当前市场定价不充分的三大方面

基本结论

- **“经济回升，政策收缩”基本上是当前市场一致预期，特别是上半年经济强劲复苏，信用拐点正逐步显现。**但在“经济回升，政策收缩”宏观环境下股票市场如何演绎是存在分歧的，核心分歧在于：1）上市公司业绩回升能否成为驱动市场的核心因素。2）货币/信用收缩对市场估值的影响到底有多大。我们认为市场的核心矛盾或还是在于估值，一方面市场对明年业绩增长预期相对充分，而市场对明年影响估值的部分因素定价相对并不充分，比如资管新规过渡期到期对信用环境的冲击、拜登加税等政策对海外市场的影响、明年公募基金发行能否延续今年的趋势。

- **2021 年底资管新规过渡期将到期，尽管系统性风险相对可控，但局部事件性风险仍需要密切关注。**不能忽视的潜在风险是：1）大量债券类资产倘若无法得到承接，那么抛售潮或对信用债市场造成较大的波动；2）非净值型存量银行理财产品规模存在大规模缩减风险，或进一步挤压市场信用环境，部分企业或面临流动性风险；3）银行在处置存量资产过程中同样也存在流动性风险和不良资产激增的风险。

- **当前市场对拜登新政的预期偏乐观，明年拜登正式上任后其加税和严监管的政策取向或是美股市场不确定因素之一。**当前市场对拜登当选对市场影响预期相对乐观，核心的原因是尽管拜登胜选，但参议院仍基本在共和党控制之下，市场预期拜登政府加税等政策推出或受阻。从全球企业 CFO 调查来看，58%的 CFO 认为拜登任期前两年，企业所得税将不会提升，几乎所有 CFO 都不认为拜登能很快提升企业所得税。

- **从供需两端角度来看，明年新发公募基金规模大概率高位回落。**2020 年公募基金大规模密集新发基金，头部基金经理管理规模激增，市场对明年公募基金发行预期基本属于线性外推，普遍预期明年基金发行将延续今年的趋势。但我们认为新发公募基金规模大概率高位回落，原因在于：1）今年头部基金经理新发基金规模激增，管理产品数量和规模再大规模上行存在一定的压力；2）如果明年市场赚钱效应不明显，散户入市（无论是申购基金还是直接投资股票）热钱或明显降温。

- **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。

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

- **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）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。**3）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；**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*

内容目录

一、当前市场定价隐含了哪些一致预期.....3
二、市场定价不充分的三大方面：资管新规、拜登新政、公募发行.....3
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

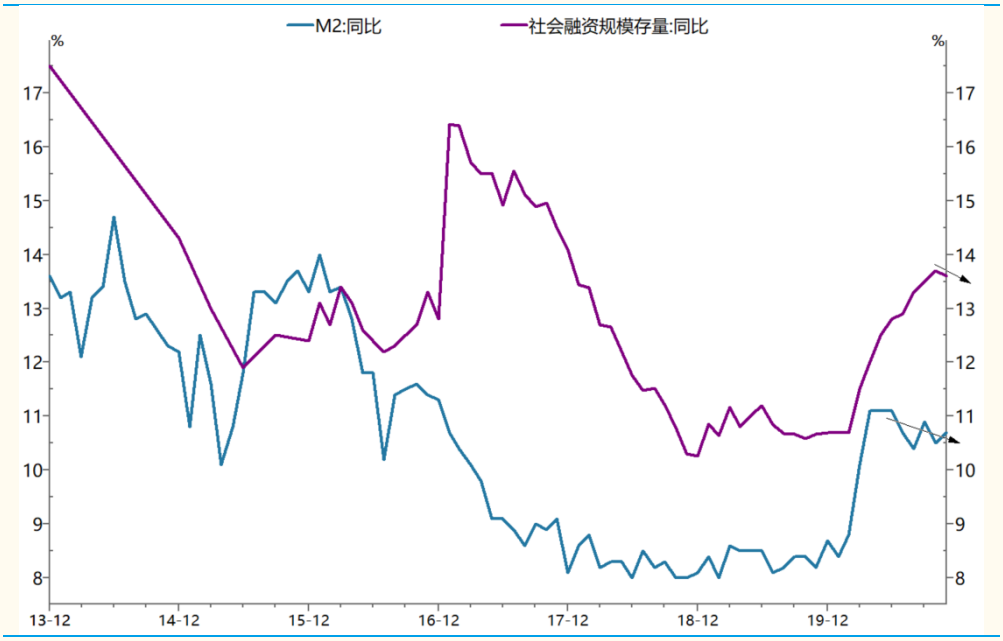
图表目录

图表 1：中国信用拐点逐步显现.....3
图表 2：银行理财投资资产分布.....4
图表 3：民主党大概率无法控制参议院，市场并不看好拜登加税政策推进.....4
图表 4：在管基金规模较高的股票基金经理管理基金数.....5
图表 5：在管基金规模较高的股票基金经理管理规模.....5
图表 6：工业企业利润总额增速（相关行业收入加权）.....6
图表 7：重要事件前瞻.....7

一、当前市场定价隐含了哪些一致预期

- **“经济回升，政策收缩”基本上是当前市场一致预期，特别是上半年经济强劲复苏，信用拐点正逐步显现。**首先，当前市场对全球经济回升的预期是建立在疫苗逐步铺开接种的前提假设之下，近期美国 FDA 批准了辉瑞的新冠疫苗进行紧急使用，月底疫苗或率先在潜在高危人群进行接种，预计明年一季度将基本覆盖潜在高风险人群。当前全球复苏最大的边际驱动来自美国需求回升以及中国经济持续修复。除了疫苗之外，新一轮刺激政策也是后续美国经济回升主要驱动力。其次，最新公布的社融和 M2 数据显示，信用扩张拐点正逐步显现。明年货币/信用环境大概率均会有所收缩，尽管市场对货币政策仍存在一定的分歧。
- **但在“经济回升，政策收缩”宏观环境下股票市场如何演绎是存在分歧的，核心分歧在于：1）上市公司业绩回升能否成为驱动市场的核心因素。2）货币/信用收缩对市场估值的影响到底有多大。**我们认为市场的核心矛盾或还是在于估值，一方面市场对明年业绩增长预期相对充分，而市场对明年影响估值的部分因素定价相对并不充分，比如资管新规过渡期到期对信用环境的冲击、拜登加税等政策对海外市场的影响、明年公募基金发行能否延续今年的趋势。

图表 1：中国信用拐点逐步显现

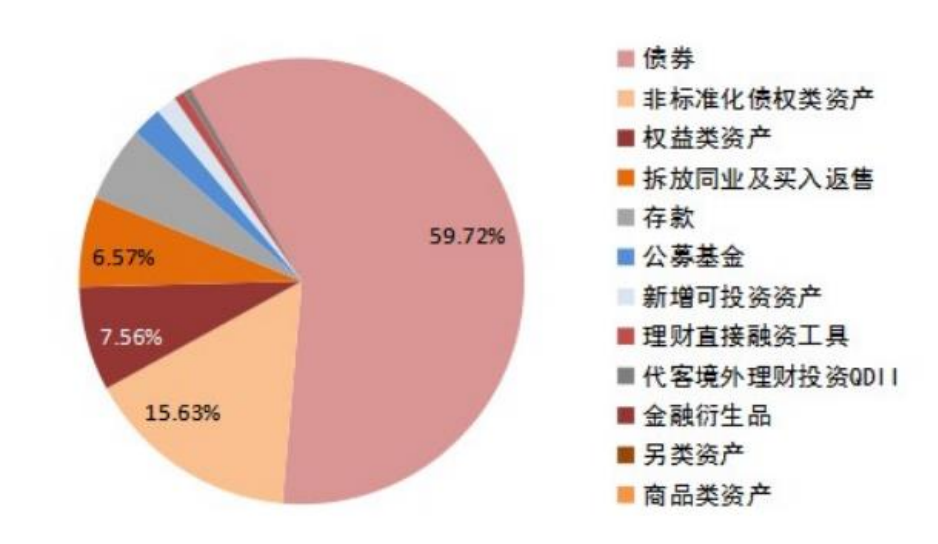


来源：Wind、国金证券研究所

二、市场定价不充分的三大方面：资管新规、拜登新政、公募发行

- 2021 年底资管新规过渡期将到期，当前银行理财存量规模中预计还有一半左右仍是非净值化产品，对应规模超过 10 万亿，底层资产账户要集中在债券类资产（信用债和非标类债权）。尽管系统性风险相对可控，但局部事件性风险仍需要密切关注，不能忽视的潜在风险是：**1）大量债券类资产倘若无法得到承接，那么抛售潮或对信用债市场造成较大的波动；2）非净值型存量银行理财产品规模存在大规模缩减风险，或进一步挤压市场信用环境，部分企业或面临流动性风险；3）银行在处置存量资产过程中同样也存在流动性风险和不良资产激增的风险。**

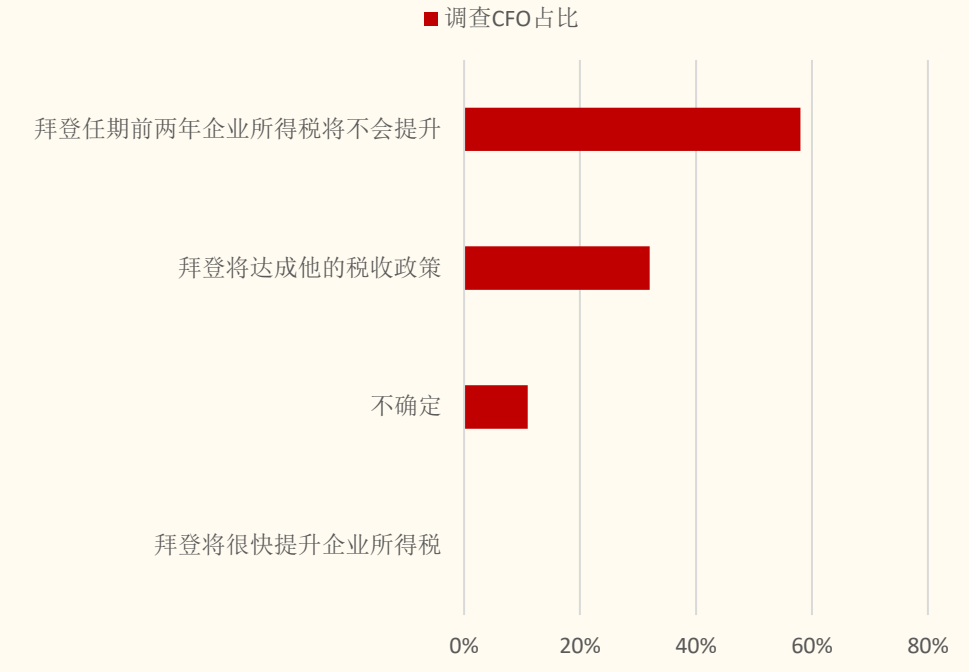
图表 2：银行理财投资资产分布



来源：2019 年中国银行业理财市场报告、国金证券研究所

- 当前市场对拜登当选对市场影响预期相对乐观，核心的原因是尽管拜登胜选，但参议院仍基本在共和党控制之下，市场预期拜登政府加税等政策推出或受阻。从全球企业 CFO 调查来看，58%的 CFO 认为拜登任期前两年，企业所得税将不会提升，几乎所有 CFO 都不认为拜登能很快提升企业所得税。**我们认为当前市场对拜登新政的预期偏乐观，明年拜登正式上任后其加税和严监管的政策取向或是美股市场不确定因素之一。**

图表 3：民主党大概率无法控制参议院，市场并不看好拜登加税政策推进

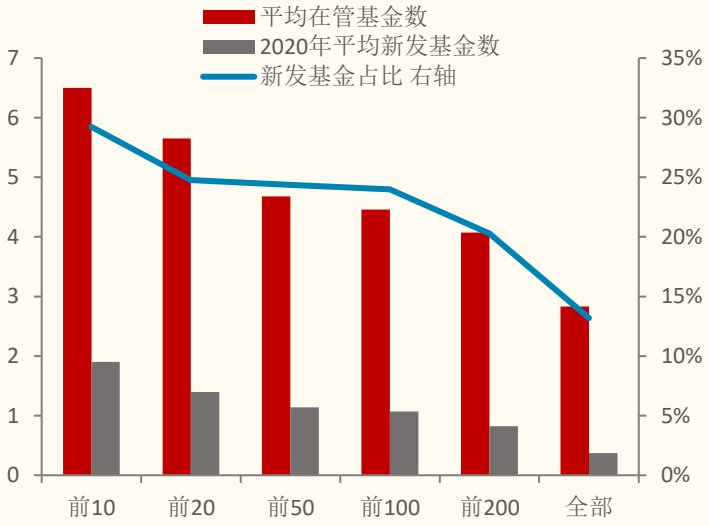


来源：CNBC 全球 CFO 调查、国金证券研究所

- 2020 年公募基金大规模密集新发基金，头部基金经理管理规模激增，市场对明年公募基金发行预期基本属于线性外推，普遍预期明年基金发行将延续今年的趋势。**但我们认为新发公募基金规模大概率高位回落，原因在于：1）今年头部基金经理新发基金规模激增，管理产品数量和规模再大规模**

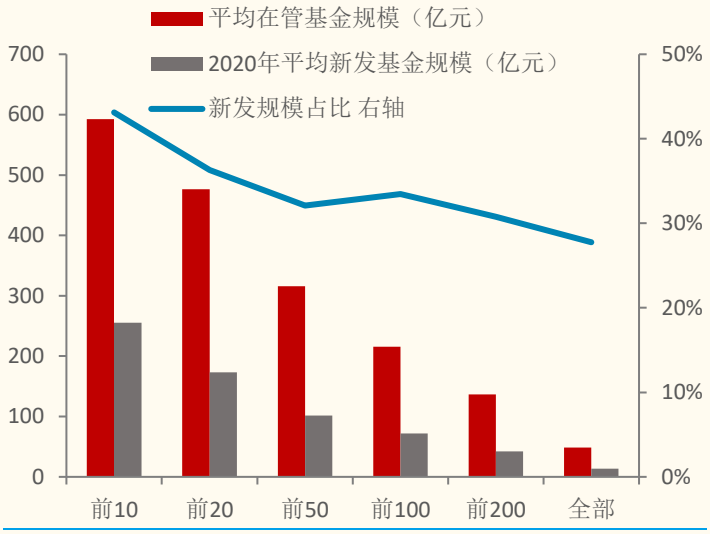
上行存在一定的压力；2）如果明年市场赚钱效应不明显，散户入市（无论是申购基金还是直接投资股票）热钱或明显降温。

图表 4：在管基金规模较高的股票基金经理管理基金数



来源：Wind、国金证券研究所

图表 5：在管基金规模较高的股票基金经理管理规模

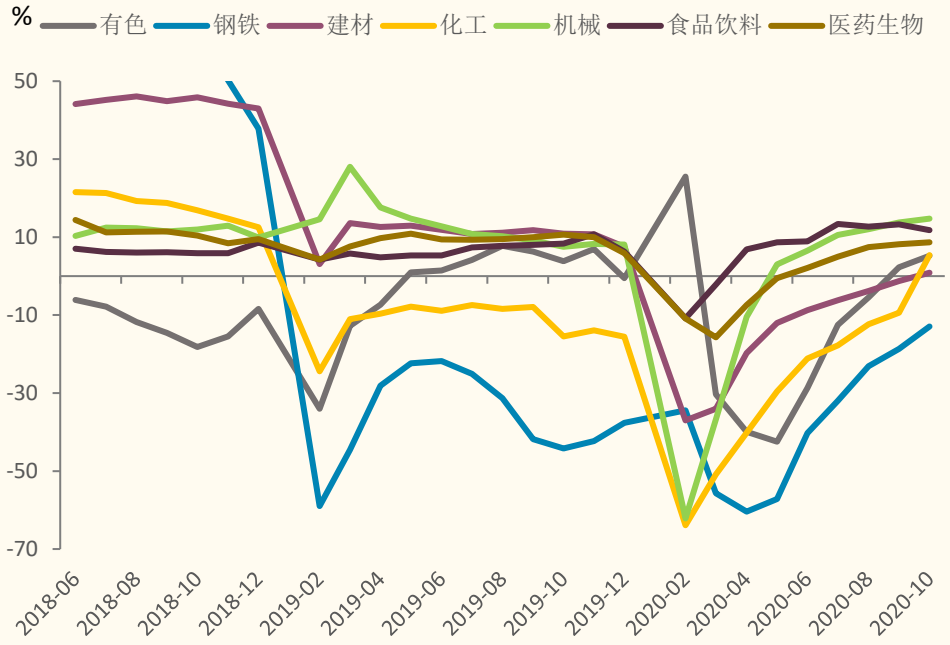


来源：Wind、国金证券研究所

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 6：工业企业利润总额增速（相关行业收入加权）



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。
- **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，此外明年地产竣工或维持高景气，地产竣工产业链行业或充分受益。
- **涨价主线：有色、化工等**

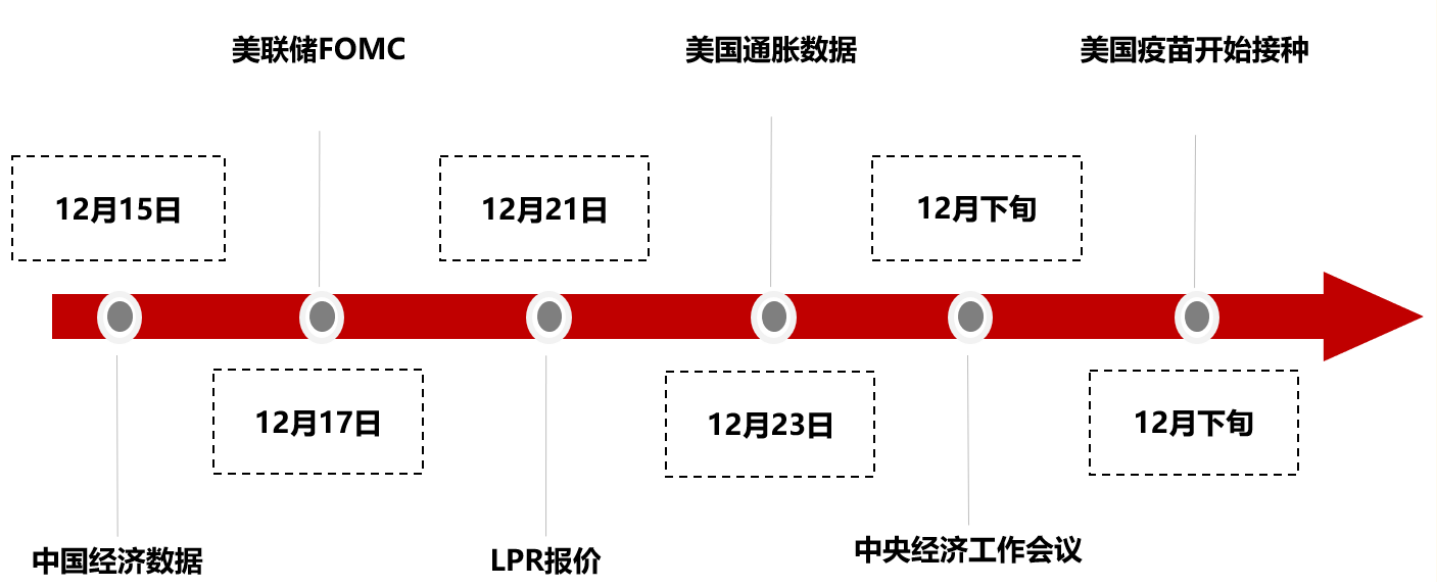
  受益于全球需求复苏的全球大宗商品，特别是供给端结构优化的行业，如工业金属和部分化工品种。
- **困境反转的行业：航空、机场、酒店等**

  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 7：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