策略周报 股票投资策略简报

政策定调基本符合预期，市场分歧仍未弥合

基本结论

- **和往年的中央经济工作会议通稿相比，这次会议通稿很大的变化在于对明年重点工作安排更为具体，聚焦在科技创新、供应链、扩大内需等中长期问题。**并首次将“科技创新、供应链、反垄断、碳排放、种子耕地”等问题单独列为明年重点任务。

- **此次会议对宏观政策、地产调控、双循环、反垄断和碳排放等方面政策取向是重要亮点。**1）明年信用逐步收缩，货币政策仍为相机决策，政策收缩力度取决于恢复经济和防范风险的博弈；2）自 2015 年中央经济工作会议提出“租售并举”以来，决策层对租赁住房市场的重视程度日益提高；3）扩大内需战略和全面改革开放是双循环新发展格局的重要内涵 4）中央经济工作会议首次提出“强化反垄断和防止资本无序扩张”，后续平台企业反垄断和金融创新或是监管的重点对象 5）碳排放同样也是首次出现在中央经济工作会议当中，能源结构优化，新能源或成重点支持对象。

- **中央经济工作会议对明年经济的定调和主要政策的取向基本符合市场预期，当前市场对政策收缩力度的分歧仍未弥合。**“经济回升，政策收缩”基本上是当前市场一致预期，政策收缩力度有多大是当前市场关注的焦点。尽管此次会议强调宏观政策操作上要更加精准有效，不急转弯，把握好政策时度效，但货币政策仍将相机决策，核心在于恢复经济和防范风险的博弈，市场对货币/信用收缩的分歧并未得到弥合。市场的核心矛盾或还是在于货币/信用收缩力度对股票估值的影响，中央经济工作会议明确提出货币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，一方面取决于明年全球经济恢复强度，另外一方面取决于监管政策收缩以防范风险的诉求。

- **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、中央经济工作会议如何定调明年经济和布局政策取向.....3
二、政策定调基本符合预期，市场分歧仍未弥合.....4
三、指数区间波动，价值风格占优.....5
四、行业配置五大思路.....6
重要事件前瞻.....6

图表目录

图表 1：2020 年中央经济工作会议要点（与 2019 年对比）.....4
图表 2：M2 和名义 GDP 增速.....5
图表 3：历史上四次典型的成长风格切换至价值风格的阶段.....6
图表 4：重要事件前瞻.....7

一、中央经济工作会议如何定调明年经济和布局政策取向

- 近日召开的中央经济工作会议对明年经济形势、政策取向和重点任务进行了详细的定调和布局。**和往年的中央经济工作会议通稿相比，这次会议通稿很大的变化在于对明年重点工作安排更为具体，聚焦在科技创新、供应链、扩大内需等中长期问题。**并首次将“科技创新、供应链、反垄断、碳排放、种子耕地”等问题单独列为明年重点任务。
- 会议认为在疫情和外围环境不确定性下，我国经济恢复基础尚不牢固，保持经济运行在合理区间仍是重要目标。其中明年重点任务主要包括坚持扩大内需战略，强化科技战略支撑，扩大高水平对外开放等。中央经济工作会议对明年政策的表述是市场关注的焦点，总结起来，**我们认为此次会议对宏观政策、地产调控、双循环、反垄断和碳排放等方面政策取向是重要亮点。**
- 1）积极财政政策和稳健货币政策仍是宏观政策总基调，宏观政策操作上要更加精准有效，不急转弯，把握好政策时度效。明年财政政策保持适度支出，着力化解地方隐形债务风险。货币政策方面，M2 和社融增速与名义增长匹配，保持宏观杠杆率稳定，处理好恢复经济和防范风险关系，多渠道补充银行资本金。**总体而言，明年信用逐步收缩，货币政策仍为相机决策，政策收缩力度取决于恢复经济和防范风险的博弈。**
- 2）地产调控政策基调不变，延续因地制宜、多策并举政策取向。强调租赁市场发展以解决好大城市住房突出问题，包括土地供应向租赁倾斜、降低租赁住房税费负担。**自 2015 年中央经济工作会议提出“租售并举”以来，决策层对租赁住房市场的重视程度日益提高。**
- 3）**扩大内需战略和全面改革开放是双循环新发展格局的重要内涵。**扩大消费政策主要在优化收入分配结构、挖掘县乡消费潜力、合理增加公共消费等。投资方面主要大力发展数字经济，加大新型基础设施投资力度，同时扩大制造业设备更新和技术改造投资。对外开放方面明确表示积极考虑加入全面与进步跨太平洋伙伴关系协定。
- 4）**中央经济工作会议首次提出“强化反垄断和防止资本无序扩张”，后续平台企业反垄断和金融创新或是监管的重点对象。**会议指出完善平台企业垄断认定、数据收集使用管理、消费者权益保护等方面的法律规范。这符合此前监管部门对阿里和美团等公司进行反垄断的政策思路。与此同时，明确表示金融创新必须在审慎监管的前提下进行，这与此前监管层暂停蚂蚁金服 IPO 或是一脉相承。
- 5）**碳排放同样也是首次出现在中央经济工作会议当中，能源结构优化，新能源或成重点支持对象。**明确提出要抓紧制定 2030 年前碳排放达峰行动方案，支持有条件的地方率先达峰。调节能源结构将是重要举措，大力发展新能源是主要方向。

图表 1：2020 年中央经济工作会议要点（与2019 年对比）

	2019年	2020年
召开时间	12月10日-12日	12月16日-18日
对当前经济形势判断	我国正处在转变发展方式、优化经济结构、转换增长动力的攻关期，结构性、体制性、周期性问题相互交织，“三期叠加”影响持续深化，**经济下行压力加大。**	疫情变化和外部环境存在诸多不确定性，**我国经济恢复基础尚不牢固**。明年世界经济形势仍然复杂严峻，复苏不稳定不平衡，疫情冲击导致的各类衍生风险不容忽视。
明年经济工作重点	**在深化供给侧结构性改革上持续用力，确保经济实现量的合理增长和质的稳步提升。**要继续抓重点、补短板、强弱项，确保全面建成小康社会。	**努力保持经济运行在合理区间，坚持扩大内需战略，强化科技战略支撑，**扩大高水平对外开放，确保“十四五”开好局，以优异成绩庆祝建党100周年。
宏观政策方向	积极的财政政策和稳健的货币政策。	宏观政策要保持连续性、稳定性、可持续性。要继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，保持对经济恢复的必要支持力度，**政策操作上要更加精准有效，不急转弯，把握好政策时度效。**
财政政策	积极的财政政策要大力提质增效，更加注重结构调整，坚决压缩一般性支出，**做好重点领域保障，支持基层保工资、保运转、保基本民生。**	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，**党政机关要坚持过紧日子。
货币政策	稳健的货币政策要灵活适度，保持流动性合理充裕，货币信贷、社会融资规模增长同经济发展相适应，降低社会融资成本。**要深化金融供给侧结构性改革，疏通货币政策传导机制，**增加制造业中长期融资，更好缓解民营和中小微企业融资难融资贵问题。	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，保持宏观杠杆率基本稳定。**
防控金融风险	**我国金融体系总体健康，具备化解各类风险的能力。要保持宏观杠杆率基本稳定，压实各方责任。**	**处理好恢复经济和防范风险关系，多渠道补充银行资本金，完善债券市场法制。**
房地产	要加大城市困难群众住房保障工作，加强城市更新和存量住房改造提升，做好城镇老旧小区改造，大力发展租赁住房。要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，**全面落实因城施策，稳地价、稳房价、稳预期的长效管理调控机制，**促进房地产市场平稳健康发展。	**要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，因地制宜、多策并举，促进房地产市场平稳健康发展。**要高度重视保障性租赁住房建设。土地供应要向租赁住房建设倾斜。要降低租赁住房税费负担，整顿租赁市场秩序，规范市场行为，对租金水平进行合理调控。
资本市场	要加快金融体制改革，完善资本市场基础制度，**提高上市公司质量，健全退出机制，稳步推进创业板和新三板改革，**引导大银行服务重心下沉，推动中小银行聚焦主责主业，深化农村信用社改革，引导保险公司回归保障功能。	要健全金融机构治理，促进资本市场健康发展，**提高上市公司质量，打击各种逃废债行为。**
扩大消费	要充分挖掘超大规模市场优势，发挥消费的基础作用和投资的关键作用。	扩大消费最根本的是促进就业，完善社保，优化收入分配结构，扩大中等收入群体，扎实推进共同富裕。**有序取消一些行政性限制消费购买的规定，充分挖掘县乡消费潜力。**要完善职业技术教育体系，实现更加充分更高质量就业。**要合理增加公共消费，提高教育、医疗、养老、育幼等公共服务支出效率。**
投资建设	要着眼国家长远发展，加强战略性、网络型基础设施建设，**推进川藏铁路等重大项目建设，稳步推进通信网络建设，**加快自然灾害防治重大工程实施，加强市政管网、城市停车场、冷链物流等建设，加快农村公路、信息、水利等设施建设。	要增强投资增长后劲，继续发挥关键作用。要发挥中央预算内投资在外溢性强、社会效益高领域的引导和撬动作用。激发全社会投资活力。**要大力发展数字经济，加大新型基础设施投资力度。要扩大制造业设备更新和技术改造投资。**要实施城市更新行动，推进城镇老旧小区改造，建设现代物流体系。要加强统一规划和宏观指导，统筹好产业布局，**避免新兴产业重复建设。**
科技创新	要深化科技体制改革，加快科技成果转化应用，加快提升企业技术创新能力，**发挥国有企业在技术创新中的积极作用，健全鼓励支持基础研究、原始创新的体制机制，**完善科技人才发现、培养、激励机制。要支持战略性产业发展，支持加大设备更新和技改投入，推进传统制造业优化升级。	强化国家战略科技力量。着力解决制约国家发展和安全的重大难题。要抓紧制定实施基础研究十年行动方案，**重点布局一批基础学科研究中心，支持有条件的地方建设国际和区域科技创新中心。**要发挥企业在科技创新中的主体作用，支持领军企业组建创新联合体，带动中小企业创新活动。
产业供应链	-	增强产业链供应链自主可控能力。要统筹推进补齐短板和锻造长板，针对产业薄弱环节，**实施好关键核心技术攻关工程，尽快解决一批“卡脖子”问题，**在产业优势领域精耕细作，搞出更多独门绝技。
反垄断和防止资本无序扩张	-	国家支持平台企业创新发展、增强国际竞争力，支持公有制经济和非公有制经济共同发展，同时要依法规范发展，健全数字规则。要完善平台企业垄断认定、数据收集使用管理、消费者权益保护等方面的法律规范。要加强规制，提升监管能力，**坚决反对垄断和不正当竞争行为。金融创新必须在审慎监管的前提下进行。**
碳排放/环保	**打好污染防治攻坚战，坚持方向不变、力度不减，**突出精准治污、科学治污、依法治污，推动生态环境质量持续好转。要重点打好蓝天、碧水、净土保卫战，完善相关治理机制，抓好源头防控	**我国二氧化碳排放力争2030年前达到峰值，力争2060年前实现碳中和。要抓紧制定2030年前碳排放达峰行动方案，支持有条件的地方率先达峰。**继续打好污染防治攻坚战，实现减污降碳协同效应。要开展大规模国土绿化行动，提升生态系统碳汇能力。
农业	要狠抓农业生产保障供给，加快农业供给侧结构性改革，带动农民增收和乡村振兴。**要加快恢复生猪生产，做到保供稳价。**	保障粮食安全，关键在于落实藏粮于地、藏粮于技战略。**要加强种质资源保护和利用，加强种子库建设。开展种源“卡脖子”技术攻关，立志打一场种业翻身仗。**要牢牢守住18亿亩耕地红线。

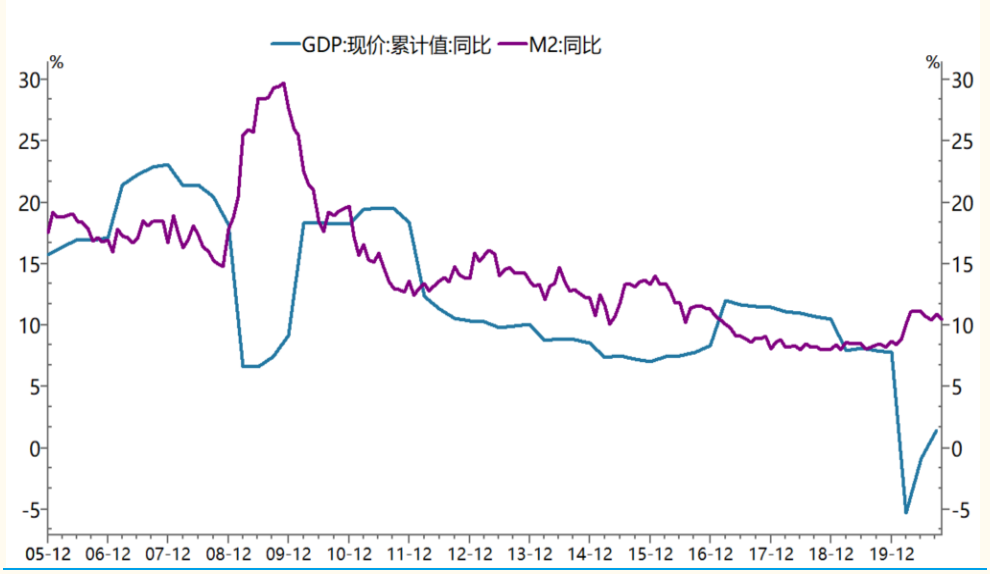
来源：Wind、国金证券研究所

二、政策定调基本符合预期，市场分歧仍未弥合

■ 总体而言，中央经济工作会议对明年经济的定调和主要政策的取向基本符合市场预期。“经济回升，政策收缩”基本上是当前市场一致预期，政策收缩力度有多大是当前市场关注的焦点。从中央经济工作会议通稿来看，尽管会议强调宏观政策操作上要更加精准有效，不急转弯，把握好政策时度效，**但正如前文所述，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，市场对货币/信用收缩的分歧并未得到弥合。市场的核心矛盾或还是在于货币/信用收缩力度对股票估值的影响，中央经济工作会议明确提出货币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，一方面取决于明年全球经济恢复强度，另外一方面取决于监管政策收缩以防范风险的诉求。**

图表 2：M2 和名义 GDP 增速

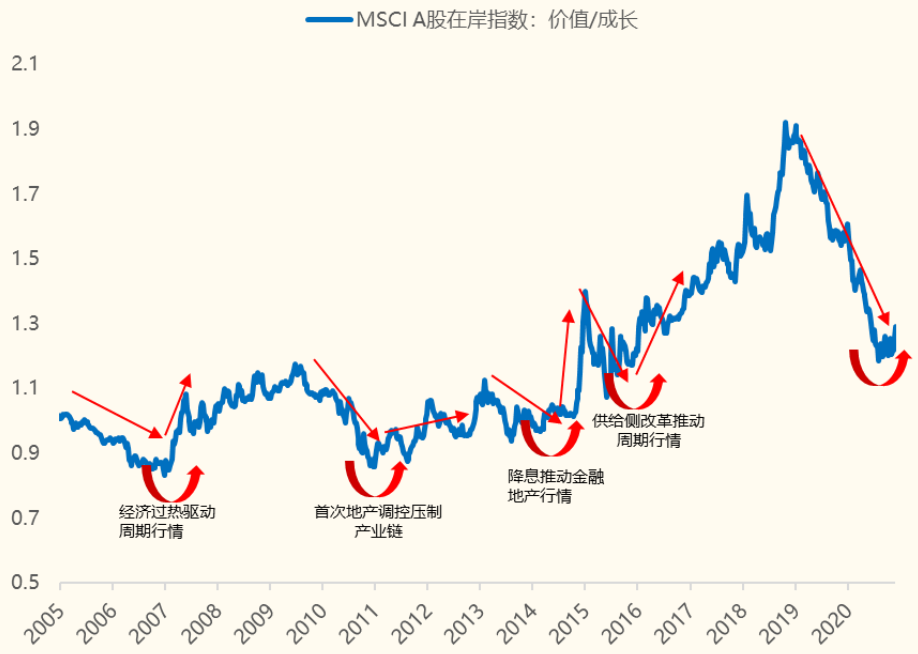


来源：Wind、国金证券研究所

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：历史上四次典型的成长风格切换至价值风格的阶段



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。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**

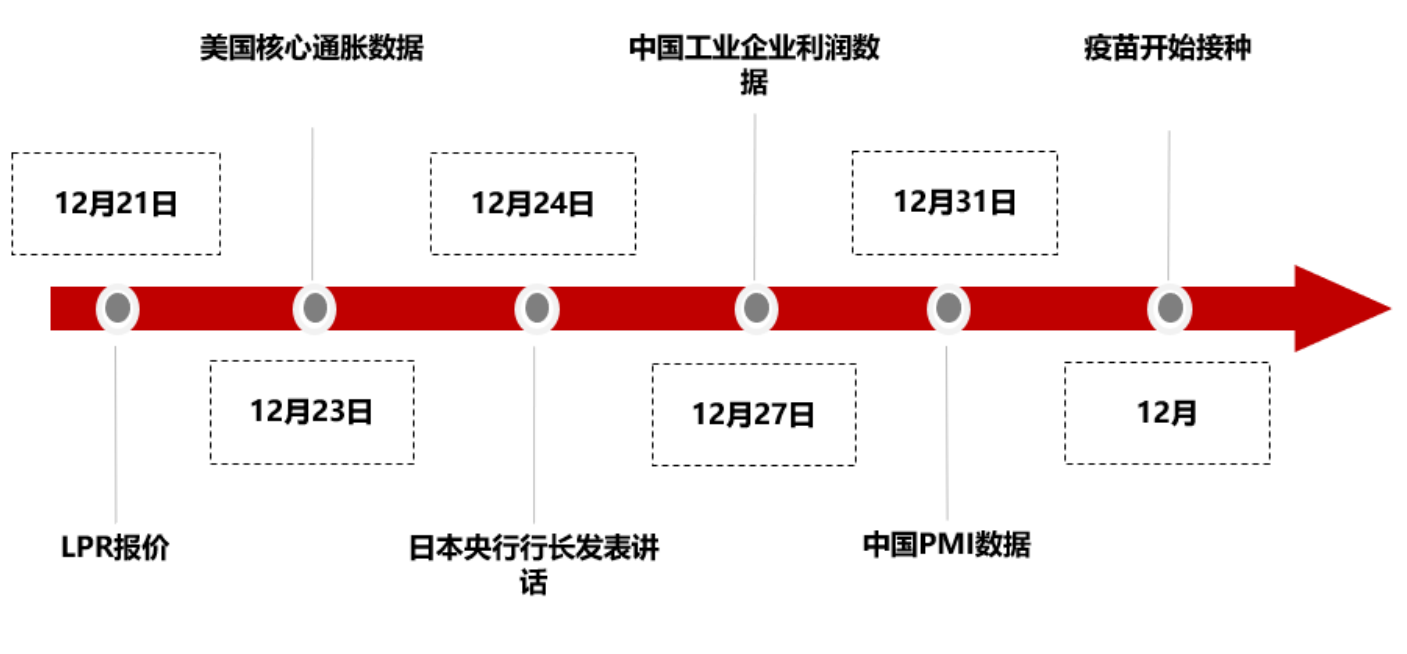
  耐用消费品作为典型的早周期品种将率先受益于经济复苏，同时政策刺激消费也将带来相关行业景气回升，此外明年中国和美国地产竣工或维持高景气，地产竣工产业链行业或充分受益。
- **困境反转的行业：航空、机场、酒店等**

  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