晨会报告

国都证券研究所晨报 20210118

【财经新闻】

- 证券日报：夯实资本市场基础制度顶层设计应在三方面发力
- 证券时报：着力培育和聚集一批世界一流企业

【行业动态与公司要闻】

- 经济参考报：坚持“房住不炒”未来楼市加杠杆空间有限

【国都策略视点】

- 策略周报：金融政策回归常态下的影响

昨日市场

指数名称	收盘	涨跌%
上证综指	3566.38	0.01
沪深 300	5458.08	-0.23
深圳成指	15031.70	-0.25
中小板综指	13066.27	0.18
恒生	28573.86	0.27
国企	11320.53	0.19
恒生 AH 溢价	136.00	-0.70
标普 500	3768.25	-0.72
NASDAQ	12998.50	-0.87
MSCI 新兴市场	1358.03	-0.93

昨日 A 股行业

排名	行业名称	成交量(百万)	涨跌%
1	银行	6058.06	2.86
2	采掘	1712.74	1.80
3	纺织服装	710.25	1.64
4	有色金属	4348.16	1.63
5	轻工制造	1377.30	1.52

全球大宗商品市场

商品	收盘	涨跌%
纽约原油	52.04	-3.13
纽约期金	1827.70	-1.01
伦敦期铜	7934.00	-1.86
伦敦期铝	1982.00	-1.29
波罗的海干散货	1754.00	-2.12

研究员：王树宝
电 话： 010- 84183369
Email： wangshubao@guodu.com
执业证书编号： S0940511080001
联系人：时应超
电 话： 010-87413658
Email： shiyingchao @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】

- **证券日报：夯实资本市场基础制度顶层设计应在三方面发力**

【证券日报】证券日报头版刊文称，资本市场是规则导向的市场，基础制度决定了市场运行的质量。“十四五”时期，构建更加成熟更加定型的资本市场基础制度的顶层设计是更好服务新发展格局的必然要求。

1 月 16 日，在第二十五届（2021 年度）中国资本市场论坛上，全国政协常委、经济委员会主任尚福林指出，“十四五”期间要持续加强资本市场基础性制度建设，以增强市场功能建设为重点，以注册制改革为抓手，带动上市、发行、交易、持续监管等一系列基础性制度改革，特别是要夯实信用基础，按照更高要求，更严标准，补齐信用体系制度的短板，营造公平诚信、法治的市场环境。

“十四五”新时期，加快构建以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局，对资本市场基础制度建设也提出了更高要求。2020 年 12 月 22 日，在中国证监会党委传达学习贯彻中央经济工作会议精神的专题会议上，提出 2021 年重点抓好的工作之一就是：深化资本市场改革开放，持续加强基础制度建设。

笔者认为，加强资本市场基础制度建设的顶层设计，有利于全面增强资本市场枢纽功能，有利于配置资源和风险管理功能的有效发挥，促进创新资本的形成。优化基础制度供给是夯实资本市场服务实体经济和新发展格局的基础，可以从三方面发力。

首先，加强资本市场基础制度建设，继续优化“入口”和“出口”的制度建设。

“以注册制和退市制度改革为抓手，带动发行承销、交易、持续监管、投资者保护等各环节关键制度创新，全面加强资本市场基础制度建设。”去年 10 月 30 日，中国证监会在传达学习党的十九届五中全会精神的会议上在提到“十四五”时期资本市场重点工作时表示。这也意味着退市制度改革与注册制改革“并驾齐驱”成为“十四五”时期资本市场全面深化改革，加强基础制度建设的两大关键抓手。

当前正在全市场稳步扩围的注册制改革从“入口”端把好上市公司质量，而持续推进的退市制度改革则从“出口”端加快了市场的优胜劣汰。通过注册制改革和退市制度改革不仅净化了市场生态，也带动资本市场关键制度创新，从而进一步完善了基础制度建设。

其次，加强资本市场基础制度建设，完善投资者保护制度体系，推动投资者保护机制体制创新。

“加强基础制度建设必须牢牢把握服务实体经济和保护投资者合法权益的根本宗旨。”中国证监会主席易会满在 2020 金融街论坛年会上表示。

经过多年建设，我国证券投资者保护制度体系逐步完善。特别是新修订的证券法于去年 3 月 1 日正式实施，其中新增“投资者保护”专章成为证券投资者保护制度体系建设的里程碑。

笔者认为，“十四五”时期，投资者保护制度体系应走向“精细化”道路，加快推动证券集体诉讼制度落地，完善投资者权利行使、保障和救济的制度机制，从细节处进一步完善投资者保护制度体系。

最后，加强资本市场基础制度建设，健全法治保障和证券执法体制机制。

法治兴，则市场兴。良好的法治是资本市场健康发展的基础保障。近年来，资本市场法治建设进入快行道，稽查执法水平不断提升，初步推动形成了行政执法、民事追偿和刑事惩戒相互衔接、相互支持的有机体系，证券监管执法的有效性、威慑力不断增强。

去年 11 月 2 日，中央深改委会议审议通过《关于依法从严打击证券违法活动的若干意见》，这是党中央对资本市场法治建设提出了更高要求。这意味着，在新发展格局下，要加快健全有利于全面从严打击证券违法活动的司法体系，健全中国特色证券执法体制，通过强化制度供给全面提升依法治市效能。

笔者认为，加快构建更加成熟更加定型的资本市场基础制度体系，是提高金融服务实体经济能力、提升我国资本市场的吸引力和国际竞争力的根基，也是打造一个更加规范、透明、开放、有活力、有韧性的资本市场的底气。

- **证券时报：着力培育和聚集一批世界一流企业**

【证券时报】近日，深交所召开建所 30 周年座谈会暨 2021 年工作会议，深交所党委书记、理事长王建军作讲话。会议严格落实疫情防控工作要求，以“主会场+视频分会场”方式举行。

会议回顾深交所 30 年奋斗历程，总结发展成绩和宝贵经验，规划未来发展蓝图，部署 2021 年重点工作。会议指出，

30 年来，深交所坚持服务国家战略全局和实体经济发展，奋力推进市场建设，股票融资额、市场活跃度、新增上市公司数量等指标稳居世界前列，成为全球最具活力的高成长新兴市场；坚持服务创新驱动和经济结构调整，以改革促发展、以创新求突破，形成了以高新技术企业、成长型创新创业企业为主体的深市基本盘，成为支持科技创新、推动经济结构转型升级的重要平台；坚持市场化、法治化方向，认真履行自律监管职责，坚持向明而治，打造“透明交易所”，对违法违规行为“零容忍”，切实保护投资者合法权益，成为推动资本市场规范发展的重要力量；坚持高水平双向开放，一体推进“引进来”和“走出去”，成为我国资本市场对外开放的重要窗口和国际投资者参与中国创新经济发展的重要桥梁；坚持科技引领，坚定不移走自主研发的技术发展道路，关键技术指标达到世界先进水平，成为市场安全稳定运行的重要保障。

会议指出，党的十九届五中全会描绘了“十四五”时期经济社会发展的蓝图，对发展资本市场提出了新的更高的要求。深交所要以锐意创新的勇气、担当作为的锐气、蓬勃向上的朝气，全力塑造包容高效的创新支持市场体系、高水平的创新资本循环制度、具有创新市场特色的全球资产配置平台、精准有效的监管和风控体系、制度性系统性的高水平双向开放、国际领先的数字化体系、科学高效的交易所治理体系，着力培育和聚集一批世界一流企业、一流中介机构和一流的投资机构，努力建设优质创新资本中心和世界一流交易所。

会议强调，站在实现“两个一百年”奋斗目标的历史交汇点，深交所将准确把握新发展阶段，深入贯彻新发展理念，积极推进构建新发展格局，坚持党的领导，坚持与时俱进，坚持改革创新，坚持干事创业，牢牢抓住改革发展重大机遇，传承发扬奋斗精神、创新精神、服务精神、奉献精神，坚决扛起创新发展的使命，在更高起点上推进改革、扩大开放，扎实推进全面深化资本市场改革和深圳先行示范区综合授权改革重点任务，向着建设优质创新资本中心和世界一流交易所的目标接续奋斗，奋力谱写深交所事业发展新篇章，以优异成绩迎接建党 100 周年。

【行业动态与公司要闻】

- **经济参考报：坚持“房住不炒”未来楼市加杠杆空间有限**

【经济参考报】经济参考报头版刊文称，近日，国家统计局发布 2020 年 12 月 70 个大中城市商品住宅销售价格变动情况，各线城市商品住宅销售价格环比涨幅总体稳定、同比涨幅有扩有落。

房地产行业是资金密集型行业。2020 年，在房地产企业“三道红线”基础上，中国人民银行和银保监会又决定建立房地产贷款集中度管理制度，从房地产业资金需求和融资供给两端，压缩房地产金融加杠杆空间，政策的施行正在改变过去二十多年来我国房价上涨的逻辑。

2020 年，虽然经历了疫情冲击，但我国房地产市场整体实现恢复和回升，局部城市的房地产市场甚至急剧升温，这在一定程度上表明我国房价上涨预期依然较为强烈。下半年以来，多地政府明显加强了房地产调控，因地制宜、多策并举、租购并举，促进房地产市场平稳健康发展，70 个大中城市房地产市场价格稳中略涨。国家统计局公布的数据显示，2020 年 12 月，4 个一线城市新建商品住宅销售价格环比上涨 0.3%，涨幅比上月扩大 0.1 个百分点。其中，北京、上海和广州分别上涨 0.3%、0.2%和 0.7%，深圳下降 0.1%。二手住宅销售价格环比上涨 0.6%，涨幅比上月扩大 0.1 个百分点。其中，北京、上海、广州和深圳分别上涨 0.5%、0.6%、0.7%和 0.5%。31 个二线城市新建商品住宅和二手住宅销售价格环比均上涨 0.1%，涨幅均与上月相同。35 个三线城市新建商品住宅和二手住宅销售价格环比分别上涨 0.1%和 0.2%，涨幅均与上月相同。

房价是资金、土地和人口等多种因素综合作用的结果。2020 年，我国住户部门贷款增加 7.87 万亿元，约占各项人民币贷款新增额的 40%；其中，短期贷款增加 1.92 万亿元，中长期贷款增加 5.95 万亿元，社会资金流向房地产金融的惯性和意愿仍然较强。为提高金融体系的韧性和稳健性，促进房地产市场平稳健康发展，楼市调控政策进一步收紧。从需求端，房地产企业融资“三道红线”，将从源头上限制企业的债务率水平，以引导房地产企业改变过去无序扩张的状态。从供给端看，对商业银行设置房地产贷款余额占比和个人住房贷款余额占比两个上限，对超过上限的机构设置过渡期，并建立区域差别化调节机制，防止社会融资过度向房地产业聚集。上述措施将从根本上限制房地产金融加杠杆空间，切实防范和化解房地产金融风险，同时也会通过金融信号进一步引导房地产市场各参与主体的预期和行为，并推动房地产市场逐渐回归理性。

综合来看，加强房地产企业融资管理和金融机构房地产贷款集中度管理，是坚持“房住不炒”定位以及全面贯彻落实房地产长效机制的坚实一步，必将对未来房地产市场经营管理和发展模式产生重要影响，也从根本上改变了过去房地产高杠杆运营的惯性。

【国都策略视点】

■ 策略周报：金融政策回归常态下的影响

1、宽货币宽信用已转为稳货币紧信用。近日发布的 12 月 M2、社融、贷款同比增速悉数回落，且两者明显回落 0.6、0.3ppt 至 10.1%、13.3%，收窄至 20 年 3、8 月水平；国内经济逐步恢复至疫情前水平，宽货币宽信用已转为稳货币紧信用，代表信用政策的社融累计同比增速已连续两月回落。

整体来看，我国金融环境的趋势变化，正由 20 年上半年的宽货币宽信用，转为 20 年 7-10 月的稳货币宽信用、11 月以来的稳货币紧信用；预计 21 年下半年若经济稳增长压力上升、通胀温和确定，届时或再度灵活边际调整为宽货币稳信用。

——货币政策由松趋稳。结合 20 年初至今的月度 M2 增速变化可知，疫情防控与冲击期的 3-6 月货币政策偏向宽松，而 7 月至今国内后疫情期货币政策逐步收敛，但对比 17-19 年来看，仍位于较高水平，整体判断当前货币政策由前期的宽货币转向稳货币，但尚未至紧货币阶段。

——信用政策趋势收敛。社融存量同比增速，由 20 年 3 月前连续八个月稳定运行在 10.6-10.9%区间，20 年 3-10 月逐月上升，至 10 月的阶段顶点 13.7%（为 18 年 1 月以来最高），11、12 月社融存量同比增速连续回落至 13.6%、13.3%。

2、展望未来，21 年财政赤字率小幅下调，财政支出总规模稳中略降，地方政府债券、专项债发行规模收窄，从而拖累 21 年新增社融规模及其同比增速。从今年地方专项债提前下发额度及前置发行仍未如前两年启动可知，年初新增社融同比收缩压力仍将持续。展望全年，按保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配的定调，及 21 年我国名义 GDP 增速 10%附近测算，预计 21 年的 M2、社融存量同比增速预期目标，分别由 20 年的 10.5%、13.5%下调 1-2 个百分点至 9.5%、11.5%附近。

3、金融政策回归常态下的影响一：结构性信用政策有保有压，兴制造业抑房地产稳基建。20 年 11 月起社融增速已见顶连降两月，但结合企业、居民短期、中长期贷款当月同比变化可知，信用政策趋紧下结构性有保有压，可概括为“兴制造业抑房地产稳基建”。

（1）实体企业中长期信贷连续十月同比增加，且近三月保持在 1500-1900 亿元的增量区间，未随信用收缩而明显减少；企业中长贷保持平稳增长，印证制造业投资增速回升态势可持续，为 21 年经济回升两大动力之一，结构性金融政策压降房地产、稳住基建投资，重点支持制造业与中小微企业；

（2）居民中长贷同比变化连续三个月减少，12 月由正转负-432 亿元，表明房住不炒政策调控定力，预计在商业银行涉房贷款集中度新规下，居民中长贷增速趋降；

（3）居民短贷同比变化近三月偏弱，短期或系互联网放贷平台整改所致，或拖累消费增速反弹，后续或需居民收入改善，助力可选与服务消费恢复至疫情前正常水平。

4、金融政策回归常态下的影响二：金融政策回归常态，权益资产难以再提估值。20 年底的中央经济工作会议提出，宏观政策要保持连续性、稳定性、可持续性，并强调政策操作上不急转弯；对 21 年财政、货币政策的定调为：一积极的财政政策要提质增效、更可持续，保持适度支出强度，增强国家重大战略任务财力保障，在促进科技创新、加快经济结构调整、调节收入分配上主动作为，抓实化解地方政府隐性债务风险工作；二稳健的货币政策要灵活精准、合理适度，保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配。

我们认为，20 年上半年疫情冲击期的非常规对冲性宏观政策，取得了预期的“六稳六保”效果，但同时导致我国实体经济的宏观杠杆率大幅攀升，前三季度杠杆率累计上升 24.7 个百分点至 270.1%的历史新高，其中非金融企业、居民、政府部门的杠杆率各攀升 12.7、5.6、6.4 个百分点。

以上稳货币紧信用趋势下，预计 21 年存款准备金率、MLF 及逆回购操作利率调整空间非常有限，市场资金利率料保持平稳，无风险利率波动区间大概率趋于收敛，预计 10 年期国债利率合理区间在 2.9%-3.4%。

20 年下半年随着国内生产生活恢复正常、经济逐季恢复常态，后疫情下政策逐步回归常态的趋势确定。中央明确定调政策操作不急转弯，预示政策退出节奏平缓，但政策转弯收紧趋势已定，流动性边际收敛对权益资产估值的压制持续存在，尤其是当前全 A 股、剔除金融两油的 A 股的滚动 PE 各为 23.9、39.9 倍，已位于近十年历史区间的 97%、83%分位数。稳货币紧信用周期，高估值难以继续提拔。

估值板块分布来看，消费高科技略高，中游制造合理传统周期偏低。从当前行业估值所处近十年历史分位数来看，市场普遍看好的消费板块估值多数已位于 85%分位数以上，科技板块估值普遍位于 60-80%分位数区间，建材机械化工军工等行业景气度向上的中游制造业普遍位于 30-70%，而传统周期板块估值仍位于历史分位数 30%下方。

风险提示：疫苗进展不及预期经济复苏延后，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