

2021 年 03 月 22 日

低价券，今时不同往日

宏观研究团队

——宏观经济专题

赵伟（分析师）

zhaoweil@kysec.cn

证书编号：S0790520060002

杨飞（分析师）

yangfeil@kysec.cn

证书编号：S0790520070004

代小笛（联系人）

daixiaodi@kysec.cn

证书编号：S0790120070025

当前低价券占比接近 2019 年年初历史峰值，引起市场对低价策略的关注；但当前的政策重心、信用环境、估值等均与当时不同，低价策略效果或今时不同往日。

● 不同于 2019 年初，政策“退潮”、信用收缩等，不利于当前的权益类资产估值

2019 年年初，维稳政策托底；当前，政策重心从疫情中的“稳增长”，重新回到“调结构”、“防风险”等。2018 年下半年，政策重心从“去杠杆”、“防风险”回到“稳增长”，2019 年年初维稳政策托底。伴随疫情的影响逐步消退，2020 年下半年政策重心已开始从疫情中的“稳增长”，重新回归“调结构”、“防风险”等。

政策重心不同，使得信用环境也存在差异；2019 年年初信用环境加速修复，当前已经进入收缩通道。2018 年下半年维稳政策托底，2019 年年初融资环境加速改善。当前，政府杠杆行为减弱、非标融资收缩加快和地产调控加强等影响逐步显性化，信用环境已进入收缩通道；经验显示，信用收缩的阶段，估值多承压。

● 目前，权益估值远高于 2019 年年初，且经济见顶下，盈利预期或逐渐修正

当前，权益市场整体估值、机构重仓股的估值，均远高于 2019 年年初。整体来看，上证指数、创业板指估值分位数接近 40%、70%（2019 年年初均低于 10%），风险溢价分位数约为 60%、50%（2019 年年初均接近 100%）。分行业看，休闲服务、食品饮料、家电、汽车等行业的估值分位数均远高于 2019 年年初。同时，机构重仓股的绝对和相对估值也处于历史极值附近，均远高于 2019 年年初水平。

与此同时，企业盈利预期也不同；2019 年年初企业盈利增速底部回升，当前总体盈利预期或逐渐修正，行业间趋势分化。历经 2018 年去杠杆、商誉减值风险释放，2019 年年初企业盈利预期改善。政策“退潮”下，当前部分较早修复的经济指标，已依次见顶回落；伴随海外产需缺口收敛，中国出口“替代效应”正逐步衰减。伴随经济见顶回落，盈利预期或逐渐修正，行业间盈利分化仍将继续。

● 宏观环境、估值及盈利预期等的不同，或导致低价策略的效果今时不同往日

综合来看，当前权益市场的估值压缩风险尚未完全解除，低价策略效果或今时不同往日。伴随去杠杆政策纠偏、商誉减值风险释放，2018 年年底权益市场估值压缩至历史低位；2019 年年初，信用修复、盈利预期上行等，带动权益市场上行。当前政策“退潮”、信用收缩的背景下，权益类资产的风险更多的不在分子端，而是经济环境正常化对资产估值的压制，尤其是部分估值处于历史高位的板块。

应当规避正股估值高、资质较差、可能存在信用风险的个股，优先关注部分正股估值低、盈利确定性强的行业内的优质低价券。例如，以原油为代表的全球定价大宗商品涨价，带来的投资机遇；服务于欧美生产、地产投资及居民外出相关的行业；受益于线上活动回归线下的行业；盈利波动小、防御属性较强的板块等。

● 风险提示：宏观经济或监管政策出现大幅调整，市场出现大幅波动。

相关研究报告

《宏观经济专题-利率债左侧买点已现》-2021.3.21

《宏观经济专题-美债利率上行的国别影响》-2021.3.21

《宏观经济点评-理性看待年初经济数据》-2021.3.15

目 录

1、 低价券，今时不同往日	3
2、 研究结论	8
3、 风险提示	9

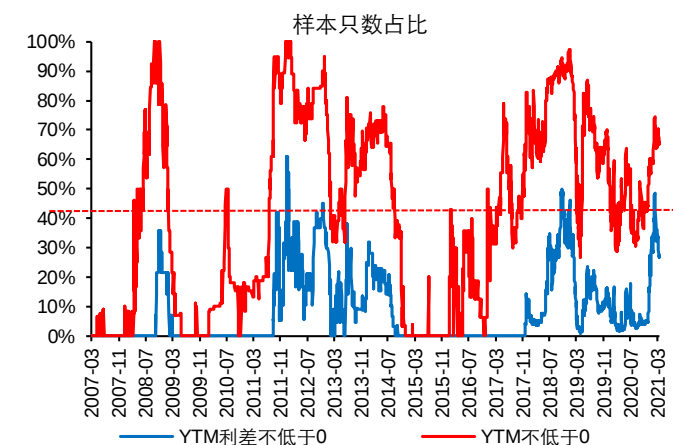
图表目录

图 1: 近期，低价券占比达到 2019 年年初的历史峰值.....	3
图 2: 当前，低于 110 元的个券只数占比接近 60%	3
图 3: 2019 年年初，低价券的涨幅居前	3
图 4: 近期，低价券已经有所修复	3
图 5: 当前的宏观环境和市场估值等，均与 2019 年年初存在较大差异	4
图 6: 两个阶段的信用环境也不同	5
图 7: 上证指数的风险溢价远低于 2019 年年初	5
图 8: 创业板指的风险溢价远低于 2019 年年初	5
图 9: 当前，行业 PE 估值分位数远低于 2019 年年初.....	6
图 10: 当前，行业 PB 估值分位数远低于 2019 年年初.....	6
图 11: PE 分位数高于 60% 的个股占比远超 2019 年年初.....	6
图 12: 当前，重仓股相对和绝对估值远高于 2019 年年初.....	6
图 13: 2019 年年初，企业盈利预期底部回升	7
图 14: 国内经济景气见顶，或带动企业盈利预期修正.....	7
图 15: 经验显示，信用环境的变化一般同步略领先于权益市场估值变化.....	7
图 16: 未来一段时间，可以关注的几个逻辑	8
表 1: 2018 年年中开始，政策维稳信号持续释放	4
表 2: 2020 年下半年，政策重心重回“调结构”、“防风险”	4

1、低价券，今时不同往日

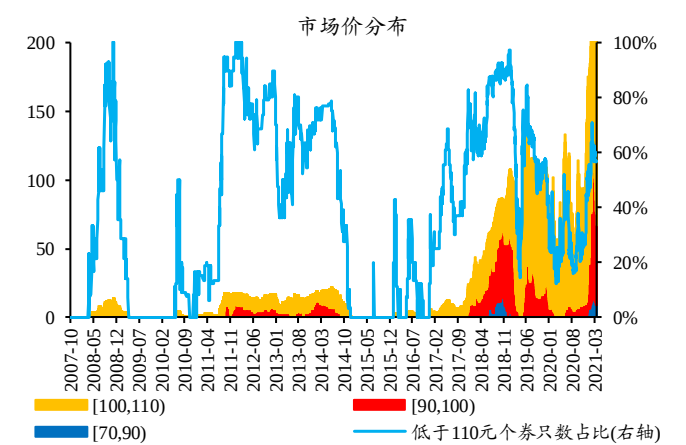
近期，低价转债占比大幅提升、接近 2019 年年初的历史峰值水平，部分投资者开始关注类似于 2019 年年初的低价策略。具体来看，YTM 大于 0 的个券占比接近 70%（2019 年年初最高接近 100%），YTM 大于 10 年期国债收益率的个券占比接近 30%（2019 年年初最高超 40%），市场价低于 110 元的个券占比接近 60%（2019 年年初超 95%）。2019 年年初，多数低价券取得较高收益。类比 2019 年年初，部分投资者再次开始关注低价策略。

图1：近期，低价券占比达到 2019 年年初的历史峰值



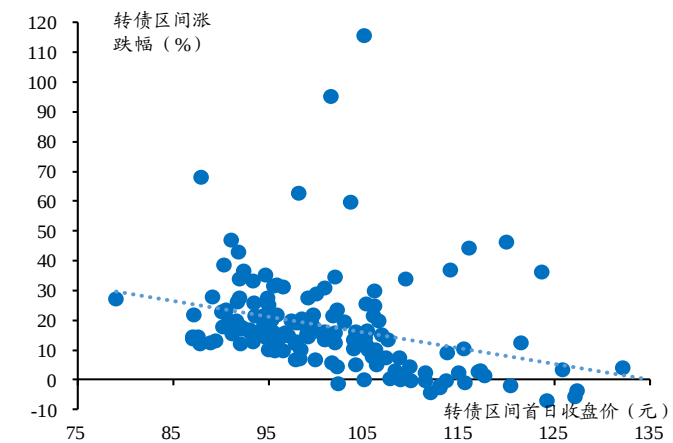
数据来源：Wind、开源证券研究所

图2：当前，低于 110 元的个券只数占比接近 60%



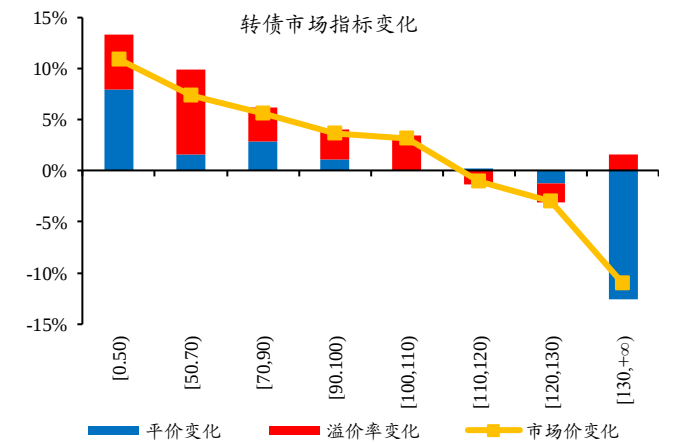
数据来源：Wind、开源证券研究所

图3：2019 年年初，低价券的涨幅居前



数据来源：Wind、开源证券研究所（取 2018/12/31-2019/4/18）

图4：近期，低价券已经有所修复



数据来源：Wind、开源证券研究所（取 2021/2/5-2021/3/19）

但当前的政策重心、信用环境、正股估值以及盈利预期，均与 2019 年年初存在较大差异，或导致低价策略的效果今时不同往日。政策方面，2018 年中政策重心从“去杠杆”回到“稳增长”等，2019 年年初维稳政策托底；当前政策重心从“稳增长”重新回归“调结构”、“防风险”等。信用环境方面，政策维稳托底下，2019 年年初融资环境持续改善；当前，政策“退潮”下，信用环境已经进入收缩通道。股市

图5: 当前的宏观环境和市场估值等, 均与 2019 年年初存在较大差异

时间	2019年初	当前
政策	政策重心从“去杠杆、防风险”回到“稳增长”	历经2020年疫情，政策逐渐从“稳增长”回到“调结构”、“防风险”等
信用环境	稳增长政策托底下，信用环境逐渐修复	伴随政策“退潮”，信用环境已经进入收缩通道
估值水平	整体估值、行业估值、机构重仓股的估值均处于历史低位	整体估值、行业估值、机构重仓股的估值均处于历史高位
盈利预期	历经2018年去杠杆、商誉减值风险释放，2019年年初企业的盈利增速底部回升	伴随政策“退潮”、信用收缩，当前国内经济景气高点或已出现，企业盈利或修正，且行业间盈利分化

两个阶段的政策重心存在明显差异，2019 年年初，维稳政策托底；当前的政策重心从“稳增长”重回“调结构”、“防风险”等。历经去杠杆、中美贸易摩擦等，2018 年经济下行压力加大；2018 年年中维稳信号开始释放，2019 年年初维稳政策托底。伴随疫情影响逐渐消退，2020 年下半年政策重心已经从疫情中的“稳增长”，重新回归“调结构”、“防风险”等；2020 年 7 月底中央政治局会议强调稳增长和防风险长期均衡，对防风险重视度明显提升；最新的货币政策执行报告对防风险重视度也进一步提升。

表2: 2020年下半年,政策重心重回“调结构”、“防风险”

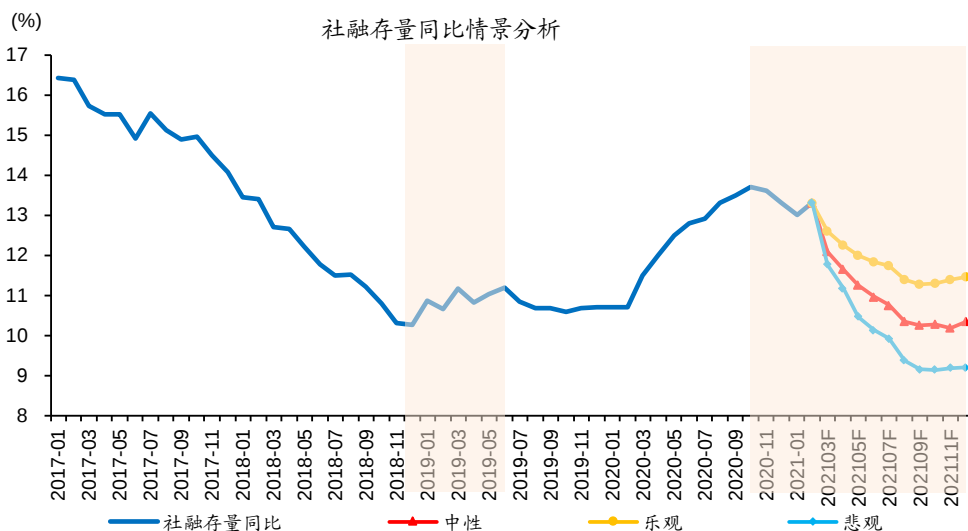
时间	政策/会议	要点
2018.7.23	国务院常务会议	更好发挥财政金融政策作用，支持扩大内需调整结构促进实体经济发展 ；确定围绕补短板、增后劲、惠民生推动有效投资的措施。 财政金融政策要更加积极 ，积极发挥财政资金更加积极、稳健的引导和带动作用， 精准减税降费 ，加快今年1.35万亿元地方债专项债券发行和使用进度； 保持适度的社会融资规模和流动性合理充裕 ，加快国家融资担保基金出资到位。
2018.7.31	中央政治局会议	当前经济运行稳中向好，外部环境发生明显变化， 坚持实施积极的财政政策和稳健的货币政策 ， 财政政策要在扩大内需和结构调整上发挥更大作用，加大基础设施领域补短板力度 ；要保持流动性合理充裕； 要做实稳就业、稳金融、稳外贸、稳外资、稳投资、稳预期工作，把稳就业放在更加突出位置 。
2018.8.15	《个人所得税法》修改案	提高个人所得税起征点至5000元/月，增加子女教育、继续教育、大病医疗、住房贷款利息或者住房租金、赡养老人等六项专项附加扣除， 扩大3%、10%、20%三档低税率的范围 。
2018.10.11	央行降准	从10月15日起，下调大型商业银行、股份制商业银行、城市商业银行、非县域农村商业银行、外资银行人民币存款准备金率1个百分点。
2018.10.15	《关于保持基础设施领域补短板力度的指导意见》	聚焦重大基础设施补短板，保持基础设施领域补短板力度 ；在脱贫攻坚、铁路、公路、水运、机场、水利、领域加大补短板力度的指导意见；农业农村、生态环保等领域加大基础设施投资，加大对在建项目和补短板重大项目的金融支持力度， 合理提高基础设施项目公司正和融资资质 ， 充分调动民间投资积极性 。
2018.10.24	中央政治局会议	当前经济运行稳中向好， 稳外下的压力有所加大 ，我国经济正在由高速增长阶段转向高质量发展阶段，外部环境也发生深刻变化， 坚持实施积极的财政政策和稳健的货币政策 ， 保持流动性合理充裕 ， 要做实稳就业、稳金融、稳外贸、稳外资、稳投资、稳预期工作 ，研究解决民营企业、中小企业发展中遇到的困难，促进资本市场长期健康发展。
2018.12.5	《关于做好当前和今后一个时期促进就业工作的若干意见》	将稳就业放在更加突出位置 ，坚持实施就业优先战略和更加积极的财政政策，支持企业稳定发展，对不景气或少数困难企业，可退还其上年度实际缴纳失业保险费的50%；鼓励支持创业就业，提供创业担保贷款和积极就业培训， 职业教育培训可按规定申请资金支持 。
2018.12.13	中央政治局会议	创新和促进就业政策 ，统筹推进稳增长、促改革、调结构、惠民生、防风险工作， 保持经济运行在合理区间 ，进一步稳就业、稳金融、稳外贸、稳外资、稳投资、稳预期。
2018.12.21	中央经济工作会议	坚决落实稳健的货币政策 ，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策， 适时调整预调、微调总量政策 ，积极的财政政策要加力提效，实施更大规模的减税降费， 较大幅度地降低专项债发行成本 ； 稳健的货币政策要松紧适度 ，保持流动性合理充裕，改善货币政策传导机制，提高直接融资比重， 解决好民营企业和小微企业融资难融资贵问题 。

时间	会议文件	重要会议内容	防范风险
7月31日	中央政治局会议	审议《 货币政策执行报告 》 货币政策要主动适应国家发展现实需要，保持流动性合理充裕，增强对经济、金融主体的信贷支持，促进中小、民营企业融资成本持续下降。	完善宏观审慎监管顶层设计， 防范跨境资本流动风险 。
8月6日	二季度货币政策执行报告	综合运用多种货币政策工具，保持流动性合理充裕，疏通货币政策传导机制。 有差别地调控信贷资产质量的分销标准作用。	把握好政策节奏， 恢复信贷和防控风险之间的关系，精准支持实体经济，防范化解重点领域风险，实现稳增长和防风险长期均衡。
8月14日	《坚定信心打好防范化解金融风险攻坚战》	/	利率下降一定程度上预期提前，有可能导致利率交易和投机行为，催生新一轮资产价格泡沫，一些地方和企业价格开始抬升。 金融领域有不可忽视的金融风险隐患，提升金融监管标准，有序处置不良金融资产风险。 实现稳增长和防风险长期均衡。
8月25日	国务院召开中央深改委会议	要继续提高政策的 连续性和精准性 ，精准引导其加大对符合政策导向、 小微企业的金融支持 。下阶段要保持流动性合理充裕， 防止大水漫灌和信贷收缩 ，深化市场利率利率市场化，引导贷款利率继续下降。	货币政策要有更大的稳定性来应对各种不确定性， 既要支持市场融资，也不能让市场的融资退出容易。
9月21日	国常会	保持 稳健的货币政策灵活适度 ，保持政策力度具有可持续性，不大幅水宽紧， 引导资金更多流向实体经济 ，以促进经济金融平衡发展。	金融供给侧结构性改革， 防范化解金融风险 ，增强金融服务实体经济能力。
9月25日	三季度货币政策委员会会议	要 保持货币政策的稳健性和精准性 ， 保持信贷总量合理增长，提高服务的“直达性” 。	守住不发生系统性金融风险的底线， 守住不发生系统性金融风险的底线，实现稳增长和防风险长期均衡。
10月10日	房委会会议，央行工作会议，金融系统全面工作会议	我国货币政策 保持稳健中性，保持信贷总量合理增长，实现信贷总量合理增长，保持信贷总量合理增长，实现信贷总量合理增长 ， 保持信贷总量合理增长，实现信贷总量合理增长 ， 保持信贷总量合理增长，实现信贷总量合理增长 。	守住不发生系统性金融风险的底线 ， 守住不发生系统性金融风险的底线 ， 守住不发生系统性金融风险的底线 ， 守住不发生系统性金融风险的底线 。
10月21日	7月20日中央金融工作会议	要 保持货币政策的稳健性和精准性 ， 保持信贷总量合理增长，实现信贷总量合理增长 ， 保持信贷总量合理增长，实现信贷总量合理增长 ， 保持信贷总量合理增长，实现信贷总量合理增长 。	守住不发生系统性金融风险的底线， 守住不发生系统性金融风险的底线 ， 守住不发生系统性金融风险的底线 ， 守住不发生系统性金融风险的底线 。
10月24日	王岐山在第二届外滩金融峰会上的演讲	/	守住不发生系统性金融风险的底线， 守住不发生系统性金融风险的底线 ， 守住不发生系统性金融风险的底线 ， 守住不发生系统性金融风险的底线 。
11月6日	国务院召开中央深改委会议	保持货币政策的稳健性和精准性，保持信贷总量合理增长，实现信贷总量合理增长 ， 保持信贷总量合理增长，实现信贷总量合理增长 ， 保持信贷总量合理增长，实现信贷总量合理增长 。	守住不发生系统性金融风险的底线， 守住不发生系统性金融风险的底线 ， 守住不发生系统性金融风险的底线 ， 守住不发生系统性金融风险的底线 。

资料来源：中国政府网、中国人民银行、开源证券研究所

政策重心不同，使得信用环境也存在差异；2019 年年初信用环境加速修复，当前已经进入收缩通道。维稳政策托底下，2019 年年初信用环境加速修复；2019 年 1 月新增社融和信贷均创历史新高，社融存量增速明显回升。当前，政策“退潮”下，政府杠杆行为减弱、非标融资收缩加快和地产调控加强等影响逐步显性化，信用环境已经进入收缩通道。经验显示，信用环境同步略领先于估值变化；信用收缩的阶段，估值多承压。（详见前期报告《信用收缩阶段，估值多承压》）

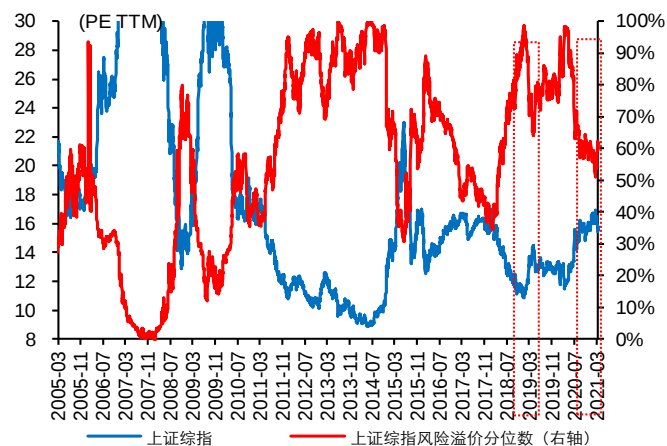
图6：两个阶段的信用环境也不同



数据来源：Wind、开源证券研究所

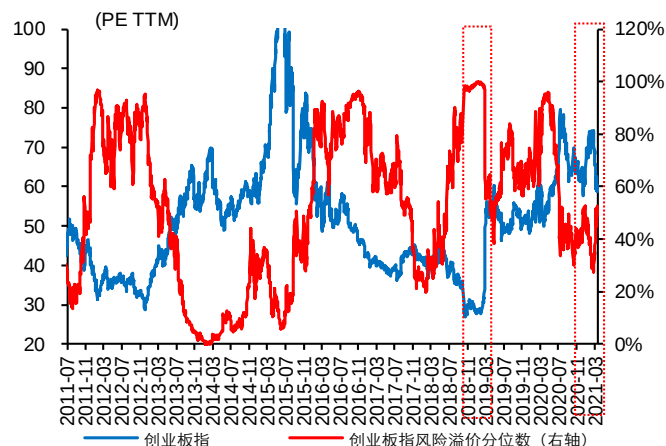
当前，权益市场整体估值及机构重仓股的估值，均远高于2019 年年初。从整体估值看，上证指数、创业板指估值分位数接近 40%、70%（2019 年年初均低于 10%），风险溢价分位数约为 60%、50%（2019 年年初均接近 100%）。细分行业来看，休闲服务、食品饮料、家电、汽车等行业估值分位数均远高于2019 年年初。同时，机构重仓股的绝对和相对估值也处于历史极值附近，远高于2019 年年初；例如当前机构重仓股中估值分位数高于 60%的个股占比超过 70%，远高于2019 年年初、甚至超过2015 年的峰值水平。

图7：上证指数的风险溢价远低于2019 年年初



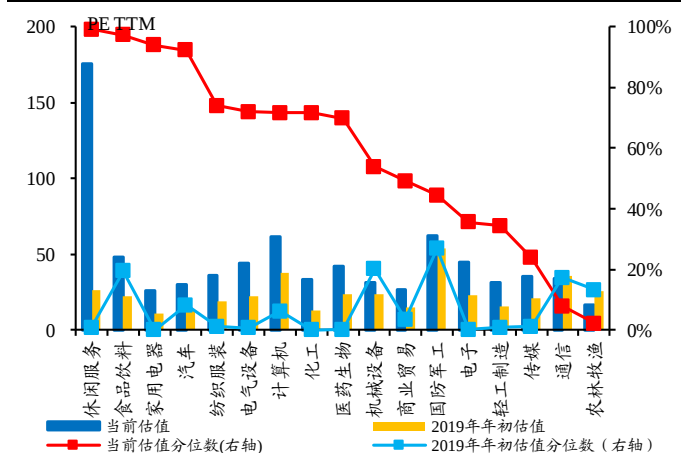
数据来源：Wind、开源证券研究所

图8：创业板指的风险溢价远低于2019 年年初



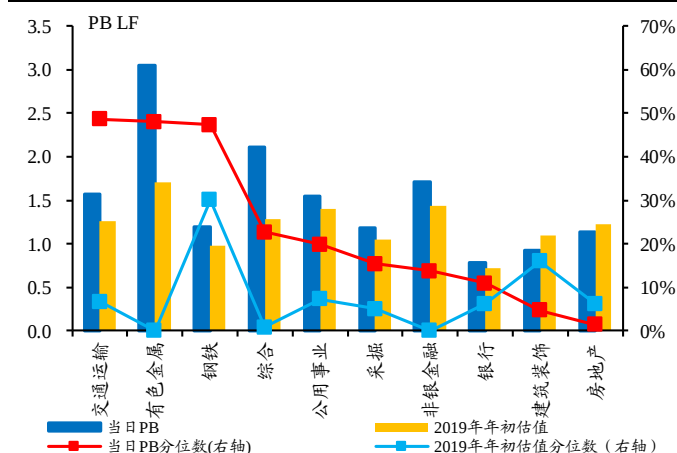
数据来源：Wind、开源证券研究所

图9: 当前, 行业 PE 估值分位数远低于 2019 年年初



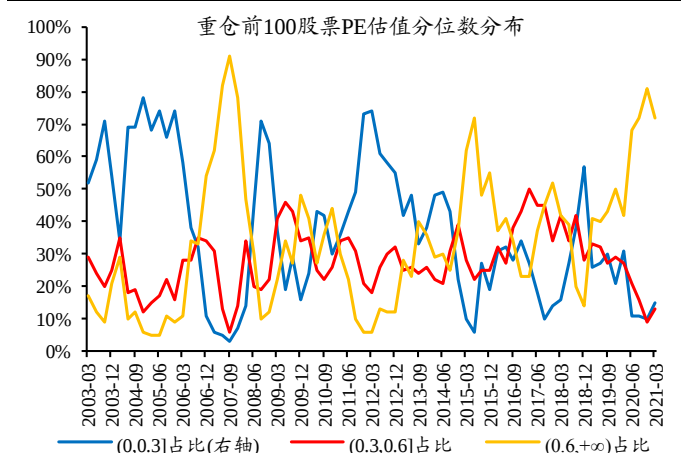
数据来源: Wind、开源证券研究所 (部分行业)

图10: 当前, 行业 PB 估值分位数远低于 2019 年年初



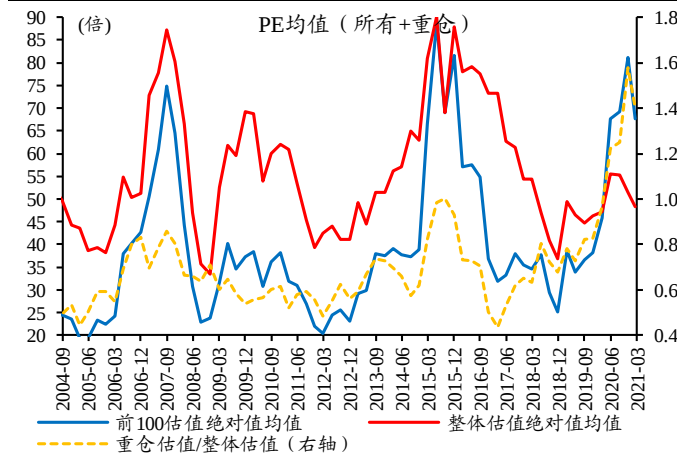
数据来源: Wind、开源证券研究所 (部分行业)

图11: PE 分位数高于 60% 的个股占比远超 2019 年年初



数据来源: Wind、开源证券研究所 (机构重仓前 100 口径)

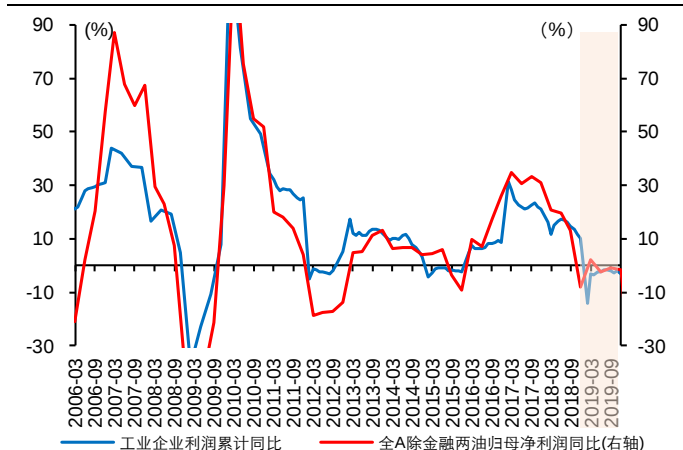
图12: 当前, 重仓股相对和绝对估值远高于 2019 年年初



数据来源: Wind、开源证券研究所

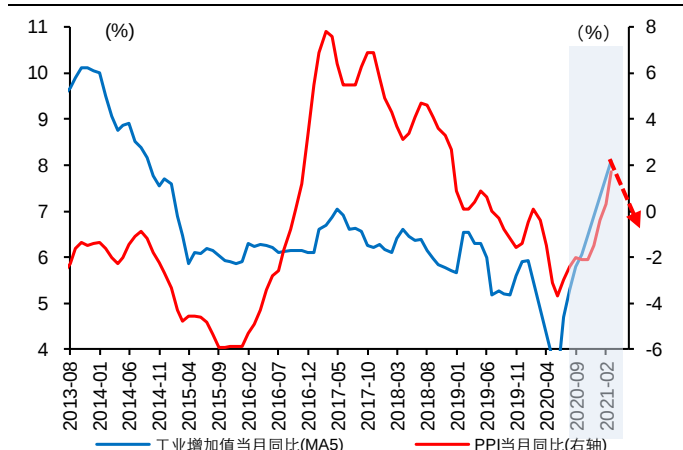
与此同时, 企业盈利预期也不同; 2019 年年初企业盈利增速底部回升, 当前盈利预期或逐渐修正, 行业间盈利趋势分化。历经 2018 年去杠杆、商誉减值风险释放, 2019 年年初企业盈利预期改善。伴随政策“退潮”, 当前部分较早修复的经济指标, 已依次见顶回落; 同时海外产需缺口收敛, 中国出口“替代效应”正逐步衰减。伴随国内经济景气见顶回落, 盈利预期或逐渐修正, 行业间分化仍将继续。

图13: 2019 年年初, 企业盈利预期底部回升



数据来源: Wind、开源证券研究所

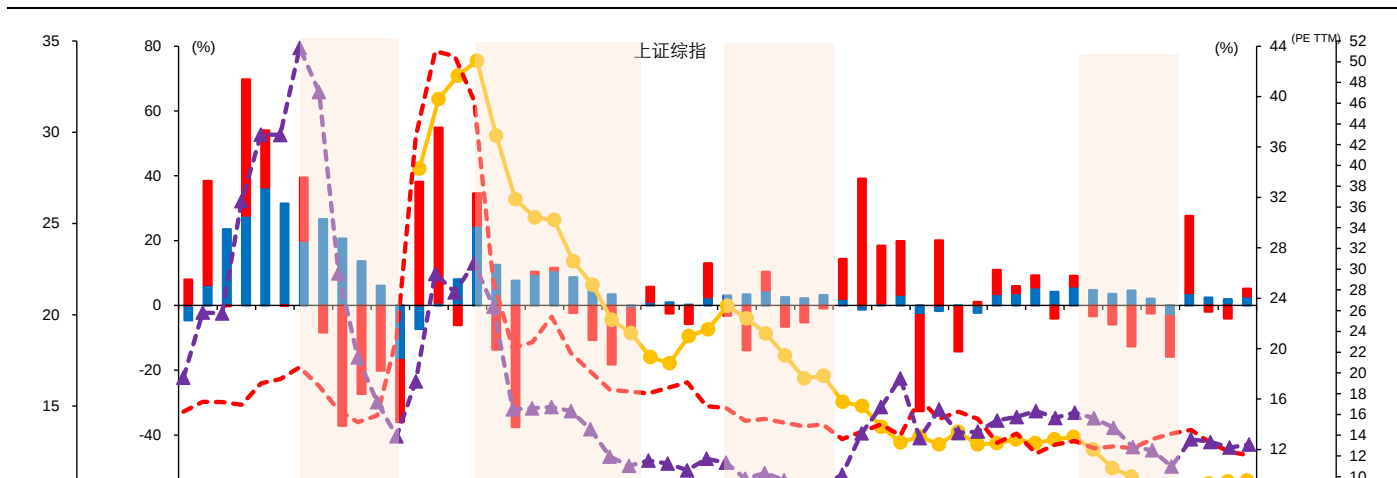
图14: 国内经济景气见顶, 或带动企业盈利预期修正



数据来源: Wind、开源证券研究所

综合来看, 当前权益市场的估值压缩风险尚未完全解除, 低价策略效果或今时不同往日。伴随去杠杆政策纠偏、商誉减值风险释放, 2018 年年底权益市场估值压缩至历史低位; 2019 年年初, 信用修复、盈利预期上行等, 带动权益市场上行。当前政策“退潮”、信用收缩的背景下, 权益类资产的风险更多的不在分子端, 而是经济环境正常化对资产估值的压制, 尤其是部分估值处于历史高位的板块。

图15: 经验显示, 信用环境的变化一般同步略领先于权益市场估值变化^①



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_18840

