

金工研究/量化投资月报

2017年08月03日

林晓明 执业证书编号：S0570516010001
研究员 0755-82080134
linxiaoming@htsc.com

相关研究

- 1《金工：打新底仓策略7月与指数基本持平》
2017.08
- 2《金工：市场将由结构行情转变为全面上涨》
2017.07
- 3《金工：打新底仓策略6月超额收益1.6%》
2017.07

工行历史新高的量化思考

华泰金工周期研究最新观点 2017 年 8 月

2007 年之前上市的股票，有 67% 的复权价格高于 2007 年时的高点

2017 年 7 月 26 日，工商银行（601398.SH）收盘达到历史新高。同时我们发现，2007 年之前上市的股票中有 67% 的复权价格高于 2007 年时的高点，指数虽然较低，但个股已经非常活跃，表明市场正在牛市的通道上稳步进行。另外，2016 年初以来强势的股票大多数出自 2007 年高点以来最弱的股票，市场风格和几年前相比已经有很大变化。

A 股十五年的轮回，与华泰周期模型高度吻合

根据华泰金工的三周期模型和 DDM 模型，市场风格的转换是因为经济周期的演变。2002 年初至 2007 年底大宗商品长周期处于上行阶段，实业生产制造复苏，企业盈利增长，市场主要关注企业盈利所驱动的股票增长机会，投资风格体现为价值型投资；而在 2008 年初至 2015 年底，大宗商品长周期处于下行阶段，企业盈利减少，央行随之而来的扩张性政策刺激了股票估值的提升。由于缺乏企业盈利所驱动的股票投资机会，资金常常转而“炒作”不具有实际盈利支撑的主题、概念型股票。此时，中小市值、高估值股票具有机会。我们通过分析六大板块近 15 年的涨幅并和周期模型相互比较，证明了华泰周期模型能够准确解释市场的表现。

本轮周期为周期性板块主导

数据显示，2016 年 2 月以来周期性板块领跑市场，主力板块变迁、大小盘风格轮动、价值成长轮动，这些现象背后的核心原因是经济周期变化。这一轮 2016 年开始的行情是以大盘周期股为主导，上涨从大盘股开始逐渐扩散至小盘股。截至 2017 年 7 月 31 日，上证 500 已达到周期低点涨幅的 39.5%，沪深 300 已达到周期低点涨幅的 32.5%，中证 500 和中小板指也已经超过周期低点涨幅的 19%，即将达到 20% 以上。在慢牛的大环境下，如今只有创业板指处于严重落后状态，未来创业板指可能会加速追赶，短期内存在补涨行情。总体上来说，长期我们认为依然是周期性板块主导。但是短期（2-3 个月）创业板将会补涨。

风险提示：模型根据历史规律总结，历史规律可能失效。

2007 年之前上市的股票有 67% 复权价格高于 2007 年时的高点 工商银行复权股价创历史新高

2017 年 7 月 26 日，工商银行（601398.SH）收盘价为 5.60 元，打破了自 2007 年 11 月 2 日保持了近 10 年的最高价，而当日上证指数收盘报 3248 点，只有 2007 年最高点 6124 的一半左右。自 2007 年沪指最高点以来，银行是弱势行业，但是工商银行却在上证指数如此低的位置创出新高，个股与指数涨幅的巨大偏差，值得我们去探究背后的原因。

2007 年之前上市的股票中有 67% 的复权价格高于 2007 年时的高点

为了探究个股与指数的偏差问题，我们回顾一下过去 10 年的市场走势。首先以 2007 年 1 月 4 日为分割点，取分割点前上市且至今未退市的 1309 支股票构建等权组合 A，这样就排除了在分割点之后上市的新股。图表 1 是从 2007 年 10 月 16 日起至今组合和上证指数的涨幅比较。图表 1 显示组合 A 涨幅大幅领先于上证指数。进一步的计算可以得出，组合 A 中有 67% 的股票当前的复权价格已经高于 2007 年时的高点。指数虽然较低，但个股已经非常活跃，表明市场正在牛市的通道上稳步行进。

图表1： 2007/10/16 至 2017/7/31 组合 A 和上证指数的涨幅



资料来源：Wind，华泰证券研究所

我们继续探究组合 A 中股票的细分行业表现。图表 2 列出了从 2007 年 10 月 16 日起至今组合 A 中申万 28 个行业的涨幅，从图表 2 中可以看出近 10 年来各个行业的相对强弱，银行属于相对较弱的行业。

图表2： 2007/10/16 至 2017/7/31 组合 A 中行业的涨幅

行业	涨幅	行业	涨幅	行业	涨幅
钢铁	-24.34%	食品饮料	61.71%	传媒	134.56%
采掘	-5.08%	纺织服装	69.87%	非银金融	141.12%
银行	12.03%	轻工制造	71.95%	农林牧渔	150.38%
交通运输	17.62%	建筑材料	73.23%	计算机	159.95%
化工	36.49%	电气设备	73.93%	建筑装饰	166.43%
休闲服务	44.31%	房地产	96.06%	医药生物	170.90%
公用事业	44.51%	综合	103.28%	家用电器	174.50%
机械设备	48.16%	汽车	108.18%	国防军工	182.59%
商业贸易	52.88%	通信	124.66%	电子	228.51%
有色金属	59.70%				

资料来源：Wind，华泰证券研究所

本阶段强势股票大多数出自 2007 年高点以来最弱的股票

我们将从两个阶段来看组合 A 中股票的表现：

阶段 1：2007/10/16 到 2016/1/26；

阶段 2：2016/1/27 到 2017/7/31。

选择 2016/1/26 作为分界点的原因是沪指在当天达到了 2015 年以来的最低点的 2638 点。

图表3： 2016/1/27 到 2017/7/31 组合 A 中涨幅排名前 50 的股票

股票代码	股票名称	涨幅	2007/10/16 到 2016/1/26 的涨幅排名	所属行业
600230.SH	沧州大化	441.27%	94.04%	化工
000935.SZ	四川双马	331.03%	94.12%	建筑材料
600516.SH	方大炭素	272.88%	39.04%	有色金属
600779.SH	水井坊	268.07%	91.37%	食品饮料
600338.SH	西藏珠峰	247.67%	67.00%	有色金属
000856.SZ	冀东装备	235.12%	55.08%	机械设备
600309.SH	万华化学	209.46%	86.25%	化工
002035.SZ	华帝股份	190.61%	10.24%	家用电器
600507.SH	方大特钢	181.52%	53.02%	钢铁
002092.SZ	中泰化学	181.38%	89.23%	化工
000568.SZ	泸州老窖	178.67%	82.58%	食品饮料
600260.SH	凯乐科技	178.37%	35.98%	通信
000820.SZ	神雾节能	177.66%	62.11%	公用事业
600487.SH	亨通光电	173.39%	17.04%	通信
002050.SZ	三花智控	173.13%	24.60%	家用电器
600809.SH	山西汾酒	170.04%	70.51%	食品饮料
000488.SZ	晨鸣纸业	161.78%	83.50%	轻工制造
600069.SH	银鸽投资	157.45%	94.96%	轻工制造
600760.SH	中航黑豹	157.44%	29.95%	国防军工
600110.SH	诺德股份	156.96%	90.22%	电子
600764.SH	中电广通	156.27%	46.07%	计算机
000858.SZ	五粮液	153.81%	87.70%	食品饮料
600519.SH	贵州茅台	149.61%	33.69%	食品饮料
000059.SZ	华锦股份	143.47%	92.97%	化工
000651.SZ	格力电器	141.20%	9.55%	家用电器
600609.SH	金杯汽车	139.05%	91.90%	汽车
600874.SH	创业环保	134.89%	72.80%	公用事业
000923.SZ	河北宣工	132.70%	67.30%	机械设备
000822.SZ	山东海化	130.14%	95.57%	化工
000022.SZ	深赤湾 A	127.36%	85.26%	交通运输
600698.SH	湖南天雁	127.01%	77.08%	汽车
600971.SH	恒源煤电	126.62%	96.87%	采掘
600486.SH	扬农化工	124.61%	22.99%	化工
600183.SH	生益科技	123.70%	70.97%	电子
600295.SH	鄂尔多斯	122.76%	86.02%	采掘
000418.SZ	小天鹅 A	122.48%	26.05%	家用电器
000913.SZ	钱江摩托	121.63%	54.70%	汽车
600549.SH	厦门钨业	121.17%	80.67%	有色金属
600068.SH	葛洲坝	121.06%	80.06%	建筑装饰
000916.SZ	华北高速	120.32%	80.75%	交通运输
002068.SZ	黑猫股份	118.98%	62.57%	化工
600326.SH	西藏天路	116.27%	76.39%	建筑装饰
002078.SZ	太阳纸业	116.23%	67.61%	轻工制造
600816.SH	安信信托	114.91%	53.25%	非银金融
600132.SH	重庆啤酒	114.76%	88.24%	食品饮料
600801.SH	华新水泥	113.94%	84.57%	建筑材料
600392.SH	盛和资源	113.34%	25.06%	有色金属
600075.SH	新疆天业	113.33%	95.19%	化工
002072.SZ	凯瑞德	112.81%	23.76%	计算机
600409.SH	三友化工	112.56%	60.96%	化工

资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表 3 列出了阶段 2 组合 A 中涨幅排名前 50 的股票，并列出了各个股票对应的阶段 1 的涨幅排名（排名的百分位数越大，表示排名越靠后）。进一步计算可得，这 50 支最强势股票在阶段 1 的涨幅排名平均数为 65.35%，中位数为 71.89%，大多都属于 2007 年高点以来非常弱势的股票。

图表4： 2016/1/27 到 2017/7/31 组合 A 中涨幅排名后 50 的股票

股票代码	股票名称	涨幅	2007/10/16 到 2016/1/26 的涨幅排名	所属行业
002018.SZ	华信国际	-69.11%	1.68%	综合
000638.SZ	万方发展	-59.49%	0.31%	综合
002049.SZ	紫光国芯	-58.52%	0.61%	电子
000066.SZ	中国长城	-56.82%	6.88%	计算机
600770.SH	综艺股份	-56.70%	33.08%	综合
600446.SH	金证股份	-56.28%	0.46%	计算机
600610.SH	中毅达	-55.60%	4.05%	建筑装饰
000718.SZ	苏宁环球	-55.34%	47.36%	房地产
000796.SZ	凯撒旅游	-54.11%	7.64%	休闲服务
600462.SH	九有股份	-52.94%	21.85%	通信
000838.SZ	财信发展	-52.84%	25.67%	房地产
000622.SZ	恒立实业	-50.73%	0.84%	汽车
600200.SH	江苏吴中	-49.59%	5.50%	综合
000502.SZ	绿景控股	-49.26%	46.75%	房地产
600379.SH	宝光股份	-48.98%	24.45%	电气设备
600538.SH	国发股份	-48.52%	54.62%	医药生物
600871.SH	石化油服	-47.64%	56.68%	采掘
002095.SZ	生意宝	-47.33%	8.17%	传媒
000901.SZ	航天科技	-46.24%	3.97%	机械设备
002006.SZ	精功科技	-46.05%	7.10%	机械设备
600652.SH	游久游戏	-45.85%	14.59%	传媒
600756.SH	浪潮软件	-45.80%	3.36%	计算机
600876.SH	洛阳玻璃	-45.41%	7.72%	建筑材料
600122.SH	宏图高科	-44.80%	16.73%	商业贸易
000806.SZ	银河生物	-44.65%	10.08%	电气设备
600576.SH	万家文化	-44.52%	16.20%	传媒
000815.SZ	美利云	-44.41%	21.47%	轻工制造
000038.SZ	深大通	-44.22%	2.90%	传媒
000681.SZ	视觉中国	-43.73%	7.18%	传媒
600604.SH	市北高新	-43.71%	8.79%	房地产
000670.SZ	盈方微	-43.70%	2.67%	电子
000676.SZ	智度股份	-42.99%	8.94%	传媒
002096.SZ	南岭民爆	-40.69%	14.29%	化工
000010.SZ	美丽生态	-40.63%	22.69%	建筑装饰
002011.SZ	盾安环境	-40.49%	13.52%	家用电器
000034.SZ	神州数码	-39.93%	5.58%	计算机
600630.SH	龙头股份	-39.35%	17.95%	纺织服装
000973.SZ	佛塑科技	-39.12%	15.36%	化工
000738.SZ	航发控制	-38.98%	4.89%	国防军工
600836.SH	界龙实业	-38.93%	7.94%	轻工制造
600136.SH	当代明诚	-38.68%	2.83%	传媒
000779.SZ	三毛派神	-38.12%	17.11%	纺织服装
600651.SH	飞乐音响	-38.04%	34.07%	电子
002052.SZ	同洲电子	-37.79%	42.25%	家用电器
600650.SH	锦江投资	-37.70%	22.15%	交通运输
600391.SH	航发科技	-37.60%	14.44%	国防军工
000520.SZ	长航凤凰	-37.39%	75.02%	交通运输
600986.SH	科达股份	-37.31%	19.63%	传媒
000892.SZ	欢瑞世纪	-36.93%	14.13%	传媒
600759.SH	洲际油气	-36.63%	1.91%	采掘

资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表 4 列出了阶段 2 组合 A 中涨幅排名后 50 的股票，并列出了各个股票对应的阶段 1 的涨幅排名。进一步计算可得，这 50 支最弱势股票在阶段 1 的涨幅排名平均数为 16.48%，中位数为 11.8%，大多都属于 2007 年高点以来非常强势的股票。

图表5： 2007/10/16 到 2016/1/26 组合 A 中涨幅排名前 50 的股票

股票代码	股票名称	涨幅	2016/1/27 到 2017/7/31 的涨幅排名	所属行业
000592.SZ	平潭发展	3178.54%	83.04%	农林牧渔
600703.SH	三安光电	2904.86%	11.08%	电子
600340.SH	华夏幸福	1930.47%	19.10%	房地产
000638.SZ	万方发展	1871.33%	99.92%	综合
000631.SZ	顺发恒业	1867.38%	60.58%	房地产
600446.SH	金证股份	1788.85%	99.62%	计算机
000156.SZ	华数传媒	1395.17%	90.68%	传媒
002049.SZ	紫光国芯	1373.58%	99.85%	电子
600629.SH	华建集团	1366.02%	30.48%	建筑装饰
600187.SH	国中水务	1006.73%	55.92%	公用事业
000622.SZ	恒立实业	938.39%	99.16%	汽车
002044.SZ	美年健康	854.68%	63.03%	医药生物
600562.SH	国睿科技	845.76%	62.80%	国防军工
600705.SH	中航资本	843.87%	38.81%	非银金融
000977.SZ	浪潮信息	815.30%	79.07%	计算机
000529.SZ	广弘控股	789.66%	54.47%	综合
000750.SZ	国海证券	743.91%	62.34%	非银金融
000732.SZ	泰禾集团	662.32%	83.12%	房地产
000517.SZ	荣安地产	655.52%	37.36%	房地产
600373.SH	中文传媒	653.66%	42.55%	传媒
002030.SZ	达安基因	647.94%	89.15%	医药生物
002018.SZ	华信国际	642.97%	100.00%	综合
600990.SH	四创电子	642.04%	73.80%	国防军工
002065.SZ	东华软件	640.17%	84.19%	计算机
600759.SH	洲际油气	630.21%	96.26%	采掘
600518.SH	康美药业	619.06%	11.84%	医药生物
000661.SZ	长春高新	601.12%	19.17%	医药生物
000671.SZ	阳光城	596.57%	70.36%	房地产
000008.SZ	神州高铁	587.41%	78.46%	机械设备
002089.SZ	新海宜	555.02%	86.94%	通信
000587.SZ	金洲慈航	540.79%	69.60%	轻工制造
002085.SZ	万丰奥威	540.64%	8.86%	汽车
600745.SH	中茵股份	538.66%	72.27%	通信
600369.SH	西南证券	516.96%	88.77%	非银金融
000670.SZ	盈方微	515.25%	97.71%	电子
002041.SZ	登海种业	510.99%	71.73%	农林牧渔
600136.SH	当代明诚	509.80%	96.94%	传媒
000038.SZ	深大通	499.92%	97.94%	传媒
000555.SZ	神州信息	484.91%	95.95%	计算机
600867.SH	通化东宝	473.78%	55.54%	医药生物
600682.SH	南京新百	467.50%	53.78%	商业贸易
000048.SZ	康达尔	459.41%	89.08%	农林牧渔
600893.SH	航发动力	455.21%	91.44%	国防军工
600756.SH	浪潮软件	450.14%	98.40%	计算机
000566.SZ	海南海药	449.68%	34.45%	医药生物
600372.SH	中航电子	437.41%	82.43%	国防军工
002020.SZ	京新药业	427.03%	72.19%	医药生物
600645.SH	中源协和	420.92%	95.49%	医药生物
000826.SZ	启迪桑德	420.60%	44.61%	公用事业
600165.SH	新日恒力	419.80%	81.51%	机械设备

资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表 5 列出了阶段 1 组合 A 中涨幅排名前 50 的股票，并列出了各个股票对应的阶段 2 的涨幅排名。进一步计算可得，这 50 支最强势股票在阶段 2 的涨幅排名平均数为 69.64%，中位数为 76.13%，大多都属于阶段 2 中非常弱势的股票。

图表6： 2007/10/16 到 2016/1/26 组合 A 中涨幅排名后 50 的股票

股票代码	股票名称	涨幅	2016/1/27 到 2017/7/31 的涨幅排名	所属行业
000878.SZ	云南铜业	-88.85%	13.22%	有色金属
600331.SH	宏达股份	-86.91%	34.84%	有色金属
000612.SZ	焦作万方	-84.86%	6.57%	有色金属
000898.SZ	鞍钢股份	-84.45%	23.53%	钢铁
600026.SH	中远海能	-83.79%	43.54%	交通运输
000960.SZ	锡业股份	-83.44%	10.70%	有色金属
600550.SH	保变电气	-83.28%	14.74%	电气设备
600219.SH	南山铝业	-82.91%	12.07%	有色金属
600307.SH	酒钢宏兴	-82.63%	42.86%	钢铁
000751.SZ	锌业股份	-82.42%	35.06%	有色金属
600320.SH	振华重工	-81.79%	27.65%	机械设备
600096.SH	云天化	-81.53%	73.72%	化工
000617.SZ	中油资本	-81.45%	6.26%	机械设备
600022.SH	山东钢铁	-81.21%	38.58%	钢铁
000825.SZ	太钢不锈	-80.28%	27.81%	钢铁
600150.SH	中国船舶	-79.69%	70.44%	国防军工
600362.SH	江西铜业	-79.56%	11.92%	有色金属
600117.SH	西宁特钢	-78.40%	10.92%	钢铁
601666.SH	平煤股份	-78.00%	14.36%	采掘
600997.SH	开滦股份	-77.97%	20.09%	采掘
600808.SH	马钢股份	-77.94%	11.00%	钢铁
600456.SH	宝钛股份	-77.76%	22.46%	有色金属
600595.SH	中孚实业	-77.60%	25.29%	有色金属
601991.SH	大唐发电	-77.16%	38.96%	公用事业
600963.SH	岳阳林纸	-76.95%	29.72%	轻工制造
600569.SH	安阳钢铁	-76.87%	35.98%	钢铁
000709.SZ	河钢股份	-76.64%	9.32%	钢铁
600508.SH	上海能源	-76.18%	16.96%	采掘
000655.SZ	金岭矿业	-76.13%	17.88%	采掘
000725.SZ	京东方 A	-75.60%	9.93%	电子
600249.SH	两面针	-75.25%	28.50%	化工
600782.SH	新钢股份	-75.17%	5.04%	钢铁
002097.SZ	山河智能	-75.13%	36.67%	机械设备
000572.SZ	海马汽车	-74.71%	49.43%	汽车
600308.SH	华泰股份	-74.67%	11.99%	轻工制造
600282.SH	南钢股份	-74.38%	5.35%	钢铁
000912.SZ	泸天化	-74.36%	4.20%	化工
600961.SH	株冶集团	-74.21%	68.14%	有色金属
000807.SZ	云铝股份	-73.83%	13.06%	有色金属
600881.SH	亚泰集团	-73.74%	41.10%	建筑材料
000652.SZ	泰达股份	-73.65%	51.80%	综合
600971.SH	恒源煤电	-73.33%	2.44%	采掘
000983.SZ	西山煤电	-72.54%	18.64%	采掘
601111.SH	中国国航	-72.40%	24.06%	交通运输
000951.SZ	中国重汽	-72.09%	5.65%	汽车
600497.SH	驰宏锌锗	-71.55%	7.10%	有色金属
000767.SZ	漳泽电力	-71.29%	86.25%	公用事业
601001.SH	大同煤业	-70.88%	45.76%	采掘
600875.SH	东方电气	-70.85%	66.92%	电气设备
600028.SH	中国石化	-70.77%	17.72%	化工

资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表 6 列出了阶段 1 组合 A 中涨幅排名后 50 的股票，并列出了各个股票对应的阶段 2 的涨幅排名。进一步计算可得，这 50 支最强势股票在阶段 2 的涨幅排名平均数为 26.92%，中位数为 21.28%，大多都属于阶段 2 中非常强势的股票。

A 股十五年的轮回，与华泰周期模型高度吻合

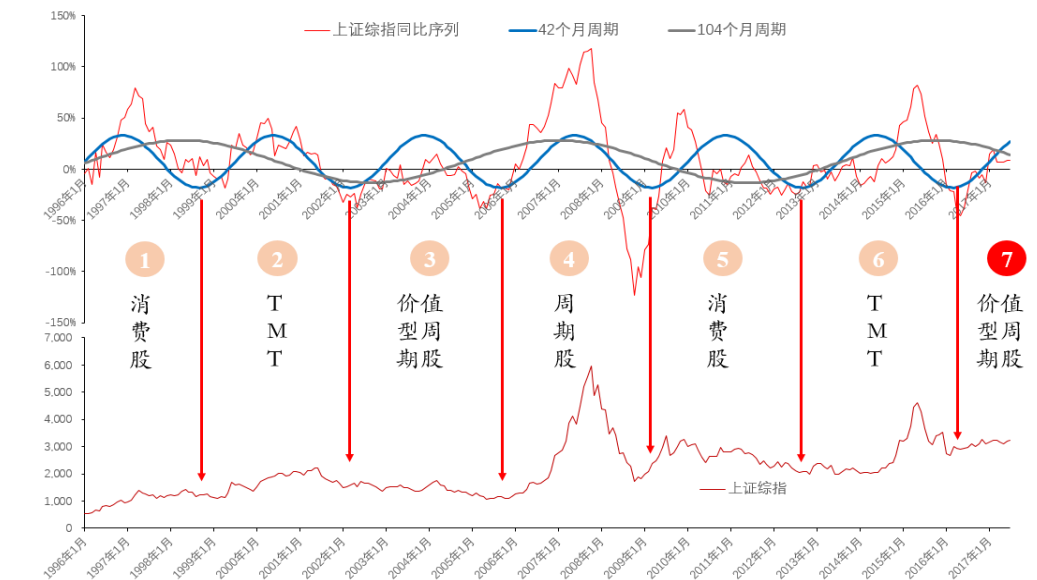
华泰周期模型的板块轮动

从上一部分的分析可以得出，本阶段（2016/1/27 到 2017/7/31）的市场风格与上一阶段（2007/10/16 到 2016/1/26）发生了很大的变化，上一阶段涨势较好的股票在本阶段往往表现并不好，反而是上一阶段涨幅落后的股票表现更好。这种风格的变换与背后的经济周期状态有关。

根据华泰周期模型，1996 年至今，A 股市场已经经历了 6 轮周期，正在经历的周期是价值型周期股的强势期，如图表 7 所示。

1. 1996 年-1999 年，消费股主导；
2. 1999 年-2002 年，全球都是科技股行情，A 股市场 TMT 主导；
3. 2002 年-2005 年，五朵金花的行情，价值型周期股主导；
4. 2005 年-2008 年，超级大牛市，周期股主导，价值投资的高峰；
5. 2009 年-2012 年，消费股主导；
6. 2013 年-2015 年，创业板主导市场，TMT 的大牛市。

图表7： A 股市场经历的周期



资料来源：Wind, 华泰证券研究所

华泰三周期模型解释经济周期的变化

DDM模型可以用来辅助解释周期模型。根据DDM模型，股票价格等于未来股利在当前利率下的折现。假设股利完全正比于企业的盈利水平，则股票价格就可以如下表示：

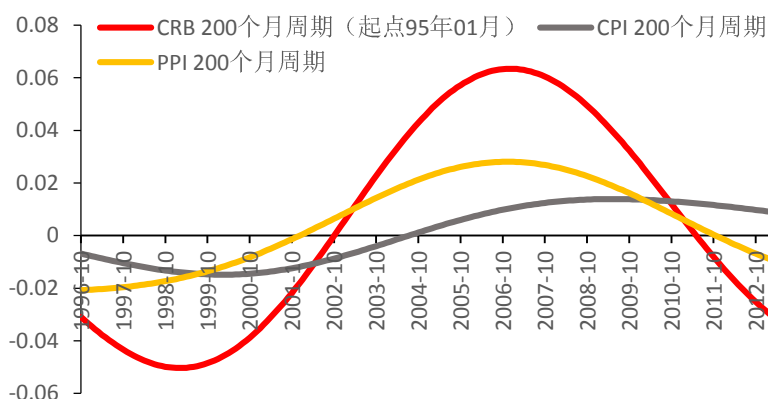
$$P = \sum_{i=1}^{\infty} k \cdot \frac{ROE(i)}{(1+r)^i}$$

其中 k 为企业 ROE 与股利的比率因子。

依据 DDM 模型，如果将股利的现金流折现视作债券的现金流折现，那么由于成长股未来的现金流相比当前现金流要大的多，所以其久期必然相对较长，而价值股和周期股未来成长相对有限，当前现金流与未来现金流差别不大，所以其久期相对较短。当前阶段利率开始上升，较长久期的品种由于现金流主要在未来，折现因子的增长将会使其价值缩水，而久期较短的品种受到影响较小，对应到股票市场，投资者将会更加偏好久期短的价值股与周期股。

图表 8，图表 9 和图表 10 展示了华泰三周期模型。该模型使用傅里叶变换的方法来发现经济指标同比序列的周期特性。

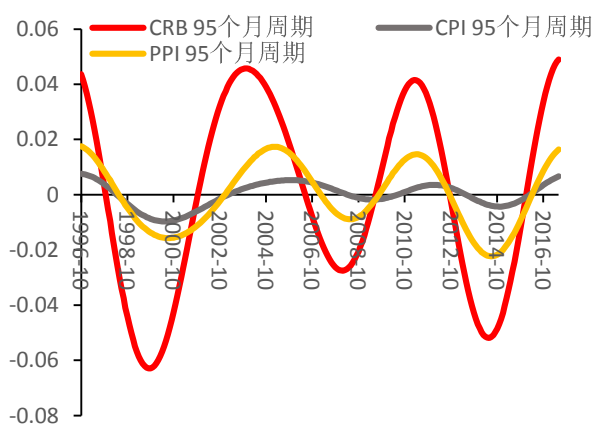
图表8： 200 个月长周期变动



资料来源：Wind，华泰证券研究所

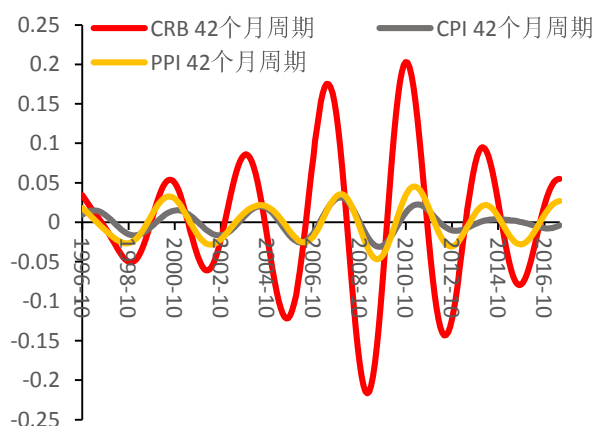
图表 8 中，2008 年之后，商品的长周期（200 个月）一直处于下降阶段，PPI 与 CPI 的长周期也处于下行通道。其意味着经济其实是一直处于向下状态的。经济向下，企业盈利水平就会下降。不同类型的企业对经济下降的敏感度不同。周期股与价值股相比于消费和成长，在经济下行状态下企业盈利下降幅度更大，在利率同样处于下降周期的情况下，经济下行更利好消费和成长。所以 2009 至 2012 年主导板块为消费，2013 年之后随着经济的进一步下行，在消费股和成长股中间，成长股更在于未来几年业绩的实现而不是当下的业绩好坏，消费股业绩在时间分布上更为平衡，所以经济向下业绩也会受到影响，于是 2013 年之后成长股股价的 DDM 模型分子端依旧能够大致保持不变，而消费股股价分子端则会变小，于是投资者转向更注重未来的成长股。2016 年 2 月份之后，长周期上行，经济转好，企业的 ROE 开始上升，此时周期股和价值股分子端 ROE 的上升幅度明显高于成长股。于是市场资金的偏好逐渐转向价值股和周期股。

图表9： 95 个月周期变化



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表10： 42 个月周期变化



资料来源：Wind，华泰证券研究所

回顾 A 股过去十五年六大板块的表现，与华泰周期模型高度吻合

我们选取申万一级行业的 26 个复权行业指数(剔除国防军工和综合)构建六大板块指数：周期上游、周期中游、周期下游、大金融、消费、成长。六大板块具体构成可见图表 11。周期性板块包含了周期上游、周期中游、周期下游、大金融四大板块，板块内的指数采用等权方法合成板块指数。

图表11： 六大板块构成

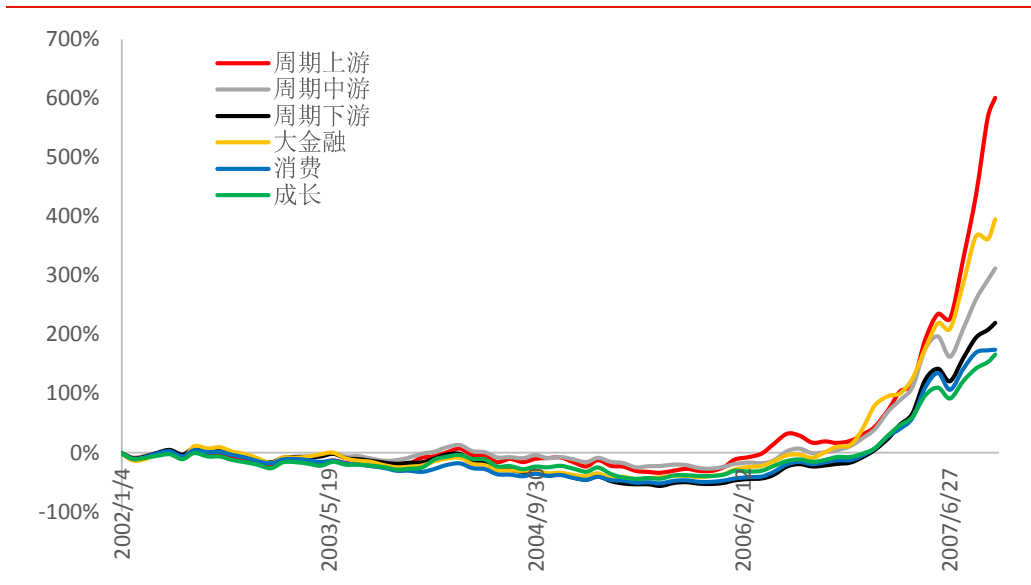
板块	板块包含行业
周期上游	采掘、有色金属
周期中游	化工、钢铁、公用事业、交通运输
周期下游	建筑材料、建筑装饰、汽车、机械设备
大金融	房地产、银行、非银金融
消费	农林牧渔、家用电器、食品饮料、纺织服装、轻工制造、医药生物、商业贸易、休闲服务
成长	电子、电气设备、计算机、传媒、通信

资料来源：Wind，华泰证券研究所

从图表 8 中可以看出，2002 年初至 2006 年底，CRB200 个月周期和 PPI200 个月周期处于上行周期，这说明大宗商品长周期处于上行阶段，实业生产制造复苏，企业盈利增长，市场主要关注企业盈利所驱动的股份增长机会，投资风格体现为价值型投资，此时市场给予的反馈是周期股、大金融主导，价值投资迎来高峰。

图表 12 和图表 13 显示的是 2002/1/4 至 2007/10/16 这段时间六大板块的涨幅。

图表12： 六大板块涨幅（2002/1/4 至 2007/10/16）



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表13： 六大板块涨幅（2002/1/4 至 2007/10/16）

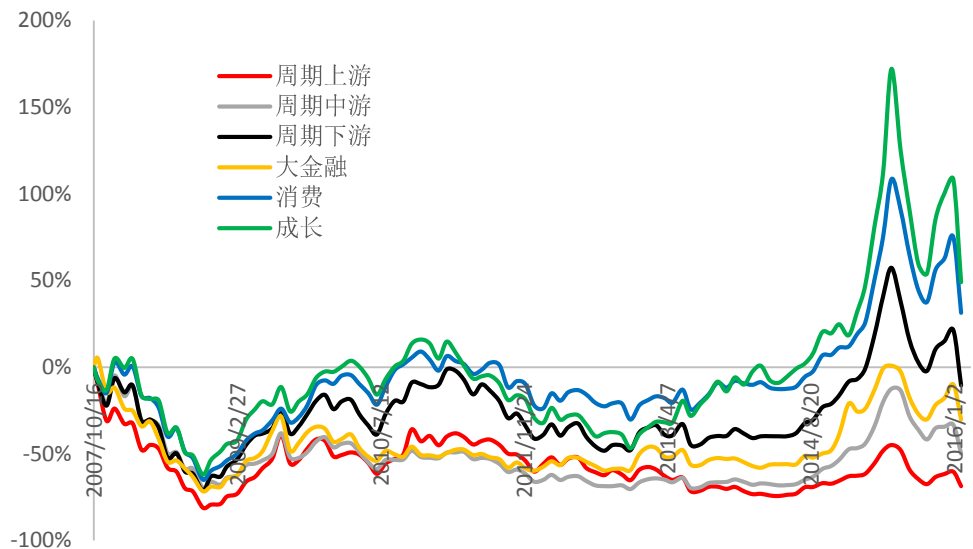
板块	涨幅
周期上游	600.88%
大金融	395.24%
周期中游	312.11%
周期下游	219.88%
消费	174.36%
成长	166.02%

资料来源：Wind，华泰证券研究所

而在 2008 年至 2015 年，图表 8 中的 CRB200 个月周期和 PPI200 个月周期处于下行周期，大宗商品长周期处于下行阶段，企业盈利减少，市场创造“利息”的能力减弱，央行随之而来的扩张性政策刺激了股票估值的提升。由于缺乏企业盈利所驱动的股票投资机会，资金常常转而“炒作”不具有实际盈利支撑的主题、概念型股票。此时，消费、成长类股票具有机会。

图表 14 和图表 15 显示的是 2007/10/16 至 2016/1/26 这段时间六大板块的涨幅。

图表14： 六大板块涨幅（2007/10/16 至 2016/1/26）



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表15： 六大板块涨幅（2007/10/16 至 2016/1/26）

板块	涨幅
成长	49.05%
消费	31.41%
周期下游	-10.49%
大金融	-30.22%
周期中游	-49.82%
周期上游	-68.70%

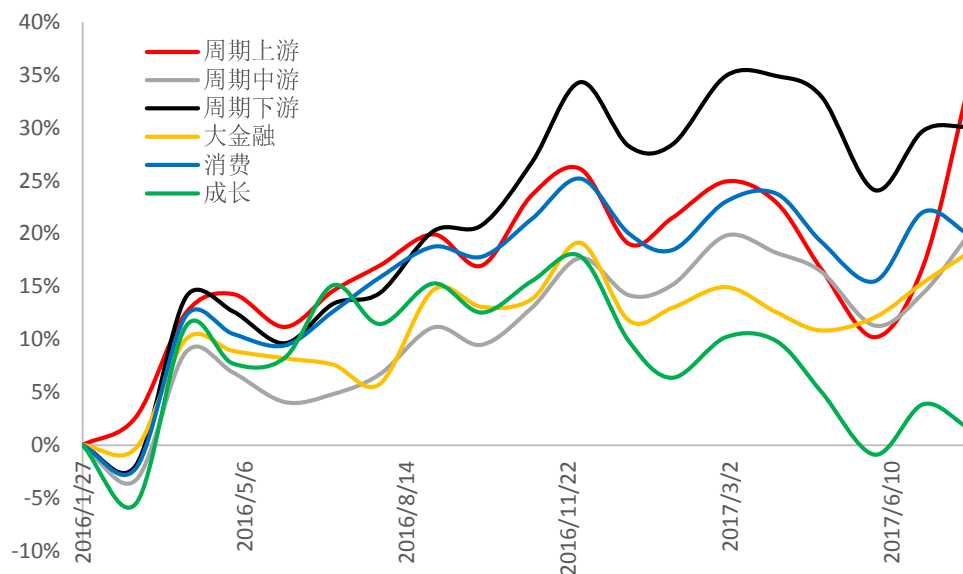
资料来源：Wind，华泰证券研究所

本轮周期为周期性板块主导

2016 年开始，大宗商品长周期底部进入反转区域，PPI 的长周期也进入上行轨道，企业盈利增加，通胀预期促使央行采取加息等紧缩政策。经济大环境呈现出类似于 2002 年初至 2007 年底的情况。此时，高估值股票面临压力，而具有实际盈利增长基础的股票将再次获得资金青睐，周期性板块迎来新一轮的机会。此后一年半多的市场走势，证明了华泰周期理论的正确性和前瞻性。

图表 16 和图表 17 显示的是 2016/1/27 至 2017/7/31 这段时间六大板块的涨幅。

图表16： 六大板块涨幅（2016/1/27 至 2017/7/31）



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表17： 六大板块涨幅（2016/1/27 至 2017/7/31）

板块	涨幅
周期上游	33.92%
周期下游	30.11%
消费	19.93%
周期中游	19.86%
大金融	18.17%
成长	1.61%

资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表 16 和图表 17 中周期和大金融板块的优秀表现，表明周期性板块正在领跑市场。

接下来我们从细分行业的角度关注周期性板块的表现，图表 18 列出了 2016/1/27 至 2017/7/31 这段时间 26 个行业的涨幅。其中，周期性板块的平均排名为 10，消费板块平均排名为 15，成长板块平均排名为 20.2。三个板块的排名显示周期性板块表现最为强势。

图表18： 2016/1/27 至 2017/7/31 行业的涨幅

行业	所属板块	涨幅
食品饮料	消费	61.41%
家用电器	消费	57.37%
有色金属	周期上游	52.18%
建筑材料	周期下游	43.12%
钢铁	周期中游	35.58%
建筑装饰	周期下游	35.02%
非银金融	大金融	30.64%
化工	周期中游	26.14%
电子	成长	25.81%
银行	大金融	25.45%
汽车	周期下游	21.81%
采掘	周期上游	17.09%
交通运输	周期中游	11.60%
医药生物	消费	11.34%
轻工制造	消费	11.23%
房地产	大金融	9.33%
公用事业	周期中游	7.90%
机械设备	周期下游	7.58%
商业贸易	消费	6.55%
电气设备	成长	5.31%
通信	成长	3.88%
农林牧渔	消费	0.18%
纺织服装	消费	-1.14%
休闲服务	消费	-2.70%
计算机	成长	-10.09%
传媒	成长	-22.08%

资料来源：Wind，华泰证券研究所

最后我们针对当前周期的环境，给出投资建议。观察上轮周期，从 2012 年底开始，2015 年 6 月达到顶峰，2016 年 2 月达到最低点开启了下一轮周期。这个过程中创业板在 2013 年 1 月份就站稳在 2012 年底最低点涨幅的 30% 以上，中小板指和中证 500 在 2013 年 8 月份达到最低点以来涨幅 30% 以上，之后沪深 300 和上证 50 分别在 2014 年 11 月和 12 月达到最低点以来涨幅 30% 以上，牛市全面开启。由于上一轮牛市是 TMT 等小盘股主导，轮动遵循从小盘逐渐到大盘的过程。这一轮 2016 年开始的行情是以大盘周期股为主导，上涨从大盘股开始逐渐扩散至小盘股。截至 2017 年 7 月 31 日，上证 500 已达到周期低点涨幅的 39.5%，沪深 300 已达到周期低点涨幅的 32.5%，中证 500 和中小板指也已经超过周期低点涨幅的 19%，即将达到 20% 以上。如今只有创业板指处于严重落后状态，未来创业板指将会加速追赶，短期内将表现最好。总结我们的观点：长期我们认为依然是周期性板块主导。但是短期（2-3 个月）创业板将会补涨。

风险提示：模型根据历史规律总结，历史规律可能失效。

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，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波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：Z23032000。全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：AOK809

©版权所有 2017 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20%以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20%以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999 / 传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 24 层/邮政编码：518048

电话：86 755 82493932 / 传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166 / 传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098 / 传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com