2021 年 03 月 15 日

价值之光不会照耀静止之处

——投资策略点评

策略研究团队

牟一凌（分析师）
mouyiling@kysec.cn
证书编号：S0790520040001

方智勇（联系人）
fangzhiyong@kysec.cn
证书编号：S0790120040049

梅锴（联系人）
meikai@kysec.cn
证书编号：S0790120070044

● 市场两极分化明显，加速价值继续回归

今天（2021 年 3 月 15 日）市场再次出现了较大幅度的调整，但两极分化十分明显：以茅指数/大盘成长为代表的抱团股指数大幅下挫，而红利指数领涨主要宽基指数。从板块表现上看，价值回归的趋势仍在强化：煤炭、建筑、钢铁和银行涨幅居前，值得关注的是此前疫情受损较为严重的商贸零售以及交通运输行业也迎来了修复。市场的核心逻辑已经转向绝对收益者驱动，价值回归是定价之锚。

● 固收+遭遇赎回的担忧对市场更多是结构性的

部分投资者认为固收+基金产品遭到银行理财端的止损赎回造成了市场波动，是今日市场调整的主要原因。我们从数据上并不完全认同：2020Q4 固收+产品持有 A 股规模在 1041 亿元左右，其中食品饮料 132.62 亿元，电新 131.15 亿元。但如果我们以基金破净、近 3 个月浮亏 5%+、2021 年最大回撤 5%+三个条件取并集作为样本发现：所选固收+基金 2020Q4 持有 A 股市值为 308.4 亿元，规模并不大，持有规模看：电新板块 50.89 亿元，食品饮料 49.97 亿元，医药 41.26 亿元。我们只能说固收+基金确实是近期市场的一个脆弱点，但是并不是真正风险来源。

● 去杠杆视角的思考：基本面分化将成为核心资产的分水岭

如果我们理解过往居民、机构买基金入市等同于买入了结构化产品可以帮我们更好理解当下市场的困境：**由于 2020 年市场大量板块存在不确定性，造成了核心资产垄断了流动性，成为结构化产品中“被加杠杆”的资产。**在过往中，居民入市时核心资产获得了较大杠杆效应，但是在如下情形下确实不利的：当其他资产景气度恢复时，将有专业机构选择“降杠杆”，向复苏弹性大（航空、旅游）和碳中和驱动价值修复（铝、钢、煤、公用事业等）和经济复苏中受益的大金融腾挪；当负债端明显出现赎回时，前期垄断流动性的核心资产将面对杠杆倍数的压力。**量化来看：我们定义公募基金前 100 重仓股的持仓市值与公募基金可用资金（存量+新发）的比值为抱团股的“杠杆”效应**，即单位可用资金所能拉动的抱团股持仓市值变动，**发现该比值在 2017 年 Q1 之后逐步抬升至 2020 年 Q4（1.70），并达到了 2013 年 Q3（1.86）以来的最高点，**积极的变化是，截至 2021 年 3 月 12 日该比值已经大幅回落至 1.18，正在逐步接近 2020 年 Q3（1.15）的水平，核心资产离阶段性的企稳从交易层面已有可能，基本面的分化将成下一阶段重点。

● 价值之光不会照耀静止之处

未来价值回归的两大收益来源值得市场的乐观者予以重视。第一，则是我们此前论证的价值股短期的盈利由于极致的成长风格并未被合理定价，在碳中和、疫情后经济复苏的驱动下，基于 ROE 的价值修复正在启动。第二，则是更远期的思考：价值股往往意味着短久期，意味着长期未被市场认可与定价。其中周期行业成长性的系统性消失正是由于过去产能周期的向下，但在过往 10 年的产能出清叠加疫情的加速+碳中和下，产能周期的向上值得期待，而其中会出现新的个股将实现从价值向成长的跃迁。这才是属于当下的投资者的价值发现与“α”之处。

● 风险提示：流动性超预期宽松；信用收缩超预期；碳中和政策落地不及预期。

相关研究报告

《投资策略周报-以“碳中和”之名》-2021.3.14

《投资策略专题-贴现率的迷思》-2021.3.13

《投资策略专题-南下的背水之战——南下“定价权”周度跟踪之五》-2021.3.10

目　录

1、 市场两极分化明显，加速价值继续回归 3
2、 固收+遭遇赎回的担忧对市场更多是结构性的 3
3、 去杠杆视角的思考：基本面分化将成为核心资产的分水岭 3
4、 价值之光不会照耀静止之处 4
5、 风险提示 4

图表目录

图 1： 2020Q4 固收+产品持有 A 股规模在 1041 亿元左右，其中食品饮料 132.62 亿元，电新 131.15 亿元 3
图 2： 以基金破净、近 3 个月浮亏 5%+、2021 年最大回撤 5%+三个条件取并集作为样本发现：所选固收+基金 2020Q4 持有 A 股市值为 308.4 亿元 3
图 3： 当前公募前 100 重仓股市值/公募可用资金比值已经逐步接近 2020 年 Q3 水平 4

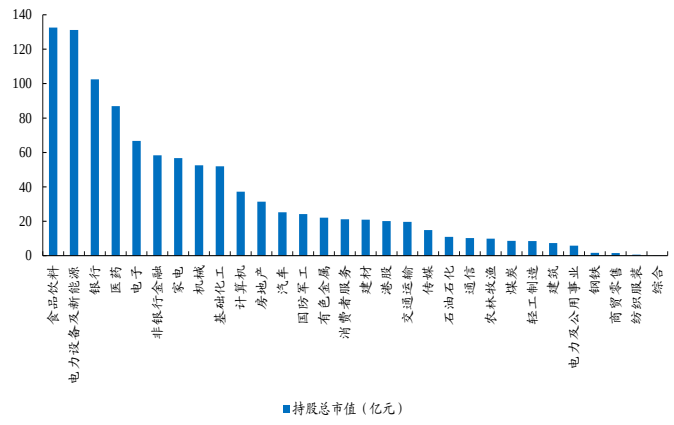
1、 市场两极分化明显，加速价值继续回归

今天（2021 年 3 月 15 日）市场再次出现了较大幅度的调整，但两极分化十分明显：以茅指数/大盘成长为代表的抱团股指数大幅下挫，而红利指数领涨主要宽基指数。从板块表现上看，价值回归的趋势仍在强化：煤炭、建筑、钢铁和银行涨幅居前，值得关注的是此前疫情受损较为严重的商贸零售以及交通运输行业也迎来了修复。市场的核心逻辑已经转向绝对收益者驱动，价值回归是定价之锚。

2、 固收+遭遇赎回的担忧对市场更多是结构性的

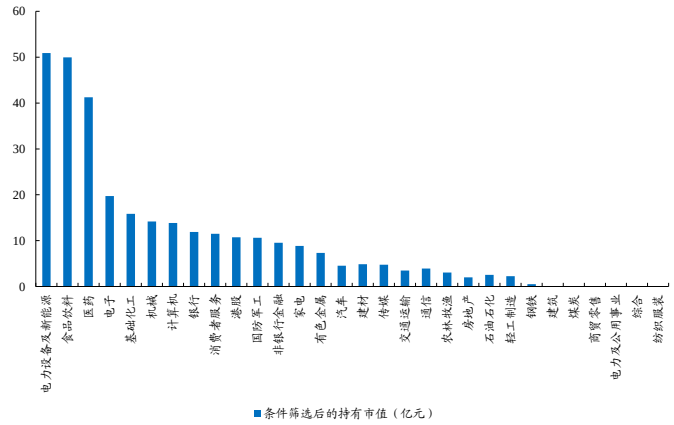
部分投资者认为固收+基金产品遭遇了银行理财端的止损赎回造成了市场的波动，是今日市场调整的主要原因。我们从数据上并不完全认同：2020Q4 固收+产品持有 A 股规模在 1041 亿元左右，其中食品饮料 132.62 亿元，电新 131.15 亿元。但如果我们以基金破净、近 3 个月浮亏 5%+、2021 年最大回撤 5%+三个条件取并集作为样本发现：所选固收+基金 2020Q4 持有 A 股市值为 308.4 亿元，规模并不大，持有规模看：电新板块 50.89 亿元，食品饮料 49.97 亿元，医药 41.26 亿元。我们只能说固收+基金确实是近期市场的一个脆弱点，但是并不是真正风险来源。

图1：2020Q4 固收+产品持有 A 股规模在 1041 亿元左右，其中食品饮料 132.62 亿元，电新 131.15 亿元



数据来源：Wind、开源证券研究所

图2：以基金破净、近 3 个月浮亏 5%+、2021 年最大回撤 5%+三个条件取并集作为样本发现：所选固收+基金 2020Q4 持有 A 股市值为 308.4 亿元



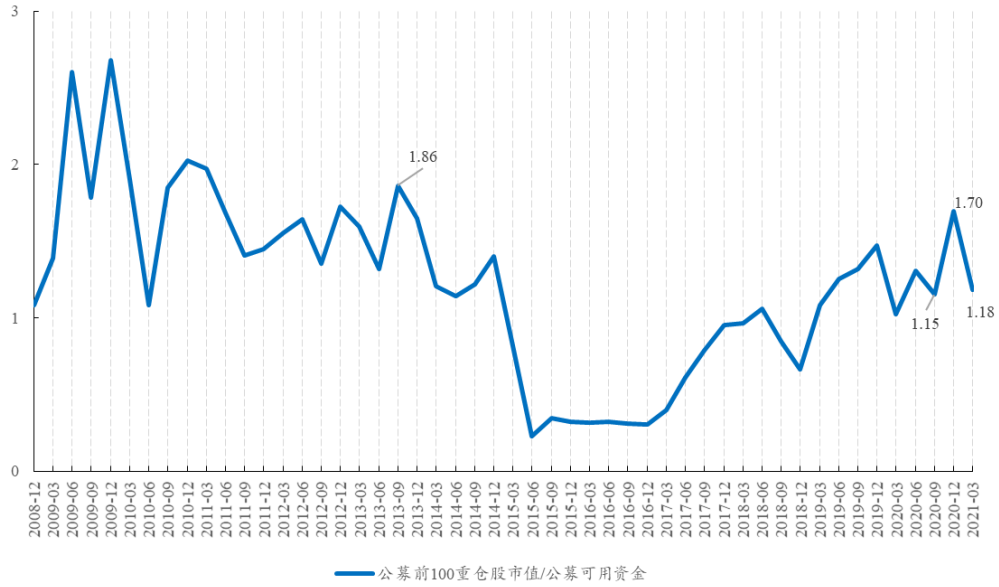
数据来源：Wind、开源证券研究所

3、 去杠杆视角的思考：基本面分化将成为核心资产的分水岭

如果我们理解过往居民、机构买基金入市等同于买入了结构化产品可以帮我们更好理解当下市场的困境：**由于 2020 年市场大量板块存在不确定性，造成了核心资产垄断了流动性，成为结构化产品中“被加杠杆”的资产**。在过往中，居民入市时核心资产获得了较大杠杆效应，但是在如下情形下确实不利的：当其他资产景气度恢复时，将有专业机构选择“降杠杆”，向复苏弹性大（航空、旅游）和碳中和驱动价值修复（铝、钢、煤、公用事业等）和经济复苏中受益的大金融腾挪；当负债端明显出现赎回时，前期垄断流动性的核心资产将面对杠杆倍数的压力。**量化来看：我们定义公募基金前 100 重仓股的持仓市值与公募基金可用资金（存量+新发）的比值为抱团股的“杠杆”效应**，即单位可用资金所能拉动的抱团股持仓市值变动，**发现该比值在 2017 年 Q1 之后逐步抬升至 2020 年 Q4（1.70），并达到了 2013 年 Q3（1.86）以来的最高点**，积极的变化是，截至 2021 年 3 月 12 日该比值已经大幅回落至 1.18，

正在逐步接近 2020 年 Q3（1.15）的水平，核心资产离阶段性的企稳从交易层面已有可能，基本面的分化将成下一阶段重点。

图3：当前公募前 100 重仓股市值/公募可用资金比值已经逐步接近 2020 年 Q3 水平



数据来源：Wind、开源证券研究所。注：1、公募可用资金来自存量基金与新发基金两个部分，对于存量基金（包括本季度前成立及本季度新发但有本季报的基金）而言，可用资金为（95%-当前整体仓位）*本季末总净值，新发基金则采用本季度成立但无季报的基金的规模；2、对于 2021 年 3 月 12 日比例的测算：首先依旧二次规划法计算 3 月 12 日基金的仓位，通过 20201231 季末净值*（1+2021 年以来截至 0312 的复权净值收益率）*（1-计算得到的当前仓位）得到存量资金，对于增量基金，考虑到赎旧买新的情况，我们采用 1 月的（净申购+认购）/（新发基金）之比作为乐观估计，测算 2、3 月的赎旧买新后的基金规模，进而得到增量基金部分的可用资金，对于前 100 重仓股的持有市值，我们则按照 2020Q4 的持仓市值与区间收益率计算后汇总得到。

4、 价值之光不会照耀静止之处

未来价值回归的两大收益来源值得市场的乐观者予以重视。第一，则是我们此前论证的价值股短期的盈利由于极致的成长风格并未被合理定价，在碳中和、疫情后经济复苏的驱动下，基于 ROE 的价值修复正在启动。第二，则是更远期的思考：价值股往往意味着短久期，意味着长期未被市场认可与定价。其中周期行业成长性的系统性消失正是由于过去产能周期的向下，但在过往 10 年的产能出清叠加疫情的加速+碳中和下，产能周期的向上值得期待，而其中会出现新的个股将实现从价值向成长的跃迁。这才是属于当下的投资者的价值发现与“α”之处。

5、 风险提示

流动性超预期宽松；信用收缩超预期；碳中和政策落地不及预期。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R2（中低风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C2、C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C2、C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。
因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%～20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在－5%～＋5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。
备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。		

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海
地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳
地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京
地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安
地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn