估值分化在波折中收敛--兼评政府工作报告

基本结论

- **2021 年政府工作报对货币和财政政策表述基本符合预期，十四五开局之年，政府工作报告对高质量发展的目标和举措进行详尽表述，这与过去几年政府工作报告相比有明显的不同。**在两会定调之后，后续进一步关注决策层对货币政策走向的表态，专项债对基建投资的支撑力度，消费恢复带来的相关行业景气回升，高质量发展目标下研发和资本支出对中游制造需求的提振，碳中和目标之下地方政策后续具体政策的落实。总体而言，我们认为：中期视角货币政策由松趋紧的方向较为确定；去年低于预期的基建投资在不低的专项债支持下或趋于稳定；消费恢复或逐步跟上工业生产；中游制造或受益于研发和资本开支的扩张；碳中和目标下各地政府对高耗能行业产能或将进一步限制。

- **从基本面、宏观流动性和微观资金面角度来看，此前极致的估值分化或出现逆转，但部分高估值板块基本面并未证伪，风格逆转过程会有所波折。**1）基本面角度：业绩百花齐放，高增长不稀缺。全球经济大概率共振恢复，各大行业业绩开始同步回升，部分高估值板块的相对基本面优势或并不显著。2）宏观流动性角度：中期宏观流动性由松趋紧确定性较高，在此背景下，高估值板块或存在一定的调整压力，低估值板块安全边际凸显。3）微观资金面角度过去两年新发基金位代表的增量资金和市场风格的正反馈或存在逆转为负反馈的风险。市场风格的拐点或以保险、私募和外资等绝对收益机构为主导，而右侧交易属性的公募基金或是跟随者。

- **当前美债收益率上行对市场风格的影响不容忽视，特别是利率上行对高估值板块的压制，以及经济复苏和通胀预期下顺周期板块的相对基本面明显提升。**近期全球市场受美债收益率上行影响波动加大，近期鲍威尔发表讲话，预计短期存在通胀压力，但不足以促使美联储提高利率。鲍威尔讲话并没有改变此前口风，美联储和市场对未来政策预期分歧进一步加大，美债利率波动对全球资产的短期影响将延续。

- **中长期视角来看，市场仍呈现结构型行情，向上空间有限，向下调整幅度同样有限，指数将呈现区间波动趋势。**“经济企稳回升，流动性由松趋紧”的宏观组合预期之下，一方面市场估值在流动性趋紧背景下存在一定压力，另一方面上市公司业绩仍有经济回升的支撑。此外，近期油价有所上涨，市场担心通胀压力会不会成为央行政策的主要考虑因素。我们认为通胀仍属于相对温和的状态，原油供给弹性较高，油价受到供给端的影响较大，油价中枢我们认为难以大幅上移，叠加猪肉价格或相对稳定，总体而言 CPI 将保持相对温和，短期通胀没有压力，不会成为影响央行政策的核心因素。央行政策的核心因素仍是经济增长和防风险的微妙平衡。总体而言，我们货币政策由松趋紧的方向确定性较高，而收紧的力度多大仍有待持续观察。

- **行业配置：“低估值、顺周期涨价、地产竣工链、困境反转”。**1）低估值：值银行、保险等：估值修复叠加受益于利率曲线陡峭化；2）顺周期涨价：化工、有色、造纸、玻璃等。在需求扩张的背景下，产能利用率维持高位，过去几年资本开支不足，短时间内产能扩张不足；3）地产竣工链：家具、消费建材等。中美地产竣工高景气延续；4）困境反转：航空、机场、酒店、旅游等。行业最坏的阶段已经过去。

- **风险提示：***经济复苏不及预期、宏观流动性收缩风险*

艾熊峰 分析师 SAC 执业编号：S1130519090001
aixiongfeng@gjzq.com.cn

内容目录

一、政府工作报告政策表述基本符合预期，明确高质量发展目标 3
二、极致的估值分化或在波折中逆转 4
三、指数将呈现区间波动，美债收益率影响短期仍在 5
四、行业配置："低估值、顺周期涨价、地产竣工链、困境反转" 6
重要事件前瞻 6

图表目录

图表 1：政府工作报告内容对比 4
图表 2：市场风格与经济增长和利率水平 5
图表 3：市场通胀预期升温 6
图表 4：重要事件前瞻 7

一、政府工作报告政策表述基本符合预期，明确高质量发展目标

- **2021 年政府工作报对货币和财政政策表述基本符合预期，十四五开局之年，政府工作报告对高质量发展的目标和举措进行详尽表述，这与过去几年政府工作报告相比有明显的不同。**在两会定调之后，后续进一步关注决策层对货币政策走向的表态，专项债对基建投资的支撑力度，消费恢复带来的相关行业景气回升，高质量发展目标下研发和资本支出对中游制造需求的提振，碳中和目标之下地方政策后续具体政策的落实。
- 总体而言，我们认为：中期视角货币政策由松趋紧的方向较为确定；去年低于预期的基建投资在不低的专项债支持下或趋于稳定；消费恢复或逐步跟上工业生产；中游制造或受益于研发和资本开支的扩张；碳中和目标下各地政府对高耗能行业产能或将进一步限制。
- 具体来说：
- **GDP 目标坚守底线思维，目标定在 6%以上，全年目标完成基本没有压力。**今年城镇新增就业 1100 万人以上，城镇调查失业率 5.5%左右。在疫情缓和背景下，就业目标较 2020 年有所上调，与 2019 年目标一致。其中新增就业较去年增加 200 万，调查失业率降低 0.5 个百分点。
- **财政发力较去年有所收缩，强调财政可持续性，突出减税降费政策的延续性。**具体来说，2021 年财政赤字率 3.2%左右，较去年的 3.6%有所下降，但考虑到经济增长回升，财政收支将同步改善，今年赤字总额 3.57 万亿元。专项债 3.65 万亿，普遍超市场预期，比去年减少 1000 亿。减税降费方面，延长小企业增值税优惠、提高小规模纳税人起征点、加大所得税优惠额度、降低企业能源交通电信等费用。
- **货币政策延续此前政治局会议和央行官方表述，基调符合市场预期。**报告提出稳健的货币政策要灵活精准、合理适度，保持宏观杠杆率基本稳定，M2 和社融增速与名义 GDP 增速基本匹配，保持人民币汇率基本稳定。
- **扩大内需方面，基建投资着墨不多，政策支持扩大消费。**消费方面，继续扩大县乡消费，发展服务消费，汽车、家电等大宗消费获政策支持。基建方面，重大工程项目，信息网络等新型基础设施，现代物流体系为重要方向。
- **环保方面，报告强调要制定 2030 年前碳排放达峰行动方案。**优化产业结构和能源结构，培育壮大节能环保产业，对碳达峰相关产业政策并没有进一步表述。
- **在十四五开局之年，今年政府工作报告对高质量发展提出明确目标：**十四五期间年均研发投入增长 7%；今年中央本级基础研究支出增长 10.6%；用税收优惠机制激励企业加大研发投入；扩大制造业设备更新和技术改造投资；增强产业链供应链自主可控能力；发展工业互联网；加大 5G 网络和千兆光网建设力度，丰富应用场景。

图表 1：政府工作报告内容对比

主要指标/方向		2020年预期目标	2021年预期目标
宏观经济指标	GDP	不提具体目标	6%以上
	CPI	3.5%左右	3%左右
	城镇新增就业	900万人以上	1100万人以上
	城镇调查失业率	6%左右	5.5%左右
	城镇登记失业率	5.5左右	-
	单位国内生产总值能耗	继续下降	降低3%左右
金融指标	广义货币M2同比	增速明显高于去年	与名义经济增速基本匹配
	社融余额同比	增速明显高于去年	与名义经济增速基本匹配
	宏观杠杆率	-	基本稳定
	人民币汇率	保持人民币汇率在合理均衡水平上基本稳定	保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定
财政政策	政策基调	积极的财政政策更加积极有为	积极的财政政策要提质增效、更可持续
	财政赤字	赤字率3.6%以上；财政赤字较去年增加1万亿元；特别国债1万亿元	3.2%左右；将2.8万亿元中央财政资金纳入直达机制；不安排抗疫国债
	地方专项债券	3.75万亿元（同比增加1.6万亿元）	3.65万亿元（优先支持在建工程，合理扩大使用范围）
	减少企业税负	新增企业减负超2.5万亿	延长小规模纳税人增值税优惠等部分阶段性政策执行期限
	减少涉企收费		
	中央预算内投资	6000亿元	6100亿元
货币政策	政策基调	稳健的货币政策要更加灵活适度	稳健的货币政策要灵活精准、合理适度
住房	政策基调	坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，因城施策，促进房地产市场平稳健康发展	坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，稳地价、稳房价、稳预期。切实增加保障性租赁住房和共有产权住房供给,规范发展长租房市场，降低租赁住房税费负担
	住房改造	3.9万个老旧小区改造	新开工改造城镇老旧小区5.3万个
消费	消费政策	提高居民消费意愿和能力；支持餐饮、商场、文化、旅游、家政等生活服务业恢复发展；拓展农村消费	多渠道增加居民收入。健全城乡流通体系，加快电商、快递进农村，扩大县乡消费。稳定增加汽车、家电等大宗消费。发展健康、文化、旅游、体育等服务消费。
基建	新基建，新型城镇化，重大工程	重点支持“两新一重”建设，主要是：加强新型基础设施建设，发展新一代信息网络，拓展5G应用，建设数据中心，增加充电桩、换电站等设施，推广新能源汽车，激发新消费需求、助力产业升级；铁路建设投资增加1000亿元	推进“两新一重”建设，实施一批交通、能源、水利等重大工程项目，建设信息网络等新型基础设施，发展现代物流体系
高质量发展	科技创新、先进制造业	支持制造业高质量发展；发展工业互联网，推进智能制造，培育新兴产业集群。发展研发设计、现代物流、检验检测认证等生产性服务业。全面推进“互联网+”；稳定支持基础研究和应用基础研究	中央本级基础研究支出增长10.6%；用税收优惠机制激励企业加大研发投入；扩大制造业设备更新和技术改造投资；增强产业链供应链自主可控能力；发展工业互联网；加大5G网络和千兆光网建设力度，丰富应用场景
扶贫	贫困人口	全部脱贫	做好巩固拓展脱贫攻坚成果同乡村振兴有效衔接
环保	生态环境、碳排放	提高生态环境治理成效。深化重点地区大气污染治理攻坚。壮大节能环保产业	制定2030年前碳排放达峰行动方案。优化产业结构和能源结构；培育壮大节能环保产业

来源：Wind、国金证券研究所

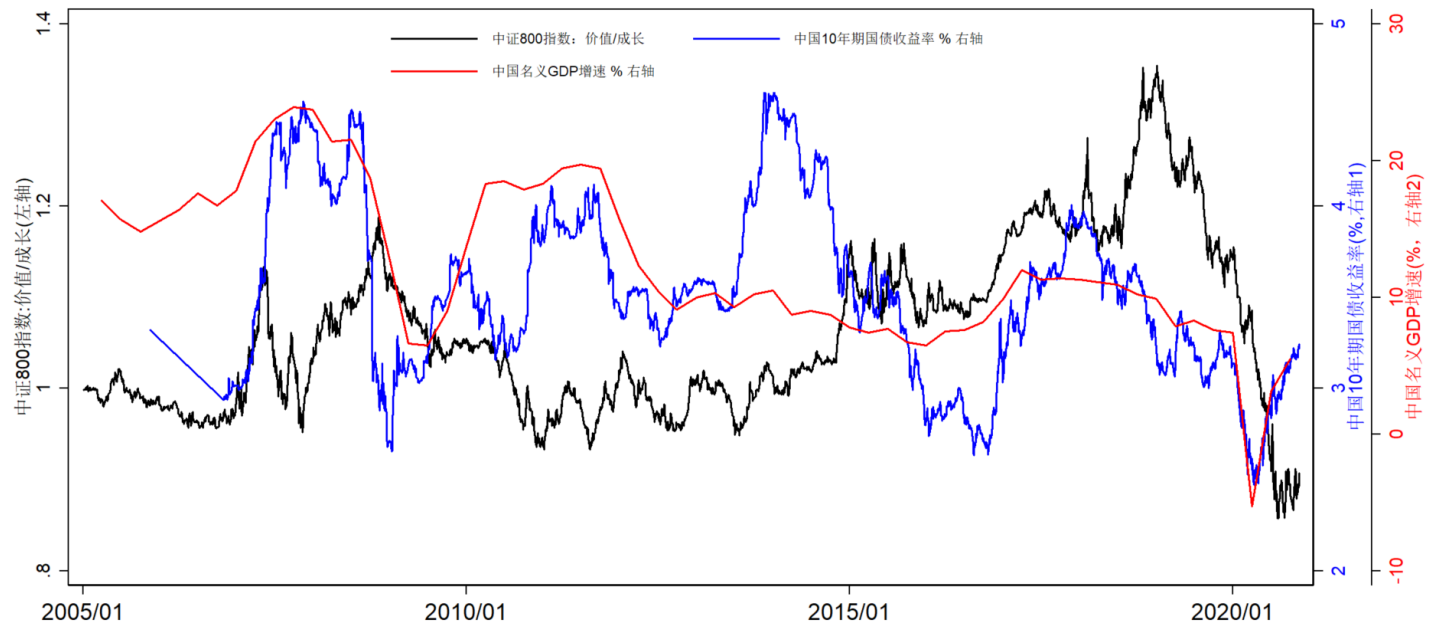
二、极致的估值分化或在波折中逆转

- **从基本面、宏观流动性和微观资金面角度来看，此前极致的估值分化或出现逆转，但部分高估值板块基本面并未证伪，风格逆转过程会有所波折。**
- **1）基本面角度：**业绩百花齐放，高增长不稀缺。全球经济大概率共振恢复，各大行业业绩开始同步回升，特别是上游行业开始加速恢复，那么过去两年行业业绩分化或有所缓和，部分高估值板块的相对基本面优势或并不显著。
- **2）宏观流动性角度：**尽管短期货币和信用拐点和政策收缩力度有所分歧，但中期宏观流动性由松趋紧确定性较高，在此背景下，高估值板块或存在一定的调整压力，低估值板块安全边际凸显。
- **3）微观资金面角度：**一季度基金发行开门红之后，后续发行或高位回落（赚钱效应趋弱以及房地产市场火热影响），过去两年新发基金为代表的增

量资金和市场风格的正反馈或存在逆转为负反馈的风险。市场风格的拐点或以保险、私募和外资等绝对收益机构为主导，而右侧交易属性的公募基金或是跟随者。

- 以史为鉴，价值和成长股的分化与基本面和流动性环境息息相关：**1）当业绩高增长变得不稀缺的时候，低估值的价值股相对占优。**低估值的价值股业绩普遍和经济周期关联度较高，在经济回升或者高增长阶段，各行业业绩增速均相对较高，在这个背景下，增长或变得不那么稀缺，价值股往往相对占优。**2）货币/信用收缩和利率上行周期，价值溢价或更为显著。**成长股作为长久期资产，利率敏感性更高，所以在流动性宽松和低利率环境下，往往能获得明显的超额收益。但如果流动性收缩，利率上行，那么资产久期相对较短的价值股则可能跑赢成长股。

图表 2：市场风格与经济增长和利率水平



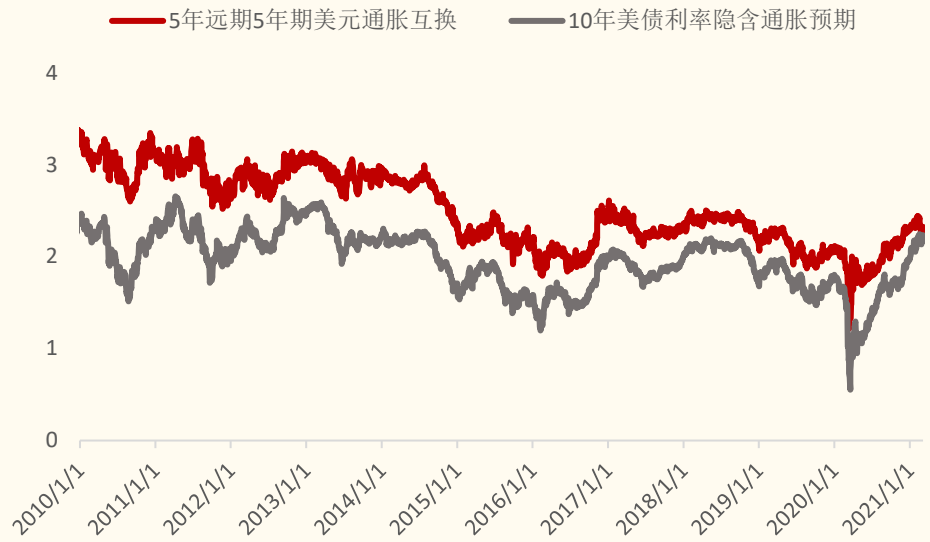
来源：Wind、国金证券研究所

三、指数将呈现区间波动，美债收益率影响短期仍在

- 近期全球市场受美债收益率上行影响波动加大，近期鲍威尔发表讲话，预计短期存在通胀压力，但不足以促使美联储提高利率。鲍威尔讲话并没有改变此前口风，美联储和市场对未来政策预期分歧进一步加大，美债利率波动对全球资产的短期影响将延续。**当前美债收益率上行对权益市场影响不必太过悲观，但对市场风格的影响不容忽视，特别是利率上行对高估值板块的压制，以及经济复苏和通胀预期下顺周期板块的相对基本面明显提升。**
- 此外，近期油价有所上涨，市场担心通胀压力会不会成为央行政策的主要考虑因素。我们认为通胀仍属于相对温和的状态，原油供给弹性较高，油价受到供给端的影响较大，油价中枢我们认为难以大幅上移，叠加猪肉价格或相对稳定，总体而言 CPI 将保持相对温和，短期通胀没有压力，不会成为影响央行政策的核心因素。**央行政策的核心因素仍是经济增长和防风险的微妙平衡。总体而言，我们货币政策由松趋紧的方向确定性较高，而收紧的力度多大仍有待持续观察。**
- **中长期视角来看，市场仍呈现结构型行情，向上空间有限，向下调整幅度同样有限，指数将呈现区间波动趋势。**“经济企稳回升，流动性由松趋紧”

的宏观组合预期之下，一方面市场估值在流动性趋紧背景下存在一定压力，另一方面上市公司业绩仍有经济回升的支撑。

图表 3：市场通胀预期升温



来源：Bloomberg、国金证券研究所

四、行业配置："低估值、顺周期涨价、地产竣工链、困境反转"

- **低估值：银行、保险等**

  一方面低估值属性，进可攻退可守，安全边际高；另一方面经济复苏和流动性趋紧预期，受益于利率曲线陡峭化。

- **顺周期涨价：有色、化工、造纸、玻璃等**

  继续看好供需结构向好品种的涨价趋势。2021 年将是供给和需求同时扩张的阶段，虽然全球流动性的边际变化并没有去年那么显著，但今年周期品涨价的核心驱动是供需错配进一步放大。在需求扩张的背景下，当前各国产能利用率维持高位，叠加过去几年资本开支不足，短时间内产能扩张不足，部分品种供给无法满足需求变化。

- **地产竣工链：家具、消费建材等**

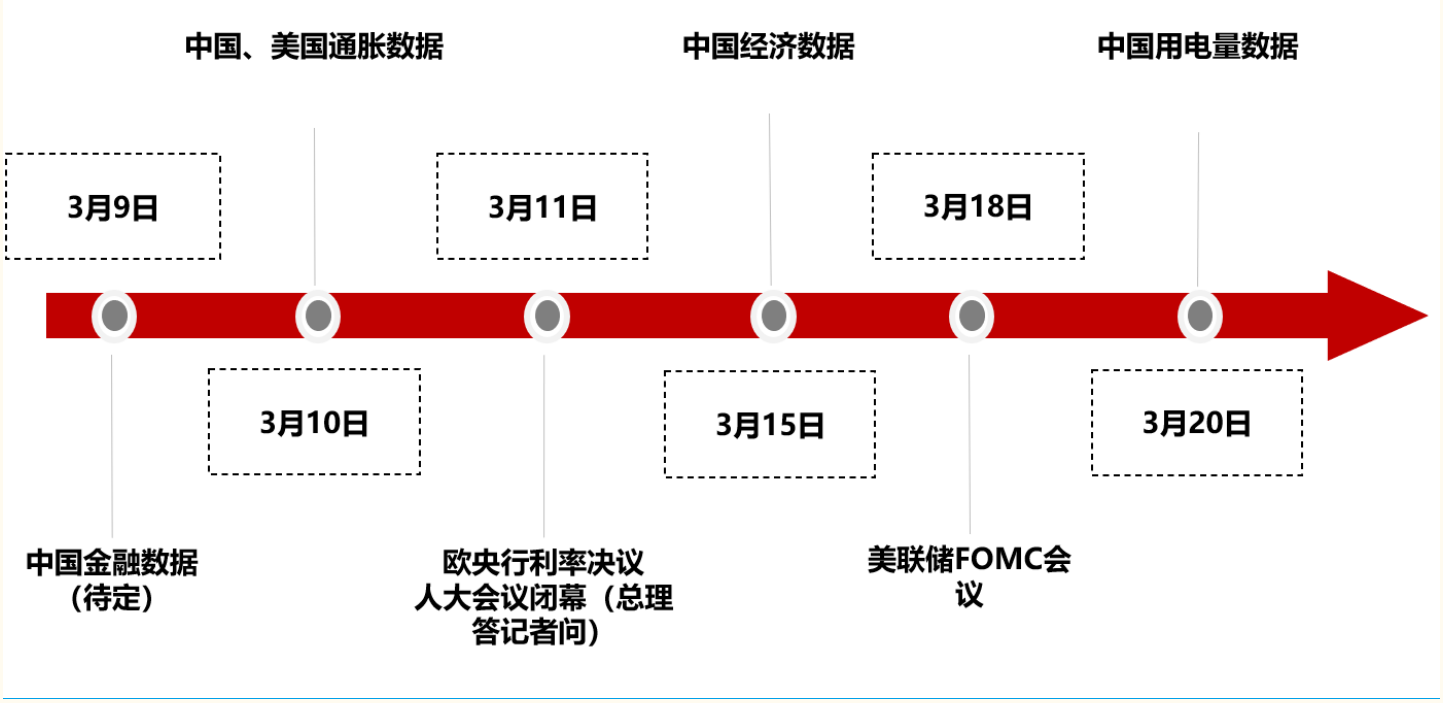
  中国房地产韧性十足，疫情冲击后地产将加速竣工。美国房地产市场在后疫情时代表现火热，新屋和成屋销售均持续恢复。中美地产竣工链条的高景气将对家具和消费建材等行业业绩形成较强支撑。

- **困境反转：航空、机场、酒店、旅游等**

  行业最坏的阶段已经过去，行业基本面拐点取决于疫情的控制，随着疫苗的普及以及全球疫情的逐步好转，未来国际航班和跨境游大面积恢复后，相关消费需求或迎来爆发式增长。对酒店、旅游这些高度市场化竞争的行业来说，受益于行业格局改善的龙头企业困境反转的速度更快、幅度更大。而对于航空、机场这些类寡头垄断的行业来说，更多的是以行业整体性的反转为主。

重要事件前瞻

图表 4：重要事件前瞻



来源：Wind、国金证券研究所

- **风险提示：***经济复苏不及预期、宏观流动性收缩风险、拜登加税等政策超市场预期*

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号嘉里建设广场 T3-2402