

当下经济周期如何进行行业配置？

西部宏观自上而下研究系列之三

核心结论

资产的表现通常由经济周期性因素驱动，特别是在中期的投资维度。经济周期反映了一个国家的经济活动在数月至数年时间维度的波动，是影响个股和行业回报的决定性因素之一。

从美股来看，行业回报与经济周期的不同阶段存在明显的规律性。大盘在早、中、晚、衰退四个阶段平均年化回报分别为23%、13%、7%、-25%。行业配置方面，1) 早周期：可选消费、金融、地产跑赢大盘，医疗保健、公用事业、必需消费、能源的表现相对较弱。2) 中周期：行业轮动明显，信息技术整体表现最好，原材料、公用事业、必需消费的相对表现较差。3) 晚周期：信息技术表现一直突出，通胀压力上升时能源行业相对回报较高，投资者对未来经济衰退的担忧加剧，医疗保健、必需消费、公用事业开始获得相对较好的回报，可选消费和金融通常表现较差。4) 衰退：必需消费、医疗保健、公用事业由于盈利更具确定性和高股息性质更加受到投资者的青睐。经济敏感型的金融、工业、信息技术、房地产通常表现较差。

在A股市场，我们也发现了不同经济阶段下的行业轮动特征。大盘在早、中、晚、经济下行四个阶段平均年化回报分别为93%、11%、65%、-45%。行业配置上，1) 早周期：科技、国防军工、汽车、家电、建材、非银金融表现较好。2) 中周期：各行业表现比较均衡，个股配置重于行业，A股的消费、科技龙头占优。3) 晚周期：市场过热时地产、金融、有色、钢铁等周期股表现较好，科技和必需消费较差；经济增速下行、通货膨胀上行的类滞胀时期，建材、食品饮料、家电等消费行业表现较好；经济持续低迷的晚周期，防御型行业表现较好。4) 经济下行期：食品饮料、公用事业、医药等必需消费和防御性行业表现更佳。

目前全球经济正处于衰退之后的早周期复苏阶段，因此在2020年下半年，股票资产的性价比优于债券。结合历史经验和当前情况，对于A股，我们看好：1) 汽车：受益于政策推动以及经济复苏时低利率环境下耐用品的需求释放，尤其是近期欧洲政策加码的新能源汽车。2) 周期：受益于地产产业链景气度回升，建议关注家电、家居和建材。3) 科技主线贯穿全年：建议关注5G换机潮带动的消费电子，自主创新的芯片，信息安全，医疗IT。4) 医药：近期疫情出现反弹，疫苗与特效药的进展既关系到全面复工复产的顺利推进，也会明显提振市场风险偏好，因此建议继续关注医药生物。

风险提示：模型失效风险，疫情蔓延风险，中美关系

分析师

 雒雅梅 S0800518080002
  luoyamei@research.xbmail.com.cn

联系人

 张育浩
  zhangyuhao@research.xbmail.com.cn
 陶冷
 15000831636
 taoling@research.xbmail.com.cn

相关研究

西部宏观自上而下研究系列之二：全球市场的核心因素剖析以及后

续的走势 2020年6月14日

西部宏观自上而下研究系列之一：ESG主题基金在全球和中国的发展

展 2020年5月31日

索引

内容目录

一、理论基础	5
二、理解经济周期	5
三、成熟股市在经济周期中不同行业的股票表现	7
1、早周期阶段	9
2、中周期阶段	11
3、晚周期阶段	12
4、衰退阶段	14
5、总结	15
四、他山之石，A 股应用	16
1、早周期阶段	19
2、中周期阶段	22
3、晚周期阶段	23
4、经济下行阶段	26
5、总结	27
五、当前处于什么时点？	28
六、核心结论与投资建议	34

图表目录

图 1：资产价格的周期性波动	5
图 2：经济周期不同阶段的特征	7
图 3：1990 年美国衰退	8
图 4：2001 年美国衰退	8
图 5：2008 年美国衰退	8
图 6：2020 年美国衰退	8
图 7：11 个一级行业在早周期阶段的绝对收益率	10
图 8：11 个一级行业在早周期阶段相对大盘的超额收益率	10
图 9：11 个一级行业在早周期阶段跑赢大盘的概率	10
图 10：11 个一级行业在中周期阶段的绝对收益率	11
图 11：11 个一级行业在中周期阶段相对大盘的超额收益率	12
图 12：11 个一级行业在中周期阶段跑赢大盘的概率	12
图 13：11 个一级行业在晚周期阶段的绝对收益率	13
图 14：11 个一级行业在晚周期阶段相对大盘的超额收益率	13
图 15：11 个一级行业在晚周期阶段跑赢大盘的概率	13

图 16: 11 个一级行业在衰退阶段的绝对收益率	14
图 17: 11 个一级行业在衰退阶段相对大盘的超额收益率	15
图 18: 11 个一级行业在衰退阶段跑赢大盘的概率	15
图 19: 中国 GDP 同比增速高于发达国家	16
图 20: 中国 2012 年以来经济数据波动性降低	16
图 21: 工业增加值增速与实际 GDP 增速相关性较高	17
图 22: PPI 当月同比与 CPI 当月同比 (%)	17
图 23: 名义 GDP 同比增速与“工业增加值+ (CPI+PPI) /2”相关性很高	17
图 24: A 股波动性明显大于美股	18
图 25: “工业增加值+ (CPI+PPI) /2”与万得全 A 指数走势	18
图 26: 28 个申万一级行业在早周期阶段跑赢大盘的概率	21
图 27: 28 个申万一级行业在中周期阶段跑赢大盘的概率	22
图 28: 28 个申万一级行业在晚周期阶段跑赢大盘的概率	25
图 29: 28 个申万一级行业在经济下行阶段跑赢大盘的概率	26
图 30: PMI 指数在 2019 年 8-12 月位于荣枯线以下	29
图 31: 美国制造业出货量在 19 年下半年负增长	29
图 32: 目前美国非金融企业部门杠杆率超过 2008 年	29
图 33: 美国私人投资增速放缓	29
图 34: 2019 年下半年个人消费支出主要靠商品消费增长拉动	29
图 35: 2019 年美国房屋销售回暖	29
图 36: 19Q4 我国 GDP 增速趋稳	30
图 37: 规模以上工业增加值同比增速回升	30
图 38: 制造业投资增速回升	30
图 39: PMI 指数在年底回到 50 以上	30
图 40: 我国社会消费品零售总额当月同比增速	31
图 41: 消费者信心指数	31
图 42: 美国各区域居民活动程度 (相当于正常水平的百分比%)	31
图 43: 德国各区域居民活动程度 (相当于正常水平的百分比%)	31
图 44: 美国 5 月零售环比增长超出市场预期	32
图 45: 英国 5 月零售环比增长超出市场预期	32
图 46: 地产和基建投资恢复较快	32
图 47: 商品房销售快速回暖	32
图 48: 工业增加值恢复正增长	33
图 49: 消费缓慢回暖	33
图 50: 非典疫情的影响主要集中在 4 月中旬到 5 月中旬	33
图 51: 5 月下旬股市超跌反弹	33
图 52: 货币政策收紧, 股市继续回调	34
图 53: 强劲的经济数据支撑股市开启上涨行情	34

图 54: A 股 28 个申万一级行业 PE (TTM)	35
表 1: 股市的预期总是提前于经济表现	7
表 2: 美股 1989 年 9 月-2020 年 3 月的周期阶段划分	8
表 3: 美股周期中的行业相对表现	16
表 4: 2005 年至今 A 股的三次牛市	18
表 5: 中国经济与 A 股的周期划分	19
表 6: 早周期阶段 28 个申万一级行业相对大盘的年化回报	20
表 7: 28 个申万一级行业在早周期阶段的相对回报	21
表 8: 28 个申万一级行业在中周期阶段的相对回报	22
表 9: 在不同的晚周期阶段 28 个申万一级行业的相对年化回报	24
表 10: 28 个申万一级行业在晚周期阶段的相对回报	25
表 11: 28 个申万一级行业在经济下行阶段的相对回报	26
表 12: 总结周期中的 A 股行业相对表现	27
表 13: A 股 28 个申万一级行业 2020 年涨跌幅水平与估值水平	35

本篇文章主要探讨用经济周期来看待行业配置的方法论，并以美国股市近 30 年的历史进行分析，以得到成熟股票市场的行业配置框架，再将把该方法论应用于中国 A 股市场，并结合中国的行业运行情况进行调整，以得到宏观经济周期角度下的 A 股行业配置框架。

一、理论基础

投资期限的不同会导致投资逻辑的差异化。通常情况下，根据投资期限的长短，短期看行业和公司的边际变化；中期看周期所处阶段，周期即商业周期、景气循环，当然周期中也包含了宏观经济周期与行业周期。落实到具体的股票投资标的上，长期的投资维度下也需要分析行业与公司自身的发展逻辑与未来空间，也就是俗说的一些可以“跨越周期”的产业。

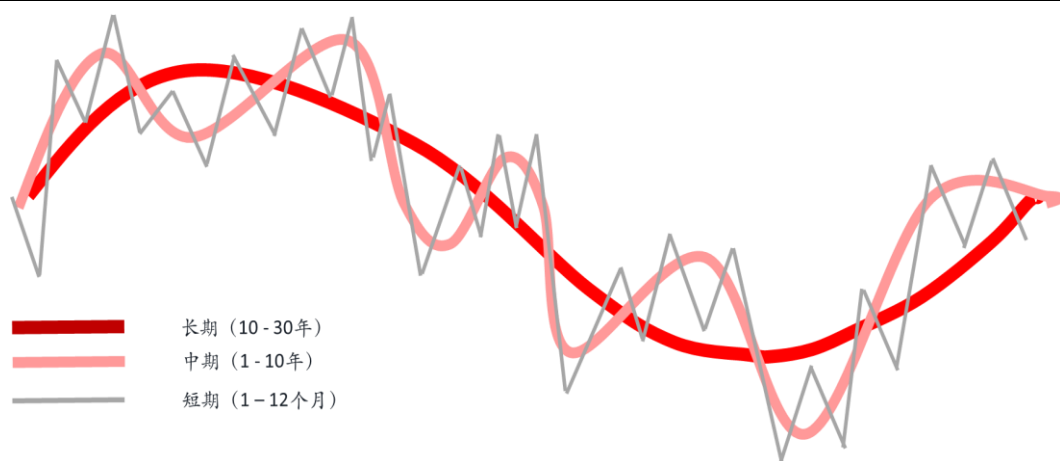
从中期的投资维度来看，资产的表现通常由经济周期性因素驱动，例如企业盈利、利率环境和通胀水平。经济周期反映了一个国家的经济活动在数月至数年时间维度的波动，是影响个股和行业回报的决定性因素之一。

行业投资的经济周期论基于概率分析，旨在识别经济活动的不同阶段，从而根据各行业的相对收益表现来为投资者提供一个行业配置的框架。例如，早周期阶段的典型特征是低利率和经济的快速恢复，因此可选消费和工业的表现相对较好。

此外，还有一些考虑因素可以作为经济周期论的补充，来帮助投资者在行业配置时取得更好的相对收益，例如行业分析、通胀分析、证券的基本面分析。

我们的方法论的使用前提是：长期历史均值可以为投资组合的配置提供一个合理的基础。但是，在 30 年以内的时间维度里，资产价格的波动是受很多短期、中期、长期因素交替影响的，这些因素可能会导致最终的股价表现偏离于历史均值。因此，我们将时间维度划分为三个方面：短期（1-12 个月），中期（1-10 年），长期（10-30 年）。图 1 展现了我们以久期为基础的资产配置框架。

图 1：资产价格的周期性波动



资料来源：Fidelity Investments，西部证券研发中心

二、理解经济周期

尽管每一个经济周期都有自己的特征，但周期之间也有共性，周而复始的重复。经济周期的波动本质上就是经济活动增长率的明显变化，尤其是企业盈利周期、信用周期和库存周期这三个关键周期的变化，同样还有就业情况和货币政策的变化。当然，意料之外的宏观事件和冲击有

时候会打断正常的经济趋势。但历史经验表明，上述三个关键指标的变化为我们辨别经济周期的不同阶段提供了一个可信度较高的依据。**具体来说，一个典型的经济周期有四个不同的阶段。**

1、早周期阶段

经济从衰退中快速复苏，其典型特征是 GDP、工业产值这些指标由负增长转为正增长，接着经济增长的速度加快。在宽松的货币政策下，信用环境边际放松，为创造利润和加快盈利增长速度提供了健康的环境，也就是要从宽货币到宽信用。商业库存处于低位，下游销售快速增长。

2、中周期阶段

这是经济周期中时间相对最长的阶段，其典型特征是经济仍然在正增长，但幅度比早周期更温和。经济活动日益加强，信用增长更加强劲，盈利稳健。货币政策依然宽松，但宽松幅度有所收敛，政策环境更加偏中性。存货和销售在平衡状态中共同成长。

3、晚周期阶段

经济繁荣达到巅峰，经济虽然仍在正增长，但增速已经开始减缓。晚周期一个典型的特征是，经济过热，产能受限，价格上涨，因而导致了通货膨胀水平上升。尽管通胀水平并不总是很高，但上行的通胀压力和紧缺的劳动力市场会影响盈利水平，并且导致了货币政策的收紧。

4、经济衰退阶段（国内为经济下行阶段）

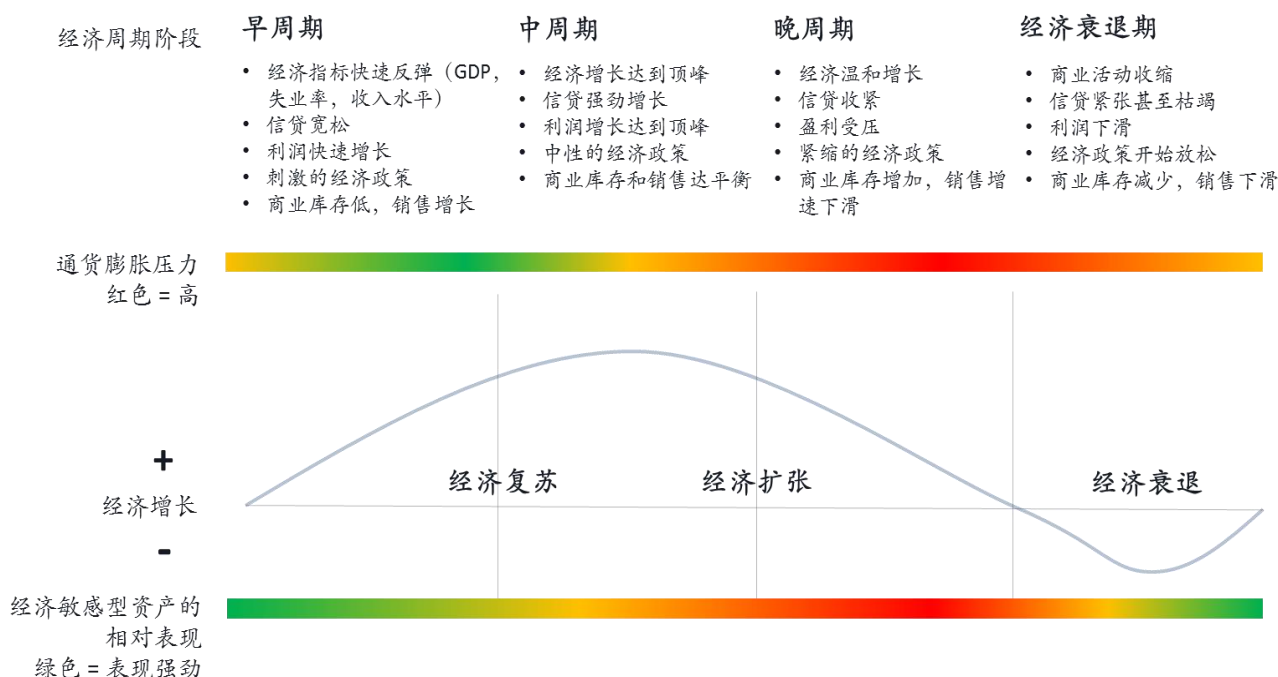
不同的国家对衰退有不同的定义。一般而言，有两个定义美国经济衰退的指标：（1）常用的连续两个季度实际 GDP 环比下滑，也就是 GDP 环比增速连续两个季度为负；（2）美国国民经济研究局（NBER）的经济周期确定委员会(Business Cycle Dating Committee)会从官方角度对衰退时期进行划分。这个委员会不负责预测，只单纯根据经济数据确认经济是不是在衰退。他们观察的月度和季度经济指标包括：就业，居民收入，居民消费，工业产出以及 GDP。

经济衰退通常是周期中时间最短的阶段，但也是投资者最痛苦的阶段。其典型特征是经济活动收缩。企业盈利下滑，信用紧张。需求不振导致销售减少，企业开始去库存。货币政策开始宽松，为下一次的复苏铺垫。

需要指出的是，1992 年以来，中国一直保持着 GDP 的高速经济增长。在 2020 年一季度由于新冠疫情的影响出现了负的 GDP 增长速度，为 1992 年以来的第一次。因为中国经济自 1992 年以来没有出现过严格意义的经济衰退。但这并不意味着中国经济没有出现经济下行。2015 年就是比较明显的经济下行阶段。

在大类资产配置方面，在早周期阶段，经济增速加快，股票等经济敏感型的资产表现最强劲，到下一阶段经济增速逐渐放缓，直到衰退时负增长，股票的回报逐渐下降。国债、现金等防御型资产表现完全相反，在经济衰退时，债券的相对收益优于股票，但在早周期阶段弱于股票。

图 2：经济周期不同阶段的特征



资料来源：Fidelity Investments，西部证券研发中心

三、成熟股市在经济周期中不同行业的股票表现

我们结合美国 GDP 增速与美国股市大盘表现划分了周期的四个阶段。复盘历史，我们可以发现美国股市衰退的起点与终点总是领先于美国国家经济研究局（NBER）公布的衰退时间点。市场投资者总是可以从更高频的经济数据看到美国经济的波动，而不是依靠季度公布的 GDP 数据来判断，因此股票市场也就更快地反映出了衰退和复苏预期。这也能解释为什么本轮经济衰退中，美股在 2020 年 3 月 23 日达到底部后迅速反弹至今，尤其是纳斯达克指数在 6 月 23 日已经创下历史新高，前期的宽松政策与现在的复苏预期推高了美国股市。

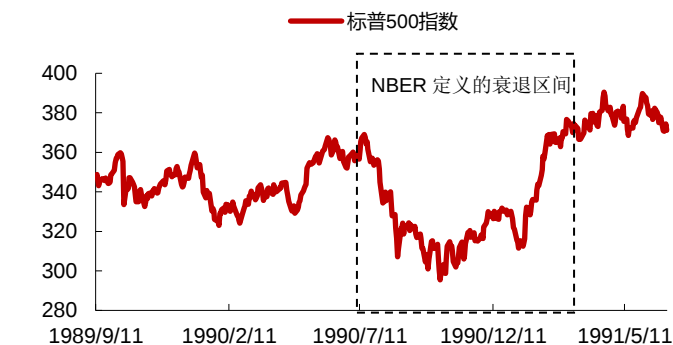
2001 年美国经济衰退危机比较特殊，股市陷入熊市的时间明显长于经济衰退的时间，主要是因为投资者信心受损。事实上，在 2001 年 9 月，大盘已经见底，比 NBER 宣布的 11 月的衰退结束时间领先了 2 个月，股市触底回升也是因为经济复苏的预期，随后带来了 2001 年冬天的反弹行情。但在 2002 年初开始，能源巨头安然公司制造的会计丑闻事件愈演愈烈，当时五大会计事务所之一的安达信公司也被爆出了财务造假，导致所有上市公司财报受到投资者的质疑，使得股市再度出现回调。

表 1：股市的预期总是提前于经济表现

	NBER 公布的衰退区间	标普 500 指数的衰退区间
1	1990 年 7 月-1991 年 3 月	1990 年 7 月-1990 年 10 月
2	2001 年 3 月-2001 年 11 月	2000 年 3 月-2002 年 10 月
3	2007 年 12 月-2009 年 6 月	2007 年 10 月-2009 年 3 月
4	2020 年 3 月至今	2020 年 3 月至今

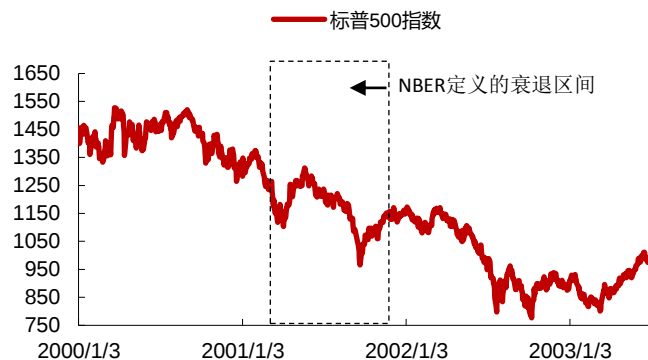
资料来源：NBER，Bloomberg，西部证券研发中心

图 3：1990 年美国衰退



资料来源：Bloomberg，西部证券研发中心

图 4：2001 年美国衰退



资料来源：Bloomberg，西部证券研发中心

图 5：2008 年美国衰退



资料来源：Bloomberg，西部证券研发中心

图 6：2020 年美国衰退



资料来源：Bloomberg，西部证券研发中心

我们选取了 GICS 行业分类下的 11 个一级行业在 1989 年-2020 年的回报表现，大盘指数选取了标普 500 指数。考虑到长期持有和复利投资的存在，我们对周期中的每一个阶段该一级行业的月收盘价计算几何平均年化收益率，以作为该阶段的年化回报。

需要注意的是，GICS 行业在 2016 年和 2018 年进行了两次修订。2016 年，房地产从金融行

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_4242

