

策略研究

景气为伯，高频为仲

——三因素行业比较框架之周期篇

要点

三因素模型出发看周期

本篇报告是三因素行业比较框架系列的第三篇——周期篇，主要研究了三因素模型如何在周期板块整体，以及细分行业中运用。从“DDM 模型”视角出发，我们建立了以景气-流动性-资产价格三因素为基础的三因素模型，但是核心问题在于，对于不同类型的板块，其景气、流动性与估值的表征指标或许各有不同。在此前的外发报告中，我们分别对于消费、科技制造板块的三因素模型进行了探究，而在本篇报告中，我们将对周期板块的三因素模型进行深入讨论。

周期板块的总体特点是“分子主导”，并且有丰富的行业高频数据。对于消费板块及科技制造板块，整体而言，三因素模型的每一个因素都对股价有一定的影响。不过对于周期板块而言，由于板块的业绩波动较大，叠加成长性偏低，因此分母端的影响远弱于分子端，体现出明显的分子主导特点，而对于分子端，盈利预期或许是最值得重视的指标。此外，与其它板块不同，周期板块具有非常丰富的高频数据，能够实时观察板块的景气情况，其中，铜价数据及南华工业品指数数据与周期板块走势最为相关，值得投资者关注。

三因素模型下的三类周期行业

在周期行业内部，其细分子行业存在一定的差异，三因素模型视角下可分为三种类型。根据子行业对景气与流动性反应的差异，可以将行业分为三类：部分行业受到景气的影响明显，部分行业受景气及流动性的影响均比较明显，而部分行业受两者的影响均不明显。一级行业中，有色金属受到景气及流动性的影响均较明显，基础化工、钢铁、石油石化及煤炭受到景气的影响较为明显，交通运输及建筑材料受流动性及景气的影响均较弱；二级行业中，能源金属、贵金属等行业受到景气及流动性的影响均较明显，塑料、化学制品等受到景气的影响较为明显，而农化制品、航空机场等受流动性及景气的影响均较弱。

同时，我们也筛选出了一批与细分行业股价较为相关的高频指标供投资者参考。除了交运行业近几年受疫情扰动较大，相应高频数据与股价关联较弱外，对于其它一级行业，我们均筛选出了一些和股价较为相关的高频指标。例如基础化工重点关注 PVC 价格、钢铁关注螺纹钢及热轧板卷价格等。

周期整体仍需等待，结构上关注高股息及估值低位反弹

周期板块整体的机会仍需等待，若有政策催化或经济出现明显好转，可再进行关注。考虑到国内当前的经济复苏情况相对偏弱，三因素模型在景气及资产价格端也并未给出配置信号，我们认为周期板块整体的配置机会仍需要等待。在后续的跟踪中，投资者可以重点关注政策端是否会出现催化，以及经济是否会出现明显好转，前者带来的投资机会可能更偏脉冲，而后者带来的投资机会则可能更持久。

结合三因素模型及当前股市的整体表现，可关注高股息及低位反弹两个方向。近期市场表现相对较为震荡，高股息方向当前具有一定的配置价值，一级行业可关注石油石化、煤炭，二级行业可关注动力煤、焦煤、炼化及贸易。部分行业估值正处于历史低位，未来若市场反弹，相关板块或许会有不错表现，一级行业关注石油石化、钢铁，二级行业关注贵金属、普钢、炼化及贸易。

风险分析：经济复苏不及预期，大宗商品价格超预期下行；美联储降息预期波动，对 A 股市场情绪造成冲击；三因素模型未来发生失效。

作者

分析师：张宇生

执业证书编号：S0930521030001

021-52523806

zhangys@ebsecn.com

联系人：王国兴

021-52523868

wangguoxing@ebsecn.com

联系人：张卓然

021-52523418

zhangzhuoran@ebsecn.com

目 录

1、三因素模型出发看周期	6
1.1、从“DDM 模型”到“三因素模型”	7
1.2、景气端，盈利预期是关键	7
1.3、高频数据方面，铜价最值得关注	9
1.4、流动性对于周期板块估值影响较弱	11
1.5、资产价格方面，估值极端时股价会有短期反转	12
1.6、周期板块的三因素模型	13
2、三因素模型下的三类周期行业	14
2.1、业绩高波动性使得大部分行业都会受到景气影响	14
2.2、除盈利预期外，部分行业的高频数据也值得关注	15
2.3、流动性端，周期板块受到的影响普遍较弱	16
2.4、资产价格方面，估值极端时股价几乎都会有短期反转	18
2.5、三因素模型在一二级市场中的具体应用	18
3、周期整体仍需等待，结构上关注高股息及估值低位反弹	32
3.1、经济弱复苏下，周期板块整体机会仍需等待	32
3.2、细分行业关注高股息及低位反弹两个方向	33
4、风险提示	36

图目录

图 1：不同板块的划分	6
图 2：周期板块指数的走势情况.....	6
图 3：周期整体板块三因素模型总结	6
图 4：从“DDM 模型”到“三因素模型”	7
图 5：盈利预期与周期板块的表现高度相关	8
图 6：归母净利润增速与股价之间也存在一定关联	8
图 7：销售净利率与周期股价表现也有相关性，但较滞后	8
图 8：ROE 与周期股价有一定相关性	9
图 9：周期板块常见指标举例	9
图 10：“LME 铜”走势与周期板块走势高度相关	10
图 11：“LME 铜同比”走势领先周期板块走势约 2 个月	10
图 12：南华工业品指数与周期板块走势有一定相关性	10
图 13：南华工业品指数对周期板块股价的领先性偏弱	10
图 14：周期板块 PE 估值可能会和股价走势背离.....	11
图 15：周期板块 PB 估值与股价走势更为相关	11
图 16：10 年期美债利率对周期板块估值影响较弱.....	11
图 17：周期板块业绩波动远大于 A 股整体	11
图 18：估值极端时，容易发生短期反转，但行情持续时间不一定很长	12
图 19：交易拥挤度比较适用于震荡市，单边行情则并不适用	13
图 20：周期板块指数的三因素模型	13
图 21：第 2 章节主要内容梳理	14
图 22：周期行业业绩波动性普遍较高（一级行业）	14
图 23：周期行业业绩波动性普遍较高（二级行业）	14
图 24：大部分行业股价均会受到景气的影响.....	15
图 25：部分行业受影响弱可能主要与疫情或政策扰动有关.....	15
图 26：PVC 价格与基础化工行业股价相关性较高.....	16
图 27：纯碱价格与化学原料行业股价相关性较高	16
图 28：各行业建议关注的高频指标	16
图 29：各一级行业受美债利率的影响情况	17
图 30：各二级行业受美债利率的影响情况	17
图 31：周期板块受流动性影响普遍较弱	17
图 32：基础化工行业估值极端时，股价通常短期反转	18
图 33：交通运输行业估值极端时，股价通常短期反转	18
图 34：周期板块一级行业总结	19
图 35：周期板块二级行业总结	19
图 36：有色金属行业三因素模型.....	19
图 37：有色金属指数二级行业构成权重大小.....	19
图 38：有色金属股价与 LME 铜价相关性较高	20
图 39：有色金属股价与 LME 铝价相关性较高	20

图 40：工业金属行业三因素模型	20
图 41：工业金属股价也与 LME 铜价相关性较高	20
图 42：能源金属行业三因素模型	21
图 43：新能源汽车产量和能源金属股价表现相关度较高	21
图 44：贵金属行业三因素模型	22
图 45：贵金属股价和黄金价格相关度较高	22
图 46：基础化工行业三因素模型	22
图 47：基础化工指数二级行业构成权重大小	22
图 48：PVC 价格与基础化工行业股价相关性较高	23
图 49：塑料行业三因素模型	23
图 50：化学制品行业三因素模型	23
图 51：化学原料行业三因素模型	24
图 52：纯碱价格与化学原料股价变化有一定相关性	24
图 53：农化制品行业三因素模型	24
图 54：尿素价格与农化制品行业股价的相关度较高	24
图 55：钢铁行业三因素模型	25
图 56：钢铁指数二级行业构成权重大小	25
图 57：普钢行业三因素模型	25
图 58：钢铁股价与螺纹钢价格相关性较高	26
图 59：钢铁股价与热轧板卷价格相关性较高	26
图 60：石油石化行业三因素模型	26
图 61：石油石化指数二级行业构成权重大小	26
图 62：炼化及贸易行业三因素模型	27
图 63：布伦特原油价格与石油石化行业股价走势	27
图 64：布伦特原油价格与炼化及贸易行业股价走势	27
图 65：煤炭行业三因素模型	28
图 66：煤炭指数二级行业构成权重大小	28
图 67：动力煤行业三因素模型	28
图 68：焦煤行业三因素模型	28
图 69：大同动力煤车板价与动力煤板块股价相关性较好	29
图 70：京唐港焦煤库提价与焦煤板块股价相关性较好	29
图 71：交通运输行业三因素模型	29
图 72：交通运输指数二级行业构成权重大小	29
图 73：航空机场行业三因素模型	30
图 74：铁路公路行业三因素模型	30
图 75：建筑材料行业三因素模型	30
图 76：建筑材料指数二级行业构成权重大小	30
图 77：玻璃玻纤行业三因素模型	31
图 78：玻璃期货价格和玻璃玻纤股价表现相关度较高	31
图 79：装修建材行业三因素模型	31
图 80：水泥行业三因素模型	31

图 81: PMI 仍然处于荣枯线以下.....	32
图 82: 近几个月需求端数据相对偏弱.....	32
图 83: LME 铜相关数据近几个月呈现下降趋势.....	32
图 84: 南华工业品指数相关数据近几个月呈现下降趋势	32
图 85: 周期板块景气端当前尚未有明显好转.....	33
图 86: 周期板块估值当前较低, 但并未显著低估	33
图 87: 各一级行业的三因素情况.....	34
图 88: 各二级行业的三因素情况.....	34
图 89: M1-M2 剪刀差走势与高股息相对表现有较强相关性	35
图 90: 高股息板块具有“熊市保护伞”特征.....	35
图 91: 周期板块股息率普遍偏高.....	35
图 92: 周期板块主要二级行业股息率排名	35
图 93: 周期板块各一级行业的 PB 估值情况.....	36
图 94: 周期板块主要二级行业的 PB 估值情况	36

本篇报告是三因素行业比较框架系列的第三篇——周期篇，主要研究了三因素模型如何在周期板块整体，以及细分行业中运用，此外针对周期板块的特性，我们也梳理了一些值得关注的高频指标供投资者参考。从历史情况来看，三因素模型对于周期板块的投资具有较强的指导意义和应用价值。未来针对金融地产、其它板块等，我们也会陆续推出相应的三因素模型报告，以供各位投资者参考。

在讨论模型框架之前，首先需要明确各个板块的划分。本系列报告中的板块划分以 31 个申万一级行业为基础，我们将其划分为消费、科技制造、周期、金融地产及其它 5 个板块。其中，周期板块由 7 个申万一级行业构成，包括煤炭、石油石化、钢铁、有色金属、交通运输、基础化工及建筑材料。

图 1：不同板块的划分

消费	科技制造	周期	金融地产	其它
• 农林牧渔	• 电子	• 煤炭	• 建筑装饰	• 公用事业
• 汽车	• 计算机	• 石油石化	• 房地产	• 环保
• 家用电器	• 传媒	• 钢铁	• 银行	• 综合
• 食品饮料	• 通信	• 有色金属	• 非银金融	
• 纺织服饰	• 轻工制造	• 交通运输		
• 医药生物	• 电力设备	• 基础化工		
• 商贸零售	• 机械设备	• 建筑材料		
• 社会服务	• 国防军工			
• 美容护理				

资料来源：光大证券研究所

图 2：周期板块指数的走势情况

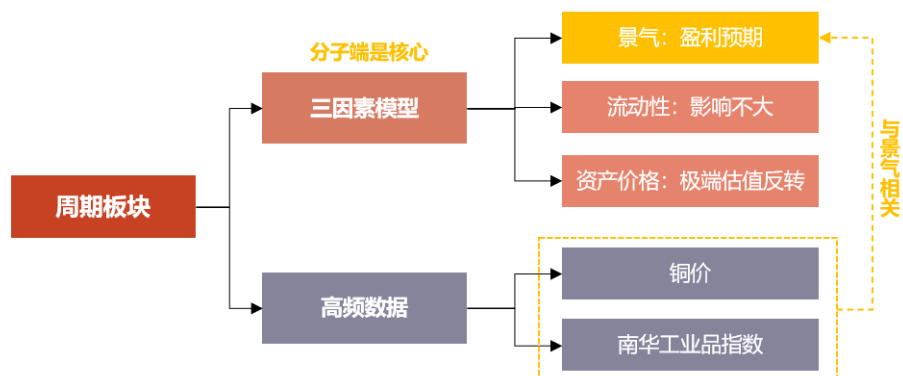


资料来源：Wind，光大证券研究所。注：数据截至 2023/12

1、三因素模型出发看周期

在本章中，我们主要讨论了对于周期板块整体，三因素模型中的每一个因素具体应该用什么指标，并且有哪些高频数据值得关注。对于周期板块整体而言，在三因素模型的景气端，未来 12 个月盈利预期增速或许是最佳指标；流动性对于周期板块整体的影响则不大；当周期板块的估值处于极端位置时往往会发生短期的反转。此外，在高频数据中，铜价及南华工业品指数与周期板块股价走势较为相关，值得投资者关注。

图 3：周期整体板块三因素模型总结



资料来源：光大证券研究所绘制

1.1、从“DDM 模型”到“三因素模型”

在此前的报告中，我们从“DDM 模型”出发，提出了景气、流动性、资产价格的“三因素模型”。DDM 是市场中广泛运用的股票定价模型，但内在价值的准确计算十分困难，相比于精确的贴现数值，我们认为各个变量的边际变化更值得关注。通过对“DDM 模型”进行一定的引申及简化，我们提出了景气、流动性、资产价格的“三因素模型”，而未来股价的变动也主要与这些因素的变化有关。关于三因素模型的具体介绍，可参考我们此前外发的报告《顺时而动，消费可为——三因素行业比较框架之消费篇》（2023 年 3 月 3 日外发）。

三因素模型对于各板块及行业理论上均是适用的，那么在实际运用过程中，情况如何？或许这需要在数据层面上给予进一步的验证，本篇报告中，我们将验证周期板块的数据情况。

图 4：从“DDM 模型”到“三因素模型”

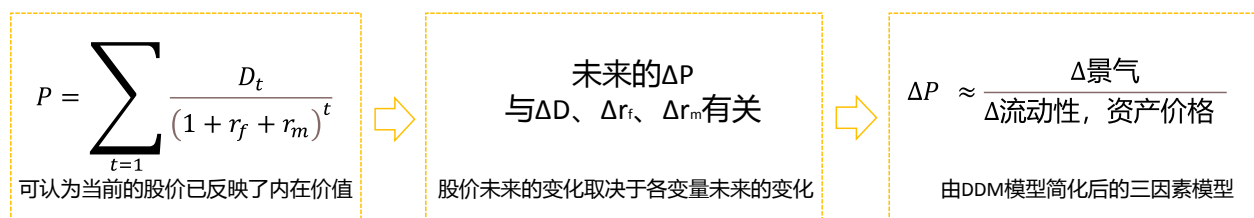


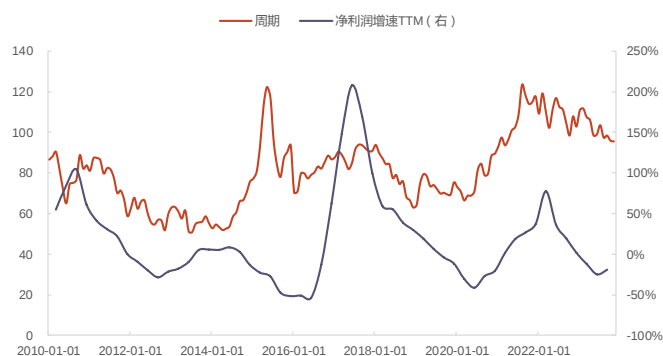
图 5：盈利预期与周期板块的表现高度相关



资料来源：Wind，光大证券研究所。注：数据截至 2023/11，周期指用各周期行业涨跌幅市值加权合成的周期指数，盈利预期增速指对未来 12 个月的 wind 一致预期增速，下同。

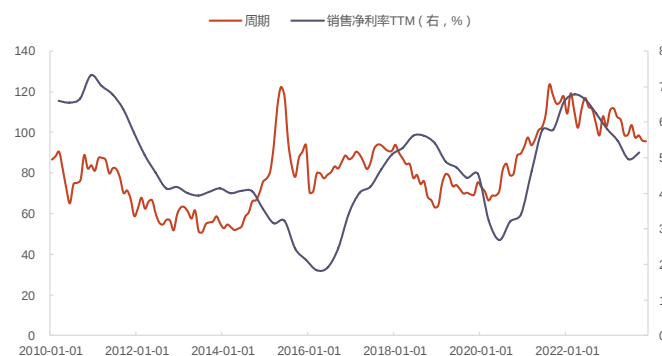
其它财务指标，包括实际业绩增速等也有一定的相关性，但存在滞后性，可作为“周期”的后验指标。除了未来 12 月的预测净利润增速这一指标外，其它的一些指标，包括实际净利润增速、销售净利率、ROE 等指标与股价之间也存在一定的相关性。例如实际净利润增速与周期板块股价走势存在一致性，但有一定的滞后性，且数据获取频率较低，对于实际投资及判断周期板块未来走势的参考意义不大。

图 6：归母净利润增速与股价之间也存在一定关联



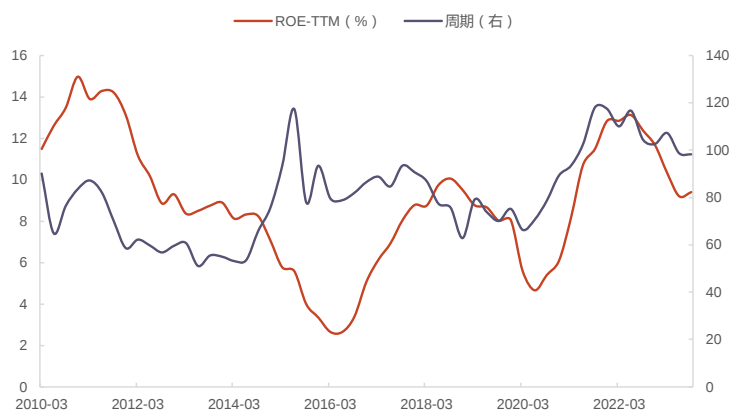
资料来源：Wind，光大证券研究所。注：21 年的归母净利润增速数据为相对于 19 年的复合增速，数据截至 2023Q3

图 7：销售净利率与周期股价表现也有相关性，但较滞后



资料来源：Wind，光大证券研究所。注：数据截至 2023Q3

图 8：ROE 与周期股价有一定相关性



资料来源：Wind，光大证券研究所。注：数据截至 2023Q3

1.3、高频数据方面，铜价最值得关注

与其它板块不同，周期板块具有丰富的高频量价数据。周期板块中许多行业产品或原材料均与大宗商品相关，因此行业景气与大宗商品价格变化存在较高相关性，股价走势也较为相关，比如钢铁、煤炭、有色金属等行业的股价与行业对应的期货商品价格走势均较为一致。另外，各类量价数据更新频率较高，也有助于投资者对行业景气变化的跟踪。

图 9：周期板块常见指标举例

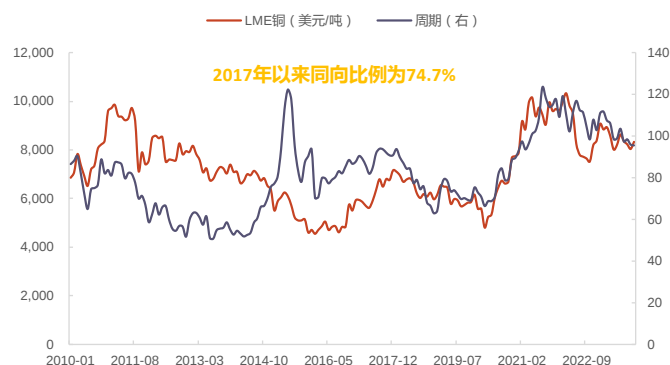
板块	指标举例				
周期整体	南华工业品指数	花旗经济意外指数	CRB现货指数及同比	LME铜同比	
基础化工	化学制品	MDI价格	萤石价格	冰晶石价格	
	塑料	PVC价格			
	化学原料	钛白粉价格	烧碱价格	纯碱价格	
	农化制品	尿素价格	硫磺价格	磷酸二铵价格	氯化钾价格
钢铁	化学纤维	PTA价格	涤纶价格		
	普钢	铁矿石价格	螺纹钢价格	热轧板卷价格	高炉开工率
有色金属	特钢 II				
	工业金属	LME铝	LME铜	LME锌	
	能源金属	碳酸锂价格			
交通运输	贵金属	COMEX金	COMEX银	10年期美债利率	
	铁路公路	铁路货/客运量	公路货/客运量		
	航运港口	BDI	SCFI	BDTI	
	物流	快递业务量	快递业务单价		
建筑材料	航空机场	客运量	布伦特原油价格		
	玻璃玻纤	浮法玻璃价格	无碱粗纱价格		
	装修建材	PVC价格	建筑沥青价格	HDPE价格	PPR价格
煤炭	水泥	水泥价格			
	动力煤	大同动力煤价格	南方八省电厂煤炭日耗		
石油石化	焦煤	京唐港主焦煤价格			
	炼化及贸易	布伦特原油价格			
	油服工程	钻井平台日费			

资料来源：Wind，光大证券研究所整理

在高频数据中，铜价数据最值得关注，其与周期板块走势高度相关。通过考察各类量价数据与周期板块走势的相关性，发现 LME 铜价最值得关注，其与周期板块股价的走势相关度最高，2017 年以来同向比例高达 74.7%。这可能由于铜本身是周期板块的重要组成部分，同时作为最上游的原材料之一，一定程度上能反映周期板块整体的需求情况。

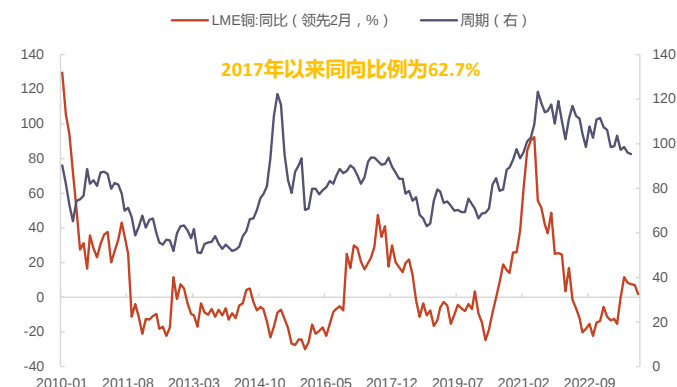
铜价的同比增速走势领先周期板块走势约 2 个月。铜价同比对于周期板块股价走势有一定的领先性，LME 铜价同比（领先 2 个月）与周期板块股价走势的同向比例达到 62.7%。

图 10：“LME 铜” 走势与周期板块走势高度相关



资料来源：Wind，光大证券研究所。注：同向比例计算频率为单月，数据截至 2023/11

图 11：“LME 铜同比” 走势领先周期板块走势约 2 个月

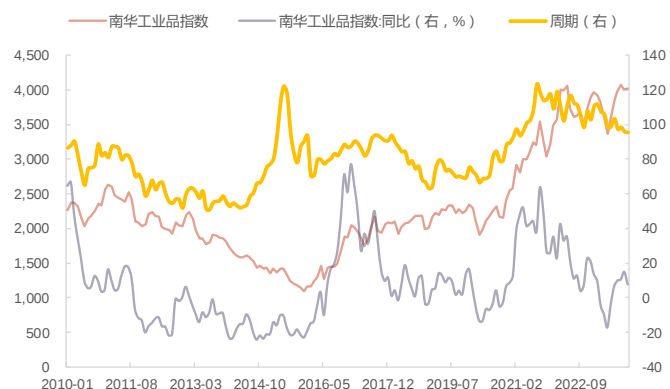


资料来源：Wind，光大证券研究所。注：同向比例计算频率为单月，数据截至 2023/11

南华工业品指数与周期板块股价也具有一定的相关性。南华工业品指数是涵盖包括金属、能源、化工、纺织品等多个工业品种的期货指数，可以反映周期板块产品整体的价格波动情况。通过对比，南华工业品指数与指数同比均和周期板块股价有一定的相关性，同向比例超过 60%，也可以作为判断周期股价走势的参考。

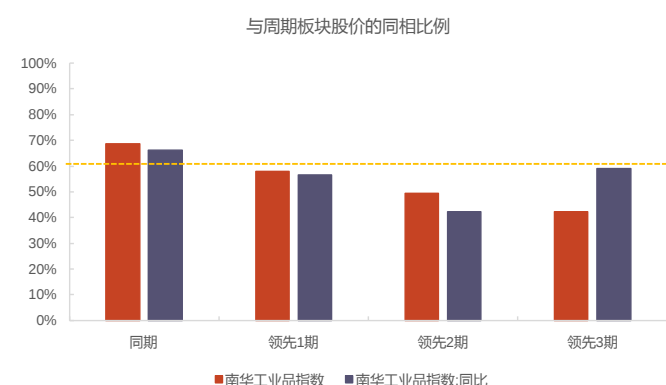
不过其对股价的领先性相对偏弱。南华工业品指数及其同比对周期板块股价的领先性偏弱，通过考察领先不同月份的数据情况，可以看到同向比例均不及同期，其中同向比例最高的为领先 3 个月的南华工业品指数同比，与周期板块股价同向比例接近 60%。

图 12：南华工业品指数与周期板块走势有一定相关性



资料来源：Wind，光大证券研究所。注：数据截至 2023/11

图 13：南华工业品指数对周期板块股价的领先性偏弱



资料来源：Wind，光大证券研究所。注：同向比例计算频率为单月，领先 1 期指将指标后移 1 个月计算同向比例，领先 2 期和 3 期同理，计算区间为 2017/1-2023/11

1.4、流动性对于周期板块估值影响较弱

周期板块业绩波动大，PE 估值易受干扰，不一定能准确表征股价高低。周期板块业绩波动较大，业绩的大幅增加会使得 PE 估值被动的出现下降，但股价可能正处于高位，反之业绩的大幅下滑又会使得 PE 估值出现被动抬升，但股价反而可能正处于低位。因此周期板块的股价走势与 PE 估值走势时常会出现背离，PE 估值并不能很好的表征板块股价的高低。

相较于 PE 估值，PB 估值更能反映周期板块的股价高低情况。对于周期板块的大部分行业而言，产业发展普遍处于成熟的阶段，资产的变化与业绩的变化相比，波动率要低很多，因此更适合使用 PB 估值。从实际的数据中也可以看到，周期板块的 PB 估值与股价走势基本完全一致，能够很好的表征股价的高低情况。

图 14：周期板块 PE 估值可能会和股价走势背离



资料来源：Wind，光大证券研究所。注：数据截至 2023/11

图 15：周期板块 PB 估值与股价走势更为相关



资料来源：Wind，光大证券研究所。注：数据截至 2023/11

从实际数据来看，三因素模型中的流动性对于周期板块的估值影响较弱。实际数据来看，无论是短端利率，如 DR007 与 R007，还是长端利率，如 10 年期国债利率，还是对全球流动性都有较大影响的美债利率，均与周期板块估值之间的走势关联度均较弱。以 10 年期美债利率为例，两者有时呈现负相关的关系，例如 2021 年至 2023 年，但有时却又呈现正相关，如 2019-2020 年。

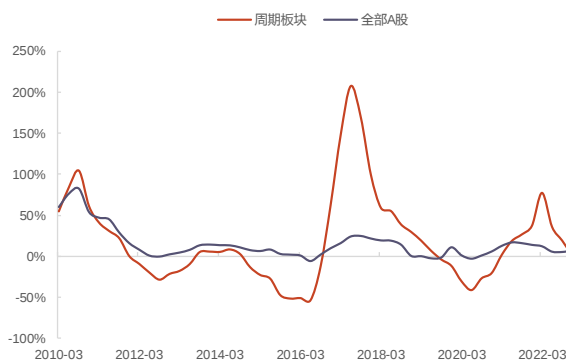
这是因为周期板块的业绩波动较大，叠加成长性偏低，分母端的影响远弱于分子端。周期板块的业绩波动幅度远大于 A 股整体，叠加行业发展较为成熟，成长性偏低，这就导致三因素模型中分子端的景气因素主导了板块股价变动，而分母端的流动性对板块的影响则较弱。

图 16：10 年期美债利率对周期板块估值影响较弱



资料来源：Wind，光大证券研究所。注：数据截至 2023/11

图 17：周期板块业绩波动远大于 A 股整体



资料来源：Wind，光大证券研究所。注：纵轴表示归母净利润 TTM 增速；2021 年为两年复合增速；数据截至 2023Q3

1.5、 资产价格方面，估值极端时股价会有短期反转

三因素模型的第三个因素是资产价格，相对来说估值是一个比较好的指标。当资产价格过高或过低时，会对投资者的风险偏好产生较大的影响，股价也常常会出现反转。通过对比，我们认为在反映资产价格方面，PB 估值是一个比较好的指标。当板块的 PB 估值触及过去 1 年估值的 2.5 倍标准差时，股价通常都会发生短期的反转。

估值会对“赔率”产生影响，使得部分投资者出现畏高心理或抄底心理，从而对股价表现产生影响。当估值过高时，意味着未来的“赔率”（即盈亏比）非常小，部分投资者也会因为畏高的心理而卖出持仓，从而使得股价在短期出现一定的回调；反之，当估值过低时，由于未来“赔率”大，尽管基本面等因素并没有出现拐点，但也会有投资者开始抄底，从而带动股价反弹。

但需要注意的时，极端估值带来的反转持续时间不一定很长，能否真正反转还是需要结合其它因素。极端估值带来的反转一般为交易情绪上的修复，持续时间不一定会很长，因此投资机会可能仅为交易性的机会，真正的反转还需要结合景气等因素进行综合判断。

图 18：估值极端时，容易发生短期反转，但行情持续时间不一定很长



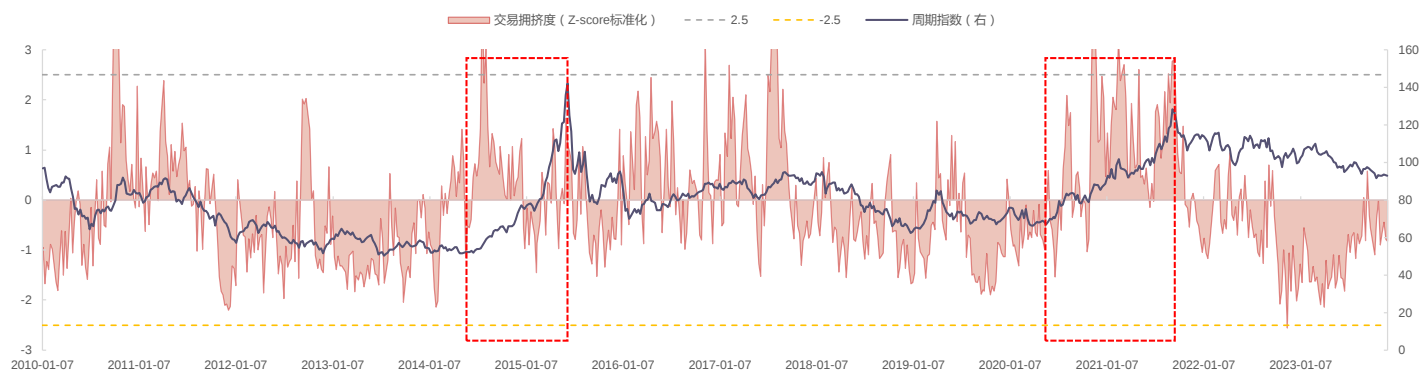
资料来源：Wind，光大证券研究所。注：估值根据过去 1 年的滚动数据进行 Z-score 标准化；数据截至 2023/12/1

除了极端估值，交易拥挤度也是投资者关注比较多的指标，不过应用效果要差于估值。

从实际情况来看，“买在无人问津处，卖在人声鼎沸时”具有一定意义。当交易拥挤度较低时，一旦有利好发生，会使得市场关注度迅速提高，从而推动股价上涨；而当交易拥挤度较高时，一旦发生利空事件，尽管利空的实际影响可能非常小，但由于交易者众多，为避免“囚徒困境”，容易发生踩踏，进而导致股价下跌。

但交易拥挤度比较适用于震荡市，如果在单边行情中则可能会产生误判。交易拥挤度本质上是在判断反转，有时候交易拥挤度过高或过低其实是因为发生了“突破”，例如发生了重大利好，这时则不能过分关注交易拥挤度，否则可能会出现踏空。

图 19：交易拥挤度比较适用于震荡市，单边行情则并不适用



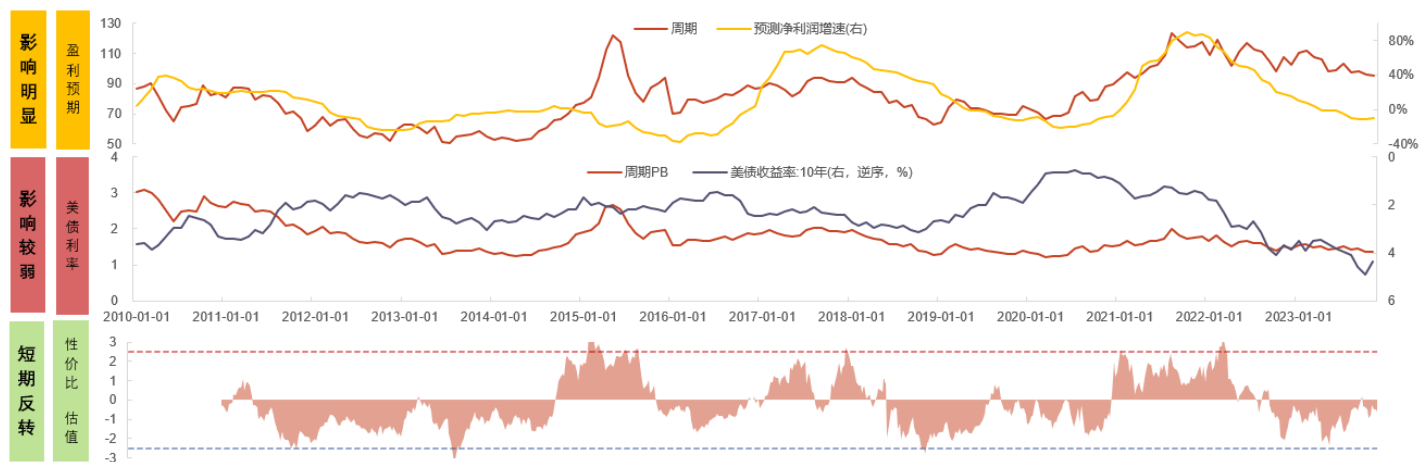
资料来源：Wind，光大证券研究所。注：交易拥挤度为周期板块的成交额占全部 A 股的比例，交易拥挤度根据过去 1 年的滚动数据进行 Z-score 标准化；数据截至 2023/12/1；红色框线区域表示单边行情

1.6、周期板块的三因素模型

结合具体的景气、流动性及资产价格指标，我们便得到了周期板块的三因素模型。景气端的指标为预测净利润增速、流动性端的指标为美债利率，再结合估值这一指标，我们便得到了周期板块三因素模型。可以发现，从历史复盘的情况来看，模型对于周期板块的投资具有较强的指导意义和实践价值。

三因素模型中景气是核心，流动性对估值的影响较弱，估值极端时股价会短期反转。在周期板块的三因素模型框架中，景气是最核心的因素，整体来看，周期板块的股价变动与盈利预期的变动在方向上几乎是保持一致的；而流动性对周期板块估值的影响则并不明显，这与消费及科技制造板块存在非常显著的差异；资产价格方面，当估值处于极端位置时，股价通常会发生短期的反转，不过这种反转需要结合其它因素进行识别，以确定是交易性机会还是真正的反转。

图 20：周期板块指数的三因素模型

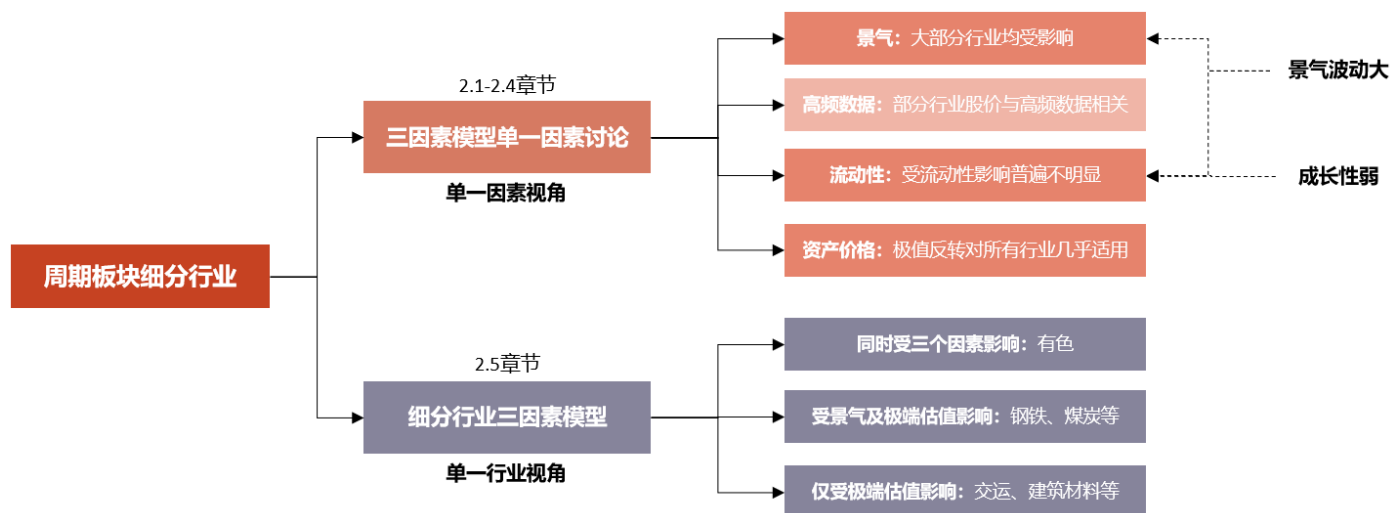


资料来源：Wind，光大证券研究所。注：自上而下第三张图的估值指 PB，并根据过去 1 年的滚动数据进行 Z-score 标准化；数据截至 2023/11

2、三因素模型下的三类周期行业

在本章节中，我们针对周期板块细分行业，分别从单一因素及单一行业两种不同的视角出发进行了讨论。在本章的第一部分内容，我们研究了在不同的单一因素视角下，各个细分行业的适用情况，并且对于值得关注的高频数据也做了汇总。而在第二部分内容中，我们则从行业的视角出发，详细讨论了全部一级、部分重要二级行业的三因素模型情况。

图 21：第 2 章节主要内容梳理

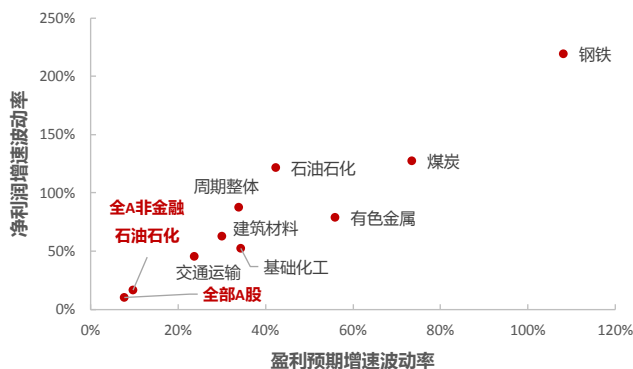


资料来源：光大证券研究所绘制

2.1、业绩高波动性使得大部分行业都会受到景气影响

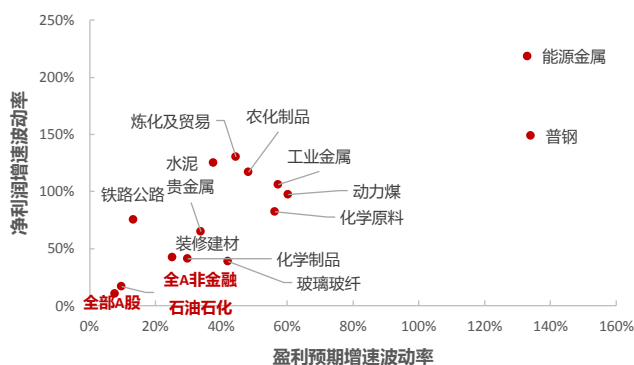
周期行业的业绩波动性普遍较高。无论是从行业的盈利预期波动情况，还是从实际的净利润增速波动情况来看，周期各行业的业绩波动性普遍较高。2017 年 1 月至 2023 年 11 月期间，全部 A 股及全 A 非金融石油石化的盈利预期增速波动率分别为 8% 及 10%，而同期大部分周期行业的盈利预期波动率均在 30% 以上。从实际净利润增速的波动情况来看，2017 年以来各周期行业的波动性也普遍远高于 A 股整体。

图 22：周期行业业绩波动性普遍较高（一级行业）



资料来源：Wind，光大证券研究所。注：盈利预期增速波动率计算区间为 2017 年 1 月至 2023 年 11 月；净利润增速波动率计算区间为 2017Q1-2023Q3，其中 21 年的数据为两年复合增速

图 23：周期行业业绩波动性普遍较高（二级行业）

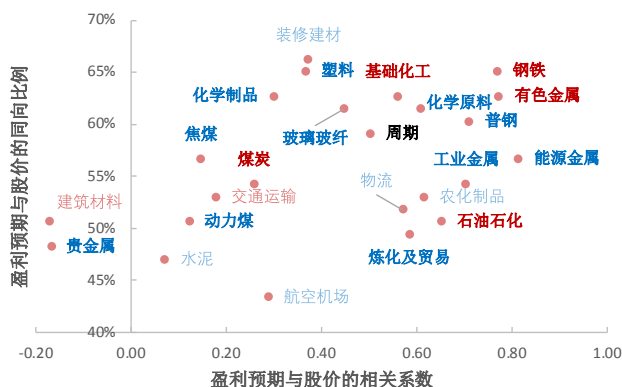


资料来源：Wind，光大证券研究所。注：盈利预期增速波动率计算区间为 2017 年 1 月至 2023 年 11 月；净利润增速波动率计算区间为 2017Q1-2023Q3，其中 21 年的数据为两年复合增速；部分业绩波动过大的行业未在图中展示

业绩的高波动性使得大部分行业股价均会受到景气影响。由于周期行业的业绩波动性较高，容易吸引到一些景气投资者的关注，因此景气容易与股价之间形成正向或负向循环，所以大部分行业的股价均会受到景气的影响。例如在 7 个一级行业中，有 5 个行业的股价均与盈利预期增速较为相关，包括基础化工、钢铁、有色金属、石油石化及煤炭。

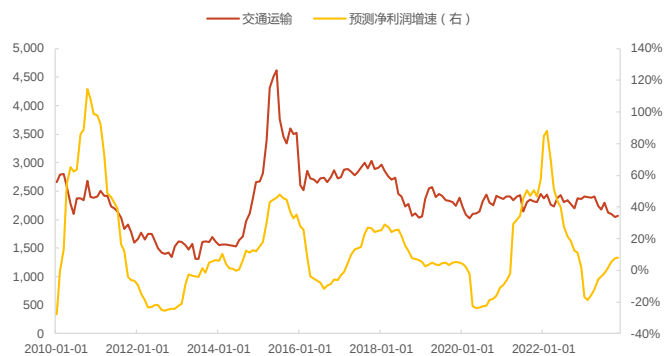
受景气的影响较弱的行业主要集中在交运及建材，或主要与疫情或政策扰动有关。不过也有一些行业的股价与景气之间的关联较弱，其中一级行业中包括交通运输及建筑建材，二级行业中包括铁路公路、航空机场、装修建材等，主要也集中于交运及建材。而这些行业股价受景气影响较弱，或许主要与近几年的疫情及地产政策扰动有关，最典型的为交通运输行业。从数据中，可以看到交运行业在 2010 年至 2020 年以前，盈利预期与股价的走势较为一致，不过近几年则出现了显著的背离。

图 24：大部分行业股价均会受到景气的影响



资料来源：Wind，光大证券研究所。注：红色表示一级行业，蓝色表示二级行业，深色表示股价和盈利预期较为相关；数据统计区间为 2017 年 1 月至 2023 年 11 月

图 25：部分行业受影响弱可能主要与疫情或政策扰动有关



资料来源：Wind，光大证券研究所。注：交通运输指申万交通运输指数，后文图上行业数据均指对应行业的申万行业指数，数据截至 2023/11

2.2、除盈利预期外，部分行业的高频数据也值得关注

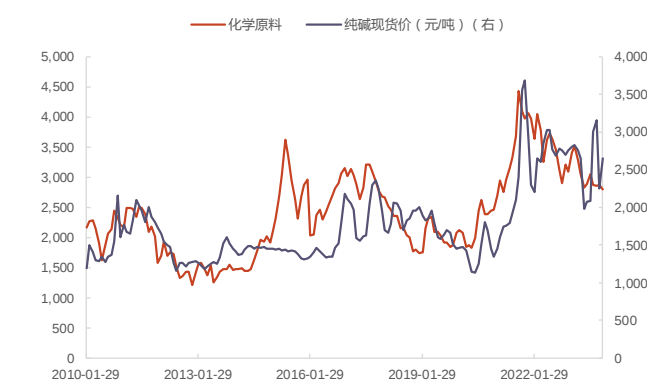
各一二级行业的高频量价数据仍然值得关注。周期板块中基础化工、有色金属、钢铁、石油石化、建筑材料和煤炭等行业的产品或原材料本身即为大宗商品，因此股价受对应商品价格变动的影响明显，例如一级行业中，基础化工行业的股价就与 PVC 期货价格相关度较高，二级行业中，化学原料行业股价与纯碱价格有较强的相关性。

图 26：PVC 价格与基础化工行业股价相关性较高



资料来源：Wind，光大证券研究所。注：数据截至 2023/11

图 27：纯碱价格与化学原料行业股价相关性较高



资料来源：Wind，光大证券研究所。注：数据截至 2023/11

通过筛选，我们汇总整理出了一批与股价较为相关的高频指标供投资者参考。除了交运行业近几年受疫情扰动较大，高频数据与股价关联较弱外，对于其它一级行业，我们均筛选出了一些和股价较为相关的高频指标。对于基础化工，重点关注 PVC 价格；对于钢铁，关注螺纹钢及热轧板卷价格；对于有色金属，关注铜价及铝价；对于建筑材料，重点关注玻璃价格；对于煤炭，关注动力煤及焦煤价格；对于石油石化，关注原油价格。此外，对于重要的二级行业，我们对高频指标也相应进行了筛选。

图 28：各行业建议关注的高频指标

行业	建议关注的高频指标	
周期	LME 铜现货结算价	南华工业品指数
基础化工	PVC 期货收盘价	
化学原料	纯碱现货价	
农化制品	尿素现货价	
钢铁	螺纹钢期货结算价	热轧板卷价格
普钢	螺纹钢期货结算价	热轧板卷价格
有色金属	LME 铜现货结算价	LME 铝现货结算价
工业金属	LME 铜现货结算价	LME 铝现货结算价
能源金属	产量:新能源汽车:同比	
贵金属	COMEX 黄金期货结算价	COMEX 银期货结算价
建筑材料	玻璃期货结算价	
玻璃玻纤	玻璃期货结算价	
装修建材	玻璃期货结算价	
煤炭	大同动力煤车板价	京唐港焦煤库提价
动力煤	大同动力煤车板价	
焦煤	京唐港焦煤库提价	
石油石化	布伦特原油期货结算价	
炼化及贸易	布伦特原油期货结算价	

资料来源：Wind，光大证券研究所

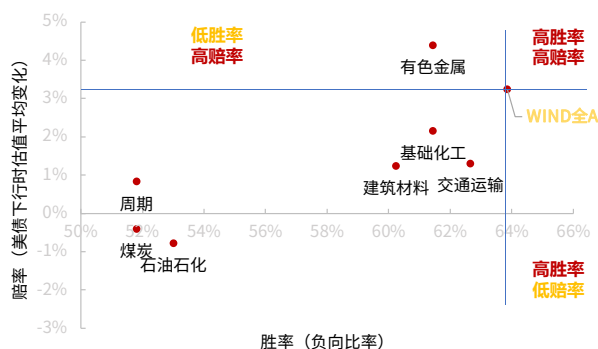
2.3、流动性端，周期板块受到的影响普遍较弱

流动性端，周期板块受到的影响普遍较弱。定量来看，可以从美债利率下行时的赔率及胜率的视角出发将各个行业分成四种类型，分别为高胜率高赔率、高胜率低赔率、低胜率高赔率、低胜率低赔率，其中前 3 种类型可以认为美债利率

对行业存在影响，而低胜率低赔率这种类型则认为美债利率的影响较弱。从实际的数据来看，周期板块中各行业受到流动性的影响普遍较弱。

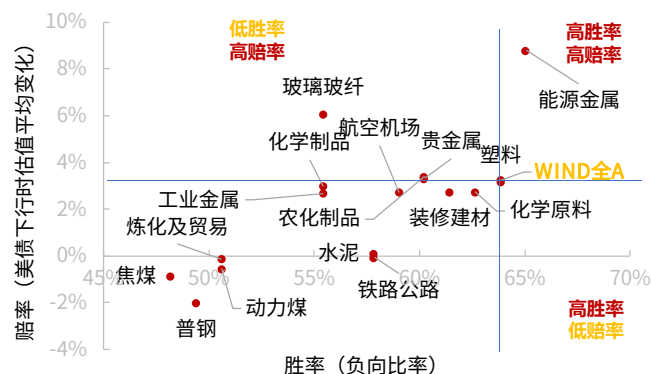
周期细分行业中，仅能源金属、玻璃玻纤等少数行业会受到流动性的影响。周期板块一级行业中，美债利率下行时仅有色金属表现为赔率高胜率，而其他行业均受美债利率的影响不大；二级行业中，仅能源金属受流动性的影响较为明显，美债利率下行时赔率及胜率均较高，玻璃玻纤和贵金属行业表现为赔率高胜率，其他行业受流动性的影响普遍较弱。

图 29：各一级行业受美债利率的影响情况



资料来源：Wind，光大证券研究所。注：数据统计区间为 2017 年 1 月至 2023 年 11 月，胜率与赔率均为 3 个月跨度

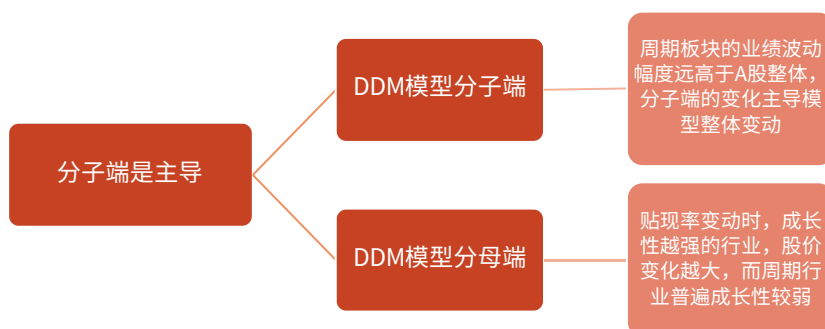
图 30：各二级行业受美债利率的影响情况



资料来源：Wind，光大证券研究所。注：数据统计区间为 2017 年 1 月至 2023 年 11 月，胜率与赔率均为 3 个月跨度

周期板块由于业绩波动较大且成长性较弱，因此分子端影响远大于分母端，受流动性影响普遍较弱。一方面，周期板块行业盈利波动幅度远高于 A 股整体，导致 DDM 模型中分子端的影响远大于分母端。另一方面，对于成长性高的行业，当美债利率变动时，成长性高的行业由于远期利润占比更大，现值对贴现率的变动更敏感，因此受到的影响会较大。而周期板块中大部分行业都处于成熟发展阶段，成长性较弱，因此现值对贴现率的波动敏感度较低，仅有能源金属行业受下游新能源产业发展影响有较强的成长性，与美债利率相关性较高。

图 31：周期板块受流动性影响普遍较弱



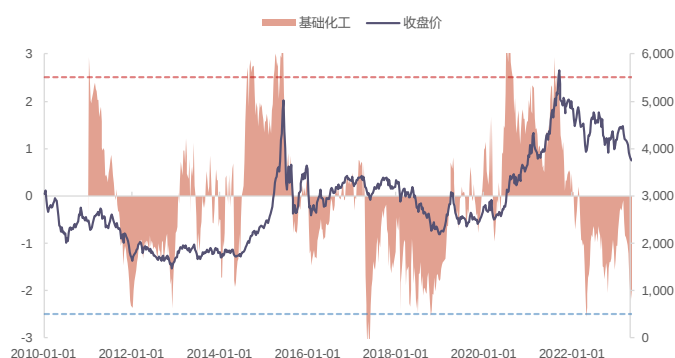
资料来源：光大证券研究所绘制

2.4、 资产价格方面，估值极端时股价几乎都会有短期反转

估值极端时，股价发生短期反转的规律对于所有细分行业几乎都适用。当资产价格过高或过低时，会对投资者的风险偏好产生较大的影响，股价也常常会出现反转。这一规律并不会因为行业的不同就发生变化，从实际情况来看，对于所有的细分行业几乎都适用。

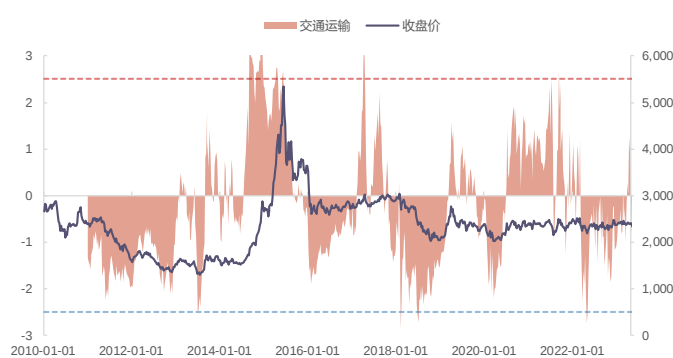
以基础化工和交通运输为例，PB 估值偏离 2.5 倍标准差时，股价基本都会发生短期反转，但持续时间不一定很长。以这两个行业为例，基础化工产品以大宗商品为主，而交通运输更偏向中下游领域，尽管两个行业的产业链位置存在差异，但是当 PB 估值偏离 2.5 倍标准差时，几乎都会发生短期的反转，即如果估值过高，则会出现回调，反之如果估值过低，则会出现修复。但是，反转的持续时间如何，还需要综合考虑景气、流动性等因素的影响。

图 32：基础化工行业估值极端时，股价通常短期反转



资料来源：Wind，光大证券研究所。注：基础化工指行业 PB 估值，估值根据过去 1 年的滚动数据进行 Z-score 标准化；数据截至 2023/12/1

图 33：交通运输行业估值极端时，股价通常短期反转



资料来源：Wind，光大证券研究所。注：交通运输指行业 PB 估值，估值根据过去 1 年的滚动数据进行 Z-score 标准化；数据截至 2023/12/1

2.5、 三因素模型在一二级行业中的具体应用

根据模型中的三因素对股价的影响情况，可将各细分行业分为四类。正如前文所述，极端资产价格对所有行业几乎都存在影响，而景气及流动性对于不同的行业影响大小有所差异，根据行业的特性，我们可以将各个行业分成四种类型：部分行业受到景气的影响比较明显，部分行业受流动性的影响比较明显，部分行业受两者的影响均比较明显，而部分行业受两者的影响均不明显。

一级行业中，有色金属受到景气及流动性的影响均较明显，基础化工、钢铁、石油石化和煤炭受到景气的影响较为明显、受流动性影响较弱，交通运输和建筑材料受流动性及景气的影响均较弱。

二级行业中，能源金属、贵金属和玻璃玻纤等行业受到景气及流动性的影响均较明显，塑料、化学制品、化学原料、普钢等行业受到景气的影响较为明显而流动性影响较弱，农化制品、航空机场、铁路公路等受流动性及景气的影响均较弱。

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：<https://d.book118.com/186034231131010041>