2021 年 02 月 28 日

收益之花，终会再开

——投资策略月报

牟一凌（分析师） 王况炜（联系人） 梅锴（联系人） 方智勇（联系人）
mouyiling@kysec.cn wangkuangwei@kysec.cn meikai@kysec.cn fangzhiyong@kysec.cn
证书编号：S0790520040001 证书编号：S0790120040033 证书编号：S0790120070044 证书编号：S0790120040049

● 核心矛盾凸显，“持币过节”得到验证

我们在 2 月月报《黎明前的黑暗》中建议投资者及时兑现收益，“持币过节”，背后原因在于市场的核心矛盾——流动性宽松的预期与经济修复的现实不可调和，而节后的通胀预期高企则激化了这一矛盾，近期 A 股和美股出现了共振式下跌，两个市场的“核心资产”靠前：对于 A 股来说则是食品饮料、新能源、医药，对美股而言主要是互联网、生物科技、必需消费品。**美债利率的上行和全球风险资产的调整都是“流动性宽松”与“经济增长”这一核心矛盾演化的两种结果。**

● 调整预计阶段性缓和，但请勿回头

缓和的理由有二：**第一，美债实际收益率上行指示的远期流动性与经济预期的矛盾或已阶段性度过最快时期，**历史上由经济复苏预期带来的实际利率上行幅度在 60bp 左右，而 2021 年 2 月以来，经历 15 天，实际利率已上行 46BP，历史上可参考的时期为 2009 年 Q1 与 2015 年 Q2，这两个时期实际利率均上行约 60bp，分别历时 21 天与 44 天，下一斜率抬升需要美联储的政策收紧意图，往 2%之路方向明确，但趋势缓和；**第二，近期 A 股的调整使其向价值安全线回归，**根据我们年度策略报告，2021 年 A 股将面临收益率向 ROE 回归的压力，这种超跑在近期市场调整中得到了“纠正”：即使认为 2019 年以来的核心资产重估或者 2020 年以来的“疫情牛”估值扩张需要修正，当下市场主流指数基于 ROE 的年内预期收益率在最近市场调整后已经转正。但是，风格来看，其中大盘成长股仍然透支，部分核心资产的未来值得关注。

● 从“害怕错过”变为“担心损失”

市场的长期价值安全线正在出现，但是我们不排除价格仍然可能在一定时期内向下偏离——就如它曾经向上偏离一般。**当下市场定价的驱动逻辑正在从过去的相对收益者主导的“害怕错过”变为以绝对收益者主导的“担心损失”**：尽管我们监测的公募基金负债端的代理变量并未出现市场担忧的“负向正反馈”信号，但是我们测算的新基民持基收益率正在接近历史上触发最大赎回概率的-5%的区间。另一方面，核心资产的定价权又一次戏剧性的交回到外资手中：当下公募基金可能无法承接外资在 A 股和港股两个市场因无风险利率上升对于中国核心资产的撤离，而这一切又会反过来影响公募基金的净值波动，庆幸的是这一切还未发生。**我们提醒投资者，是时候重新重视交易能力和轮动能力：**我们的历史回测显示**市场赚钱效应下滑时，换手率较高的基金往往能够获得明显相对收益。**

● 勇于择机：机会在波动中，不在趋势里

经济当下仍在复苏过程中，全球经济未来终将走向复苏的共振。但是，节奏的错位和市场投资者主导逻辑的变化将是我们不得不应对的事情。我们无法给出可以“一劳永逸”的建议，当下我们认为应该配置：以**地产、保险、银行、交通运输、建筑、农林牧渔**为代表的 PB-ROE 视角的价值股。“顺周期”仍是未来可以押注的进攻方向，主题投资推荐：低估值+主题投资期权的“一带一路”板块。

● 风险提示：流动性超预期宽松；国内经济下行超预期；疫苗接种不及预期

策略研究团队

相关研究报告

《投资策略专题-开源金股，2 月推荐》-2021.1.30

《投资策略点评-相信市场中的积极力量》-2021.1.28

《投资策略点评-内外分歧背后：来自增量资金的“隐患”--资金跟踪系列之一》-2021.1.28

目 录

1、 核心矛盾激化，“持币过节”得到验证 3
2、 下一个场景：调整缓和但不会回头 5
2.1、 美债实际收益率上行或已过最快时期 5
2.2、 近期指数的调整是在向 A 股价值安全线回归 8
2.3、 市场的主导权：交回到绝对收益者的手中 9
3、 勇于择机 13
3.1、 动起来，提高换手或许是出路 13
3.2、 配置上：转入防御组合，追求绝对收益 14
3.3、 “低估值”+主题投资期权：“一带一路”板块 14
4、 风险提示 15

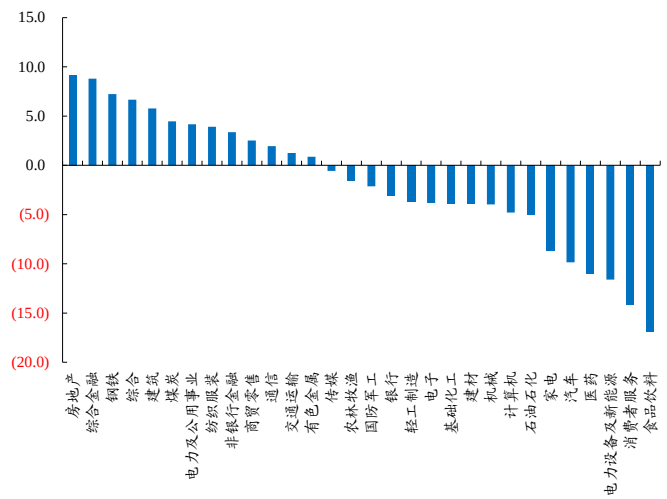
图表目录

图 1： 节后 A 股涨跌幅排名靠前的行业为房地产、综合金融、钢铁、综合、煤炭 3
图 2： 节后美股涨跌幅排名靠前的行业为标普 500 能源、纳斯达克银行、纳斯达克运输、标普 500 工业、标普 500 金融 3
图 3： 英国、美国接种率正逐步赶上以色列和阿联酋，超过 30% 4
图 4： 由于全球经济复苏对铜的需求恢复，而供给短暂缺乏，铜的现货升水 4
图 5： 铝价期货、现货均上行，期货上行更快 4
图 6： 主要化工品进入 2021 年以来价格上行较快，春节期间淡季不淡，节后将迎来开工旺季，价格上涨预期强 5
图 7： 进口铁矿石指数进入 2021 年以来也大幅上行 5
图 8： 美债 10 年期名义利率快速上行，突破 1.5% 5
图 9： 比特币在 2 月深度调整 5
图 10： 2 月中下旬美债名义利率的大幅上行是实际利率大幅上行的主要原因 6
图 11： 历史上美国实际利率大幅上行往往对应着经济衰退或者复苏 7
图 12： 参考可比时期的实际利率变化幅度和速度，实际利率由于经济复苏预期带来的快速上升期可能已经过去 7
图 13： 当前失业率的目标要优先于实际通胀水平 8
图 14： 近期大部分宽基指数的调整其实是在向安全线靠拢，指数层面年度层面预期收益率回到正值 8
图 15： 以 2016 年的累计年化收益率-累计年化 ROE 作为安全线标准，则中小盘股具备较大的收益空间 9
图 16： 本周(20210222-20210226)个人持有比例较高的 ETF 在被持续净申购 10
图 17： 存量投资者（“老基民”）的收益率分布最多在 10%-30% 10
图 18： 新增投资者（“新基民”）的收益率分布最多在 0-10% 10
图 19： 历史上，当股票型+混合型基金的 3 个月滚动收益率达到 10%以上或者-5%以下时，会有明显的赎回行为 11
图 20： 本周(20210222-20210226)主动偏股基金仓位震荡上行 11
图 21： 本周(20210222-20210226)主动偏股基金主要加仓食品饮料、医药、TMT、金融地产板块以及以石油石化、煤炭等为代表的通胀交易品种 12
图 22： 随着 10Y 美债实际利率上行，近期北上净买入有所减缓，周五(20210226)北上出现较大幅度净流出 12
图 23： 近期南下资金逐步净卖出港股 13
图 24： 近期南下资金成交额占比逐步下降 13
图 25： 历史上看，主动偏股基金中换手率最高组和换手率最低组的收益率之差与 Wind 全 A 的涨跌幅显著负相关 13
图 26： 投资者应当从进攻思维转变为积极防御甚至消极防御 14

1、 核心矛盾激化，“持币过节”得到验证

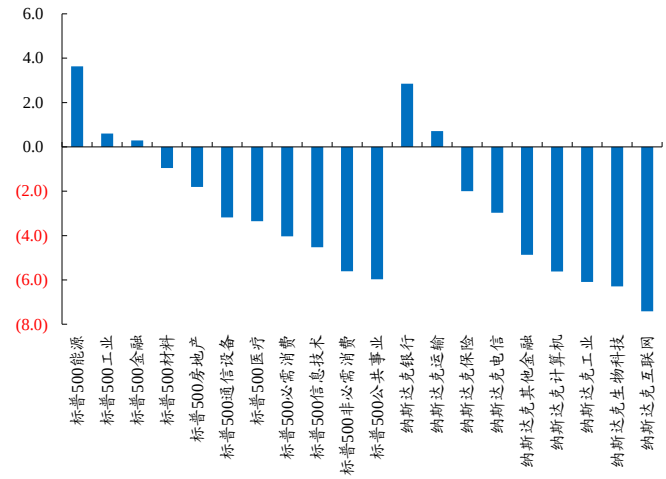
我们在 2 月月报《黎明前的黑暗》中建议投资者及时兑现收益，“持币过节”，背后原因在于市场的核心矛盾——流动性宽松的预期与经济修复的现实不可调和，而节后的通胀预期高企则激化了这一矛盾，近期 A 股和美股出现了共振式下跌，两个市场的“核心资产”靠前。本月（2021 年 2 月）A 股主要三大股指上证指数/沪深 300/创业板指涨跌幅分别为+0.74%/-0.28%/-6.86%，节后至今（2.18-2.26，下同）三大股指均回吐涨幅或扩大跌幅，上证指数/沪深 300/创业板指分别下跌 5.06/7.65%/11.30%，波动率明显抬升；美股主要三大股指道琼斯工业指数/标普 500/纳斯达克指数在节后至今分别下跌 10.7%/6.46%/5.53%。从行业上看，A 股和美股涨跌幅排名靠前的行业均体现出了一定的价值防御属性（如金融、房地产），市场的避险情绪浓厚；涨跌幅排名靠后的行业主要集中于两个市场的“核心资产”，对于 A 股来说则是食品饮料、新能源、医药，对美股而言主要是互联网、生物科技、必需消费品。

图1：节后 A 股涨跌幅排名靠前的行业为房地产、综合金融、钢铁、综合、煤炭



数据来源：Wind、开源证券研究所

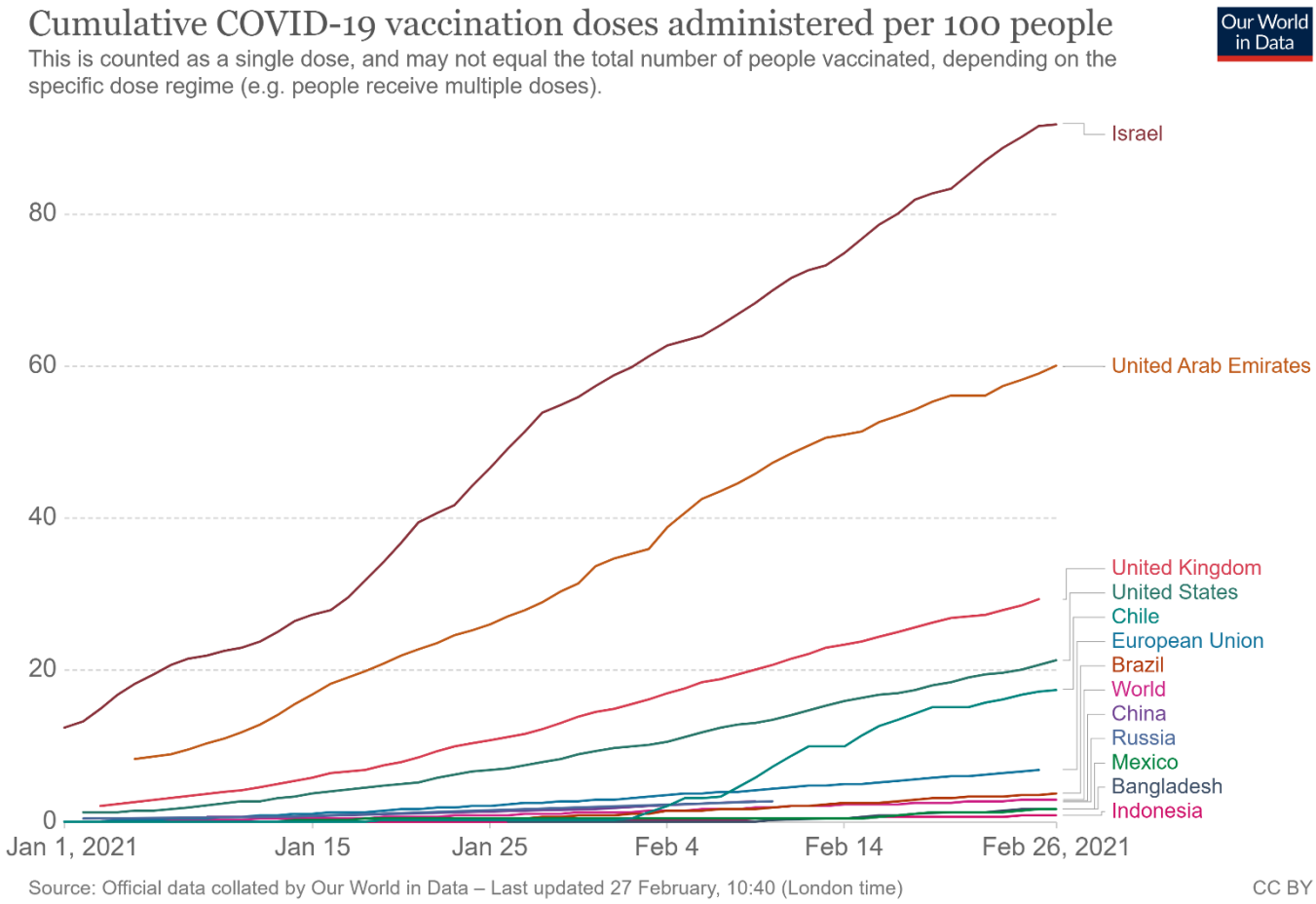
图2：节后美股涨跌幅排名靠前的行业为标普 500 能源、纳斯达克银行、纳斯达克运输、标普 500 工业、标普 500 金融



数据来源：Wind、开源证券研究所

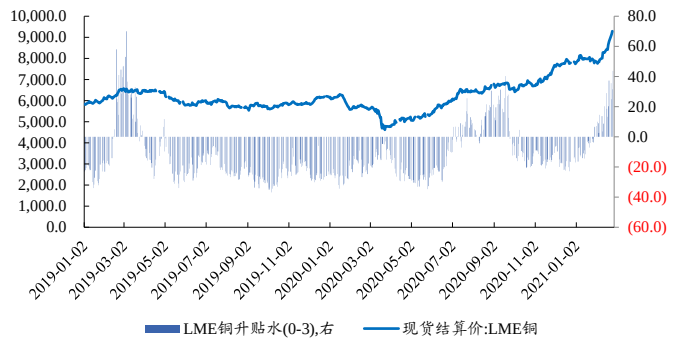
美债利率的上行和全球风险资产的调整都是“流动性宽松”与“经济增长”这一核心矛盾演化的两种结果。我们曾在此前的报告《黎明前的黑暗》中提到，经济也许暂时囿于疫情，但流动性不会再次宽松：一方面当前各国央行对于资产“泡沫”的担忧使得货币政策宽松受到明显的制约；另一方面，未来通胀预期仍是影响全球流动性的核心变量，下一个更为确定的宏观场景将会是全球经济再通胀+流动性收缩。进入 2 月份以来，随着发达国家疫苗接种进入稳定阶段、美国刺激法案即将敲定，通胀预期再次提升，据密歇根大学的消费者调查数据，消费者预期 2021 年通胀将达到 3.3%的水平。此外，全球定价的大宗商品价格出现了广泛的上涨，尽管美联储主席的讲话仍然表示将提供必要的货币政策支持，美债 10 年期收益率仍一度上行至 1.5%，比特币等流动性相关资产大幅下跌。

图3：英国、美国接种率正逐步赶上以色列和阿联酋，超过 30%



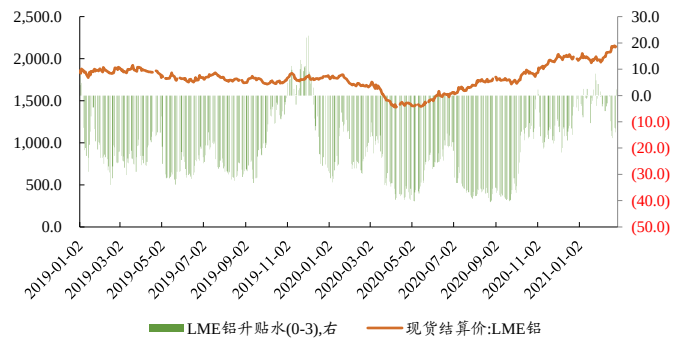
资料来源：Our World in Data

图4：由于全球经济复苏对铜的需求恢复，而供给短暂缺乏，铜的现货升水



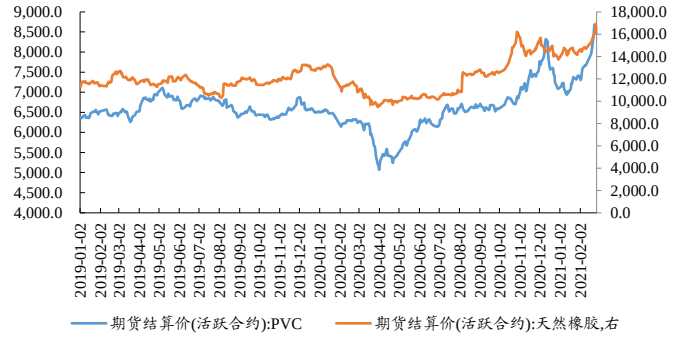
数据来源：Wind、开源证券研究所

图5：铝价期货、现货均上行，期货上行更快



数据来源：Wind、开源证券研究所

图6：主要化工品进入 2021 年以来价格上行较快，春节期间淡季不淡，节后将迎来开工旺季，价格上涨预期强



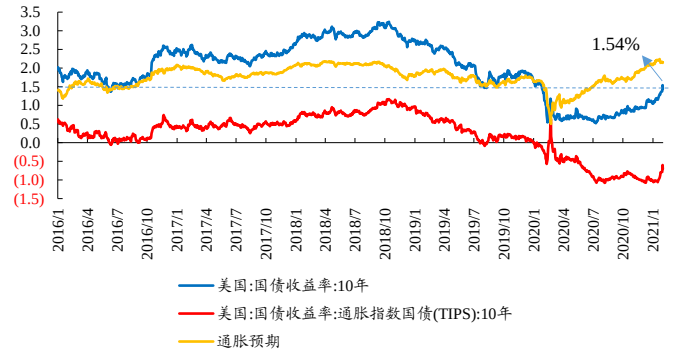
数据来源：Wind、开源证券研究所

图7：进口铁矿石指数进入 2021 年以来也大幅上行



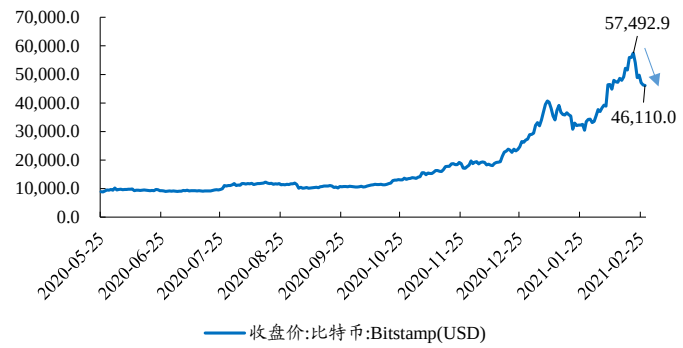
数据来源：Wind、开源证券研究所

图8：美债 10 年期名义利率快速上行，突破 1.5%



数据来源：Wind、开源证券研究所

图9：比特币在 2 月深度调整



数据来源：Wind、开源证券研究所

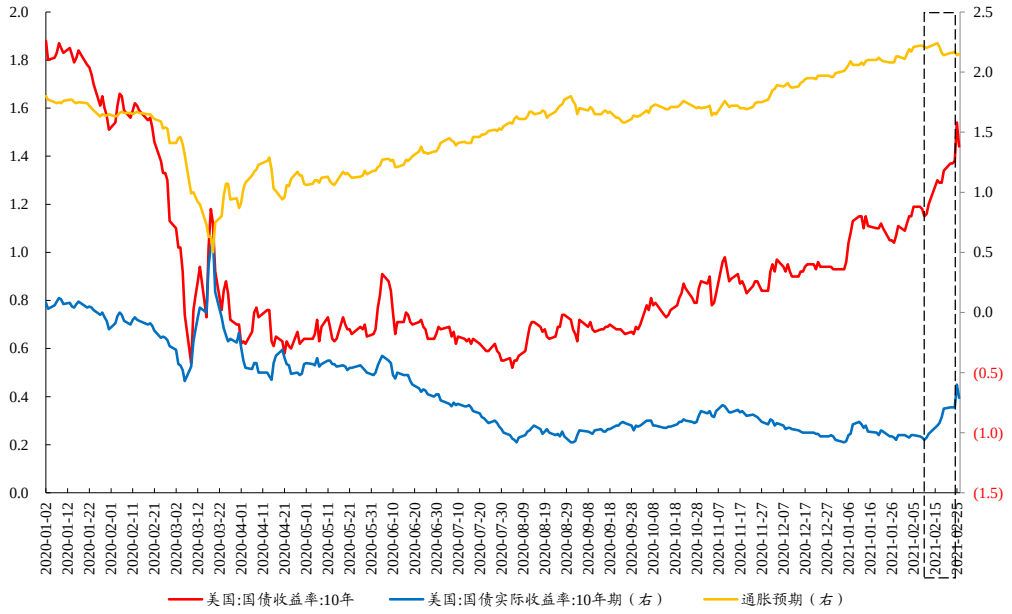
2、 下一个场景：调整缓和但不会回头

2.1、 美债实际收益率上行或已过最快时期

2 月中下旬以来实际利率大幅上行的核心驱动力是美国名义利率的大幅上行，而通胀预期[1]在高位震荡。2 月 10 日以来，美国实际利率从-1.06%最高回升至 2 月 25 日的-0.60%（最新为 2 月 26 日的-0.71%），上行了 46bp，其中名义利率上行了 39bp，通胀预期回落 7bp。

[1] 这里的通胀预期指的是美债名义利率-实际利率所反映的通胀预期。

图10：2月中下旬美债名义利率的大幅上行是实际利率大幅上行的主要原因



数据来源：Wind、开源证券研究所

历史上美国实际利率大幅上行往往对应着经济衰退或者复苏，而在可类比的经济复苏时期实际利率上行幅度约为60bp。因此根据历史经验，当下由于经济复苏预期带来的实际利率上行（15天内46bp）或已过最快时期。

实际利率的大幅上行意味着名义利率大幅跑赢通胀预期，而参考历史上美国实际利率大幅上行的阶段，我们发现可以有以下四种组合：

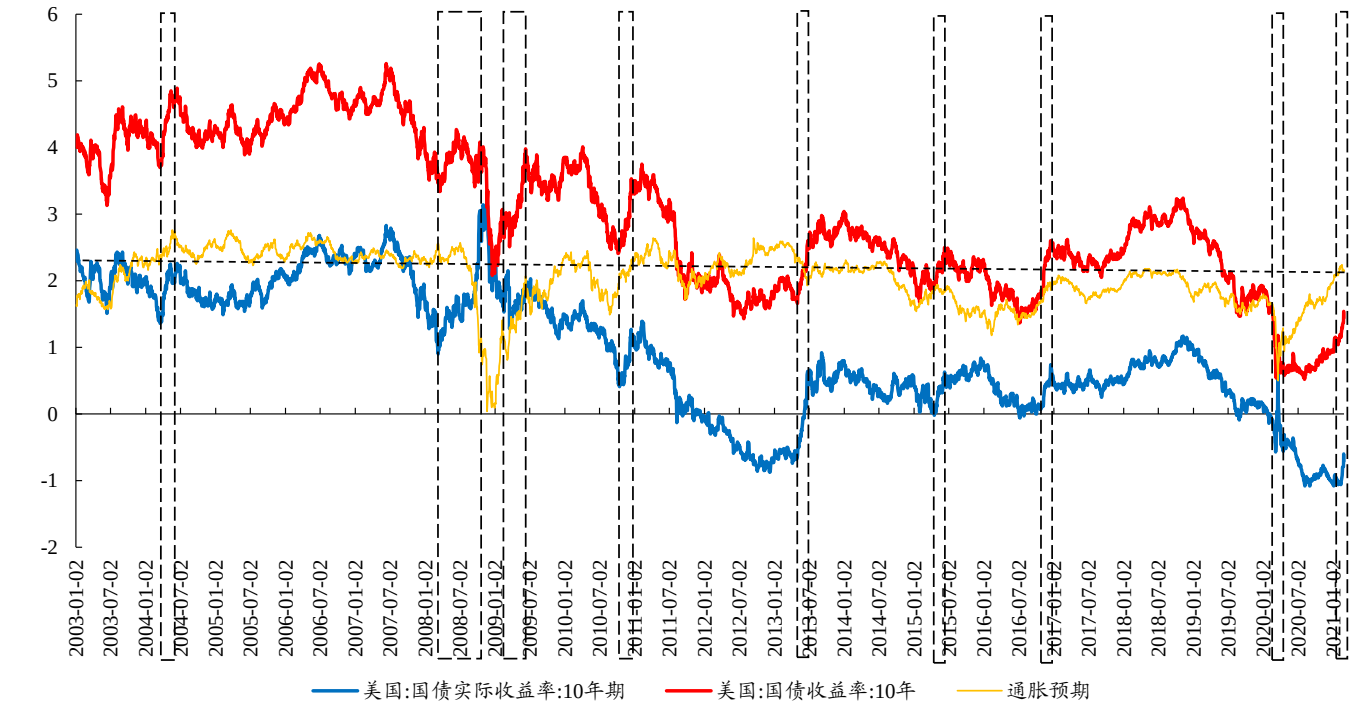
（1）**名义利率与通胀预期都处于下行期**，但由于通胀下行地更快，因此实际利率大幅上行，这时候往往对应着经济衰退（2008年金融危机）；

（2）**名义利率大幅上行，通胀预期大幅下行**，这时候往往对应着经济衰退时发生的流动性危机（由于市场的抛售导致名义利率大幅上行，比如2008年金融危机以及2020年新冠疫情危机）；

（3）**名义利率大幅上行，通胀预期维持高位震荡**，这时候往往对应着经济复苏前期（市场对经济复苏前景乐观，通胀预期在高位但实际通胀水平还未触及高位，货币政策常态化的预期已经开始体现至名义利率的大幅上行，比如2009年Q2、2015年Q2）；

（4）**名义利率大幅上行，通胀预期也上行但没有名义利率那么快**，这时候往往对应着经济复苏后期（通胀预期上行较为温和，但由于实际通胀回升至较高的水平导致央行开始加息，比如2010年年末、2016年Q4）。

图11：历史上美国实际利率大幅上行往往对应着经济衰退或者复苏



数据来源：Wind、开源证券研究所

在上述四种组合中，第三个组合（名义利率大幅上行而通胀预期在高位震荡）的特征与当下较为相似：经济复苏早期市场对经济前景较为乐观，而对货币政策正常化的预期体现在债券价格中，历史上可参考的时期为 2009 年 Q1 与 2015 年 Q2，这两个时期实际利率均上行约 60bp，分别历时 21 天与 44 天。而 2021 年 2 月以来，经历 15 天，实际利率已上行 46BP，因此我们认为实际利率由于经济复苏预期带来的快速上升期可能已经过去，接下来上升的斜率可能会有所放缓。

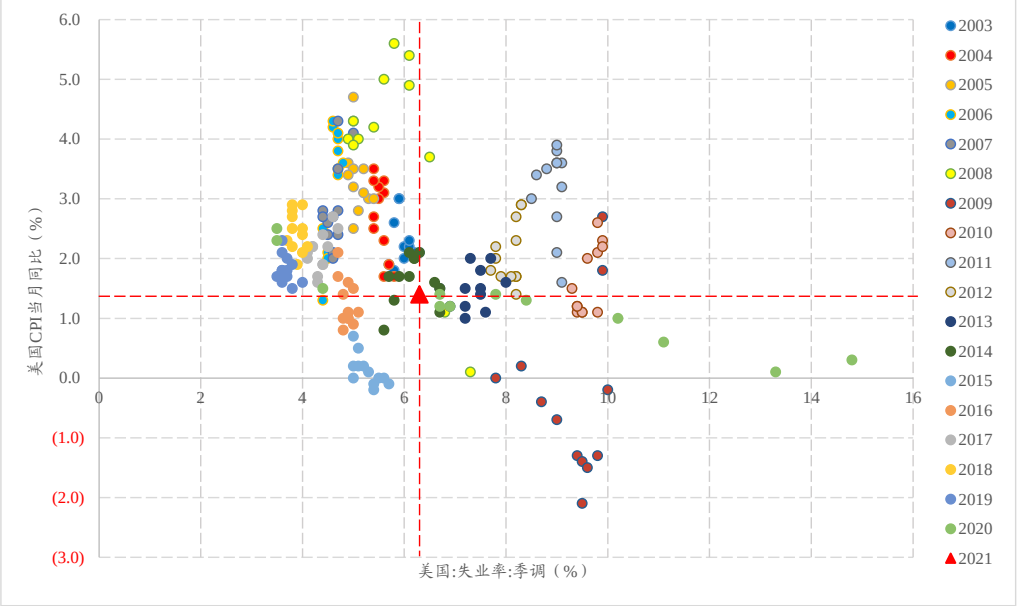
图12：参考可比时期的实际利率变化幅度和速度，实际利率由于经济复苏预期带来的快速上升期可能已经过去

期初	期末	历时（天）	实际利率变化（%）	名义利率变化（%）	通胀预期变化（%）	美国CPI当月同比期末值（%）	通胀预期期末值（%）
2004-03-17	2004-05-07	51	0.88	1.08	0.20	3.10	2.55
2008-03-10	2008-10-14	218	2.15	0.62	(1.53)	3.70	1.03
2009-02-17	2009-03-10	21	0.62	0.35	(0.27)	(0.40)	0.84
2010-10-14	2010-12-14	61	0.86	0.97	0.11	1.50	2.22
2013-04-05	2013-07-10	96	1.38	0.98	(0.40)	2.00	2.06
2015-04-27	2015-06-10	44	0.60	0.56	(0.04)	0.10	1.87
2016-10-25	2016-12-16	52	0.67	0.83	0.16	2.10	1.86
2020-03-06	2020-03-19	13	1.19	0.38	(0.81)	1.50	0.50
2021-02-10	2021-02-25	15	0.46	0.39	(0.07)	1.40	2.14

数据来源：Wind、开源证券研究所

更进一步地，历史上看前期影响实际利率上行的核心因素是经济复苏本身，但后续随着实际通胀水平的不断抬升，影响实际利率继续上行的核心因素将变成美联储的政策收紧意图。而就目前而言，美联储的政策目标重心仍是失业率，但失业率还并未触及美联储设定的目标，此外，财政刺激法案仍未实质落地，经济复苏处于初期，当前实际的通胀水平还不足以让美联储产生退出 QE 或者加息的意向，因为一旦实际利率上升过快就会导致资金成本大幅上升，对经济复苏造成较大的负面影响。

图13：当前失业率的目标要优先于实际通胀水平



数据来源：Wind、开源证券研究所

2.2、 近期指数的调整是在向 A 股价值安全线回归

如果以累计年化收益率-累计年化 ROE 的长期中枢作为判断 A 股价值的安全线标准，则我们发现近期大部分指数的调整其实是在向安全线靠拢。根据我们年度策略报告《回归 ROE——2021“新共识”系列（一）》，2021 年 A 股将面临收益率向 ROE 回归的压力，原因是在 2019-2020 两年中都出现了明显的“收益率超跑 ROE”的情形，因此我们以截止 2018 年末、2019 年末的长期中枢作为 2021 年 A 股价值的安全线。其核心假设是当下的调整两种不同极端逻辑：2019 以来的核心资产牛市估值扩张需要修正和 2020 年以来的疫情牛市的估值扩张需要修正。我们发现：如果站在 2021 年 2 月 18 日来看，以大盘成长、创业板指为代表的指数实际收益率明显高于两个中枢假设下的预期收益率，而这种超跑在近期得到了“纠正”，截止 2 月 26 日，我们计算的主要指数都回到了安全线之内。

结论是：上证指数、沪深 300，创业板指等主要指数 2021 年预期收益率重新回到正值。但是值得注意的是：无论以何种修正方式，大盘成长股的预期收益率都是明显负值，结构性的调整难言结束。结构之中，小盘成长股可能有相对占优的收益率预期。

图14：近期大部分宽基指数的调整其实是在向安全线靠拢，指数层面年度层面预期收益率回到正值

	主要指数						大小盘风格					
	万得全A	上证指数	沪深300	创业板指	中证500	中证1000	大盘成长	大盘价值	中盘成长	中盘价值	小盘成长	小盘价值
2021年预期收益率（以2018年为中枢）	6.13%	2.96%	7.68%	3.60%	7.54%	0.00%	-3.05%	1.77%	-3.39%	-0.41%	-1.64%	0.33%
2021年预期收益率（以2019年为中枢）	7.40%	3.90%	9.50%	6.99%	8.95%	4.10%	1.51%	4.18%	0.29%	1.52%	1.45%	1.70%
2021年实际收益率（2021-02-26）	-0.11%	1.04%	2.41%	-1.76%	-0.04%	-4.83%	3.25%	4.76%	2.21%	6.11%	0.46%	2.12%
预期-实际（以2018年为中枢）	**6.24%**	**1.92%**	**5.27%**	**5.36%**	**7.58%**	**4.83%**	**-6.31%**	**-3.00%**	**-5.60%**	**-6.52%**	**-2.10%**	**-1.79%**
预期-实际（以2019年为中枢）	**7.52%**	**2.87%**	**7.10%**	**8.75%**	**9.00%**	**8.93%**	**-1.74%**	**-0.58%**	**-1.92%**	**-4.59%**	**0.99%**	**-0.43%**
2021年实际收益率（2021-02-18）	5.38%	5.82%	10.69%	11.93%	3.89%	-3.64%	17.10%	5.89%	12.79%	8.56%	4.47%	1.43%
预期-实际（以2018年为中枢）	**0.75%**	**-2.86%**	**-3.02%**	**-8.33%**	**3.65%**	**3.64%**	**-20.15%**	**-4.12%**	**-16.18%**	**-8.96%**	**-6.11%**	**-1.09%**
预期-实际（以2019年为中枢）	**2.03%**	**-1.92%**	**-1.19%**	**-4.94%**	**5.07%**	**7.74%**	**-15.59%**	**-1.70%**	**-12.49%**	**-7.04%**	**-3.02%**	**0.27%**

数据来源：Wind、开源证券研究所

如果我们以上一次美国经济复苏时期 10 年期美债到期收益率向上触及 1.5%时（2016 年年中）的累计年化收益率-累计年化 ROE 作为安全线标准（由于部分指数 2010 年之后才有相应的数据，因此此处长期中枢不考虑 2012-2016 年的均值），**则我们发现以中证 1000 和中证 500 为代表的中小盘股仍具备较大的收益空间**。

图15：以 2016 年的累计年化收益率-累计年化 ROE 作为安全线标准，则中小盘股具备较大的收益空间

	主要指数						大小盘风格					
	万得全A	上证指数	沪深300	创业板指	中证500	中证1000	大盘成长	大盘价值	中盘成长	中盘价值	小盘成长	小盘价值
2021年预期收益率	8.62%	4.58%	9.58%	10.17%	13.71%	24.14%	2.17%	0.95%	0.05%	3.56%	5.63%	5.14%
2021年实际收益率（2021-02-26）	-0.11%	1.04%	2.41%	-1.76%	-0.04%	-4.83%	3.25%	4.76%	2.21%	6.11%	0.46%	2.12%
与预期收益率的差距（预期-实际）	8.73%	3.54%	7.18%	11.93%	13.76%	28.97%	-5.43%	-3.81%	-2.16%	-2.55%	5.18%	3.02%
2021年实际收益率（2021-02-18）	5.38%	5.82%	10.69%	11.93%	3.89%	-3.64%	17.10%	5.89%	12.79%	8.56%	4.47%	1.43%
与预期收益率的差距（预期-实际）	3.24%	-1.24%	-1.11%	-1.76%	9.83%	27.77%	-19.27%	-4.93%	-12.73%	-5.00%	1.17%	3.71%

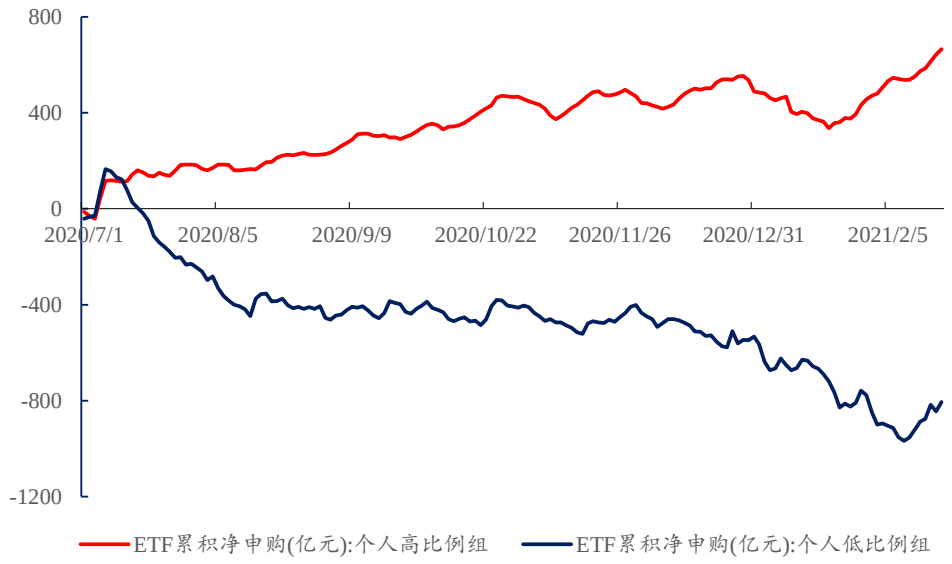
数据来源：Wind、开源证券研究所

2.3、 市场的主导权：交回到绝对收益者的手中

市场正在从以“相对收益者”为主导的市场，过渡到由“绝对收益者”主导的市场，股价对基本面的驱动开始从“害怕错过”变为“担心失去”。**最直接的影响，就是市场所关注的居民端的负向正循环**。此前我们在报告中提出可以用个人持有比例较高的 ETF 的申赎情况高频跟踪割人投资者申赎基金的行为。根据我们的测算发现：本周(20210222-20210226)个人持有比例较高的 ETF 在被持续净申购，这意味着**我们现在跟踪的指标也许尚不能证明负向的循环已经开启，这是好消息**。

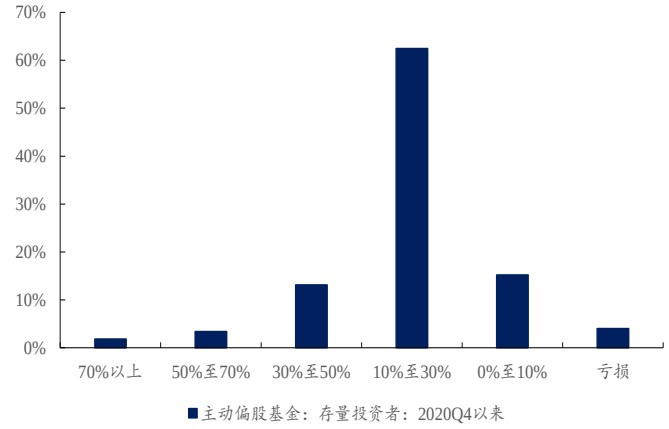
但需要注意的是，**截至 2 月 26 日，2020Q4 入场的“新基民”收益率主要分布在-10%至 10%之间，约两成左右收益率在 10%以上，历史上看，当股票型+混合型基金的 3 个月滚动收益率达到 10%以上或者-5%以下时，会有明显的赎回行为，**2020Q4 以前已经持有的“老基民”的收益率则分布最多在 10%-30%，这部分基民的一直处于 10%以上，观点已经得到了表达，并不是我们担忧的；**主要问题在于，新基民当下正在大量进入-5%以下的最大概率赎回区间**，随着市场的波动，赎回的概率在上升。**前期的害怕错过让整个相对收益的机构投资者充分表达了自身观点，而“害怕失去”的绝对收益者可能正要从负债端影响市场**。

图16：本周(20210222-20210226)个人持有比例较高的 ETF 在被持续净申购



数据来源：Wind、开源证券研究所

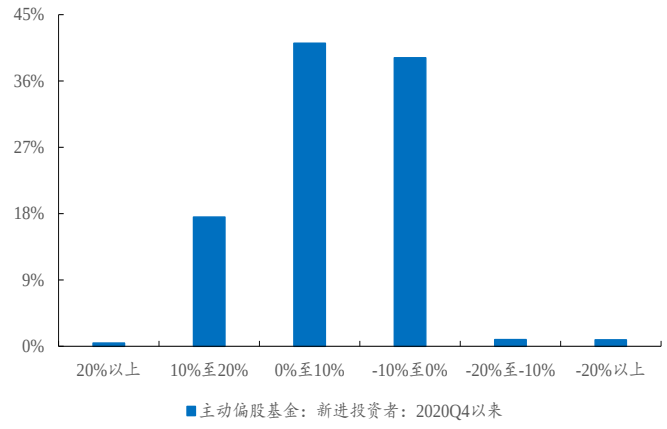
图17：存量投资者（“老基民”）的收益率分布最多在 10%-30%



数据来源：Wind、开源证券研究所

注：1、收益率计算截至 2021 年 2 月 26 日；2、存量投资者的收益率=存量投资者 20210226 持有总净值/（存量投资者 2020Q3 持有总净值-赎回部分的规模）-1。

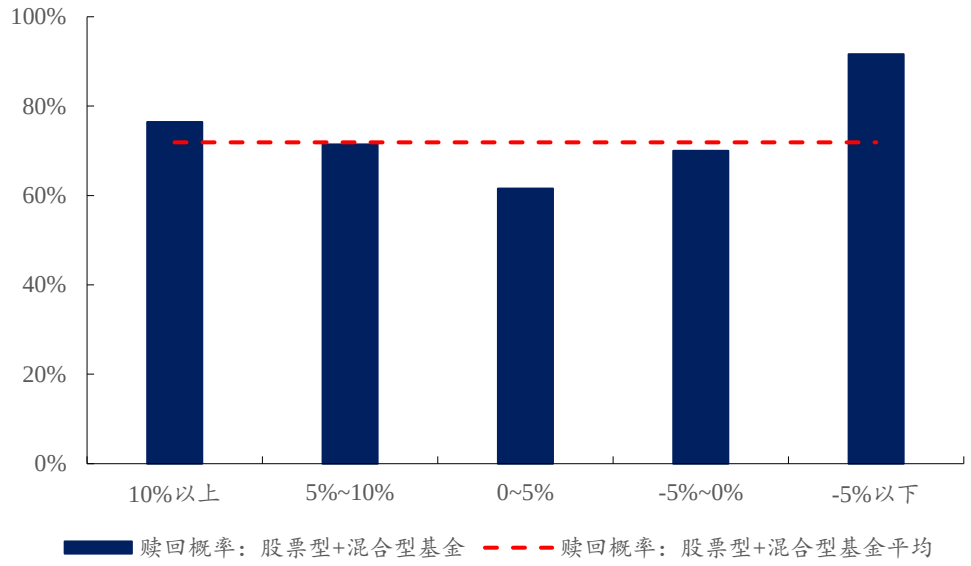
图18：新增投资者（“新基民”）的收益率分布最多在 0-10%



数据来源：Wind、开源证券研究所

注：新发部分的新进投资者的收益率使用主动偏股基金的指数收益率替代，新申购部分的新进投资者的收益率=对应公募基金的 20210226 单位净值/进场价格-1，进场价格为（2020Q4 基金总净值-2020Q3 基金总净值*（1+2020Q4 该基金回报））/（申购份额-赎回份额）计算所得。

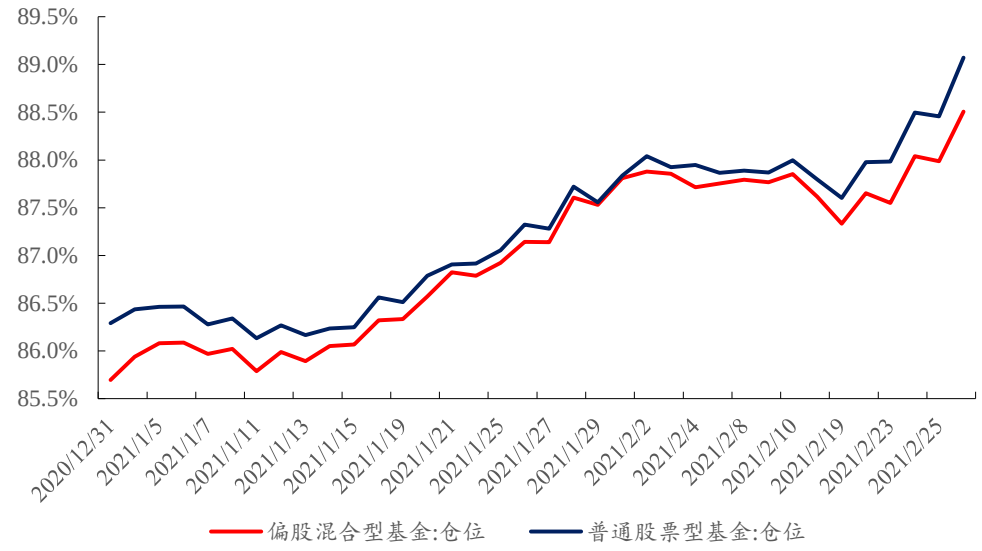
图19：历史上，当股票型+混合型基金的 3 个月滚动收益率达到 10%以上或者-5%以下时，会有明显的赎回行为



数据来源：Wind、开源证券研究所

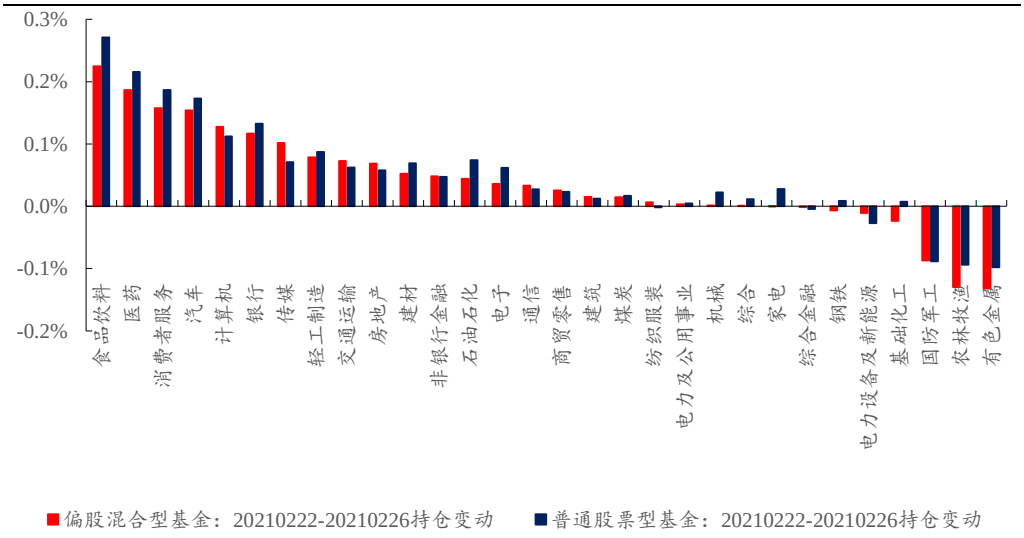
而就在此时，我们发现：本周(20210222-20210226)主动偏股基金仓位震荡上行，主要加仓食品饮料、医药、TMT、金融地产板块以及以石油石化、煤炭等为代表的通胀交易品种，这可能指示两点：第一，当前公募的配置方向已经开始逐步扩散，**对于公募本身而言可能在选择积极调整结构，寻求破局方法**；第二种，在市场有大幅卖出时机构投资者呈现仓位上升，可能指示机构投资者的仓位上升部分来自于资金赎回。

图20：本周(20210222-20210226)主动偏股基金仓位震荡上行



数据来源：Wind、开源证券研究所

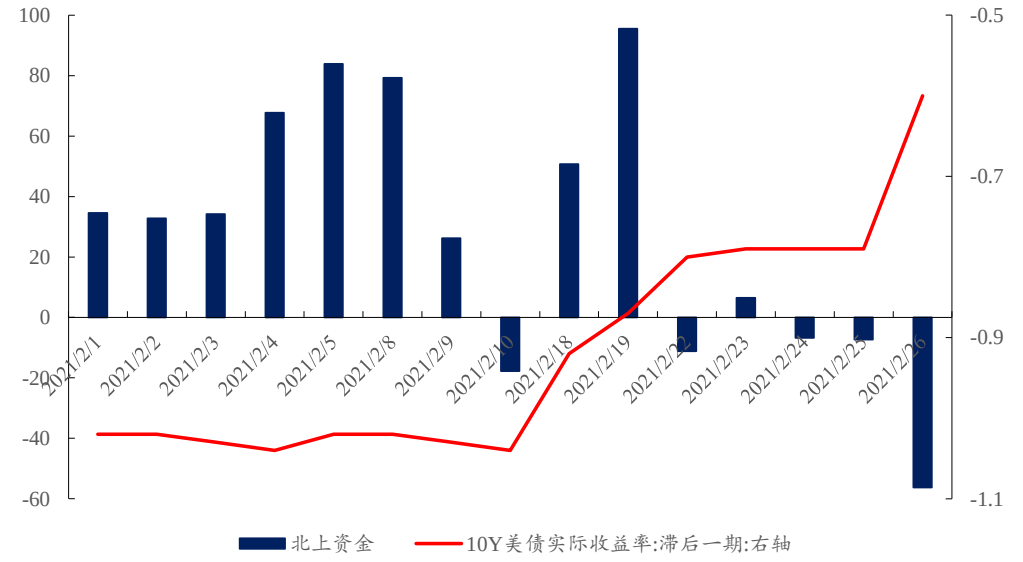
图21：本周(20210222-20210226)主动偏股基金主要加仓食品饮料、医药、TMT、金融地产板块以及以石油石化、煤炭等为代表的通胀交易品种



数据来源：Wind、开源证券研究所

当下在微妙的平衡下，**也许这一次核心资产的定价权再一次交回到“北上资金”手中，如果伴随实际利率的影响进一步扩散，机构投资者可能没有充足的力量接过北上资金的筹码**。上述的平衡至少会在部分产品和部分资产中被打破。需要注意的是，由于 2020 年 1 月以来对港股的涌入，境外市场的波动也会对平衡本身造成影响。**此时外资在 A 股和港股市场的变化都可能造成公募基金净值的进一步波动，带来负债端脆弱性的上升。**

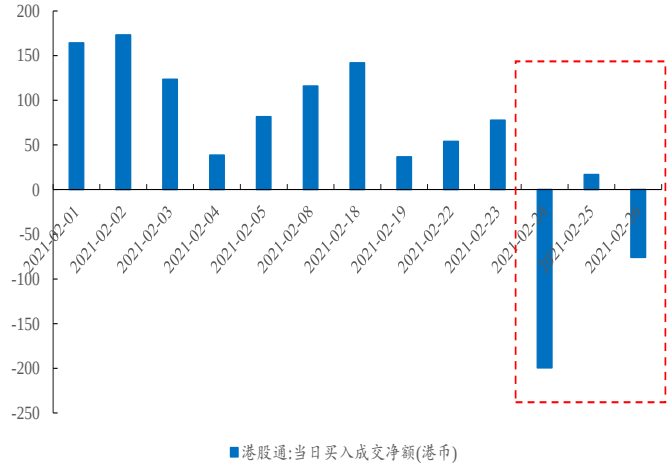
图22：随着 10Y 美债实际利率上行，近期北上净买入有所减缓，周五(20210226)北上出现较大幅度净流出



数据来源：港交所、Wind、开源证券研究所

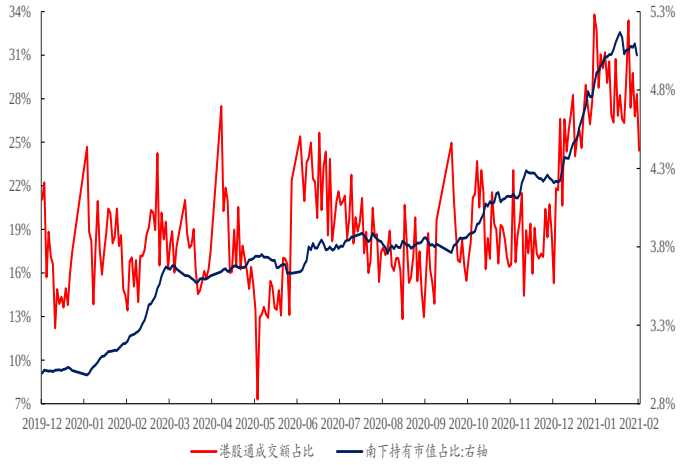
注：考虑到美国开盘时间和国内存在错位，因此国内开盘时更有可能是基于上一期美国资产价格信息交易。

图23：近期南下资金逐步净卖出港股



数据来源：Wind、开源证券研究所

图24：近期南下资金成交额占比逐步下降



数据来源：Wind、开源证券研究所

3、 勇于择机

3.1、 动起来，提高换手或许是出路

全球经济未来终将走向复苏的共振，流动性和经济增长之间的矛盾不会无故消失，只是暂时达到平衡。**如果说买入持有在过去成为主流投资，那我们对未来的看法是，勇于择机：市场的机会在波动里，不在趋势中。**值得一提的是，从历史上看，主动偏股基金中换手率最高组和换手率最低组的收益率之差与 Wind 全 A 的涨跌幅显著负相关，这意味着**当面临市场赚钱效应下滑，换手率较高的基金往往能够获得相对收益**。这对于当下机构投资者的指示仍是：**过去单边市场中被教育买入持有的投资者，是时候思考交易与轮动的重要性。**

图25：历史上看，主动偏股基金中换手率最高组和换手率最低组的收益率之差与 Wind 全 A 的涨跌幅显著负相关

按换手率分组	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	收益率之差:10-1	Wind全A半年涨跌幅(%)
2010/6/30	-16.60	-16.92	-15.02	-13.63	-15.63	-13.65	-17.41	-16.83	-14.02	-15.05	1.55	-21.68
2010/12/31	22.96	23.82	22.18	23.71	21.05	24.99	23.75	24.66	23.54	22.80	-0.16	23.23
2011/6/30	-4.93	-6.80	-6.62	-5.85	-5.38	-7.00	-7.73	-7.49	-8.82	-9.69	-4.75	-1.84
2011/12/31	-15.19	-16.42	-14.99	-16.20	-15.03	-14.96	-16.10	-16.41	-17.48	-16.63	-1.43	-20.96
2012/6/30	4.94	5.00	5.50	4.09	4.69	4.03	3.30	3.10	3.78	3.62	-1.32	3.47
2012/12/31	1.33	0.96	0.46	0.94	-0.55	0.19	-0.01	0.17	-0.62	0.24	-1.09	1.17
2013/6/30	0.82	1.83	4.53	6.58	3.52	6.25	6.06	5.65	5.92	4.74	3.92	-7.96
2013/12/31	7.85	10.44	9.44	7.88	8.95	10.86	9.53	10.42	8.20	7.06	-0.79	14.56
2014/6/30	-0.59	-0.25	-1.27	-1.51	0.06	-0.50	-0.18	-1.06	-0.03	0.70	1.30	0.57
2014/12/31	23.03	22.96	19.21	22.68	25.15	22.02	26.06	24.65	23.26	22.29	-0.74	51.57
2015/6/30	51.32	49.64	47.76	48.89	53.22	48.98	50.01	42.57	46.75	38.54	-12.77	57.60
2015/12/31	-3.57	-5.67	-3.77	-3.16	-2.06	-2.03	-2.54	-3.69	-2.75	-5.47	-1.91	-12.12
2016/6/30	-9.68	-8.89	-8.26	-8.93	-10.30	-9.75	-8.95	-9.94	-10.39	-7.82	1.85	-17.04
2016/12/31	-0.21	0.13	0.78	0.27	-0.07	0.49	-1.40	-0.34	-1.44	-3.35	-3.14	4.98
2017/6/30	4.18	5.33	5.67	5.89	5.85	4.50	4.32	4.27	4.06	1.47	-2.72	1.11
2017/12/31	6.13	6.69	7.43	7.81	7.34	8.37	6.27	6.99	7.25	5.11	-1.03	3.78
2018/6/30	-4.88	-5.21	-6.14	-5.56	-6.33	-6.47	-8.25	-6.59	-7.39	-5.37	-0.49	-14.65
2018/12/31	-13.71	-14.09	-14.30	-14.00	-14.30	-14.30	-15.27	-13.08	-12.24	-9.53	4.18	-15.94
2019/6/30	23.64	21.43	21.88	21.80	19.99	19.25	20.38	17.66	16.41	14.35	-9.28	24.68
2019/12/31	13.01	14.82	14.57	15.15	16.48	16.64	17.43	15.67	16.61	15.03	2.03	6.69
2020/6/30	15.07	18.69	20.68	23.41	22.12	23.17	20.82	20.60	21.56	17.66	2.60	6.95

数据来源：Wind、开源证券研究所

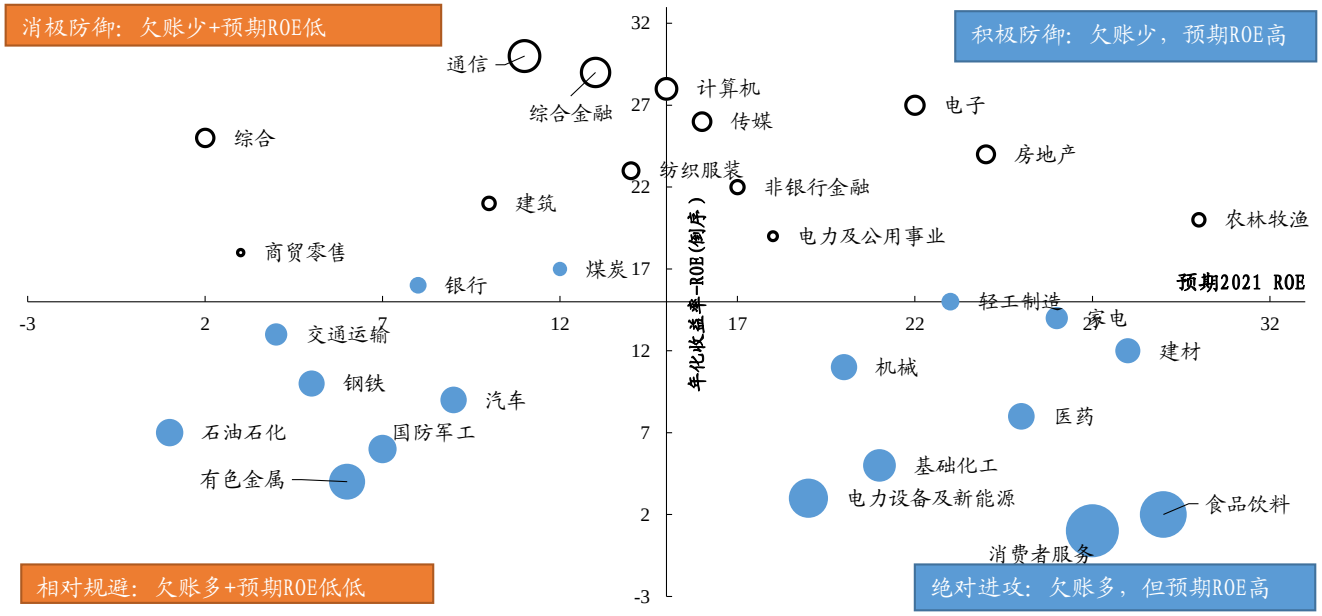
注：1、我们按照半年换手率对主动偏股基金进行分组，1 代表换手率最低的组，10 代表换手率最高的组；2、主动偏股基金中换手率最高的组和换手率最低组的收益率之差与 Wind 全 A 的涨跌幅显著负相关（相关系数为-0.59，对应的 t 统计量为 3.18）。

3.2、 配置上：转入防御组合，追求绝对收益

市场斜率阶段性将变缓甚至反弹，但是投资者应该认知到市场环境的转变。利用这一时期调整自己的组合，从绝对进攻思维，转向积极防御甚至消极防御，追求风险调整后的收益，多一份绝对收益思维。在近期的市场“纠偏”之中，主要指数出现回归至安全线以下，这进一步提示了投资者全面悲观并不可取，积极防御是更好的应对：即寻找更好的风险收益比。在行业配置上，我们沿用年度策略中的思路按照截止最新交易日（2 月 26 日）的行业年化收益率与 ROE(TTM)作差，来表征行业是否存在年化收益率已经超跑的情形和超跑的程度，以分析师一致预期的 2021 年 ROE 来作为 2021 年“还账”的中枢，从这两个维度能够划分出四个象限：积极防御、消极防御、相对规避、绝对进攻的组合，除了我们在前面提到的金融地产板块外，建筑、电力及公用事业、农林牧渔也位于“防御”象限之中。特别的是，直觉上认为在信用收缩期不利的成长板块——通信、计算机、电子，由于 2020 年的收益率跑输其 ROE，也属于我们认为的“防御”板块。

对于上述象限，结合我们此前观点，当下的最优组合是：房地产、保险、银行、建筑、交通运输（公路、铁路、航空）、农林牧渔（猪、鸡、种植链）。值得注意的是，**开源策略团队全市场首提的“顺周期”行情并未走完，**部分周期类核心资产已在安全线之上。但是正如我们所说，我们提倡市场动起来，积极轮动，等待更佳机会。

图26：投资者应当从进攻思维转变为积极防御甚至消极防御



数据来源：Wind、开源证券研究所

3.3、 “低估值”+主题投资期权：“一带一路”板块

市场对收益率从“害怕错过”到“害怕失去”，具有“低估值”属性的主题投资可能是当下难得的“两全”类资产。“一带一路”正在走出疫情的阴霾，而历史上的两大宏观制约因素——人民币国际化受阻和资本外流、美国政府的对华政策强硬——当下也正在发生转变：2 月 25 日人民银行上海总部召开 2021 年上海市跨境人民币业务工作会议，强调在“十四五”开局之年，营造以人民币自由使用为基础的新型

互利合作关系，稳慎推进人民币国际化；而美国拜登政府就职后，以国内事务为重心，淡化对华强硬态度，春节期间两国领导人进行了首次谈话，中美关系出现阶段性缓和信号。在目前相关板块的估值隐含的低增长预期下，任何边际变化都可能带来资产价格的弹性，我们认为，投资者可以将“一带一路”视作防御+“主题投资”期权的组合策略。

对于“一带一路”相关的上市公司而言，当下疫情对于该类公司的影响可能在逐步“褪去”。结合贸易景气、基建需求以及“一带一路”高质量发展的核心内容来看，“一带一路”未来存在以下三个投资主线：第一，**受益于贸易往来持续高景气的交通运输（铁路和海运、港口、集装箱）**；第二，“一带一路”的基础设施建设仍然需求很大，建筑企业有望开启新一轮景气向上周期；第三，未来“数字经济”与“绿色发展”将成为疫情后时代“一带一路”高质量发展的核心内容，因此与“数字经济”强相关的**通信（5G、卫星导航）**、与“绿色发展”强相关的**风电和光伏项目建设（国有电力企业、对外承包工程业务企业、风电和光伏设备制造企业）**将受益。

4、 风险提示

流动性超预期宽松；国内经济下行超预期；疫苗接种不及预期

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