



Research and  
Development Center

# 周期股的卖点在什么时候？

——策略周观点

2021年08月15日

樊继拓

执业编号：S1500521060001

联系电话：13585643916

邮箱：fanjituo@cindasc.com

证券研究报告

策略研究

策略周报

樊继拓 策略首席分析师  
执业编号: S1500521060001  
联系电话: +86 13585643916  
邮箱: fanjitu@cindasc.com

李畅 研究助理  
邮箱: lichang@cindasc.com

信达证券股份有限公司  
CINDA SECURITIES CO., LTD  
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼  
邮编: 100031

## 周期股的卖点在什么时候?

2021年08月15日

**核心结论:** 近期我们多次提示,周期股还有第二波机会。2020年中-2021年2月是这一次周期股的第一波行情,2021年3-6月由于经济下行担心开始出现,周期股产生了很大的分歧,随着产业逻辑(产能和碳中和)和成长性逻辑的继续发展,7月以来,周期股正式进入第二波行情。我们预计第二波周期股行情持续的时间在2个季度左右。

- **(1) 从博弈角度来看: 兑现很充分了。** 如果不考虑任何成长性,也不考虑碳中和或商品超级周期的可能性,周期股的行情已经达到尾声了。因为在估值和基金持仓比例两个维度,周期股都已经回到了2016-2017年的水平。从基金持仓来看,持有采掘、钢铁、化工、有色和建材板块的比例已经由5.2%回升到了10.3%,离2017年Q3的12.12%只有2个百分点的差距。
- 从估值层面来看,化工和有色估值(PB)水平已经超过2016-2017年的水平,采掘和钢铁估值低于2017年的水平,考虑到当下A股整体PB和2017年高点比较接近,单从均值回归的角度,当下周期股的估值是合理的。
- **(2) 但如果考虑到成长性因素(新能源需求+碳中和政策), 还没兑现充分。** 由于这一轮周期本身启动的时候,并没有产能过剩,所以虽然没有经历过较为剧烈的供给侧改革,但是这一次商品涨价的幅度远超过2016-2017年更大。
- 并且这一次不管是全球经济疫情后需求恢复的弹性,还是新能源和碳中和对周期股需求和供给的双重利好,都比2016-2017年更有想象空间,我们认为,周期股在交易层面和估值层面只回到2016-2017年的水平可能是不够的。
- **(3) 从历史上周期股波动规律来看: 2022年上半年是周期股见顶的区域。** 按照我们的经验判断,大宗商品的涨价,一般分三个阶段。第一个阶段是需求刚出现拐点。商品价格开始快速上涨,摆脱亏损区域。此时投资者的主流认识是需求只是超跌反弹,恢复空间不大,对商品价格顶部的预期只是恢复到成本附近。此时货币宽松,股市上涨,商品上涨,经济总需求触底回升。第二阶段是随着价格的上涨,企业利润回升,开始有足够的现金流,闲置产能和建设中的产能快速投产。此时周期股大震荡,商品小震荡,总需求稳定。第三阶段是由于商品价格的连续上涨,通胀压力增大,经济总需求开始小幅回落。供需缺口依然存在,而且已经没有可以快速恢复的产能了,未来新的产能短期内看不到,所以商品价格可能会继续上涨。
- **风险因素:** 房地产市场超预期下行,美股剧烈波动。

## 目 录

一、策略观点：周期股的卖点在什么时候？ .....	4
二、上周市场变化 .....	8
风险因素 .....	11

## 表 目 录

表 1：近期利多利空全梳理 .....	6
表 2：大类风格配置建议 .....	7

## 图 目 录

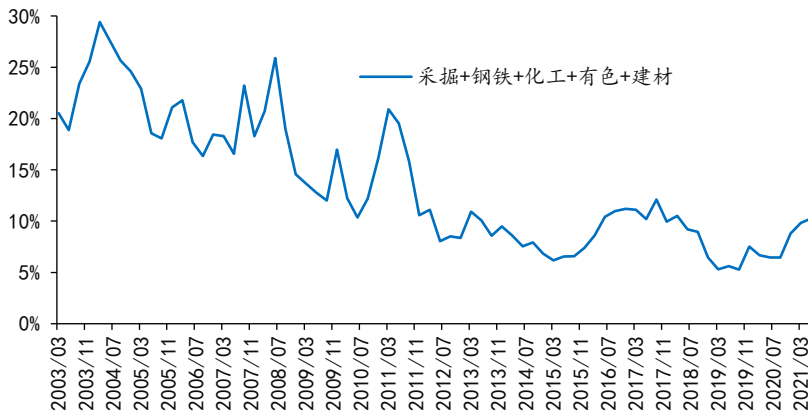
图 1：基金持仓上游周期板块的比例变化（单位：%） .....	4
图 2：周期股的 PB（单位：倍） .....	4
图 3：周期股上涨已经进入第三阶段 .....	5
图 4：周期股两波行情之间大多会出现一次分歧（单位：点数） .....	6
图 5：A 股主要指数周涨跌幅（单位：%） .....	8
图 6：申万一级行业周涨跌幅（单位：%） .....	8
图 7：申万风格指数周/月涨跌幅（单位：%） .....	8
图 8：概念类指数周涨跌幅（单位：%） .....	8
图 9：全球市场重要指数周涨跌幅（单位：%） .....	9
图 10：重要商品指数周涨跌幅（单位：%） .....	9
图 11：2021 年全球大类资产收益率（单位：%） .....	9
图 12：沪股通累计净买入（单位：亿元） .....	9
图 13：融资余额（单位：亿元） .....	9
图 14：新发行基金份额（单位：亿份） .....	10
图 15：基金仓位估算（单位：%） .....	10
图 16：银行间拆借利率和公开市场操作（单位：%） .....	10
图 17：央行公开市场和国库定存净投放（单位：亿元） .....	10
图 18：长期国债利率走势（单位：%） .....	10
图 19：各类债券与同期限债券利差（单位：%） .....	10

## 一、策略观点：周期股的卖点在什么时候？

近期我们多次提示，周期股还有第二波机会。2020年中-2021年2月是这一次周期股的第一波行情，2021年3-6月由于经济下行担心开始出现，周期股产生了很大的分歧，随着产业逻辑（产能和碳中和）和成长性逻辑的继续发展，7月以来，周期股正式进入第二波行情。我们预计第二波周期股行情持续的时间在2个季度左右。

(1) 从博弈角度来看：兑现很充分了。如果不考虑任何成长性，也不考虑碳中和或商品超级周期的可能性，周期股的行情已经达到尾声了。因为在估值和基金持仓比例两个维度，周期股都已经回到了2016-2017年的水平。从基金持仓来看，持有采掘、钢铁、化工、有色和建材板块的比例已经由5.2%回升到了10.3%，离2017年Q3的12.12%只有2个百分点的差距。

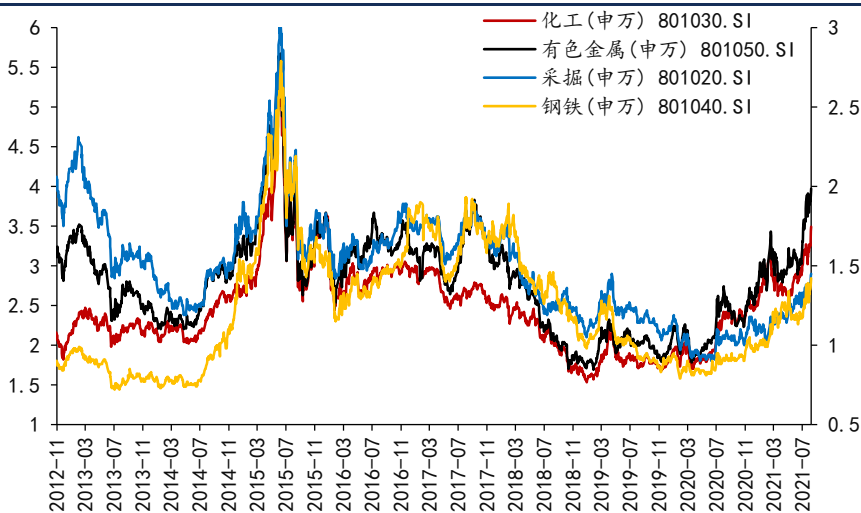
图 1：基金持仓上游周期板块的比例变化（单位：%）



资料来源：万得，信达证券研发中心

从估值层面来看，化工和有色估值（PB）水平已经超过2016-2017年的水平，采掘和钢铁估值低于2017年的水平，考虑到当下A股整体PB和2017年高点比较接近，单从均值回归的角度，当下周期股的估值是合理的。

图 2：周期股的 PB（单位：倍）



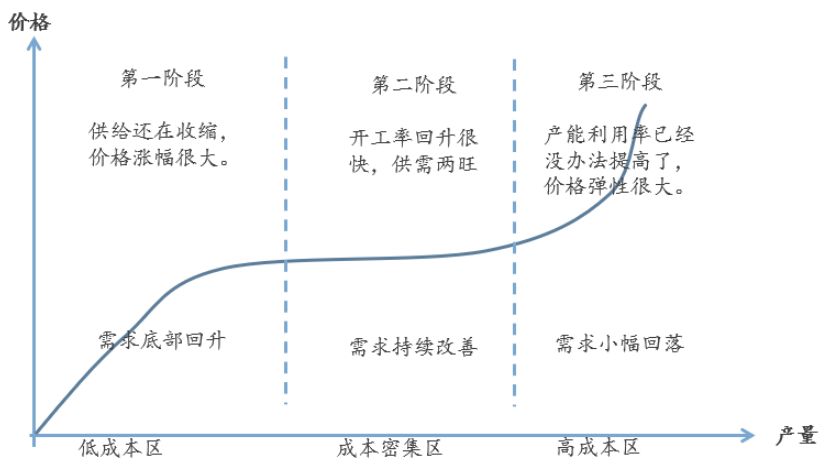
资料来源：万得，信达证券研发中心

(2) 但如果考虑到成长性因素（新能源需求+碳中和政策），还没兑现充分，所以大概率卖点还没出现。由于这一轮周期本身启动的时候，并没有产能过剩，所以虽然没有经历过较为剧烈的供给侧改革，但是这一次商品涨价的幅度远比2016-2017年更大。

并且这一次不管是全球经济疫情后需求恢复的弹性，还是新能源和碳中和对周期股需求和供给的双重利好，都比 2016-2017 年更有想象空间，我们认为，周期股在交易层面和估值层面只回到 2016-2017 年的水平可能是不够的。

**(3) 从历史上周期股波动规律来看：2022 年上半年可能是周期股见顶的时间。**按照我们的经验判断，大宗商品的涨价，一般分三个阶段。第一个阶段是需求刚出现拐点。商品价格开始快速上涨，摆脱亏损区域。此时投资者的主流认识是需求只是超跌反弹，恢复空间不大，对商品价格顶部的预期只是恢复到成本附近。此时货币宽松，股市上涨，商品上涨，经济总需求触底回升。第二阶段是随着价格的上涨，企业利润回升，开始有足够的现金流，闲置产能和建设中的产能快速投产。此时周期股大震荡，商品小震荡，总需求稳定。第三阶段是由于商品价格的连续上涨，通胀压力增大，经济总需求开始小幅回落。供需缺口依然存在，而且已经没有可以快速恢复的产能了，未来新的产能短期内看不到，所以商品价格可能会继续上涨。

图 3：周期股上涨已经进入第三阶段



资料来源：万得，信达证券研发中心

2008 年底-2011 年初和 2016-2017 年周期股行情的特点告诉我们，周期股第一波行情最值得参与。之后可能会有货币紧缩、经济扰动等带来的调整，调整过后市场会有第二波行情。2020 年中-2021 年 2 月是这一次周期股的第一波行情，2021 年 3-6 月由于经济下行担心开始出现，周期股产生了很大的分歧，2021 年 7 月以来，周期股正式进入第二波行情，在第二波行情中，产业逻辑、成长性逻辑比经济逻辑更重要。我们预计第二波周期股行情持续的时间在 2 个季度左右。

图 4：周期股两波行情之间大多会出现一次分歧（单位：点数）



资料来源：万得，信达证券研发中心

**(5) 短期策略：市场依然处在震荡调整期。**7月的震荡调整，下跌的力度比我们预计的小很多，我们认为市场还没有完全摆脱调整，8月底-9月初可能是调整结束的时间窗口。

表 1：近期利多利空全梳理

事件	
利多	(1) 7月底的中央政治局会议整体定调较为积极，投资者预期专项债发行进度加快；
利空	(1) 上周国内债市利率出现一定上行； (2) 7月，深圳市二手住宅成交 2557 套，连续 4 个月下跌，创近 17 个月新低，同比下跌超 8 成； (3) 投资者密切关注恒大债务展期进展。
未来重点事件	(1) 下周 MLF 到期 7000 亿； (2) 8 月以后经济逐渐进入旺季； (3) 美联储货币政策。

资料来源：万得，信达证券研发中心

**行业配置建议：**3月以来的市场风格偏向小盘股，相比 2019-2020 年，发生了很大的变化，按照历史经验，如果是牛市过程中的风格偏移，则最长不超过半年，未来 1-2 个月，建议投资者配置上更均衡。成长股中建议重点关注军工。上游周期股还有一波持续半年的机会，重点关注种业、煤炭、有色、石油石化。周期股的业绩兑现还不充分，部分投资者对经济可能会进入下行趋势的判断过度悲观，由悲观预期带来的预期差可能会构成周期股第二次买点。这一买点类似 2010 年中、2017 年 6 月。

**表 2：大类风格配置建议**

板块	配置建议
周期	周期股的第一波行情往往由需求拐点带动商品价格快速上涨带来，这一波行情最值得参与。之后可能会有货币紧缩、经济扰动带来的调整，调整过后市场会有第二波行情。周期股第一波上涨已经完成，目前处在第二个阶段。当前对经济分歧加大，震荡会加大。 <b>第二个阶段末期（三季度）将会是第二波行情的加仓时点。</b>
消费	复苏后期消费依然有配置价值，不过下一次机会需要等待，可能在年底。必选消费基本面比较稳定，上涨需要等增量资金。可选消费中关注两条主线，一是由于有周期性和成长性双重叠加，汽车行业景气度非常高，尤其是新能源车方向，建议持续关注。二是受疫情影响最大的航空、酒店等行业将是最晚进入景气周期的行业，可以开始关注。
科技	产业周期向上，景气度较高的通信、电子、电气设备细分行业仍有结构性机会，比如新能源车、光伏、半导体等行业，虽然估值不便宜，但下游需求旺盛，产业趋势向好，依然有业绩兑现。 <b>但是由于机构调仓迅猛，后续可能会出现分化，建议关注军工。</b>
金融	金融行业估值已经非常接近历史底部，从 PB 来看，银行 PB 为 0.68 倍，处于 2010 年以来估值变动区间的后 4% 分位，非银 PB 为 1.55 倍，处于 2010 年以来估值变动区间后 2% 分位数位置。 <b>金融股过去一个季度非常弱，今年底到明年初可能会有一波机会。</b>

资料来源：信达证券研发中心

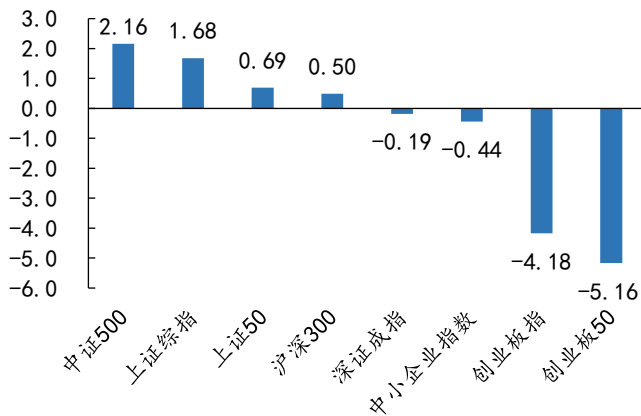
## 二、上周市场变化

上周 A 股涨跌分化，其中中证 500 指数 (2.16%) 领涨。申万一级行业中，钢铁 (6.19%)、采掘 (6.03%)、银行 (5.20%) 领涨，电气设备 (-3.32%)、电子 (-2.52%)、通信 (-1.79%) 领跌。概念股中，盐湖提锂 (31.92%)、锂矿 (22.95%)、打板指数 (13.85%) 领涨，集成电路 (-3.50%) 领跌。

上周全球股市总体上涨，印度 SENSEX30 (2.14%)、俄罗斯 RTS (2.06%)、上证综指 (1.68%) 领涨。商品市场中，PVC (2.70%)、螺纹钢 (1.93%) 领涨。另外在 2021 年全球大类资产年收益率指标中，LME 铜 (22.59%)、标普 500 (18.95%)、欧洲 STOXX50 (17.88%) 排名较高，而 MSCI China (-13.12%) 排名较低。

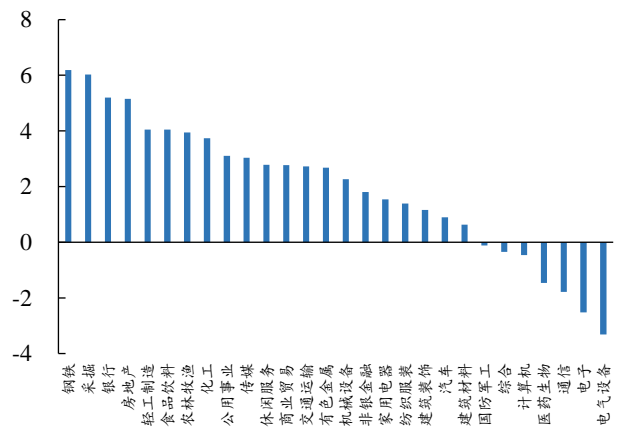
A 股市场资金方面，上周北上资金净流入共计 12.76 亿元 (前值净流入 100.89 亿元)。上周央行公开市场操作逆回购 500 亿元，货币回笼量 500 亿元。截至 2021 年 8 月 13 日，银行间拆借利率有所上升，十年期国债收益率较上周有所上升。从公募机构股票持仓来看，股票型基金和偏股混合型基金略有减仓。

图 5: A 股主要指数周涨跌幅 (单位: %)



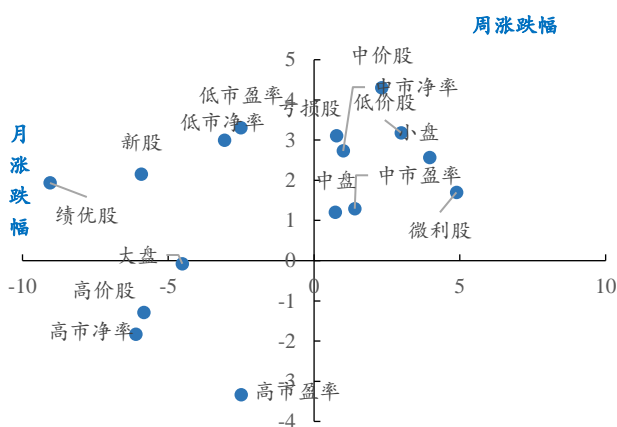
资料来源: 万得, 信达证券研发中心

图 6: 申万一级行业周涨跌幅 (单位: %)



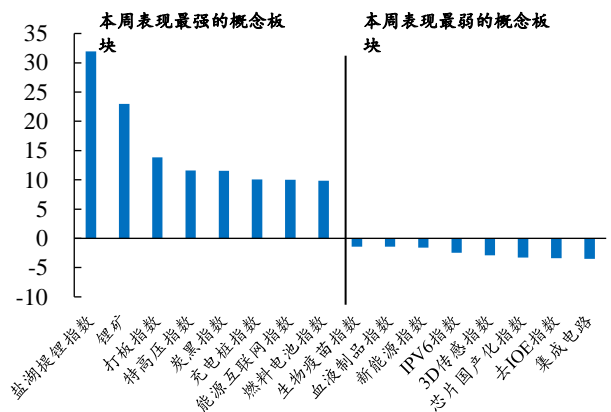
资料来源: 万得, 信达证券研发中心

图 7: 申万风格指数周/月涨跌幅 (单位: %)



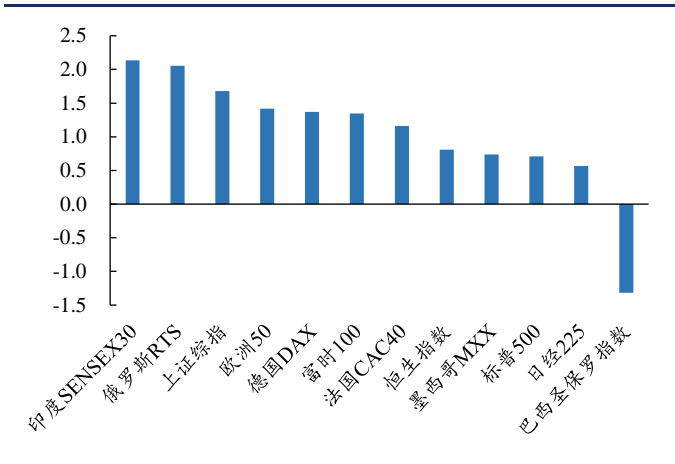
资料来源: 万得, 信达证券研发中心

图 8: 概念类指数周涨跌幅 (单位: %)

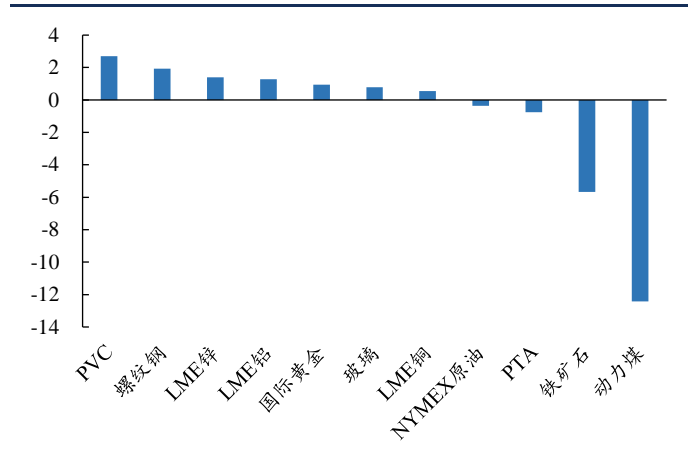


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

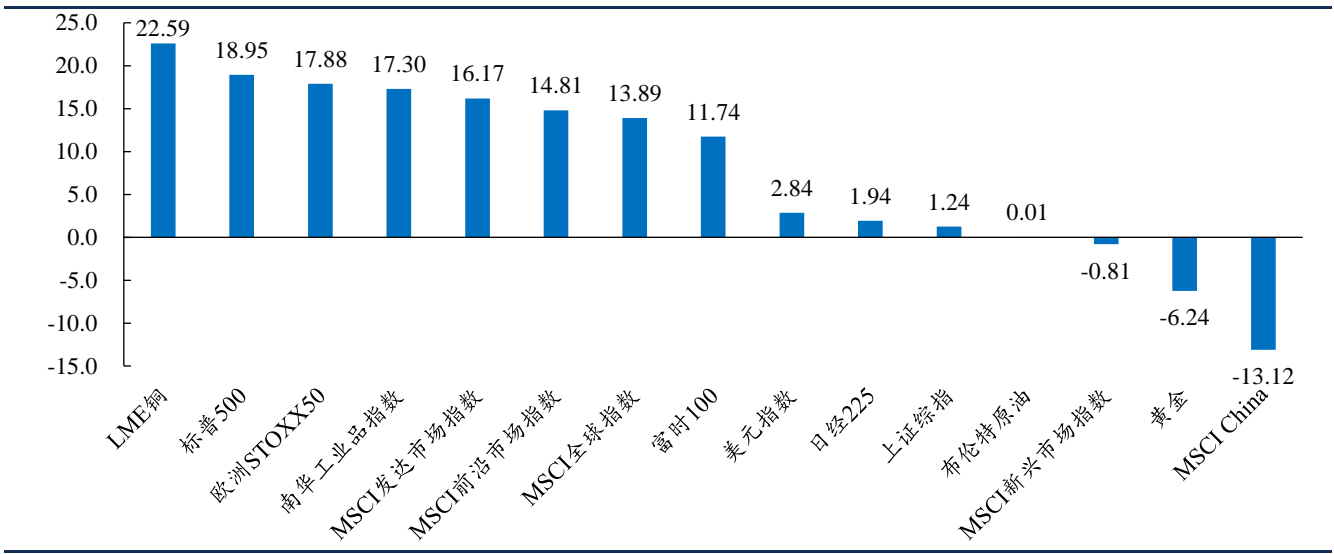


**图 9：全球市场重要指数周涨跌幅（单位：%）**


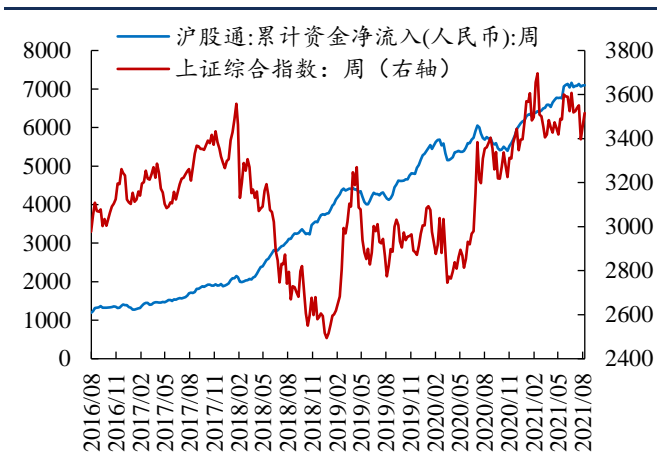
资料来源：万得，信达证券研发中心

**图 10：重要商品指数周涨跌幅（单位：%）**


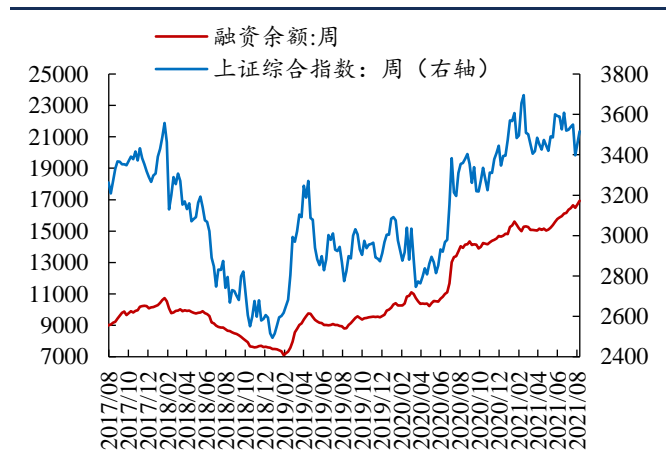
资料来源：万得，信达证券研发中心

**图 11：2021 年全球大类资产收益率（单位：%）**


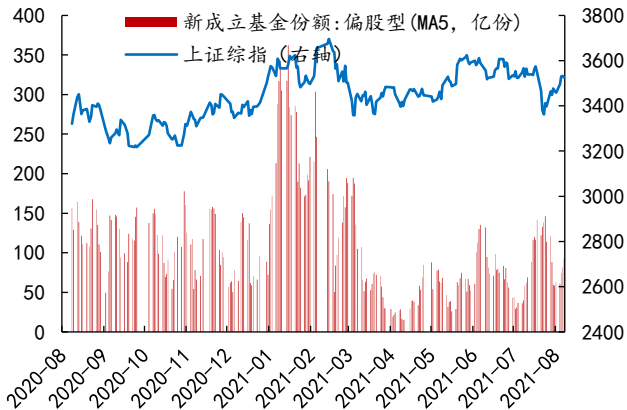
资料来源：万得，信达证券研发中心

**图 12：沪股通累计净买入（单位：亿元）**


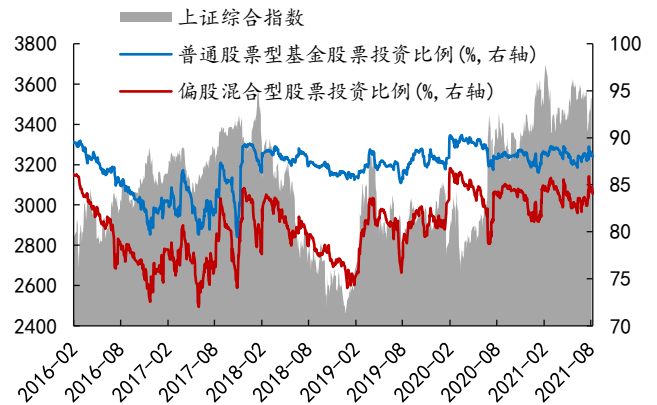
资料来源：万得，信达证券研发中心

**图 13：融资余额（单位：亿元）**


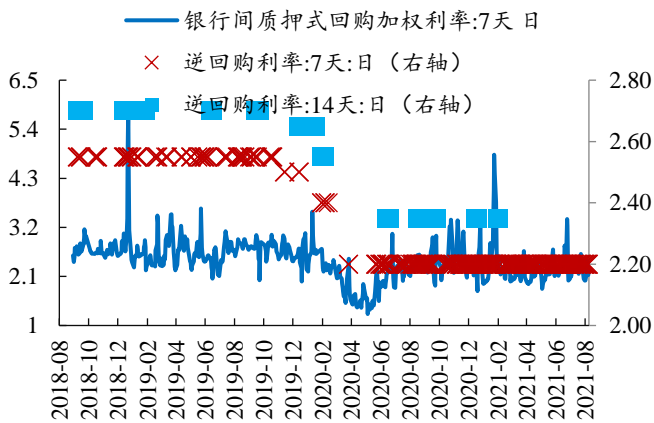
资料来源：万得，信达证券研发中心

**图 14：新发行基金份额（单位：亿份）**


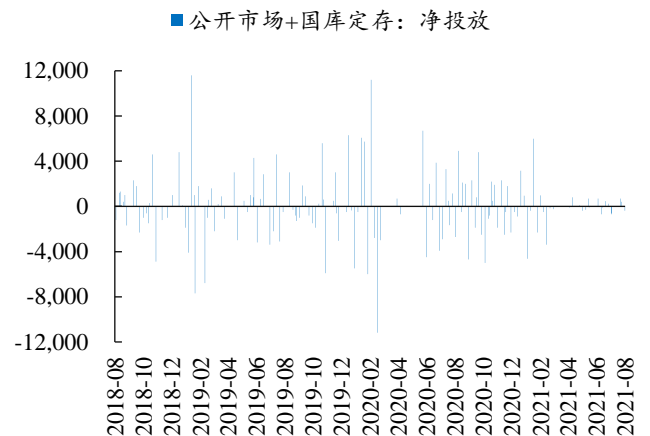
资料来源：万得，信达证券研发中心

**图 15：基金仓位估算（单位：%）**


资料来源：万得，信达证券研发中心

**图 16：银行间拆借利率和公开市场操作（单位：%）**


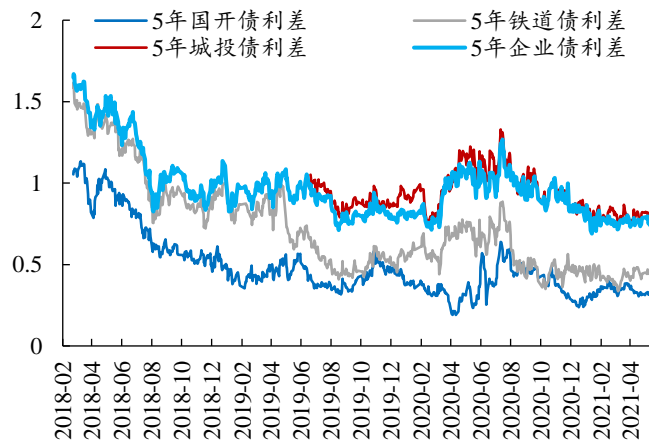
资料来源：万得，信达证券研发中心

**图 17：央行公开市场和国库定存净投放（单位：亿元）**


资料来源：万得，信达证券研发中心

**图 18：长期国债利率走势（单位：%）**


资料来源：万得，信达证券研发中心

**图 19：各类债券与同期限债券利差（单位：%）**


资料来源：万得，信达证券研发中心

## 风险因素

---

房地产市场超预期下行，美股剧烈波动。

## 研究团队简介

樊继拓，信达证券策略首席分析师，8年宏观策略研究经验，先后就职于期货公司和券商研究所，2017年水晶球策略团队公募组第一核心成员，2018第一财经年度最佳新人奖。2018-2021年代表观点：2018年6月《全面对比2011年熊市》，2019年3月《3月震荡，4月决断》，2019年8月《战略性看多A股》，2020年6月《增量资金已是趋势》。

## 机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiuyue@cindasc.com
华北区销售	卞双	13520816991	bianshuang@cindasc.com
华北区销售	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	刘晨旭	13816799047	liuchenxu@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华东区销售	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华东区销售	张琼玉	13023188237	zhangqiongyu@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	王之明	15999555916	wangzhiming@cindasc.com
华南区销售	闫娜	13229465369	yanna@cindasc.com
华南区销售	焦扬	13032111629	jiaoyang@cindasc.com

## 分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

## 免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

## 评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起6个月内。	<b>买入：</b> 股价相对强于基准 20% 以上；	<b>看好：</b> 行业指数超越基准；
	<b>增持：</b> 股价相对强于基准 5% ~ 20%；	<b>中性：</b> 行业指数与基准基本持平；
	<b>持有：</b> 股价相对基准波动在 ±5% 之间；	<b>看淡：</b> 行业指数弱于基准。
	<b>卖出：</b> 股价相对弱于基准 5% 以下。	

## 风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。