

策略周报

腾笼换鸟，重估“安全资产”！

——策略周末谈（4月第2期）

方正证券研究所证券研究报告

分析师

曹柳龙

登记编号：S1220523060003

联系人 徐嘉奇

相关研究

《本周A股估值总体收敛——A股TTM&全动态估值全景扫描》2024.04.14

《一季报披露在即，关注基本面持续好转标的》2024.04.07

《煤炭，超越茅台——策略周末谈（4月第1期）》2024.04.07

《本周A股估值总体回升——A股TTM&全动态估值全景扫描》2024.04.06

《安全经济学：当世界向我们露出獠牙——策略周末谈（3月第5期）》2024.03.31

上周国务院印发新“国九条”，重点强调安全和高质量发展，以及上市公司分红。基本印证我们从去年6.18《大安全当立》以来的判断。新“国九条”能否加速重估“安全资产”？对此，我们的基本看法如下——

第一，新“国九条”筑基大安全：安全先于发展。04和14年的“国九条”，从股权分置改革到资本市场扩容，解决“发展”相关问题，A股也相继迎来06-07年的“发展牛”和14-15年的“科技牛”。新“国九条”聚焦安全和高质量发展，解决“安全”相关问题，将会加速黄金/资源/公用事业等“稀缺资产”（安全资产）的重估行情！

第二，安全经济学：逆全球化“大安全当立”！中国在推进高端制造“自主可控”，美国在补贴其盟友中低端制造“再工业化”，这个地球上最强大的两个国家，相较于发展，都更重视安全。A股在过去3年中的市场表现，也告诉我们一个非常直观的结论：市场投资主线，正在从发展资产（核心资产），切换到安全资产（黄金/资源/公用事业等“稀缺资产”）。

第三，金融强国：不是重走老路，而是重建秩序。中国的“金融强国”重点在于金融服务实体经济，而非英美的“金融立国”导致金融凌驾于实体经济。类比电车难题：资本主义世界周期性的产能过剩，就是一辆高速行驶的电车。美国主导的全球化秩序，长期牺牲第三世界国家几十亿人的利益，满足欧美十几亿人“养尊处优”的生活。我们相信，中国的“金融强国”将会逐步建立更加高效和公平的分配制度，从根本上修正美国主导的全球化秩序中不合理的分配制度，并停下这辆“产能过剩”的电车！

第四，中特估：高股息只是表象，“安全资产”重估才是本质。新“国九条”重点强化对上市公司现金分红的监管。我们早在1.7《高股息的本质：“稀缺资产”的垄断优势》中就已提示：高股息只是表象，并不是所有高股息资产都能获得超额收益。只有具备垄断优势的**资源/公用事业“稀缺资产”（安全资产），才能长期获得超额收益。**

第五，科特估：新质生产力升级，亟需深化注册制改革。新“国九条”明确“推动股票发行注册制走深走实”。我们在3.10《科特估：新质生产力，突围！》中提出：新质生产力涵盖“优势制造+中国自造+先进智造”等3大领域。其中，“先进智造”（如AI和生物技术等）没有现成的技术路径，需要改善营商环境，优化上市制度，鼓励企业家精神，给企业更多的试错机会。新“国九条”严监管，腾笼换鸟，有助于深化注册制改革！

第六，逆全球化“大安全当立”，“稀缺资产”（安全资产）涨价重估！中国的高质量“自主可控”以及美国主导的“再工业化”，都是重视安全而忽视效率的。效率优先的“发展经济学”，正让位于自主可控的“安全经济学”。逆全球化“大安全当立”！抱紧黄金/资源/公用事业等“稀缺资产”（安全资产）。行业配置建议继续坚守“八二法则”（详见1.6）。

风险提示：政策落地不及预期、宏观经济下行压力超预期、盈利环境发生超预期波动等。

正文目录

1 本周核心观点.....	4
1.1 新“国九条”筑基大安全：安全先于发展.....	4
1.2 安全经济学：逆全球化“大安全当立”！.....	5
1.3 金融强国：不是重走老路，而是重建秩序.....	6
1.4 中特估：高股息只是表象，“安全资产”重估才是本质.....	7
1.5 科特估：新质生产力升级，亟需深化注册制改革.....	8
1.6 逆全球化“大安全当立”，“稀缺资产”（安全资产）涨价重估！.....	9
2 风险提示.....	10

图表目录

图表 1: 新“国九条”重点强调安全和高质量发展（蓝色是发展，红色是安全）	4
图表 2: 国九条在市场低迷期发布，解决市场主要矛盾	4
图表 3: 新“国九条”关键词向“安全”倾斜	4
图表 4: 投资的底层逻辑变化：从过去 20 多年的“发展经济学”，转向现在和未来 20 年的“安全经济学”	5
图表 5: 地产下行带来预期收益率二次下台阶	7
图表 6: 供给出清会带来“涨价重估”	7
图表 7: “新质生产力”的 3 个方向：优势制造、高端自造、先进智造	8
图表 8: 行业配置“八二法则”：80%配置高股息“稀缺资产”+20%博弈地产链弹性	9

1 本周核心观点

1.1 新“国九条”筑基大安全：安全先于发展

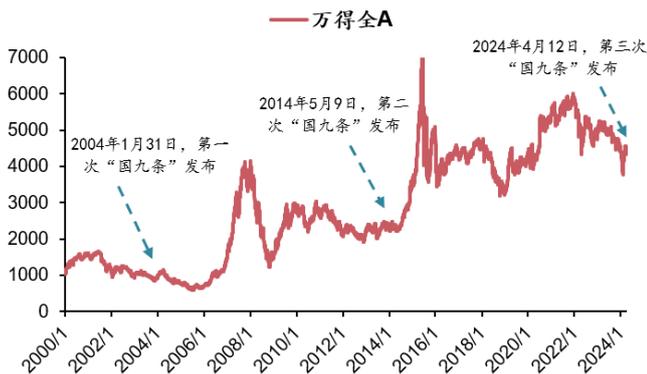
4月12日，国务院印发《关于加强监管防范风险推动资本市场高质量发展的若干意见》（新“国九条”），与04和14年的“国九条”显著不同：新“国九条”强调安全而非发展，印证我们去年6.18《大安全当立》以来的判断。04和14年的“国九条”，从股权分置改革到资本市场扩容，解决“发展”相关问题，A股也相继迎来06-07年的“发展牛”和14-15年的“科技牛”。逆全球化“大安全当立”是当前市场的主要矛盾。新“国九条”聚焦安全和高质量发展，将会加速黄金/资源/公用事业等“稀缺资产”（安全资产）的重估行情！

图表1:新“国九条”重点强调安全和高质量发展（蓝色是发展，红色是安全）



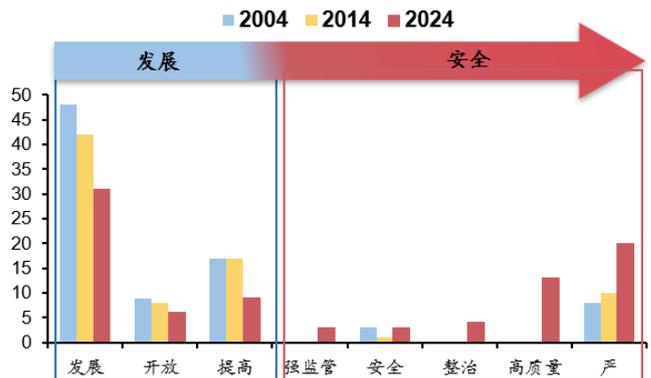
资料来源：方正证券研究所整理

图表2:国九条在市场低迷期发布，解决市场主要矛盾



资料来源：Wind，方正证券研究所整理

图表3:新“国九条”关键词向“安全”倾斜

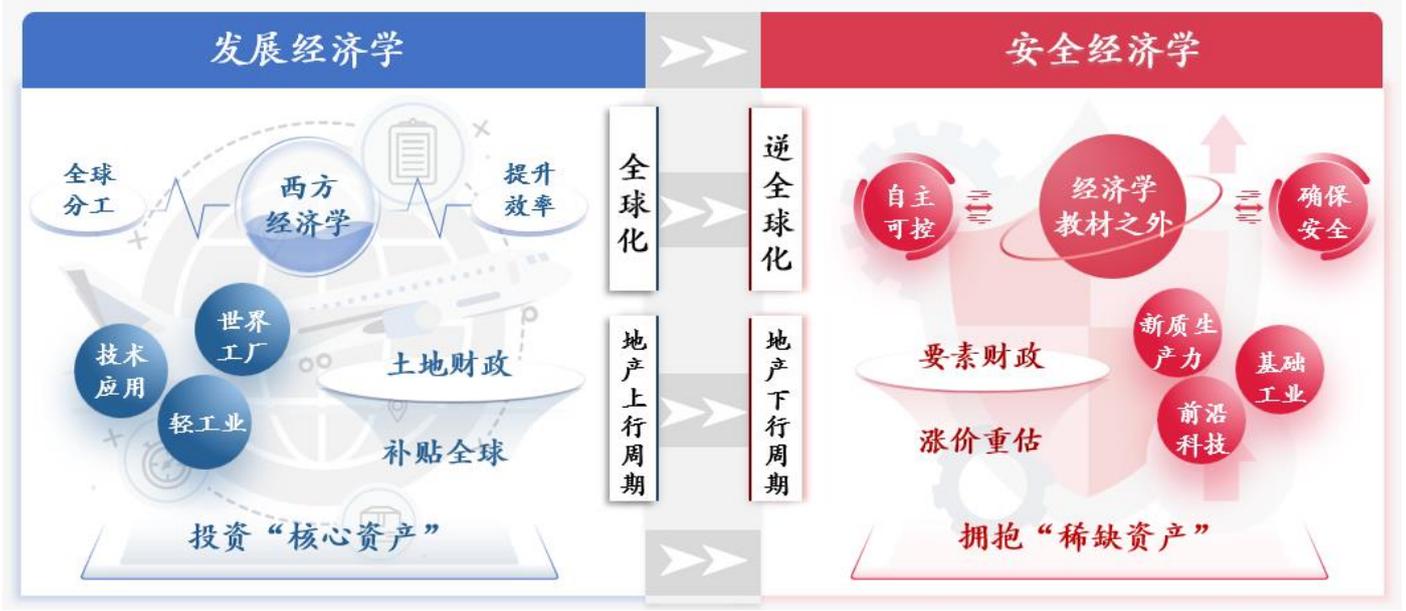


资料来源：方正证券研究所

1.2 安全经济学：逆全球化“大安全当立”！

我们在 3.31 《发展经济学：当世界向我们露出獠牙》中提示：中国正在推进高质量发展“自主可控”，而美国也在补贴其盟友体系中低端制造“再工业化”。这个星球上最强大的两个国家，相较于发展，都更重视安全。我们在过去 20 多年所熟悉的那个理性、高效、发展优先的全球化的世界，已经切换成现在和未来 20 多年我们所陌生的一个非理性、低效、安全优先的逆全球化的世界。结合 A 股在过去 3 年中的表现，我们可以得出一个非常直观的结论：逆全球化“大安全当立”！A 股的投资主线，已经从消费和地产链等“发展资产”（核心资产），切换到黄金/资源/公用事业等“安全资产”（稀缺资产）。新“国九条”聚焦安全和高质量发展，也会强化这个趋势！

图表4: 投资的底层逻辑变化：从过去 20 多年的“发展经济学”，转向现在和未来 20 年的“安全经济学”



资料来源：Wind，方正证券研究所

1.3 金融强国：不是重走老路，而是重建秩序

新“国九条”中明确提出“发挥资本市场功能作用，推进金融强国建设，服务中国式现代化大局”。中国的“金融强国”是金融服务实体经济，不会重走英美“金融立国”的老路：金融导致实体经济“去工业化”。我们在 3.31《安全经济学：当世界向我们露出獠牙》中指出：美国的核心利益在于全球化秩序，即全球产业分工，这能够压制资本主义世界“工业化大生产”导致的周期性产能过剩问题。但代价是第三世界国家长期处于全球产业链底部，成为原材料供应国或者中低端制造国。这有点类似于电车难题：通过牺牲部分人的利益，达成全球化系统的利益最大化。但问题的关键是，谁也不希望自己世世代代成为被牺牲的那部分人。

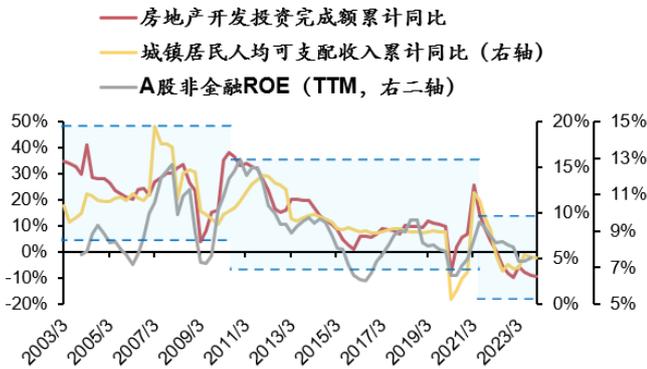
当前“逆全球化”中美全球秩序重建，其目的并不是中国取代英美在全球产业分工中的位置（金融立国），而是根本性修正美国主导的这套不合理的全球化秩序：长期牺牲第三世界国家几十亿人的利益，满足欧美十几亿人“养尊处优”的生活。这也类似于电车难题：问题的关键并不是选择牺牲 1 个人还是 5 个人，而是停下这辆高速行驶的电车。资本主义世界“工业化大生产”导致的周期性产能过剩，就是这辆高速行驶的电车！

因此，中国的“金融强国”重点在于金融服务实体经济，而非英美的“金融立国”导致金融凌驾于实体经济。我们相信：“金融强国”有助于形成更公平的分配制度，促进终端消费，让生产者有能力负担得起生产的商品，将从根本上修正美国主导的全球化秩序中不合理的分配制度，并停下这辆“产能过剩”的电车！

1.4 中特估：高股息只是表象，“安全资产”重估才是本质

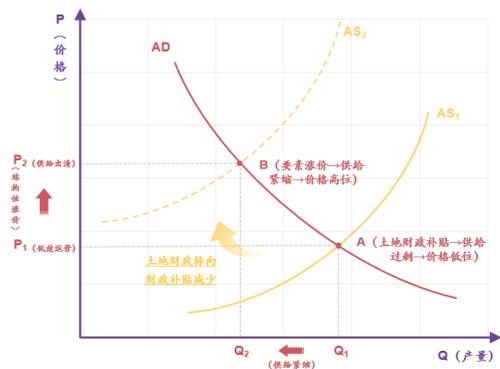
新“国九条”重点强化对上市公司现金分红的监管，沪深交易所配套政策也强调以分红为抓手，提高投资者回报。我们早在 1.7 《高股息的本质：“稀缺资产”的垄断优势》中就已提示：高股息只是表象，并不是所有高股息资产都能获得超额收益。只有具备垄断优势的资源/公用事业“稀缺资产”（安全资产），才能长期获得超额收益。我们也在 3.31 《安全经济学：当世界向我们露出獠牙》中再次强调，地产周期下行，必然会带来资源/公共事业等“稀缺资产”（安全资产）涨价重估：（1）地产链脱敏的资源和公用事业，盈利能力相对韧劲，开启重估进程；（2）土地财政收入骤降，泛公用事业部门（水/电/燃气/交运/通信等），在拿不到那么多补贴后，将供给出清，涨价重估！

图表5: 地产下行带来预期收益率二次下台阶



资料来源: Wind, 方正证券研究所

图表6: 供给出清会带来“涨价重估”



资料来源: 方正证券研究所

1.5 科特估：新质生产力升级，亟需深化注册制改革

新“国九条”明确“推动股票发行注册制走深走实，…，促进新质生产力发展，加大对突破关键核心技术企业的股债融资支持”。我们在 3.10《科特估：新质生产力，突围！》中提出，新质生产力（科特估）可以概括为 3 大领域——（1）中国领先的“优势制造”（如新能源车和通信等），已经完全实现自主可控，但现在面临产能过剩，亟待“出海”突围；（2）自主可控的“中国自造”（如高端装备和新材料等），属于潜在被欧美“卡脖子”的基础工业，存在现成的技术路径，亟需“新型举国体制”财政补贴实现“硬科技”自主可控；（3）前沿科技的“先进智造”（如 AI 和生物技术等），没有现成的技术路径，需要改善营商环境，优化上市制度，鼓励企业家精神，给企业更多的试错机会。

中美“逆全球化”加剧，中国公司很难纳斯达克上市。AI 等“先进智造”（科特估）转型升级，亟需深化注册制改革，构建中国自己的纳斯达克。我们判断：新“国九条”严监管，腾笼换鸟，有助于深化注册制改革！

（腾笼换鸟：“国九条”中明确提出“强化上市公司现金分红监管。对多年未分红或分红比例偏低的公司，限制大股东减持、实施风险警示”、“深化退市制度改革，加快形成应退尽退、及时出清的常态化退市格局”，以更严格的上市公司监管要求优化上市公司质量，为更多更优质的上市公司直接融资腾挪空间。）

图表7：“新质生产力”的 3 个方向：优势制造、高端自造、先进智造



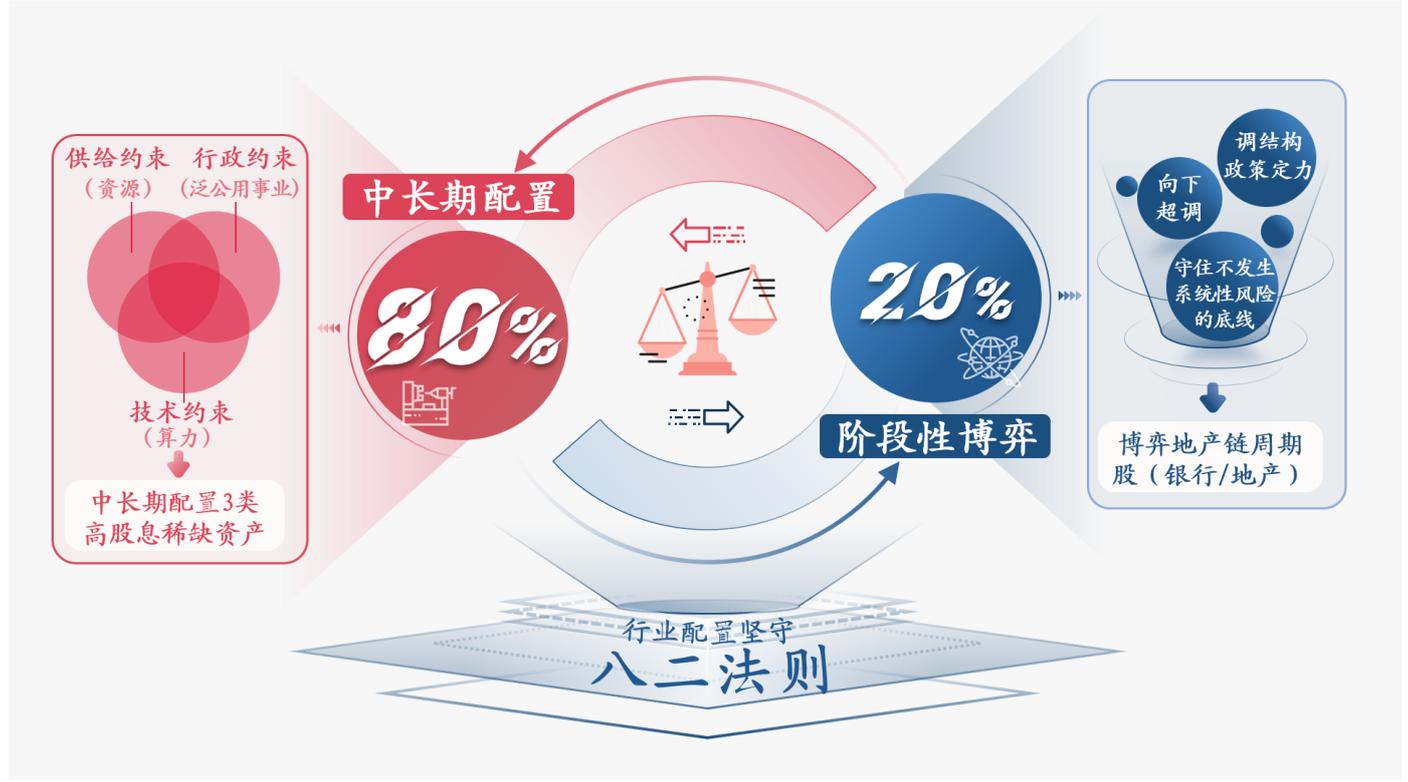
资料来源：方正证券研究所整理

1.6 逆全球化“大安全当立”，“稀缺资产”（安全资产）涨价重估！

资源/公用事业“涨价重估”（盐铁），才能实现高质量“硬科技”转型升级（涌现）！中国的高质量发展“自主可控”以及美国主导的“再工业化”，都在发展和安全中更重视安全。效率优先的“发展经济学”，正让位于自主可控的“安全经济学”。逆全球化“大安全当立”！抱紧黄金/资源/公用事业等“稀缺资产”（安全指出）。我们从去年12月初以来持续提示，行业配置坚守“八二法则”——

- 80%仓位中长期配置稀缺资产：（1）供给约束（部分资源）：石油/煤炭/有色；
（2）行政约束（中特估）：国企垄断的水务/电力/燃气/交运/通信；（3）技术约束（新质生产力）：AI 算力基建。
- 20%仓位阶段性博弈弹性资产：地产/银行的预期过度向下超调，会带来“脉冲式”的反弹行情。

图表8:行业配置“八二法则”：80%配置高股息“稀缺资产”+20%博弈地产链弹性



资料来源：方正证券研究所整理

2 风险提示

地缘政治不确定性；国内经济复苏不及预期；海外经济衰退超预期等。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，保证报告所采用的数据和信息均来自公开合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。研究报告对所涉及的证券或发行人的评价是分析师本人通过财务分析预测、数量化方法、或行业比较分析所得出的结论，但使用以上信息和分析方法存在局限性。特此声明。

免责声明

本研究报告由方正证券制作及在中国（香港和澳门特别行政区、台湾省除外）发布。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告内容仅供我公司适当性评级为 C3 及以上等级的投资者使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。若您并非前述等级的投资者，为保证服务质量、控制风险，请勿订阅本报告中的信息，本资料难以设置访问权限，若给您造成不便，敬请谅解。

在任何情况下，本报告的内容不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求，方正证券不对任何人因使用本报告所载任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本报告版权仅为方正证券所有，本公司对本报告保留一切法律权利。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处且不得进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

评级说明：

类别	评级	说明
公司评级	强烈推荐	分析师预测未来12个月内相对同期基准指数有20%以上的涨幅。
	推荐	分析师预测未来12个月内相对同期基准指数有10%以上的涨幅。
	中性	分析师预测未来12个月内相对同期基准指数在-10%和10%之间波动。
	减持	分析师预测未来12个月内相对同期基准指数有10%以上的跌幅。
行业评级	推荐	分析师预测未来12个月内行业表现强于同期基准指数。
	中性	分析师预测未来12个月内行业表现与同期基准指数持平。
	减持	分析师预测未来12个月内行业表现弱于同期基准指数。
基准指数说明		A股市场以沪深300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准，美股市场以标普500指数为基准。

方正证券研究所联系方式：

北京：西城区展览馆路 48 号新联写字楼 6 层

上海：静安区延平路71号延平大厦2楼

深圳：福田区竹子林紫竹七道光银行大厦31层

广州：天河区兴盛路12号楼隼峰苑2期3层方正证券

长沙：天心区湘江中路二段36号华远国际中心37层

网址：<https://www.foundersc.com>

E-mail：yjzx@foundersc.com