



Research and
Development Center

经济周期与行业风格的关系

2022年01月21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

策略深度报告

樊继拓 策略分析师

执业编号: S1500521060001

联系电话: +86 13585643916

邮箱: fanjitu@cindasc.com

张颖锐 研究助理

联系电话: +86 18817655507

邮箱: zhangyingrui@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

经济周期与行业风格的关系

2022年01月21日

核心结论:

- 自2021年12月政治局会议提出“着力稳定宏观经济大盘”以来,“稳增长”措施不断,股票市场中沉寂已久的地产、基建、银行等板块已相继走强。往前看,在新一轮稳增长周期,金融地产板块的行情还能维持多久?除此之外还有哪些行业的也值得关注?我们在本文中复盘总结了2008年以来政策、信用、经济周期性运行对股市行业风格的影响,供投资者参考。
- **2008年以来共有四轮完整的经济短周期。**1)在中国市场上,政策调整周期、信贷周期较经济周期的领先属性比较明确,未有例外的情况。2)股市底通常介于政策底和信用底之间,政策底、信用底、经济底均会对板块的超额收益产生影响。3)A股对信用见顶不敏感,股市顶通常出现在经济顶和价格顶之间。
- **经济上行的三个阶段,金融、成长、消费依次领涨。**1)从政策底到信用底,金融板块通常会有月度级别的脉冲式行情,甚至会在全区间跑赢(2012年底)。2)从信用底到经济底,成长板块受益于流动性的走高而表现强劲。不过,每个时期中盈利增速最高、具备成长属性的行业是不同的。3)经济见底后的半年中,与经济增速较为敏感的行业会有超额收益,但超额收益通常在经济见顶前就会回落。4)在长达一年多的经济回升期中,消费板块通常会有不错的表现,或者说消费板块长期跑赢大盘的属性在经济回升期更容易得到体现。
- **经济下行的三阶段,消费、周期、金融依次领涨。**1)信用见顶前后的板块超额收益不会发生大波动,消费板块延续走强、金融地产板块延续调整的确定性比较高。2)从经济顶到价格顶,周期和消费均会有表现,前者源于业绩上行,后者源于业绩韧性。3)从价格顶到政策底,股市进入“杀盈利”阶段,各板块普跌、超额收益的分化程度不会很大,金融地产因为抗跌属性会产生5%左右的超额收益。
- **经济周期指导行业配置存在哪些局限?**1)在经历一轮完整的经济周期之后,各行业的收益并不相同,这表明一些趋势性的、结构性的因素是难以忽略的。比如潜在经济增速下行后,周期板块的需求弹性下降。2)部分行业的景气度几乎完全独立于经济周期的运行,如处于成长初期的新兴行业,猪肉养殖业等。3)经济周期会影响大类行业的超额收益,但很难决定细分行业的超额收益,后者也会受到行业所处的生命周期、龙头公司集中度等的影响。
- **风险提示:报告结论基于对历史情况的分析,历史规律可能失效。**

目录

一、2008 年以来共有四轮完整的经济短周期	4
1.1 政策与信用领先于经济，通胀滞后于经济	4
1.2 货币、信用、经济、通胀拐点的时间间隔	7
二、经济上行期的大盘与板块表现	9
2.1 股市底通常在政策底和信用底之间	9
2.2 从政策底到信用底，金融地产大概率跑赢	10
2.3 从信用底到经济底，成长板块存在超额收益	11
2.4 经济回升期，消费板块通常会有不错的表现	12
2.5 经济上行的三个阶段，金融、成长、消费依次领涨	15
三、经济下行期的大盘与板块表现	17
3.1 股市顶通常出现在经济顶到价格顶之间	17
3.2 从信用顶到经济顶，消费走强，地产调整	17
3.3 从经济顶到价格顶，周期与消费均有表现	19
3.4 从价格顶到政策底，金融地产凸显抗跌属性	20
3.5 经济下行的三阶段，消费、周期、金融依次领涨	20
四、如何理解经济周期对行业配置的影响？	21
风险因素	23

表目录

表 1: 历次稳增长周期的关键事件及对应时间	8
表 2: 历次经济回落期的关键事件及对应时间	8
表 3: 政策底到信用底的板块表现	11
表 4: 信用底到经济底的板块表现	12
表 5: 经济扩张期的板块表现	13
表 6: 经济扩张期开启后半年的板块表现	14
表 7: 从信用顶到经济顶的板块表现	18
表 8: 从经济顶到价格顶的板块表现	19
表 9: 从价格定到政策底的板块表现	20

图目录

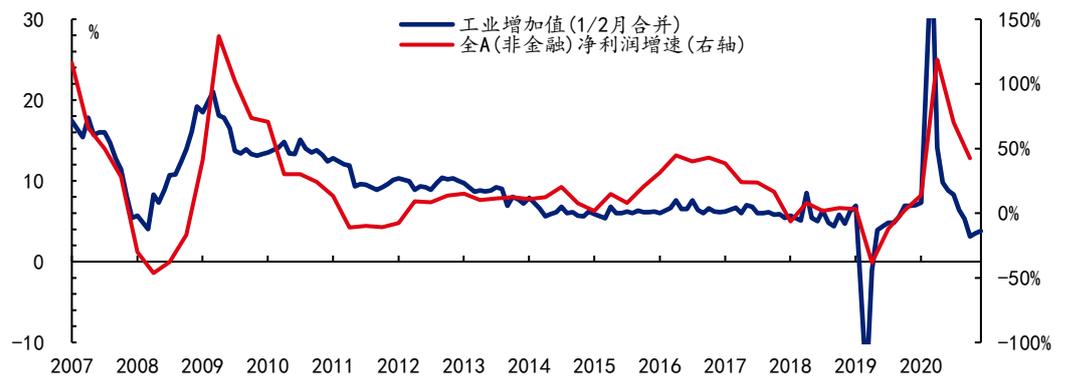
图 1: 2008 年至今共有四轮完整的经济周期	4
图 2: 贷款利率与信贷是经济的先行指标，通胀是经济的滞后指标	4
图 3: 历次信用扩张前企业贷款利率均有下行	5
图 4: 信用扩张力度的变化	6
图 5: 四轮信用扩张周期中，加杠杆的主体发生了变化	6
图 6: 信用扩张力度影响经济回暖的幅度	7
图 7: 万得全 A 指数在经济上行期的表现	9
图 8: 信用扩张期股票资产的表现通常不会很差	10
图 9: 最近两轮信用扩张对债市的影响开始变得复杂	10
图 10: 2008 年政策底之后，大金融板块的表现	10
图 11: 2018 年政策底之后，大金融板块的表现	10
图 12: 成长板块超额收益和剩余流动性之间的关系	12
图 13: 工程机械行业在 2019 年之后的超额收益主要源于龙头企业市占率的提升	14
图 14: 金融板块在经济上行期不同阶段的表现	15
图 15: 周期板块在经济上行期不同阶段的表现	15
图 16: 消费板块在经济上行期不同阶段的表现	16
图 17: 成长板块在经济上行期不同阶段的表现	16
图 18: 大小盘风格在经济上行期不同阶段的表现	16
图 19: 经济回落期的股票市场表现	17
图 20: 2010 年 1 月信用见顶前后，领涨行业变化不大	18
图 21: 2013 年 4 月信用见顶前后，领涨行业变化不大	18
图 22: 金融板块在经济下行期不同阶段的表现	21
图 23: 周期板块在经济下行期不同阶段的表现	21
图 24: 消费板块在经济下行期不同阶段的表现	21
图 25: 周期板块在经济下行期不同阶段的表现	21
图 26: 经济周期性运行过程中，哪些关键节点值得关注？	22
图 27: 经济周期对股市行业风格的影响非常广泛	22

自 2021 年 12 月政治局会议提出“着力稳定宏观经济大盘”以来，“稳增长”的预期不断升温。虽然目前投资者对于“稳增长”的力度仍有分歧，但股票市场中沉寂已久的地产、基建、银行等板块已相继走强。往前看，在新一轮稳增长周期，金融地产板块的行情还能维持多久？除此之外，哪些行业的也值得关注？我们在本文中复盘总结了 2008 年以来政策、信用、经济、通胀周期性运行对股市行业风格的影响，供投资者参考。

一、2008 年以来共有四轮完整的经济短周期

2008 年以来中国经济已出现四轮完整的短周期，其中 2009Q1-2010Q2、2012Q3-2013Q1、2016Q1-2017Q2、2020Q2-2021Q1 是经济上行期。

图 1：2008 年至今共有四轮完整的经济周期



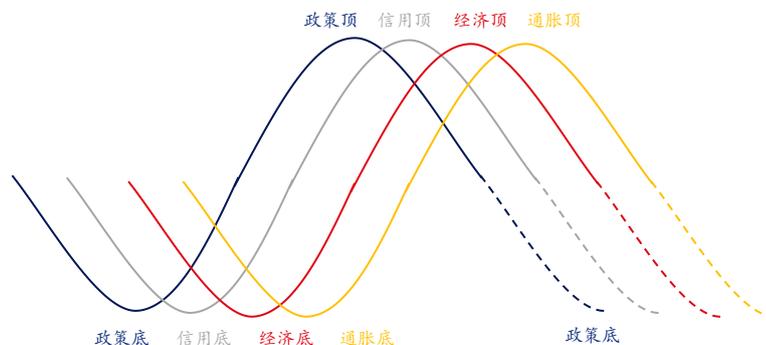
资料来源：万得，信达证券研发中心

1.1 政策与信用领先于经济，通胀滞后于经济

在经济呈现周期性波动的同时，诸多经济的内生变量也随之波动并对资本市场构成影响。霍华德·马克斯在《周期》一书中详细分析了多种基本面周期，除了经济周期之外，政策调节周期、信贷周期、企业盈利周期等也占据了相当大的篇幅。

从这些变量相较经济的领先-滞后关系来看，1) 在中国市场上，政策调整周期、信贷周期较经济周期的领先属性比较明确，未有例外的情况。2) 通胀理论是经济的滞后指标。但 2012 年至 2013 年产能过剩、2015 年至 2017 年供给侧改革对商品价格产生了深刻的影响，进而导致这段时期通胀与经济的关系较为特殊。

图 2：贷款利率与信贷是经济的先行指标，通胀是经济的滞后指标



资料来源：信达证券研发中心

我们以经济上行期为例，简单阐述这些宏观变量的领先滞后关系。

1) 货币宽松驱动信用扩张与经济回升。

2008年以来每一轮信用扩张、经济回升的开启都伴随着融资成本的持续下降。

- 2008年，伴随着美国次贷危机到全球金融危机的演变，货币政策在9月从紧缩转向宽松，降准与降息同步进行。
- 2011年，央行在11月超预期降准，这结束了维持了一年多的紧缩政策。2012年5月国务院常务委员会部署了一揽子稳增长政策。在此之后，央行又在6月、7月两次降息。
- 2014年，央行分别在4月、6月推出了两轮定向降准，逆转了市场始于2013年的紧缩预期。2014年末中央经济工作会议提出“以经济建设为中心”。此后，央行降准、降息的结构开始加快。
- 2018年，央行分别在4月、7月、10月三次降准。7月政治局会议提出，“坚定做好去杠杆工作，把握好力度和节奏。允许在外部环境变化、内部风险酝酿的情况下阶段性放宽去杠杆政策转为稳杠杆”，随后央行在三季度货币政策执行报告中删除了“中性”、“总闸门”等措辞。

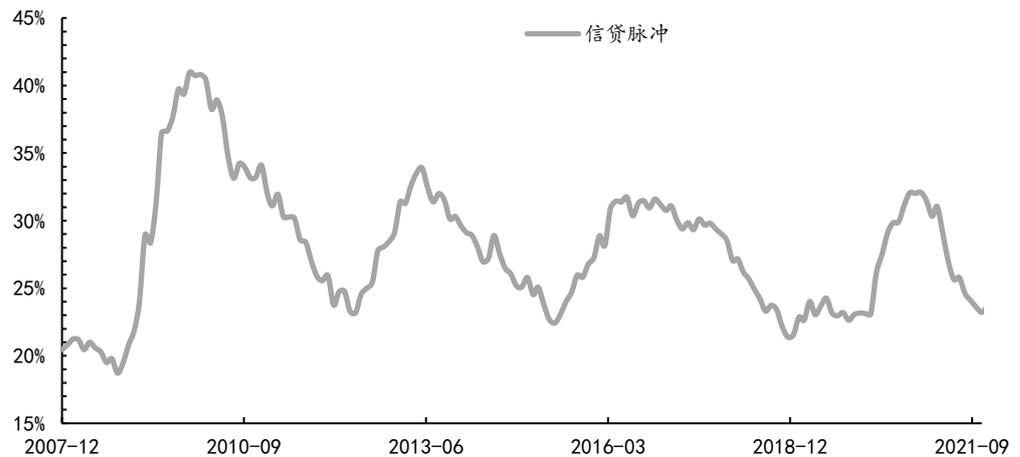
图 3: 历次信用扩张前企业贷款利率均有下行



资料来源：万得，信达证券研发中心

2) 宽信用的实现从未缺席，只是力度在变弱。

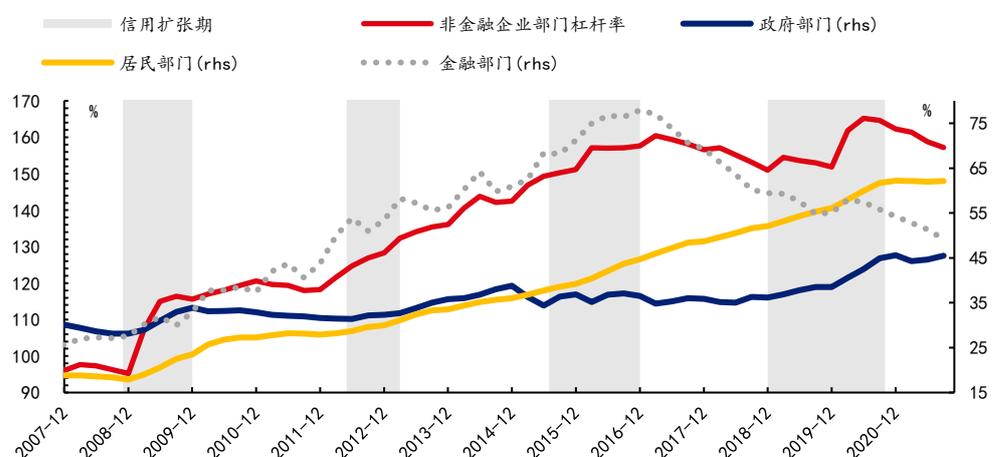
过去四轮信用扩张的强度在逐步走弱。信贷脉冲指标是信贷增量占名义GDP比重的变化，衡量了货币“加速度”对经济增长的影响。2008年之后，信贷脉冲指标的峰值持续下降、从谷底到峰值的时间也在延长。尤其是最近一轮宽信用周期，如果剔除2020年疫情之后的情况，这一轮宽信用的力度明显弱于前三轮。

图 4：2008 年以来，四轮信用扩张的力度有所不同


资料来源：万得，信达证券研发中心

信用扩张以政府、企业、个人或金融部门等经济主体加杠杆来实现。但监管政策的导向、经济主体自身的供需情况都会影响信用扩张渠道，最终导致每轮信用扩张期的加杠杆主体有差异、各经济主体加杠杆的幅度亦有差异。

具体来看，2014 年之前的两轮信用扩张周期中，政府、房地产、制造业企业、金融部门的杠杆率是普遍走高的。2014 年之后，加杠杆的主体开始分化。2015 年至 2016 年，银行委外遭遇严监管，非标规模大幅萎缩，地方政府的杠杆率下降；不过地产监管政策放松，居民部门成为了这段时期加杠杆的主体，促进了三四线地产的繁荣。2018 年至 2019 年，面对金融风险的阶段性出清和经济下行压力，“去杠杆”转入“稳杠杆”，金融部门的杠杆率止跌走平；“房住不炒”的政策基调延续，央行创设结构性货币政策工具实现“精准滴灌”，企业部门杠杆率小幅回升；同时财政刺激力度不断加强，中央政府部门杠杆率的提升最为显著。

图 5：四轮信用扩张周期中，加杠杆的主体发生了变化


资料来源：万得，信达证券研发中心

3) 信用扩张力度影响经济回暖的幅度。

理论上来说，信贷增加之后，经济主体可能会扩大消费或者投资，进而带动经济的回升；也可能用于购买金融资产，进而带来资产价格的膨胀。从实际情况来看，信用扩张向经济回升的传导效果尚可。经济回暖幅度偏弱的情况有两次，第一次是由于2012年产能过剩导致的，第二次是2019年信用扩张幅度偏弱导致的。

图 6: 信用扩张力度影响经济回暖的幅度



资料来源：万得，信达证券研发中心

1.2 货币、信用、经济、通胀拐点的时间间隔

在梳理了各变量的领先滞后关系之后，我们进一步关注这些经济变量出现拐点的时间间隔。先看稳增长周期：

- **从政策底到信用底，间隔多在半年左右。**政策底的界定相较信用底、经济底稍显复杂。我们综合考虑了货币政策转向的时点和重要会议（中央经济工作会议、国务院常务委员会等）定调发生变化的时点。2008年、2011年、2019年这三轮信用扩张滞后于政策底不超过半年。2015年的信用扩张较政策底滞后了一年多，且期间存在一定的波折，M2增速曾在2014Q2短暂回升，但到了2015年6月才明确见底。这一轮信用见底偏慢可能与非标遭受整顿有关。
- **从信用底到经济底，最近两次的间隔为三个季度左右。**前两轮信用扩张周期中，信用底到经济底的间隔均是三个月。但2015年、2019年信用扩张到经济底的时滞偏长，为半年到三个季度。前者源于地产库存过剩和制造业产能过剩压制了经济的回升幅度，后者源于信用扩张力度偏弱。
- **经济底与盈利底基本同步。**上市公司盈利增速和宏观经济增速拐点产生差异主要源于通胀的影响，但宏观上量（工业增加值）、价（PPI）出现背离的时间不是很多。经济底与盈利底通常是同步的。

表 1: 历次稳增长周期的关键事件及对应时间

重要会议定调	货币政策宽松周期			信用扩张周期			经济回升周期			上市公司盈利回升		
	起始时间	结束时间	持续时长(月)	起始时间	结束时间	持续时长(月)	起始时间	结束时间	持续时长(月)	起始时间	结束时间	持续时长(月)
2008-11	2008-09	2009-12	15	2008-11	2010-01	14	2009-03	2010-05	14	2009-03	2010-03	12
2012-05	2011-11	2013-09	22	2012-05	2013-04	10	2012-08	2013-12	16	2012-09	2013-12	15
2014-03	2014-04	2016-12	32	2015-07	2017-01	18	2016-01	2017-08	19	2015-12	2017-09	20
2018-07	2018-01	2020-06	29	2019-01	2020-11	21	2019-08	2019-12	4	2019-06	2019-12	6
							2020-04	2021-04	14	2020-03	2021-06	15

资料来源: 万得, 信达证券研发中心

再看经济下行周期:

- **政策顶与信用顶通常比较同步, 间隔通常不会超过 1 个月。**货币政策的非对称效应在这里体现得很明显, 货币政策紧缩如同“拉绳子”, 对信用收紧的传导效果很快, 下文中我们直接以政策顶作为关键的时间节点。政策顶到信用顶间隔偏长的情况仅有一次, 2020 年末的信用顶较政策顶滞后了半年, 主要源于这一次政策边际收紧的力度比较轻。2020 年 6 月到 7 月, 货币政策基调逐步从疫情时期的“扩总量”转向“总量适度”。不过, 如果以央行 2020 年第三季度的货币政策报告重提“总闸门”作为政策顶的话, 这一轮政策顶和信用顶也可以认为是基本同步的。
- **从信用顶到经济顶, 间隔通常是半年到三个季度, 间隔较为稳定。**
- **从经济顶到价格顶, 产能过剩与供给侧改革对商品价格产生了深远影响。**1) 2011 年南华工业品指数的见顶是发生在 2 月, 但此后商品价格高位维持了震荡, 且通胀高企对货币政策和金融市场的影 响持续到了 2011 年三季度。故我们将这段时期的价格顶界定为 2011 年 9 月。2) 2012 年至 2015 年产能过剩导致国内商品价格持续下跌。在分析这轮周期时我们没有加入价格见顶的时点, 直接采用经济顶到政策底的区间划分。3) 2015 年至 2017 年的供给侧改革带来了国内商品价格的持续上涨。南华工业品指数在 2017 年初到 2019 年底始终在高位窄幅震荡, 而 CRB 指数所表征的国际商品价格在 2018 年 6 月见顶。
- **从价格顶再到政策底, 间隔一般是三个月左右, 间隔较为稳定。**

表 2: 历次经济回落期的关键事件及对应时间

重要会议定调	货币政策紧缩周期			信用收缩周期			经济增速下降周期			商品价格下降		
	起始时间	结束时间	持续时长(月)	起始时间	结束时间	持续时长(月)	起始时间	结束时间	持续时长(月)	起始时间	结束时间	持续时长(月)
2009-10	2010-01	2011-11	21	2010-01	2012-05	28	2010-05	2012-08	27	2011-02	2015-11	57
	2013-06	2013-12	6	2013-04	2015-07	27	2013-12	2016-02	25			
2016-12	2017-01	2017-12	11	2017-01	2019-01	24	2017-08	2019-08	24	2018-06	2020-04	22
2020-07	2020-06	2020-11	5	2020-11	2021-11	12	2021-04	2021-12	8			

资料来源: 万得, 信达证券研发中心

二、经济上行期的大盘与板块表现

2.1 股市底通常在政策底和信用底之间

在分析行业或板块的超额收益之前，我们先对宽基指数的表现做简单梳理。大盘的上涨或下跌对于行业的超额收益也会产生影响。

股市底通常出现在政策底和信用底对股市底之间。政策底出现之后，股市一般不会果断上涨，但下跌最快的时期已经结束。历次政策底到信用底期间，万得全 A 指数的涨幅依次为-10.9%、-5.8%、111.6%、14.5%。

具体来看，1) 2008 年股市底领先信用底 1 个月，滞后于政策底 2 个月。2) 2012 年的股市底是偏滞后的，甚至滞后于经济底 4 个月，可能源于这段时期处于潜在经济增速换挡期、投资者对经济回升的信心不充足。不过 2012 年下半年到 2013 年上半年，虽然指数表现依然平淡，但地产后周期板块、金融板块与成长板块的结构性行情已相继上演。3) 2016 年股市见底受到了杠杆牛泡沫破裂的拖累，这一次的股市底同步于经济底。4) 2018 年 10 月中旬至 2019 年 1 月下旬股市进入磨底期，领先于信用底 1 个月，滞后于政策底 3 个月。

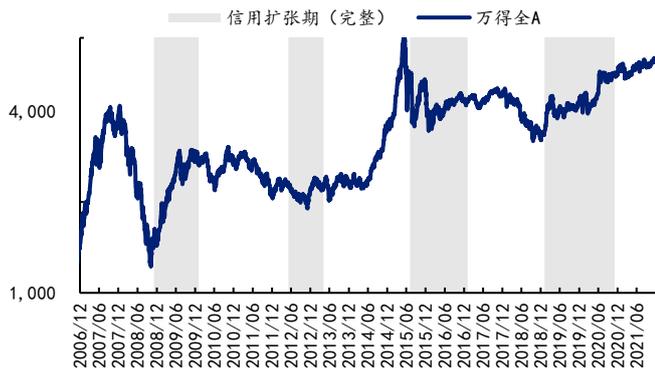
股市的上涨通常会持续到信用扩张结束之后。换言之，信用扩张结束通常不会导致股市下跌，盈利走高大概率仍能支撑股市继续上行。例如，2010 年 1 月信用扩张因货币政策收紧和地产严监管而结束，但是周期股盈利爆发在 2010 年下半年支撑股市走出一轮上涨行情。2013 年 4 月信用扩张结束，但是成长板块受益于并购重组活跃而开始领涨。2017 年 1 月信用扩张结束，各类宏观经济指标在 2017 年年中见顶，但上游企业利润暴增、居民消费改善等继续支撑了上市公司的盈利。

图 7: 万得全 A 指数在经济上行期的表现



资料来源：万得，信达证券研发中心

我们在第一章提到，2014 年之后宽货币→宽信用→经济回升的传导链条开始变得复杂。不过，从资产表现上来看，债市和股市的反应并不相同。债市在宽货币、宽信用初期越来越不容易转熊，反映投资者对经济回升的疑虑。而股市止跌走牛的规律则比较稳定。理论上来说，信用扩张开启之后，各经济主体可能会加大消费与投资，进而带动经济的回升；也可能是用于购买金融资产，带来资产价格的膨胀。不论哪种情况，对于股票市场均是有利的。

图 8：信用扩张期股票资产的表现通常不会很差


资料来源：万得，信达证券研发中心

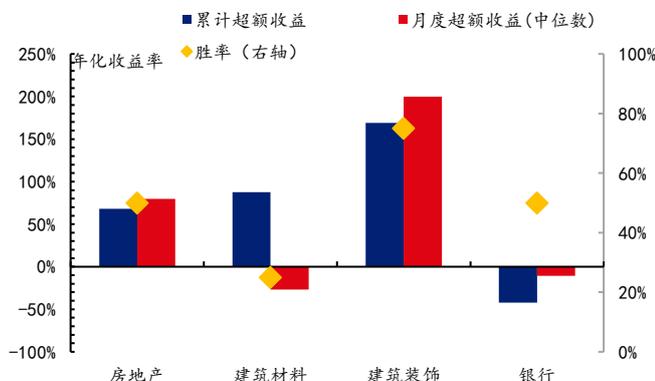
图 9：最近两轮信用扩张对债市的影响开始变得复杂


资料来源：万得，信达证券研发中心

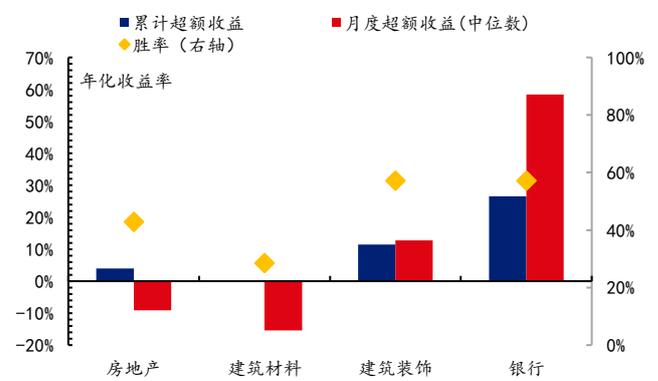
2.2 从政策底到信用底，金融地产大概率跑赢

金融地产板块大概率跑赢。 1) 2008 年 9 月至 11 月，货币政策由紧缩转向宽松，财政政策也由稳健转向积极，稳经济相关的电力设备、建筑材料、建筑装饰、房地产行业等明显跑赢，超额收益均达到了 20%。2) 2011 年底至 2012 年年中，央行超预期降准，商品房销售回暖，银行、地产、家电先后开始领涨。地产指数的超额收益达到了 16%。3) 2014 年 7 月至 2015 年 12 月，这一轮政策底到信用底的间隔较长，作为当时牛市主线的成长板块一骑绝尘。不过，如果我们以政策底开启之后的半年作为复盘区间，大金融的表现就不容忽视了。2014 年 6 月之后，地产政策边际转松，先后有限购城市解限、房贷利率松绑等利好政策。房地产指数在随后半年产生了 52% 的绝对收益、12% 的超额收益。4) 2018 年 7 月至 2019 年 1 月，政治局会议对金融去杠杆的严厉程度边际缓解，基建、房地产、银行先后有所表现，超额收益幅度分别为 10%、2.8%、12.8%。

不过 2016 年之后金融地产板块的胜率在变小。直观上来看，2008 年大金融板块的超额收益贯穿了政策底到信用底的始末，但 2018 年大金融板块超额收益的幅度、超额收益能持续的时长被明显压缩了。基于这个现象，我们进一步统计了大金融板块月度超额收益的中位值、月度胜率等。年化收益率口径下，大金融板块的月度超额收益由 2008 年的 50%-200% 下降到了 20%；大金融板块的月度胜率由 2008 年 70% 以上下降到了不足 50%。

图 10：2008 年政策底之后，大金融板块的表现


资料来源：万得，信达证券研发中心

图 11：2018 年政策底之后，大金融板块的表现


资料来源：万得，信达证券研发中心

表 3: 政策底到信用底的板块表现

政策底到信用底					
起始时间	2008/09	2011/11	2014/04	2014/06	2018/07
结束时间	2008/11	2012/05	2015/07	2014/11	2019/01
持续时间(月)	3	7	15	6	6
沪深300,%	-11.93	-3.81	76.82	30.25	-9.08
风格超额收益					
价值风格	0.35%	1.22%	9.71%	2.92%	3.13%
成长风格	3.55%	1.64%	-3.96%	-7.41%	-8.69%
大盘风格	0.56%	1.10%	-4.39%	-2.50%	0.89%
小盘风格	4.61%	-6.99%	32.56%	9.20%	-13.02%
板块超额收益					
金融板块	-2.81%	8.29%	17.60%	17.23%	10.20%
周期板块	-0.18%	-8.37%	37.01%	13.48%	-9.69%
消费板块	3.66%	-3.66%	17.63%	-3.98%	-9.42%
成长板块	2.31%	-6.01%	54.61%	6.84%	-12.63%
行业超额收益					
涨幅排名靠前的申万一级行业	电力设备(28.54%)	房地产(16.11%)	国防军工(100.61%)	非银金融(30.24%)	银行(12.89%)
	建筑材料(24.40%)	非银金融(9.85%)	钢铁(81.86%)	钢铁(25.69%)	非银金融(9.01%)
	建筑装饰(22.40%)	家用电器(4.04%)	建筑装饰(75.18%)	交通运输(23.87%)	农林牧渔(5.42%)
	房地产(21.04%)	食品饮料(3.83%)	计算机(75.10%)	国防军工(19.97%)	房地产(2.84%)
	通信(19.19%)	银行(1.72%)	交通运输(69.49%)	机械设备(17.95%)	煤炭(0.37%)
相对于沪深300指数的超额收益	医药生物(15.34%)	有色金属(1.39%)	纺织服饰(55.99%)	建筑装饰(16.04%)	
	公用事业(14.59%)	社会服务(1.08%)	农林牧渔(42.91%)	综合(14.04%)	
	环保(12.57%)		公用事业(41.14%)	纺织服饰(12.61%)	
	农林牧渔(12.23%)		轻工制造(40.98%)	房地产(12.07%)	
	机械设备(10.53%)		通信(38.36%)	公用事业(10.95%)	

资料来源: 万得, 信达证券研发中心

2.3 从信用底到经济底, 成长板块存在超额收益

从信用底到经济底, 成长板块受益于流动性转好而领涨。在信用底和经济底之间, 通常对应着超额流动性 (M2 增速-名义 GDP 增速) 的走高。此时, 对于流动性较为敏感的成长板块通常能跑赢大盘。

需要说明的是, 随着经济结构的变化, 每个时期中盈利增速最高、具备成长属性的行业是不同的。1) 2008 年 11 月至 2019 年 3 月, 受益于经济回升预期的煤炭/有色、受益于“十大产业振兴计划”的汽车/电子/纺服/钢铁行业领涨。这些行业在当时大多都是有成长属性的, 如煤炭、有色有工业化率提升、城镇化率提升等的成长逻辑, 乘用车行业有人均可支配收入提升、政策鼓励汽车工业自主创新等的成长逻辑。2) 2012 年 5 月至 8 月, 直观上看这段时期消费板块涨幅居前, 不过这主要是由医疗服务、医疗器械的上涨拉动的, 对应的背景是政策鼓励社会办医。而计算机、传媒、电子等行业的表现也不差, 涨幅紧随医药行业之后。3) 2015 年 7 月到 2016 年 2 月, 这段时期的特殊之处在于信用底到经济底的间隔比较久、股票市场处于杠杆牛结束的初期。如果以 2015 年 9 月至 12 月作为复盘对象, 也就是股市经历一轮暴跌之后、阶段性企稳的时期, 此时计算机、电子、传媒行业再次领涨。4) 2019 年 1 月至 2020 年 4 月, 这段时期的特殊之处在于消费与成长共同跑赢大盘, 消费板块中的食品饮料、医药、农牧以及成长板块中的电子、计算机均相对沪深 300 指数产生了 30% 以上的超额收益。

表 4：信用底到经济底的板块表现

信用底到经济底					
起始时间	2008/11	2012/05	2015/07	2015/09	2019/01
结束时间	2009/03	2012/08	2016/02	2015/12	2020/04
持续时间(月)	4	3	7	4	15
沪深300,%	37.04	-16.55	-24.58	10.83	23.48
风格超额收益					
价值风格	-0.11%	3.17%	3.12%	-1.09%	-17.40%
成长风格	11.25%	1.28%	1.62%	6.89%	18.14%
大盘风格	-2.55%	0.60%	-0.06%	-0.01%	2.81%
小盘风格	26.30%	2.20%	-4.12%	13.11%	2.60%
板块超额收益					
金融板块	6.72%	3.08%	7.42%	12.21%	-10.95%
周期板块	12.25%	-2.43%	-4.50%	10.03%	-9.45%
消费板块	2.48%	7.26%	-2.24%	11.67%	23.85%
成长板块	25.97%	4.03%	-8.43%	22.61%	24.93%
行业超额收益					
涨幅排名靠前的申万一级行业	有色金属(54.67%)	美容护理(25.66%)	美容护理(14.67%)	计算机(30.16%)	电子(57.66%)
	国防军工(42.37%)	医药生物(18.41%)	银行(13.17%)	社会服务(23.93%)	食品饮料(42.33%)
	汽车(37.00%)	社会服务(11.51%)	房地产(10.29%)	美容护理(21.88%)	计算机(38.21%)
	综合(33.53%)	计算机(10.54%)	汽车(5.96%)	电子(21.23%)	农林牧渔(37.13%)
相对于沪深300指数的超额收益	电子(30.74%)	传媒(10.44%)	食品饮料(5.81%)	房地产(19.68%)	医药生物(36.55%)
	社会服务(29.78%)	公用事业(9.59%)	综合(4.65%)	综合(18.86%)	建筑材料(35.49%)
	煤炭(23.42%)	电子(8.77%)	有色金属(4.64%)	通信(17.36%)	美容护理(25.52%)
	建筑材料(21.63%)	食品饮料(7.81%)	纺织服饰(3.90%)	非银金融(16.88%)	社会服务(9.57%)
	纺织服饰(19.22%)	银行(6.34%)	社会服务(3.34%)	传媒(16.43%)	综合(6.08%)
	电力设备(19.18%)	环保(5.52%)	建筑材料(2.53%)	汽车(16.13%)	通信(4.72%)

资料来源：万得，信达证券研发中心

图 12：成长板块超额收益和剩余流动性之间的关系


资料来源：万得，信达证券研发中心

2.4 经济回升期，消费板块通常会有不错的表现

过去四轮经济回升期，消费板块通常会有不错的表现。1) 2009年3月至2010年5月，消费板块几乎是普涨的。家电、汽车等可选消费行业受益于地产销售强劲、产业政策的支持；白酒行业消费群体转为政商，出现了新一轮的需求增长；啤酒、零售、家化等普遍受益于居民收入增速的回升。2) 2012年8月至2013年12月，消费板块整体跑赢大盘，但行业上出现分化。这段时期主要是家电、汽车等受益于商品房销售强劲而领涨，医药行业受益于政策鼓励社会办医，乳制品因“奶荒”和行业竞争格局改善而大涨。但白酒

则因三公消费受限而出现回调。3) 2016年2月至2017年8月, 消费板块中领涨的行业更少了, 仅有食品饮料和家电行业相较沪深300指数产生了20%以上的超额收益, 其他多数消费行业的表现则比较平淡。4) 2020年4月至2021年4月, 消费板块中免税、美容护理、医药等具备成长性逻辑的行业, 以及免疫于疫情冲击的食品饮料行业领涨。

表5: 经济扩张期的板块表现

经济扩张期				
起始时间	2009/03	2012/08	2016/02	2020/04
结束时间	2010/05	2013/12	2017/08	2021/04
持续时间(月)	14	16	18	12
沪深300	11.62	5.37	29.65	32.49
风格超额收益				
价值风格	0.56%	9.46%	2.56%	-13.84%
成长风格	2.56%	7.31%	-13.48%	19.44%
大盘风格	-2.38%	0.11%	2.30%	4.19%
小盘风格	56.10%	19.83%	-27.69%	-13.75%
板块超额收益				
金融板块	-3.47%	10.34%	4.11%	-22.90%
周期板块	14.58%	-0.42%	-8.59%	8.39%
消费板块	39.42%	15.36%	-2.84%	10.41%
成长板块	32.70%	38.99%	-21.40%	-2.74%
行业超额收益				
涨幅排名靠前的申万一级行业	美容护理(87.73%)	传媒(99.78%)	食品饮料(32.53%)	社会服务(101.64%)
	医药生物(66.80%)	环保(61.45%)	家用电器(25.26%)	电力设备(55.20%)
	电子(54.92%)	计算机(58.74%)	钢铁(18.79%)	美容护理(45.17%)
	计算机(45.71%)	家用电器(56.81%)	有色金属(17.11%)	食品饮料(40.26%)
	食品饮料(41.82%)	国防军工(37.69%)	建筑材料(11.75%)	有色金属(37.77%)
	煤炭(38.58%)	电子(34.84%)	非银金融(8.19%)	基础化工(22.93%)
	汽车(38.41%)	医药生物(33.38%)	建筑装饰(6.01%)	汽车(18.60%)
	家用电器(37.92%)	汽车(33.05%)	煤炭(5.93%)	钢铁(16.56%)
	社会服务(32.50%)	电力设备(29.08%)		煤炭(9.79%)
	商贸零售(31.84%)	美容护理(26.68%)		医药生物(7.40%)

资料来源: 万得, 信达证券研发中心

上述结论似乎会有一些反直觉, 为何对经济增速更敏感的行业没有产生超额收益呢? 我们认为产生这个现象的原因有三。

1) 经济回升期持续的时间比较长, 通常能维持一年到一年半。而消费板块在2010年之后是持续跑赢大盘的, 当我们选取了较长的观察区间, 消费板块自然会体现出领涨的属性。2) 经济敏感性行业的超额收益通常在经济增速见顶之前就回落了。如果我们观察经济见底后半年的板块表现, 经济敏感性行业的超额收益表现会更为突出。如2009年的煤炭、有色金属, 2012年的建筑材料、汽车, 2016年的有色金属、建筑材料、化工, 2020年的化工、汽车等。3) 经济敏感性行业的盈利弹性会随着宏观经济增速的下降而下降。2015年之后通常是龙头行业集中度提升的逻辑带动相应行业的超额收益, 如水泥、化工、重卡、挖掘机等。

表 6: 经济扩张期开启后半年的板块表现

经济见底后半年				
起始时间	2009/03	2012/08	2016/02	2020/04
结束时间	2009/09	2013/02	2016/08	2020/10
持续时间(月)	6	6	6	6
沪深300	20.94	20.89	12.20	21.42
风格超额收益				
价值风格	-2.94%	5.74%	-0.33%	-11.02%
成长风格	-1.73%	1.69%	0.57%	8.17%
大盘风格	-1.23%	1.60%	-0.59%	1.48%
小盘风格	3.77%	-7.57%	2.07%	-4.18%
板块超额收益				
金融板块	5.61%	13.32%	5.41%	-11.54%
周期板块	1.20%	-6.12%	3.88%	2.19%
消费板块	3.45%	-11.89%	8.02%	8.29%
成长板块	-1.73%	-3.85%	4.52%	4.01%
行业超额收益				
涨幅排名靠前的申万一级行业	煤炭(37.09%)	银行(16.75%)	食品饮料(15.62%)	社会服务(44.01%)
	美容护理(24.33%)	国防军工(13.74%)	电子(8.86%)	电力设备(30.75%)
	汽车(22.15%)	汽车(13.72%)	综合(8.36%)	汽车(27.33%)
	食品饮料(19.35%)	环保(13.41%)	有色金属(8.31%)	食品饮料(25.18%)
相对于沪深300指数的超额收益	家用电器(10.54%)	美容护理(9.84%)	医药生物(6.63%)	国防军工(10.88%)
	银行(8.73%)	建筑材料(9.27%)	建筑材料(6.52%)	美容护理(9.98%)
	医药生物(6.57%)	房地产(8.38%)	基础化工(5.90%)	基础化工(9.13%)
	房地产(5.31%)	非银金融(7.51%)	家用电器(5.32%)	家用电器(7.76%)
	商贸零售(2.60%)	家用电器(6.49%)	通信(5.24%)	医药生物(7.07%)
	有色金属(2.27%)	建筑装饰(1.80%)	轻工制造(5.02%)	电子(6.94%)

资料来源: 万得, 信达证券研发中心

图 13: 工程机械行业在 2019 年之后的超额收益主要源于龙头企业市占率的提升


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

2.5 经济上行的三个阶段，金融、成长、消费依次领涨

金融板块在政策底之后、信用底之前出现超额收益的概率最大。1) 从政策底到信用底，金融板块或是在全区间跑赢（2012年），或是有月度级别的脉冲式行情（2008年、2014年、2018年）。2) 在经济回升期，除2012年底之外，其他时期的金融板块都难有持续的超额收益。

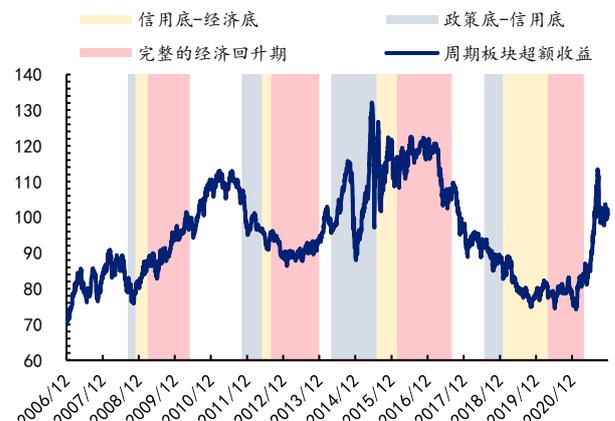
周期板块在经济底出来之前大多都跑输指数。周期板块在2010年之后很难长期跑赢指数，季度级别的行情通常发生在经济回升期。此外，在2010H2、2021Q3的滞涨期，周期板块的表现也比较亮眼。

图 14：金融板块在经济上行期不同阶段的表现



资料来源：万得，信达证券研发中心

图 15：周期板块在经济上行期不同阶段的表现



资料来源：万得，信达证券研发中心

消费板块在经济回升期通常会有不错的表现。1) 从政策底到信用底，消费板块表现较为平淡，大概率会跑输大盘。2) 信用底到经济底，消费板块的表现边际转好，部分有成长逻辑的消费行业会有所表现。如2009年的汽车，2012年的医药，2015年的酒店、2019年的创新药和医美等。3) 经济回升期，消费板块通常会在整个区间跑赢沪深300指数，也可以理解为消费板块长期跑赢大盘的属性在经济回升期更容易体现。

成长板块在信用底之后、经济底之前存在超额收益。1) 从政策底到信用底，成长板块的超额收益通常为负，唯一例外的情况是2008年底。主要源于在那段时期，有色、石油石化、建筑等周期股也是有成长属性的。2) 从信用底到经济底，成长板块受益于流动性的走高而表现强劲。3) 经济回升期，成长板块能产生超额收益的概率是50%，2009年、2013年跑赢，2016年、2020年跑输。

从大小盘风格来看，1) 从政策底到信用底，大盘风格好于小盘风格，大盘的跑赢或源于熊市期的抗跌属性（2008年、2018年），或源于金融板块企稳的带动（2011年底、2014年底、2018年底）。2) 从信用底到经济底，小盘风格好于大盘风格，而大盘风格在上一阶段的超额收益几乎完全回撤。3) 经济回升期，大小盘的风格变化会很极端。

图 16: 消费板块在经济上行期不同阶段的表现


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

图 17: 成长板块在经济上行期不同阶段的表现


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

图 18: 大小盘风格在经济上行期不同阶段的表现


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

三、经济下行期的大盘与板块表现

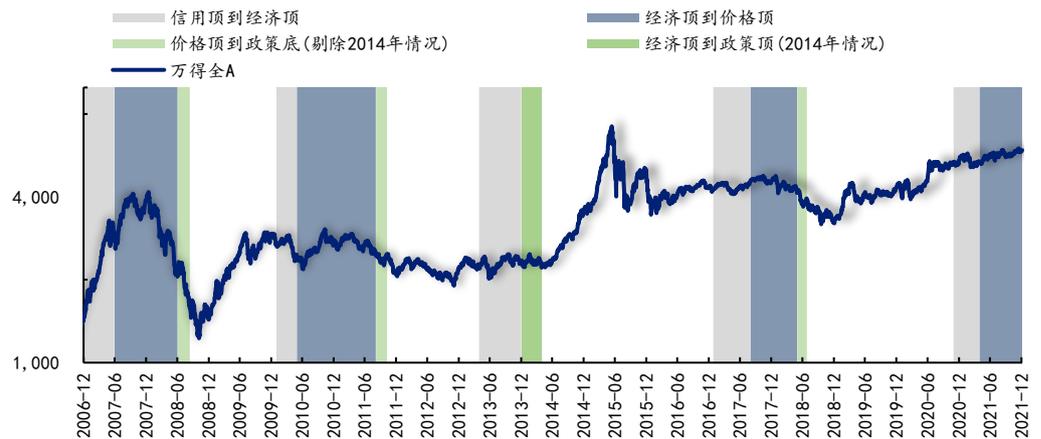
3.1 股市顶通常出现在经济顶到价格顶之间

1) 信用扩张结束后，盈利上行大概率能支撑股市进一步上涨。不过，股市上涨最快的时期已经结束。

2) 直观上看，2007年、2017年、2021年都出现了股市顶滞后于经济顶的情况，但背后的影响因素各不相同。2007Q4 GDP增速出现高位放缓，直到2008年上半年GDP增速下降幅度加快股市才转跌，这段时期反映了股市对盈利增速的高位放缓是不敏感的。2017年经济顶出现在年中，但是商品价格的上涨支撑上市公司盈利增速维持在高位，股市直到2018年初才转跌。2021年的背景是股市的微观流动性非常充裕（公募基金、私募基金规模大增），“双碳”主线（新能源与上游资源品）支撑了股市在当年12月创出年内新高。

例外的情况是2010年，这一轮股市顶既领先于信用顶，也领先于经济顶，主要是源于2010年开年出现了一轮非常严厉的地产调控政策。不过在2010年7月至10月（经济顶到价格顶之间），万得全A指数又出现了涨幅超过30%的一轮反弹，由有色、煤炭、化工等涨价板块推动。

图 19：经济回落期的股票市场表现



资料来源：万得，信达证券研发中心

3.2 从信用顶到经济顶，消费走强，地产调整

1) 从信用顶到经济顶，消费板块走强、金融地产板块调整的确信性比较高。

领涨的板块方面，消费继续走强的确定性最高，成长与周期出现超额收益的概率都是50%。2010年1月至2010年5月、2013年4月至12月，领涨的板块是消费与成长。2017年1月至8月、2020年11月至2021年4月，领涨的板块是消费和周期。

领跌的板块方面，房地产、银行业在这个阶段跑输的概率比较大，不过金融板块的相对收益通常在经济回升后期就会见顶了。更准确地说，这两个行业的跑输是之前行情的延续。

2) 进一步地，我们对比了信用见顶前半年、信用顶到经济顶这两段时期的行业超额收益关系。2010年、2013年、2021年信用见顶前后，行业的超额收益呈现正相关关系，

请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com> 17

也就是说信用见顶前领涨的行业在信用见顶后继续跑赢了大盘。2017 年信用见顶前后，行业的超额收益则几乎没有相关关系。

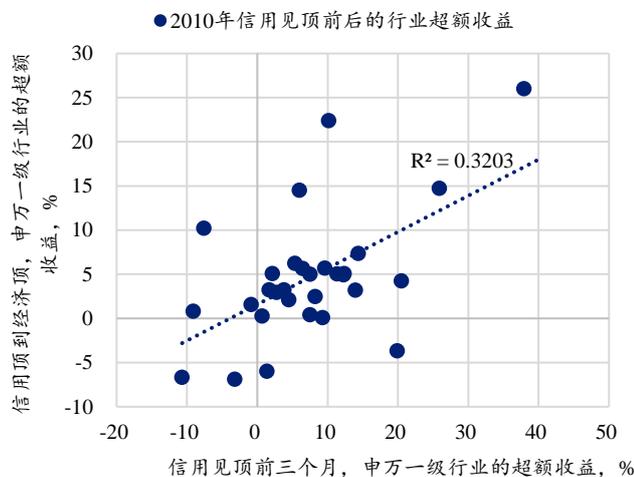
综合以上信息来看，历史经验显示股票市场对信用见顶的敏感度是比较低的，不仅宽基指数的涨跌不会受到影响，行业的超额收益表现也不会因此而发生大波动。

表 7: 从信用顶到经济顶的板块表现

信用顶到经济顶				
起始时间	2010/01	2013/04	2017/01	2020/11
结束时间	2010/05	2013/12	2017/08	2021/04
持续时间(月)	4	8	7	5
沪深300	-13.45	-4.79	12.81	2.87
风格超额收益				
价值风格	0.72%	4.03%	-0.46%	-5.13%
成长风格	0.46%	4.61%	-5.65%	10.19%
大盘风格	-0.20%	-1.23%	1.20%	2.59%
小盘风格	18.76%	22.48%	-16.22%	-4.93%
板块超额收益				
金融板块	-2.53%	0.46%	-0.37%	-11.18%
周期板块	3.49%	5.50%	-11.02%	1.52%
消费板块	9.10%	21.15%	-7.40%	5.98%
成长板块	11.05%	31.52%	-10.81%	-0.73%
行业超额收益				
涨幅排名靠前的申万一级行业	美容护理(26.10%)	传媒(70.04%)	有色金属(9.54%)	社会服务(35.71%)
	医药生物(23.66%)	计算机(53.26%)	食品饮料(9.01%)	美容护理(34.57%)
	电子(18.58%)	环保(31.28%)	家用电器(8.84%)	钢铁(19.75%)
	电力设备(15.15%)	电子(30.44%)	钢铁(8.78%)	电力设备(17.48%)
	计算机(10.41%)	电力设备(29.41%)	非银金融(4.94%)	医药生物(13.90%)
	有色金属(9.61%)	国防军工(28.35%)	煤炭(4.92%)	有色金属(13.66%)
	环保(9.04%)	家用电器(27.27%)		食品饮料(10.02%)
	农林牧渔(8.58%)	农林牧渔(26.20%)		煤炭(7.49%)
	综合(6.98%)	通信(25.04%)		基础化工(6.79%)
	国防军工(6.71%)	社会服务(24.83%)		石油石化(3.03%)
相对于沪深300指数的超额收益				

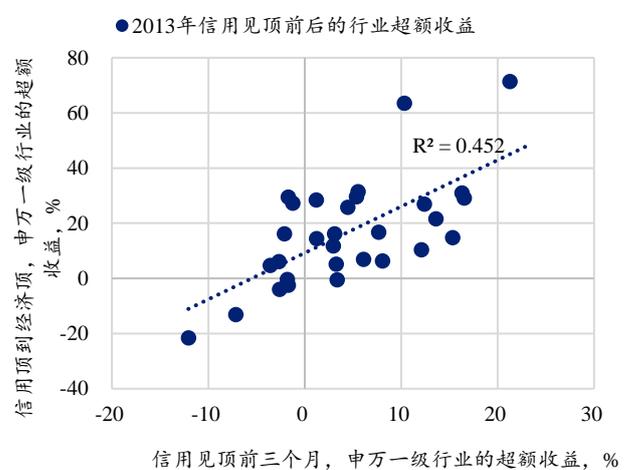
资料来源：万得，信达证券研发中心

图 20: 2010 年 1 月信用见顶前后，领涨行业变化不大



资料来源：万得，信达证券研发中心

图 21: 2013 年 4 月信用见顶前后，领涨行业变化不大



资料来源：万得，信达证券研发中心

3.3 从经济顶到价格顶，周期与消费均有表现

经济顶到价格顶之间，板块的规律较为显著，周期和消费均会有表现。

1) 周期板块跑赢大盘的核心逻辑在于业绩上行。不过在经济增速下行、需求下降、股票指数转跌的背景下，周期板块通常不会普涨。如 2007 年 6 月至 2008 年 7 月，煤炭行业跑赢大盘 45%，但有色金属行业则跑输大盘 6.6%。2010 年 5 月至 2011 年 9 月，与国内需求相关的建材、有色跑赢大盘 20%以上，但与全球需求相关的石油石化则跑输大盘 7.74%。2017 年 8 月至 2018 年 6 月，煤炭、有色跑输大盘 20%左右；2021 年 4 月至 2022 年 1 月，受供给收缩影响的有色、煤炭跑赢大盘接近 30%，但与地产投资需求相关的建材则跑输大盘。

2) 消费板块跑赢大盘的核心逻辑在于业绩韧性强。唯一一次例外的情况是 2021 年。这段时期，领涨的板块被成长板块所替代，这与疫情之后消费复苏偏弱、消费板块在 2020 年因为交易性因素的超涨等都有关系。

表 8: 从经济顶到价格顶的板块表现

经济顶到价格顶				
起始时间	2007/06	2010/05	2017/08	2021/04
结束时间	2008/07	2011/09	2018/06	2022/01
持续时间(月)	12	15	9	9
沪深300	-28.28	-3.74	-1.66	-6.62
风格超额收益				
价值风格	8.74%	-0.75%	-1.86%	5.02%
成长风格	5.78%	4.33%	-5.99%	3.99%
大盘风格	0.77%	-2.88%	1.33%	-0.32%
小盘风格	8.64%	15.88%	-14.78%	28.84%
板块超额收益				
金融板块	-1.32%	-5.48%	-9.33%	1.42%
周期板块	8.37%	9.89%	-12.50%	22.97%
消费板块	6.40%	14.47%	11.85%	-0.76%
成长板块	5.67%	5.88%	-10.76%	22.96%
行业超额收益				
涨幅排名靠前的申万一级行业	农林牧渔(45.64%)	食品饮料(48.59%)	食品饮料(33.77%)	电力设备(42.90%)
	煤炭(45.14%)	建筑材料(28.46%)	社会服务(22.39%)	国防军工(35.08%)
	通信(33.48%)	机械设备(25.30%)	医药生物(17.83%)	煤炭(29.73%)
	电力设备(17.59%)	有色金属(22.91%)	家用电器(11.01%)	基础化工(29.37%)
	医药生物(17.24%)	国防军工(20.69%)	美容护理(6.95%)	有色金属(28.66%)
	基础化工(14.31%)	家用电器(20.61%)	石油石化(0.37%)	公用事业(27.37%)
	建筑装饰(11.80%)	综合(18.72%)		汽车(25.33%)
	食品饮料(10.53%)	纺织服饰(16.07%)		环保(23.59%)
	商贸零售(7.90%)	建筑装饰(13.95%)		建筑装饰(23.27%)
	银行(5.70%)	美容护理(13.01%)		通信(22.93%)

资料来源：万得，信达证券研发中心

3.4 从价格顶到政策底，金融地产凸显抗跌属性

首先，价格顶到政策底，股市的表现通常不太好，股市步入“杀盈利”阶段。

其次，金融地产大概率跑赢，主要源于其抗跌属性。不过“杀盈利”阶段的股市倾向于普跌，各板块的超额收益的分化程度不会很大。除了金融地产板块之外，消费和成长板块也会有部分行业表现突出。

表 9：从价格顶到政策底的板块表现

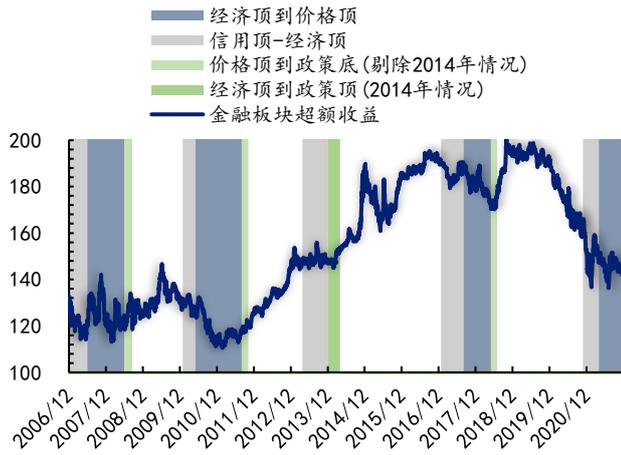
价格顶到政策底				
起始时间	2008/07	2011/09	2013/12	2018/06
结束时间	2008/09	2011/11	2014/04	2018/07
持续时间(月)	3	2	4	2
沪深300	-25.86	-2.72	-6.12	-7.56
风格超额收益				
价值风格	3.14%	1.89%	3.66%	1.97%
成长风格	-1.37%	-3.63%	2.17%	-2.97%
大盘风格	2.83%	0.24%	-0.15%	0.43%
小盘风格	-1.61%	-3.63%	6.14%	-3.27%
板块超额收益				
金融板块	2.01%	2.14%	3.50%	3.68%
周期板块	-5.09%	-3.38%	1.85%	0.05%
消费板块	2.08%	-2.45%	3.19%	-4.33%
成长板块	-3.49%	-2.19%	2.94%	-3.78%
行业超额收益				
涨幅排名靠前的申万一级行业	食品饮料(11.38%)	传媒(10.98%)	社会服务(12.76%)	钢铁(15.06%)
	传媒(8.78%)	银行(5.14%)	综合(11.52%)	建筑材料(7.72%)
	交通运输(8.66%)	非银金融(4.22%)	轻工制造(9.37%)	国防军工(4.26%)
	公用事业(6.91%)	通信(3.50%)	通信(9.21%)	建筑装饰(3.82%)
相对于沪深300指数的超额收益	建筑装饰(6.29%)	环保(3.24%)	汽车(8.15%)	银行(3.73%)
	汽车(6.17%)	石油石化(2.94%)	电子(8.06%)	非银金融(1.89%)
	美容护理(4.78%)	公用事业(2.27%)	房地产(7.29%)	社会服务(1.81%)
	非银金融(4.41%)	计算机(1.14%)	电力设备(7.17%)	煤炭(1.76%)
	机械设备(3.75%)	交通运输(0.09%)	计算机(6.44%)	石油石化(1.45%)
	家用电器(3.64%)	综合(-0.46%)	银行(6.36%)	基础化工(1.38%)

资料来源：万得，信达证券研发中心

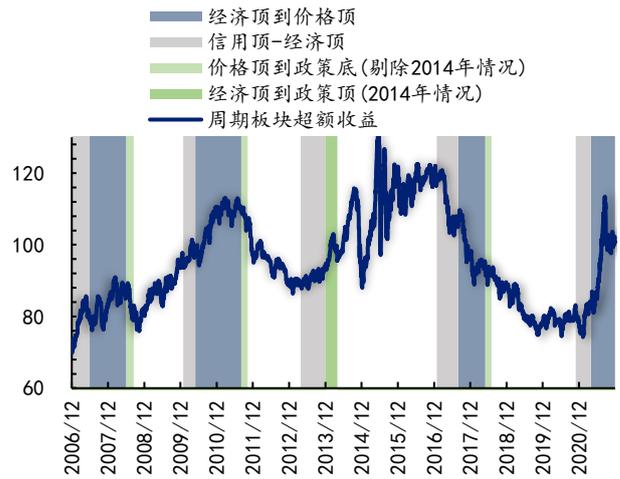
3.5 经济下行的三阶段，消费、周期、金融依次领涨

消费板块在信用顶到价格顶之间都会有超额收益。1) 从信用顶到经济顶，例外情况只有 2017 年，这段时期消费板块整体跑输大盘，但是食品饮料、家电行业表现依然亮眼。2) 经济顶到价格顶期间，消费板块能跑赢的逻辑就比较简单了，主要源于其业绩韧性。3) 而价格顶到政策底期间，股市倾向于普跌，消费板块的超额收益转为震荡。

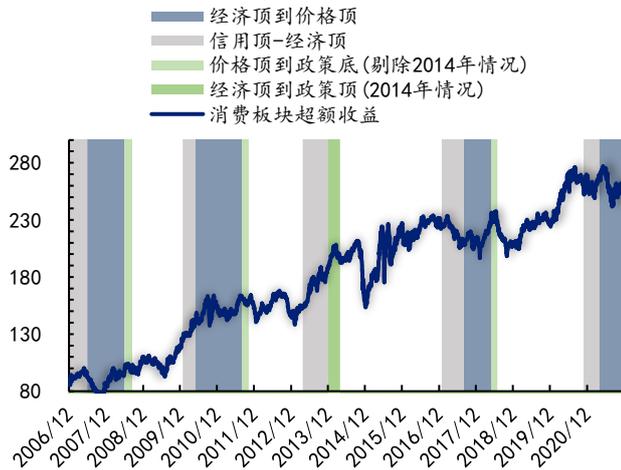
周期板块在经济顶到价格顶之间存在超额收益。金融板块的超额收益在信用顶之前就开始了，在价格顶之后因抗跌属性而领涨。

图 22: 金融板块在经济下行期不同阶段的表现


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

图 23: 周期板块在经济下行期不同阶段的表现


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

图 24: 消费板块在经济下行期不同阶段的表现


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

图 25: 成长板块在经济下行期不同阶段的表现

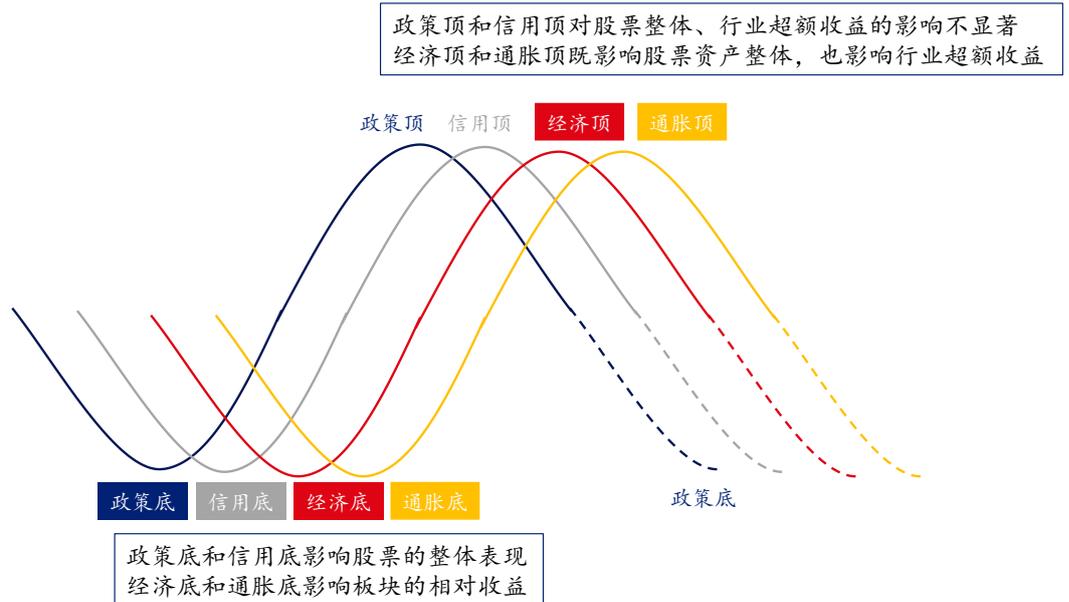

资料来源: 万得, 信达证券研发中心

四、如何理解经济周期对行业配置的影响?

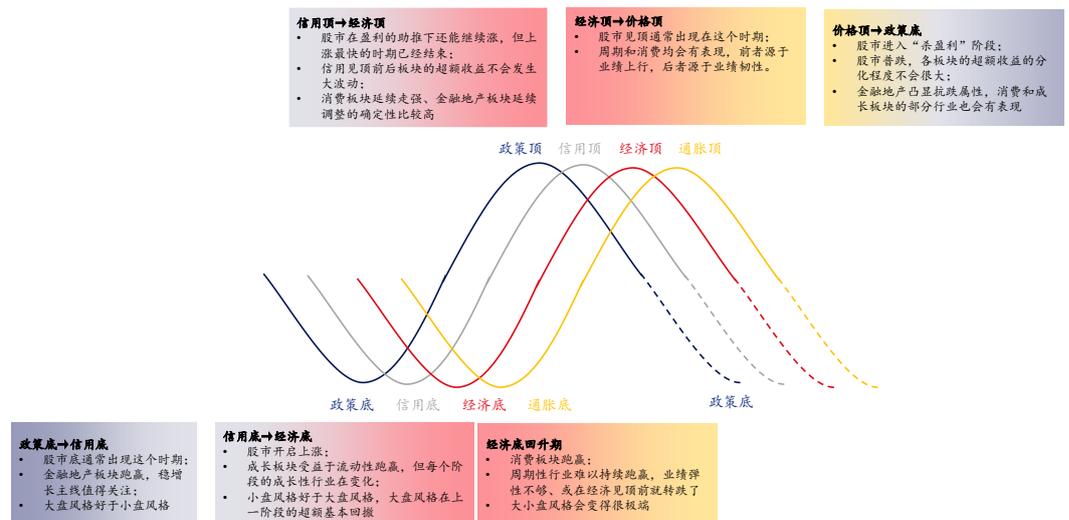
在讨论行业配置观点时,经济周期所处的阶段是一个难以回避的话题。虽然本篇报告题为《经济周期与行业风格的关系》,但我们并非刻意以经济周期解释全部的行业轮动现象。除了通过历史复盘理解经济周期对行业超额收益的影响之外,我们也会同时反思经济周期知道行业配置的局限性。

先看经济周期对行业配置的影响体现在哪些方面?

其一,经济周期对行业景气度的影响广泛。例如,理论上来说,利率下行会降低企业的财务成本,高杠杆率行业在此阶段最为受益;经济上行则伴随着投资、消费、出口等需求的改善,分别对应着制造业、可选消费、出口敏感型行业受益。根据我们在第二、第三章的复盘,经济周期对A股板块行情的影响如下图所示。

图 26: 经济周期性运行过程中, 哪些关键节点值得关注?


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

图 27: 经济周期对股市行业风格的影响非常广泛


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

其二, 经济短周期会影响年度级别的配置观点。以中国市场的情况来看, 一轮完整的经济短周期通常是 3-4 年, 那么经济上行/下行阶段通常是 1.5 年-2 年。经济形势的判断对一年维度的配置观点足够重要。

再看经济周期指导行业配置存在哪些局限?

其一, 在经历一轮完整的经济周期之后, 各行业的收益并不相同。换言之, 如果所有的行业轮动现象皆由经济周期所驱动, 那么在一轮经济上行期和经济下行期之后, 所有行

业的收益应该会比较接近的。但事实情况并非如此，甚至每一轮经济周期中，领跑的行业也在发生变化。这一现象表明，一些趋势性的、结构性的因素是难以忽略的。比如潜在经济增速下降之后周期性行业的业绩弹性下降、金融杠杆率下跌之后银行相对大盘的超额收益长期走平。

其二，部分行业的景气度几乎完全独立于经济周期的运行。比如医药、军工、稀土等行业都有其独立的产业政策逻辑（医药虽然理论上需求刚性，但是 2009 年医改扩大医保范围、释放需求也是很重要的影响因素；2017 年之后政策鼓励药械创新，才造就了创新药的大牛市）；猪肉养殖业的需求刚性，供给存在周期性变动；新兴产业的需求在成长初期呈现爆发式增长，而资本市场对于业绩高增速的追逐从未休止。这些行业的超额收益就很难用经济周期来解释，至多只能通过经济周期影响风险偏好和股市流动性，进而影响板块表现来做解释。

其三，经济周期可能会影响大类行业的超额收益，很难决定细分行业的超额收益。如同属可选消费板块的家电与汽车行业的超额收益也在发生变化。2015 年之前，乘用车与家电行业的长期回报比较接近。但 2016 年至 2017 年，千人汽车保有量达到饱和程度之后，传统乘用车行业步入成熟阶段，行业较难相对大盘产生超额收益；而家电行业在龙头企业集中度提升、全球竞争力提升的情况下大幅跑赢。这些案例说明，中观层面上行业所处的生命周期、龙头公司集中度等的影响也很重要。

风险因素

报告基于对历史规律的总结，历史规律在未来可能会失效。

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》。

李畅，华东师范大学世界经济硕士，2年宏观策略研究经验，2021年6月加入信达证券研发中心，从事策略研究工作。

张颖锐，上海财经大学应用统计硕士，3年宏观策略研究经验，2021年9月加入信达证券研发中心，从事策略研究工作。

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
华北区销售副总监（主持工作）	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@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
华东区销售副总监（主持工作）	杨兴	13718803208	yangxing@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	朱尧	18702173656	zhuyao@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华东区销售	方威	18721118359	fangwei@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	黄夕航	16677109908	huangxihang@cindasc.com
华南区销售	许锦川	13699765009	xujinchuan@cindasc.com
华南区销售	刘韵	13620005606	liuyun@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。	买入： 股价相对强于基准 20% 以上；	看好： 行业指数超越基准；
	增持： 股价相对强于基准 5% ~ 20%；	中性： 行业指数与基准基本持平；
	持有： 股价相对基准波动在 ±5% 之间；	看淡： 行业指数弱于基准。
	卖出： 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。