

# 策略週報

## 週期行情漸入佳境

業績韌性有望超預期，週期板塊有望迎來增量配置資金。

- **年內一波三折，週期行情漸入佳境。**8月以來，週期股異軍突起，成為市場關注的焦點。這再次印證了我們此前對於年內週期行情一波三折的預判，進入三季度，穩增長預期強化，供需缺口持續，海外流動性緊縮引發高估值板塊調整，週期行情再次進入佳境。
- **不同於17年，本輪週期行情有望吸引更多配置資金。**本輪行情節奏與2017年異曲同工，相同之處在於：1) 兩年市場均處於擴張後期盈利驅動的環境之中，2) 供給側邏輯不斷強化，週期股受益於盈利韌性的延續；3) 經濟擴張到衰退並未一蹴而就，而是經歷了強勢復蘇->動能衰減，預期分化->盈利韌性引發預期修正。而不同之處在於：2017年受益於滬股通元年外資帶來的增量效應，穩定增長的“茅”資產持續獲得增量資金；2021年外資對於市場資金面的影響逐步趨於平穩，而茅指數為代表的外資重倉股當前估值已經達到歷史極值，對於基本面、流動性方面的波動極為敏感，行業政策得波動也加速了資金調整的步伐，為本輪週期股的結構性行情帶來更多的增量資金。
- **供需缺口延續，業績韌性有望超預期。**我們強調8月以來週期行情的邏輯在於供需缺口以及估值性價比，而目前來看這一邏輯仍在演繹過程中。1) 需求端來看，穩增長政策依然有待發力：從最新的社融資料中我們可以看到，政府債券的顯著放量成為8月社融環比改善的重要支撐，雖然相較去年同期的高基數仍有一定差距，但9738億元的政府債券規模已經創下年內新高，穩增長政策已經開始發力。但我們也應看到在嚴控地產的政策基調下，內需整體趨勢依然偏弱，而政府債的發行的放量將有望帶動基建投資逐步升溫，四季度起內需有望迎來邊際企穩。2) 供給端來看，四季度主要資源品仍將存在較大供給約束。2021年主要資源品（粗鋼、原煤）產量增速自一季度冲高後快速回落，以鋼鐵為例，截至當前粗鋼產量同比增加8%，而根據工信部年初“確保2021年全面實現鋼鐵產量同比下降”的目標，未來4個月內鋼鐵企業仍將面臨較大的減產壓力。結合我們對於2017年行情的分析，需求增量不強的環境下，供給約束將成為週期品盈利韌性強有力的支撐，預計明年一季度冬奧會前供給約束不會出現明顯放鬆，主要資源品價格高點仍將維持高位，週期股業績有望體現出較強韌性。
- **市場風格均衡化，週期凸顯估值性價比。**在信用環境走弱的環境下，高估值資產更易受到衝擊，市場風格也將逐步轉向安全邊際更高的資產中去，因此市場風格均衡化行情尚未結束。如果對各行業年初以來各行業漲跌幅進行拆解，就會發現雖然今年以來A股主要行業均體現為盈利上行主導下的業績牛，但週期行業業績的正貢獻遠高於其他行業，也就是說截至當前週期行業的估值泡沫遠低於其他行業，配置安全性更高。因此，週期股行情進行時，行業基本面的邊際回暖疊加當前的估值優勢有望帶來行業超額收益。
- **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

——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。

——20210521《重估大週期》：全球大循環背景下，全球經濟復蘇與再通脹將是 2021 下半年宏觀與市場交易的主旋律，週期股有望迎來估值擴張機會。在全球大循環背景下，中國出口、製造業韌性十足。2021 年下半年全球有望延續共振復蘇態勢。本輪週期，除了總需求擴張外，全球碳中和供給限制為商品上漲的持續性和幅度提供重要助力，週期股估值擴張也因此打開。

——20210703《成長的泡沫行情與週期的價值回歸》：分母端因素走弱引發市場調整，進入 7 月盈利因數將重新主導市場行情。分母端流動性及風險偏好因素成為成長風格泡沫化的重要推手，三季度市場定價因數逐步從前期的盈利穩定性向盈利高增長及確定性傾斜，而基於年內宏觀基本面的分析和預判，盈利因數仍將成為下一階段行情的核心定價因素。

## 週期行情漸入佳境

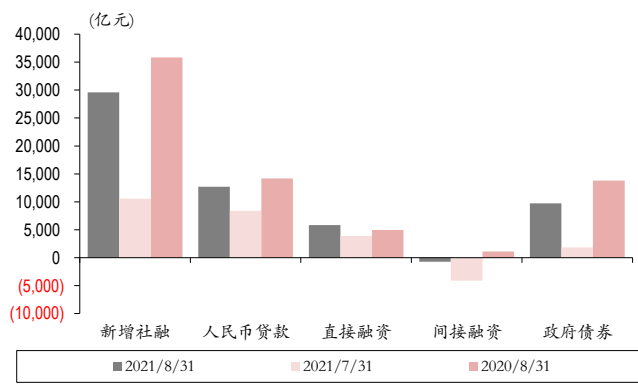
年內一波三折，週期行情漸入佳境。8月以來，週期股異軍突起，成為市場關注的焦點，截至本周收盤，鋼鐵、採掘、有色、化工位居A股行業漲幅前四，年內漲幅均超過了50%。這再次印證了我們此前對於年內週期行情一波三折的預判——一季度經濟高點，盈利流動性雙向驅動下市場迎來春季躁動，二季度，經濟動能初現放緩跡象，週期行情出現鬆動與分化，進入三季度，穩增長預期強化，供需缺口持續，海外流動性緊縮引發高估值板塊調整，週期行情再次進入佳境。

不同於17年，本輪週期行情有望吸引更多配置資金。本輪行情節奏與2017年異曲同工，相同之處在於：1) 兩年市場均處於擴張後期盈利驅動的環境之中，2) 供給側邏輯不斷強化，週期股受益於盈利韌性的延續；3) 經濟擴張到衰退並未一蹴而就，而是經歷了強勢復蘇->動能衰減，預期分化->盈利韌性引發預期修正。而不同之處在於：2017年受益於滬股通元年外資帶來的增量效應，穩定增長的“茅”資產持續獲得增量資金；2021年外資對於市場資金面的影響逐步趨於平穩，而茅指數為代表的外資重倉股當前估值已經達到歷史極值，對於基本面、流動性方面的波動極為敏感，行業政策得波動也加速了資金調整的步伐，為本輪週期股的結構性行情帶來更多的增量資金。

供需缺口延續，週期業績韌性有望超預期。我們強調8月以來週期行情的邏輯在於供需缺口以及估值性價比，而目前來看這一邏輯仍在演繹過程中。1) 需求端來看，穩增長政策依然有待發力：從最新的社融資料中我們可以看到，政府債券的顯著放量成為8月社融環比改善的重要支撐，雖然相較去年同期的低基數仍有一定差距，但9738億元的政府債券規模已經創下年內新高，穩增長政策已經開始發力。但我們也應看到在嚴控地產的政策基調下，內需整體趨勢依然偏弱，而政府債的發行的放量將有望帶動基建投資逐步升溫，四季度起內需有望迎來邊際企穩。2) 供給端來看，四季度主要資源品仍將存在較大供給約束。2021年主要資源品（粗鋼、原煤）產量增速自一季度沖高後快速回落，以鋼鐵為例，截至當前粗鋼產量同比增加8%，而根據工信部年初“確保2021年全面實現鋼鐵產量同比下降”的目標，未來4個月內鋼鐵企業仍將面臨較大的減產壓力。結合我們對於2017年行情的分析，需求增量不強的環境下，供給約束將成為週期品盈利韌性強有力的支撐，預計明年一季度冬奧會前供給約束不會出現明顯放鬆，主要資源品價格高點仍將維持高位，週期股業績有望體現出較強韌性。

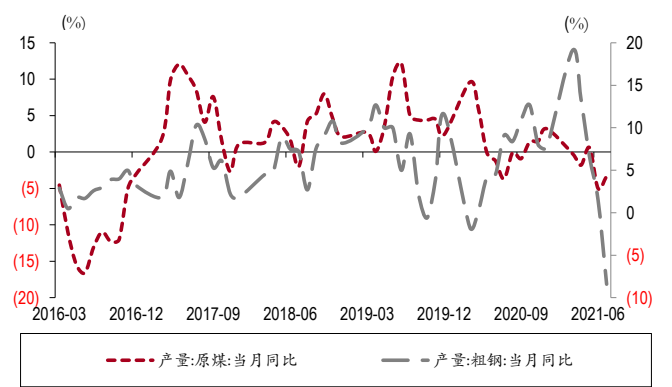
市場風格均衡化，週期凸顯估值性價比。在信用環境走弱的環境下，高估值資產更易受到衝擊，市場風格也將逐步轉向安全邊際更高的資產中去，因此市場風格均衡化行情尚未結束。如果對各行業年初以來各行業漲跌幅進行拆解，就會發現雖然今年以來A股主要行業均體現為盈利上行主導下的業績牛，但週期行業業績的正貢獻遠高於其他行業，也就是說截至當前週期行業的估值泡沫遠低於其他行業，配置安全性更高。因此，週期股行情進行時，行業基本面的邊際回暖疊加當前的估值優勢有望帶來行業超額收益。

圖表 1. 政府債券放量為 8 月社融主要支撐



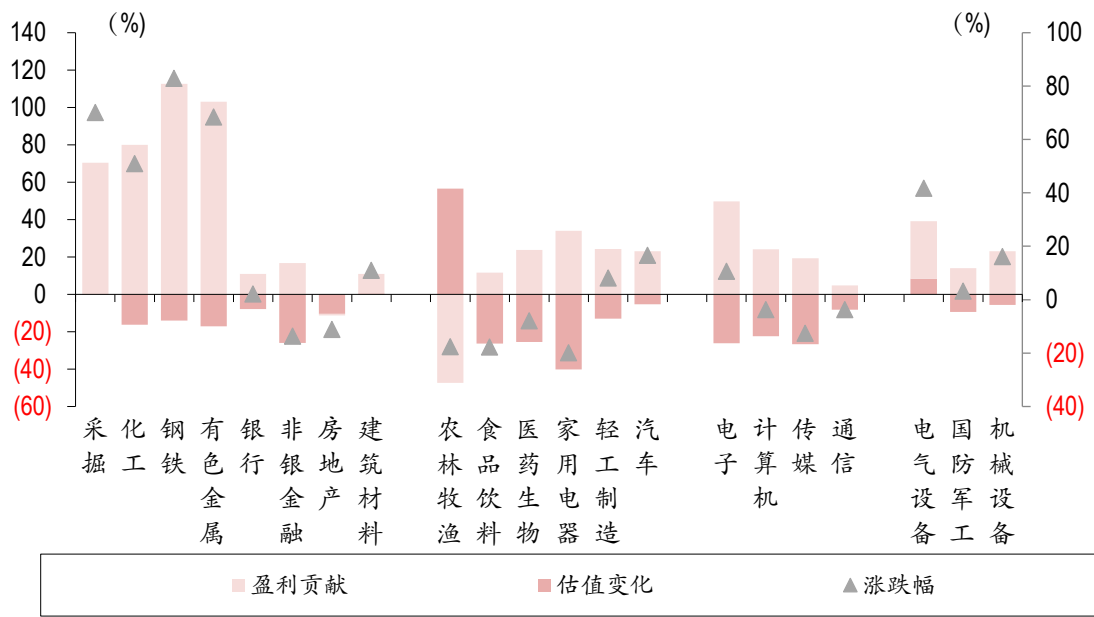
資料來源：萬得，中銀證券

圖表 2. 主要資源品產量情況



資料來源：萬得，中銀證券

圖表 3. 今年以來主要行業盈利估值貢獻



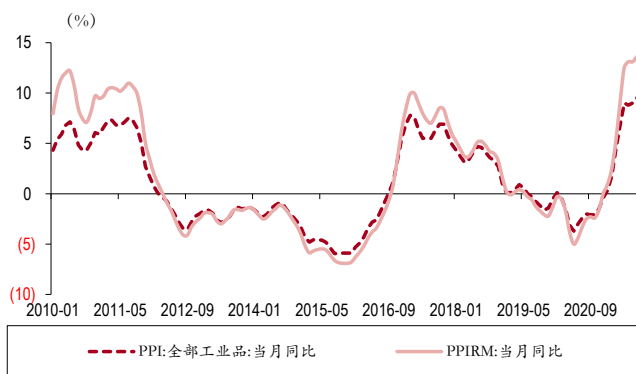
資料來源：萬得，中銀證券

## 重要資訊與資料梳理

### (1) 宏觀基本面及 A 股盈利資料變化

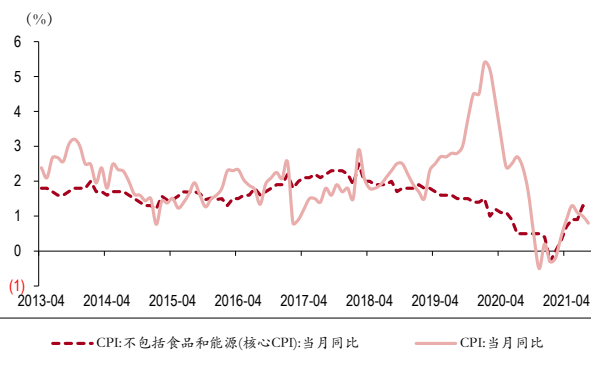
2021年8月居民消費價格同比上漲0.8%，其中食品價格下降4.1%，非食品價格上漲1.9%；消費品價格上漲0.3%，服務價格上漲1.5%。8月全國工業生產者出廠價格同比上漲9.5%，環比上漲0.7%；工業生產者購進價格同比上漲13.6%，環比上漲0.8%。8月社會融資規模增量為2.96萬億元，比上年同期少6295億元。其中，對實體經濟發放的人民幣貸款增加1.27萬億元，同比少增1488億元；政府債券淨融資9738億元，同比少4050億元。

圖表 4. 8月 PPI 加速上行



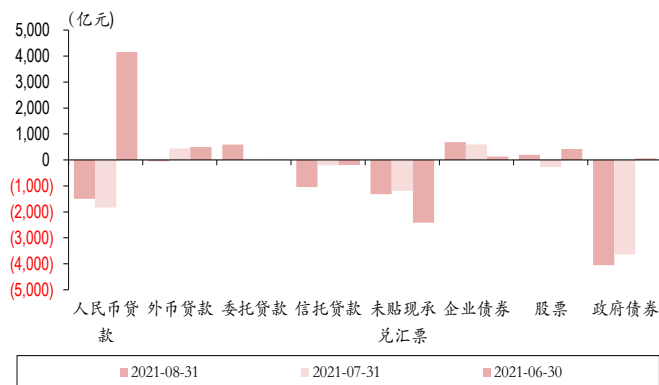
資料來源：萬得，中銀證券

圖表 5. 核心 CPI 持續上行



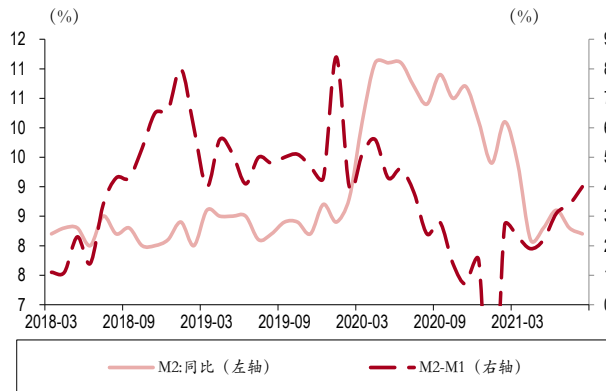
資料來源：萬得，中銀證券

圖表 6. 社融分項數據



資料來源：萬得，中銀證券

圖表 7. M1M2 剪刀差持續擴大



資料來源：萬得，中銀證券

### (2) 流動性跟蹤及市場交易資料

#### 宏觀流動性

本周貨幣市場國債市場利率普遍下行，SHIBOR 隔夜利率上行 17BP 至 2.11%；R001、R007 分別上行 17/9BP。國債市場，一年期國債收益率上行 5BP 至 2.37%，10 年期國債收益率上行 3BP 至 2.87%。期限利差下行 2.2BP 至 0.50%，信用利差下行 2BP 至 0.37%。

圖表 8. 資金價格一覽

分類	項目	資料頻率	本期	上期	變化幅度 bp
一、貨幣市場	SHIBOR 隔夜利率	日	2.11	1.94	16.60
	銀行間質押式回購加權利率:1 天	日	2.14	1.97	16.81
	銀行間質押式回購加權利率:7 天	日	2.21	2.12	8.78
	存款類機構質押式回購加權利率:7 天	日	2.18	2.05	12.83
	同業存單到期收益率(AAA+):1 個月	日	2.36	1.95	40.82
	同業存單到期收益率(AAA+):3 個月	日	2.38	2.31	6.11
	同業存單到期收益率(AAA+):6 個月	日	2.58	2.51	6.60
	加權平均利率:銀行間同業拆借	月	2.08	2.08	(0.56)
	加權平均利率:銀行間質押式回購	月	2.08	2.08	0.68
	二、國債市場	國債到期收益率:1 年	日	2.37	2.31
國債到期收益率:10 年		日	2.87	2.83	3.29
期限利差		日	0.50	0.52	(2.15)
三、信用債市場	企業債到期收益率(AAA):5 年	日	3.41	3.40	1.36
	信用利差:5 年期 AAA 企業債-5 年期國債	日	0.37	0.39	(2.04)
	人民幣理財產品預期收益率:1 個月	周	2.85	0.00	285.00
	人民幣理財產品預期收益率:3 個月	周	2.68	3.25	(57.50)
	人民幣理財產品預期收益率:6 個月	周	2.84	3.12	(28.00)

資料來源:萬得,中銀證券

## 微觀流動性

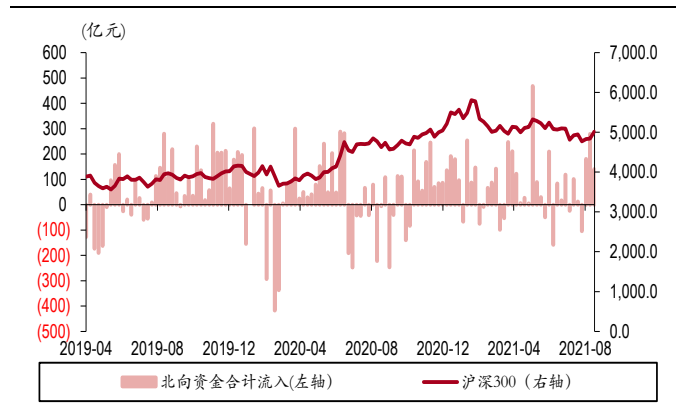
一級市場本周融資規模 49 億, 上周 115 億元; 本周重要股東(產業資本)減持 163 億, 上周為 117 億; 新發行基金(股票+混合)本周發行規模 604 億, 上周為 313 億; 融資餘額方面, 本周為 17396 億, 較上周增加 353 億; 滬深港通方面, 北上本周淨流出 139 億元, 南下本周流入 162 億元。

圖表 9. 股市資金流動

	當期股市淨流入	上期股市淨流入	變動
總計			364
股權融資規模	(49)	(115)	66
重要股東增減持	(163)	(117)	(46)
新發基金	604	313	291
融資餘額	17396	17043	353
陸股通	141	279	(139)
港股通	68	(93)	162
陸股通-港股通	72	373	(300)

資料來源:萬得,中銀證券

圖表 10. 北向資金合計流入

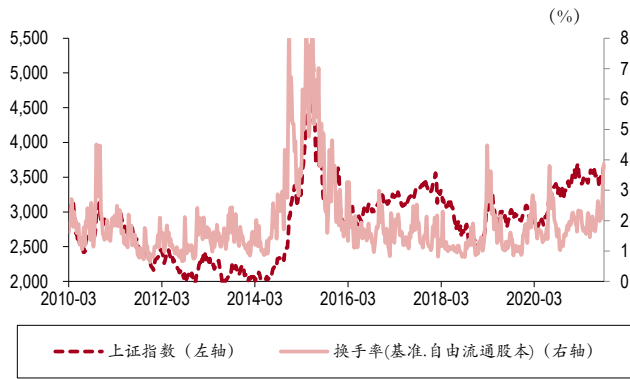


資料來源:萬得,中銀證券

## 交易資料特徵與熱度監控

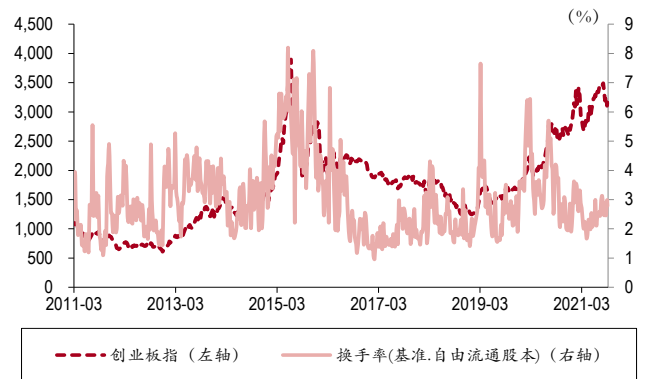
成交額/換手率作為短期市場的情緒指標可以在一定程度上反映出當前的市場情緒和熱度傾向變化。成交額方面, 寬基指數較上周全面下行, 上證 50, 科創 50 較上周下降 20%, 15.6%。換手率方面, 寬基指數整體窄幅波動, 科創 50 減少幅度較大, 環比減少 22%。分行業來看, 本周傳媒、公用事業、交運日均成交額較上周明顯增加, 軍工、家電、機械日均成交額較上周出現一定幅度下降。傳媒、交運、公用事業, 休閒服務換手率較上周明顯增加, 軍工、機械、電新, 家電較上周出現一定幅度下降。

圖表 11. 上證指數換手率水準



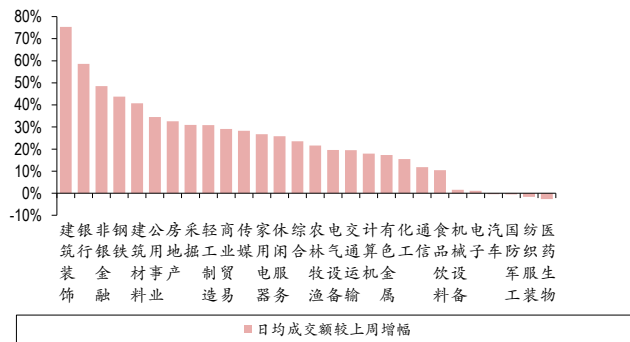
資料來源：萬得，中銀證券

圖表 12. 創業板指換手率水準



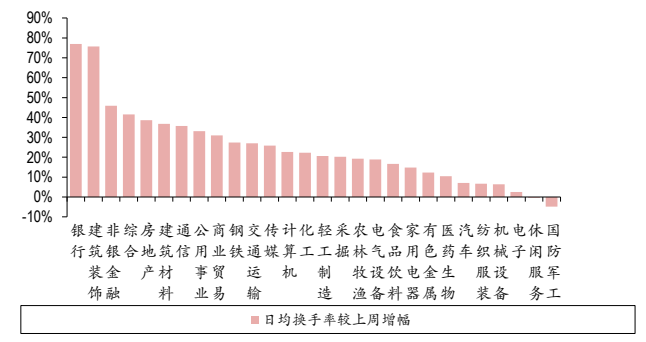
資料來源：萬得，中銀證券

圖表 13. 分行業指數本周日均成交額增幅



資料來源：萬得，中銀證券

圖表 14. 分行業指數本周日均換手率增幅



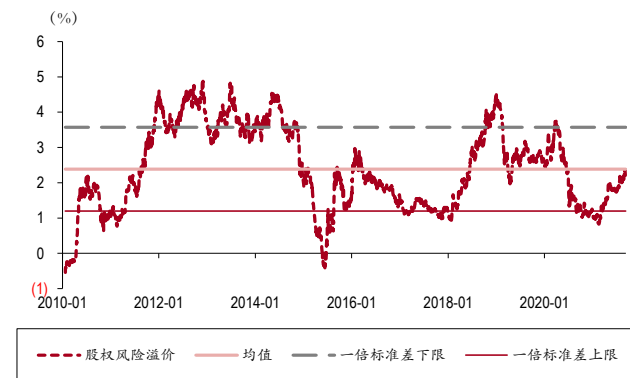
資料來源：萬得，中銀證券

### (3) 估值及風險偏好政策

#### 估值水準

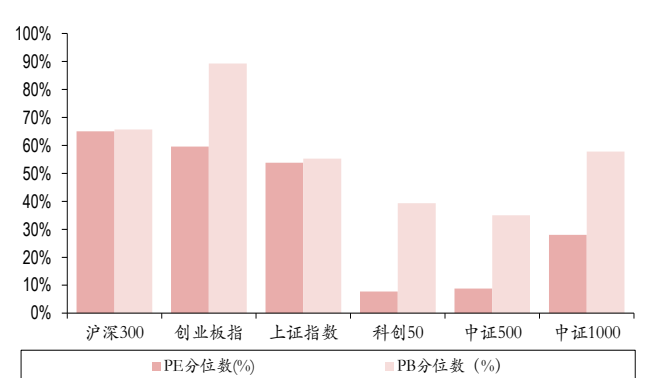
萬得全 A 指數的股權風險溢價水準仍處於 2010 年以來均值水準，股債 ERP 最新歷史分位 49%。M2/ 上市公司總市值水準處於 2010 年以來均值的正一倍標準差。萬得全 A 估值水準仍處於 2010 年以來均值的正一倍標準差，處於歷史 65%分位數。前瞻 PE 回落至均值附近，整體估值水準保持穩健。其他寬基指數的估值分位中，中證 500 和中證 1000PE 估值分位仍處於歷史較低位置，創業板和滬深 300PE 估值水準回落到歷史 60%/65%分位水準，寬基指數的估值在調整後整體向中位數靠近。

圖表 15. 股權風險溢價



資料來源：萬得，中銀證券

圖表 16. 寬基指數估值水準



資料來源：萬得，中銀證券

圖表 17. 萬得全 A 估值水準



資料來源：萬得，中銀證券

圖表 18. 萬得全 A 前瞻估值水準



資料來源：萬得，中銀證券

## 風險偏好政策-重要政策梳理

9月15日週三，中國發佈8月經濟資料；9月14日週二，美國發佈8月CPI資料；9月16日週四美國發佈8月零售資料。

央行副行長潘功勝表示，中國的貨幣政策仍然處於常態化貨幣政策區間，不搞“大水漫灌”。下一步將繼續實施穩健貨幣政策，保持流動性合理充裕，搞好跨週期政策設計，統籌考慮今年和明年貨幣政策的銜接。同時在貨幣政策考慮上以我為主，增強貨幣政策的自主性。

中共中央、國務院印發《橫琴粵澳深度合作區建設總體方案》，方案提出，發展科技研發和高端製造產業。大力發展積體電路、新能源等產業。完善企業所得稅優惠政策，對合作區符合條件的產業企業減按15%稅率徵收企業所得稅。



## 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 6-12 個月內超越基準指數 20%以上；
- 增持：預計該公司股價在未來 6-12 個月內超越基準指數 10%-20%；
- 中性：預計該公司股價在未來 6-12 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 6-12 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 6-12 個月內表現強於基準指數；
- 中性：預計該行業指數在未來 6-12 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 6-12 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