

2020 年 07 月 28 日

“行业轮动”的宏观逻辑

宏观研究团队

——宏观深度报告

赵伟（分析师）

zhaoweil@kysec.cn

证书编号：S0790520060002

杨为敦（分析师）

yangweixiao@kysec.cn

证书编号：S0790520050002

回溯历史来看，“行业轮动”多和基本面及基本面预期的相对变化有关；当前，宏观环境仍有利于权益类资产，多关注盈利修复确定性较强的板块个股。

● **伴随经济底、政策底夯实，近期转债随权益市场上行，出现“行业轮动”迹象** 近期股市、转债上涨，背后的宏观逻辑是经济底、政策底夯实背景下，资金风险偏好的持续改善。随着疫情平复、经济活动恢复，4月以来经济进入渐进修复通道。3月和4月政治局会议定调“稳增长”，5月两会等重要会议召开，“政策底”也逐步夯实。伴随双底确认，信用环境、经济行为恢复，资金风险偏好持续改善。期间，行业表现出现“轮动”迹象，周期、金融阶段性大幅上涨、强于成长和消费，引发市场对“行业轮动”的讨论。4月初到6月底，消费和成长板块的涨幅持续居前，涨幅约分别接近24%、20%，而周期和金融行业表现较差，涨幅均不到10%。6月30日以来，周期、金融板块强势上行，涨幅一度超过成长、消费。

● **回溯历史，“行业轮动”的出现，和基本面及基本面预期的相对变化息息相关** 2009-2010、2016-2017年的行业轮动方向，均和板块盈利的相对变化一致。2009年底，为抑制经济过热、通胀高企，货币政策、地产政策逐步收紧，同时新医改实施、智能手机兴起，带动消费、成长相对周期行业的盈利大幅改善；期间，医药、食品饮料、电子等消费、成长行业持续跑赢。类似的，2017年全球贸易复苏带动出口超预期、棚改“去库存”使得地产产业链维持高景气；期间，家电、食品饮料等行业相对周期的盈利持续改善，带动消费板块迎来长达一年的结构性行情。2014年下半年，强势板块从成长转向周期，或缘于估值极端分化下，市场对部分周期行业的基本面预期有所改善。2014年，经济延续2012年、2013年的下行趋势，下半年连续降准降息、放松地产。同时，“一带一路”、“经济金融改革”相关政策陆续出台，部分周期、金融行业的盈利预期有所改善。彼时，周期、金融行业相对估值亦处于较低位置。基本面预期变化及估值极端分化下，以建筑、交运、非银等为代表的周期、金融板块2014年下半年持续跑赢成长、消费。

● **未来一段时间，资金风险偏好有望继续维持，可关注盈利修复较为确定的板块** 未来一段时间，经济环境和政策组合仍利于权益类资产，资金风险偏好有望继续维持。下半年广义财政支出加快，或将带动经济行为和信用环境进一步加速修复。与财政政策配合，货币政策推动信用修复的大方向没有变；4月下旬以来货币市场利率抬升，只是流动性环境回归常态、并非转向，中短期转向的可能性也较低。关注盈利修复较为确定的板块：1)对政策敏感的周期性较强的板块；2)代表未来的成长方向。伴随信用修复，对政策敏感的周期性较强的行业盈利修复弹性更大；例如受益于财政支出加快，基建链公司业绩或将改善。中长期看，“转型”是近年最重要宏观逻辑；以5G、新能源汽车等为代表的新兴产业景气度或继续维持。

● **风险提示：** 新冠疫情失控，政策出现大幅调整。

相关研究报告

《宏观经济专题-货币、信用环境的常见误读》-2020.7.26

《宏观经济专题-历史上选情不利时，美国在任总统做过什么？》-2020.7.26

《宏观经济点评-“每周三问”系列（一）政策环境转向了吗？》-2020.7.24

目 录

1、 经济预期修复背景下，转债随正股上行、行业出现轮动迹象.....	4
1.1、 估值“主动+被动”压缩后，转债股性增强，市场核心矛盾回到正股.....	4
1.2、 伴随“双底”夯实，转债随正股上行，行业表现出现“轮动”迹象.....	5
2、 回溯历史，股市的“行业轮动”受基本面及预期变化等影响.....	7
2.1、 经验显示，权益市场的“行业轮动”多和基本面及预期变化等有关.....	7
2.2、 2010&2017 轮动与盈利变化有关，2015 或主因预期调整、估值分化.....	8
3、 宏观环境利于权益类资产，关注盈利修复较为确定的板块.....	12
3.1、 广义财政支出加快等，带动信用环境修复，市场风险偏好或延续.....	12
3.2、 未来一段时间，关注盈利修复更为确定的部分周期、成长板块个股.....	14
4、 研究结论.....	15
5、 风险提示.....	16

图表目录

图 1： 5 月，转债估值经历了“主动”压缩.....	4
图 2： 5 月份，“主动”压估值个券占比大幅提升.....	4
图 3： 6 月初以来，转股溢价率“被动”压缩.....	5
图 4： 6 月初以来，个券的转股溢价率多“被动”压缩.....	5
图 5： 相对 4 月底，当前的转股溢价率大幅压缩.....	5
图 6： 近期股市和转债市场的大幅上涨，反映的是“经济底、政策底”夯实后的信用修复逻辑.....	6
图 7： 生产行为修复较早，3 月以来明显改善.....	6
图 8： 近期，新成立的股基规模占比持续提升.....	7
图 9： 近期，北上资金加速流入.....	7
图 10： 近期，周期、金融行业的表现一度强于成长、消费.....	7
图 11： 市场出现明显行业轮动的时间段主要有 2009-2010 年、2013-2015 年以及 2016-2017 年等.....	8
图 12： 行业轮动核心影响因素主要有三个方面.....	8
图 13： 2010 年，政策开始收紧.....	9
图 14： 2009 年年底，地产政策开始收紧.....	9
图 15： 2010 年，通胀和消费增速均维持高位.....	9
图 16： 2009 年 8 月前后，领涨板块从周期转向消费等.....	9
图 17： 2010 年，行业轮动与基本面的相对变化方向一致.....	10
图 18： 2010 年，智能手机出货量增速维持高位.....	10
图 19： 2015 年年底，“供给侧改革”提出.....	10
图 20： 伴随“供给侧改革”的推进，PPI 大幅抬升.....	10
图 21： 2017 年，基本面的相对变化和行业表现一致.....	11
图 22： 2016 年周期板块跑赢，2017 年消费持续领先.....	11
图 23： 2013-2015 年，经济增速持续下滑.....	11
图 24： 2014 年 930、2015 年 330，地产政策放松.....	11
图 25： 2014 年下半年，货币政策持续宽松.....	12
图 26： 2014 年年中，市场领先板块从成长转向周期.....	12
图 27： 2014 年下半年，“一带一路”相关板块表现较好.....	12
图 28： 2014 年下半年，成长和周期的估值极端分化.....	12

图 29: 2020 年一般财政预算赤字创下新高	13
图 30: 5 月政府债净融资大幅增长, 但支出未相应扩张.....	13
图 31: 下半年 M2 增速或继续抬升	13
图 32: 实体需求修复带动贷款增长	13
图 33: 尚未确认经济完全修复前, 央行通常不会转向.....	14
图 34: 未来一段时间, 可以优先关注盈利修复确定性较强的板块.....	14
图 35: 5 月以来, 股性转债的溢价率大幅下降	15
图 36: 当前, 部分高价转债面临赎回、转股压力	15
图 37: 周期性行业中可以关注的个券	15
图 38: 成长板块中可以关注的个券	15
 表 1: 截至目前, 转债市场的转股溢价率水平	5
表 2: 到 4 月中旬, 政策底已然夯实	6
表 3: 4 月中旬以来, 政策更加侧重“维稳”	14

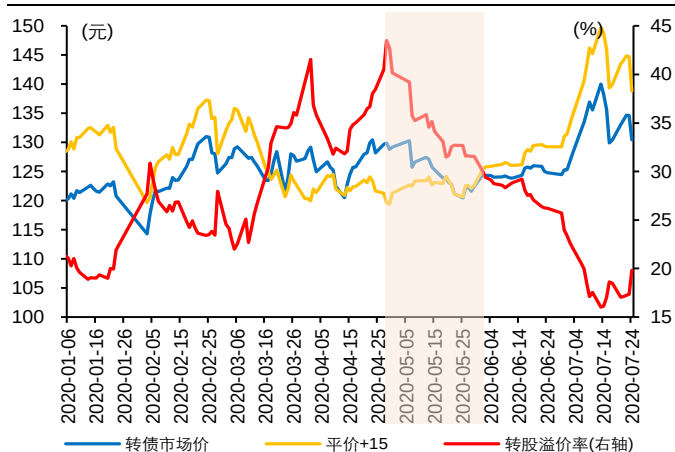
回溯历史来看，“行业轮动”多和基本面及基本面预期的相对变化有关；当前，宏观环境仍有利于权益类资产，多关注盈利修复确定性较强的板块个股。

1、经济预期修复背景下，转债随正股上行、行业出现轮动迹象

1.1、估值“主动+被动”压缩后，转债股性增强，市场核心矛盾回到正股

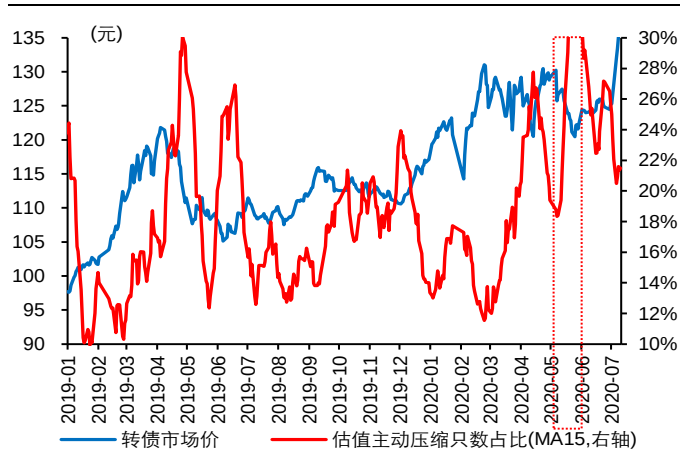
纯债市场大幅调整等因素影响下，5月份转股溢价率持续“主动”压缩。年初以来，在较强的权益市场预期带动下，转债市场的转股溢价率持续维持高位。5月份，辉丰事件发酵、纯债市场快速调整，导致转债随转股溢价率的“主动”压缩而大幅下跌。期间，转债平价从97.72元小幅降至97.67元，转股溢价率从39.19%大幅降至31.55%，使得转债市场价从130.26元跌至122.41元。

图1：5月，转债估值经历了“主动”压缩



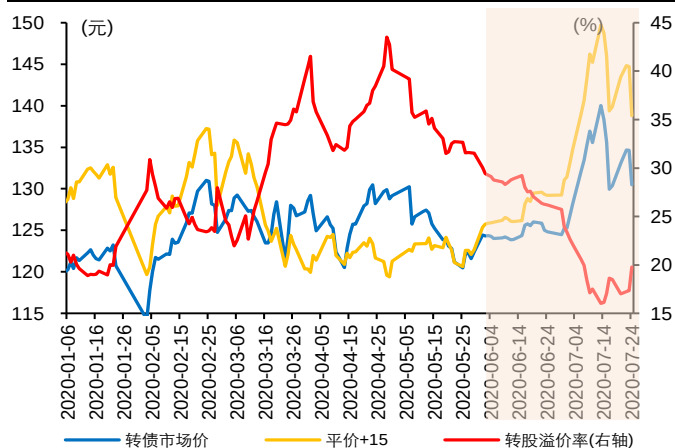
数据来源：Wind、开源证券研究所

图2：5月份，“主动”压估值个券占比大幅提升

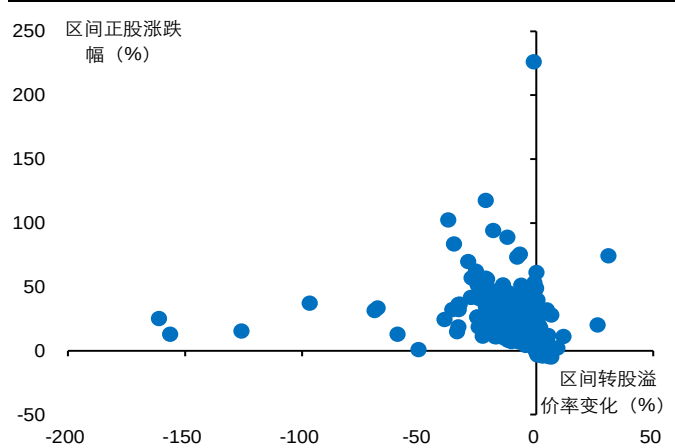


数据来源：Wind、开源证券研究所

6月以来，伴随权益市场的上行，转股溢价率大幅“被动”压缩。由于6月初的转股溢价率仍处于历史高位，转债的跟涨能力较差。6月以来，权益市场虽大幅上行，但是转债的涨幅弱于正股，这导致转股溢价率持续“被动”压缩。期间，转债平价从100.34元升至目前的113.80元，但转债市场价仅从124.43元升至130.47元，转股溢价率则从30.05%压缩至19.80%。

图3：6月初以来，转股溢价率“被动”压缩


数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：6月初以来，个券的转股溢价率多“被动”压缩


数据来源：Wind、开源证券研究所

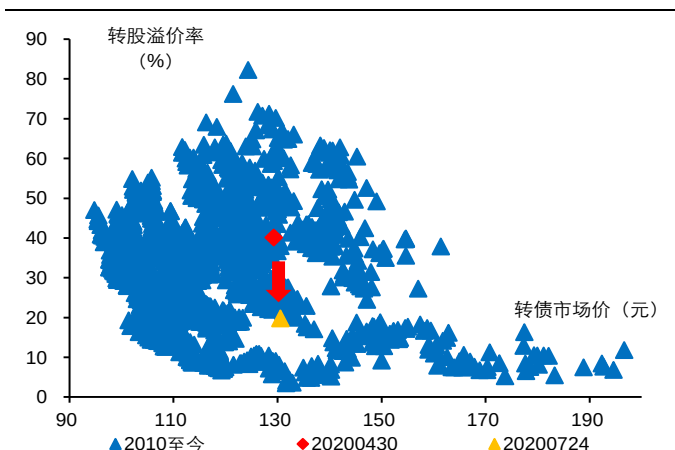
估值“主动+被动”压缩之后，转债市场的整体溢价率大幅下降，股性大幅增强。

转股溢价率经历5月份的“主动”压缩和6月的“被动”压缩之后，其对转债市场的制约大幅减弱。目前市场整体的转股溢价率、主流平价区间的转股溢价率已经降至中位数水平。截至2020年7月24日，全市场的转股溢价率约为19.80%，约处于历史24.20%分位数水平；100到110元、110到120元平价区间的个券转股溢价率均值分别约为15.04%、11.06%，约处于历史63%、68%分位数水平。

表1：截至目前，转债市场的转股溢价率水平

平价区间	转股溢价率均值（%）		2006年至今的分位数	
	2020/4/30	2020/7/24	2020/4/30	2020/7/24
0-50	159.42	145.93	80.10%	61.50%
50-70（含50）	72.29	68.96	59.80%	53.10%
70-90（含70）	42.38	34.88	71.50%	55.20%
90-100（含90）	27.11	19.25	76.30%	57.10%
100-110（含100）	27.19	15.04	87.60%	63.00%
110-120（含110）	17.13	11.06	83.20%	68.40%
120-130（含120）	26.62	5.53	97.60%	64.10%
130以上	22.13	3.71	99.30%	72.70%
总体	40.18	19.80	77.80%	24.20%

数据来源：Wind、开源证券研究所

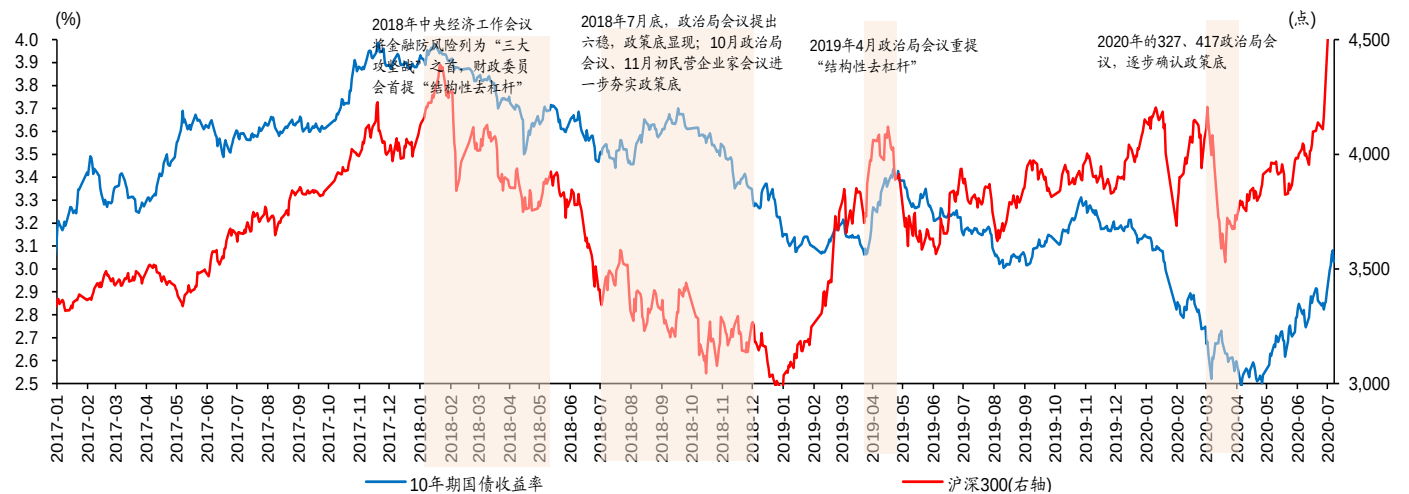
图5：相对4月底，当前的转股溢价率大幅压缩


数据来源：Wind、开源证券研究所

1.2、伴随“双底”夯实，转债随正股上行，行业表现出现“轮动”迹象

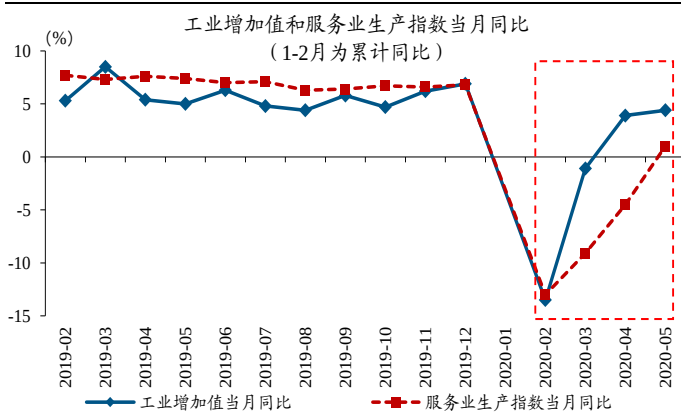
近期股市和转债市场的大幅上涨，背后的宏观逻辑是经济底、政策底夯实的背景下，伴随着信用环境、经济行为逐渐修复，资金风险偏好的持续改善。伴随疫情平复、经济活动恢复，4月以来经济进入渐进修复通道。与此同时，3月27日和4月17日中央政治局会议定调“稳增长”，5月两会等重要会议陆续召开，“政策底”逐步夯实。伴随“经济底”、“政策底”的确认，信用环境、经济行为逐步恢复，资金的风险偏好持续改善，带动股市和转债市场大幅上涨。

图6：近期股市和转债市场的大幅上涨，反映的是“经济底、政策底”夯实后的信用修复逻辑



数据来源：Wind、开源证券研究所

图7：生产行为修复较早，3月以来明显改善



数据来源：Wind、开源证券研究所

表2：到4月中旬，政策底已然夯实

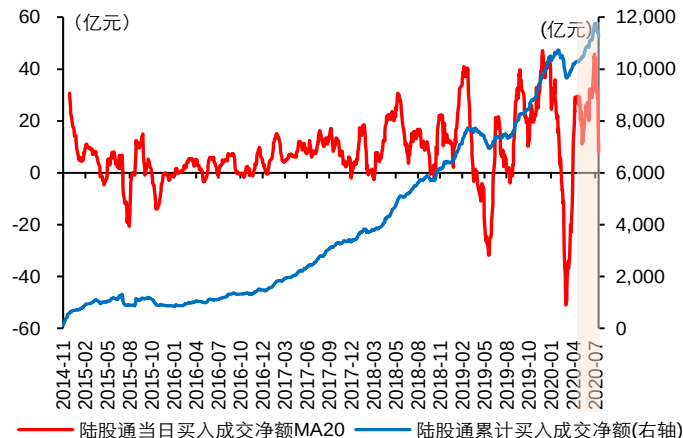
2020年4月17日	2020年4月17日
当前，国内外疫情防控经济形势下正在发生新的重大变化，境外疫情扩散蔓延态势严峻，国内经济修复面临新的挑战，复工复产正在逐步接近或达到正常水平，应对疫情冲击并推动了经济结构的调整，经济修复面临新的挑战，复工复产正在逐步接近或达到正常水平，应对疫情冲击并推动了经济结构的调整。	我国经济运行总体平稳，复工复产正在逐步接近或达到正常水平，应对疫情冲击并推动了经济结构的调整，经济修复面临新的挑战，复工复产正在逐步接近或达到正常水平，应对疫情冲击并推动了经济结构的调整。
形势判断：世界经济面临新一轮大衰退，我国经济增长压力持续加大，经济修复面临新的挑战，复工复产正在逐步接近或达到正常水平，应对疫情冲击并推动了经济结构的调整。	世界经济面临新一轮大衰退，我国经济增长压力持续加大，经济修复面临新的挑战，复工复产正在逐步接近或达到正常水平，应对疫情冲击并推动了经济结构的调整。
主要矛盾：国内经济修复面临新的挑战，复工复产正在逐步接近或达到正常水平，应对疫情冲击并推动了经济结构的调整。	国内经济修复面临新的挑战，复工复产正在逐步接近或达到正常水平，应对疫情冲击并推动了经济结构的调整。
总体思路：要坚持以供给侧结构性改革为主线，坚持稳中求进工作总基调，统筹推进稳增长、促改革、调结构、惠民生、防风险、保稳定，保持经济运行在合理区间，为全面建成小康社会和“十四五”良好开局打下坚实基础。	坚持以供给侧结构性改革为主线，坚持稳中求进工作总基调，统筹推进稳增长、促改革、调结构、惠民生、防风险、保稳定，保持经济运行在合理区间，为全面建成小康社会和“十四五”良好开局打下坚实基础。
财政政策：要实施积极的财政政策，增加财政赤字，发行特别国债，增加地方政府专项债券发行，支持减税降费政策落实，继续加大普惠金融支持力度，支持实体经济发展，为疫情防控和复工复产提供金融支持。	实施积极的财政政策，增加财政赤字，发行特别国债，增加地方政府专项债券发行，支持减税降费政策落实，继续加大普惠金融支持力度，支持实体经济发展，为疫情防控和复工复产提供金融支持。
扩大内需：要扩大国内需求，发挥消费拉动内需的关键作用，提升传统消费，培育新型消费，扩大服务消费，重点向线下消费领域倾斜，支持企业复工复产，为疫情防控和复工复产提供金融支持。	扩大国内需求，发挥消费拉动内需的关键作用，提升传统消费，培育新型消费，扩大服务消费，重点向线下消费领域倾斜，支持企业复工复产，为疫情防控和复工复产提供金融支持。
其他重点工作：要扎实做好“六稳”工作，全面落实“六保”任务，继续加大“六稳”工作力度，保持经济运行在合理区间，为全面建成小康社会和“十四五”良好开局打下坚实基础。	扎实做好“六稳”工作，全面落实“六保”任务，继续加大“六稳”工作力度，保持经济运行在合理区间，为全面建成小康社会和“十四五”良好开局打下坚实基础。

资料来源：中国政府网、开源证券研究所

与此同时，公募基金、北上资金等增量资金加速流入进一步带动了市场情绪。2020 年年初以来，新成立的偏股型基金的规模占比持续抬升，4 月份的占比已经接近 50%。与此同时，北上资金持续流入；4 月以来，北上资金累计流入超 1500 亿元，日均流入金额约 22 亿元。杠杆资金的规模亦大幅抬升，截至 2020 年 7 月 24 日，两融余额已经接近 1.4 万亿元，融资买入额占 A 股总成交额的比例大幅提升。

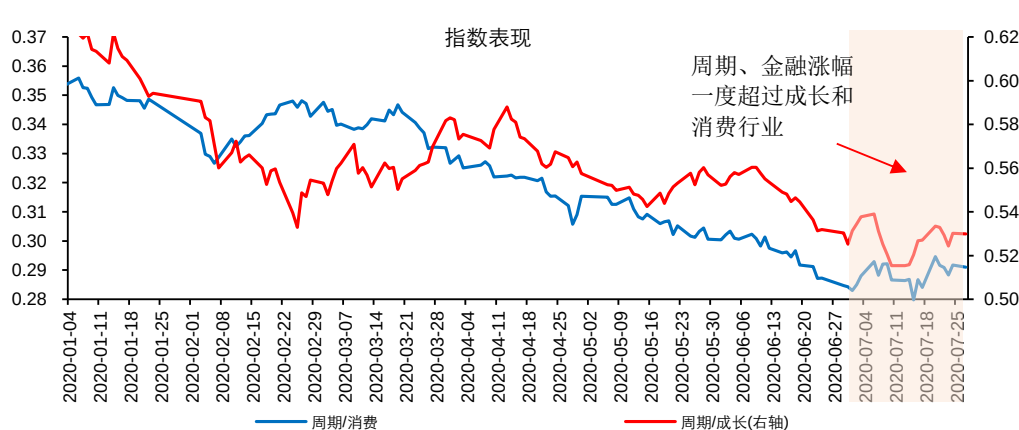
图8：近期，新成立的股基规模占比持续提升


数据来源：Wind、开源证券研究所

图9：近期，北上资金加速流入


数据来源：Wind、开源证券研究所

期间，行业表现出现“轮动”迹象，周期、金融行业阶段性大幅上涨、强于消费和成长板块，引发市场对“行业轮动”的讨论。2020年4月初到6月底，消费和成长行业的涨幅持续居前，涨幅分别接近24%、20%；而周期和金融行业表现相对较差，期间涨幅均不到10%。6月30日以来，周期、金融行业强势上行，涨幅曾一度超过成长和消费行业，引发市场对“行业轮动”的讨论。

图10：近期，周期、金融行业的表现一度强于成长、消费


数据来源：Wind、开源证券研究所

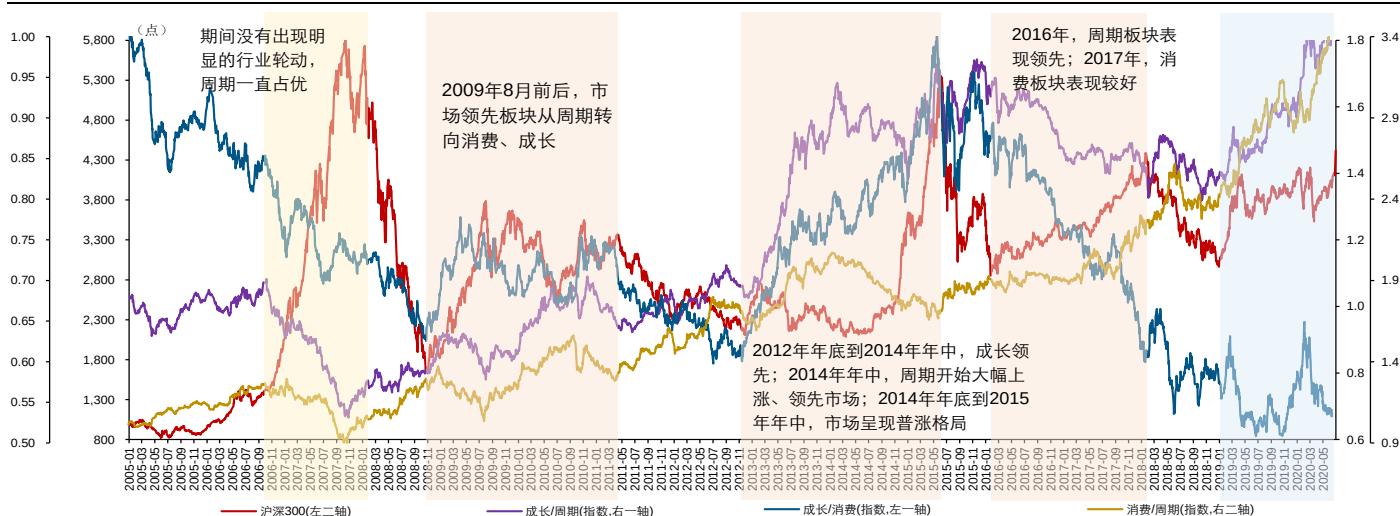
2、回溯历史，股市的“行业轮动”受基本面及预期变化等影响

2.1、经验显示，权益市场的“行业轮动”多和基本面及预期变化等有关

历史上，“行业轮动”较为明显的时间段主要有2009-2010、2013-2015及2016-2017年等。具体来看，1）2009年8月前后，市场表现领先的板块从周期转向消费、成长。2）2012年年底开始，成长板块开始持续跑赢市场；2014年年中，前期表现较差的周期、金融行业快速上行；2015年年初，市场普涨，成长板块涨幅小幅领先。

3) 2016 年，周期股再次领跑市场；2017 年，消费的表现逐渐强于周期。

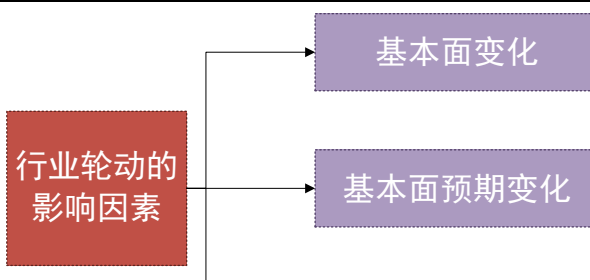
图11: 市场出现明显行业轮动的时间段主要有 2009-2010 年、2013-2015 年以及 2016-2017 年等



数据来源: Wind、开源证券研究所

总结几个阶段的经验来看,“行业轮动”主要和基本面及其预期的相对变化有关,也会阶段性受到估值水平的影响。从 2009 到 2010 年、2013 到 2015 年、2016 到 2017 年的“行业轮动”规律来看,市场风格的变化主要受三个因素的影响: 1) 基本面; 2) 基本面预期; 3) 估值的极端分化。例如, 2009 到 2010 年、2016 到 2017 年的“行业轮动”都跟板块盈利的相对变化方向较为一致; 2014 年的市场行业轮动或与基本面预期的变化、估值的极端分化等因素有关。

图12: 行业轮动核心影响因素主要有三个方面



预览已结束, 完整报告链接和二维码如下:

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_3369

