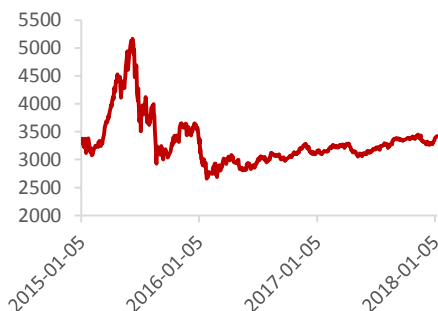


周期复辟指向再通胀交易

■ 上证综合指数走势(近三年)



相关研究报告:

《周期为王，估值重构》——

2018/01/01

《特朗普税改：未必成功的改革》——

2017/12/20

《震荡有底，结构性牛市格局不变》

——2017/11/26

《两融提速蓝筹白马，短期上行承压》

——2017/11/09

《基金三季报理清下一步市场逻辑：盈利改善》

——2017/10/30

证券分析师：周雨

电话：010-88321580

E-MAIL: zengguang@guosen.com.cn

执业资格证书编码：S0980511040003

联系人：万科麟

电话：010-88321823

E-MAIL: wankl@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190117100013

策略观点:

上中下游走势良好，需求端韧性终现再通胀交易：上游行业中，煤炭和石油价格大涨引起股价攀升；截止到2018年1月12日，煤炭板块指数收盘价达到3463.41。中游行业中，钢铁维持高位震荡、水泥价格上涨。12月螺纹钢库存期货环比下跌75.307%，期货结算价环比上涨3.501%；下游一般物价再通胀周期驱动行业。我们认为上述市场数据表明，价格上扬带动投资者预期，再通胀交易是春季攻势的最主要逻辑。

流动性边际缓解且预期向好成周期崛起必要条件：回看过去的市场表现，我们认为流动性的边际缓解给予周期品良好窗口。回到当下，年初流动性有所改善，投资者趋于乐观。在央行宣布建立“临时准用”和二月定向降准的政策背景下，全国商业银行可利用期限30天、规模不超过2%的法定准备金来缓解流动性缺口。我们认为，此举措将会有效的改善春节前流动性紧张的局面。2017年全年陆股通合计对A股的净买入为1997.38亿元，北上南下资金年后加速进入市场，预计18Q1两地投资者仍然认为配置A股和港股具有较高的前景和价值。

周期行业“退一进一”，基金加仓方向改变：2017年四季度煤炭需求端在供给侧的收缩下显示韧性，钢铁企业因螺纹钢与铁矿石价差扩大，四季度业绩预期高于三季度。在海外经济持续温和复苏，国内流动性仍好，经济周期上升阶段与政策周期平稳阶段，有色板块最为受益。基金年初结构调整倾向于多方配置，存量博弈下，消费者购买涨势强劲的一线消费蓝筹股的套利空间逐渐所小，四季度钢铁，煤炭价格虽有小幅调价，但供给侧改革政策力度不降，二三线周期蓝筹股配置有望增加。

周期股交易机会最佳，再通胀交易充分：我们认为，18年初可能是周期股交易机会的最佳窗口期。上、中、下游企业因需求端韧性，供给侧改革未变，价格上涨诱因明显，带动消费者预期乐观，基本面持续改善引致股价上涨逻辑未变，在年初四季度财报数据、经济数据空窗期期下，再通胀交易存在最佳机会，应顺势而为。存在强烈通胀预期的石油石化、有色金属、煤炭、工程机械等具有较高价值，银行、地产的最佳配置窗口期也将来临。

目录

一、上中下游走势良好，需求端韧性终现再通胀交易.....	4
二、流动性边际缓解且预期向好成周期崛起必要条件.....	5
三、周期行业“退一进一”，基金加仓方向改变.....	7
四、周期股交易机会最佳，再通胀交易充分.....	9
五、年初复盘，二八分化持续	11

图表目录

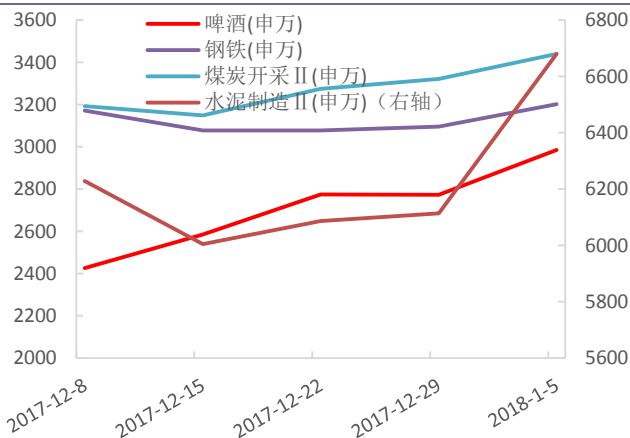
图表 1：通胀预期驱动交易	4
图表 2：白酒和石油股价上升	4
图表 3：全市场成交额攀升（亿）	6
图表 5：SHIBOR 利率陡然下行	7
图表 6：GC001 高位回落趋于正常	7
图表 7：每月新增外汇占款	7
图表 8：螺纹钢整体上涨，四季度高位震荡	8
图表 9：煤炭价格维持高位震荡	8
图表 10：三季度基金加仓环比变化	9
图表 11：三季度基金加仓环比变化	9
图表 12：销售额同比解释能力较弱	10
图表 13：广义库存同比解释能力较强	10
图表 14：元旦后两周行业涨跌幅	12
图表 15：元旦后两周主要风格指数涨跌幅	12

一、上中下游走势良好，需求端韧性终现再通胀交易

上游行业中，煤炭和石油价格大涨引起股价攀升。秦皇岛港动力煤库存环比降低4.304%，平仓价12月环比上涨0.273%，截止到2018年1月12日，（申万二级分类，下同）煤炭板块指数收盘价达到3463.41元。煤价上涨源于冬季电力和煤炭消费攀升，环渤海动力煤交易活跃，需求端旺盛及客观气候原因引起煤价变动，企业盈利预期向上预期差正处于纠正过程。另外，煤炭股尤其是高负债率的煤炭股在12部委联合发布《关于进一步推进煤炭企业兼并重组转型升级的意见》后，存在强烈重组预期。同样，石油也存在相同的逻辑。石油行业中WTI原油期货结算价环比上涨1.856%，燃料油期货结算价12月环比上升1.42%，与此同时随着OPEC继续维持减产到2018年年底，伊朗面临政治冲击影响国际石油供需格局。美元指数持续下行，我们认为从中期来看，原油仍有上涨空间。中游行业中，钢铁维持高位震荡、水泥价格上涨。12月螺纹钢库存期货环比下跌75.307%，期货结算价环比上涨3.501%；下游一般物价再通胀周期驱动行业。春节临近，酒类龙头企业（青岛啤酒、贵州茅台）的提价给予市场涨价预期，从而打开了基本面的想象力空间。

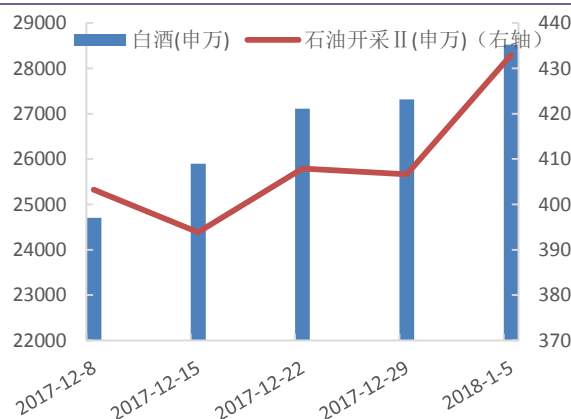
上述市场数据表明，价格上扬带动投资者预期，再通胀交易是春季攻势的重要逻辑。

图表 1：通胀预期驱动交易



资料来源：WIND，太平洋证券整理

图表 2：白酒和石油股价上升



资料来源：WIND，太平洋证券整理

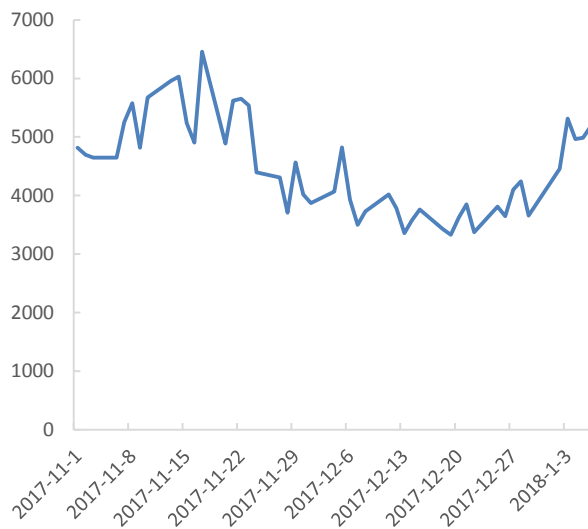
二、流动性边际缓解且预期向好成周期崛起必要条件

回看过去的市场表现，我们认为流动性的边际缓解给予周期品良好窗口。从市场的逻辑而言，在经济周期内需求触底回升加上流动性改善时，上游周期率先受益，但在长期衰退后产能进行了出清，故而此时供应弱于需求，存在供需缺口，叠加了行政去产能后供需缺口被扩大，故而上游周期股的向上弹性更大；在供需趋于紧平衡后中游制造业受益于量（上游价涨导致中游量升）价齐升最受益。

回到当下，年初流动性有所改善，投资者趋于乐观。在央行宣布建立“临时准用”和二月定向降准的政策背景下，全国商业银行可利用期限30天、规模不超过2%的法定准备金来缓解流动性缺口。我们认为，此举措将会有效的改善春节前流动性紧张的局面。从市场反应上来看，在央行临时政策的促进下，全市场的成交额大幅上升，存量资金流动性边际好转，市场流动性和资金面有所改善。同时，进入18年，企业盈利处于财务数据和经济数据的空窗期，根据2017年12月31日PMI（51.60%）数据，18年一季度的制造业经济总体缓慢增长，市场状况应该趋于稳定。因此，我们认为，一季度是周期股交易的窗口期。

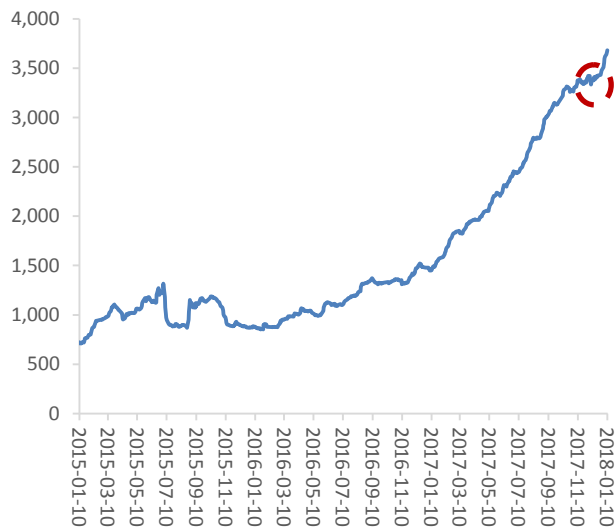
2017年全年陆股通合计对A股的净买入为1997.38亿元，北上资金已然成为A股市场的重要支柱之一，17年消费白马的大涨背后就由其边际定价（相当于加杠杆）。18年开年一周内，北上资金成交净买入达145.21亿元人民币，南下资金成交净买入达99.05亿元人民币，节前交易活跃的北上资金开年后加速进入市场，预计18Q1两地投资者仍然认为配置A股和港股具有较高的前景和价值。

图表 3：全市场成交额攀升（亿）



资料来源：WIND，太平洋证券整理

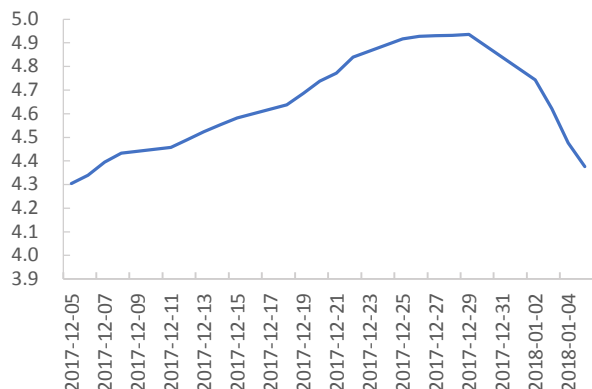
图表 4：陆股通累计净买入回调后上行



资料来源：WIND，太平洋证券整理

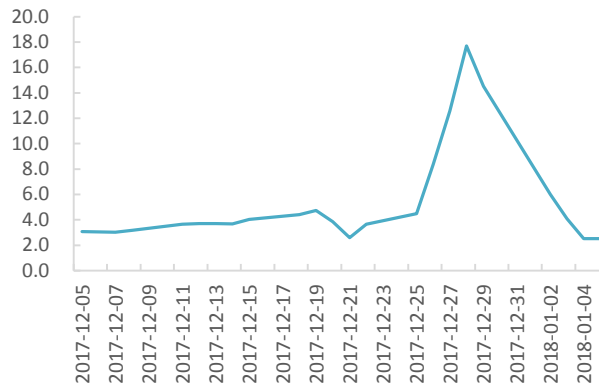
2018开年SHIBOR利率下行，自2017年12月29日至2018年1月5日下降56BP，达到4.3756%，银行资金充足，市场偏宽松。2017年年末GC001高达17.70%，从节前疯狂攀升到开年一周内回归正常，现收2.4%左右，央行对春节前资金面表现出积极呵护，市场资金量趋于合理，外围市场流动性出现好转。从宏观层面看，流动性也趋于好转，美元指数阶段性下行有利于人民币汇率的企稳，在人民币单边下行预期改变后，企业结汇需求上升，外汇占款连续三个月转正（预计12月仍转正）。

图表 4: shibor 利率陡然下行



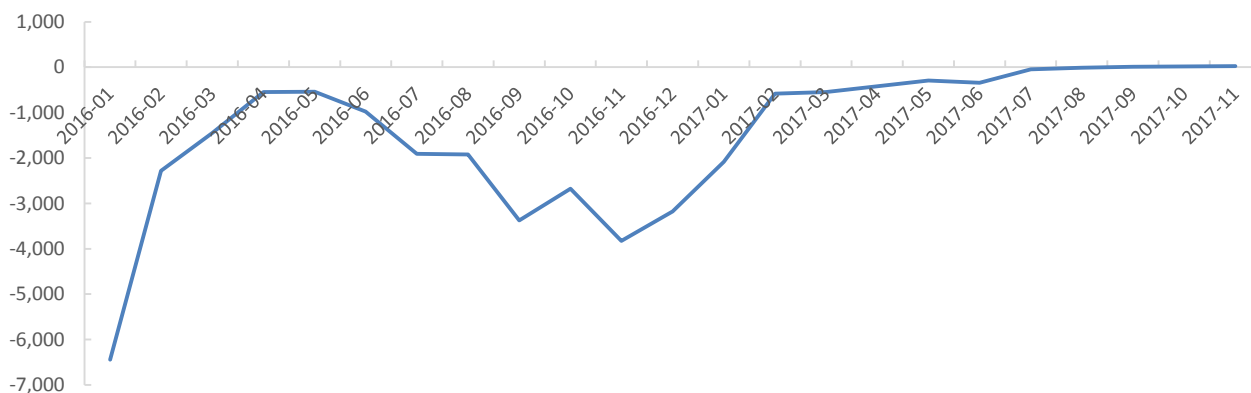
资料来源: WIND, 太平洋证券整理

图表 5: GC001 高位回落趋于正常



资料来源: WIND, 太平洋证券整理

图表 6: 每月新增外汇占款



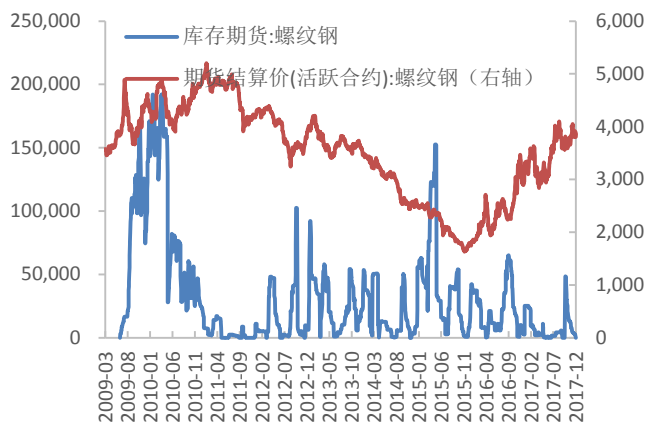
资料来源: WIND, 太平洋证券整理

三、周期行业“退一进一”，基金加仓方向改变

截止到2017年二季度，煤炭、钢铁、化工、有色金属、水泥等强周期行业业绩表现突出，涨势惊人。但根据2017三季报数据显示，周期行业较二季度业绩增速出现下滑，并且三季度宏观经济较二季度温和下行，工业增加值与固定资产投资数据较二季度下行明显，市场对周期股的信心出现下降，四季度周期股经历三个月调整。2017年四季度因采暖季叠加环保限产，煤炭需求端在供给侧的收缩下显示韧性，煤炭价格高位震荡；钢铁企业因螺纹钢与铁矿石价差扩

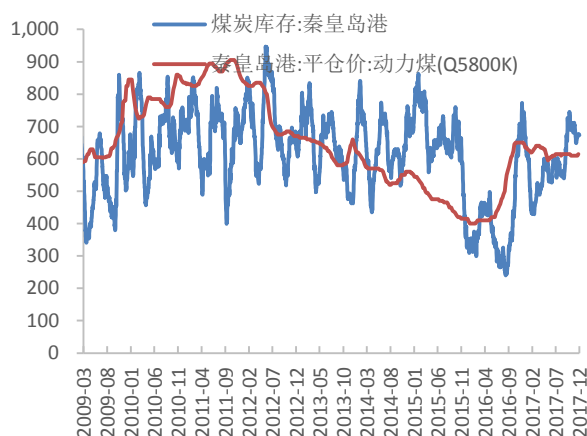
大，四季度业绩预期高于三季度。目前，从估值角度来看，钢铁和煤炭估值依然居周期板块低位。近期大宗商品市场继续上行，铜价一路大涨，铅锌价格继续创新高接近2.6 万元/吨，主要由美元指数阶段性下行（同时也符合特朗普振兴美国制造带动美国工业品出口的需要）引致。在海外经济持续温和复苏，国内流动性仍好，经济周期上升阶段与政策周期平稳阶段，有色板块最为受益；越来越多的证据表明对周期股业绩“大落”的悲观预期被逐渐修正，确定性溢价上升，是为周期股的“进一”。

图表 7：螺纹钢整体上涨，四季度高位震荡



资料来源：WIND，太平洋证券整理

图表 8：煤炭价格维持高位震荡



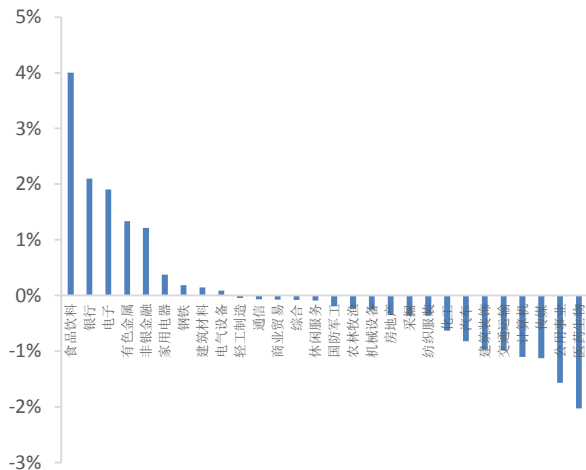
资料来源：WIND，太平洋证券整理

三季度持仓数据表明，相比二季度，食品饮料仓位环比增加4个百分点，钢铁加仓0.19个百分点，仓位占比中，食品饮料10.23%位居第二，加仓逻辑仍注重年内超额收益较为明显的行业，对于钢铁、煤炭等周期类行业的加仓并没有显著变化。最近，基金年初结构调整倾向于多方配置，逐渐卖出当初买进的一些性价比下降的一线消费蓝筹，转而配置周期蓝筹。存量博弈下，消费者购买涨势强劲的一线消费蓝筹股的套利空间逐渐所小，四季度钢铁，煤炭价格虽有小幅调价，但供给侧改革政策力度不降，二三线周期蓝筹股配置有望增加。

这种逻辑简单明了：在难以对未来有准确把握的前提下，基金有进行结构化调整的趋势，改变内部配置比例，不愿在开年提高配置风险。我们预计，拥挤的消费白马“抱团策略”要么扩散至现下估值更低且定价力量薄弱的周期股，

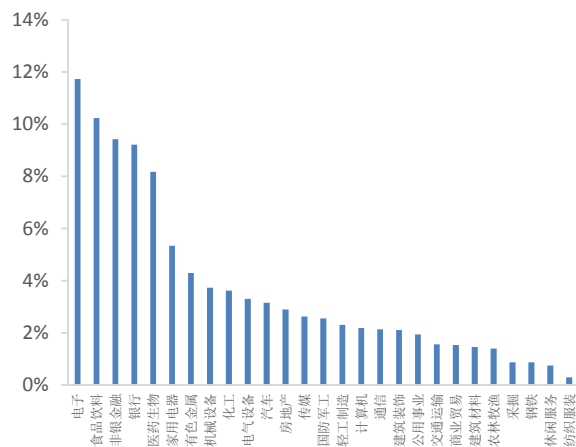
要么走向瓦解，前者是更大概率事件。

图表 9：三季度基金加仓环比变化



资料来源：WIND，太平洋证券整理

图表 10：三季度基金行业配置



资料来源：WIND，太平洋证券整理

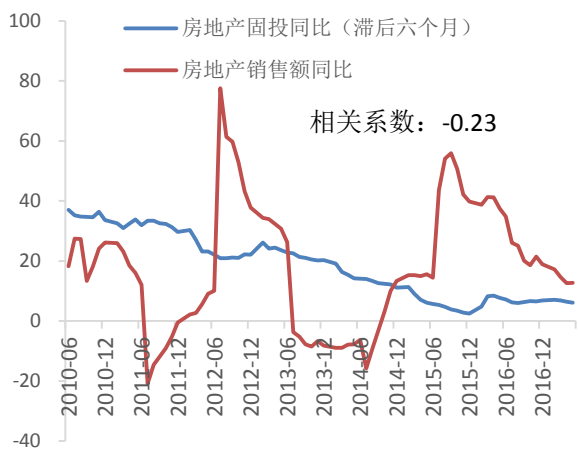
四、周期股交易机会最佳，再通胀交易充分

我们认为，18年初可能是周期股交易机会的最佳窗口期。上、中、下游企业因需求端韧性，供给侧改革未变，价格上涨诱因明显，带动消费者预期乐观，基本面持续改善引致股价上涨逻辑未变，在年初四季度财报数据、经济数据空窗期期下，再通胀交易存在最佳机会，应顺势而为。从流动性和资金面上来看，市场流动性回暖，银行资金充沛，预计一级交易商如公募基金的资金面相对宽松，促进交易活跃，基金配置结构化合理，相对均衡趋势倾向于一线蓝筹消费向二三线周期蓝筹转换，即减少手中低性价比一线消费蓝筹，看好二三线周期蓝筹股。

2017年四季度银行板块整体指数有所调整，春节前央行的“临时准用+定向降准”和供给侧改革下，周期股业绩状况良好，此进一步改善了银行资产质量，估值有望进一步提升。同时金融去杠杆下，前五大银行（四大行+招行）市场表现依旧良好，资产价值相对更高。

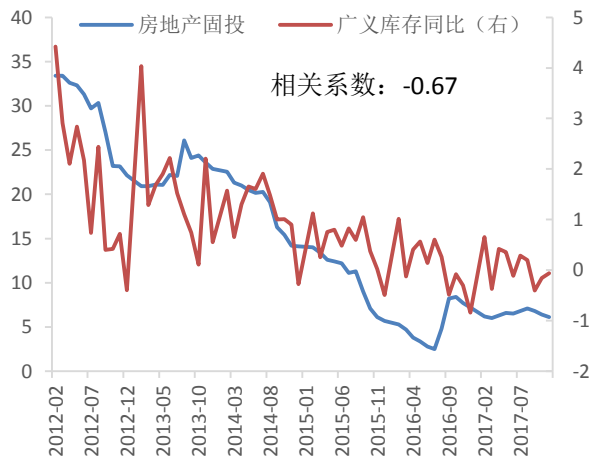
金融紧缩周期下，对房地产的预期走向悲观；但无论从狭义还是广义范畴计算下的低库存决定了房地产开工与投资却比想象中乐观：2017年初市场对房地产投资全年增速预计为负，但事实上全年至少有5%，而市场普遍认可的房地产投资滞后于销售6-12个月的逻辑我们同样不认可，以相关系数计算，滞后6个月的房地产销售额同比与房地产固定资产投资同比为-0.25，即领先6个月的房地产销售额同比实际上与房地产投资不仅相关性较弱并且作用方向为负。相反的，当期广义库存同比与房地产固定投资完成额相关系数为-0.67，能够更好地解释房地产企业投资行为：当库存处于低水平或去库存阶段时，房地产企业有充足的投资开工动机。并且，近期18年住建部预期580万棚户区改造；兰州1月4日发布《关于加强房地产市场调控强化房地产市场监管有关工作的通知》中提到对部分地区取消限购，继续限购区域取消社保、纳税证明；近日合肥等城市也将会释放松绑信号。以上政策的逐步出台，将扭转市场对于房地产此前过于悲观的预期，而房地产企业独特的回款方式也使得15-16年的业绩将在2017年年报释放，符合以业绩为美的市场审美特征，存在估值重构动机（即从PE定价到PS定价）。开年两周内，中信一级行业分类地产板块指数大涨10%以上，市场表现也印证着我们的预期。

图表 12：销售额同比解释能力较弱



资料来源：Wind 太平洋研究院整理

图表 13：广义库存同比解释能力较强



资料来源：Wind 太平洋研究院整理

从上述交易表征、流动性、当前市场投资逻辑的综合判断下，我们认为，存在强烈通胀预期的石油石化、有色金属、煤炭等具有较高价值。同时，金融去杠杆提升了银行龙头的相对竞争优势地位，供给侧改革改善了上游行业的利润，提升了银行的资产质量，在非金融部门降低银行资产不良率；大行资产质量性价比提高，估值有望进一步上升，依旧看好负债端与资产端具有绝对优势的四大行+招行。地产悲观预期得到扭转下，房地产存在配置价值。目前来看，18年一季度为银行和地产的最佳配置窗口期。

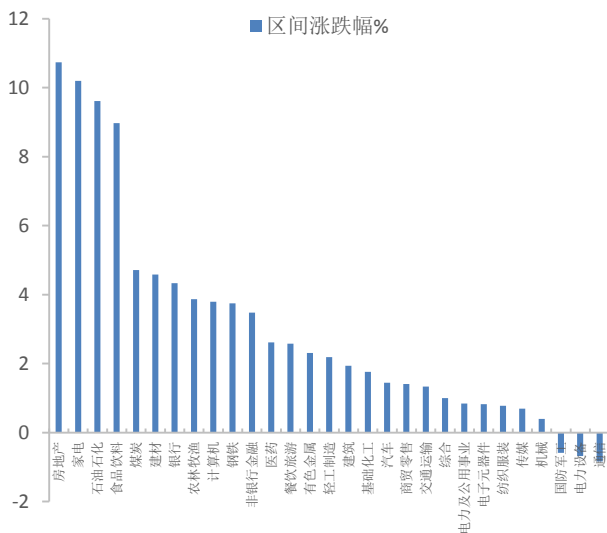
五、年初复盘，二八分化持续

元旦过后第一周，大部分去年下跌的个股迎来反弹，市场呈现普涨格局，但在上周结束后，指数持续上行背后隐藏的是两市下跌个股开始增多，下跌个股数从619家上升至1110家；我们认为随后下跌个股数增加趋势将延续，市场将继续演绎自身的“强者恒强”逻辑，原因有以下两点：其一，流动性持续改善难觅：元旦后流动性边际改善（正如我们在《底部已近，保持乐观》中所提到的），但金融周期仍处下行期，全年中性货币政策不变（甚至存在着加息可能），金融去杠杆仍是工作的重中之重，不能期待流动性泛滥格局，普涨不存在流动性基础；其二，市场风险偏好抬升有顶：春季攻势的真正主线在于再通胀交易，再通胀交易下真正受益的行业仍呈结构性分化特征，通胀从上游供给侧到下游需求端的释放仍然难见拐点，诸如纺织服装、电力及公共事业更受政策或行业竞争格局的制约，需求难以快速释放，市场预期亦不充分，难以呈现行业普涨。

元旦过后两周，市场完美演绎我们元旦前提出的观点，按中信一级行业分类，受益于美元指数下行，能源的石油石化、煤炭涨幅明显，房地产估值修复明显；另外消费白马的食品饮料与家电涨幅也靠前，“动量策略+抱团策略”极大提升了消费白马的估值。我们认为，站在当下时点，行业景气度迎来拐点的石油石化行业（尤其是油服行业）已经具备左侧买入价值，价格已经到达周期底部，且石油石化在周期性行业中对流动性最为不敏感，向下弹性较小；房地

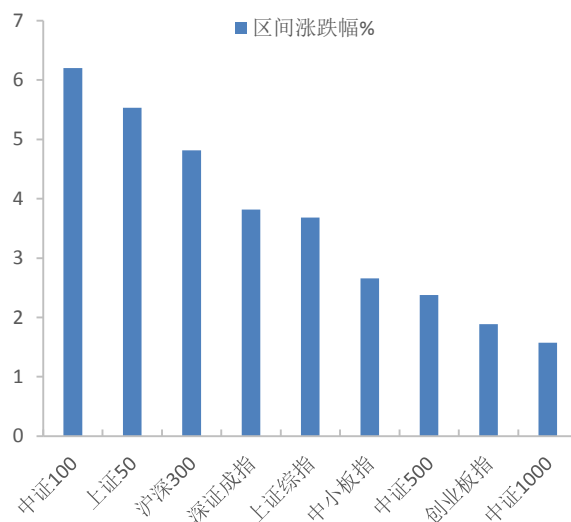
产行业的估值重构仅仅是刚刚开始，强烈推荐行业龙头。

图表 11：元旦后两周行业涨跌幅



资料来源：WIND，太平洋证券整理

图表 12：元旦后两周主要风格指数涨跌幅



资料来源：WIND，太平洋证券整理

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；
中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；
看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；
增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；
持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；
减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

销 售 团 队

职务	姓名	手机	邮箱
销售负责人	王方群	13810908467	wangfq@tpyzq.com
北京销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
北京销售	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
北京销售	李英文	18910735258	liyw@tpyzq.com
北京销售	张小永	18511833248	zxy_lmm@126.com
北京销售	袁进	15715268999	yuanjin@tpyzq.com
上海销售副总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
上海销售	李洋洋	18616341722	liyangyang@tpyzq.com
上海销售	张梦莹	18605881577	zhangmy@tpyzq.com
上海销售	洪绚	13916720672	hongxuan@tpyzq.com
广深销售副总监	杨帆	13925264660	yangf@tpyzq.com
深圳销售	查方龙	18520786811	zhafanglong@126.com
深圳销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
深圳销售	王佳美	18271801566	wangjm@tpyzq.com
深圳销售	胡博涵	18566223256	hubh@tpyzq.com



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话： (8610) 88321761

传真： (8610) 88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。