續性被進一步挖掘後，資金會填平低估值的窪地。對於金融行業而言，同樣如此。我們拭目以待。
- **風險提示：逆週期政策不及預期，疫情發展超預期惡化。**

觀點回顧

——20200706《順勢而為》：走出疫情衝擊，下半年 A 股市場主線歸來，關注科技主線機會。下半年市場將大概率處於盈利弱復蘇與流動性寬鬆延續的宏觀環境之中，對於權益資產相對友好。配置上順勢而為，把握科技景氣度。

——20200718《上行趨勢不改，回歸盈利主線》：經濟超預期改善，市場上行趨勢不改，重回盈利主線。宏觀環境尚處於復蘇早期，監管降溫市場重新回歸理性。市場重回盈利主線。

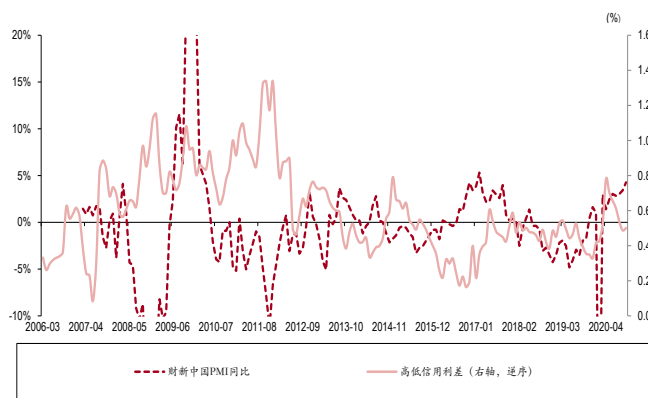
——20200903《靜候趨勢歸來》：海外風險衝擊尚存，盈利上行趨勢不改。A 股盈利底部復蘇，中小創修復程度顯著，海外流動性寬鬆預期鬆動，外資短期加速淨流出，市場風險偏好面臨波動，配置上以盈利為錨。

經濟擴張階段，信用利差難以走闊

市場信用風險暴露，對 A 股市場影響可控。近期一些地方國資企業債券出現實質性違約，引發信用債市場波動加大。不同於以往，經濟下行階段信用風險暴露，這次信用風險出現在復蘇階段。背後的原因可能與新冠疫情的衝擊延遲效應有關；當然也有地方經營性國資風控能力欠佳的原因。一般而言，在經濟擴張階段，因為廣泛企業資產負債表修復，信用風險可控，信用利差難以走闊，離散點狀信用風險向網路擴散概率較低。我們看到隨著監管和政府的介入，信用市場已經得到一定的緩解。從資料觀察看，新冠疫情衝擊後，信用利差隨著經濟的復蘇整體呈現收窄的態勢。因此，後續隨著經濟繼續擴張，利差收窄方向較為確定。

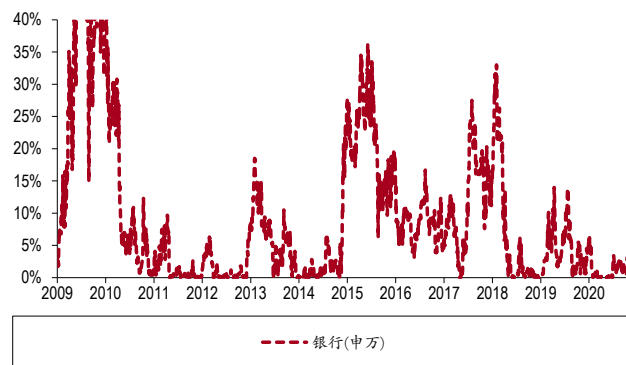
信用市場的波動對 A 股市場的衝擊相對可控，更多通過風險偏好的衝擊對估值造成短期脈衝擾動。隨著風險的緩解，局部的影響也會回歸常態。一直以來，市場將地方國資信用和銀行呆壞賬聯繫在一起。因此這次信用風險暴露，對 A 股市場衝擊較大的是銀行板塊。新冠疫情期間銀行低成本的授信，引發後續市場對銀行壞賬率上升的擔憂增加，這也是一直以來壓制銀行估值的重要因素。我們認為應該以不破不立，風險落地的角度看待信用債市場和銀行板塊的配置機會。在信用利差收窄的大方向下，市場的信用風險可控，一些困境反轉的公司值得市場去挖掘。

圖表 1. 信用利差與經濟復蘇



資料來源：萬得，中銀證券

圖表 2. 銀行板塊的估值水準（2009 年起估值分位）



資料來源：萬得，中銀證券

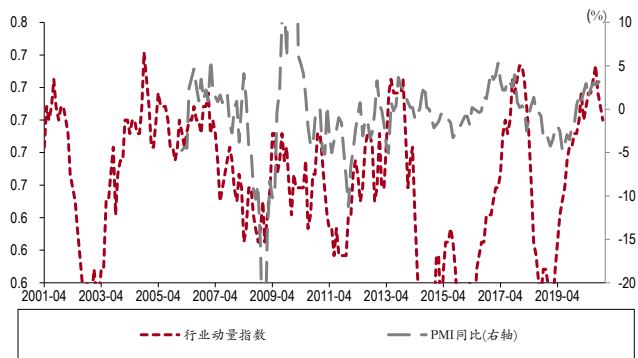
弱刺激下的強週期

四季度以來，市場整體仍在為走出僵局蓄勢，風格上卻出現了一定的變化。以週期為代表的低估值板塊受到資金青睞。背後的原因是支撐市場指數上漲的動力正從估值向盈利過渡。上周公佈的 10 月份金融資料進一步確認了信貸週期的拐點，前期流動性溢價比較充分的行業，比如科技成長公司近期都出現了比較大的回檔。

投資者可能注意到本輪庫存週期上行中的行業輪動，基本面趨勢非常強勁，強勢行業的動量效應很足。一旦市場認可該行業的基本面反轉，估值修復到估值擴張一氣呵成。無論是此前的通訊、電子，還是今年下半年以來的電新、汽車都延續了這種模式。我們觀察到近期上游材料，有色行業有啟動的跡象，但也注意到龍頭公司的表現與過往科技、可選消費強勢個股相比有所欠缺。市場主要擔心國內弱刺激下週期行業持續性差，聯想到過往的持股體驗，一部分投資者寧願追逐二線的白酒公司，也不願在週期低估值反轉上押注。我們非常理解這一行動背後的邏輯，但在“四萬億”刺激之後，週期股上行的邏輯正從需求側讓渡到供給側，資本開支的持續下行帶來更合理的市場結構，帶來行業龍頭高於平均的盈利水準。距離我們最近的週期行情是 2016 年的供給側結構改革，黑色系煤炭、鋼鐵行業景氣底部反轉，化工、水泥建材行業也湧現出龍頭溢價的現象。供需結構改善，企業大型化正在傳統週期行業形成趨勢。

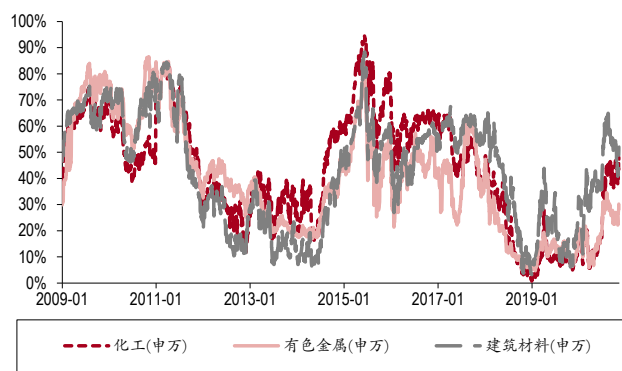
相比于金融危機時期，新冠疫情衝擊後，國內宏觀刺激應該說是有節制的，但正是這種弱刺激不會帶來整個週期行業的井噴，產能的擴張，反而會加強行業龍頭公司的規模優勢。來自外部衝擊的波動下降會熨平週期的劇烈波動，使週期行業盈利更加持久，賺錢效應也得到根本改觀。在全球復蘇的大背景下，需求側的回暖，為盈利上行帶來了可持續的動力。我們應該對週期行業做傳統企業大型化以及中堅企業多樣化的區分：前者參與全球競爭，估值體系應做國際對標；後者具備成長屬性，估值中樞應與成長股看齊。前者典型的代表行業是化工裡面的萬華化學、機械行業中的三一重工；後者則是一些工業小金屬鋰、鈷、鎳等。

圖表 3. 行業動量效應



資料來源：萬得，中銀證券

圖表 4. 週期行業的估值水準（2009 年起估值分位）



資料來源：萬得，中銀證券

拜登交易延續

美國大選的不確定即將落地，新冠疫苗也朝著有利於控制疫情的方向發展。全球經濟復蘇的確定性加強對於股市的盈利彈性和風險偏好提升提供動力。全球市場很大可能會在美國新政府上臺的蜜月過渡階段選擇向上突破。對於 A 股而言，經濟復蘇的主線會被進一步強化，當週期行業的盈利可持續性被進一步挖掘後，資金會填平低估值的窪地。對於金融行業而言，同樣如此。我們拭目以待。

風險提示

逆週期政策不及預期，疫情發展超預期惡化。

披露聲明

本報告準確表述了證券分析師的個人觀點。該證券分析師聲明，本人未在公司內、外部機構兼任有損本人獨立性與客觀性的其他職務，沒有擔任本報告評論的上市公司的董事、監事或高級管理人員；也不擁有與該上市公司有關的任何財務權益；本報告評論的上市公司或其它協力廠商都沒有或沒有承諾向本人提供與本報告有關的任何補償或其它利益。

中銀國際證券股份有限公司同時聲明，將通過公司網站披露本公司授權公眾媒體及其他機構轉載或者轉發證券研究報告有關情況。如有投資者于未經授權的公眾媒體看到或從其他機構獲得本研究報告的，請慎重使用所獲得的研究報告，以防止被誤導，中銀國際證券股份有限公司不對其報告理解和使用承擔任何責任。

評級體系說明

以報告發佈日後公司股價/行業指數漲跌幅相對同期相關市場指數的漲跌幅的表現為基準：

公司投資評級：

- 買入：預計該公司股價在未來 6 個月內超越基準指數 20% 以上；
- 增持：預計該公司股價在未來 6 個月內超越基準指數 10%-20%；
- 中性：預計該公司股價在未來 6 個月內相對基準指數變動幅度在 -10%-10% 之間；
- 減持：預計該公司股價在未來 6 個月內相對基準指數跌幅在 10% 以上；
- 未有評級：因無法獲取必要的資料或者其他原因，未能給出明確的投資評級。

行業投資評級：

- 強於大市：預計該行業指數在未來 6 個月內表現強於基準指數；
- 中性：預計該行業指數在未來 6 個月內表現基本與基準指數持平；
- 弱於大市：預計該行業指數在未來 6 個月內表現弱於基準指數。
- 未有評級：因無法獲取必要的資料或者其他原因，未能給出明確的投資評級。

滬深市場基準指數為滬深 300 指數；新三板市場基準指數為三板成指或三板做市指數；香港市場基準指數為恒生指數或恒生中國企業指數；美股市場基準指數為納斯達克綜合指數或標普 500 指數。

風險提示及免責聲明

本報告由中銀國際證券股份有限公司證券分析師撰寫並向特定客戶發佈。

本報告發佈的特定客戶包括：1) 基金、保險、QFII、QDII 等能夠充分理解證券研究報告，具備專業資訊處理能力的中銀國際證券股份有限公司的機構客戶；2) 中銀國際證券股份有限公司的證券投資顧問服務團隊，其可參考使用本報告。中銀國際證券股份有限公司的證券投資顧問服務團隊可能以本報告為基礎，整合形成證券投資顧問服務建議或產品，提供給接受其證券投資顧問服務的客戶。

中銀國際證券股份有限公司不以任何方式或管道向除上述特定客戶外的公司個人客戶提供本報告。中銀國際證券股份有限公司的個人客戶從任何外部管道獲得本報告的，亦不應直接依據所獲得的研究報告作出投資決策；需充分諮詢證券投資顧問意見，獨立作出投資決策。中銀國際證券股份有限公司不承擔由此產生的任何責任及損失等。

本報告內含保密資訊，僅供收件人使用。閣下作為收件人，不得出於任何目的直接或間接複製、派發或轉發此報告全部或部分內容予任何其他人士，或將此報告全部或部分內容發表。如發現本研究報告被私自刊載或轉發的，中銀國際證券股份有限公司將及時採取維權措施，追究有關媒體或者機構的責任。所有本報告內使用的商標、服務標記及標記均為中銀國際證券股份有限公司或其附屬及關聯公司（統稱“中銀國際集團”）的商標、服務標記、註冊商標或註冊服務標記。

本報告及其所載的任何資訊、材料或內容只提供給閣下作參考之用，並未考慮到任何特別的投資目的、財務狀況或特殊需要，不能成為或被視為出售或購買或認購證券或其它金融票據的要約或邀請，亦不構成任何合約或承諾的基礎。中銀國際證券股份有限公司不能確保本報告中提及的投資產品適合任何特定投資者。本報告的內容不構成對任何人的投資建議，閣下不會因為收到本報告而成為中銀國際集團的客戶。閣下收到或閱讀本報告須在承諾購買任何報告中所指之投資產品之前，就該投資產品的適合性，包括閣下的特殊投資目的、財務狀況及其特別需要尋求閣下相關投資顧問的意見。

儘管本報告所載資料的來源及觀點都是中銀國際證券股份有限公司及其證券分析師從相信可靠的來源取得或達到，但撰寫本報告的證券分析師或中銀國際集團的任何成員及其董事、高管、員工或其他任何個人（包括其關聯方）都不能保證它們的準確性或完整性。除非法律或規則規定必須承擔的責任外，中銀國際集團任何成員不對使用本報告的材料而引致的損失負任何責任。本報告對其中所包含的或討論的資訊或意見的準確性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的聲明或保證。閣下不應單純依靠本報告而取代個人的獨立判斷。本報告僅反映證券分析師在撰寫本報告時的設想、見解及分析方法。中銀國際集團成員可發佈其它與本報告所載資料不一致及有不同結論的報告，亦有可能採取與本報告觀點不同的投資策略。為免生疑問，本報告所載的觀點並不代表中銀國際集團成員的立場。

本報告可能附載其它網站的位址或超級連結。對於本報告可能涉及到中銀國際集團本身網站以外的資料，中銀國際集團未有參閱有關網站，也不對它們的內容負責。提供這些位址或超級連結（包括連接到中銀國際集團網站的位址及超級連結）的目的，純粹為了閣下的方便及參考，連結網站的內容不構成本報告的任何部份。閣下須承擔瀏覽這些網站的風險。

本報告所載的資料、意見及推測僅基於現狀，不構成任何保證，可隨時更改，毋須提前通知。本報告不構成投資、法律、會計或稅務建議或保證任何投資或策略適用於閣下個別情況。本報告不能作為閣下私人投資的建議。

過往的表現不能被視作將來表現的指示或保證，也不能代表或對將來表現做出任何明示或暗示的保障。本報告所載的資料、意見及預測只是反映證券分析師在本報告所載日期的判斷，可隨時更改。本報告中涉及證券或金融工具的價格、價值及收入可能出現上升或下跌。

部分投資可能不會輕易變現，可能在出售或變現投資時存在難度。同樣，閣下獲得有關投資的價值或風險的可靠資訊也存在困難。本報告中包含或涉及的投資及服務可能未必適合閣下。如上所述，閣下須在做出任何投資決策之前，包括買賣本報告涉及的任何證券，尋求閣下相關投資顧問的意見。

中銀國際證券股份有限公司及其附屬及關聯公司版權所有。保留一切權利。

中銀國際證券股份有限公司

中國上海浦東
銀城中路 200 號
中銀大廈 39 樓
郵編 200121
電話: (8621) 6860 4866
傳真: (8621) 5888 3554

相關關聯機構：

中銀國際研究有限公司

香港花園道一號
中銀大廈二十樓
電話: (852) 3988 6333
致電香港免費電話:
中國網通 10 省市客戶請撥打：10800 8521065
中國電信 21 省市客戶請撥打：10800 1521065
新加坡客戶請撥打：800 852 3392
傳真: (852) 2147 9513

中銀國際證券有限公司

香港花園道一號
中銀大廈二十樓
電話: (852) 3988 6333
傳真: (852) 2147 9513

中銀國際控股有限公司北京代表處

中國北京市西城區
西單北大街 110 號 8 層
郵編: 100032
電話: (8610) 8326 2000
傳真: (8610) 8326 2291

中銀國際(英國)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
電話: (4420) 3651 8888
傳真: (4420) 3651 8877

中銀國際(美國)有限公司

美國紐約市美國大道 1045 號
7 Bryant Park 15 樓
NY 10018
電話: (1) 212 259 0888
傳真: (1) 212 259 0889

中銀國際(新加坡)有限公司

註冊編號 199303046Z
新加坡百得利路四號
中國銀行大廈四樓(049908)
電話: (65) 6692 6829 / 6534 5587
傳真: (65) 6534 3996 / 6532 3371