

“周期-信号-动量”体系与行业信号配置框架

新行业比较框架之三

中观跟踪与行业配置面临一些固有的难点：行业间难以进行横向比较，产业趋势不断演化，行业配置时机难以把控。本文构建“周期-信号-动量”体系与行业分类配置框架，尽可能提升景气跟踪与行业配置的有效性。

- **周期定风格、信号找行业、动量辅助择时的“周期-信号-动量”体系。**行业配置框架之中，中短周期嵌套模型是自上而下进行优势风格选择的基础，其中中周期定位对于优势行业的配置具有方向性的指导意义，而短周期变动在行业景气轮动的判别中则有重要的参考价值。本文对优势风格与占优大类行业的轮动规律进行整理总结，实现“周期定风格”。优势风格与占优大类行业之下、细分行业层面，本文将“次年g-复合g”景气衔接体系与“信号-输出”系统结合起来判断行业投资机会，实现“信号选行业”。而对于投资时机的判断，除了景气跟踪，还需要结合市场动量因素，也即“动量辅助择时”，动量因素中，估值支撑行业择时与涨幅空间的判断，成交额占比能够辅助震荡行情中的情绪判别。
- **周期因素：中短周期共振带动科技与高端制造业投资机会。**2019年开启的中周期中，从资本开支和产业趋势来看，科技和高端制造有望成为主导产业。行业短周期轮动规律来看，扩张前期可选消费、硬科技占优，扩张后期资源品占优，衰退前期必选消费、公用事业占优，衰退后期金融、建筑地产、软科技占优。并且实践之中很多行业不仅具有单一风格特征。例如白酒、医药等，兼具必选消费特征与成长性。当前经济走向扩张前期，优质的硬科技、可选消费行业以及具有高稳定性溢价食品饮料、医药等行业有望迎来估值扩张机会。
- **信号因素：行业分类信号跟踪配置框架。**将中观行业分为资源品、建筑地产、必选消费、可选消费、硬科技、软科技、金融行业几个大类。资源品行业具有较强的顺周期属性且后周期特征明显，行情与大宗商品价格高度相关。地产具有较强的逆周期特征，上下游产业链涉及行业众多，建筑产业链与地产新开工、地产后周期产业链与地产竣工密切相关。必选消费防御性较强，价格驱动效应明显，行情与CPI相关性较高。相比于资源品，可选消费早周期特征更明显，行情受到收入及消费预期驱动。金融类行业与金融周期密切相关，银行、保险与成长行业具有较为明显的“跷跷板”效应，且表现出一定的防御性，往往在市场弱势时表现占优。软硬科技受科技产业周期驱动，流动性也往往对行情起助推作用，科技周期之中，行业轮动往往遵循从基础设施（通信）到终端设备（消费电子）再到应用软件（计算机、传媒）的规律。当前5G周期中基础设施建设高峰已趋于尾声，而终端设备热潮正盛，应用软件布局也已开启。
- **动量因素：优良业绩下，低估值行业涨幅空间更大。**以2012-2021年10年涨跌幅数据为样本，将所有行业按照当年业绩和年初估值水平各分为四组，统计不同业绩和估值水平下行业涨跌幅情况。在高业绩、中高业绩基础上，行业年初估值较低，则当年往往具备更高的涨幅空间。而若业绩平庸，则估值低也难以贡献更高的超额涨幅。当前绝大多数中观景气向好的高端制造和可选消费行业仍具备高估值性价比。
- **中观四维“周期-信号-动量”行业比较体系。**从周期因素、信号因素、业绩因素、估值因素四个层面构建四维“周期-信号-动量”行业比较体系，对大类行业趋势进行综合分析，整体来看，硬科技整体景气向好，可选消费、必选消费与软科技中部分子行业值得关注。细分行业层面关注：1) 部分产业趋势与政策导向双利好、估值合理的科技与高端制造行业：信创、国防军工（航空产业链、军工电子）、高端机械（工业母机）、半导体（设计、设备、材料）、汽车智能化、消费电子（VR/AR）、元宇宙；2) 具有较高稳定性溢价，具备估值扩张或修复机会的消费品：食品饮料（白酒、啤酒、调味品）、医药、游戏、造纸；3) 受益于长牛起点的证券。
- **风险提示：政策波动超出预期，经济波动超出预期，业绩预期存在偏差**

相关研究报告

《新行业比较框架之一：基于周期嵌套景气比较的行业轮动框架》-220617

《新行业比较框架之二：中美科技股轮动框架与投资实践》-230108

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

策略研究

证券分析师：王君

(8610)66229061

jun.wang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300519060003

证券分析师：高天然

tianran.gao@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300522100001

目录

1“周期-信号-动量”行业配置框架概述	5
1.1 中观跟踪与行业配置中的困境与难点	5
1.2 周期定风格、信号选行业、动量辅助择时	5
2 周期定风格——周期嵌套框架下的行业轮动规律	7
2.1 中周期与主导产业趋势变迁	7
2.2 短周期下的行业轮动规律	8
3 信号选行业——“信号-输出”系统	11
3.1“次年 G-复合 G”景气衔接体系	11
3.2 “信号-输出”系统能够有效判别行业配置机会	12
(2) 复合 G 层面，需求端主导的 2019-2022 年光伏行情	13
4 行业信号跟踪配置框架	15
4.1 顺周期、价格主导行情的资源品	15
4.2 逆周期表现占优的建筑地产	18
4.3 防御性强、价格驱动效应明显的必选消费	21
4.4 早周期特征明显、收入及消费预期驱动的可选消费	25
4.5 产业周期驱动、流动性助推的科技和高端制造（软科技、硬科技）	27
4.6 金融周期驱动的金融类行业	35
5 行业配置中的择时辅助——动量因素	38
5.1 优良业绩基础之上，低估值行业具备更高涨幅空间	38
5.2 震荡行情中的情绪判别——成交额占比	38
6 中观四维“周期-信号-动量”行业比较体系	40
风险提示	42
附录.趋势拐点的辅助判断——DMI+RSI 指标	43

图表目录

图表 1. A 股消费、成长板块市值占比呈现上行趋势	5
图表 2. 2017 年以来陆股通持股市值占比呈上行趋势	5
图表 3. “周期-信号-动量”体系	6
图表 4. 市场行情趋势的背后是资本开支周期的变动	7
图表 5. 中国短周期轮动	8
图表 6. 短周期框架下的行业轮动规律	9
图表 7. 白酒、医疗器械等兼具必选消费特征与成长性	9
图表 8. 2013 年与 2020 年下半年硬科技与可选消费占优	10
图表 9. 次年 g 的驱动力来自供需错配，高复合 g 往往建立在供需格局优化之上	11
图表 10. “信号-输出”系统	12
图表 11. 2018-2019 年猪产业行情复盘	13
图表 12. 2020 年以来光伏维持高装机增速	14
图表 13. 2019 年部分地区光伏发电成本降至煤电成本	14
图表 14. 2019 年以来，光伏迎来业绩上升期	14
图表 15. 光伏行情与光伏装机和出口密切相关	14
图表 16. 资源品业绩具有强周期性且与经济周期关系密切	15
图表 17. 资源品相对收益与 CRB 商品价格指数高度相关	15
图表 18. 资源品产业链	16
图表 19. 重点资源品行业供需-量价跟踪体系	16
图表 20. 钢铁行情与钢材价格高度相关	17
图表 21. 钢铁行业供给端可通过高炉开工率、库存等跟踪	17
图表 22. 煤炭价格呈现持续回落趋势	17
图表 23. 动力煤库存回升，炼焦煤库存处于低位	17
图表 24. 地产行业承担一定的“逆周期”调节作用	18
图表 25. 地产市场行情具有较强的周期性	18
图表 26. 地产行业分析框架及产业链分析	19
图表 27. 建筑产业链行情与地产新开工高度相关	19
图表 28. 后周期产业链行情与地产竣工高度相关	19
图表 29. 2022 年 12 月地产销售延续疲弱	20
图表 30. 地产竣工回暖显著而新开工和施工延续弱势	20
图表 31. 必选消费行业行情与 CPI 具有较高相关性	21
图表 32. 猪产业行情与猪肉价格密切相关	22
图表 33. 能繁母猪存栏同比领先猪价约 10 个月左右	22
图表 34. 2015 年以后白酒产量增长停滞而价格持续提升	22
图表 35. 白酒行情与白酒价格有较高相关性	23
图表 36. 2015 年以来白酒业绩增速与 M1 同比高度相关	23
图表 37. 白酒行业具备较强稳定性溢价	23
图表 38. 啤酒和调味品相关原料及包材价格多有下调趋势	24

图表 39. 第六、第七批国家集采平均降幅显著降低.....	24
图表 40. 可选消费往往在 PPI 下行后期和上行初期相对资源品表现较优.....	25
图表 41. 收入与消费预期驱动可选消费行情，M1 对可选消费具备一定领先性.....	26
图表 42. 消费电子、游戏在扩张前期往往业绩上行.....	26
图表 43. 社零上行区间纸价往往随之上涨.....	26
图表 44. 科技和高端制造业也具有显著的产业周期驱动特征.....	27
图表 45. 充裕的流动性会对科技和高端制造业行情形成明显的助推.....	28
图表 46. 软科技对流动性更为敏感，而硬科技更受益于经济复苏.....	28
图表 47. TMT 行业遵循从通信到消费电子到计算机和游戏依次获得超额收益的规律.....	29
图表 48. 通信行情往往先于基站设备建设启动.....	30
图表 49. 消费电子行情与手机产量有较高相关性.....	30
图表 50. 半导体周期大概 3-5 年一轮.....	30
图表 51. DRAM 价格与半导体销售额同比高度相关.....	30
图表 52. 2022 年下半年以来自动驾驶相关立法加速落地.....	31
图表 53. 2023 年-2025 年，L2 渗透率有望稳步提升，L3 渗透率有望显著成长.....	32
图表 54. 2022 年以来中国 VR 头显销量高速增长.....	32
图表 55. 近年来证券业 IT 投入占营收比持续提升.....	33
图表 56. 工业机器人、工业母机等与制造业投资密切相关.....	34
图表 57. 近几年航空产业链、军工电子进入高速扩产期.....	35
图表 58. 历史上银行行情与社融、净息差等量价指标密切相关.....	35
图表 59. 证券指数的涨跌与 A 股上证指数的涨跌高度相关.....	36
图表 60. 券商在牛市上涨初期涨幅更为明显.....	36
图表 61. 保险行情往往发生在负债端保费收入上行或资产端 10 年国债收益率上行时.....	36
图表 62. 金融类与成长行业有较为明显的“跷跷板”效应.....	37
图表 63. 优良业绩基础之上，低估值行业涨幅空间较高估值行业更大.....	38
图表 64. 医疗器械成交额占比达到 2.5% 时易出现回调.....	39
图表 65. 新能源汽车成交额占比达到 8% 时易出现回调.....	39
图表 66. 国防军工成交额占比达到 3.0% 时易出现回调.....	39
图表 67. 计算机软件成交额占比达到 4.5% 时易出现回调.....	39
图表 68. 2019-2022 年储能成交金额占比不断创新高.....	39
图表 69. 2020 年初至 2022 年上半年 VR 成交额占比下行.....	39
图表 70. 2023 年大类行业比较体系表.....	40
图表 71. 绝大多数中观景气向好的高端制造和可选消费行业仍具备高估值性价比.....	41
图表 72. 2018 年 10 月猪产业反弹拐点.....	44
图表 73. 2019 年 1 月初半导体反弹拐点.....	44
图表 74. 2022 年 10 月信创反弹拐点.....	44

1“周期-信号-动量”行业配置框架概述

1.1 中观跟踪与行业配置中的困境与难点

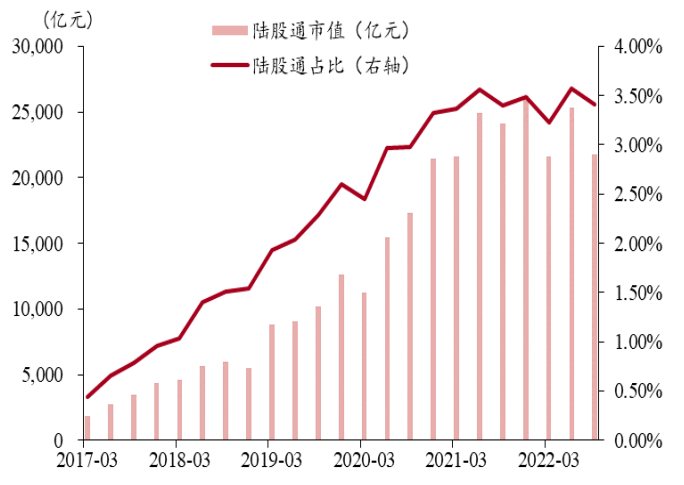
宏观经济整体降速、行业结构转型、A股投资者结构变迁对中观跟踪与行业配置提出新的要求。宏观维度上，2010年以来中国GDP增速总体呈现放缓趋势，特别是2014年前后，中国逐步进入“经济新常态”，经济增速从高速增长区间落入中高速区间，增长动力也发生一定改变，从要素驱动、投资驱动逐渐转向创新驱动。而在行业结构方面，A股成长、消费类行业占比逐年提升。投资者结构来看，机构化趋势愈加明显，且自2014年陆股通开通以来，A股外资投资者占比逐年提高，在市场定价中占据越来越重要的位置。宏观经济条件的种种变化对A股中观景气跟踪和行业配置也提出了新的挑战。

图表 1. A股消费、成长板块市值占比呈现上行趋势



资料来源：万得，中银证券

图表 2. 2017年以来陆股通持股市值占比呈上行趋势



资料来源：万得，中银证券

行业间难以进行横向比较、产业趋势不断演化是中观跟踪与行业配置中的固有难点，同时行业配置时机也难以把握。中观景气跟踪与行业配置是策略研究体系中的重要组成部分，较为有效的行业配置往往需要在宏观周期定位与经济趋势研判的基础之上，根据优势风格的指引，结合行业自身的景气周期和产业趋势做出。中观景气跟踪始终面临一些固有的难题：一方面，行业分类纷繁复杂，不同类别产业的产业格局、生命周期、景气追踪模式千差万别难以横向比较；例如传统周期品行业有价格、开工率等可供跟踪的高频景气指标以及相对成熟的供需缺口测算体系，但对于消费板块中的大多数行业，中观跟踪指标为月度低频且公布时间相对滞后，而成长板块特别是许多软科技类行业的市场表现很多时候与流动性环境有较高的相关性。另一方面，行业本身在不断演进，投资逻辑时有变化，新兴的行业又层出不穷；例如对于钢铁、有色等许多资源品行业，传统框架下更注重需求端的景气分析，但“供给侧改革”之后以及近年来“双碳”政策发力之下，供给端反而成为行业景气更重要的制约因素。而即使我们能够相对准确的判断行业配置的方向，行业择时也是极为困难的。

1.2 周期定风格、信号选行业、动量辅助择时

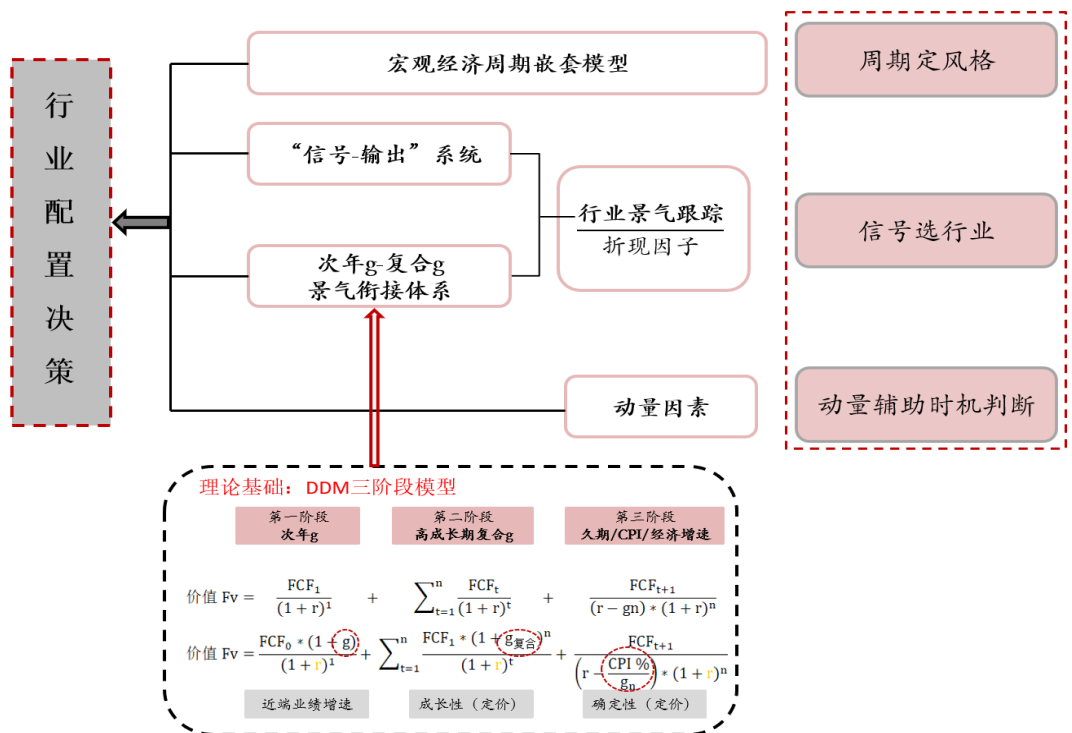
在我们的研究体系中，尽管很难做到对上述问题的完美解决，但我们希望尽可能把握宏观经济周期、产业趋势与市场因素中规律性、可重复的部分，尽可能提升中观景气跟踪与行业配置体系的有效性。

周期定风格、信号找行业、动量辅助择时的“周期-信号-动量”体系与行业信号配置框架。在我们的中观景气跟踪与行业配置体系中，周期嵌套模型是我们自上而下进行优势风格选择的基础。在周期嵌套模型下，我们着重关注平均9年左右一轮的资本开支周期（中周期）与平均36个月左右的库存周期（短周期），中周期定位对于优势行业的配置具有方向性的指导意义，而短周期变动在行业景气轮动的判别中则有重要的参考价值。

优势风格与占优大类行业之下、细分行业层面，我们将“次年 g-复合 g”景气衔接体系与“信号-输出”系统结合起来判断行业投资机会。“次年 g-复合 g”景气衔接体系以 DDM 三阶段模型为理论基础，将行业景气拆分为近端业绩增速（1 年以内的次年 g）与远端业绩增速（1-10 年的复合 g），股票价值的判断综合考量近端的次年 g、高速成长期的成长性溢价与稳定增长期的确定性溢价，次年 g 与复合 g 两个维度之上，不同行业又有其特定的“信号-输出”系统，可以依靠行业关键信息与跟踪指标释放出的信号捕捉投资机会，实现“信号选行业”。

“信号选行业”层面，依据不同行业的具体特征，我们将中观行业分为资源品、地产建筑、必选消费、可选消费、软科技、硬科技、金融类、公用事业八大类，探讨不同行业的景气特征和分析模式，寻找投资信号，同时为了更有效、更全面的挖掘投资机会，对于部分相关性较强的产业，我们依据产业间的勾稽关系建立产业链，分析产业链上下游的景气联动，构建行业分类配置体系。而对于投资时机的判断，除了基本面层面的景气跟踪，还需要结合市场动量因素，综合研判和把握趋势与震荡行情中时点与空间，也即“动量辅助择时”。

图表 3. “周期-信号-动量”体系



资料来源：万得，中银证券

2 周期定风格——周期嵌套框架下的行业轮动规律

2.1 中周期与主导产业趋势变迁

主导产业在中周期的扩张中形成，中周期主导产业趋势的变迁对行业配置具有重要指导意义。我们以设备投资占 GDP 的比例定义中周期，统计数据来看，每轮中周期平均持续 111 个月，约 9 年。中周期的核心是固定资本支出和结构性的产能扩张。2000 年以来，市场已经历了两轮主要的中周期产业趋势变迁：2001-2009 年，投资驱动之下我国经济维持高增速，煤炭、钢铁、电力、汽车等重工业蓬勃发展，2010 年开始，“消费升级”中周期贝塔凸显，医药和消费开始登上舞台。除了贯穿整个中周期的大产业趋势，一些小的周期趋势也穿插期间，如 2009-2010 年的“智能手机”短周期、2013-2015 年的“互联网+”短周期。

2019 年开启的中周期中，科技和高端制造有望成为主导产业。一方面，2019 年以来，从行业资本开支角度，电子、计算机、电力设备及新能源等科技与高端制造行业投资开始扩张。另一方面，2019 年以来，风光等新能源发电成本持续下行，已接近甚至低于火电发电成本，开始具备大规模铺设的性价比，而新能源汽车在续航能力、使用寿命、配套设施等方面也逐渐具备与燃油车抢夺市场的潜力，“能源革命”的全球大趋势已然开启。另一方面，近年来中美贸易、科技摩擦不断加剧，摆脱技术“卡脖子”、保证科技领域自主可控已成为越来越紧要的命题，“二十大”将“国家安全”提升至“民族复兴的根基”的高度，在这样的政策定调之下，我们有理由相信未来五年甚至十年“国家安全”将成为政策重点支持方向，相关高端制造行业有望迎来产业扩张。综合行业资本开支数据和产业趋势发展方向，我们认为 2019 年左右开启的中周期之中，科技和高端制造业将成为主导产业。

图表 4. 市场行情趋势的背后是资本开支周期的变动

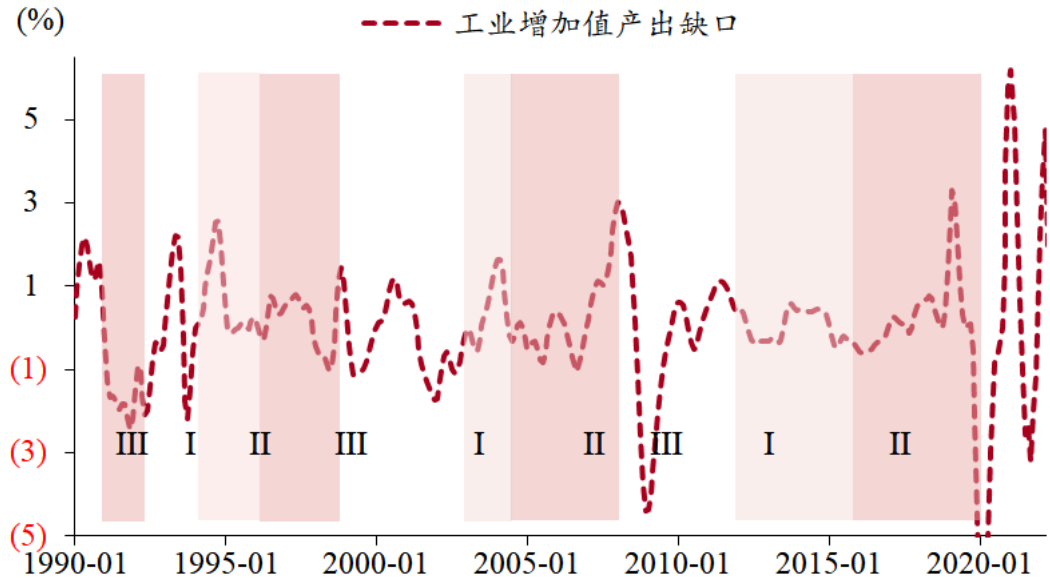
	2005年	2006年	2007年	2008年	2009年	2010年	2011年	2012年	2013年	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年中报
石油石化	-1.5%	21.3%	13.4%	17.3%	13.4%	-0.3%	12.0%	14.2%	-3.5%	-4.8%	-25.1%	-20.2%	23.6%	41.8%	21.1%	-12.3%	10.8%	9.5%
煤炭	8.5%	69.9%	63.4%	56.9%	-4.7%	10.3%	48.7%	18.1%	-9.3%	-15.2%	-25.8%	-6.9%	-7.0%	6.1%	12.3%	12.1%	0.3%	11.3%
有色金属	4.4%	25.1%	10.3%	65.3%	-17.5%	7.4%	34.2%	10.3%	-3.6%	-12.6%	-13.5%	-7.2%	10.7%	26.1%	6.8%	11.1%	2.8%	32.8%
钢铁	14.9%	14.9%	14.9%	14.9%	14.9%	14.9%	14.9%	14.9%	14.9%	14.9%	14.9%	14.9%	14.9%	14.9%	14.9%	14.9%	14.9%	14.9%
基础化工	14.9%	14.9%	14.9%	14.9%	14.9%	14.9%	14.9%	14.9%	14.9%	14.9%	14.9%	14.9%	14.9%	14.9%	14.9%	14.9%	14.9%	14.9%
建材	-14.5%	17.8%	53.1%	53.1%	22.7%	18.8%	27.3%	-20.6%	-8.4%	-20.5%	-18.3%	3.7%	5.3%	40.3%	18.9%	2.5%	88.4%	111.7%
建筑	-45.2%	2.7%	10.7%	99.2%	10.7%	24.2%	0.4%	15.9%	24.7%	28.1%	18.6%	1.5%	23.8%	-1.5%	23.3%	32.2%	-22.5%	5.5%
电力及公用事业	58.2%	17.4%	47.9%	19.6%	16.2%	2.7%	-2.9%	1.2%	8.2%	5.5%	24.7%	6.6%	7.0%	3.1%	1.9%	24.6%	8.4%	-1.6%
机械	3.7%	35.7%	54.8%	74.5%	-3.8%	76.8%	44.3%	-14.1%	-12.8%	7.5%	-4.0%	0.9%	17.6%	12.7%	-2.7%	7.3%	48.1%	5.1%
银行	-13.6%	10.7%	10.7%	41.6%	30.1%	16.9%	13.9%	29.3%	22.9%	17.4%	-12.1%	7.9%	-12.8%	21.6%	-7.2%	4.2%	-1.2%	37.3%
非银行金融	13.4%	-11.4%	-11.4%	25.9%	-8.7%	17.4%	28.8%	17.9%	2.9%	104.0%	104.0%	30.0%	-3.8%	-9.4%	-9.1%	4.7%	-2.1%	-12.5%
房地产	26.3%	31.2%	31.2%	-1.3%	1.0%	-3.1%	9.5%	-1.2%	25.4%	25.0%	13.6%	35.2%	25.4%	24.3%	27.1%	10.4%	-16.8%	-28.1%
汽车	-5.4%	-13.9%	64.5%	26.4%	-18.9%	60.8%	15.9%	-2.6%	-5.5%	11.4%	11.9%	21.2%	15.8%	25.7%	-11.5%	-24.4%	48.0%	57.1%
家电	-3.2%	-18.6%	6.1%	89.7%	-8.3%	100.4%	101.3%	-45.0%	-9.1%	30.0%	11.3%	-7.8%	22.4%	17.0%	-46.8%	11.4%	16.8%	4.3%
轻工制造	-17.7%	29.5%	-14.3%	5.2%	36.8%	37.3%	15.1%	-14.9%	-2.3%	-4.9%	1.8%	-5.7%	28.2%	28.2%	1.1%	13.5%	25.2%	-6.7%
商贸零售	-19.1%	22.2%	19.1%	63.2%	-24.7%	58.7%	24.8%	-22.2%	-7.9%	-36.7%	-7.7%	30.7%	2.1%	23.6%	47.3%	-13.4%	10.3%	-39.8%
消费者服务	2.0%	-20.4%	124.7%	-19.5%	3.6%	61.6%	30.4%	-85.9%	104.1%	31.9%	-13.5%	-8.4%	31.3%	-6.4%	-6.4%	-3.4%	49.1%	-4.3%
纺织服装	-13.3%	-4.9%	1.6%	30.6%	13.4%	69.5%	52.5%	16.2%	9.7%	-3.0%	21.5%	8.9%	19.4%	29.7%	8.2%	17.4%	45.5%	14.7%
医药	-6.8%	42.4%	-3.4%	12.9%	10.6%	93.4%	53.3%	15.2%	-6.2%	2.3%	1.3%	-27.8%	32.3%	16.8%	39.1%	-9.7%	35.1%	5.0%
食品饮料	1.3%	2.2%	-1.0%	69.2%	-3.5%	22.2%	48.8%	15.2%	-1.8%	-4.0%	-1.1%	18.1%	20.7%	5.9%	30.5%	37.1%	-24.1%	-43.6%
农林牧渔	-49.0%	-4.2%	10.7%	15.0%	22.7%	14.2%	15.3%	13.0%	9.2%	3.9%	4.5%	12.1%	4.6%	15.2%	13.1%	12.8%	27.2%	25.2%
电子	-42.3%	-27.0%	72.1%	8.5%	11.4%	-0.1%	22.8%	-31.9%	19.3%	19.3%	19.3%	19.3%	19.3%	22.3%	-1.3%	48.2%	15.5%	16.9%
通信	-11.7%	8.9%	30.5%	88.3%	11.4%	11.4%	8.7%	-14.6%	14.6%	14.6%	14.6%	15.2%	-21.7%	2.1%	-8.9%	-2.9%	10.0%	10.0%
计算机	-3.9%	34.9%	7.1%	75.0%	37.6%	19.4%	37.6%	19.4%	30.9%	30.9%	30.9%	20.4%	27.0%	11.7%	-16.7%	2.4%	10.0%	-1.0%
传媒	-16.5%	66.5%	91.3%	54.4%	4.4%	45.1%	8.6%	28.4%	28.4%	28.4%	28.4%	20.9%	20.9%	-4.5%	2.4%	-10.5%	10.0%	-20.7%
专用设备	2.7%	17.2%	20.5%	93.1%	12.8%	31.3%	43.4%	-8.5%	-5.6%	-2.8%	33.3%	31.9%	25.3%	5.1%	10.0%	21.1%	10.0%	40.4%
国防军工	37.3%	-0.1%	24.6%	94.1%	-3.2%	8.1%	26.2%	58.4%	27.0%	27.0%	27.0%	13.1%	2.2%	14.6%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%

资料来源：万得，中银证券

2.2 短周期下的行业轮动规律

以产出缺口（产出缺口=实际产出-潜在产出）度量短周期，当总需求大于总供给，产出缺口为正，总需求小于总供给，产出缺口为负，经济衰退往往伴随着产出缺口的下降，与之相反，经济繁荣往往伴随着产出缺口的上升，每一轮短周期持续时间约为 36 个月。

图表 5. 中国短周期轮动



资料来源：万得，中银证券

以短周期产出缺口为基础，结合货币政策方向可以对宏观经济周期进行有效定位，将周期分为四个阶段，分别为扩张前期、扩张后期、衰退前期、衰退后期。

依照传统的风格划分结合实践应用，我们将行业大致分为资源品、可选消费、必选消费、软科技、硬科技、以及金融类、建筑地产、公用事业等几个类别分别进行探讨。资源品主要包括石油石化、煤炭、有色金属、钢铁、基础化工、建材、工程机械、通用设备等与经济周期密切相关的行业；金融包括银行、证券、保险等行业；地产建筑包括房地产、建筑等行业；可选消费包括家电、汽车、轻工制造、消费者服务、交通运输、游戏、广告、消费电子等行业；必选消费包括食品饮料、农林牧渔、纺织服装、商贸零售、医药等行业；公用事业包括电力及公用事业行业；我们将科技和高端制造行业分为软科技和硬科技两类，硬科技通常指以产品为核心的行业，如电子、电力设备及新能源、国防军工以及计算机设备、通信设备、光伏设备、锂电设备等；而软科技则可近似看做以服务为核心的行业，如计算机软件、云服务、互联网、通信增值服务等。

扩张前期可选消费、硬科技占优，扩张后期资源品占优，衰退前期必选消费、公用事业占优，衰退后期金融、建筑地产、软科技占优。历史规律来看，短周期的四个不同阶段均有较为明显的占优行业。资源品类行业具有较强的顺周期属性，在扩张前期和扩张后期均取得明显超额收益，特别是在扩张后期时，表现相对其他行业明显更占优，而金融、建筑地产则往往是在衰退后期有较明显的超额收益。扩张前期，受益于收入与消费预期回暖的可选消费迎来较优配置时机，与之相对比，必选消费则体现出明显的“防御”属性，在衰退前期明显跑赢其他行业，公用事业也有与必选消费类似的市场特征。而科技和高端制造行业明显受益于流动性宽松，流动性相对充裕的衰退后期和扩张前期行业均有明显超额收益，或许是由于软科技的服务属性相对更稳定，其在衰退后期的逆周期属性更加明显，而硬科技在扩张前期表现相对更优。

图表 6. 短周期框架下的行业轮动规律

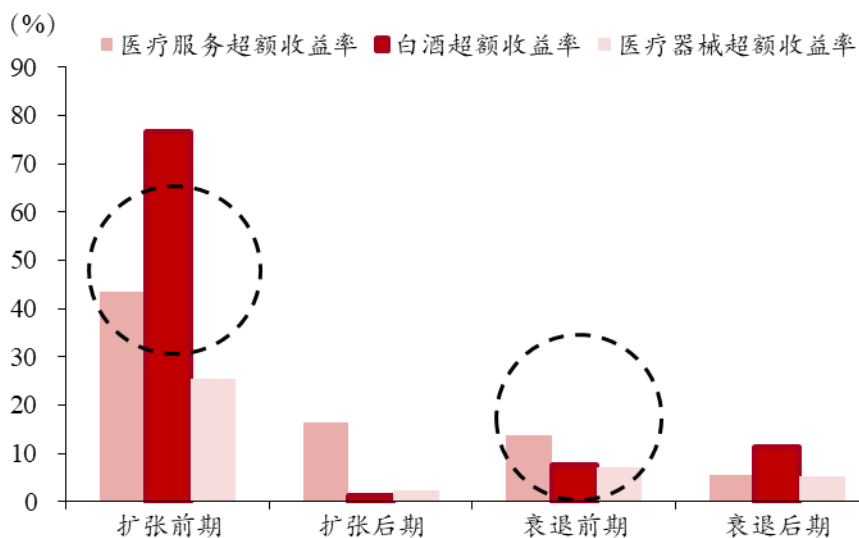
		周期资源品	金融	建筑地产	可选消费	必选消费	公用事业	硬科技	软科技	
扩张前期	2009-01	2010-09	37.96	-32.86	-32.86	48.70	41.68	-45.87	84.80	34.54
	2012-10	2013-05	-10.49	5.92	9.15	17.69	-6.64	14.20	14.24	11.76
	2016-04	2017-05	-3.04	8.12	5.09	-4.47	-2.20	2.84	-12.22	-22.40
	2020-05	2021-01	5.86	-12.69	-34.38	11.32	-6.25	-25.48	18.85	-24.25
	均值		7.57	-7.88	-13.25	15.30	6.65	-13.58	25.46	-9.51
扩张后期	2010-09	2011-05	9.99	-2.75	-4.53	-5.22	-6.49	-1.87	-9.77	-12.28
	2013-05	2013-10	-10.59	-8.83	-7.99	24.88	5.85	3.20	16.62	19.15
	2017-05	2018-02	-1.17	15.80	-7.58	-1.58	-1.46	-17.89	-8.24	-8.93
	2021-01	2021-09	26.99	-14.55	-0.64	-13.62	-9.92	22.08	11.45	-19.71
	均值		6.30	-2.58	-5.18	1.34	-3.00	1.38	4.64	-9.61
衰退前期	2011-05	2011-12	-10.90	2.07	-4.75	2.67	-0.40	-2.05	-6.43	9.18
	2013-10	2014-10	4.93	-12.14	-1.52	1.02	-0.04	7.25	16.59	-3.36
	2018-02	2018-06	-1.12	-6.93	-9.12	0.79	5.80	1.13	4.94	13.81
	2021-09	2022-03	-5.88	6.40	20.19	2.14	11.78	9.43	-8.44	-0.43
	均值		-3.24	-2.65	1.20	2.09	4.28	3.94	-1.25	3.02
衰退后期	2011-12	2012-10	-10.00	11.64	10.12	-1.42	-6.02	2.95	-11.73	-9.45
	2014-10	2016-04	-14.65	12.63	23.69	3.33	1.53	-17.50	2.62	2.66
	2018-06	2020-05	-8.53	6.05	-16.66	-4.68	0.70	-19.38	14.37	37.04
	2022-03	2022-10	3.65	-2.98	0.42	-3.31	1.18	4.35	5.62	-1.13
	均值		-7.38	6.84	4.39	-0.72	-0.65	-7.39	4.01	6.94

资料来源：万得，中银证券

注释：表中所示涨跌幅均为当期行业相对万得全 A 的超额收益

需要注意的是，上述基于历史规律的统计和总结是基于行业的最基本特征进行的，实践之中很多行业不仅具有单一风格特征。例如白酒、医疗器械、医疗服务等，兼具必选消费特征与成长性，在扩张前期和衰退前期均有较优的市场表现。

图表 7. 白酒、医疗器械等兼具必选消费特征与成长性



资料来源：万得，中银证券

2023 年宏观经济短周期有望进入扩张前期，可选消费、硬科技预计仍将相对占优。2013 年与 2020 年下半年与 2023 年经济环境相仿，两年中均是行业景气周期上行的硬科技与可选消费表现占优。2012 年我国经济增速显著下滑，GDP 增速由上年的 9.55% 迅速下滑至 7.86%，经济下行之下央行数次降准降息、地产基建相关刺激政策纷纷出台，2013 年经济有所企稳复苏。2020 年下半年，在有效的疫情管控下，经济迅速从疫情的重大冲击之中恢复，企业纷纷复工复产。2013 年、2020 年下半年与 2023 年经济环境相仿，特别是 2013 与 2023 年均属于第二库存周期的扩张阶段，也都面临着增长中枢下行背景下主导产业的选择与转换，可对标性更强。

2013 年与 2020 年下半年行业上均是硬科技与可选消费行业占优。2013 年、2020 年下半年市场行情均有显著分化，创业板表现相对优异，2013 年上证指数下跌 6.7%，而创业板指则上涨 82.7%，2020 年下半年上证指数上涨 21.4% 而创业板指则上涨 43.3%。行业上，2013 年，4G 周期、移动互联网浪潮下传媒、计算机、通信、电子等行业领涨市场，军工、电新、医药等也有不错表现，地产政策趋于宽松之下，地产后周期相关的家电、轻工涨幅也居于前列。而 2020 年下半年，复苏预期之下消费者服务、食品饮料领涨市场，受益于能源革命和中美摩擦的电新及军工等硬科技及“促消费”政策下受益的汽车、家电等可选消费品也有不错表现。

2023 年经济走向扩张前期，优质的硬科技、可选消费品以及具有高稳定性溢价的食物饮料、医药等行业有望迎来估值修复和扩张的机会。

图表 8. 2013 年与 2020 年下半年硬科技与可选消费占优

行业涨跌幅排名	2013 年涨幅居前行业	2013 年涨跌幅(%)	2020 年下半年涨幅居前行业	2020 年下半年涨跌幅(%)
Top1	传媒	102.56	消费者服务	83.67
Top2	计算机	75.72	食品饮料	79.97
Top3	通信	45.25	电力设备及新能源	77.65
Top4	电子	42.41	国防军工	62.75
Top5	国防军工	38.90	汽车	58.79
Top6	家电	38.29	有色金属	52.67
Top7	医药	37.85	家电	46.64
Top8	电力设备及新能源	32.27	基础化工	39.64
Top9	轻工制造	23.88	机械	35.59
Top10	消费者服务	19.98	医药	31.42
Top11	商贸零售	17.95	煤炭	28.51
Top12	农林牧渔	17.82	轻工制造	27.25

资料来源：万得，中银证券

3 信号选行业——“信号-输出”系统

3.1 “次年 g-复合 g”景气衔接体系

在前文的内容中，我们对不同经济周期阶段占优的风格及大类行业进行了探讨。大类行业之下，我们仍需具体探讨细分行业的投资分析与景气判断。

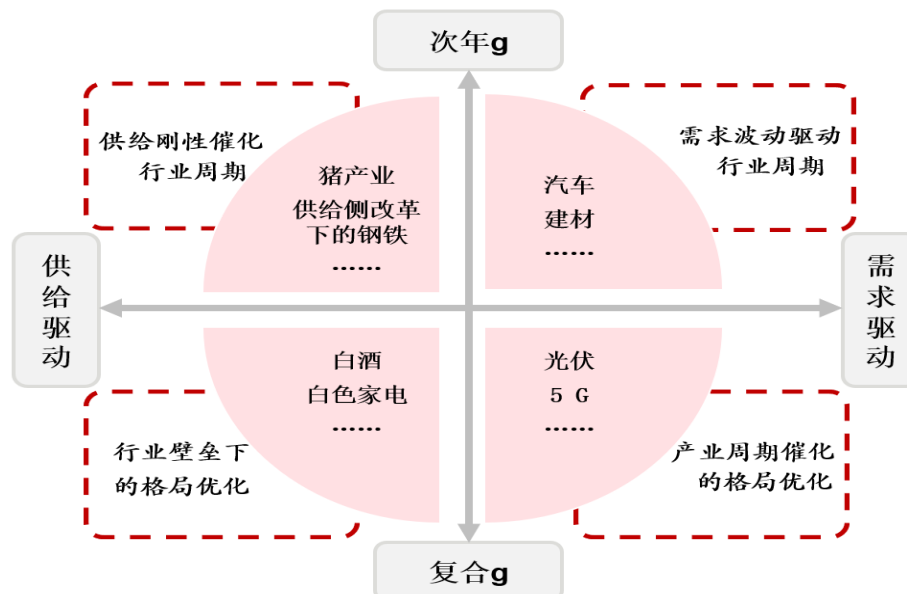
股票价值取决于近端业绩贡献和远端成长性或稳定性估值溢价。以 DDM 三阶段模型为基础进行分析，股票的价值既取决于 1 年以内近端现金流的折现，也受到远期行业高速增长期与稳定增长期的现金流折现的影响。股票的价值可以近似看做近期业绩（次年 g）因素与远期业绩（复合 g）带来的估值溢价之和，对于高速增长类行业，这种估值溢价可以视为成长性溢价，而对于稳定增长类行业，这种估值溢价可以视为稳定性溢价。一些情况下，近期业绩与远期业绩同向变动，但有时二者也会出现割裂。在次年 g-复合 g 景气衔接体系之中，我们以次年 g（1 年以内业绩增速）表征短期业绩，以复合 g（1-10 年业绩增速）衡量远期业绩，则次年 g 与复合 g 存在四种搭配形式：

- (1) 次年 g 高，复合 g 低，EPS 单击；
- (2) 次年 g 高，复合 g 高，阶段性戴维斯双击向上；
- (3) 次年 g 低，复合 g 高，远期复合 g 托底估值，近期的不景气反而可能是买点；
- (4) 次年 g 低，复合 g 低，此类行业不具备投资价值；

次年 g 的驱动力来自供需错配，高复合 g 则往往建立在产业生命周期或行业壁垒带来的供需格局优化之上。从供需维度考虑次年 g 与复合 g 的驱动力，次年 g 层面的业绩高增长往往来源于行业供给端与需求端周期性的错配，这种错配又可以分为需求端主导和供给端主导。需求端主导的供需错配下，行业需求受到宏观经济周期等各类因素的影响趋于上行，而供给端短期内难以放量，一些顺周期行业往往具备这样的特征，如经济扩张前期的可选消费等。供给端主导的供需错配下，供给刚性较强，即使需求端没有明显增长，短时间内也仍存在供需缺口，如猪周期等。

而对于复合 g 层面的业绩高增长，则往往需要依赖供需格局的长期优化，这种优化可能同样存在需求端主导和供给端主导两种模式。需求端主导常常是建立在产业生命周期基础之上，发生在行业渗透率加速上行的拐点，对于一些科技类行业，这往往是“技术奇点”的出现，例如对于新能源行业如光伏、风电等，当其技术优化至发电成本与火电成本基本持平甚至更低，行业下游需求激增。供需格局的优化也可能由供给端主导，建立在行业较高的进入壁垒之上，例如高端白酒行业的品牌效应是行业的重要壁垒，在消费升级的大背景之下，消费需求整体呈现扩张态势，但供给厂商有限，行业的议价能力大大增强，带来了稳定的长期业绩增长。

图表 9. 次年 g 的驱动力来自供需错配，高复合 g 往往建立在供需格局优化之上



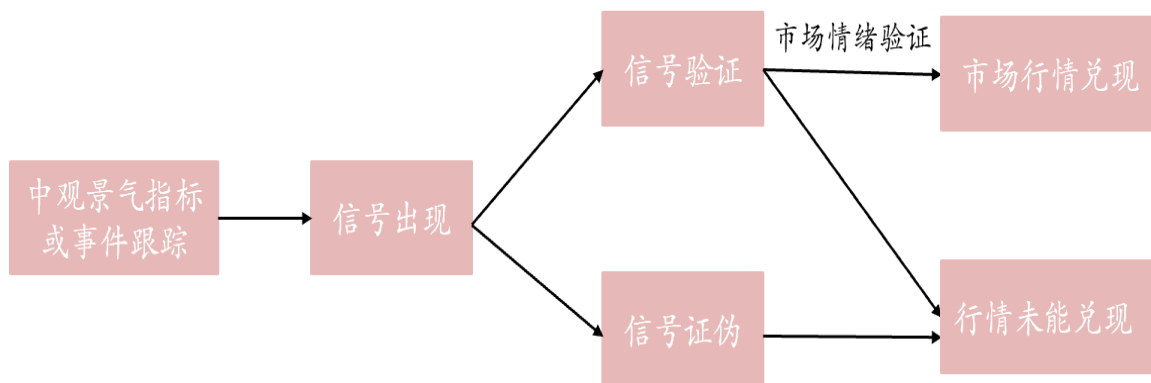
资料来源：万得，中银证券

3.2 “信号-输出”系统能够有效判别行业配置机会

前文之中，我们针对不同行业大类的特征总结了一些基于逻辑推断和历史统计的规律，这种规律提供给我们一种便捷的思维范式，但如果落到具体行业的投资上可能仍是相对泛泛的。同时我们也阐述了“次年 g-复合 g”景气衔接体系的基础逻辑和应用，但总体来说，业绩本身是后验的结果性指标，市场对于业绩的预期特别是远期业绩的预期往往会有较大偏差，实践之中很难仅仅依据对业绩的预期进行投资决策。

“信号-输出”系统既适用于“次年 g”，也适用于“复合 g”，能够较为有效的判别行业配置机会。对于各类细分行业，都有一些可供跟踪的中观层面的景气指标或事件，既可能是资源品价格、销量，也可能是政策和突发事件，一方面这些中观指标往往与行业的业绩表现或行情表现息息相关，另一方面市场对于这些指标或事件也往往具有一定的共识度，边际变化出现时能够引起市场普遍的反应。我们认为这种指标或事件可以视作是市场行情的重要驱动力，当驱动力出现拐点或是量变积累质变时，通过中观跟踪我们能够获得一些信号。但是信号的出现并不意味着行情的开启，一方面，信号本身可能在后续证伪，另一方面，股票市场的涨跌终究还是来自投资者的投票，投资者预期差的撕裂很可能导致行情无法出现向上的合力。这就使得我们在中观追踪的时候，不仅需要关注信号的出现，同样需要关注后续中观指标的验证和市场情绪给出的反馈。我们将这种中观层面的信号发掘、后续信号和市场情绪的持续验证以及市场收益兑现的过程称为“信号-输出”系统。

图表 10. “信号-输出”系统



资料来源：中银证券

这种“信号-输出”系统不仅可以应用在“次年 g”层面上，对于“复合 g”也同样适用，能够较为有效的判别投资机会。以猪周期和光伏为例从“次年 g”和“复合 g”两个层面进行说明。

(1) 次年 g 层面，供给端主导的 2018-2019 年猪周期行情

2018-2019 年在非洲猪瘟、环保政策等的联合冲击下，猪价显著上行，触发猪周期行情，复盘这一轮行情，有几个重点的“信号-输出”时点值得关注。

背景：2017 年 Q2 以来，能繁母猪存栏同比持续处于高位，猪肉价格下行，股票市场上猪产业持续回调，至 2018 年 7 月底据 2017 年 Q2 已下跌约 24%。

信号 1：2018 年 8 月 3 日，非洲猪瘟首次确诊；其后市场微弱反弹一周，再度进入下行趋势。

信号 2：2018 年 10 月中旬，非洲猪瘟在全国多地出现；但能繁母猪存栏下降幅度仍较为有限，A 股市场预期方向转变，猪产业触底回升，但涨幅相对温和。

信号 3：2019 年 1 月底，猪价止跌反弹；A 股猪产业加速上涨，2019 年 1 月底-2019 年 2 月中旬上涨 16%。

信号 4：2019 年 2 月下旬，能繁母猪存栏同比数据发布，同比加速下滑；能繁母猪存栏同比自 2018 年 9 月至 2019 年 1 月的 5 个月时间下滑约 10%，而在上一轮猪周期中存栏同比下滑 10%耗时约 1 年，A 股猪产业高速上涨，自 2019 年 2 月下旬至 4 月下旬涨幅达 58%。

图表 11. 2018-2019 年猪产业行情复盘



资料来源: 万得, 中银证券

(2) 复合g层面, 需求端主导的 2019-2022 年光伏行情

全球气候变暖、能源资源分布不均衡之下, 积极发展可再生能源已成为各国共识, 光伏行业市场空间广阔。而另一方面, 光伏度电成本长期居高不下, 行业发展必须大量依靠政府补贴。从 21 世纪初到 2022 年, 我国的光伏产业经历了从弱到强、从外需主导到内需主导再到内外共同驱动的过程, 也从“补贴时代”发展到了“平价时代”。

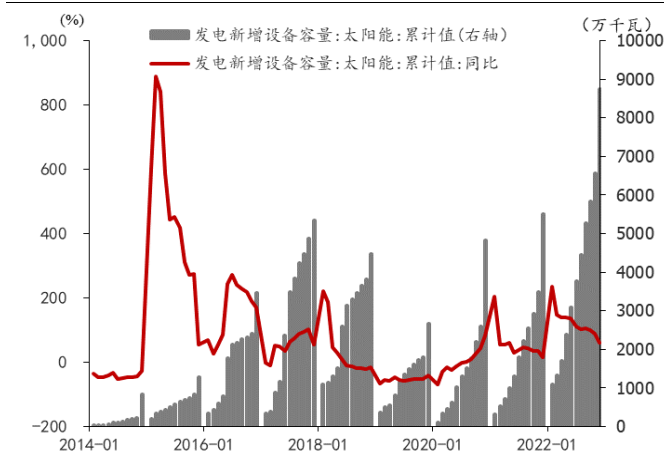
2000-2009 年: 欧洲“能源革命”兴起带动中国光伏制造产业。全球特别是欧洲“能源革命”热潮兴起, 德国、西班牙、意大利等国纷纷对光伏发电进行补贴。作为重要制造国, 我国光伏企业受到拉动, 无锡尚德、江西赛维等一批中国光伏企业纷纷在海外上市。光伏产业链技术含量较高, 但彼时我国企业技术能力较弱, 产业集中在组件部分, 而上下游则呈现“两头在外”的态势, 在产业链中处于弱势地位。

2009-2013 年: 海外需求主导转向国内补贴推动。金融危机、欧债危机导致欧洲政府大幅削减光伏补贴, 2011-2012 年, 美国、欧洲纷纷对中国光伏产业发起“双反”调查, 我国光伏行业受到重大打击。而与此同时, 2009-2012 年我国开启“金太阳工程”, 对光伏行业实施强力补贴, 需求开始从海外转向国内。

2013-2017 年: 密集政策支持下的“黄金时代”。2013 年《关于发挥价格杠杆作用促进光伏产业健康发展的通知》等一些支持政策下发, 我国开始实行三类资源区光伏上网电价及分布式光伏度电补贴。我国光伏产业进入高速发展期, 装机维持高速增长。而同时在这一区间, 海外技术封锁之下, 我国光伏制造业迎来产业升级, 技术不断发展革新, 成本逐年下降。

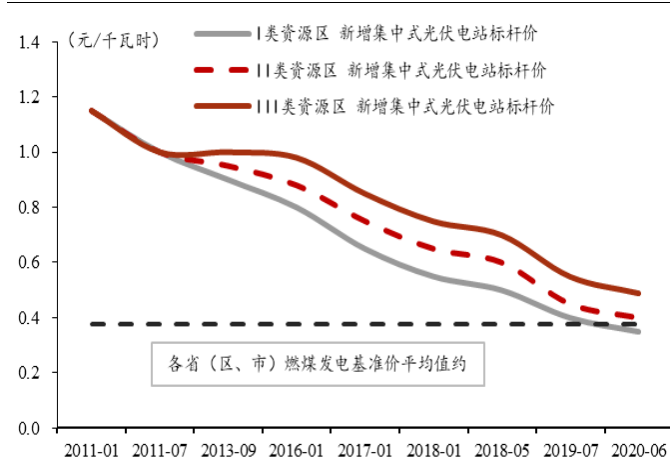
2018 年-2022 年: 行业迈入平价放量新时代。2018 年 5 月 31 日, “531”政策出台, 要求加快光伏发电退坡, 降低补贴强度。2018 年 9 月, 欧盟取消对中国光伏产业的“双反”, 2019 年 1 月, 国家发改委、国家能源局联合发布《关于积极推进风电、光伏发电无补贴平价上网有关工作的通知》, 推进光伏平价上网, 2019 年开始我国部分地区光伏发电成本已下降至燃煤发电成本以下, 2020 年, 继 18、19 两年补贴退坡装机低迷之后, 我国再度迎来装机潮, “双碳”政策的催化叠加海外市场需求上升之下, 行业开始进入平价放量时代。

图表 12. 2020 年以来光伏维持高装机增速



资料来源：万得，中银证券

图表 13. 2019 年部分地区光伏发电成本降至煤电成本

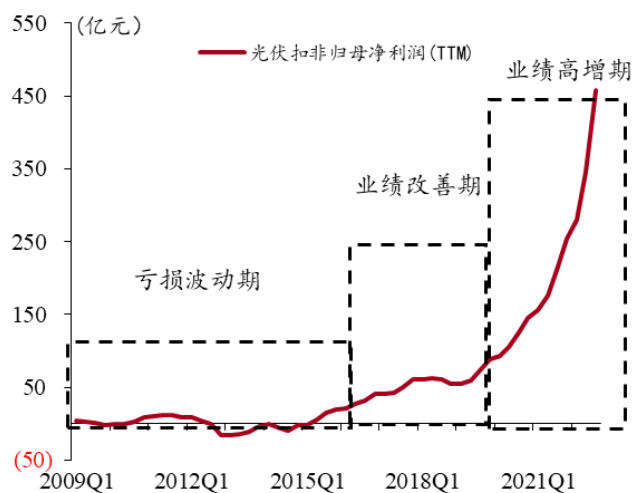


资料来源：国家能源局，国家发改委，各地区发改委，中银证券

进入“平价时代”对于光伏行业是一个重要的产业周期拐点，带来了行业的业绩上升和市场行情启动。2009-2014 年，行业在产业链中话语权弱势、全球金融危机、海外“双反”打压等不利因素的不断冲击下，利润长期在亏损线上下徘徊。2015 年以后，国内政策支持效果逐步显现，行业业绩逐年改善，2019 年以后光伏进入“平价时代”，海外需求叠加“双碳”政策支持，行业业绩开始进入上升期。

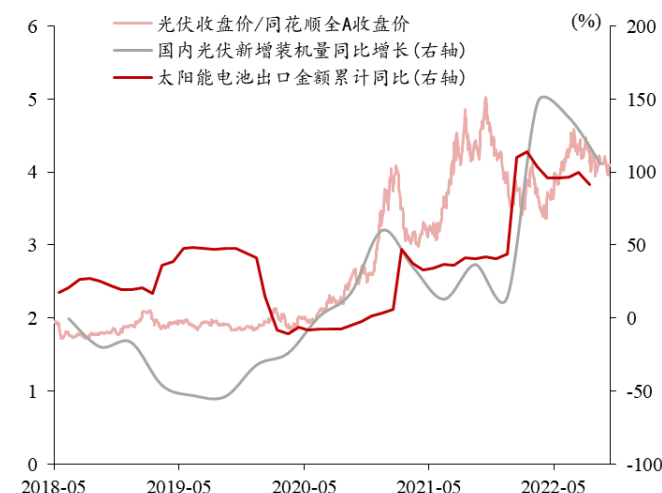
光伏行业的“信号-输出”系统。长时间周期来看，光伏成本下降至煤电成本之下无疑对于行业来说是重要的拐点，而在此期间，“双碳”政策、海外制裁的放松均是有效的信号验证，而从更短的时间周期来看，光伏行情与光伏新增装机和太阳能电池出口有着密切的正相关关系。

图表 14. 2019 年以来，光伏迎来业绩上升期



资料来源：万得，中银证券

图表 15. 光伏行情与光伏装机和出口密切相关



资料来源：国家能源局，万得，中银证券

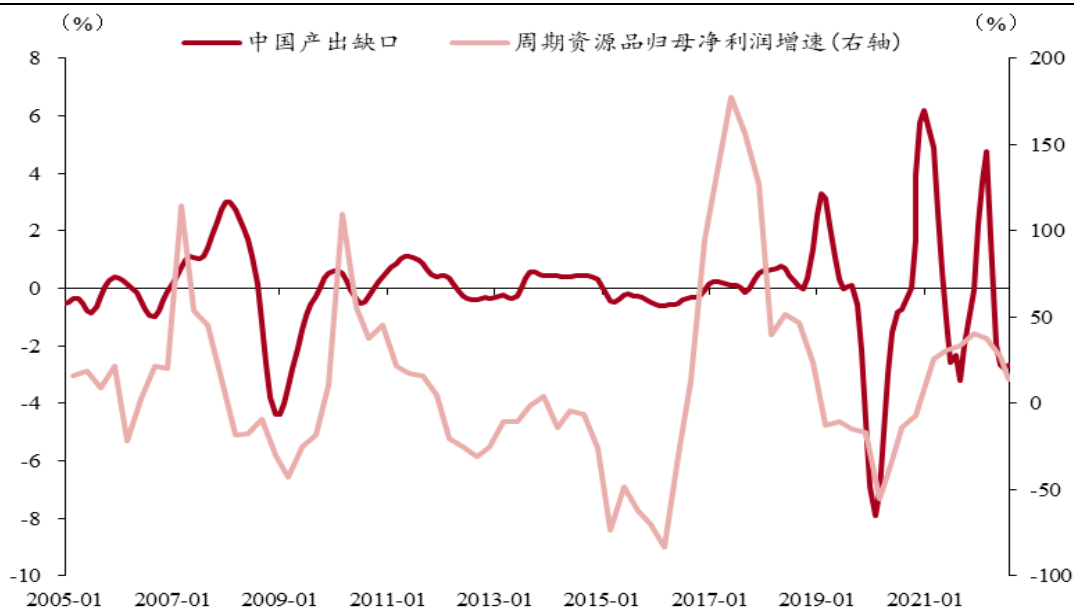
4 行业信号跟踪配置框架

在前文之中，我们已经对 A 股中观行业进行了分类，探讨了短周期下的行业轮动规律，也阐述了基于“次年 g-复合 g”的“信号-输出”系统的具体适用，本节之中，我们以行业分类为基础，综合产业链联动分析，进一步探讨各类行业的中观信号规律。

4.1 顺周期、价格主导行情的资源品

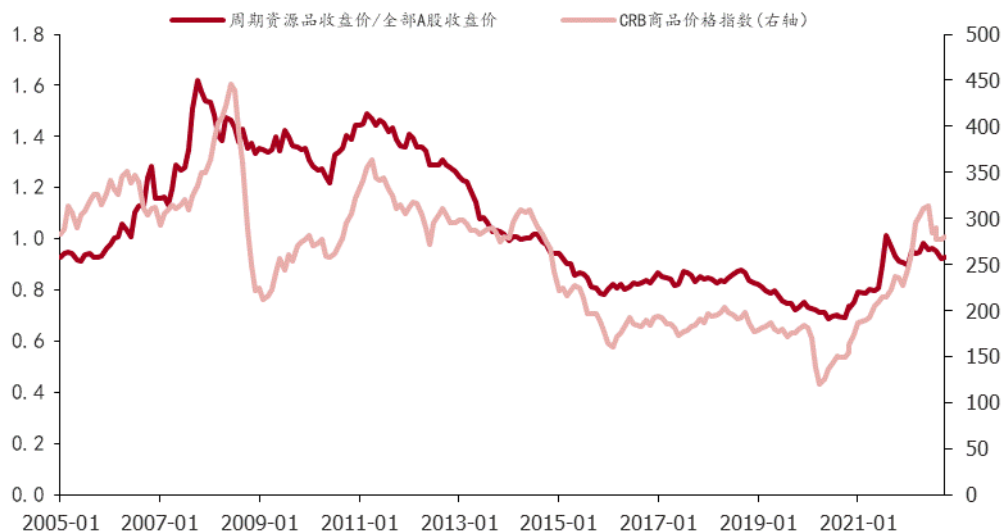
资源品业绩具有强周期性且与经济周期关系密切，市场行情则与大宗商品价格高度相关。资源品作为典型的顺周期行业，其盈利往往与宏观经济周期有着密不可分的关系，历史规律来看，当产出缺口上行即经济处于扩张期时，资源品业绩往往均有较优的表现，而伴随经济走弱，资源品行业业绩也往往触底回落，伴随经济周期波动，资源品行业业绩表现出强周期性。但从市场行情角度来看，相比于业绩表现和周期波动，商品价格对于资源品市场行情的指示性更强，资源品的超额收益与 CRB 商品价格指数高度正相关。

图表 16. 资源品业绩具有强周期性且与经济周期关系密切



资料来源：万得，中银证券

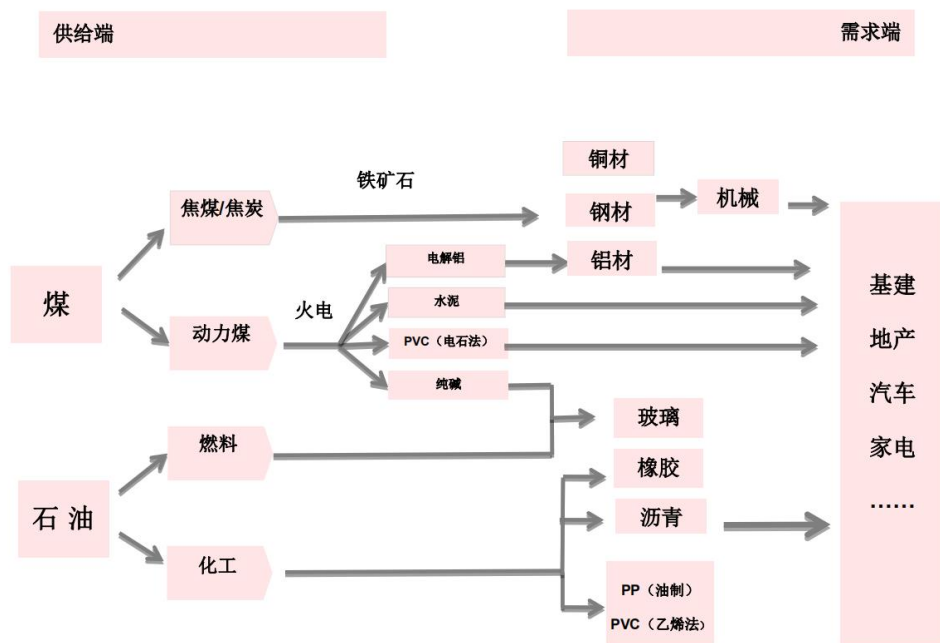
图表 17. 资源品相对收益与 CRB 商品价格指数高度相关



资料来源：万得，中银证券

资源品行业主要分布在工业产业链的中上游。工业产业链上游主要为一些狭义资源品，在工业生产中往往扮演原材料的角色，中游往往为一些半成品或生产性设备，下游则包含消费品制造业、建筑业等需求行业。传统框架下，资源品分析往往以下游需求为主导，但近年来，伴随“供给侧结构改革”、“双碳”政策进程，供给侧限制越来越成为行业的重点制约因素。

图表 18. 资源品产业链



资料来源：万得，中银证券

资源品行业的典型分析框架：供需-量价体系。由于与经济周期的强相关性，资源品类行业的预期业绩/现金流往往不稳定，随周期运行波动，景气判断和跟踪的过程之中，通常更多关注短期的景气变动。前文之中，我们已经探讨，价格往往是影响资源品行情起落的重要影响因素，而价格又需要进一步从供需、成本等维度进行预期和判断。

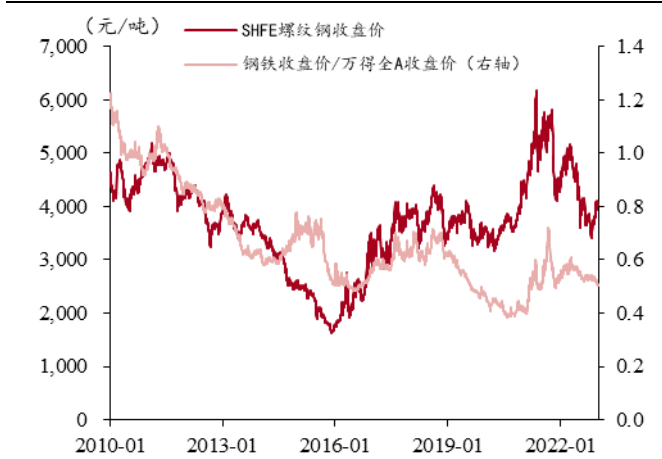
图表 19. 重点资源品行业供需-量价跟踪体系

细分行业	价格	供给	需求	库存
动力煤	秦皇岛动力煤价（国内煤价）、纽卡斯尔动力煤价（国际煤价）	动力煤产量、动力煤进口量	全社会用电量累计同比	样本电厂煤炭库存可用天数、秦皇岛港、长江口库存
焦煤	山西吕梁主焦煤车板价、京唐港山西产主焦煤价	炼焦煤产量	焦化厂开工率	国内独立焦化厂、样本钢厂炼焦煤库存
钢铁	螺纹钢、管材、线材、冷轧板、热轧板价格	钢厂开工率、产能利用率	房地产新开工面积同比，基建投资完成额同比，汽车、挖掘机、空调产量同比	主要钢厂库存
原油	NYMEX 原油价格、WTI 原油价格	OPEC、美国原油产量，OPEC 原油减产执行	IEA、OPEC、EIA 原油需求预测	OECD 商业库存、API 商业原油库存
铜	LME 铜价、SHFE 铜价	铜 TC/RC	铜杆、铜棒、铜管开工率，房地产新开工面积同比，基建投资完成额同比，汽车、空调产量同比，电网、电源投资完成额	LME/COMEX 铜库存、国内铜库存小计
铝	LME 铝价、SHFE 铝价	电解铝总产能、在产产能	铝型材、铝板带、铝杆开工率，房地产新开工面积同比，基建投资完成额同比，汽车、空调产量同比	LME/COMEX 铝库存、国内铝库存小计
水泥	全国水泥价格指数、区域水泥价格	水泥产量	磨机开工率	水泥库容比

资料来源：万得，中银证券

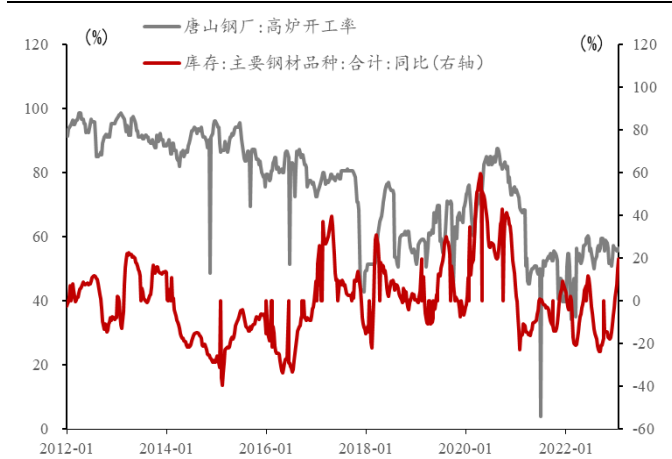
钢铁行业市场表现与钢铁价格密切相关，钢铁价格又由供需两侧及成本因素共同驱动。钢铁主要由焦炭、铁矿石或废钢炼成，作为主要原材料的铁矿石高度依赖进口，主要来自澳大利亚、巴西等地，卖方定价特征显著，我国钢铁价格受到国际定价因素的显著影响。需求端来看，下游主要应用于地产、基建等建筑业，机械、汽车、家电等制造业。而在供给端，钢铁行业则受到几次重大事件的冲击，2008年金融危机之后，“四万亿”刺激出台，下游需求拉动之下钢铁企业大幅扩产，但2010年以后，随着经济增速下台阶，钢铁供给过剩问题逐步显现，2015年底“供给侧改革”提出加速行业落后产能淘汰，2020年的“双碳”政策进一步提升了供给端对价格的影响。中观景气跟踪来看，价格是最为核心的指标，成本端可以关注海内外铁矿石价格，需求端关注下游主要行业的投资增速、产量增速等，供给端则可主要关注产能利用率、钢材库存等。

图表 20. 钢铁行情与钢材价格高度相关



资料来源：万得，中银证券

图表 21. 钢铁行业供给端可通过高炉开工率、库存等跟踪



资料来源：万得，中银证券

螺纹钢价格整体持续下行，库存有所累积，需求端弱现实强预期，2023年上半年行业基本面改善或仍承压。2022年Q2以来，螺纹钢价格整体持续回调，2022年4月中旬至2022年中旬已下跌约13%，2022年12月以来，地产复苏趋缓，库存有所累积，主要钢材库存同比由11月底的-17.3%上升至20.09%。需求端则呈现弱现实强预期，作为后周期品种，需求沿产业链向上传导仍需时间，行业基本面的改善仍待地产的明显回暖和制造业的全面复苏，上半年钢铁基本面或仍将承压。

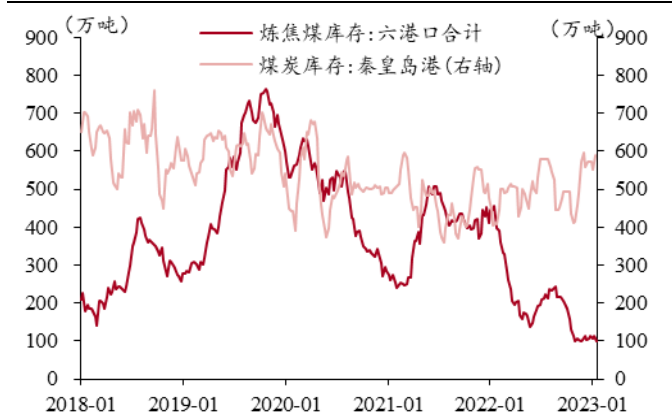
煤炭价格延续回落，库存有所回补，旺季将过、下游需求仍承压。近期煤炭需求整体疲弱而供给相对充裕，动力煤、焦煤价格均呈现下跌趋势，2022年12月中旬至2023年1月中旬焦煤、动力煤价格分别下跌约6%和20%，动力煤库存较11月底持续回补，2022年11月下旬至1月下旬，京唐港动力煤库存由190万吨上行至401万吨，而炼焦煤库存则处于2018年以来的历史低位。冬季取暖高峰将过，下游钢材需求回暖有限，而供给端短期压力不大，动力煤、焦煤或仍承压。

图表 22. 煤炭价格呈现持续回落趋势



资料来源：万得，中银证券

图表 23. 动力煤库存回升，炼焦煤库存处于低位

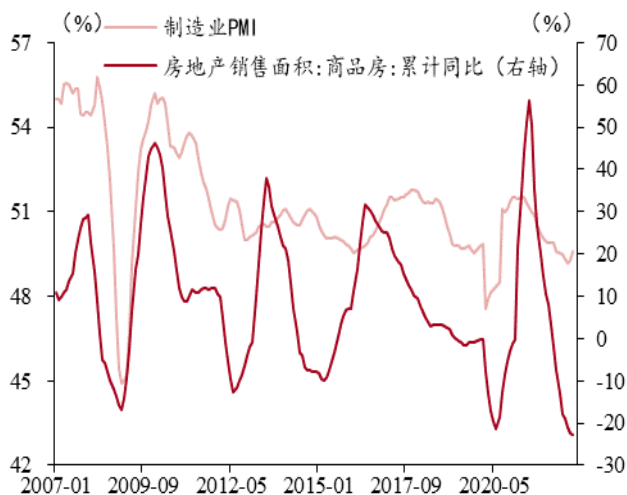


资料来源：万得，中银证券

4.2 逆周期表现占优的建筑地产

地产具有较强的逆周期特征。地产行业在我国经济中发挥着举足轻重的作用，2008年以来，伴随经济周期波动，地产行业也表现出了较强的周期性，并在经济的逆周期调节过程中发挥了重要作用。2008年“四万亿”出台、首付比例下调，2009年初地产周期触底上行，2010年4月、2011年“新国十条”、“新国八条”上调首付比例，贷款利率上浮，政策管控收紧，2010年地产进入下行周期。类似的政策周期调节逻辑之下，2012-2014年、2014-2016年地产经历了两轮周期波动。2016年12月的中央工作会议提出“房住不炒”，此后地产周期一定程度上被熨平，但仍在经济调节中发挥重要作用。

图表 24. 地产行业承担一定的“逆周期”调节作用



资料来源：万得，中银证券

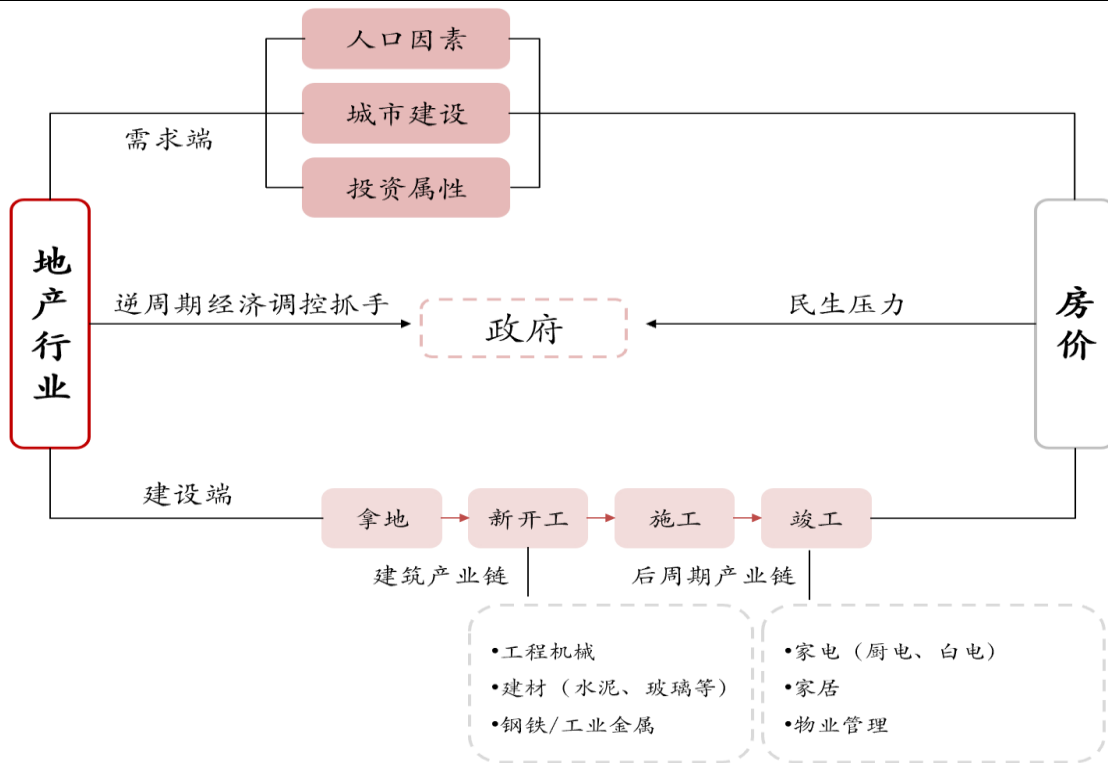
图表 25. 地产市场行情具有较强的周期性



资料来源：万得，中银证券

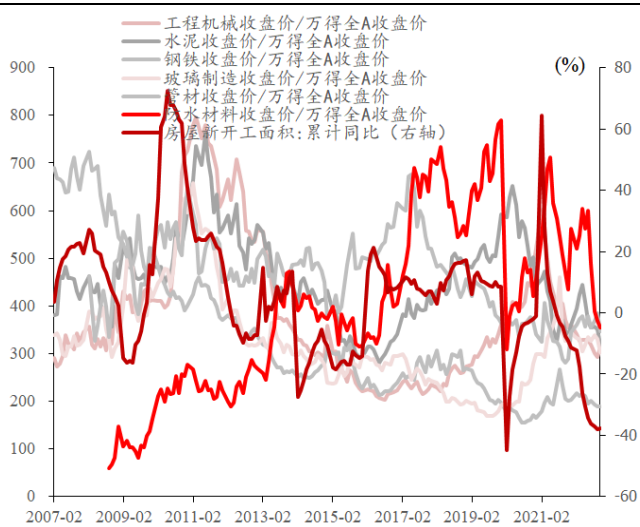
地产对建筑产业链与后周期产业链行情具有显著拉动作用。从需求端和建设端两侧分析地产行业景气度，需求端主要受到长期的人口因素、城镇化趋势以及相对短期的政策和金融周期等的影响，建设端则主要与房企拿地、施工、竣工等的情况密切相关。产业链角度来看，地产周期能够带动上下游众多行业市场表现，建筑产业链中的工程机械、建材（水泥、玻璃、防水、管材等）、钢铁、工业金属等与地产新开工密切相关，而家电（白电、厨电）、家居、物业等地产后周期产业链与地产竣工密切相关。

图表 26. 地产行业分析框架及产业链分析



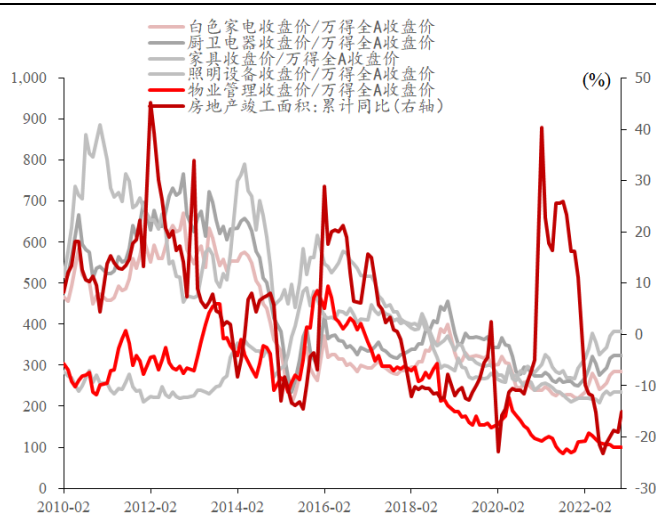
资料来源：中银证券

图表 27. 建筑产业链行情与地产新开工高度相关



资料来源：万得，中银证券

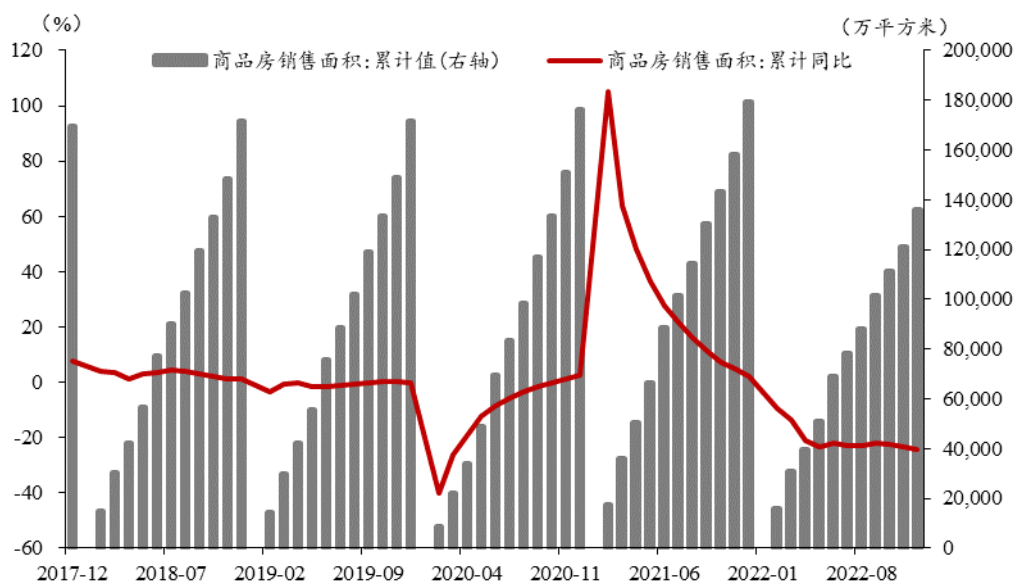
图表 28. 后周期产业链行情与地产竣工高度相关



资料来源：万得，中银证券

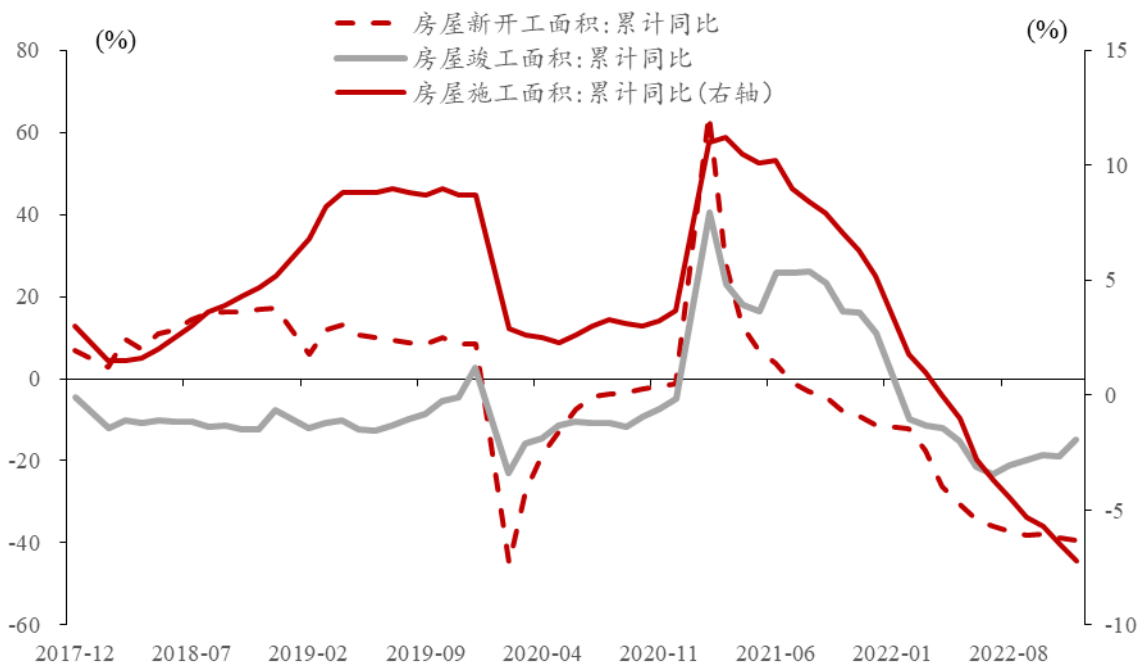
地产销售延续弱势，“保交楼”政策催化下竣工端有所回暖但仍处负区间，而新开工、施工端仍旧疲软。尽管 2022 年地产支持政策持续加码，但截止 2022 年 12 月，商品房销售仍然延续弱势，销售面积累计同比为-24.3%，自 2022 年 4 月以来持续维持在-20%以下。而地产建设来看，“保交楼”政策催化下，竣工端自 2022 年 7 月持续回暖，竣工面积同比由-23.3%上行至 12 月的-15.0%，但总体仍然处于负区间，新开工、施工面积则延续疲软态势。地产后周期产业链一定程度受益于竣工回暖，但已有一定涨幅且估值处于相对高位，截止 2023 年 1 月 20 日，2022 年 11 月以来厨电、家具分别上涨约 21%、26%，地产产业链行情或仍待地产基本面进一步的超预期修复。

图表 29. 2022 年 12 月地产销售延续疲弱



资料来源：万得，中银证券

图表 30. 地产竣工回暖显著而新开工和施工延续弱势



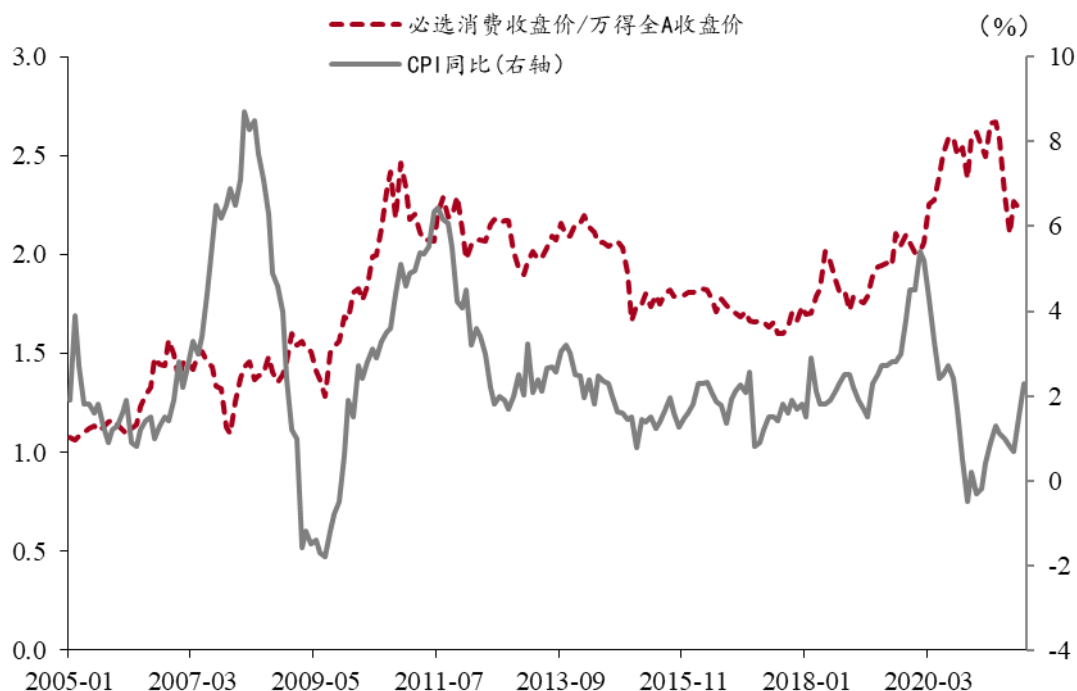
资料来源：万得，中银证券

4.3 防御性强、价格驱动效应明显的必选消费

消费品行业绝大多数都集中在制造业下游，To c 属性较为明显。一些长期的宏观因素，例如人口结构、经济增速等都对消费品行业具有内在驱动作用，而短期来看，消费品产业又受到收入波动、边际消费倾向变化甚至政策监管等的影响。我们将消费行业分为必选消费和可选消费。

必选消费防御性较强，行业的价格驱动效应明显。必选消费品的需求往往较为平稳，很多具有单价低、消费频次高的特点。市场行情上看，必选消费往往在衰退后期有较强的超额收益，防御属性较强。同时或许是由于行业需求量相对稳定，价格通常会成为驱动市场行情的重要因素，历史规律来看，必选消费行业的行情与 CPI 具有较高相关性，2009 年以后，整体上 CPI 同比相对必选消费行情保持同步或一定的领先。2009 年、2014 年的 CPI 上行区间中，必选消费行情基本与 CPI 上行同步，而 2012、2017 年的 CPI 上行区间中，CPI 同比则领先必选消费 1-2 两个季度。

图表 31. 必选消费行业行情与 CPI 具有较高相关性

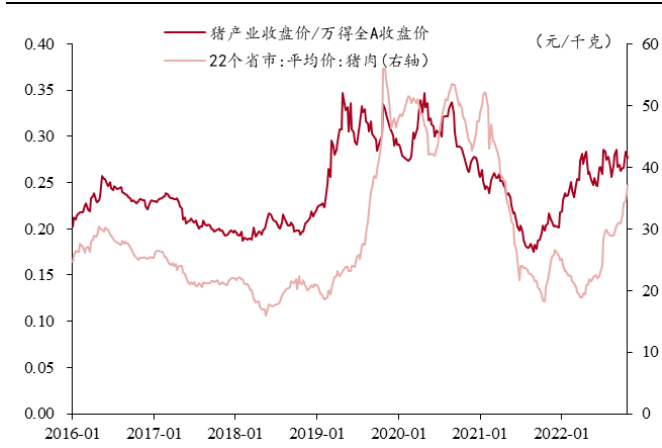


资料来源：万得，中银证券

猪产业、白酒等必选消费行业具有典型的价格驱动特征。必选消费类中的许多行业都具有典型的价格驱动特征，如猪产业、2015 年之后的白酒等。

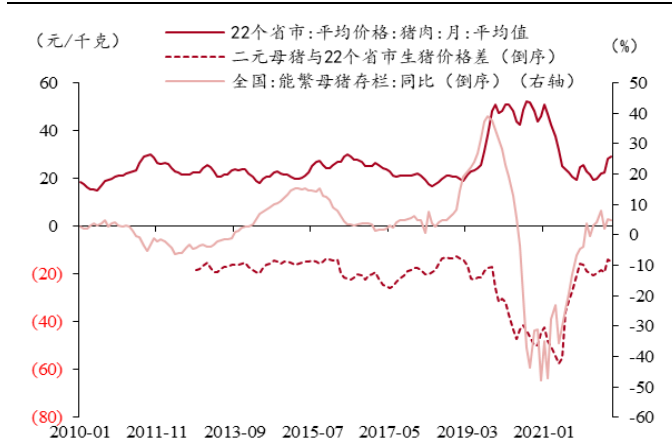
生猪产业是典型的供给决定型必选消费品，需求端波动不大但产业供给具有明显的周期性，主要原因是供给端受养殖户补栏和出栏意愿的影响而生猪养殖本身又具有一定的滞后性，猪周期遵循“猪肉价格上涨—母猪存栏增加—生猪供应增加—猪肉价格下降—母猪存栏下降—生猪供应减少—猪肉价格上涨”的规律。从母猪怀孕到仔猪出栏一般需要 10 个月，历史规律来看，能繁母猪存栏同比也是领先猪价约 10 个月左右。能繁母猪存栏同比披露时间较晚且频率较低，这一数据又与“母猪-生猪”价差高度相关，往往可以通过跟踪“母猪-生猪”价差高频数据进行一定替代。

图表 32. 猪产业行情与猪肉价格密切相关



资料来源：万得，中银证券

图表 33. 能繁母猪存栏同比领先猪价约 10 个月左右



资料来源：万得，中银证券

白酒特别是高端白酒品牌壁垒较高、进入难度较大，2009 以来的消费升级中周期之中，行业演绎了从量价驱动到价格驱动的演变过程，而在这一过程之中白酒供给格局不断优化，为行业带来了可观的稳定性溢价。

(1) 2009-2012 年：“四万亿”刺激之后，伴随各地基建、地产等投资建设项目增加，白酒销量也有较为显著的提升，这段期间内，白酒产量高速上行，一度从 15%左右上升至 30%以上，与此同时行业业绩维持较高增速，特别是 2011 年行业业绩增速一度接近 60%。

(2) 2012-2014 年：“塑化剂”事件及抑制“三公消费”对行业形成严重冲击，利润和销售都显著受损，行业归母净利润增速在 2014 年一度下跌至-20%。

(3) 2015 年以后：行业逐渐从“塑化剂”事件的负面冲击之中摆脱出来，结构上也从政军消费等为主体转向商务消费为主体，行业业绩有所回升，至 2017 年一度高达 40%以上。其后虽因基数效应业绩增速有所回落，但除了 2020 年疫情冲击外，始终能够维持在 20%左右的水平，行业具备较强的稳定性溢价。

2015 年以后白酒行业的业绩增长主要来自白酒价格上涨的贡献。与 2009 年-2012 年间量价双增的逻辑有所区别，2015 年以后白酒行业销量增长迟缓，业绩的增长基本由价格提升贡献，2015 年-2022 年，高档白酒价格增长达 61.5%，而产量增速则长期低于 10%。

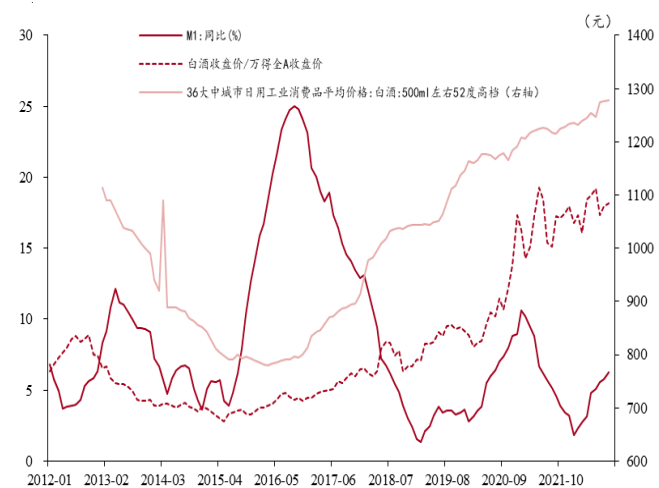
图表 34. 2015 年以后白酒产量增长停滞而价格持续提升



资料来源：万得，中银证券

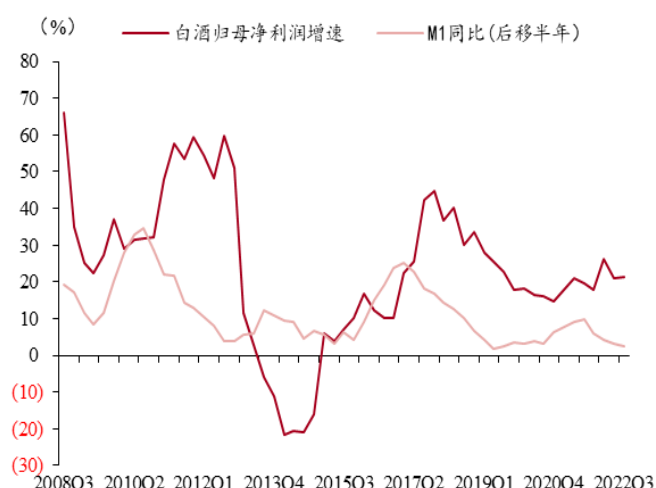
白酒行业行情往往发生在酒价上行、流动性宽松的时期。白酒行情与白酒价格有较高相关性，也一定程度上受到流动性环境的催化。2015 年以来，酒价整体呈现显著的上行趋势，白酒相较 A 股整体则获取持续的超额受益。节奏上，2016 年 1 月-2018 年 6 月、2019 年 2 月-2020 年 8 月白酒价格涨幅较为显著，分别达到约 30%、13%，白酒相对 A 股则分别上涨 125%、62%，而 2018 年 7 月至 2019 年 1 月，白酒价格涨幅有限，仅上涨 1.2%，而白酒相对 A 股则下跌 14.1%。此外，流动性宽松往往有助推动行情，2020 年 9 月-2021 年 5 月的强流动性环境下，尽管白酒价格上涨有限，仅约为 3.9%，但行业涨幅高达 80.6%，而 2021 年上半年 M1 同比下行区间，白酒行业则呈现震荡趋势。2015 年以来，M1 同比与白酒行业业绩增速也较为相关并具有一定的领先性，领先时长在 2-4 个季度左右。

图表 35. 白酒行情与白酒价格有较高相关性



资料来源：万得，中银证券

图表 36. 2015 年以来白酒业绩增速与 M1 同比高度相关



资料来源：万得，中银证券

2023 年消费场景复苏、经济趋于回暖下，白酒行业有望迎来估值扩张机会。2022 年 11 月以来，疫情防控政策持续优化，特别是 12 月初“新十条”出台，优化了核酸检测、健康码以及隔离等政策，1 月各地疫情逐步达峰回落，消费场景开始逐渐走向正常化，经济预期复苏、消费场景恢复之下，2023 年白酒行业业绩有望加速回升，高稳定性溢价预期下，白酒行业有望迎来估值扩张机会。

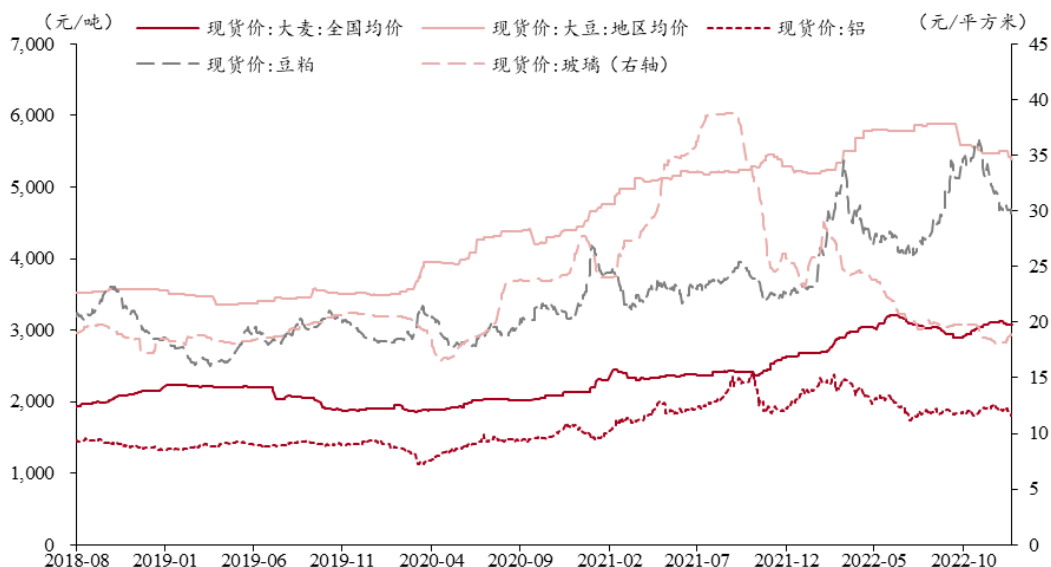
图表 37. 白酒行业具备较强稳定性溢价



资料来源：万得，中银证券

啤酒和调味品迎餐饮需求回暖、原料成本下调，而行业估值仍处低位。随着疫情防控措施优化，餐饮需求预期呈现复苏态势，调味品和啤酒行业有望迎来盈利修复。而从成本端来看，调味品和啤酒上游的原材料包括大豆、豆粕、大麦等，包装材料包括玻璃、铝材、PET 等价格多有回落趋势。当前啤酒和调味品行业估值整体仍处于低位，啤酒和调味品迎来配置机遇。

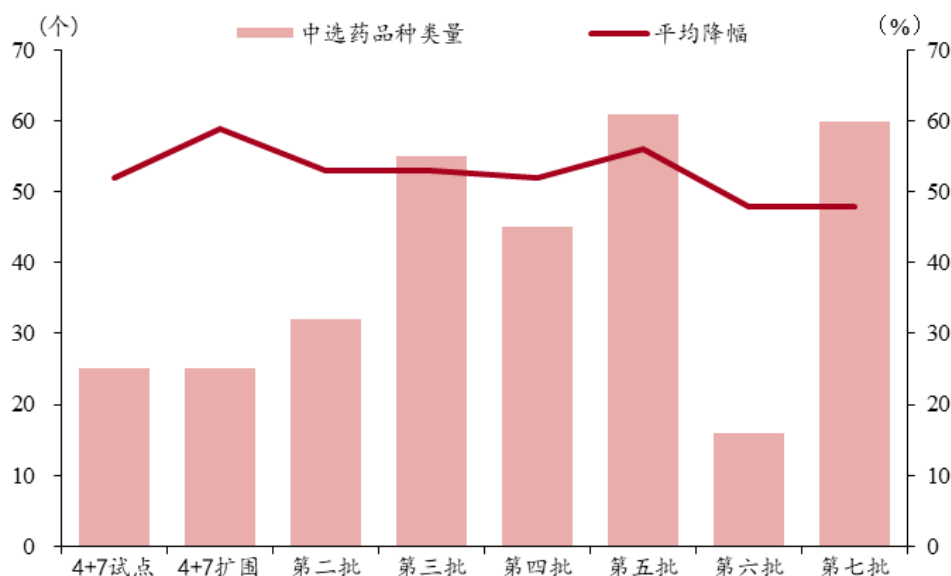
图表 38. 啤酒和调味品相关原料及包材价格多有下调趋势



资料来源：万得，中银证券
注释：现货价：铝数值除以 10

集采政策压力边际缓和，优化防疫之下医药有望迎来估值修复。2022 年 9 月的“脊柱国采”、2022 年 10 月福建牵头的 27 省“电生理集采”等均设立了保底中标价，此外第六批、第七批集采平均降幅均为 48%，较此前历次集采有明显下降，同时国家医保局明确创新医疗器械确定不纳入集采，集采政策压力边际有所缓和。此前 2022 年 9 月国常会为包含医院、高校、职业院校、中小微企业在内的九大领域的设备购置和更新改造提供 1.7 万亿贴息贷款，医疗器械需求有望迎来上升，医药行业整体有望迎来估值修复。

图表 39. 第六、第七批国家集采平均降幅显著降低



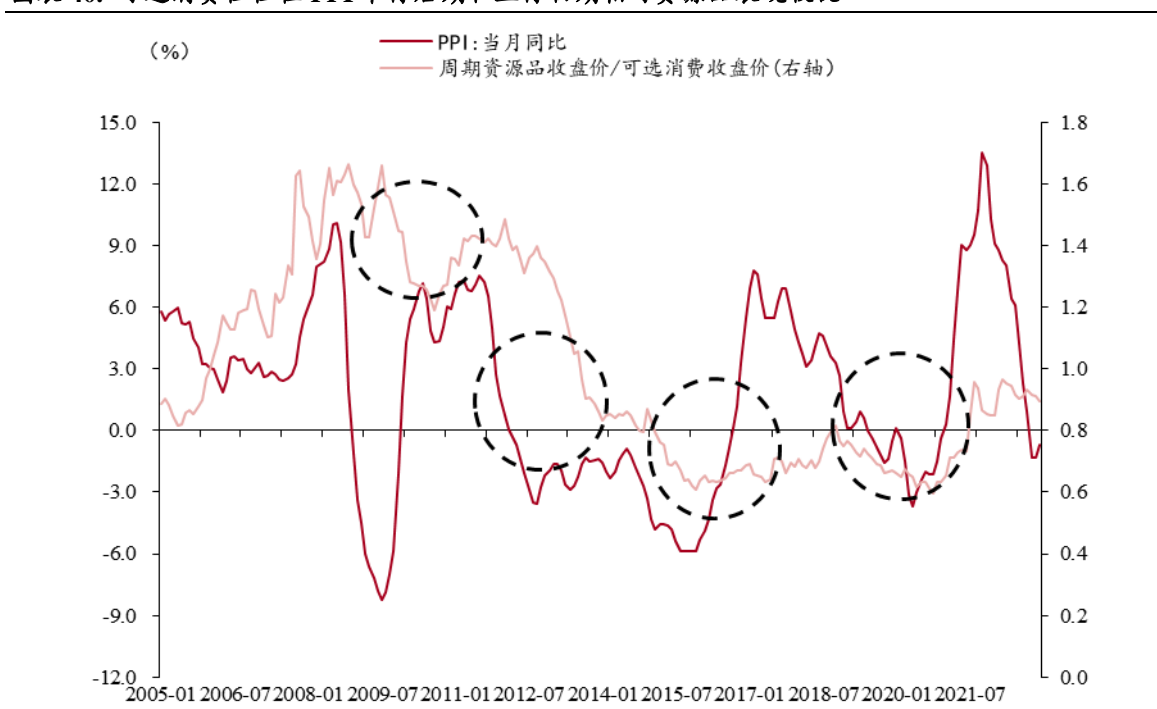
资料来源：万得，中银证券

4.4 早周期特征明显、收入及消费预期驱动的可选消费

与必选消费相比，可选消费品的消费弹性通常更大，特别是实物消费品单价往往较高，消费频率也显著较低，需求受经济周期和信贷周期的影响更大。汽车、家电、消费电子、游戏等均为较为典型的可选消费品。

可选消费品具有较强的早周期特征。可选消费与资源品一样都受益于经济周期上行，但与资源品相比，可选消费具有更强的早周期特征，一方面，可选消费往往在扩张前期取得更明显的超额受益，而资源品通常在扩张后期取得更明显的超额受益；另一方面，从价格层面来看，PPI 下行后期和上行初期，可选消费往往相对资源品占优，而到了 PPI 上行后期，形势则出现逆转，资源品开始相对可选消费占优。这或是由于经济周期轮动之下，经济复苏从需求端沿产业链向上逐步传导，可选消费品通常处于产业链中下游，扩张前期受益于需求端回暖与成本低位的双重利好，而随着需求热向上传导，上游资源品价格趋于上行，开始利好资源品行业。

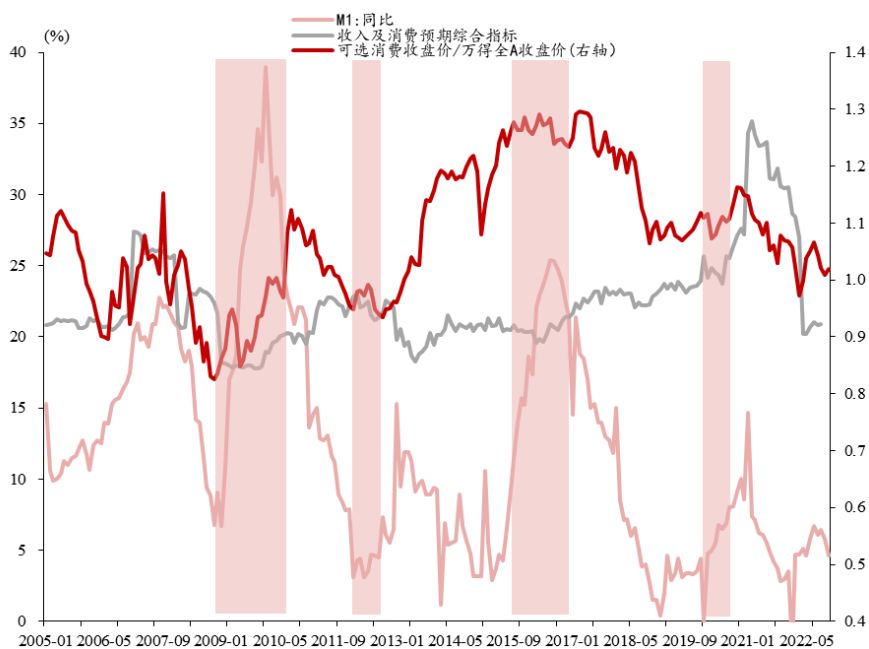
图表 40. 可选消费往往在 PPI 下行后期和上行初期相对资源品表现较优



资料来源：万得，中银证券

收入与消费预期驱动可选消费行情，M1 对可选消费具备一定领先性。历史规律来看，对于可选消费品，其行情往往与居民收入及消费预期有较高的相关性，收入及消费预期向好的时间段如 2006 年中至 2007 年 Q3、2009 年中至 2010 年中，2013 年中至 2014 年中以及 2020 年中至 2021 年初，可选消费均有比较显著的超额收益。但值得注意的是，尽管与收入和消费预期紧密相关，可选消费行情往往有明显的“抢跑”特征，这使得行情通常在收入与消费预期转暖之前、衰退后期的后段即已开始，甚至在 2008 年以后的几轮经济周期中，M1 回暖初期行情即已启动，且 M1 领先可选消费行情不超过 2 个季度。

图表 41. 收入与消费预期驱动可选消费行情，M1 对可选消费具备一定领先性



资料来源：万得，中银证券

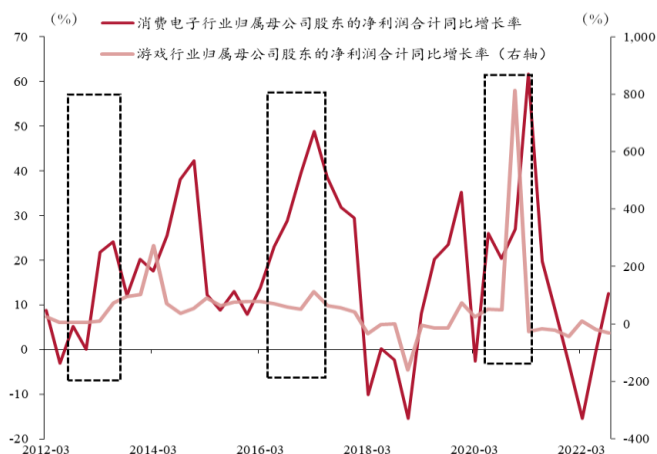
注释：图中标红时期为扩张前期

2023 年经济迈向扩张前期，消费电子、游戏、造纸有望迎来困境反转投资机会。2022 年以来，消费电子景气整体表现弱势，但从历史经验来看，消费电子行业景气度与经济周期密切相关，伴随经济复苏，消费电子行业有望迎来触底反弹。并且尽管当前消费电子整体弱势，但结构上仍有 VR 等相对亮眼的细分赛道。

2022 年 11 月 16 日，人民网发布财评《深度挖掘电子游戏产业价值机不可失》指出“电子游戏早已摆脱娱乐产品的单一属性，已成为对一个国家产业布局、科技创新具有重要意义的行业”，财评肯定了游戏产业的重要价值。国内游戏市场预期稳步恢复的同时，政策也积极鼓励包括游戏在内的文化产业出海，2022 年 7 月，多部委联合印发《关于推进对外文化贸易高质量发展的意见》，强调积极培育包括网络游戏在内的文化产品出口竞争优势，前期政策压制有所缓解，行业业绩在扩张前期也往往迎来上行，游戏行业当前具备估值修复机会。

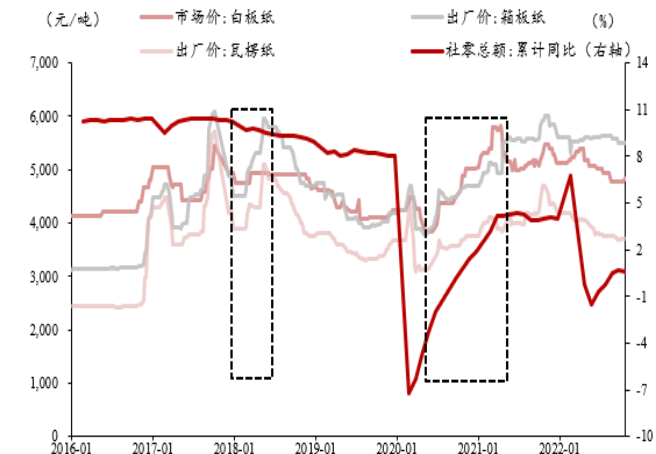
冬季过后欧洲能源危机有望一定程度缓解，2023 年海外主要纸浆供应产能有望较 2022 年进一步释放，叠加全球经济衰退影响，造纸行业成本端的浆价有望进入下行周期。同时历史经验来看，在社零回暖区间，白板纸、瓦楞纸、箱板纸等的价格往往趋于上行，2023 年随经济逐步进入扩张前期、消费预期回暖，行业需求端有望迎来上行，迎来利润修复。

图表 42. 消费电子、游戏在扩张前期往往业绩上行



资料来源：万得，中银证券

图表 43. 社零上行区间纸价往往随之上涨



资料来源：万得，中银证券

4.5 产业周期驱动、流动性助推的科技和高端制造（软科技、硬科技）

科技和高端制造业具有显著的产业周期驱动特征，且充裕的流动性会对行情形成明显助推。科技和高端制造行业具有较强的成长属性，行情受到产业周期的驱动。2009年以来，我国分别经历了3G、4G、5G周期，也分别引发了三轮科技股行情，此外，2020年拉开帷幕的“能源革命”大潮也推动了新能源板块的行情。

(1) **2009年-2012年：3G周期**；2009年1月7日，工信部正式向三大运营商发放3G牌照，我国迎来3G元年，移动通信基站设备进入建设高峰，2010年，iphone4上市，智能手机时代开启。2009年8月-2010年11月，软硬科技分别上涨103%、70%。

(2) **2013-2018年：4G周期**；2013年12月4日，工信部正式向三大运营商发布4G牌照，2014年移动通信基站设备再度进入建设高峰，2015年3月5日十二届全国人大三次会议上，李克强总理在政府工作报告中首次提出“互联网+”行动计划，2015年互联网企业并购大潮开启，2013年4月-2015年6月，软、硬科技分别上涨223%、132%。

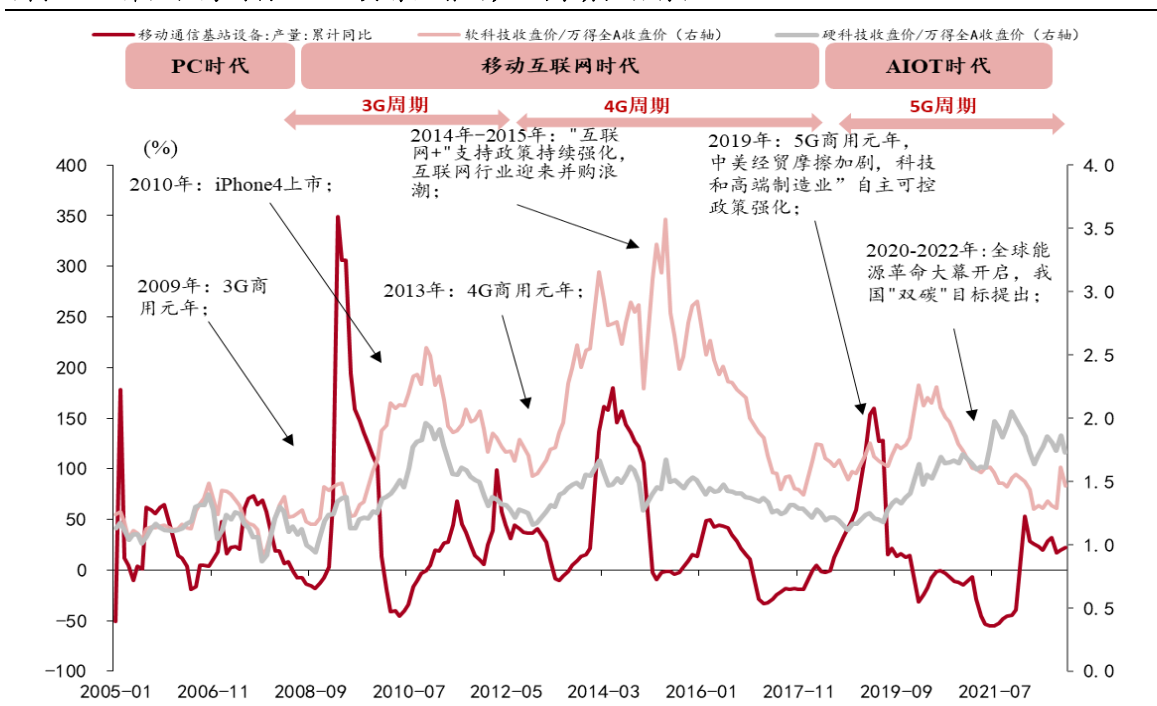
(3) **2019-目前：5G周期**；2019年6月6日，工信部正式向三大运营商发布5G牌照，2018年底开始，第三轮移动通信基站设备建设高峰即已开始，中美经贸摩擦加剧的背景之下，科技和高端制造业的“自主可控”政策进一步助推了行情。

(4) **2020-目前：“能源革命”大潮**；2020年9月，习近平在第七十五届联合国大会一般性辩论上表示：“中国二氧化碳排放力争于2030年前达到峰值，努力争取2060年前实现碳中和”。风光等新能源发电成本逐步下降至火电发电成本线附近，新能源汽车逐步具备与燃油车竞争的性价比，全球“能源革命”的大背景之下，新能源带动硬科技行业上涨，2020年3月-2021年10月，新能源板块涨幅达224%。

3G和4G周期之中，以智能手机为主要终端的移动互联网蓬勃发展，设备端由PC时代进入移动互联网时代，而进入5G周期后，终端设备的种类及样式大大拓展，如可穿戴设备、智能汽车、智能家居等，万物互联的AIOT时代逐步开启。

除了产业周期之外，流动性环境对于科技和高端制造类行业具有显著的驱动作用，2005年中-2006年末、2009年初-2010年初、2019-2020年M1上行区间，软、硬科技均取得明显超额收益。

图表 44. 科技和高端制造业也具有显著的产业周期驱动特征



资料来源: 万得, 中银证券

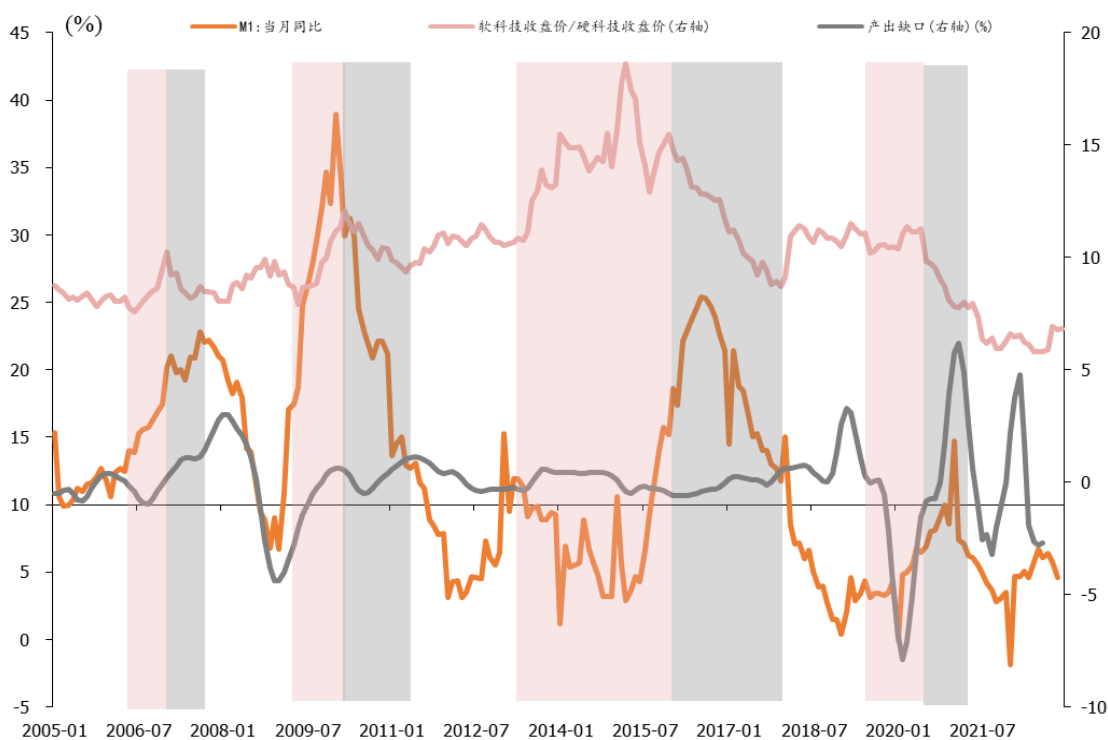
图表 45. 充裕的流动性会对科技和高端制造业行情形成明显的助推



资料来源: 万得, 中银证券

软科技对流动性更为敏感，而硬科技更受益于经济复苏。从相对占优时点来看，软、硬科技存在显著差异，此前的周期规律分析中我们已经看到，软科技通常在衰退后期更为占优，硬科技则在扩张前期能够取得更明显的超额收益。同时我们也发现软科技对流动性更为敏感，M1 上行期特别是上行早期，软科技往往相对硬科技占优，而在产出缺口明显回暖的经济复苏时期，则开始转向硬科技相对占优，这一规律在过去的几轮周期之中均适用。

图表 46. 软科技对流动性更为敏感，而硬科技更受益于经济复苏

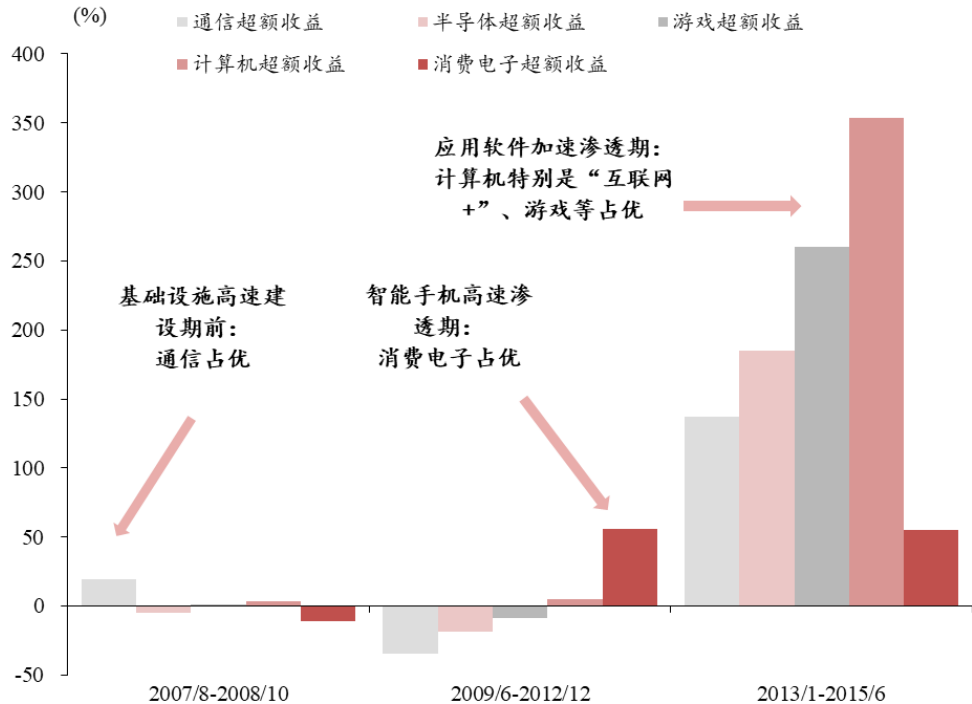


资料来源: 万得, 中银证券

移动互联网时代，产业热潮经历了基础设施-终端设备-应用软件的演变。2009-2018 年的移动互联网时代先后经历了从大规模的基础设施建设到终端设备潮再到应用软件端的传导过程。2008 年底开始，以基站设备为代表的基础设施开启高速建设，产量增速持续上行，至 2009 年 8 月一度高达 243.43%。其后 2010 年 iPhone4 上市，智能机时代正式开启，2010-2013 年智能手机渗透率高速提升，至 2013 年底智能手机市场份额占比已上升至 70% 以上。2013 年 4G 基建开启，更高的速度、更强的稳定性支持下，短视频、游戏等应用迎来上升，2014-2016 年，在“互联网+”支持政策的助推之下，互联网行业更是迎来了并购热潮。

TMT 行业之中，行业轮动也遵循从基础设施（通信）到终端设备（消费电子）再到应用软件（计算机、传媒）的规律。而从市场行情来看，尽管 2009 年 3G 牌照才正式发放，但 2007 年下半年 3G 建设即已开始预热，在 2001 年中国申奥时信息产业部即做出了“3G 服务奥运”的承诺，2007 年 11 月这一承诺再次得到重申，2007 年下半年开始，通信即已开始相对市场及其他 TMT 行业占优。2010 年 iPhone4 发布，手机生产历经 2010 年上半年-2011 年上半年与 2012 年上半年-2013 年下半年两轮上行期，期间智能手机渗透率不断提升，带动 2009 年中-2012 年底的消费电子行情，在此区间消费电子相对市场整体上涨 56%。其后，2013 年 4G 周期助推下，移动互联网应用端蓬勃发展，计算机、传媒领涨市场，2013 年 1 月-2015 年 6 月较市场整体分别取得 353%、260% 的超额收益，表现优于通信、消费电子等。

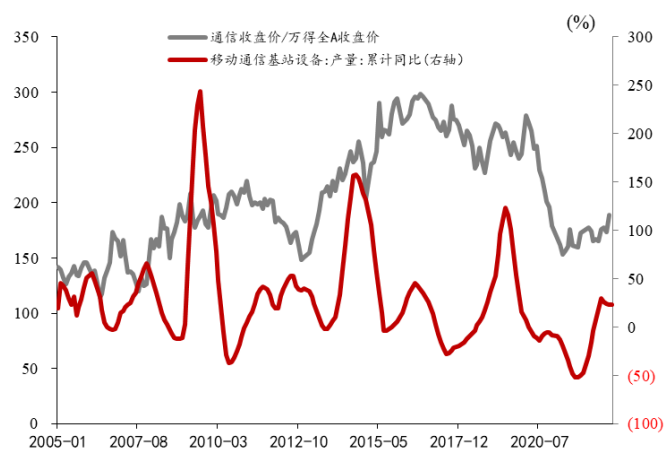
图表 47. TMT 行业遵循从通信到消费电子到计算机和游戏依次获得超额收益的规律



资料来源：万得，中银证券

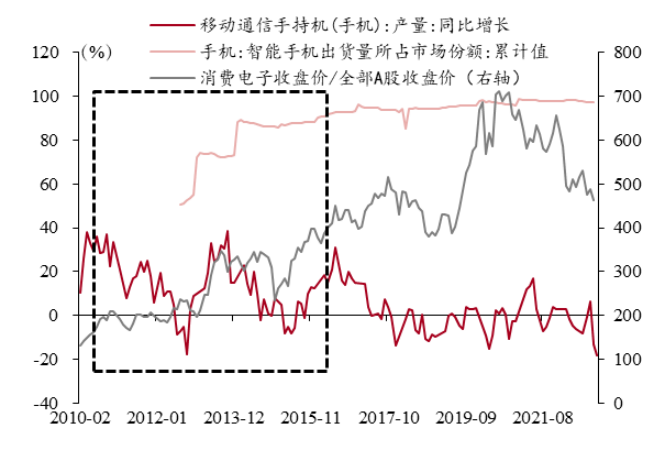
通信行情往往先于基础设施建设高峰开启，消费电子行情与手机周期密切相关。行情节奏上，通信行情往往先于基站设备等的建设高峰开启，3G、4G 周期中均是如此，5G 周期之中，尽管 2019 年 6 月 5G 牌照才开始正式发放，但通信行业在 2018 年下半年开始即已相对 A 股取得明显超额收益。而对于消费电子板块，其行情与手机产量有着较强的正相关关系，手机产量上行周期之中，行业更容易取得超额收益，2013 年、2015-2016 年和 2019-2020 年均是如此。

图表 48. 通信行情往往先于基站设备建设启动



资料来源：万得，中银证券

图表 49. 消费电子行情与手机产量有较高相关性

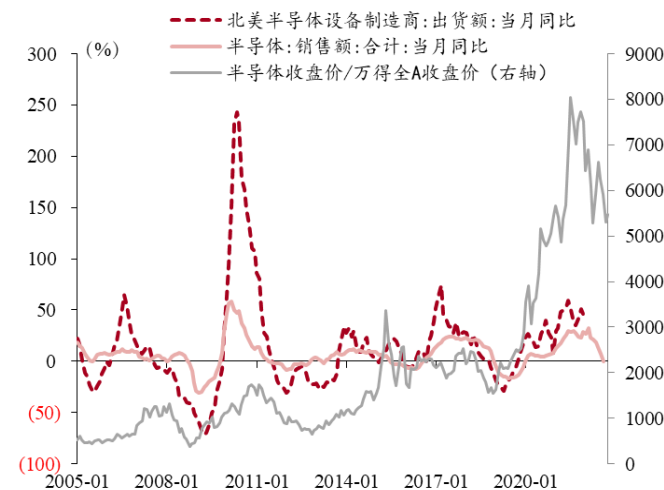


资料来源：万得，中银证券

半导体行情受半导体周期驱动，近年来科技领域“卡脖子”压力下，上游高成长性愈加凸显。半导体产业具有较强的周期性，以半导体销售额同比和北美半导体设备制造商出货额同比来跟踪，大约 3-5 年一个轮回，半导体股票市场行情与半导体周期密切相关。DRAM（Dynamic Random Access Memory，动态随机存取内存）广泛应用于手机、PC、汽车、通信等各个半导体下游领域，其价格与半导体销售额同比具有高相关性且发布频率较高，跟踪 DRAM 价格，结合半导体销售的周期性规律与库存、下游需求变动等可以较为有效的跟踪半导体行业中观景气。

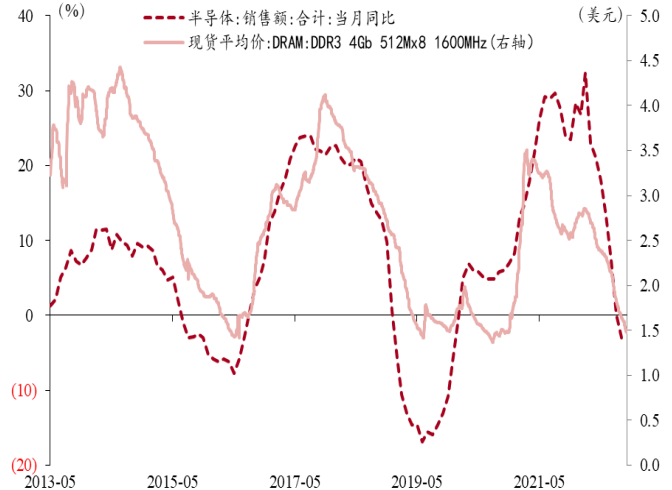
除了周期性因素，随着中美在经贸、外交等等各个领域摩擦不断，“国产替代”的重要性逐步凸显。半导体行业上游的材料和设备是“卡脖子”的重点领域，也是政策力度倾斜较大的方向，近年来上游的成长性特征愈加强化。

图表 50. 半导体周期大概 3-5 年一轮



资料来源：万得，中银证券

图表 51. DRAM 价格与半导体销售额同比高度相关



资料来源：万得，中银证券

5G 周期已至，当前基础设施建设高峰已趋于尾声，而终端设备热潮正盛，应用软件布局也已开启。本轮 5G 周期之中，基础设施建设自 2018 年底开始即已启动，至 2021 年首轮建设高峰已趋于尾声。在终端设备 and 应用软件层面，5G 周期与此前移动互联网时代的 3G、4G 周期可能出现一定差异，一方面，5G 周期之中，科技行业有望进入万物互联的 AIOT 时代，终端设备将远远不再局限于智能手机，穿戴设备、VR/AR、智能汽车、智能家居等均有成为有效的终端设备，市场空间可观，而不同产业处于不同的技术及产业周期，如智能手机已经相对成熟，而智能汽车、VR/AR 产业则仍处于高速成长期。这样的背景之下，一方面不同主题下科技股有望迎来更持久、频次更高的行情机会，另一方面应用软件与终端设备间的时间界限也可能会出现错位。智能汽车与 VR/AR 是当前渗透率加速提升的两大重点终端设备。

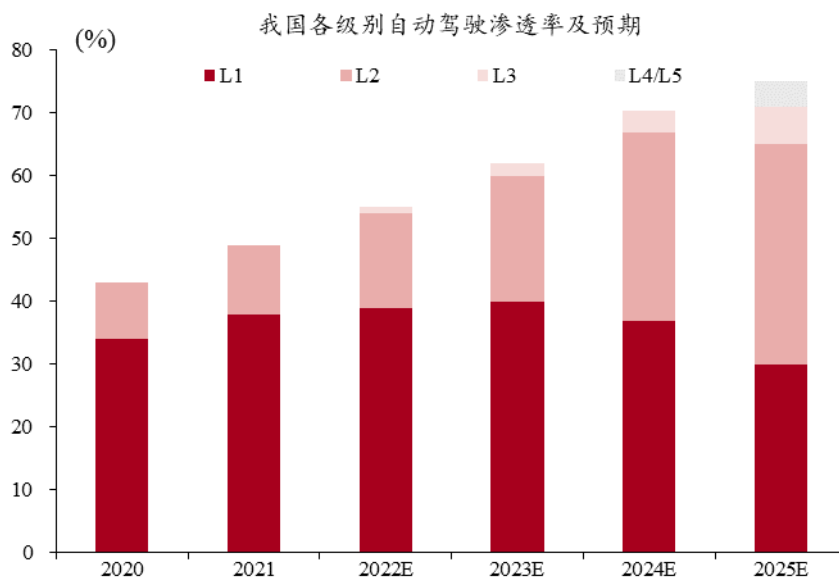
相关法律法规加速落地，汽车智能化迎来渗透率高增拐点。2019年以来，5G周期催化叠加新能源汽车浪潮的推动之下，汽车智能化已经取得了一定的发展，但智能汽车仍然处在渗透率高增的成长期，且当前仍然是智能汽车的投资窗口。一方面，一直以来相关法律法规方面的空白是限制智能汽车发展的重要痛点之一，2022年下半年以来，相关法律法规落地加速，2022年6月，党的十八大以来工业和信息化发展成就发布会上，工业和信息化部副部长辛国斌表示：“2021年示范区自动驾驶模式下，真实道路测试的总里程约308万公里，可统计的事故有21起，平均每14.7万公里发生一次”，该数据处于国际先进水平。深圳、上海等地先后出台管理条例，11月工业和信息化部会同公安部组织起草了《关于开展智能网联汽车准入和上路通行试点工作的通知（征求意见稿）》，随着相关法律法规空白逐渐被填补，汽车智能化落地预计将更为顺畅。此外，当前L2级别自动驾驶已相对成熟，L3级别也已具备一定的技术竞争力，据亿欧智库预测，至2025年L2、L3渗透率有望分别达到35%、6%，较2022年预期的15%、1%显著提升，**L2+级别智能化的应用有望加速，而在当前汽车市场价格带上，下沉化趋势也有望持续演绎。**

图表 52. 2022 年下半年以来自动驾驶相关立法加速落地

时间	政策	具体内容
2018-01	《智能汽车创新发展战略》（征求意见稿）	到2020年，中国标准智能汽车的技术创新、产业生态、路网设施、法规标准、产品监管和信息安全体系框架基本形成。智能汽车新车占比达到50%，中高级别智能汽车实现市场化应用，重点区域示范运行取得成效。智能道路交通系统建设取得积极进展，大城市、高速公路的车用无线通信网络（LTE-V2X）覆盖率达到90%，北斗高精度时空服务实现全覆盖。到2025年，中国标准智能汽车的技术创新、产业生态、路网设施、法规标准、产品监管和信息安全体系全面形成。新车基本实现智能化，高级别智能汽车实现规模化应用。“人-车-路-云”实现高度协同，新一代车用无线通信网络（5G-V2X）基本满足智能汽车发展需要。
2020-02	《智能汽车创新发展战略》	到2025年，中国标准智能汽车的技术创新、产业生态、基础设施、法规标准、产品监管和网络安全体系基本形成。展望2035到2050年，中国标准智能汽车体系全面建成、更加完善。
2020-11	《智能网联汽车技术路线图2.0》	到2025年，PA（部分自动驾驶）、CA（有条件自动驾驶）级智能网联汽车市场份额超过50%，HA（高度自动驾驶）级智能网联汽车实现限定区域和特定场景商业化应用；到2030年，PA、CA级智能网联汽车市场份额超过70%，HA级智能网联汽车市场份额达到20%，并在高速公路广泛应用、在部分城市道路规模化应用；到2035年，中国方案智能网联汽车技术和产业体系全面建成、产业生态健全完善，整车智能化水平显著提升，HA级智能网联汽车大规模应用。
2022-05	《深圳经济特区智能网联汽车管理条例》	国内首部关于智能网联汽车管理的法规，规定了深圳经济特区范围内智能网联汽车的道路测试和示范应用、准入和登记、使用管理等相关活动。明确列入产业目录的智能网联汽车，经过公安机关交通管理部门登记后，方可上道路行驶。
2022-06	党的十八大以来工业和信息化发展成就发布会	工信部表示将出台自动驾驶的功能要求、信息安全等重要标准，并适时开展准入试点，推动智能网联汽车产业发展。
2022-08	《上海市加快智能网联汽车创新发展实施方案》	到2025年，本市初步建成国内领先的智能网联汽车创新发展体系。产业规模力争达到5000亿元，具备组合驾驶辅助功能（L2级）和有条件自动驾驶功能（L3级）汽车占新车生产比例超过70%，具备高度自动驾驶功能（L4级及以上）汽车在限定区域和特定场景实现商业化应用。
2022-11	《关于开展智能网联汽车准入和上路通行试点工作的通知（征求意见稿）》	在全国智能网联汽车道路测试与示范应用工作基础上，遴选符合条件的道路机动车辆生产企业和具备量产条件的搭载自动驾驶功能的智能网联汽车生产企业，开展准入试点，引导智能网联汽车生产企业和车辆使用主体加强能力建设。
2022-11	《上海市浦东新区促进无驾驶人智能网联汽车经安全性自我声明确认的，可以向公安机关交通管理部门申领车辆号牌；取得车辆号牌的，可以上道路行驶；经交通管理部门审核同意，方可从事道路运输示范运营活动。》	

资料来源：国家发展和改革委员会、中国政府网、中国新闻网、央广网、上海市人民政府、工业和信息化部，中银证券

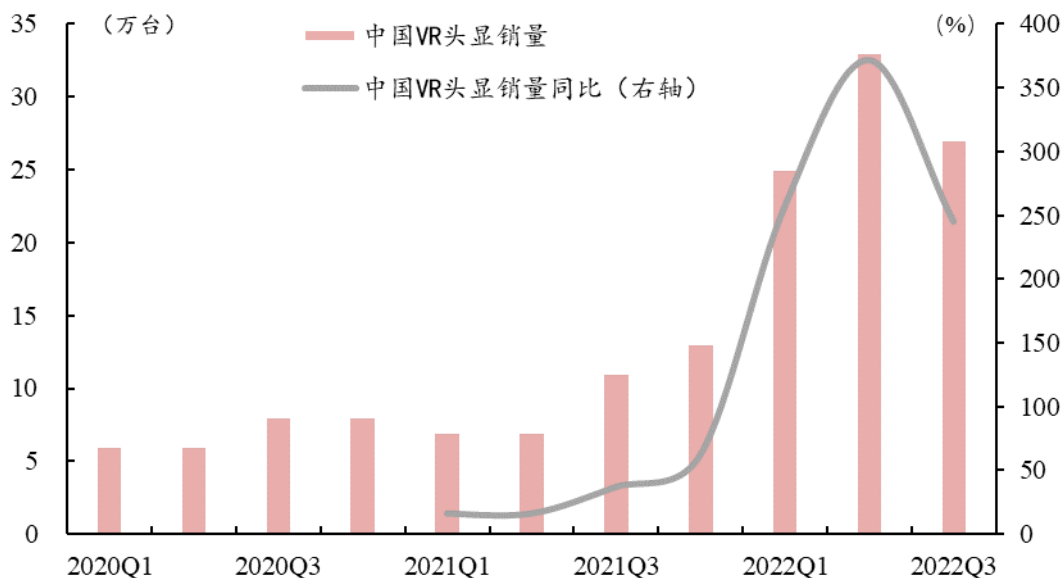
图表 53. 2023 年-2025 年，L2 渗透率有望稳步提升，L3 渗透率有望显著成长



资料来源：亿欧智库，智研咨询，中银证券

2023 年新品预期密集上市，VR/AR 已迎来销售上升期。wellsennXR 数据显示，2022 年三季度中国 VR 销量 27 万台，同比增长 245%，VR 产业链进入需求上升阶段。2023 年的 CES 展会上，索尼、HTC、TCL、Meta 等均展示了旗下的 AR/VR 产品，其中绝大部分将于 2023 年上市，此外苹果 MR 新品也预计在 2023 年上市，行业产品端丰富度大大提升，2023 年 VR 销量有望维持高增速，关注 VR 产业链及元宇宙投资机会。

图表 54. 2022 年以来中国 VR 头显销量高速增长



资料来源：wellsennXR，中银证券

信创有望持续受政策支持，行业信创渗透率仍有广阔提升空间。“二十大”报告中反复提及“安全”，将“国家安全”提升至“民族复兴的根基”的高度，推进国家安全体系建设有望成为未来 5 年的重要战略方向，信创行业是国家科技安全建设的重中之重，有望成为政策重点关注和对象。

在多年以来政策的持续支持之下，信创行业已经逐步从“不可用”过渡到“可用”，并进一步发展到“好用”。2022 年 10 月 28 日，国务院办公厅发布《全国一体化政务大数据体系建设指南》，提出“2023 年底前，全国一体化政务大数据体系初步形成，到 2025 年，全国一体化政务大数据体系更加完备，政务数据资源全部纳入目录管理”，党政信创仍有望进一步下沉拓展，而行业信创的新市场拓展则有望带来更广阔的增长空间。2017 年 6 月 1 日出台的《网络安全法》法案指出：“国家对公共通信和信息服务、能源、交通、水利、金融、公共服务、电子政务等重要行业和领域，在网络安全等级保护制度的基础上，实行重点保护。”在这一基础上，形成了信创党政+关键行业+其他行业的信创“2+8+N”体系。目前来看，八大关键行业之中，金融信创渗透率最高，电信次之，而其他的关键行业渗透率仍然较低，仍具有较为广阔的成长空间，“自主可控”的政策定调之下，相关行业信创有望加速发展。产业链方面，关注技术相对成熟、生态不断完善的 CPU、操作系统、数据库、办公软件。

证券 IT 政策率先加码，各行业信创有望加速落地。2023 年 1 月 6 日，中证协向券商下发了《证券公司网络和信息安全三年提升计划(2023-2025)(征求意见稿)》，鼓励进一步合理加大科技资金投入，“有条件的公司 2023-2025 三个年度信息科技平均投入金额不少于上述三个年度平均净利润的 8%或平均营业收入的 6%。”尽管 2019 年以来，证券行业 IT 投入占营收比持续提升，已由 2019 年的 5.82%上升至 2021 年的 6.81%，但证券公司层面，仍有相当部分公司的 IT 投入占比少于 6%，政策进一步明确之下，证券 IT 投入仍有较大提升空间。证券 IT 引领下，后续其他行业信创板块相关政策也有望加速落地。

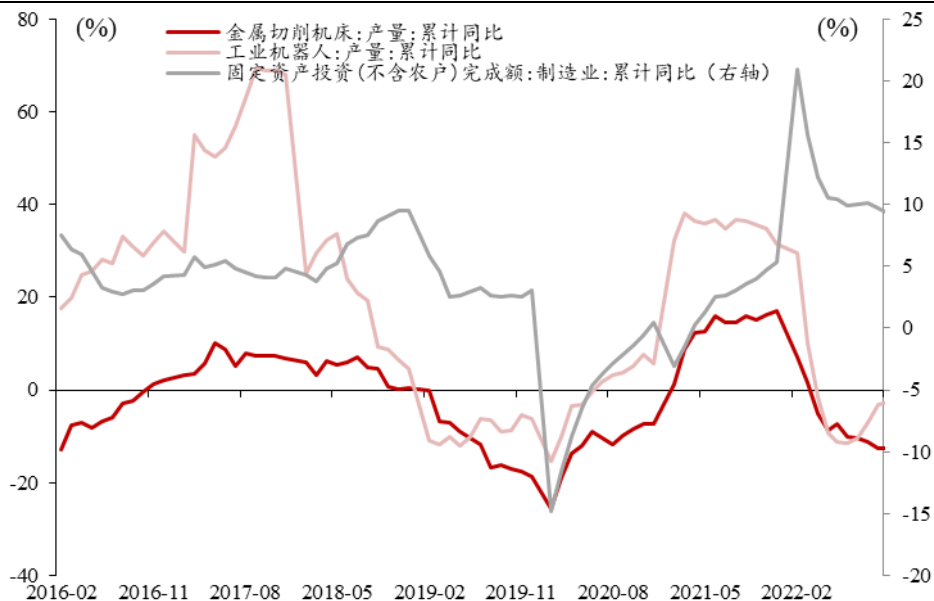
图表 55. 近年来证券业 IT 投入占营收比持续提升

	证券行业 IT 投入 (亿元)	证券行业 IT 投入 同比增长率 (%)	证券行业营业 收入(亿元)	证券行业净利 润(亿元)	证券行业 IT 投入 占营业收入比例 (%)	证券行业 IT 投入 占净利润比例(%)
2019	205.01	10.00	3520.44	1137.12	5.82	18.03
2020	262.87	21.31	4398.15	1707.78	5.98	15.39
2021	338.20	28.70	4967.95	2218.77	6.81	15.24

资料来源：中国证券业协会，中银证券

工业机器人、工业母机等高端机械行业有望受益于制造业复苏。工业机器人、工业母机均是进口替代需求旺盛的高端机械行业，是二十大“推进新型工业化、建设制造强国”的重中之重，对于提升我国工业自主可控有重大意义，行业有望持续获得政策支持，且从历史经验来看，作为工业生产的基础设施，工业机器人、工业母机的产量与制造业投资高度相关，伴随经济复苏、制造业回暖，行业需求有望迎来回升。

图表 56. 工业机器人、工业母机等与制造业投资密切相关



资料来源: 万得, 中银证券

2023 年军工行业处于产能大年, “以销定产”模式指引下行业需求预计旺盛, 同时美国及北约军费加速扩张, 我国军费或在严峻国际局势压力下维持高增。军工行业具有显著的“以销定产”特征, 近年来航空产业链、军工电子等高速扩产, 或表明下游需求有望持续保持旺盛。此外, 2022 年 11 月 18 日珠海航展 C919 再获 300 架大单, 而此前中国商飞累计获得 28 家客户的 815 架 C919 订单, 大飞机产业链再迎利好。C919 产业链复杂、附加值高, 航空产业链、军工电子有望受益于“大飞机”商业化。

美国 2023 财年的《国防授权法案》通过了高达 8579 亿美元的国防预算, 较 2022 年增长近 14%, 并且该法案要求在未来 5 年内加大力度协助中国台湾发展军事力量, 授权美国从 2023 年至 2027 年对中国台湾提供高达 100 亿美元为期 5 年的军事财政援助以及高达 10 亿美元的武器和弹药。日本 2023 财年防卫预算高达 6.8219 万亿日元, 为 2022 财年的 1.26 倍。法国国防部公布的 2023 财年国防预算高达 439 亿欧元, 相比 2022 年增加 7.4%, 法国还计划在未来 2024 财年和 2025 财年每年增加 30 亿欧元预算军费。西班牙政府则称将履行其对北约的承诺, 到 2029 年国防投资达到国内生产总值的 2%, 而这一数据在 2023 年仅约为 1.2%, 同时, 根据西班牙政府 2023 年的国家总预算草案, 国防投资将从 91.91 亿欧元增长至 123.17 亿欧元, 国防投资增长幅度达到 25.8%。美日及北约各国 2023 财年国防预算均呈现较大幅度增长趋势, 在严峻的国际局势压力下, 我国军费或将维持高增速。

图表 57. 近几年航空产业链、军工电子进入高速扩产期

企业	项目	首次集资/开工时间	预计投产/达产时间	项目
中航重机	西安新区先进锻造产业基地建设项目	2018年	2023年	特种材料等温锻造生产线建设项目
	民用航空环形锻件生产线建设项目	2018年	2022年	航空精密模锻产业转型升级项目
	国家重点装备关键液压基础件配套生产能力建设项目	2018年	2022年	军民两用航空高效热交换器及集成生产能力建设项目
	先进航空零部件智能互联制造基地	2021年	2023年	发动机盘环件先进制造生产线建设项目
三角防务	400MN模锻压机生产线技改及深加工建设项目	2019年	2021年	军民融合理化检测中心公共服务平台项目
	航空零部件特种工艺能力建设项目	2022年	2025年	航空发动机叶片精锻项目
	航空精密模锻产业深化提升项目	2022年	2025年	航空数字化集成中心项目
派克新材	航空发动机及燃气轮机用热端特种合金材料及部件建设项目	2020年	2022年	航空航天用特种合金结构件智能生产线建设项目
中航光电	中航光电(广东)有限公司华南产业基地项目	2021年	2024年	中航光电基础器件产业园项目(一期)
宏达电子	微波电子元器件生产基地建设	2021年	2023年	研发中心建设
西部超导	发动机用高性能高温合金材料及粉末盘项目	2019年	2023年	
新雷能	特种电源扩产项目	2022年	2025年	高可靠性 SiP 功率微系统产品产业化项目
	5G通信及服务器电源扩产项目	2022年	2024年	研发中心建设项目
睿创微纳	红外热成像整机项目	2022年	2025年	智能光电传感器研发中试平台
	红外热成像终端应用产品开发及产业化项目	2019年	2022年	非制冷红外焦平面芯片技术改造及扩建项目
	睿创研究院建设项目	2019年	2022年	

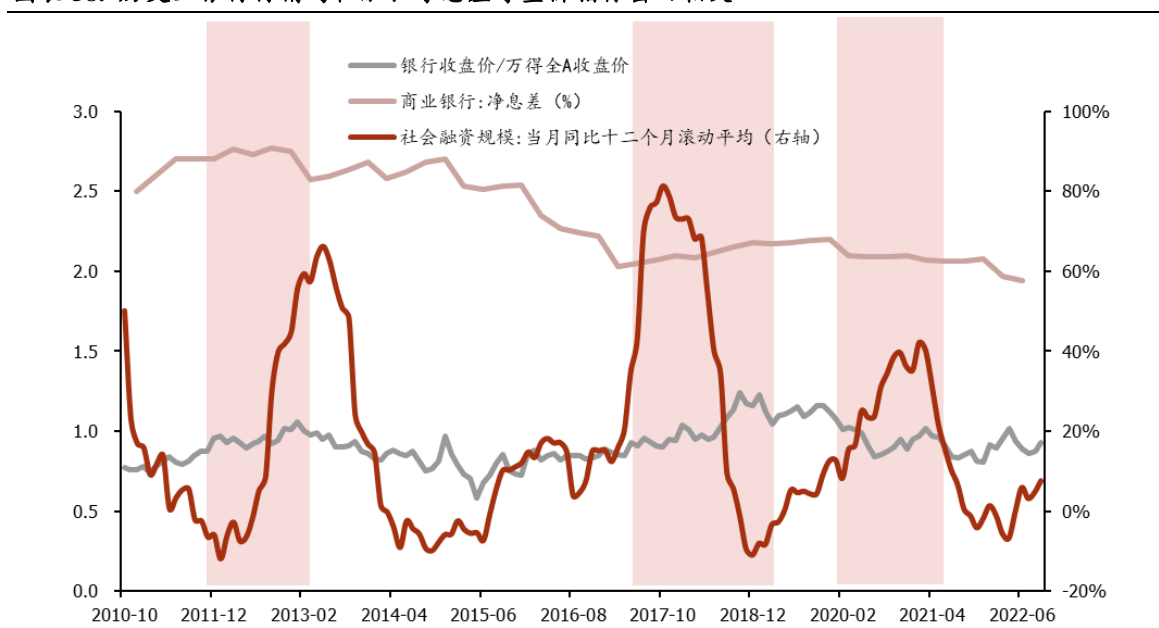
资料来源：公司公告，中银证券

4.6 金融周期驱动的金融类行业

在我国的金融体系中，金融机构担负着优化资金配置、支撑实体经济的重要作用，在金融类行业的投资中，货币政策、利率、信贷等流动性因素有着重要的指示意义，同时政策监管的方向与力度也扮演着重要角色。

银行景气跟踪重点关注“量价-质量”。在银行的投资中，“量价-质量”往往是重要的关注因素，量指标包括贷款增速、M2 增速等，价指标包括存贷款利率、净息差等，而质量因素则主要考虑拨备的计提。2011-2012 年、2017-2018 年以及 2022 年银行相对市场取得较优的绝对收益均是发生在社融增速或商业银行净息差有较为显著上行的时段。

图表 58. 历史上银行行情与社融、净息差等量价指标密切相关



资料来源：万得，中银证券

券商具有明显的高 beta 属性，且在牛市上涨初期涨幅更为明显。长期来看，证券指数的涨跌与 A 股上证指数的涨跌呈现高度相关性，证券行业具有较强的高 beta 属性。券商往往受益于股票市场的高成交、高换手，高频景气跟踪之中，成交金额、换手率等交易热度指标对于券商行情具有一定的指示意义。且券商在牛市上涨初期涨幅更为明显，2006 年、2014 年和 2019 年均是如此。

图表 59. 证券指数的涨跌与 A 股上证指数的涨跌高度相关



资料来源：万得，中银证券

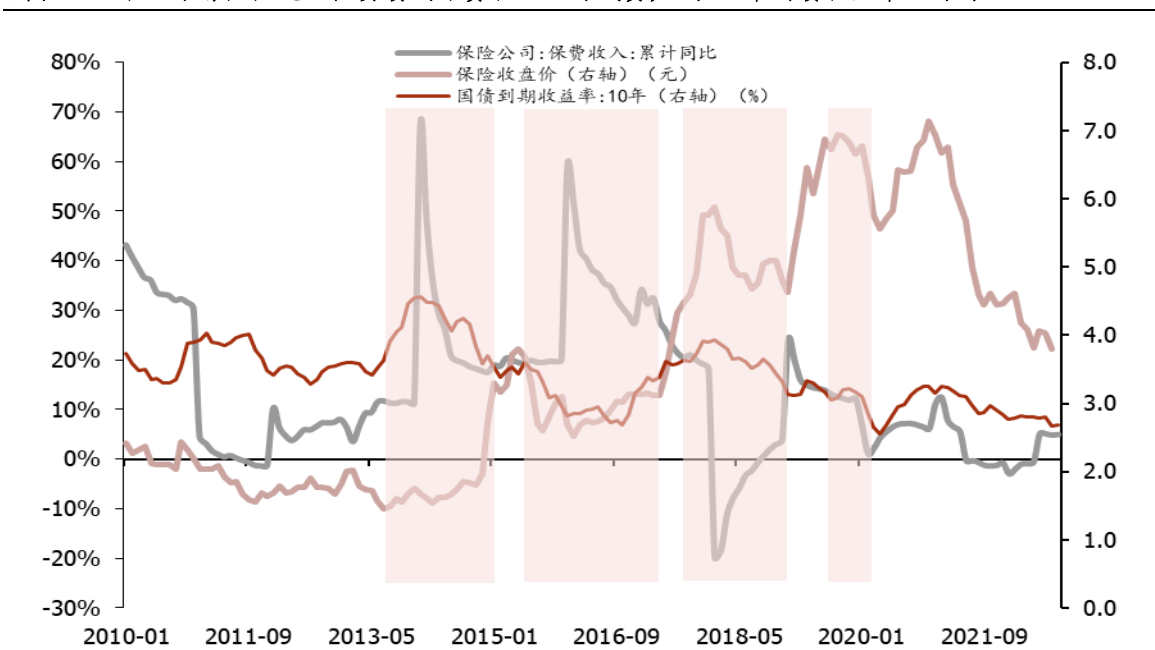
图表 60. 券商在牛市上涨初期涨幅更为明显



资料来源：万得，中银证券

保险景气跟踪关注资产端长期国债收益率与负债端保费收入。保险行业的投资中，可主要关注负债端与资产端两方面因素，负债端主要包括保费收入与结构因素，资产端则主要考虑长端利率特别是 10 年期国债收益率的变动，10 年期国债收益率上行时，行业往往受益上行。

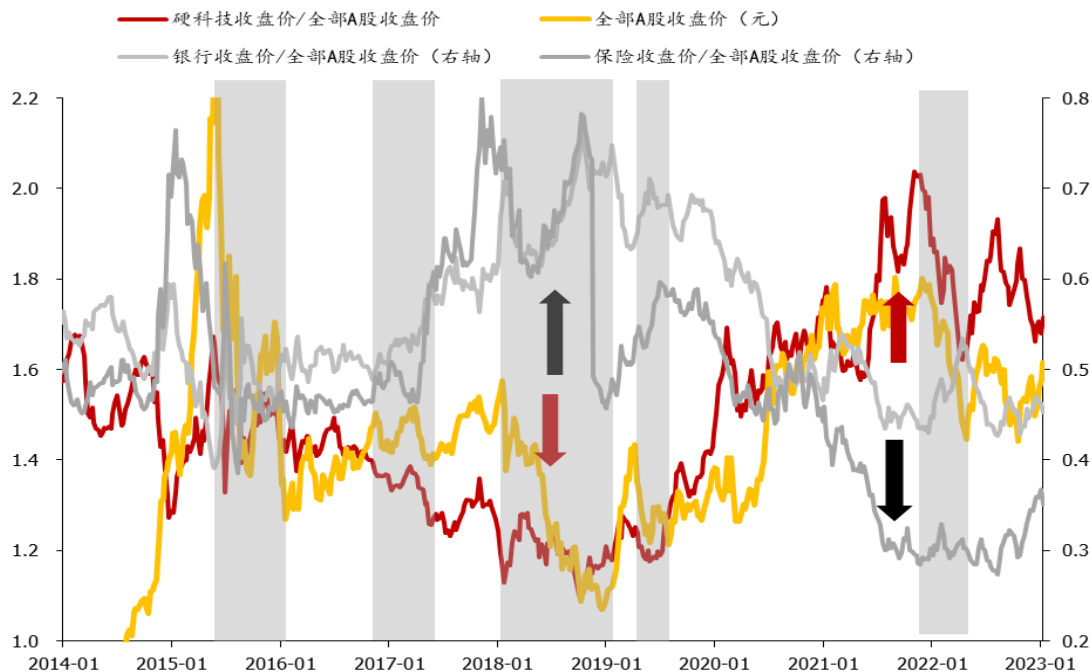
图表 61. 保险行情往往发生在负债端保费收入上行或资产端 10 年国债收益率上行时



资料来源：万得，中银证券

金融类（银行、保险）与成长行业具有较为明显的“跷跷板”效应，且表现出一定的防御性，往往在市场弱势时表现占优。历史规律来看，金融类（银行、保险）与以硬科技为代表的成长行业具有较为明显的“跷跷板”效应，金融类市场表现占优时成长行业通常表现弱势，反之亦然。而从金融类占优时点来看，行业表现出一定的防御性，在市场整体下跌的区间能够相对市场整体取得超额收益，而在市场整体强势的区间则表现相对平庸。

图表 62. 金融类与成长行业有较为明显的“跷跷板”效应



资料来源：万得，中银证券

银行、保险基本面有望受益于金融周期上行，但交易因素上，A股市场整体趋于上行、成长处于相对占优区间，银行、保险或仍承压，但券商仍有望受益于牛市起点。经济预期向好之下，银行有望受益于信贷回暖、利差回升，保险则有望受益于保费收入提升。但从交易层面因素来看，市场整体上行区间，银行、保险通常表现弱势，而成长与金融类存在跷跷板效应，周期风格轮动规律上，扩张前期往往是以硬科技为代表的成长占优，金融类在衰退后期相对更占优，银行、保险等行情或将承压。而另一方面，2023年A股长牛可期，券商则有望受益于牛市起点。

5 行业配置中的择时辅助——动量因素

在前面的框架分析之中，我们主要探讨了景气度层面的行业跟踪，景气度是行业市场表现的必要基础，但行情往往也离不开市场资金与情绪的催化，通过动量指标对市场资金与情绪进行测度能够更为有效的辅助市场拐点的判断和机会的把握。

5.1 优良业绩基础之上，低估值行业具备更高涨幅空间

优良业绩基础之上，低估值行业往往具备更大涨幅空间。估值水平对于行业择时及涨幅空间的分析至关重要，但低估值是否一定意味着更大的涨幅空间仍值得探讨，以 2012-2021 年 10 年涨跌幅数据为样本，将所有行业按照当年业绩和年初估值水平（市盈率分位数）各分为四组，统计不同业绩和估值水平下行业涨跌幅情况。经统计，在高业绩、中高业绩基础上，行业年初估值较低，则当年往往具备更高的涨幅空间，高业绩水平下，10 年平均数据来看，低估值、中低估值的涨跌幅分别为 19.28%、47.47%，高于中高估值、高估值的 16.92%、18.61%。

图表 63. 优良业绩基础之上，低估值行业涨幅空间较高估值行业更大

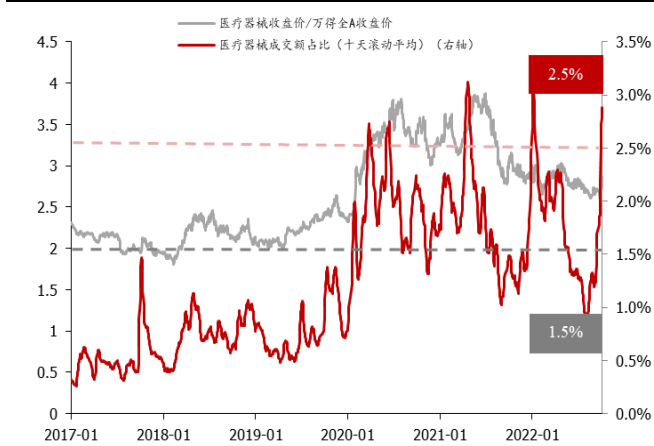
业绩水平	估值水平	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	年度平均
高业绩	低估值	15.65	13.48		71.70		(11.92)	(31.60)	60.55		17.13	19.28
高业绩	中低估值	4.08	42.41	100.66	77.89			(17.89)	72.23	54.05	46.37	47.47
高业绩	中高估值		(6.16)	22.36		(14.59)	11.19	(31.50)	23.94	88.34	41.75	16.92
高业绩	高估值		3.36	43.75	68.14	(12.18)	5.43	(19.56)	56.24	19.55	2.75	18.61
中高业绩	低估值	21.93	52.93	81.54	49.54	(17.10)		(33.42)	39.57	17.87		26.61
中高业绩	中低估值	7.34	(9.96)	28.28	77.81	(5.86)	7.51	(26.93)	28.18	21.80		14.24
中高业绩	中高估值	(1.90)	12.31	31.57	48.10	(23.65)	35.14	(28.56)	17.56	33.66	5.74	13.00
中高业绩	高估值	(5.09)					(10.45)	(19.37)	12.00	88.06	15.80	13.49
中低业绩	低估值	(0.37)	14.94	74.99	25.97	1.85	4.01	(33.98)	11.73	(6.78)	15.21	10.76
中低业绩	中低估值	(8.86)	4.84	34.15	55.40	(21.42)	7.50	(30.96)	23.67	12.51	(3.59)	7.32
中低业绩	中高估值	15.22	27.90	43.00	76.98	(9.07)	(6.11)	(32.09)	25.37	13.67	12.58	16.75
中低业绩	高估值	3.06		25.11	30.66			(28.02)	8.85	49.95	(11.88)	11.11
低业绩	低估值	2.64		25.88	43.88	(17.73)	(17.67)	(40.28)	13.24	1.59	6.94	2.05
低业绩	中低估值	(3.03)	(10.16)	58.82		(17.21)	(10.83)	(22.04)	32.13	2.96	12.74	4.82
低业绩	中高估值	(10.30)	18.55		14.45	(10.14)	(11.23)	(29.72)	25.41	81.06	1.99	8.90
低业绩	高估值	(2.47)	12.67	54.14	32.42	(0.56)		(33.38)		(2.51)		8.62

资料来源：万得，中银证券

5.2 震荡行情中的情绪判别——成交额占比

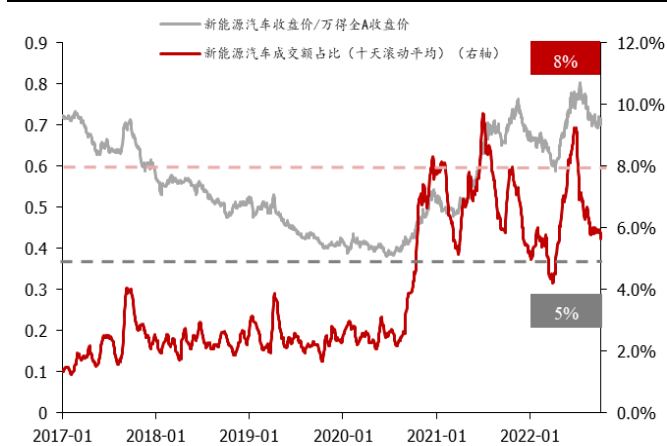
成交额占比有助于震荡行情的走向判别。当行情处于震荡趋势之中，而景气层面并未释放新的边际信号，或景气层面边际出现变化但是否有较大涨跌空间难以测度，成交额占比往往能够较好的反映市场情绪水平，辅助行情的判断。当行业成交金额占比达到一定水平时，行业往往会出现回调，如医疗器械成交额占比上行到 2.5% 时往往会出现回调，而当成交金额占比下跌到 1.5% 时，则往往出现一定的反弹机会，新能源汽车成交额占比达到 8% 时较易出现回调，下行至 5% 时则易出现反弹机会。

图表 64. 医疗器械成交额占比达到 2.5% 时易出现回调



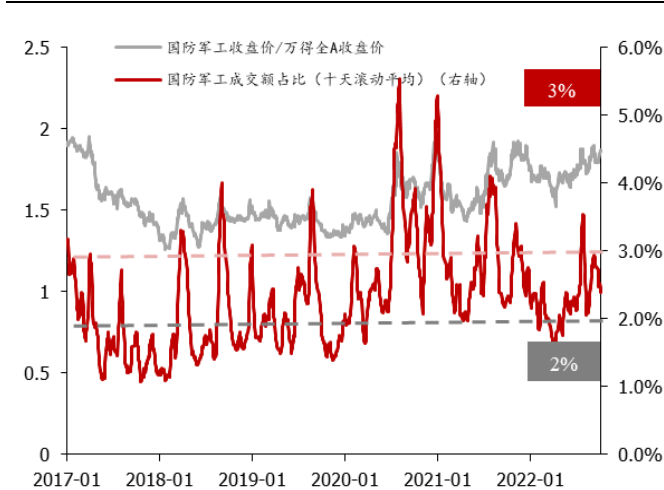
资料来源：万得，中银证券

图表 65. 新能源汽车成交额占比达到 8% 时易出现回调



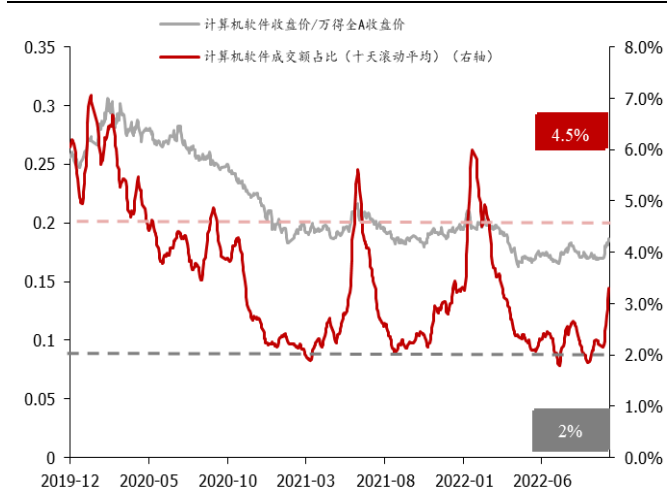
资料来源：万得，中银证券

图表 66. 国防军工成交额占比达到 3.0% 时易出现回调



资料来源：万得，中银证券

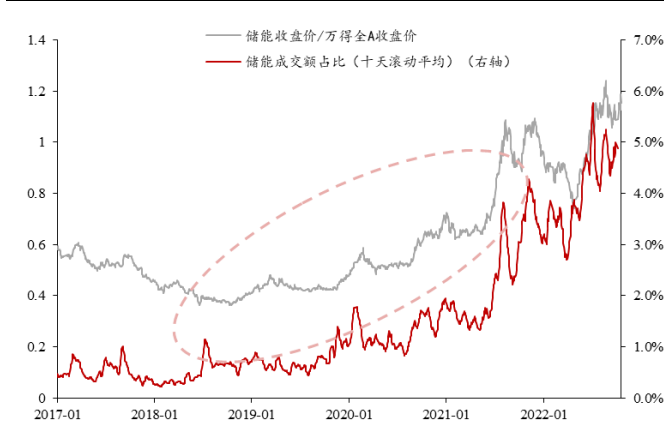
图表 67. 计算机软件成交额占比达到 4.5% 时易出现回调



资料来源：万得，中银证券

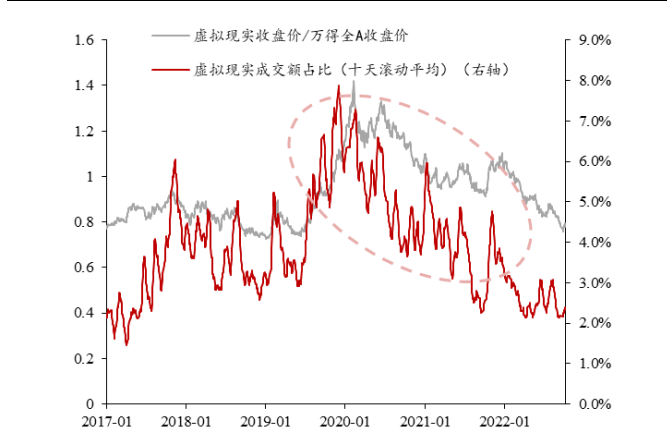
但需要注意的是，成交额占比在震荡行情之中较为有效，但在趋势性行情中，无论是上行趋势还是下行趋势，以成交额占比进行行情判别都是不够准确的，伴随股票价格的趋势性上升和下降，成交额占比也会不断创新高或新低。如 2019-2022 年伴随储能股票价格上涨，储能行业成交金额占比也不断创新高，而在 2020 年初至 2022 年上半年，虚拟现实行业成交金额占比则不断下行。

图表 68. 2019-2022 年储能成交金额占比不断创新高



资料来源：万得，中银证券

图表 69. 2020 年初至 2022 年上半年 VR 成交额占比下行



资料来源：万得，中银证券

6 中观四维“周期-信号-动量”行业比较体系

从周期因素、信号因素、业绩因素、估值因素四个层面构建四维“周期-信号-动量”行业比较体系，对大类行业趋势进行综合分析，整体来看，硬科技整体景气向好，可选消费、必选消费与软科技、金融中部分子行业值得关注：

- **资源品**：经济走向扩张前期，行业在当前周期不占优，全球经济衰退预期叠加国内地产施工、销售弱复苏下，大宗商品价格支撑较弱，次年 g 来看，资源品预期业绩在所有行业中相对靠后，估值水平较低；
- **地产建筑**：经济走向扩张前期，行业在当前周期不占优，地产支持政策不断加码，但更多集中在“保交楼”和防范化解重大系统性风险，销售、开工等呈现弱复苏趋势，竣工端回暖更为显著，次年 g 来看，地产建筑预期业绩在所有行业中相对靠后，当前估值水平较高；
- **金融类**：经济走向扩张前期，行业整体在当前周期不占优，扩张前期之中经济活力预计提升，资金需求有望回暖，复苏预期之下信号指标仍有上行动力，但交易层面 A 股市场整体趋于上行、成长处于相对占优区间，“跷跷板”效应之下银行、保险或仍承压，而券商则有望受益于牛市起点，次年 g 来看，金融类预期业绩在所有行业中相对靠后，估值水平不高；
- **可选消费**：经济走向扩张前期，行业在当前周期占优，经济复苏叠加疫情管控政策优化之下，居民收入及消费预期向好，次年 g 来看，可选消费预期业绩在所有行业中居于前列，估值水平适中但部分行业行情有所抢跑，行业具备一定投资机会；
- **硬科技**：经济走向扩张前期，行业在当前周期占优，科技周期进入 5G AIOT 时代，终端设备热潮正盛，应用软件布局也已开启，行业有望受益于本轮科技周期上行，中美经贸摩擦之下，科技和高端制造业政策持续加码，信号层面经济复苏趋势下产出缺口预期回暖，行业有望占优，次年 g 来看，硬科技预期业绩在所有行业中居于前列，估值水平较低，行业整体向好；
- **必选消费**：经济走向扩张前期，白酒、医药等部分兼具成长性的行业周期占优，经济复苏叠加线下消费场景恢复之下，2023 年上半年 CPI 同比预计仍有韧性，次年 g 来看，必选消费预期业绩在所有行业中居于前列，估值水平整体偏高，行业具备一定投资机会；
- **软科技**：经济走向扩张前期，行业在当前周期不占优，行业有望受益于本轮科技周期上行，本轮经济周期中流动性宽松于 2021 年底即已开启，但软科技行业受政策、业绩等压制在衰退后期涨幅有限，后续压制因素预计有所缓解、流动性仍有望维持相对充裕，行业有望受益，次年 g 来看，软科技预期业绩在所有行业中居于前列，当前估值水平较高，但考虑 2022 年行业业绩趋弱而 2023 年预期业绩较高，估值有望被较高增速的业绩水平迅速消化，行业具备一定投资机会。

图表 70. 2023 年大类行业比较体系表

大类行业	周期因素		信号因素		业绩因素		估值因素		行业投资趋势分析	重点子行业关注
	行业占优周期	行业特征	周期指标趋势	行情信号指标	信号指标趋势	2022年Q3业绩增速	次年g(2023年)	估值水平市盈率分位数(自2018年以来)		
可选消费	扩张前期	顺周期、早周期、收入及消费预期驱动	↑	收入及消费预期综合指标	↑	-15.6	45.5	42.7%	↑	消费电子(VR/AR)、游戏、造纸
硬科技	扩张前期	产业周期驱动、流动性助推、流动性宽松后期、经济复苏前期相对占优	↑	产业周期、产出缺口、政策指引	↑	11.1	37.7	22.3%	↑	半导体、国防军工、信创(硬件端)、工业母机、工业机器人
资源品	扩张后期	顺周期、后周期、价格驱动	↓	CRB大宗商品价格指数	↓	14.3	16.4	23.7%	↓	—
必选消费	衰退前期(部分必选消费如食品饮料、医药兼具必选消费与成长特征,衰退后期与扩张前期均有较优表现)	防御性、价格驱动	—	CPI同比	↑	9.1	34.1	68.9%	↑	医药、白酒、啤酒、调味品
地产建筑	衰退后期	逆周期	↓	地产销售、新开工、竣工	—	-23.1	22.8	93.2%	—	—
软科技	衰退后期	产业周期驱动、流动性助推、流动性宽松前期相对占优	—	产业周期、M1、政策指引	↑	-40.0	37.0	76.2%	↑	信创(软件端)、元宇宙(应用端)
金融类	衰退后期	防御性、金融周期驱动	↓	社会融资规模、10年期国债利率等	↑	2.0	26.5	19.4%	—	证券

资料来源：公司公告，中银证券；

当前绝大多数中观景气向好的高端制造和可选消费行业仍具备高估值性价比。对于风格轮动中占优、行业景气周期向上的行业，仍需考虑其高景气是否已被市场充分预期及消化，综合考察食品饮料(白酒、啤酒、调味品)、医药、消费电子、游戏、元宇宙、造纸、信创、汽车智能化、半导体、工业母机、工业机器人、国防军工等各行业与所有行业估值情况，主线行业中除工业机器人、白酒外，其余行业市盈率分位数基本均处于70%以下，具备较高估值性价比。

图表 71. 绝大多数中观景气向好的高端制造和可选消费行业仍具备高估值性价比

证券简称	市盈率分位数 (%)	证券简称	市盈率分位数 (%)	证券简称	市盈率分位数 (%)	证券简称	市盈率分位数 (%)
影视院线	99.80	家具	61.47	专用设备	35.64	小家电	15.93
商用车	99.49	软件开发	59.57	风电	35.48	中药	15.61
旅游及景区	99.43	航海装备	59.49	非金属材料	35.38	化学制品	14.92
装修装饰	98.32	铁路公路	58.30	保险	34.44	光伏设备	14.88
教育	98.16	房地产开发	57.86	调味品	34.09	化学原料	14.23
航空机场	98.06	食品加工	56.91	专业服务	34.02	生物制品	12.14
机场	97.45	游戏	56.64	消费电子	33.46	光伏指数	11.68
酒店餐饮	96.99	风电设备	56.33	纺织制造	33.04	玻璃玻纤	11.48
渔业	96.38	互联网电商	55.23	物流	31.99	半导体	11.15
餐饮	95.25	包装印刷	54.90	种植业	31.79	计算机设备	10.84
养殖业	93.57	环保设备	53.96	基础建设	30.64	电网设备	10.82
饲料	93.47	医药商业	53.93	数字媒体	29.96	物业管理	9.67
电力	87.78	饮料乳品	51.68	金属新材料	29.90	工业金属	9.29
免税店	86.73	工程咨询服务	51.68	航空航天	29.03	白色家电	8.95
乘用车	84.28	贸易	50.94	自动化设备	28.38	CRO	8.78
动物保健	80.71	专业工程	50.54	电子化学品	27.21	航空货运与物流	8.75
非白酒	78.76	广告营销	50.00	化学纤维	25.46	个人防护用品	8.73
照明设备	77.79	厨卫电器	48.16	元宇宙	25.18	医疗器械	8.11
汽车零部件	76.48	饰品	47.47	环境治理	24.32	股份制银行	7.45
工业机器人及工控系统	76.13	特钢	47.17	航空装备	23.98	城商行	6.99
其他电源设备	75.82	多元金融	46.17	黑色家电	23.11	军工电子	6.48
油服工程	75.65	装修建材	45.84	化学制药	22.76	房屋建设	6.30
白酒	75.32	家居用品	44.85	轨交设备	22.58	国有大型银行	6.10
化妆品	74.60	专业连锁	43.72	储能	22.55	航天装备	5.87
橡胶	74.03	房地产服务	43.08	出版	22.00	小金属	4.80
休闲食品	73.35	水泥	41.79	通用设备	21.63	医疗服务	4.64
电视广播	72.38	塑料	40.38	通信服务	21.38	消费电子	4.08
文娱用品	66.36	证券	39.74	电池	21.08	农商行	4.05
智能汽车	66.28	一般零售	39.74	电机	20.92	农化制品	3.83
造纸	66.07	工业母机	39.03	信创产业	18.57	医疗器械	3.06
农产品加工	65.51	冶钢原料	38.18	服装家纺	17.14	能源金属	2.14
IT服务	65.39	光学光电子	37.76	地面兵装	16.79	煤炭开采	1.84
工程机械	64.85	贵金属	36.76	炼化及贸易	16.11	通信设备	1.73
普钢	62.89	焦炭	35.91	燃气	16.07	航运港口	1.35

资料来源：万得，中银证券

细分子行业层面关注：1) 部分产业趋势与政策导向双利好、估值合理的科技与高端制造行业：信创、国防军工(航空产业链、军工电子)、高端机械(工业母机)、半导体(设计、设备、材料)、汽车智能化、元宇宙；2) 具有较高稳定性溢价，行业具备估值扩张或修复机会的消费品：食品饮料(白酒、啤酒、调味品)、医药、消费电子(VR/AR)、游戏、造纸；3) 受益于长牛起点的证券。

风险提示

政策波动超出预期，经济波动超出预期，业绩预期存在偏差。

附录.趋势拐点的辅助判断——DMI+RSI 指标

一些情况下，景气信号已经出现，但市场预期仍在博弈，行情走势依旧难以判断，引入一些资金与情绪层面的动量因素有助于对拐点进行判别。在这样的场景下，我们以 DMI 趋向指标+RSI 相对强弱指标构建动量因素，通过对买卖双方力量均衡点变化进行分析，有助于判断底部趋势拐点。

DMI (Directional Movement Index) 趋向指标由 Wells Wilder 创造，包含两组细分指标，分别是多空指标（多方指标 PDI 和空方指标 MDI）和趋向指标（ADX 和 ADXR）。

DMI 趋势指标计算：

1. 上升指标线 (+DM) = 当日最高价 - 昨日最高价 (负值或零记为 0)；
下降指标线 (-DM) = 昨日最低价 - 当日最低价 (负值或零记为 0)；
2. TR (真实波幅) 指标计算，取以下三项差额的数值中的最大值 (取绝对值)：
A、当日的最高价减去当日的最低价的价差。
B、当日的最高价减去前一日收盘价的价差。
C、当日的最低价减去前一日收盘价的价差。

ATR 为 TR 移动平均；

3. 多方指标 $PDI = \text{Smoothed } +DM * 100 / ATR$ ；空方指标 $MDI = \text{Smoothed } -DM * 100 / ATR$ ；

4. $DX = |MDI - PDI| / (|MDI + PDI| * 100)$ ；ADX 为 DX 的移动平均

5. $ADXR = (ADX + M \text{ 日前的 } ADX) / 2$

RSI 相对强弱指标同样由 Wells Wilder 创制，通过特定时期内股价的变动情况计算市场买卖力量对比，计算方法为：

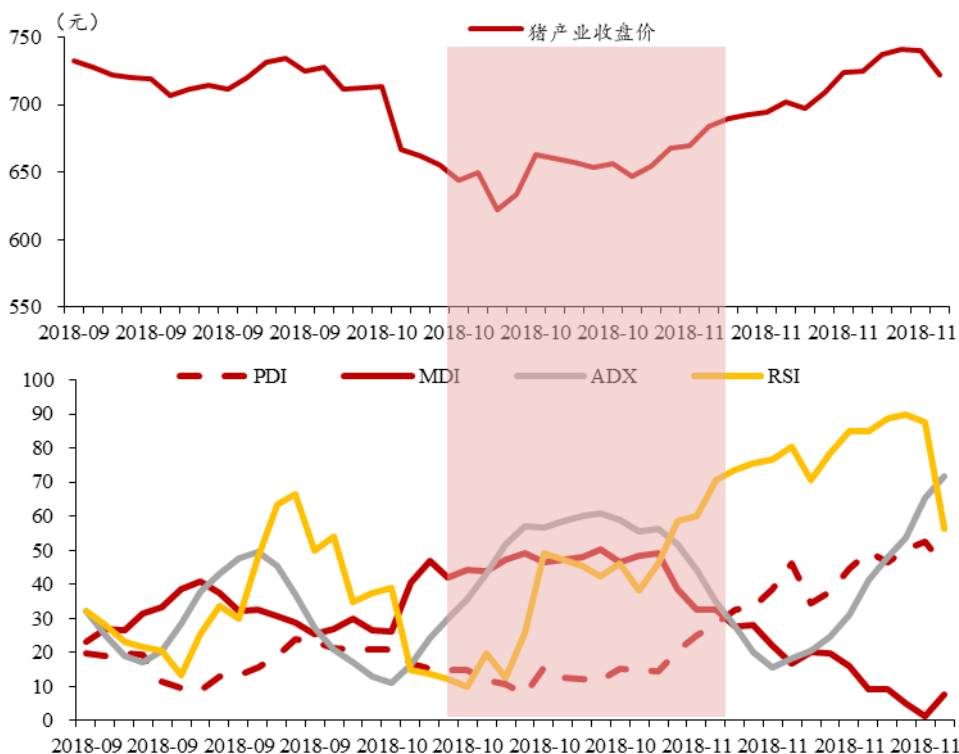
$$RSI = 100 - [100 / (1 + RS)]$$

其中 $RS = 14 \text{ 天内收市价上涨数之和的平均值} / 14 \text{ 天内收市价下跌数之和的平均值}$

DMI 趋向指标+RSI 相对强弱指标能够有效辅助行情拐点判别。在一些行情中，景气拐点信号已经出现，但对于信号的研判和解读市场尚未形成共识，预期仍在激烈的博弈，市场底部拐点难以确认。DMI 趋向指标+RSI 相对强弱指标在这样的场景下对于市场拐点有较高的参考意义，当 PDI 指标触底，经验上往往是低于 10，而同时 MDI 指标处于高位，往往在 30 以上，而 ADX 指标自高位回落，经验上通常是自 50 以上的高位回落，此时若搭配 RSI 指标攀升，特别是上升至 60 以上的高位，则行情的底部拐点往往会随之出现。

以 2018 年猪产业拐点为例，在前文的“信号-输出”分析中我们已经指出，2018 年 8 月 3 日，非洲猪瘟首次确诊，而后不断蔓延，至 10 月中旬已在全国多地出现，能繁母猪存栏持续下降。自 8 月初至 10 月底，猪产业经历了“下行趋势延续-反弹拐点出现-上行趋势确认”的过程，而在市场预期上，则经历了“非洲猪瘟”信号出现，信号扩散、在投资者中广泛传播并逐渐引起重视，市场开始讨论猪瘟的影响幅度和持续时间，随着更多信号的验证，多方在预期博弈之中不断加强最终带动市场拐点出现的过程。尽管期间不断有或强或弱的信号出现，但在这段区间内，更多是量变引起质变的过程，拐点很难通过单一的景气信号去判别，而在这种情况下，DMI 趋向指标+RSI 相对强弱指标能够起到有效的参考作用。10 月 18 日猪产业市场底部拐点出现，10 月 29 日底部震荡后行情进入上行趋势，而在此之前，10 月 16 日 PDI 滑落至接近 10，而 MDI 已上行至 40，10 月 26 日至 30 日，ADX 触及 60 的高点后迅速回落，而同时 RSI 迅速上升至 70 以上，符合上行拐点的规律。

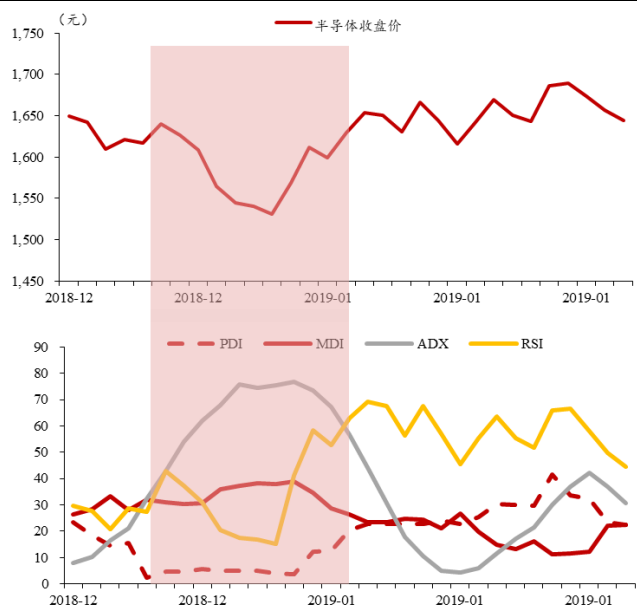
图表 72. 2018 年 10 月猪产业反弹拐点



资料来源：万得，中银证券；

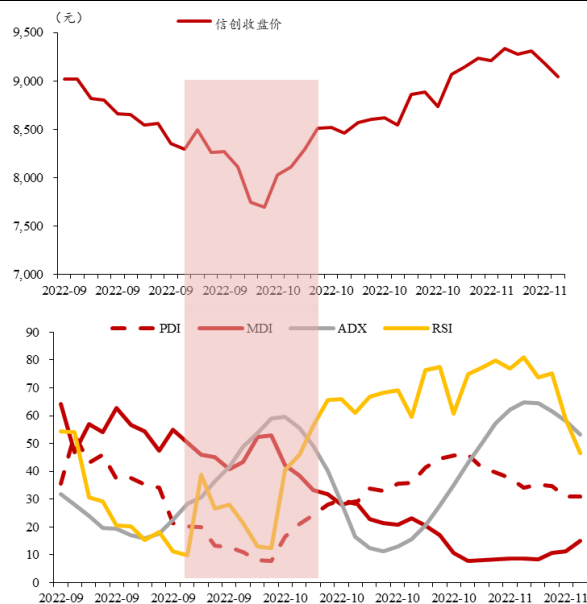
这一上行拐点规律在不同行业之间均广泛存在，对于 2019 年 1 月初半导体产业和 2022 年的信创产业也有同样的规律。1 月 4 日央行继 2018 年的 3 次定向降准后进一步全面降准，2018 年 12 月底，半导体 PDI 已滑落至 10 以下，MDI 上行至 30 以上，1 月 4 日 ADX 自 70 的高位拐点向下并于 1 月 7 日之后加速下行，同时 RSI 指标迅速上行至 60 以上，其后半导体行业进入温和上涨。而对于信创行业，2022 年 10 月以来，中美摩擦不断加剧，“自主可控”重要性愈加凸显，10 月初 PDI 已滑落至 10 以下，MDI 上行至 50 以上，10 月 12 日 ADX 拐点向下，而其后 RSI 迅速上行，10 月 11 日开始信创产业触底反弹，10 月 16 日“二十大”报告将“国家安全”提升至“民族复兴的根基”的高度，信创产业作为事关国家科技安全的核心产业显著受益，上行趋势进一步确认。

图表 73. 2019 年 1 月初半导体反弹拐点



资料来源：万得，中银证券；

图表 74. 2022 年 10 月信创反弹拐点



资料来源：万得，中银证券；

动量因素仅适用于底部拐点判别，且应作为景气信号的辅助使用。需要注意的是，DMI 趋向指标+RSI 相对强弱指标在底部拐点的判断中较为有效，但在趋势上行或下行之中，或是震荡行情之下，指标的判断往往是不准确的，并且动量因素的逻辑是建立在景气信号出现且能够不断验证和加强的基础之上的，缺乏景气改善逻辑支撑即使出现动量信号，行情也往往难以维持，因此其更适用于作为景气信号的辅助使用。

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6 个月内超越基准指数 20% 以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现弱于基准指数。
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分容予任何其他人士，或将此报告全部或部分容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

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

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371