

策略週報

淡化短期波動，把握週期趨勢

海外疫情難改復蘇進程，順週期板塊仍處上行趨勢之中。

- **疫情反復增加不確定性，難以改變基本面復蘇趨勢。**近日，海外疫情的反復引發全球市場對於疫情再次爆發的擔憂加劇。受此影響，22日亞太及歐股均出現不同程度大跌。我們認為，疫情反復只會影響全球經濟復蘇的節奏而並不會改變復蘇趨勢：一是在於經歷了今年Q2的首度大規模爆發，疫情對於經濟的衝擊力下降，同時伴隨著年內各國充裕貨幣及財政政策，充裕的流動性環境使得疫情對於金融市場衝擊效應大幅降低；二是不同於今年Q2，隨著當前疫苗進程的不斷推進，疫情對於經濟的影響也必將逐步消退。因此，中期來看全球需求復蘇的趨勢並未發生根本性改變。
- **不僅如此，全球疫情的反復也會強化全球再循環體系下國內生產對於海外需求的承接。**正如我們在年度策略裡面提到的，新冠疫情是全球共生模式修復、經濟再平衡的重要催化因素。當前歐美生產修復慢於需求，國內需求修復慢於生產，海外疫情的反復將會延長這一供需裂口出現的時間，從而短期內強化國內生產的替代效應。中期來看，我們認為中國製造的優勢仍將成為海外生產的重要補充，全球需求擴張階段，海外生產恢復帶來的份額回流效應有限。因此國內生產對於海外需求的承接有望得到進一步強化。
- **歲末流動性環境超預期寬鬆。**12月以來，央行對於資金面呵護意圖明顯，15日9500億MLF的投放數量更是大幅超出市場預期，本月6000億到期數量，實際淨投放3500億，這一操作不僅直接為銀行補充了負債端，更是徹底扭轉了貨幣收緊的預期。12月至今，DR007利率均值為1.91%，為6月以來新低，市場資金利率中樞出現明顯下移。結合上周經濟工作會議對於明年宏觀政策“不急轉彎”的定調，市場對於流動性收緊的擔憂得到了根本緩解，這也一定程度引發了近期高估值板塊的階段性反彈。
- **短期波動尚存，週期趨勢不改。**資金面的超預期寬鬆及疫情反復帶來短期行情結構波動。進入12月，市場逐步進入業績空窗期，預期影響產生的波動增加。疫情反復影響風險偏好，貨幣政策定調影響流動性預期。疫情反復以及國內外疫苗消息頻出，使得市場對於經濟復蘇預期出現不斷波動，順週期板塊的修復不再像前期堅決。而新能源、新能車、軍工和半導體為代表的週期相關性低的成長板塊帶動創業板指走強。向後看，我們認為科技板塊仍將以分化的結構性行情為主，一是明年信用環境回歸常態，社融增速見頂回落仍為大概率事件，在這樣的環境下，A股整體估值難有大幅系統性提升，而在這樣的環境之中，盈利上行、景氣高增的行業板塊的結構性機會將會凸顯。年度視角下，我們依然堅定看好全球再迴圈背景下，順週期板塊的配置機會。短期來看，疫苗與疫情的預期博弈仍在進行中，近期外盤以震盪為主，風險偏好難言有效回升，短期內維持震盪市判斷。弱美元加持擴張後期行情，強週期板塊仍處於上行趨勢中。
- **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

——20200820《一波三折，新週期下工業品行情推演》：國內需求有望率先回暖，關注新週期開啟帶來的工業品配置機會。本輪週期或與 1975-1978 年庫存週期最為相似。需求回暖，工業品價格主升階段開啟。

——20201115《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。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。

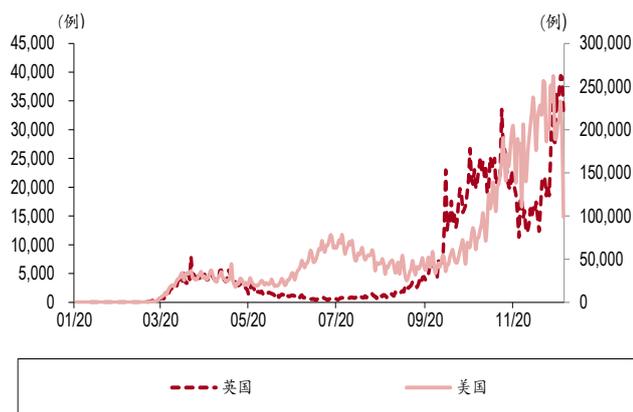
——20201129《迴圈牛大週期》：商品資本雙迴圈，A 股有望迎來迴圈牛，擁抱大週期行情。全球共生模式重啟，中國雙迴圈迎接虛擬經濟繁榮。週期盈利驅動和海外資本流入有望帶領 A 股進入技術性牛市。

——20201213《把握第三輪美元貶值趨勢的投資機會》：結合三週期嵌套定位，美元已進入第三輪貶值週期，弱美元環境下，大宗商品、股市風險資產有望迎來新一輪配置機會。長波衰退至蕭條階段，全球技術進入衰竭視窗，中週期“雙赤字”債務壓力疊加全球經濟的疫後重啟美元或將進入趨勢性貶值階段。

疫情反復難改經濟復蘇趨勢

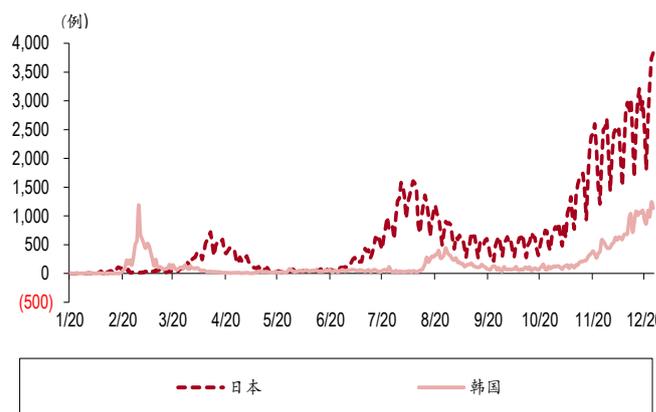
疫情反復增加不確定性，難以改變復蘇趨勢。近日，英國政府確認了變異毒株的出現，同時日、韓、英等多地出現新增確診病例的大幅增加，進而引發全球市場對於疫情再次爆發的擔憂加劇。受此影響，市場短期盈利復蘇預期受阻，22日亞太及歐股均出現不同程度大跌。我們認為，疫情反復只會影響全球經濟復蘇的節奏而並不會改變復蘇趨勢：一是在於經歷了今年Q2的首度大規模爆發，疫情對於經濟的衝擊力下降，同時伴隨著年內各國充裕貨幣及財政政策，充裕的流動性環境使得疫情對於金融市場衝擊效應大幅降低；二是不同於今年Q2，隨著當前疫苗進程的不斷推進，疫情對於經濟的影響也必將逐步消退。因此，中期來看全球需求復蘇的趨勢並未發生根本性改變。

圖表 1. 美英新增病例情況



資料來源：萬得，中銀證券

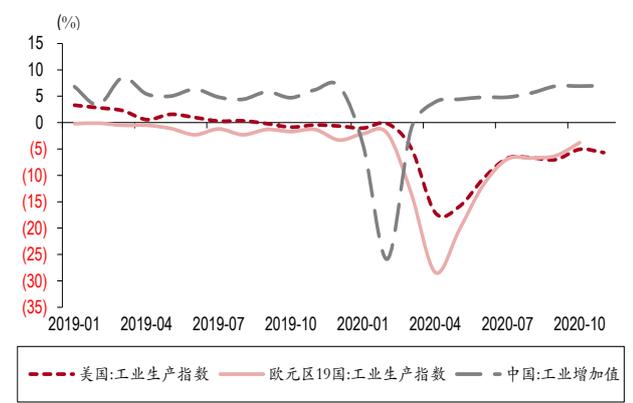
圖表 2. 日韓新增病例情況



資料來源：萬得，中銀證券

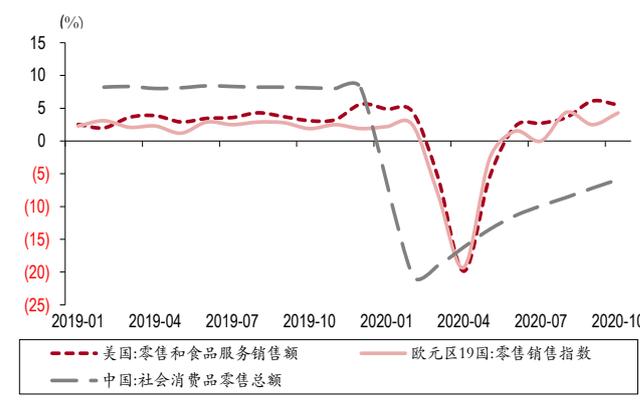
不僅如此，全球疫情的反復也會強化全球再循環體系下國內生產對於海外需求的承接。正如我們在年度策略裡面提到的，新冠疫情是全球共生模式修復、經濟再平衡的重要催化因素。當前歐美生產修復慢於需求，國內需求修復慢於生產，海外疫情的反復將會延長這一供需裂口出現的時間，從而短期內強化國內生產的替代效應。中期來看，我們認為中國製造的優勢仍將成為海外生產的重要補充，全球需求擴張階段，海外生產恢復帶來的份額回流效應有限。因此國內生產對於海外需求的承接有望得到進一步強化。

圖表 3. 美歐生產修復慢於國內



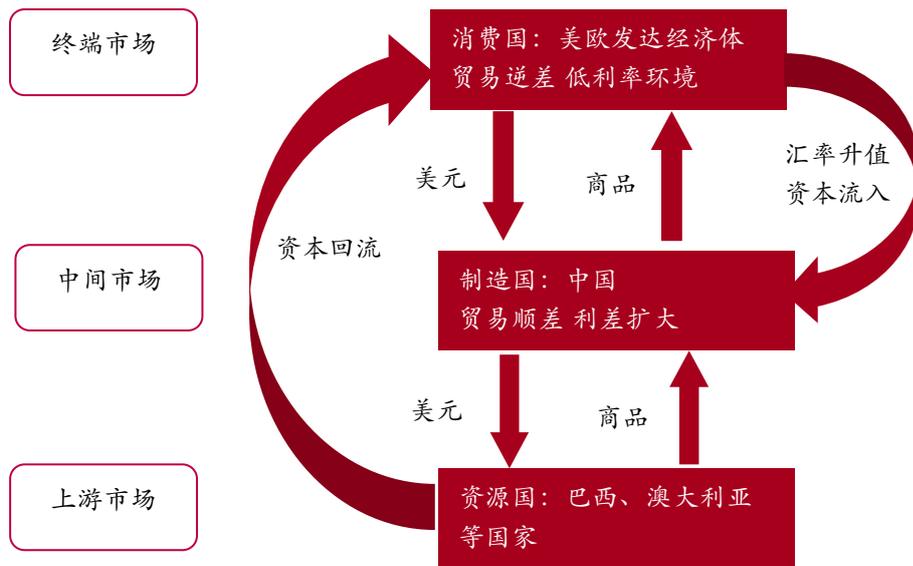
資料來源：萬得，中銀證券

圖表 4. 國內需求修復慢於海外



資料來源：萬得，中銀證券

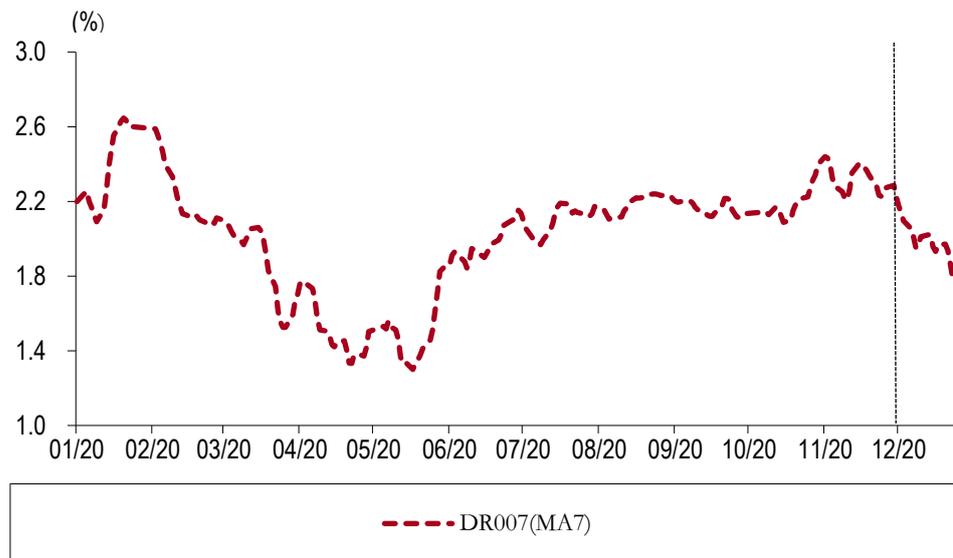
圖表 5. 全球共生模式與中國雙迴圈框架



資料來源：中銀證券

歲末流動性環境超預期寬鬆。12月以來，央行對於資金面呵護意圖明顯，15日 9500 億 MLF 的投放數量更是大幅超出市場預期，本月 6000 億到期數量，實際淨投放 3500 億，這一操作不僅直接為銀行補充了負債端，更是徹底扭轉了貨幣收緊的預期。12月至今，DR007 利率均值為 1.91%，為 6 月以來新低，市場資金利率中樞出現明顯下移。結合上周經濟工作會議對於明年宏觀政策“不急轉彎”的定調，市場對於流動性收緊的擔憂得到了根本緩解，這也一定程度引發了近期高估值板塊的階段性反彈。

圖表 6. 12 月以來市場資金利率中樞出現下行



資料來源：萬得，中銀證券

短期波動尚存，週期趨勢不改

資金面的超預期寬鬆及疫情反復帶來短期行情結構波動。進入 12 月，市場逐步進入業績空窗期，預期影響產生的波動增加。疫情反復影響風險偏好，貨幣政策定調影響流動性預期。近期超預期寬鬆的流動性環境對高估值板塊的表現也起到了一定程度的推動作用。儘管我們對明年流動性退出節奏的判斷一直是偏溫和的，但部分投資者還是有擔憂，而中央經濟工作會議做出的“不急轉彎”表述以及近期央行對於資金面的呵護態度也極大緩解了這層焦慮。其次，疫情反復以及國內外疫苗消息頻出，使得市場對於經濟復蘇預期出現不斷波動，順週期板塊的修復不再像前期堅決。而新能源、新能車、軍工和半導體為代表的週期相關性低的成長板塊帶動創業板指走強。向後看，我們認為科技板塊仍將以分化的結構性行情為主，一是明年信用環境回歸常態，社融增速見頂回落仍為大概率事件，在這樣的環境下，A 股整體估值難有大幅系統性提升，而在這樣的環境之中，盈利上行、景氣高增的行業板塊的結構性機會將會凸顯。年度視角下，我們依然堅定看好全球再迴圈背景下，順週期板塊的配置機會。短期來看，疫苗與疫情的預期博弈仍在進行中，近期外盤以震盪為主，風險偏好難言有效回升，短期內維持震盪市判斷。

弱美元加持擴張後期行情，強週期板塊仍處於上行趨勢中。毋庸多言，大宗商品超級週期會帶來 A 股強週期更大的股價上行彈性。對於 A 股強週期的定義主要是上游能源、材料行業，包括有色、採掘、鋼鐵、石油石化等。這些行業由於其高波動和盈利持續性不佳一直被市場忽視。但不能否認的是在上一輪超級週期上行過程中，上游原材料、能源行業的股價上漲幅度是非常巨大的。當然這裡面有中國處於羅斯托所講的工業化起飛階段紅利的加持。當前中國處於工業化起飛階段後期，產業轉型時期。正如周其仁所言，這需要中國經濟的龐然大物飛行更加穩定，這也給上游強週期行業帶來行業格局優化，企業大型化，參與全球競爭的紅利。如果說上一輪超級週期上行，更多是全行業受益投資率上行的表現；那麼這一輪就表現為行業龍頭業績增速高於行業平均水準，股價的估值溢價得到充分體現的過程。這個過程中由於新能源、新材料的不斷滲透，傳統工業品、能源供需格局也在不斷優化，行業龍頭盈利的週期性減弱，成長性得到加強。按照經驗上，強週期行業輪動的規律，化工、非金屬製品、有色、鋼鐵、煤炭、石油石化等會出現次第回升的過程。

圖表 7. 弱美元週期下大宗超級週期有望開啟



資料來源：萬得，中銀證券

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