策略周报 股票投资策略简报

政策正常化 VS 不急转弯

基本结论

- 今年 10 月以来央行多次强调要长时间实施“正常货币政策”，市场对货币/信用收缩的担忧渐起。而 12 月中央经济工作会议强调宏观政策操作上要更加“精准有效，不急转弯”，叠加近期央行加大公开市场投放力度，市场对后续政策收缩力度的分歧逐渐扩大。
- **货币政策将相机决策，核心在于恢复经济和防范风险的博弈。**此外，货币政策更多的仍是量的调控，价的调控概率较低。从通胀这一影响货币政策核心因素来看，我们认为明年通胀水平将保持温和，一方面猪价难再大幅上行，另一方面油价受供给端约束也难有大幅上涨，整体 CPI 将温和上涨。此外，尽管大宗商品有明显上涨，但 PPI 并没有显著提升，核心的原因在于大宗商品涨价更多的来自供给端冲击，需求端没有明显恢复的情况下上游涨价更多的是挤压中游利润，并没有传导至终端产品。明年供给和需求均扩张背景下，PPI 或由负转正，但向上空间同样有限。
- **信用环境方面，M2 和社融增速与名义增长匹配，这意味着明年 M2 和社融将大概率高位回落，但收缩的力度仍存一定不确定性。**信用收缩力度一方面取决于明年全球经济恢复强度，另外一方面取决于信用风险的暴露情况。此外，2021 年底资管新规过渡期将到期，非净值型存量银行理财产品规模存在缩减风险，或进一步挤压市场信用环境。
- **市场分歧短时间内难以弥合，除了定期披露的金融数据和货币政策执行报告之外，后续观察政策拐点的重要时间节点在春节后至两会期间。**在市场分歧扩大的背景下，12 月和 1 月的金融数据是市场重点关注的焦点，数据上将直接反映 11 月社融增速下行的持续性。而更为重要的是，我们认为临近年底和春节前，央行政策仍以维持流动性稳定为主，春节后和两会期间将是观察政策拐点的重要时间节点，特别是央行公开市场操作和两会前后金融监管部门对外发声透露的政策取向。
- **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，价值风格或重新占优。**“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。在基本面和货币/信用拐点逐步显现的背景下，今年以来极致的估值分化趋势或迎来逆转，价值股或重新占优。整体来说，在经济企稳回升阶段，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，那么今年以来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。此外，在流动性由松趋紧的背景下，高估值板块或存在调整压力，低估值板块安全边际凸显。
- **行业配置建议：1）低估值的银行、保险等。**一方面低估值安全边际高；另一方面受益于经济回升和利率曲线陡峭化；**2）涨价主线：有色、化工等。**受益于全球需求复苏的全球大宗商品；**3）耐用消费品：家电、家具、消费建材、汽车等。**受益于消费恢复和地产竣工高景气。**4）困境反转的行业：航空、机场、酒店等。**疫情后业绩修复超预期是大概率事件。**5）成长初期的行业：5G、AI 等。**在十四五规划窗口，行业或存在戴维斯双击的机会。
- **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、从政策正常化到不急转弯，市场分歧扩大 3
二、春节后至两会期间是政策拐点的重要观察节点 3
三、指数区间波动，价值风格占优 4
四、行业配置五大思路 5
重要事件前瞻 5

图表目录

图表 1：上游大宗商品价格与 PPI 走势 3
图表 2：未来观察政策收缩力度的重要时间节点 4
图表 3：价值股和成长股相对表现与名义 GDP 增速也存在一定正相关 5
图表 4：重要事件前瞻 6

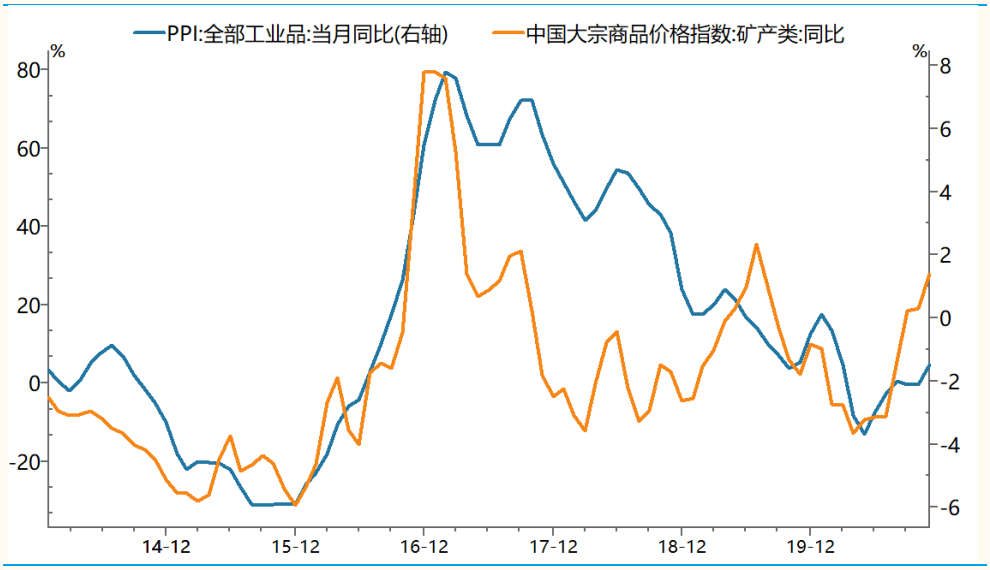
一、从政策正常化到不急转弯，市场分歧扩大

- 今年 10 月以来央行多次强调要长时间实施“正常货币政策”，市场对货币/信用收缩的担忧渐起。而 12 月中央经济工作会议强调宏观政策操作上要更加“精准有效，不急转弯”，叠加近期央行加大公开市场投放力度，市场对后续政策收缩力度的分歧逐渐扩大。从政策正常化到不急转弯，加息预期和降准预期都开始出现。对于后续货币和信用环境，我们观点如下：

- **1）货币政策将相机决策，核心在于恢复经济和防范风险的博弈。**此外，货币政策更多的仍是量的调控，价的调控概率较低。从通胀这一影响货币政策核心因素来看，我们认为明年通胀水平将保持温和，一方面猪价难再大幅上行，另一方面油价受供给端约束也难有大幅上涨，整体 CPI 将温和上涨。此外，尽管大宗商品有明显上涨，但 PPI 并没有显著提升，核心的原因在于大宗商品涨价更多的来自供给端冲击，需求端没有明显恢复的情况下上游涨价更多的是挤压中游利润，并没有传导至终端产品。明年供给和需求均扩张背景下，PPI 或由负转正，但向上空间同样有限。

- **2）信用环境方面，M2 和社融增速与名义增长匹配，这意味着明年 M2 和社融将大概率高位回落，但收缩的力度仍存一定不确定性。**信用收缩力度一方面取决于明年全球经济恢复强度，另外一方面取决于信用风险的暴露情况。此外，2021 年底资管新规过渡期将到期，非净值型存量银行理财产品规模存在缩减风险，或进一步挤压市场信用环境。

图表 1：上游大宗商品价格与 PPI 走势

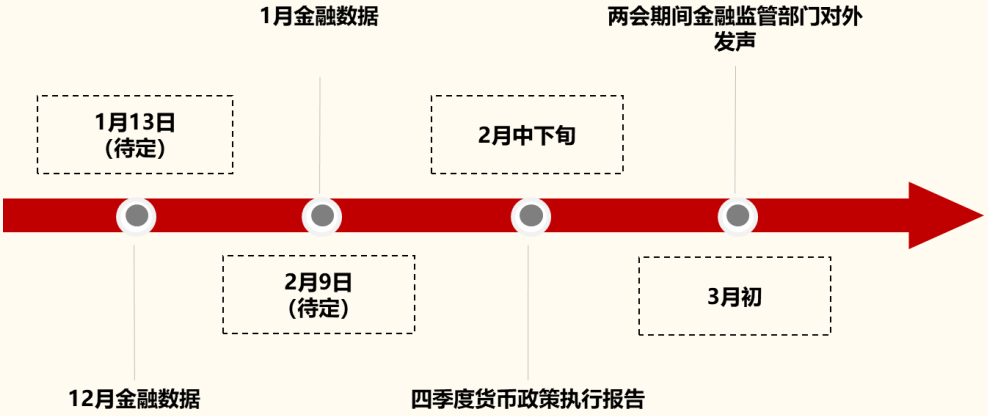


来源：Wind、国金证券研究所

二、春节后至两会期间是政策拐点的重要观察节点

- **市场分歧短时间内难以弥合，除了定期披露的金融数据和货币政策执行报告之外，后续观察政策拐点的重要时间节点在春节后至两会期间。**在市场分歧扩大的背景下，12 月和 1 月的金融数据是市场重点关注的焦点，数据上将直接反映 11 月社融增速下行的持续性。而更为重要的是，我们认为临近年底和春节前，央行政策仍以维持流动性稳定为主，春节后和两会期间将是观察政策拐点的重要时间节点，特别是央行公开市场操作和两会前后金融监管部门对外发声透露的政策取向。

图表 2：未来观察政策收缩力度的重要时间节点

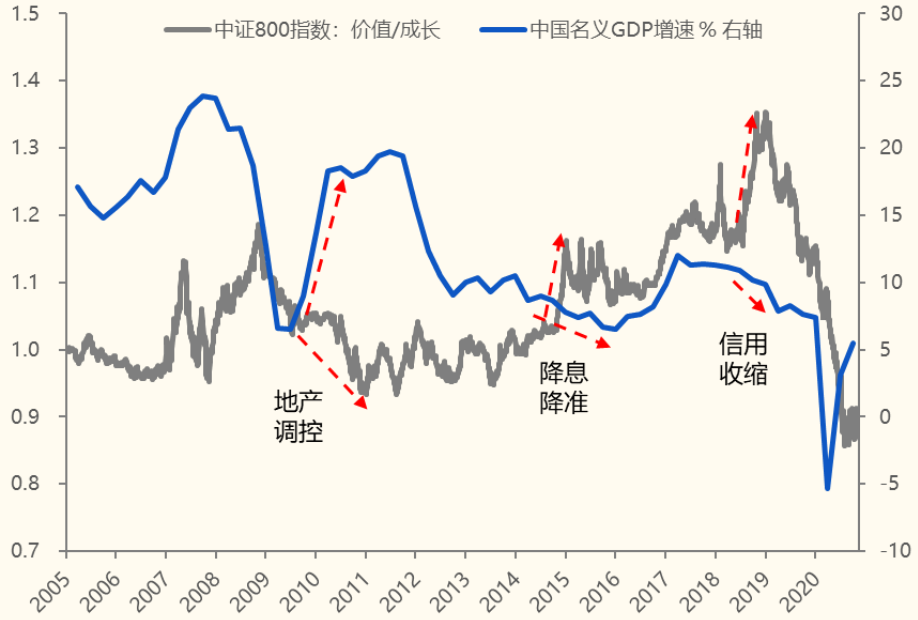


来源：Wind、国金证券研究所

三、指数区间波动，价值风格占优

- A 股市场核心矛盾仍是经济增长和货币政策的拉锯。“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，从股票风险溢价来看，当前市场风险偏好仍处在高位，风险溢价在过去三年均值的负一倍标准差的位置存在一定的均值回归压力。**总体而言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。**
- **在基本面和货币/信用拐点逐步显现的背景下，今年以来极致的估值分化趋势或迎来逆转。**整体来说，明年疫情缓和之下全球经济大概率共振恢复，在经济企稳回升阶段，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，那么今年以来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。此外，在流动性由松趋紧的背景下，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。无论是基本面还是流动性的角度，价值股或重新占优。

图表 3：价值股和成长股相对表现与名义 GDP 增速也存在一定正相关



说明：标注为历史上的三次背离

来源：Wind、国金证券研究所

四、行业配置五大思路

- 从“经济企稳，流动性趋紧”的宏观组合预期的角度来看，我们认为部分高估值板块或面临估值调整压力，特别是那些估值没有业绩支撑的板块和个股，而低估值板块安全边际的优势将逐步显现。此外，需要聚焦景气改善的行业配置价值。中期行业配置建议聚焦五大方面：

- **低估值的银行、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。

- **涨价主线：有色、化工等**

  受益于全球需求复苏的全球大宗商品，特别是供给端结构优化的行业，如工业金属和部分化工品种。

- **耐用消费品：家电、家具、消费建材、汽车等**

  耐用消费品作为典型的早周期品种将率先受益于经济复苏，同时政策刺激消费也将带来相关行业景气回升，此外明年中国和美国地产竣工或维持高景气，地产竣工产业链行业或充分受益。

- **困境反转的行业：航空、机场、酒店等**

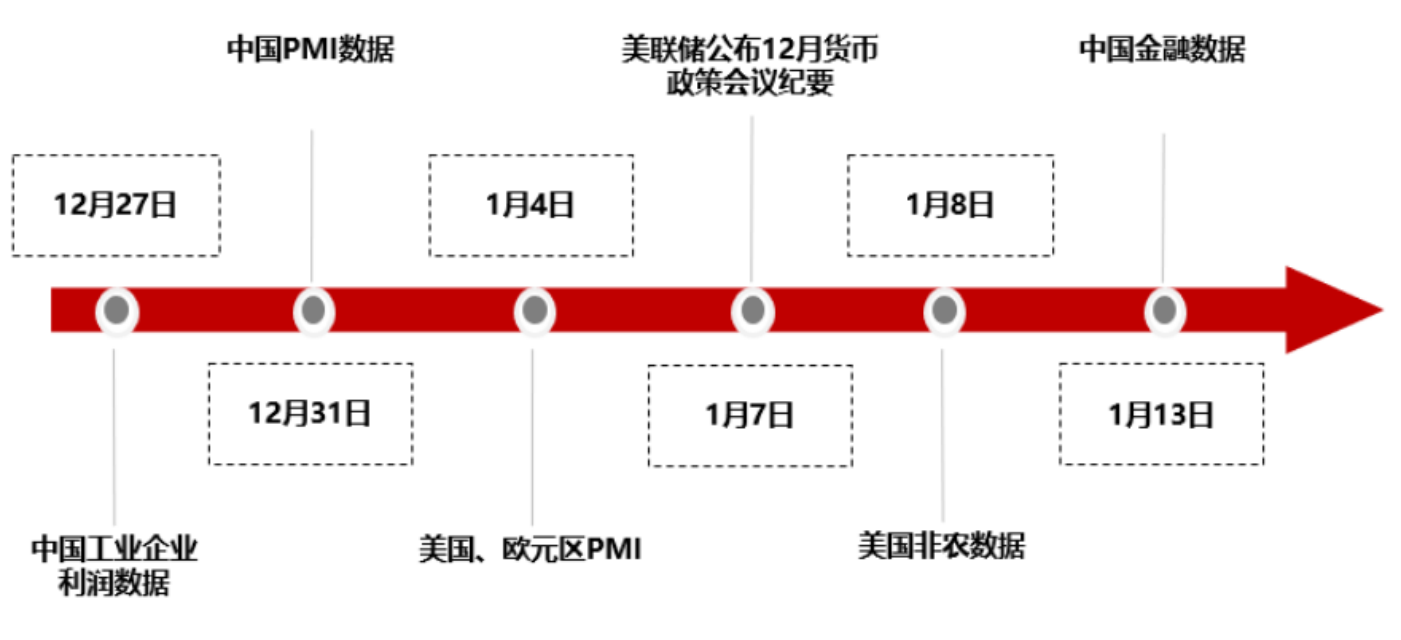
  疫情对行业冲击最严重的阶段已经过去，只要能继续运营，业绩修复超预期是大概率事件。

- **成长初期的行业：5G、AI 等**

  在十四五规划的窗口期，在政策催化和行业自身周期驱动下，部分处在成长初期行业或存在戴维斯双击的机会。

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