

分析师: 周建华

登记编码: S0730518120001

zhoujh-yjs@ccnew.com 021-50586758

宏观流动性以稳为主, 关注低估央企核心资产

——A 股策略

证券研究报告-A 股策略

发布日期: 2021 年 01 月 17 日

相关研究

- 1 《策略报告: 春季行情延续, 涨势有望扩散-科创板双周报》 2021-01-15
- 2 《策略报告: 银行保险走强 A 股先抑后扬-市场分析》 2021-01-15
- 3 《策略报告: 机构抱团股走弱 A 股震荡回落-市场分析》 2021-01-14
- 4 《策略报告: 热门板块轮番震荡 A 股小幅回落-市场分析》 2021-01-13
- 5 《策略报告: 券商保险板块大涨 沪指突破 3600 点-市场分析》 2021-01-12

联系人: 朱宇澍

电话: 021-50586328

地址: 上海浦东新区世纪大道 1600 号 14 楼

邮编: 200122

下周市场展望

市场运行关键词	低估值、央企核心资产
仓位建议	7 成
短线推荐板块	房地产、建筑、电力及公用事业
中长线推荐板块	消费蓝筹、科技成长

投资要点:

- **出口高增长态势将在一季度持续。**按美元计价, 中国 12 月当月出口同比增长 18.1%, 较 11 月增速 21.1% 回落 3 个百分点。12 月数据回落的主要原因是海外疫情反复, 需求有所扰动。2021 年一季度出口有望恢复高增长, 目前国内生产能力基本恢复, 外贸企业抓紧出货力度。此外, 2020 年一季度月国内外受到疫情冲击最大, 贸易数据基数较低。拜登政府大规模刺激计划也有利于我国出口。
- **央行政策更侧重“可持续性”, 降准概率不大。**央行官员认为我国存款准备金率不高, 利率水平合适。目前经济已经回到潜在产出水平, 企业信贷需求强劲, 货币信贷合理增长, 当前利率水平是合适的。加大对科技创新、小微企业、绿色发展等重点任务的金融支持。保持房地产金融政策连续性、一致性、稳定性。若假定 2021 年潜在增速 7%、CPI 为 2%, 名义 GDP 可能在 9% 左右, M2 增速可能回落。
- **国有资本补充养老金, 央企层面划转 1.68 万亿。**中央企业和中央金融机构划转工作全面完成, 共划转 93 家中央企业和中央金融机构国有资本总额 1.68 万亿元。截至 2018 年底, 我国国有企业国有资产总额达 59 万亿元, 主要集中在工业、金融和房地产领域, 价值挖掘潜力较大。
- **业绩是估值的基础。**若有业绩的高增长, 高估值无可厚非。但这也不意味中短期没有风险, 若不能忍受估值波动, 度过市场杀估值阶段, 或持有标的未来无业绩支撑, 则投资高估值标的风险较大。低估值板块, 如果有合意的业绩增长, 市场杀估值的可能性相对较小, 虽然长期前景平稳, 若外部环境和业绩出现边际改善, 投资也会有所收获。核心资产不是只有热门行业的核心资产, 市场上还有大量不热门的核心资产, 譬如央企核心资产, 冷门行业核心资产。
- **投资建议:** 出口数据表现较好, 央行货币政策出现缓步回归的信号, 中央划拨国有资产填补养老金, 国有资产保值增值意义更重大。短期回避高估值板块, 关注低估值央企核心资产。上证综指或继续在 3500-3600 点盘整。短期超配房地产、建筑、电力及公用事业, 中长期依然看好消费蓝筹和科技成长。市场短期调整或延续, 仓位降至 7 成。

风险提示: (1) 政策及经济数据不及预期; (2) 风险事件冲击

内容目录

1. 观点：宏观流动性以稳为主，关注低估央企核心资产	4
1.1. 出口增速回落，高增长态势未变	4
1.2. 央行货币政策更侧重“可持续性”	5
1.3. 中央划拨国有资本补充养老金意义重大	6
1.4. 关注低估值央企核心资产	7
1.5. 策略配置建议：房地产、建筑、电力及公用事业	9
2. 市场回顾：普遍下跌	10
2.1. 指数：A 股指数多数下跌	10
2.2. 行业：银行、电子、通信等表现较好	10
3. 资金跟踪：融资买入增速下降、北向资金流入力度未变	11
4. 估值跟踪：整体估值回落	13
4.1. 指数估值	13
4.2. 行业估值	15
5. 市场情绪：换手率分化，风险偏好回升	15
5.1. 市场活跃度	15
5.2. 风险溢价水平	16
6. 风险提示	17

图表目录

图 1：进出口同比增速	4
图 2：国内存款类金融结构准备金率	5
图 3：M2 和名义 GDP	6
图 4：全国国有企业国有资产总额	6
图 5：2018 年全国国有企业资产总额行业分布（亿元）	7
图 6：申万创业板和申万 300 市盈率对比	7
图 7：申万创业板/申万 300 相对 PE	8
图 8：申万国防军工市盈率（倍）	8
图 9：申万食品盈利市盈率（倍）	8
图 10：苹果公司股价（1999-2002）	9
图 11：苹果公司股价（1999-2021）	9
图 12：全球主要指数涨跌幅	10
图 13：A 股主要指数涨跌幅	10
图 14：沪深两市每周平均成交金额（亿元）	10
图 15：上周市场行业板块涨跌幅（%）	11
图 16：资金主动净买入额（亿元）	11
图 17：A 股融资余额及每日增减额	11
图 18：北向资金出入态势	11
图 19：近期融资每日增减额（亿元）	12
图 20：近期北向资金每日净流入（亿元）	12
图 21：上周行业资金流向对比	12
图 22：周度行业融资买入概况	13
图 23：申万 A 股市盈率（倍）	13

图 24: 申万 300 市盈率 (倍)	14
图 25: 申万创业板市盈率 (倍)	14
图 26: 申万创业板市盈率/申万 300 市盈率对比	14
图 27: 申万行业市盈率对比	15
图 28: 上证综指换手率(%).....	16
图 29: 深证成指换手率(%).....	16
图 30: 沪深 300 换手率(%).....	16
图 31: 创业板换手率(%)	16
图 32: 上证 50 换手率(%).....	16
图 33: 科创板 50 换手率(%).....	16
图 34: 市场风险溢价 ($1/PE-R_f$)	17
图 35: 股债相对回报率	17

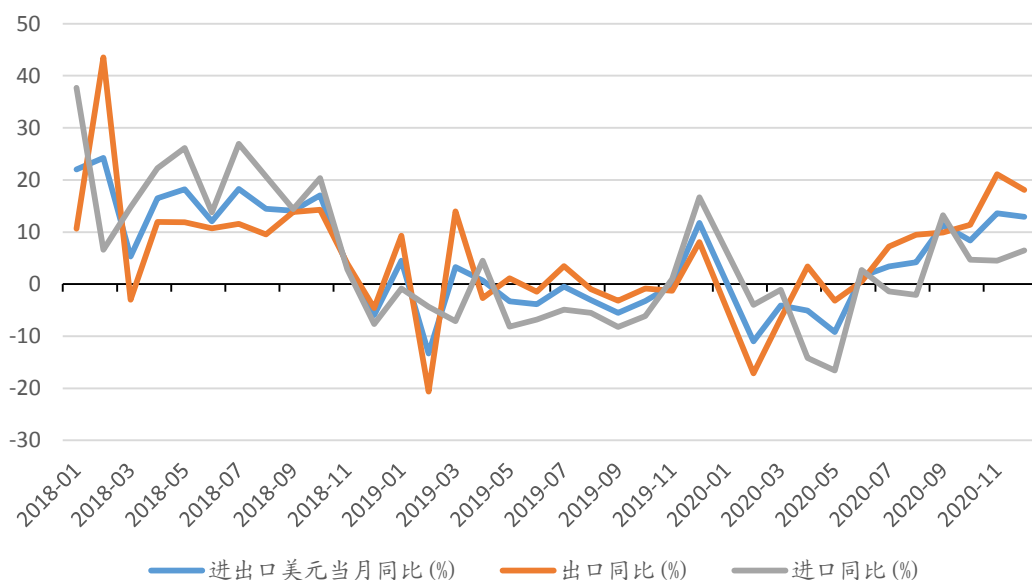
1. 观点：宏观流动性以稳为主，关注低估央企核心资产

2021年1月10日，我们在策略报告《新一轮上涨开启，布局低估值头部公司》提出，核心资产公司交易博弈成分增加，波动性或加大，河北疫情和短期流动性预期偏低可能短期扰动市场，中期向上趋势未变，自2020年3月以来的第二波上涨将延续，上证综指大概率会突破3600点。建议提前布局低估值龙头公司。上周A股出现震荡回调，前期热门板块调整幅度较大，科创板50逆势大涨。上证综指（-0.10%）、深圳成指（-1.88%）、沪深300（-0.68%）、创业板指（-1.93%）、上证50（+0.78%）、创业板50（-1.49%）、科创板50（+4.99%）。上期策略我们建议短期超配银行（+5.31%）、通信（+2.78%）、医药（-2.25%），涨跌幅在中信行业排名分别为第1、3、22位。当前市场盘整格局可能还未结束，低估值板块依然是避免回撤的首选。

1.1. 出口增速回落，高增长态势未变

出口高增长态势将在一季度持续。按美元计价，中国12月当月出口同比增长18.1%，较11月增速21.1%回落3个百分点。12月当月进出口同比增长12.9%，较11月增速13.6%亦回落。按人民币计价，中国12月当月出口同比增长10.9%，较11月增速14.9%回落4个百分点。12月数据回落的主要原因是海外疫情反复，需求有所扰动。2021年一季度出口有望恢复高增长，目前国内生产能力基本恢复，在海外产能完全恢复前，国内外贸企业将会抓紧出货力度。此外，2020年一季度月国内外受到疫情冲击最大，贸易数据基数较低。

图1：进出口同比增速



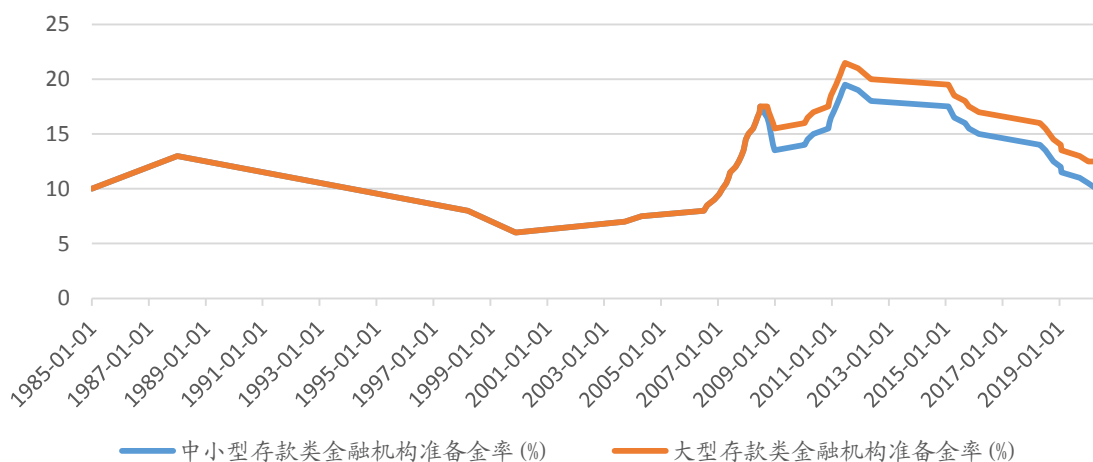
资料来源：Wind，中原证券

更重要的是，拜登政府上台后，将推出1.9万亿美元刺激计划。根据该计划，约4000亿美元将用于抗击疫情，约1万亿美元将为受疫情冲击的美国家庭提供经济纾困，约4400亿美元为在疫情中挣扎的小企业、州和地方政府等提供援助。特别是包括向大多数美国人直接支付1400美元，这将提振美国国内消费，从而间接拉动我国出口。

1.2. 央行货币政策更侧重“可持续性”

央行官员表示我国存款准备金率不高，利率水平合适，降准概率不大。央行货币政策司司长孙国峰在国新办新闻发布会上指出，2020 年人民银行 3 次下调存款准备金率，共释放长期资金约 1.75 万亿元。目前金融机构平均存款准备金率为 9.4%，其中超过 4000 家的中小存款类金融机构的存款准备金率为 6%，存款准备金率水平不高。此外，2020 年 12 月三年期和五年期存款加权平均利率分别为 3.67% 和 3.9%，分别较上年末下降 5 个基点和 16 个基点，目前经济已经回到潜在产出水平，企业信贷需求强劲，货币信贷合理增长，当前利率水平是合适的。下一阶段，央行将坚持稳中求进，搞好跨周期政策设计，深化利率市场化改革，持续释放 LPR 改革潜力，巩固贷款实际利率下降成果，推动企业综合融资成本稳中有降。要构建金融有效支持实体经济的体制机制，稳妥调整和接续特殊时期出台的应急政策，延续实施两项直达实体经济的货币政策工具。要创新和运用好货币政策工具，加大对科技创新、小微企业、绿色发展等重点任务的金融支持。

图 2：国内存款类金融结构准备金率



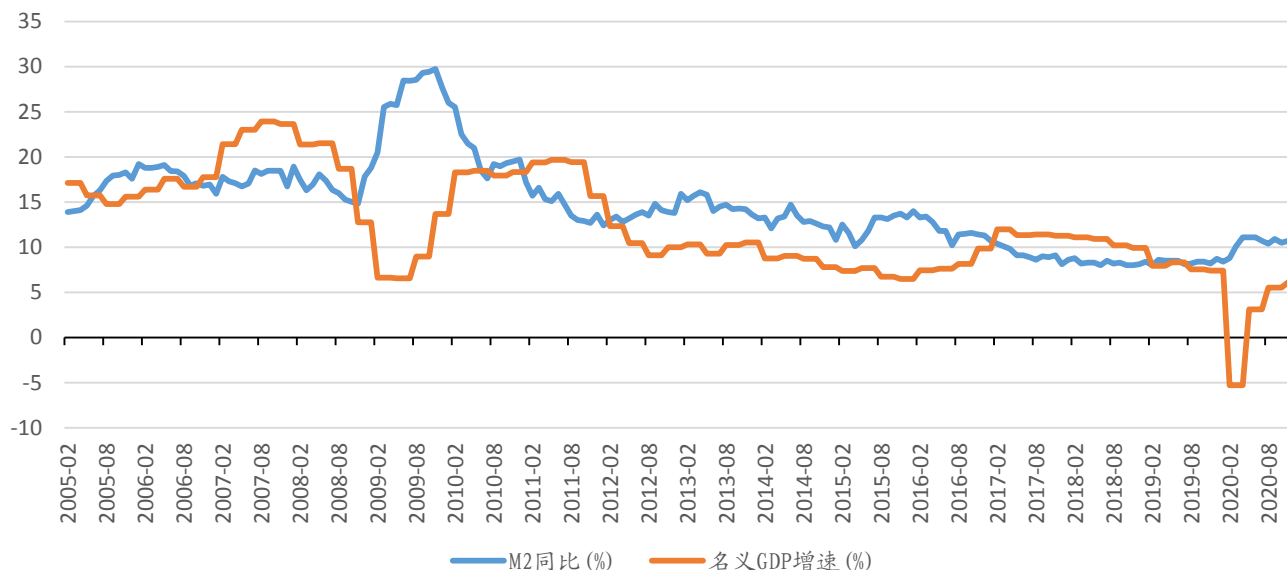
资料来源：Wind，中原证券

房地产金融政策预期更稳定。针对房地产金融政策，央行官员指出，将完善住房租赁金融政策。按照“租购并举”的方向，加快研究金融支持住房租赁市场的政策，近期将公开征求社会意见。下一步将保持房地产金融政策连续性、一致性、稳定性，稳妥实施好房地产金融审慎管理制度，加大住房租赁市场发展的金融支持，促进房地产市场平稳健康发展。

币值稳定目标要求货币政策力度适中。央行货币政策司司长孙国峰近期撰文指出，货币政策“以币值稳定为首要目标，更加重视就业目标”，“对内保持物价稳定，对外保持人民币汇率在合理均衡水平上基本稳定”，“以服务实体经济为方向，将就业纳入考量”。针对货币政策中介目标，要保持 M2 和社会融资规模速度同名义 GDP 增长基本匹配，特别强调了“基本匹配”不是“完全相等”，这是一个中长期概念，不是每月、每季都要匹配。强调政策的连续性、稳定性和可持续性。在我国经济高质量发展阶段，实际的名义经济增速和反映潜在产出的名义经济增速应该大体一致，在二者出现偏离时，货币政策将参照后者。央行在 2019 年一季度货币政策执行报告中有一篇《经济潜在增速分析》专栏，认为我国当前经济实际增速与潜在增速相近，

产出缺口接近为零，据此测算十四五期间经济潜在增速可能低于 6%。2020 年初，连平教授撰文表示我国潜在产出增速在十四五期间仍显著高于 6%，趋势上保持相对平稳，并呈现先升后降的过程。潜在产出增速的高点和低点分别为 7.93% 和 6.64%。若假定 2021 年潜在增速 7%、通货膨胀率 2% 计算，全年名义 GDP 可能在 9% 左右，全年 M2 增速有可能前高后低。

图 3: M2 和名义 GDP

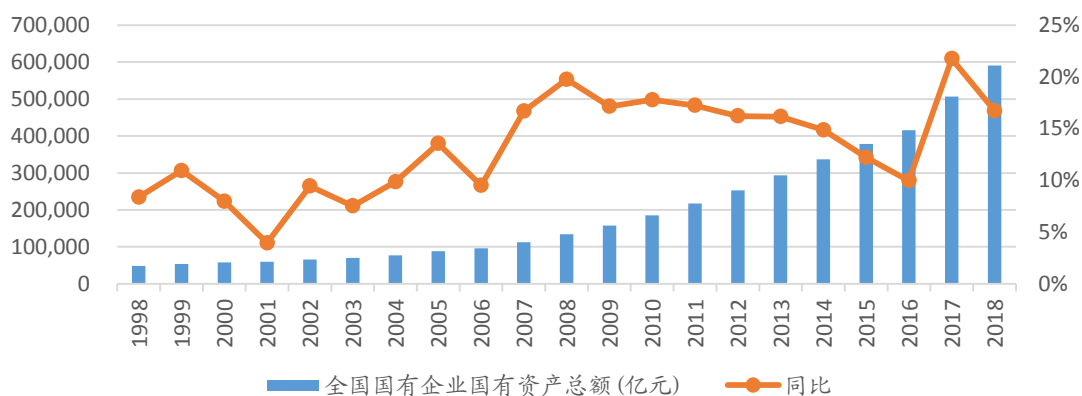


资料来源: Wind, 中原证券

1.3. 中央划拨国有资本补充养老金意义重大

国有资本补充养老金，央企层面划转 1.68 万亿元。1 月 12 日据财政部网站消息，为贯彻落实国务院关于全面推开划转部分国有资本充实社保基金的决策部署，财政部、人力资源社会保障部和国资委密切配合，全力推进划转工作。截至 2020 年末，符合条件的中央企业和中央金融机构划转工作全面完成，共划转 93 家中央企业和中央金融机构国有资本总额 1.68 万亿元。中央层面划转工作的全面完成，为促进建立更加公平、更可持续的养老保险制度提供了有力保障，充分体现了国有企业全民所有，发展成果全民共享。

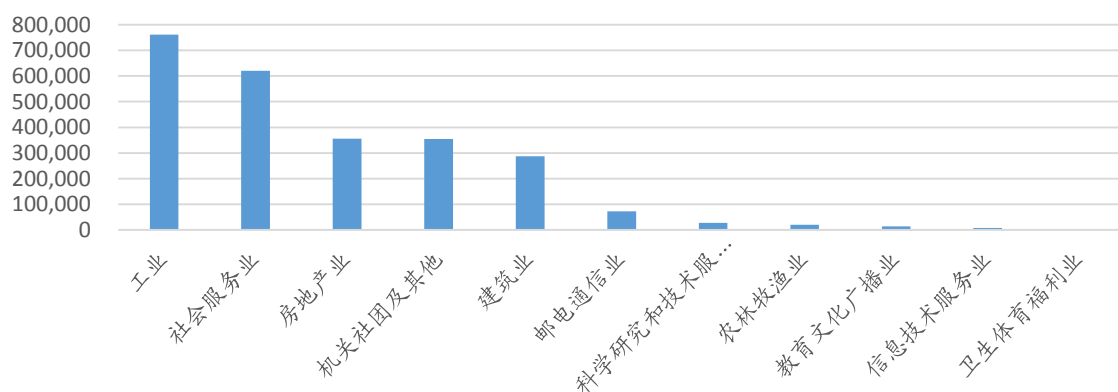
图 4: 全国国有企业国有资产总额



资料来源: Wind, 中原证券

国有资产保值增值，保证全民养老无忧，此举意义重大。首先，这体现了新时代社会主义经济发展成果全民共享的新理念，共同富裕、老有所养是我国社会主义经济发展的重要目标，国有资本补充养老金成为一个重要的实现方式。其次，居民养老金充足，能显著提高居民的消费能力，有利于构建国内经济大循环。此外，国有资本保值增值的任务显得尤为重要，划拨国有资产补充养老金，若国有资产的不断升值，养老金的蛋糕就会越来越大。一方面要提高国有资本的运行效率，推动国有资本的内生增长，另一方面则是需要用好资本市场，让国有资本保值增值。截至 2018 年底，我国国有企业国有资产总额达 59 万亿，主要集中在工业、金融和房地产领域，价值挖掘潜力较大。

图 5：2018 年全国国有企业资产总额行业分布（亿元）



资料来源：Wind，中原证券

1.4. 关注低估值央企核心资产

上期策略我们认为热门板块交易过于拥挤，需要提前布局低估值头部公司。行业板块之间的估值差异一直较大，主要是行业景气和市场偏好造成的。行业间的估值切换，涉及到市场风格的轮换。譬如 2014-2015 年，市场给予中小创公司相当的估值溢价，但后来的业绩表现被证伪了，估值泡沫破灭。2016 年至今，投资风格转向核心资产，相关板块估值抬升速度较快，核心资产的业绩表现将决定其未来估值的方向。

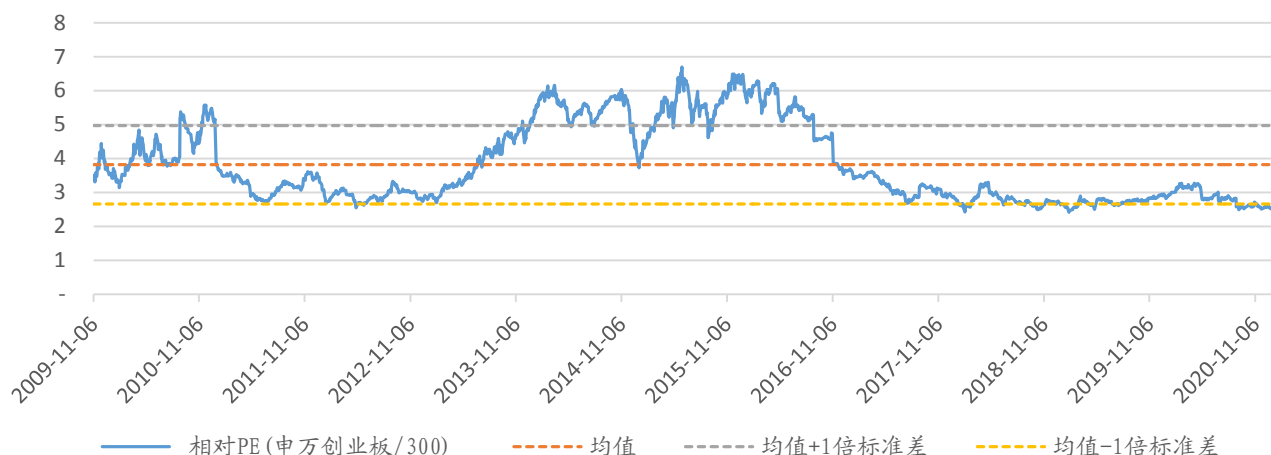
图 6：申万创业板和申万 300 市盈率对比



资料来源：Wind，中原证券

从申万创业板和申万 300 市盈率对比来看，该比率已经 3 年持续处于低位，近期开始突破均值-1 倍标准差的范围。2010-2012 年是整体市场低迷阶段，创业板表现更弱，沪深 300 相对抗跌，二者市盈率对比值处于低位水平。2013-2015 年，创业板不断上涨，主要靠估值推动，沪深 300 估值上行速率较慢，二者市盈率对比值处于高位。2016 年至今，创业板不断在挤估值泡沫，沪深 300 估值却在不断抬升，二者市盈率对比值再次处于低位。假如市场存在历史均值回归规律，该比值存在向历史中位数回归的需求。

图 7：申万创业板/申万 300 相对 PE



资料来源：Wind，中原证券

估值高低的另一层意思是指，当前行业估值处于历史的什么水平。从数值来看，当前申万国防军工的估值是 75.5 倍，申万食品饮料的估值是 54.3 倍，国防军工要高于食品饮料，但从各自所处的历史分位数来看，申万国防军工处于 71.9%，申万食品饮料 93.0%。

从申万行业估值来看，当前行业估值处于历史极端低水位的有房地产（历史分位数 0.7%）、农林牧渔（历史分位数 0.8%）、建筑装饰（历史分位数 1.3%）、公用事业（历史分位数 7.4%）、传媒（历史分位数 13.5%），处于历史极端高水位的有休闲服务（历史分位数 99.5%）、食品饮料（历史分位数 93.0%）、计算机（历史分位数 84.2%）、汽车（历史分位数 77.3%）、有色金属（历史分位数 74.3%）。若有历史均值回归发生，低估值板块或与超额收益。

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_149

