

周期与成长 2020 轮换的一个障碍

——2020 中国资本市场思考（2）

宏观动态

◆要点

- 地产周期轮动理论根据价格和销量增速，将地产波动分成改善、滞胀、衰退、触底四个阶段。经验和理论表明，地产周期波动有规律地推动了地产拉抬和压制两大类板块的轮动。
- 按照地产周期轮动理论，2020 年中国宏观环境可能依然不利于地产拉抬的偏周期板块，甚至“黎明前的黑暗”还未到来；反而是地产抑制的偏成长板块，表现可能相对占优。这成为周期与成长 2020 年轮换的一个障碍。
- 主要原因在于，2020 年“房住不炒”的大环境并未改变，地产波动可能仍将处于触底期（房价和销量增速一降一升），导致对应的偏周期的地产拉抬板块将处于股市表现较差阶段，而偏成长的地产抑制板块则处于股市表现较好阶段。此外，新冠疫情似乎本身不会正面提升房价和销量。更重要的是，即便 2020 年小概率地进入到地产回暖期（房价和销量增速皆升），按照地产周期轮动理论，权益市场中与之对应的地产拉抬板块表现也将迎来最差阶段，而地产抑制板块则迎来最好阶段。
- 在疫情不改变“房住不炒”的前提下，尽管 2020 专项债规模会有所扩大，不排除结构性机会，但整体上偏周期板块与偏成长板块的股市轮换还需要等待。

风险提示:新冠肺炎疫情有可能强烈冲击全球经济。宏观和公共卫生政策的改变，以及全球疫情的走势，可能会主导近期资本市场的表现，对板块轮动逻辑带来扰动。

分析师

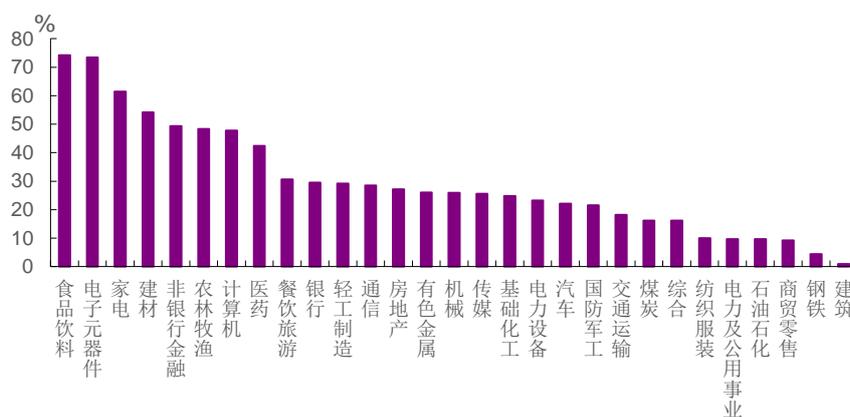
张文朗 (执业证书编号: S0930516100002)
021-52523808
zhangwenlang@ebsec.com

周子彭 (执业证书编号: S0930518070004)
021-52523803
zhouzipeng@ebsec.com

2019 年偏周期板块表现较弱

2019 年中国 A 股表现可圈可点，上证综指收涨 20.5%，沪深 300 指数收涨 33.6%。在子板块表现中，以中信一级板块为例（图 1），与地产相关的偏周期板块比如化工、煤炭、钢铁、建筑等表现相对靠后，而电子、计算机、医药、通信等偏成长性的板块以及一般消费比如餐旅、食品表现得较好。

图 1：中信一级 2019 年各板块回报率



资料来源：Wind，光大证券研究所

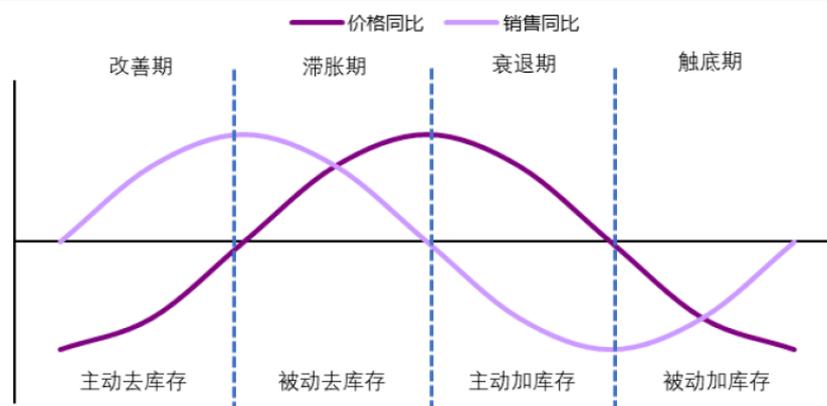
可为什么说 2020 年，偏周期的板块表现可能仍然相对较弱？什么时候我们才能看到偏成长板块与偏周期板块的轮动呢？

地产周期轮动理论简单回溯

理论上地产波动的四个阶段

理论上讲，地产的价格和地产的销量增速是错峰的。房地产销售取决于房地产价格的变动，当房地产价格增速低于其中长期增速时，房地产的销量增速就会开始上升，而当房地产价格增速高于其中长期增速时，地产销售增速就会下滑。按照这个逻辑，地产销售增速的波动一般滞后于价格增速 1/4 个周期（图 2）。根据房地产价格同比和销售同比的变化，我们可以将地产波动分割成循环往复的改善期、滞胀期、衰退期和触底期四个阶段。

图 2：地产波动的四个阶段



资料来源：光大证券研究所

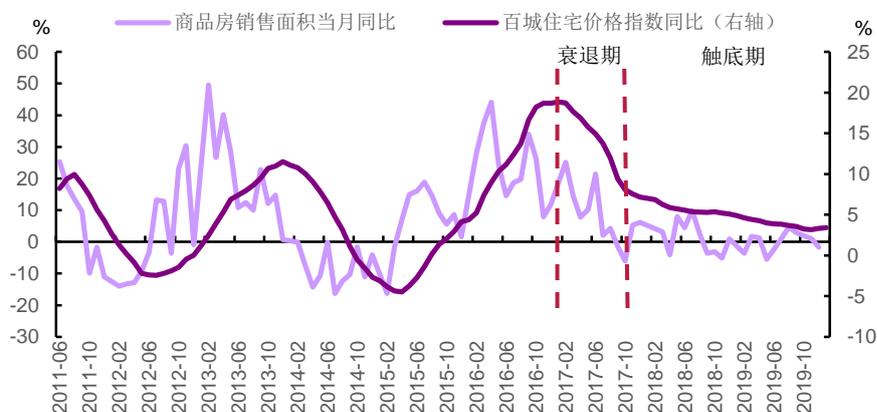
地产波动所处的不同阶段，理论上也对应着地产开发商库存的不同阶段。比如当地产波动进入改善期，地产销量因为地产价格偏低而上升，但是地产开发商却因为低价而不愿意开发，因此地产开发商处于主动去库存阶段。

2020 年地产周期大概率正处于触底期

实际上，现实中地产波动确实具备与理论类似的形态。图 3 描绘了百城住宅价格指数同比增速和全国商品房销售面积增速的折线图，也呈现出错峰的现象。

从 2017 年 9 月开始，随着资管新规落地，中国地产波动持续滞留在一个较为漫长的触底期。在“房住不炒”的大背景下，房价增速有可能继续保持较缓的增加，2020 年仍有可能继续处于触底期。不过不排除按照目前的趋势，有小概率的可能，房价增速略有上行，促使地产波动周期进入回暖期。

图 3：2017 年底以来，中国地产波动处于触底期阶段



资料来源：光大证券研究所，数据截至 2020 年 1 月

地产波动与板块轮动的关系

地产波动主要通过三个渠道来影响实体经济，并促使相关板块的表现呈现出轮动的特征。第一，通过上游生产传导，比如房地产过热，开发商会加快周转并带动地产链上游行业的生产；第二，通过财富效应传导，比如地产价格上升会拉大贫富差异，利于高端奢侈品，不利于一般消费品；第三，通过信贷挤出传导，比如地产行业繁荣会吸引更多社会信贷投入房地产，但是对外部资本同样依赖的电子、信息、医药等抵押品资源较少的行业往往形成负面冲击。

受地产周期波动的行业事实上可以归纳为两大类：地产拉抬板块和地产压制板块。

地产拉抬板块：地产上游行业 and 高端消费品

地产行业处于过热阶段时，房地产价格大涨，地产开放商处于被动去库存或主动加库存状态，地产投资增速开始上升，地产行业对房地产的上游行业起到了正向拉动作用。中信行业板块一级分类，一般意义上属于房地产投资拉抬的板块主要包括钢铁、建材、建筑、煤炭、有色等行业。

此外，高端奢侈品行业的发展同样受益于房地产过热。地产过热会造成财富分化加剧，一定程度上刺激了奢侈品的消费。在房价过快上升的市场环境中，房价与财富相互推动，加大了高档住房和多房家庭与普通住房家庭和无房家庭之间的贫富差距，体现为多房者在财富效应刺激下加大高端奢侈品的需求。

被压制板块：外部资金依赖型行业和一般消费品

如果房地产过热，地产价格上升会增加非地产行业的生产成本，并且还会损害那些对外部融资依赖性较高而本身缺少优质抵押品的行业。过热的房地产业，吸引着市场上的信贷资源，压缩其它外部融资依赖型企业的信贷资源，影响这些行业的盈利表现。当依托于房地产的金融过度发展时，受挤压最严重的是制药、电子、航空航天和通信等研发支出较大但持有土地较少的行业。

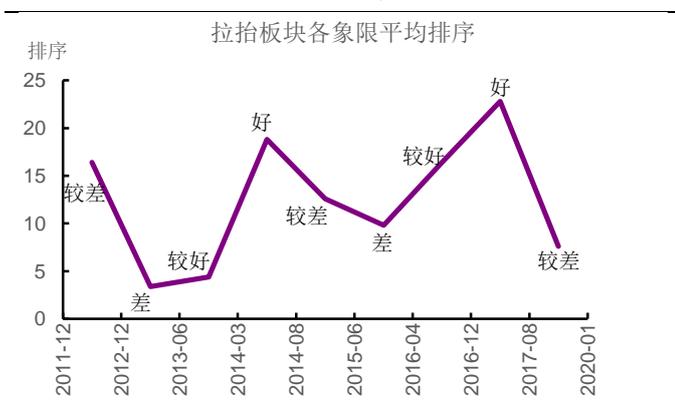
另一类被地产过热压制的行业，是一般消费品行业。当地产过热时，地产的投资品属性增加，持有房地产的边际效用提高，普通人的消费选择出现变化，从而挤出一般消费品的消费。

结合中国的实际情况，医药、电子和通信属于外部融资依赖型板块，纺织服装和餐饮旅游等则属于一般消费品，这些行业组成了被压制板块。

地产周期波动会带来拉抬和压制板块的轮动

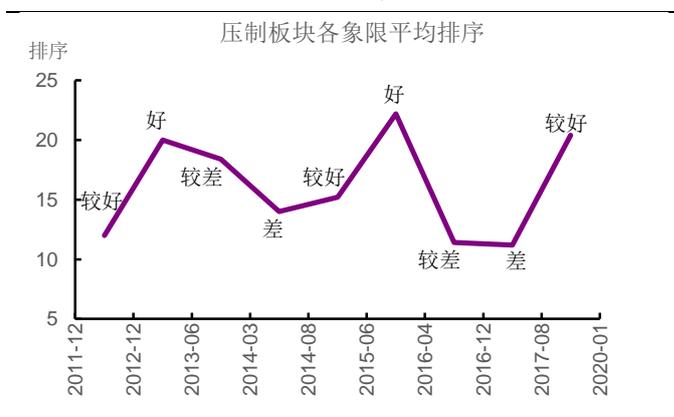
我们将中信一级分类的 29 个板块按照全期收益率排序并赋值，其中数值 29 表示收益率在同期 29 个板块中表现最好，而数值 1 表示表现最差。由于每个板块既受到个体因素影响也受到系统因素影响，为了尽量消除个体因素并保留被压制或拉抬板块系统性的特性，我们加总平均被拉抬板块与压制板块的排序数值。连续的地产周期波动会导致拉抬或者压制板块的加总平均排序会出现类似于“-较差-差-较好-好-较差-”的循环波动。具体的板块表现请参考附录。

图 4：拉抬板块（偏周期）的平均排序走势



资料来源：Wind，光大证券研究所计算，数据截至 2020/1/31

图 5：压制板块（偏成长）的平均排序走势



资料来源：Wind，光大证券研究所计算，数据截至 2020/1/31

而实证情况与理论相符。我们将 2011 年以来不同地产波动阶段，拉抬与压制板块的平均排序列于图 4 与图 5，确实遵循着“-较差-差-较好-好-较差-”的循环波动。

差”的循环波动。我们从2017年9月份开始进入触底期，在这一阶段偏周期的拉抬板块股市收益排序下滑，处于较差阶段；而偏成长的压制板块的收益排序上行，处于较好阶段。这说明，在2019年A股的板块收益排序仍然符合理论规律。

表1：股市历史表现与地产周期轮动理论吻合

	时间间隔	间隔时长	地产波动阶段	拉抬板块表现		压制板块表现	
				理论	实际	理论	实际
第一期	2011/12/31-2012/12/31	12个月	触底期	较差	较差	较好	较好
第二期	2012/12/31-2013/06/30	6个月	改善期	差	差	好	好
第三期	2013/06/30-2014/03/31	9个月	滞胀期	较好	较好	较差	较差
第四期	2014/03/31-2014/08/31	5个月	衰退期	好	好	差	差
第五期	2014/08/31-2015/06/30	10个月	触底期	较差	较差	较好	较好
第六期	2015/06/30-2016/04/30	10个月	改善期	差	差	好	好
第七期	2016/04/30-2016/12/31	8个月	滞胀期	较好	较好	较差	较差
第八期	2016/12/31-2017/08/31	8个月	衰退期	好	好	差	差
第九期	2017/08/31-2020年?月	>30个月	触底期	较差	较差	较好	较好
第十期	202?年?月-?		改善期	差	?	好	?

资料来源：光大证券研究所

从表1的规律我们也能发现，我们目前处于第九期，地产拉抬的偏周期板块表现还属于较差，而地产压制的偏成长板块表现较好。即便进入改善期，理论上讲偏成长板块的表现仍可能更优。

2020 年对周期和成长板块的展望

周期板块难以轮换成长板块

上述的讨论告诉我们，偏周期板块与偏成长板块的轮动与地产波动周期的位置密切相关。图3显示，在房住不炒的大背景下，2020年中国地产周期似乎还处于2017年9月以来的触底期。历史经验和理论都表明，在触底期的时候，偏周期板块表现要较上一轮衰退期来得差（见附录）。因此要在2020年实现偏周期板块超越偏成长板块的可能性并不高。

不过2020年初的新冠疫情，却带来了政策上对冲的压力，专项债加码，基建也可能加速，但较难改变“房住不炒”的逻辑。2020年2月24日国务院新闻办公室举行发布会，财政部提出要“扩大地方政府专项债券发行规模，按照资金跟着项目走的原则，指导地方做好项目储备和前期准备工作，尽快形成有效的投资”。这表明2020年的“积极的财政政策要更加积极有为”，专项债规模应该较2019年的2.5万亿有较大规模提升，并且“资金跟着项目走”。但考虑到2019年9月4日国常会在明确提前下达专项债部分额度的同时提出“专项债资金不得用于土地储备和房地产相关领域、置换债务以及可完全商业化运作的产业项目”，这一定程度上限制了地产领域的资金流入。

此外虽然从2月11日起，杭州、上海、浙江等地陆续出台房地产支持政策，涉及财政、土地、销售层面，包括允许延期缴纳土地出让金、延期申

报纳税、延期开竣工不计违约责任、放松预售条件、加大住房公积金支持力度等。但是疫情之下，房地产支持政策的相继出台并不能简单理解为楼市调控政策的放松。2月17日，国家统计局城市司首席统计师孔鹏在解读1月份商品住宅销售价格数据时明确指出“坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，不将房地产作为短期刺激经济的手段，全面落实城市主体责任，房地产市场保持总体平稳态势”的观点。同时在2月19日发布的央行货币政策报告中，继续强调“不将房地产作为短期刺激经济的手段”。地产政策出现边际放松，其目的主要在于缓解房企因销售经营活动暂停引发的资金压力，对抗疫情的短期扰动，房住不炒的主基调并未发生改变。

更重要的是，即便2020年房地产价格增速略有上行这种概率较小的事件发生，那也只是意味着地产波动进入改善期，根据地产周期轮动理论，在这个时期，被地产拉抬的偏周期板块表现最差。

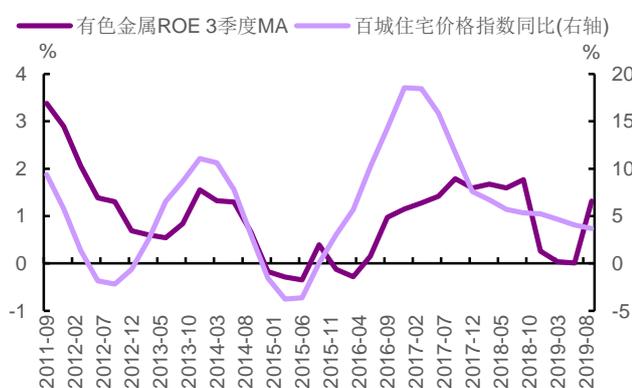
这就意味着，对偏周期板块的回归，我们仍然需要耐心。2020年可能还是成长型板块和一般消费板块表现相对靠前的一年。

不容忽视的结构性机会

地产周期轮动理论，更多描述的是平均意义上的板块轮动，我们也要注意今年地方债券发行规模会有较大提高，有可能带来偏周期的一些结构性机会。2020年1月份全国发行地方政府债券7850.64亿，其中专项债券为7148.21亿元，远高于2019年1月的1545亿元。从2020年已发行的专项债项目来看，项目主要集中在交通运输、产业园区、基础设施建设上。在2月21日的中央政治局会议也提出要“要积极扩大有效需求……加大新投资项目开工力度，加快在建项目建设进度”，这些政策指引可能会带来一些偏周期的结构性的机会。

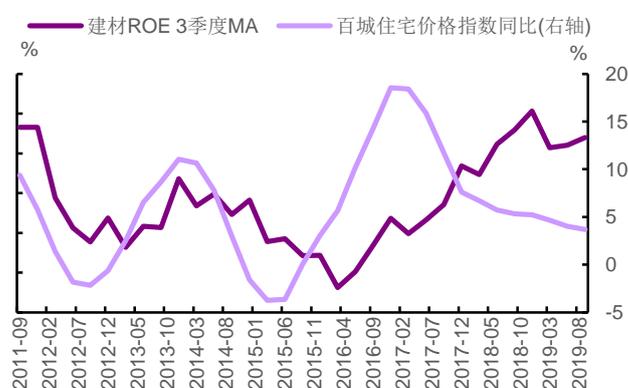
比如有色金属板块，随着近期中美第一阶段经贸协议达成，全球新能源产业链竞争加大，新能源车产业链可能会受到更多政策扶持，部分相关有色金属板块盈利上行的趋势可能会延续（图6）。又比如建材板块，随着水泥行业在2019年形成区域寡头垄断的格局，行业上下游议价能力随之提高，整体板块的盈利能力逐步提升（图7）。因此后市中，即便整体偏周期行业轮动尚未到来，这些行业的特定结构性机会也值得关注。

图6：有色金属ROE和房价增速



资料来源：Wind，光大证券研究所，数据截至2019年3季度

图7：建材ROE和房价增速



资料来源：Wind，光大证券研究所，数据截至2019年3季度

风险提示：新冠肺炎疫情有可能强烈冲击全球经济。宏观和公共卫生政策的改变，以及全球疫情的走势，可能会主导近期资本市场的表现，对板块轮动逻辑带来扰动。

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_6917

