策略周报 股票投资策略简报

“经济企稳，流动性趋紧”下如何配置

基本结论

- **“经济企稳回升，流动性由松趋紧”的宏观组合预期渐起。**疫情冲击对经济增长的负面冲击边际递减，无论是实际数据还是市场预期，经济企稳回升趋势日益显现。如果明年疫情极大缓和，全球经济共振复苏确定性较高，IMF 对 2021 年全球经济增速预测均有明显提升，其中中国经济增长大概率超 8%。与此同时，在经济企稳回升趋势下，国内流动性由松趋紧的预期也逐渐加强。数据上来看，M2 与工业增加值和 PPI 的差值高位回落的趋势将延续至明年。监管层来看，易纲行长近期明确表示“货币政策须把好货币供应总闸门，适当平滑宏观杠杆率波动，使之长期维持在一个合理的轨道上。”这进一步强化了市场对后续货币政策“由松趋紧”的预期。

- **借鉴历史，宏观环境相对比较符合“经济企稳回升，流动性由松趋紧”特征是 2010 年。**1）从经济增长来看，2010 年一季度是全年增长高点（2009 年一季度是阶段性低点，有低基数的原因），后续逐季回落。前瞻明年经济增长，在基数效应影响之下，一季度同样大概率是全年高点，后续逐季回落；2）从流动性环境来看，2010 年 M2 和社融增速从高位回落。政策方面，2010 年年初国家层面首次出台大规模地产调控政策，四季度央行开始收缩货币政策；3）从股票市场来看，2010 年 A 股市场呈现震荡行情，首次大规模地产调控主导市场，地产调控下价值板块相对较弱，结构上成长板块相对占优。**与 2010 年不同，当前地产调控基本常态化，地产调控并不会像 2010 年那样成为主导市场风格演绎核心因素。因此，我们认为后续市场演绎的方向和路径并不会简单复制 2010 年的情形，甚至市场风格会有较大的不同。**

- **“经济企稳回升，流动性由松趋紧”的宏观组合之下，市场仍呈现结构型行情，难有大起大落。**一方面，从金融条件来看，M2 与名义 GDP 差值处在高位回落的通道，“经济企稳回升，流动性由松趋紧”的背景下后续利率走势易上难下，部分板块高估值或存在一定压力。具体来说，当前 10 年期国债收益率在 3.2%左右，非金融 A 股 PE 估值在 28.5 倍，而历史上国债收益率在 3.1%-3.4%区间上时非金融 A 股估值均值和中位数分别为 23 倍和 21 倍。另一方面，从股票风险溢价的角度来看，当前股票风险溢价处在过去三年均值的负一倍标准差附近，过去 10 年突破过负一倍标准差只发生在 2015 年大牛市当中，如果金融条件不支持市场大幅上涨，那么当前股票风险溢价同样存在均值回归的压力。但需要指出的是，尽管流动性由松趋紧会对估值造成一定压力，但经济企稳回升背景下，上市公司业绩仍有较大的回升，因此市场也难以向熊市的方向演绎。

- **短期来看，市场主线仍主要围绕三季报业绩来展开。**短期仍维持对消费、消费电子、基建相关的建材和机械、有色和化工中部分涨价板块的推荐。

- 拉长来看，从“经济企稳，流动性趋紧”的宏观组合预期的角度来看，我们认为高估值成长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。行业配置建议聚焦四大方面：**1）消费和科技长期优质赛道：**自下而上精选个股，特别是那些估值有业绩支撑的个股。**2）低估值金融：保险、银行等。**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。**3）成长初期的行业：**5G 等。在十四五规划的窗口期，部分处在成长初期行业或存在戴维斯双击的机会，比如 5G 基础设施建设和应用端。**4）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。

- **风险提示：***海外黑天鹅事件（主权评级下调、地缘政治风险等）*

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

魏雪 分析师 SAC 执业编号：S1130518090001
weixue@gjzq.com.cn

内容目录

一、“经济企稳回升，流动性由松趋紧”的宏观组合预期渐起.....3
二、在这种宏观组合之下，市场如何演绎.....4
三、市场仍呈现结构型行情，难有大起大落.....5
四、“经济企稳，流动性趋紧”的宏观组合下的四大配置思路.....6
重要事件前瞻.....7

图表目录

图表 1：IMF 对全球经济增长预测.....3
图表 2：M2 与工业增加值和 PPI 的差值高位回落.....4
图表 3：历史上 GDP 与国债利率走势.....5
图表 4：股票风险溢价（E/P-10 年期国债收益率）存在均值回归压力.....6
图表 5：不同利率水平下非金融 A 股估值分布.....6
图表 6：重要事件前瞻.....7

一、“经济企稳回升，流动性由松趋紧”的宏观组合预期渐起

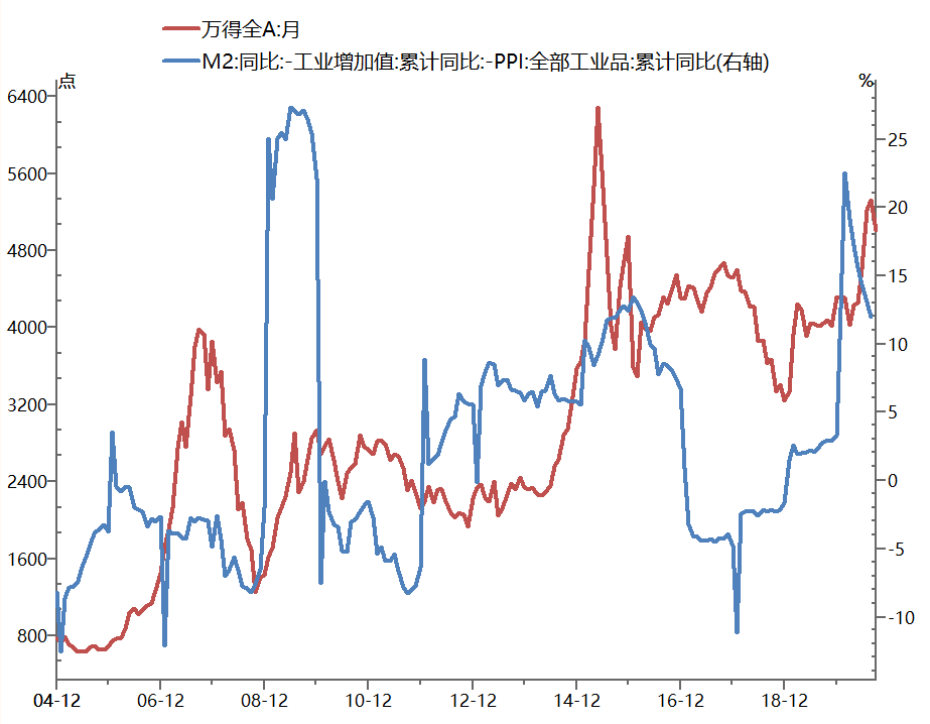
- **疫情冲击对经济增长的负面冲击边际递减，无论是实际数据还是市场预期，经济企稳回升趋势日益显现。**10 月 19 日披露的三季度 GDP 增速为 4.9%，前三季度累计增速已经转正，尽管经济增速略低于市场预期，但放眼全球，中国经济仍属于一枝独秀。如果明年疫情极大缓和，全球经济共振复苏确定性较高，IMF 对 2021 年全球经济增速预测均有明显提升，其中中国经济增长大概率超 8%。
- **与此同时，在经济企稳回升趋势下，国内流动性由松趋紧的预期也逐渐加强。**数据上来看，M2 与工业增加值和 PPI 的差值高位回落的趋势将延续至明年。监管层来看，易纲行长近期明确表示“货币政策须把好货币供应总闸门，适当平滑宏观杠杆率波动，使之长期维持在一个合理的轨道上。”这进一步强化了市场对后续货币政策“由松趋紧”的预期。

图表 1：IMF 对全球经济增长预测

GDP增速	2019年	2020年(E)	2021年(E)
发达经济体	**1.7**	**-8.0**	**4.8**
美国	2.3	-8.0	4.5
欧元区	1.3	-10.2	6.0
日本	0.7	-5.8	2.4
新兴市场	**3.7**	**-3.0**	**5.9**
中国	6.1	1.0	8.2
印度	4.2	-4.5	6.0
东盟五国	4.9	-2.0	6.2

来源：IMF、国金证券研究所

图表 2：M2 与工业增加值和 PPI 的差值高位回落

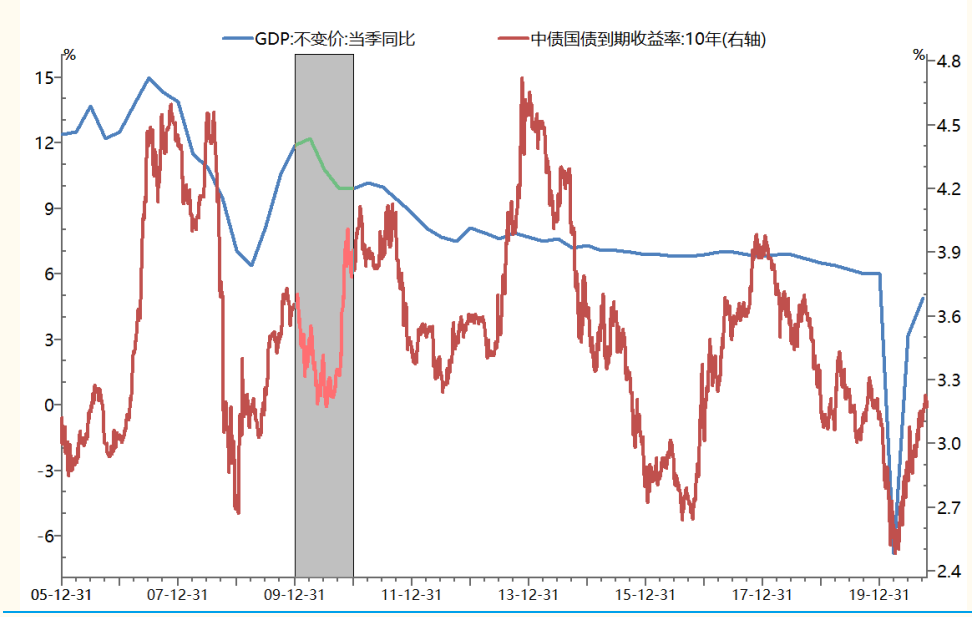


来源：Wind、国金证券研究所

二、在这种宏观组合之下，市场如何演绎

- **借鉴历史，宏观环境相对比较符合“经济企稳回升，流动性由松趋紧”特征是 2010 年。**1）从经济增长来看，2010 年一季度是全年增长高点（2009 年一季度是阶段性低点，有低基数的原因），后续逐季回落。前瞻明年经济增长，在基数效应影响之下，一季度同样大概率是全年高点，后续逐季回落；2）从流动性环境来看，2010 年 M2 和社融增速从高位回落。政策方面，2010 年年初国家层面首次出台大规模地产调控政策，四季度央行开始收缩货币政策；3）从股票市场来看，2010 年 A 股市场呈现震荡行情，首次大规模地产调控主导市场，地产调控下价值板块相对较弱，结构上成长板块相对占优。
- **尽管后续我们同样会面临“经济企稳回升，流动性由松趋紧”的宏观组合，但与 2010 年不同，当前地产调控基本常态化，地产调控并不会像 2010 年那样成为主导市场风格演绎核心因素。因此，我们认为后续市场演绎的方向和路径并不会简单复制 2010 年的情形，甚至市场风格会有较大的不同。**

图表 3：历史上 GDP 与国债利率走势

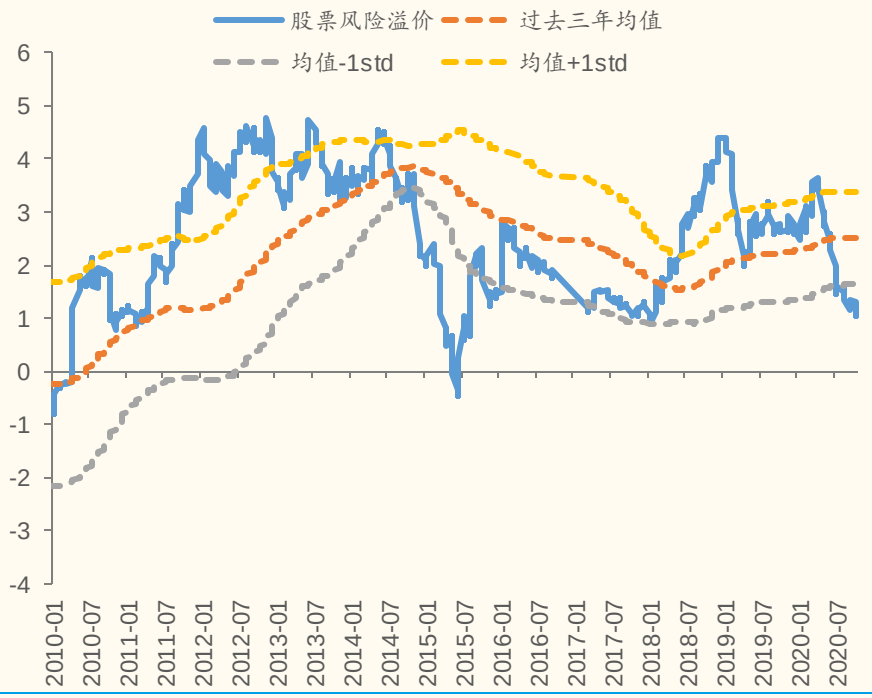


来源：Wind、国金证券研究所

三、市场仍呈现结构型行情，难有大起大落

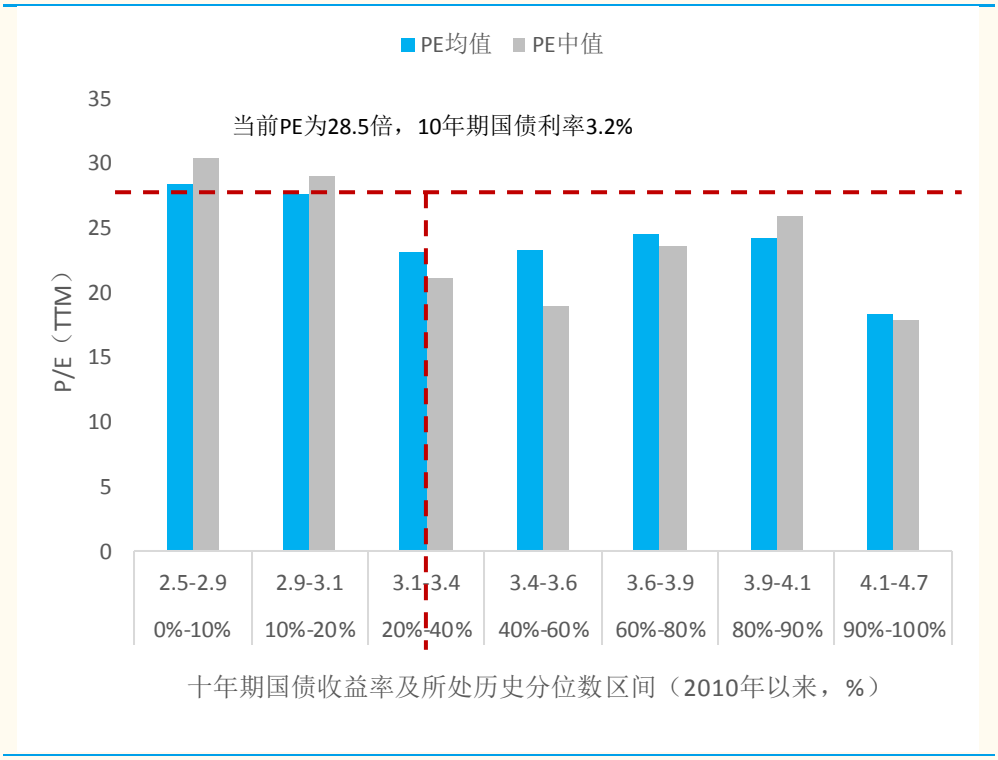
- **“经济企稳回升，流动性由松趋紧”的宏观组合之下，市场仍呈现结构型行情，难有大起大落。**一方面，从金融条件来看，M2 与名义 GDP 差值处在高位回落的通道，“经济企稳回升，流动性由松趋紧”的背景下后续利率走势易上难下，部分板块高估值或存在一定压力。具体来说，当前 10 年期国债收益率在 3.2%左右，非金融 A 股 PE 估值在 28.5 倍，而历史上国债收益率在 3.1%-3.4%区间上时非金融 A 股估值均值和中位数分别为 23 倍和 21 倍。另一方面，从股票风险溢价的角度来看，当前股票风险溢价处在过去三年均值的负一倍标准差附近，过去 10 年突破过负一倍标准差只发生在 2015 年大牛市当中，如果金融条件不支持市场大幅上涨，那么当前股票风险溢价同样存在均值回归的压力。但需要指出的是，尽管流动性由松趋紧会对估值造成一定压力，但经济企稳回升背景下，上市公司业绩仍有较大的回升，因此市场也难以向熊市的方向演绎。

图表 4：股票风险溢价（E/P-10 年期国债收益率）存在均值回归压力



来源：Wind、国金证券研究所

图表 5：不同利率水平下非金融 A 股估值分布



来源：Wind、国金证券研究所

四、“经济企稳，流动性趋紧”的宏观组合下的四大配置思路

- 短期来看，我们认为市场主线仍主要围绕三季报业绩来展开。短期我们仍维持对消费、消费电子、基建相关的建材和机械、有色和化工中部分涨价板块的推荐。
- 但拉长来看，从“经济企稳，流动性趋紧”的宏观组合预期的角度来看，我们认为高估值成长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。行业配置建议聚焦四大方面：
- **思路一：消费和科技长期优质赛道**

  自下而上精选个股，特别是那些估值有业绩支撑的个股。
- **思路二：低估值金融：保险、银行等**

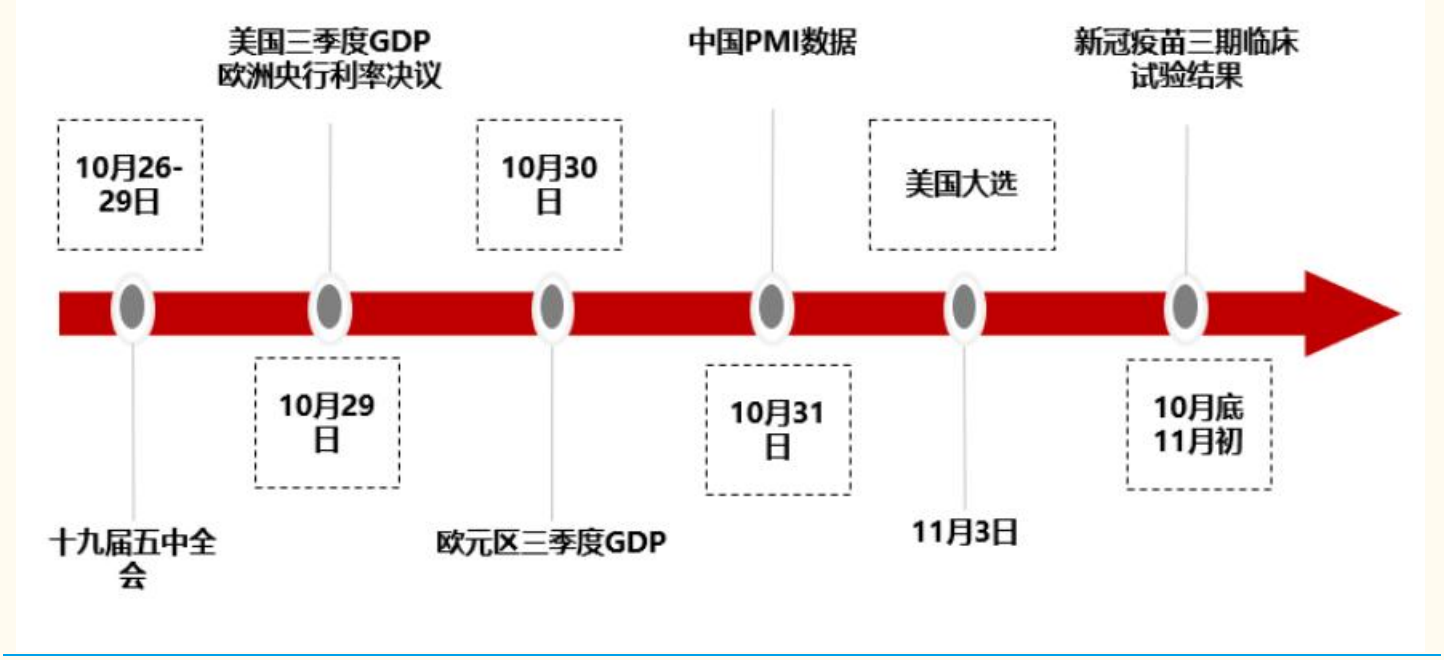
  一方面低估值属性，进可攻退可守，安全边际高；另一方面经济复苏和流动性趋紧预期，受益于利率曲线陡峭化。
- **思路三：成长初期的行业：5G 等**

  在十四五规划的窗口期，部分处在成长初期行业或存在戴维斯双击的机会，比如 5G 基础设施建设和应用端。
- **思路四：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。

重要事件前瞻

图表 6：重要事件前瞻



来源：Wind、国金证券研究所

- **风险提示：***政策刺激力度不及市场预期、市场流动性风险、海外黑天鹅事件（主权评级下调、地缘政治风险等）*

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：中国深圳福田区深南大道 4001 号时代金融中心 7GH