晨会报告

国都证券研究所晨报 20210222

【财经新闻】

- 2021 年中央一号文件发布
- 银行互联网贷款监管升级，禁止地方性银行跨区域经营
- 业务规则进一步完善，公募 REITs 行稳致远

【国都策略视点】

- 大小盘市值风格逆转能否持续？

昨日市场

指数名称	收盘	涨跌%
上证综指	3696.17	0.57
沪深300	5778.84	0.18
深证成指	15823.11	0.35
中小板综	13660.91	0.67
恒生指数	30644.73	0.16
恒生中国企业指数	12106.77	0.54
恒生沪深港通AH股溢价	135.11	0.30
标普500	3906.71	-0.19
纳斯达克指数	13874.46	0.07
MSCI新兴市场	1430.03	0.34

昨日 A 股行业

排名	行业名称	成交量(百万)	涨跌%
1	农林牧渔	2540.23	5.18
2	建筑装饰	2398.82	3.67
3	采掘	2974.34	3.00
4	商业贸易	1183.02	2.96
5	纺织服装	875.79	2.87

全球大宗商品市场

商品	收盘	涨跌%
纽约原油	59.04	-2.06
纽约期金	1783.10	0.48
伦敦期铜	8941.00	3.89
伦敦期铝	2136.00	-0.23
波罗的海干散货	1698.00	-4.07

近期研究报告

研究员：王树宝
电 话： 010-84183369
Email： wangshubao@guodu.com
执业证书编号： S0940511080001
联系人：黄翱
电 话： 010- 87413656
Email： huangao@guodu.com

独立性申明：本报告中的信息均来源于公开可获得资料，国都证券对这些信息的准确性和完整性不做任何保证。分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

【财经新闻】

■ 2021 年中央一号文件发布

【新华社】21 世纪以来第 18 个指导“三农”工作的中央一号文件 2 月 21 日由新华社受权发布。

这份文件题为《中共中央 国务院关于全面推进乡村振兴加快农业农村现代化的意见》，全文共 5 个部分，包括：总体要求、实现巩固拓展脱贫攻坚成果同乡村振兴有效衔接、加快推进农业现代化、大力实施乡村建设行动、加强党对“三农”工作的全面领导。

文件指出，“十四五”时期，是乘势而上开启全面建设社会主义现代化国家新征程、向第二个百年奋斗目标进军的第一个五年。民族要复兴，乡村必振兴。党中央认为，新发展阶段“三农”工作依然极端重要，须臾不可放松，务必抓紧抓实。要坚持把解决好“三农”问题作为全党工作重中之重，把全面推进乡村振兴作为实现中华民族伟大复兴的一项重大任务，举全党全社会之力加快农业农村现代化，让广大农民过上更加美好的生活。

文件确定，把乡村建设摆在社会主义现代化建设的重要位置，全面推进乡村产业、人才、文化、生态、组织振兴，充分发挥农业产品供给、生态屏障、文化传承等功能，走中国特色社会主义乡村振兴道路，加快农业农村现代化，加快形成工农互促、城乡互补、协调发展、共同繁荣的新型工农城乡关系，促进农业高质高效、乡村宜居宜业、农民富裕富足。

中央农村工作领导小组办公室有关负责人表示，将以更有力的举措、汇聚更强大的力量，加快农业农村现代化，为全面建设社会主义现代化国家开好局、起好步提供有力支撑。

■ 银行互联网贷款监管升级 禁止地方性银行跨区域经营

【上海证券报】银保监会 2 月 20 日发布《关于进一步规范商业银行互联网贷款业务的通知》，首次针对相关业务明确三项定量指标，要求严控跨区域经营，并进一步强调严禁将关键环节外包。

去年 7 月，银保监会发布《商业银行互联网贷款管理暂行办法》（下称《办法》），初步建立了商业银行互联网贷款业务制度框架。但监管部门发现，《办法》发布以来，各机构执行效果和整改力度存在差异，特别是在独立实施核心风控环节、加强合作机构管理等方面，部分机构的互联网贷款业务行为与《办法》要求仍有一定差距，存在风险隐患。

针对《办法》实施过程中遇到的实际问题，《通知》进一步细化审慎监管要求、统一监管标准。

《通知》主要从三个方面细化审慎监管要求。首先是落实风险控制，要求商业银行强化风险控制主体责任，独立开展互联网贷款风险管理，自主完成对贷款风险评估和风险控制具有重要影响的风控环节，严禁将贷前、贷中、贷后管理的关键环节外包。

其次是明确三项定量指标。一是加强出资比例管理，商业银行与合作机构共同出资发放互联网贷款的，单笔贷款中合作方出资比例不得低于 30%；二是强化合作机构集中度管理，商业银行与合作机构共同出资发放互联网贷款的，与单一合作方（含其关联方）发放的本行贷款余额不得超过本行一级资本净额的 25%；三是实施总量控制和限额管理，商业银行与全部合作机构共同出资发放的互联网贷款余额不得超过本行全部贷款余额的 50%。

再次是严控跨地域经营，这与一贯的监管思路一脉相承。《通知》明确，地方法人银行开展互联网贷款业务的，应服务于当地客户，不得跨注册地辖区开展互联网贷款业务。但《通知》也充分考虑了部分机构的实际情况，对无实体经营网点、业务主要在线上开展，且符合监管机构其他规定条件的机构，豁免适用上述规定。

《通知》提出的三大定量指标只是“底线要求”。银保监会及其派出机构可根据辖内商业银行经营管理、风险水平和业务开展情况等，在《通知》规定的基础上，对出资比例、合作机构集中度、互联网贷款总量限额提出更严格的审慎监管要求。“30%”“25%”“50%”这三条红线背后，有明确的监管思路和逻辑。其中，针对单笔贷款中合作方出资比例不得低于 30%，银保监会有关部门负责人表示，在实践中，个别银行存在信贷风险管理薄弱、与合作方权责利不对等等情况和问题。“30%”的量化标准，是根据当前商业银行互联网贷款业务开展的实际情况，经充分调研测算确定的，同时也考虑到与《网络小额贷款业务管理暂行办法（征求意见稿）》的相关规定保持一致，避免监管套利。

关于“25%”的集中度管理要求、“50%”的总量控制和限额管理要求，银保监会有关部门负责人认为，细化这两个量化标准，既能促进商业银行进一步实现互联网贷款业务的适度分散，避免过度依赖单一合作机构的集中度风险，同时也为互联网贷款业务健康发展充分预留了空间。因为“50%”这一要求相对宽松，目前看绝大部分机构没有达到这一水平。

■ 业务规则进一步完善，公募 REITs 行稳致远

【中国证券报】1 月 29 日，上海证券交易所发布了《公开募集基础设施证券投资基金(REITs)业务办法(试行)》《REITs 规则

适用指引第 1 号-审核关注事项(试行)》《REITs 规则适用指引第 2 号-发售业务(试行)》三项基础设施公募 REITs 配套业务规则。三项规则的正式发布施行，标志着公募 REITs 交易所层面的配套业务规则已经建立。

与征求意见稿相比，正式版的《业务办法》进一步优化了申请文件、交易机制安排、项目收购及权益变动披露等的相关要求。《审核关注事项》进一步完善了基础设施项目合法合规、现金流等方面的审核相关要求。《发售业务》进一步优化了扩募方式等发售相关规定。本次正式发布的配套规则，体现了上交所充分全面地考虑了原始权益人诉求及投资者的需求，考虑了市场参与机构的反馈和项目具体实践中的问题，保障了公募 REITs 平稳落地。

《业务办法》删除了要求原始权益人提供最近 3 年的财务报告和审计报告的规定，简化了申报要求。同时，《业务办法》明确基础设施项目控股股东或实际控制人，或其同一控制下的关联方参与基础设施基金份额战略配售的比例，合计不得低于基金份额发售总量的 20%。考虑到部分原始权益人存在持有超过 30%基金份额的需求，且基金持有人持有基金份额权益达到 30%对基金运营难以产生重大影响，《业务办法》将要约收购义务触发门槛从 30%调整为 50%。上述安排既参考了《上市公司收购管理办法》等相关规则，又实际考虑了公募 REITs 的特点，有利于维护原始权益人的权益，也能保障公募 REITs 的平稳运营。

《业务办法》将上市首日涨跌幅限制调整到 30%，非上市首日的涨跌幅限制为 10%；将基础设施基金份额权益变动信息披露门槛从 5%调整为 10%。《业务办法》规定基金管理人原则上应当选定不少于 1 家流动性服务商为基础设施基金提供双边报价等服务；引入公募 REITs 流动性管理相关机制，以增强公募 REITs 的流动性并活跃二级市场。进一步明确基础设施基金可以作为质押券参与质押式协议回购和质押式三方回购等业务，除原始权益人及其同一控制下关联方以外的其他投资者持有的战略配售限售份额均可以参与。上述安排兼顾了产品的流动性和原始权益人的风险自留效果，缓解了投资者对基础设施公募 REITs 流动性的担忧。

由于“公募基金+ABS”的架构是在现有证券法、证券投资基金法的法律框架下形成的，降低了立法成本，但 REITs 的产品层级更多。《业务办法》进一步突出了基金管理人的主动管理义务和投资者的权利，压缩了资产支持证券层面的相关权限：在解聘运营管理机构方面，如该运营管理机构为资产支持证券管理人聘请的资产服务机构，资产支持证券管理人应当同步解除与该运营管理机构的资产服务协议；在信息披露方面，仅要求资产支持证券管理人通过符合规定的网站或者以定向披露的方式履行信息披露义务。上述安排进一步厘清了各层级的权益与义务，建立了更清晰的治理机制的架构安排。

综上所述，上述规则制度的发布，进一步明确了基础设施公募 REITs 的业务流程、审查标准和发售流程等，推动了公募 REITs 相关制度的逐步完善，公募 REITs 必将行稳致远。

【国都策略视点】

■ 策略晨报：大小盘市值风格逆转能否持续？

1、市场脉动：大小盘市值风格短期逆转。农历牛年开市交易前两日，A 股市场风格发生显著逆转，机构抱团的大市值头部公司普遍高位显著回调，而此前趋势下跌的中小市值尾部公司反弹明显；节后两个交易日代表机构抱团的绩优股、高价股指数均下得 3.3%，代表头部大市值公司的中证 100、沪深 300、上证 50 各下跌 0.6%、0.5%、0.4%，而代表尾部小市值公司的中证 1000、国证 2000、低价股、微利股指数分别上涨 3.6%、5.1%、5.4%、6.2%，此前头尾部公司持续分化短期逆转。

行业板块表现来看，家电、食品饮料、电气设备及新能源、医药生物、休闲服务等前期强势大消费为主的板块领跌 3.9-2.2%，而采掘、有色、建筑、房地产、非银金融等传统周期板块领涨 8.7-4.0%，尤其近期全球复苏与再通胀交易模式下的资源板块表现亮眼。

2、风格短期逆转的原因？头部公司已进入估值泡沫化初期阶段，驱动力由提估值转为业绩预期差。20 年 8 月初至 21 年 2 月 8，表征头尾部公司指数持续分化，尤其是投资者结构加速机构化下，机构抱团的大市值公司一枝独秀，期间沪深 300 上涨 22%，而中证 1000 下跌 15%。期间欧美疫情防控压力持续，全球宽松政策延续，美元流动性充裕；而我国经济修复领先，正处于后疫情恢复的中后期，基本面上行支撑结构性牛市下半场，按“估值修复—业绩增长与提估值-估值泡沫化”的牛市三阶段行情来看，当前 A 股市场的白马龙头股的第二阶段业绩增长预期提前反应较为充分，已步入三阶段的泡沫化初期。

按当前国内无风险利率 3.0-3.3%计算，国内资金对绩优白马股估值容忍的合理值为 30-40 倍；而当前基金重仓的绩优股或白马龙头股的整体 PE（TTM）达 40 倍，已逼近对估值的合理容忍度上限区间。而随着全球定价基准利率 10 年期美国国债利率自 20 年 8 月底部持续上行至当前的 1.3%附近，全球疫情缓解、经济复苏预期下中期货币政策边际收缩，无风险利率

中枢或进一步上行。因而当前头部公司进入泡沫化初期后，无风险利率的上行，导致估值上行阻力加大，后续驱动力或待业绩增长的超预期释放。

3、市场焦点：大小盘市值风格逆转能否持续？

1）复盘过去十五年市值风格走势表现及驱动力。复盘历史数据，以中证 100、沪深 300 为代表的大盘风格指数，以中证 500、中证 1000 为代表的小盘风格指数，近十五年两者走势经历了“同步等幅-同向不等福-同步等幅-持续分化-回归至同步等幅-持续分化”的六个不同阶段，其中 16 年 12 月至 18 年 1 月底、20 年 8 月至今为大小盘指数持续分化阶段。

2）持续分化阶段，20 年 8 月初至 21 年 2 月 8，代表头尾部公司指数再次持续分化，尤其是投资者结构加速机构化下，机构抱团的大市值公司一枝独秀，期间沪深 300 上涨 22%，而中证 1000 下跌 15%。期间指数加剧分裂的驱动逻辑主要包括：一货币政策由松转稳、流动性边际趋紧；二注册制发行已由科创板扩容至创业板，且近期中小板合并至深主板预示全市场实施注册制发行在即，同时退市新规下壳价值大幅下降；三后疫情时代经济恢复不均衡、头尾部公司市场地位分化加深；四随着公募基金发行持续火热、陆股通北上资金加速净流入（年初迄今公募基金新发行近 6400 亿元，北上资金净流入 887 亿元），A 股投资者结构机构化国际化趋势已成。

4、驱动市值分化的四大因素趋势不变，预计中期内头尾部分化趋势难改。复盘以上过去十五年大小盘指数的走势，2005 年初迄今，沪深 300、中证 1000 各累计上涨了 450%、540%，整体表现来看，小市值公司强于大市值公司，但主要集中于头十年，而近五年大市值风格明显逆转占优。05 年至 15 年中期，中证 1000 累计大涨 1380%，大幅领先沪深 300 的 410%，市值风格偏向中小盘；

但 15 年下半年至今，市值风格明显逆转，期间中证 1000 累计回调 53%，而沪深 300 上涨 55%，背后驱动力为资本市场制度改革与开放、基本面分化趋势、投资者结构变化等。预计中期内以上几大趋势性因素不变，叠加中期内稳货币紧信用政策下的流动性边际收紧，预计大市值风格占优的趋势难以逆转。

综合判断，注册制全面实施下新股发行常态化、退市新规下的上市公司宽进宽出，及机构定价权提升两大趋势，叠加我国经济增速趋势放缓、存量模式竞争加剧下利于头部企业，预计头尾部企业表现分化已成大势。我们预计，中期导致头部企业相对收益下降的风险因素，或主要源自头部企业的估值显著泡沫化、美元无风险利率显著上行。

风险提示：国内外流动性边际超预期收紧、海外市场大幅震荡等风险。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国都证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的特定客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告中的信息均来源于公开资料或国都证券研究所研究员实地调研所取得的信息，国都证券研究所及其研究员不对这些信息的准确性与完整性做出任何保证。在法律许可的情况下，国都证券及其关联机构可能持有报告所涉及的证券品种并进行交易，也有可能为这些公司提供相关服务。本报告中所有观点与建议仅供参考，根据本报告作出投资所导致的任何后果与公司及研究员无关，投资者据此操作，风险自负。

本报告版权归国都证券所有，未经国都证券研究所书面授权许可，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发送、发布、复制，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，国都证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

国都证券投资评级

国都证券行业投资评级的类别、级别定义		
类别	级别	定义
投资评级	推荐	行业基本面向好，未来 6 个月内，行业指数跑赢综合指数
	中性	行业基本面稳定，未来 6 个月内，行业指数跟随综合指数
	回避	行业基本面向淡，未来 6 个月内，行业指数跑输综合指数

国都证券公司投资评级的类别、级别定义		
类别	级别	定义
投资评级	强烈推荐	预计未来 6 个月内，股价涨幅在 15%以上
	推荐	预计未来 6 个月内，股价涨幅在 5-15%之间
	中性	预计未来 6 个月内，股价变动幅度介于±5%之间
	回避	预计未来 6 个月内，股价跌幅在 5%以上