2021 年 02 月 07 日

防守应该“体面”

——投资策略周报

策略研究团队

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

王况炜（联系人）
wangkuangwei@kysec.cn
证书编号：S0790120040033

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

● **“流动性”冲击市场的背后**

本周（2 月 1 日-2 月 5 日），市场延续震荡，对流动性的担忧仍然是市场表现中最大的压力因素。“锚定比率”显示我们处在 2019 年以来开始的牛市之中，尽管尚不能确定“尾声”的到来，但部分投资者认为的“钱多优质资产少”的逻辑在近期市场表现中难以得到验证：“茅指数”内部开始“跌多涨少”，部分“核心资产”已经掉队。我们需要审视过去 1-2 月大量投资者基于增量资金“估值抬升”的交易逻辑，冷静思考未来基本面的变化。

● **投资者行为：所谓的“机构牛”正在进入下一阶段**

2019 年以来的机构牛市无疑让公募基金站在了聚光灯下，围绕此运行的市场系统近期也开始出现了值得观察的变化。首先，公募基金负债端：2020 年 Q4 后进入的“新基民”的持有规模估算为 41.14%左右，整体收益分布在 0-10%之间；而 Q4 之前入场的“老基民”，收益水平大多在 10%-30%。这种分化可能会有两层影响：其一是基金的“赚钱效应”本身并不是广泛存在，其二是部分“老基民”获利颇丰，在市场波动时可能会选择“浮盈兑现”。其次，两融交易者近期出现了明显“学习效应”跟随公募基金进行“抱团”，在近期市场的震荡中，机构重仓股则仍在被净买入，除此以外的两融标的在被净卖出，“核心资产”中的趋势投资者正在不断增多。最后，公募基金内部也在经历“信仰的考验”：我们测算主动偏股基金在提升长期重仓股的仓位，降低部分“新晋”重仓股的仓位。市场投资者当下体现的并不是“优质资产荒”，恰好是流动性走弱下的抉择。值得一提的是，我们并未看到“宏观流动性”与“微观流动性”出现明显分化的证据。

● **配置调整：从追求收益到追求“风险调整后”收益**

我们按照截止最新交易日（2 月 5 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 2021 年分析师一致预期的 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。当下我们建议的投资思路是，从**绝对进攻转向积极防御，这并非对市场悲观，而是要求投资者从单纯追求收益转向风险调整后的收益。**值得强调的是我们看好“中小盘成长/价值”的年度级别机会，但我们从交易结构出发测算发现短期可能仍然存在流动性冲击的可能。不过领先的价值发现者坚守的长期价值已经出现。

● **勇于改变，走向“新共识”**

潮水正在退却，真正优秀的投资者不应该一味“贪婪”或者“恐惧”。建议投资者回归基本面，追求“风险调整后”的收益。**我们对于前期推荐的周期行业维持配置建议，同时建议投资者进行部分组合调整：（1）以银行、保险、地产为代表的低估值、高 ROE 板块（提升）；（2）农林牧渔、电子等高景气兑现、“欠账少”的板块（新增）。**（3）可提升部分“消极防御”配置：**建筑、煤炭（新增）。**

● **风险提示：**货币政策超预期宽松

相关研究报告

《投资策略专题-分歧仍在扩大——南下“定价权”周度跟踪之一》-2021.2.4

《投资策略专题-复苏的“转牌”——2020 年度业绩预告解读》-2021.2.3

《投资策略点评-变化的负债端，分歧的对手盘——资金跟踪系列之二》-2021.2.1

目 录

1、 优质资产不那么“少”，流动性也没有那么“多” 3
2、 “机构牛”中的投资者行为 5
2.1、 “增量资金不断入场”的微观逻辑正在遭遇挑战 5
2.2、 价值观被同化的“两融”类杠杆资金 6
2.3、 公募基金：信仰之战 7
3、 调整配置思路，寻找更好风险收益比才是关键 8
3.1、 防御也有积极和消极之分 8
3.2、 中小市值是下一个阶段价值发现的重要领域，当前仍需重视风险 9
4、 从追求收益到追求“风险调整后”的收益 11
5、 风险提示 11

图表目录

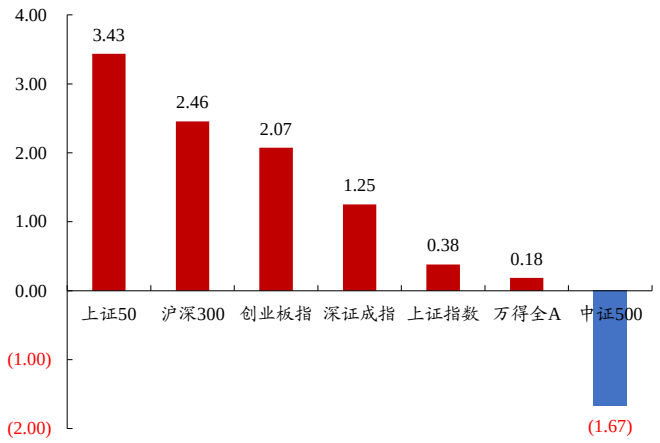
图 1： 主要指数周跌幅（2 月 1 日至 2 月 5 日），上证 50 表现较好，中证 500 相对较差 3
图 2： 行业指数周涨跌幅（2 月 1 日至 2 月 5 日），消费者服务、食品饮料、银行排名靠前 3
图 3： 即使是被广泛认可的“茅指数”，内部也有分化，指数上行中，大部分成分在下跌 4
图 4： 近期 RPR 锚定比率显示，市场在高位运行 4
图 5： 存量投资者（“老基民”）的收益率分布最多在 10%-30% 6
图 6： 新增投资者（“新基民”）的收益率分布最多在 0-10% 6
图 7： 公募基金在市场中的份额处于历史高位，仅低于 2018 年 12 月份（除 2020 年 3 月由于新冠疫情个人投资者退出而造成的高点） 7
图 8： “抄作业”现象：其他两融标的在近期被两融资金近卖出，而偏股基金的重仓股则被净买入 7
图 9： 偏股混合型基金：多次重仓股的仓位还在提升，而其它重仓股在下降 8
图 10： 普通股票型基金：多次重仓股的仓位还在提升，而其它重仓股在下降 8
图 11： 按前期的年化收益率与 ROE 之差和 2021 年 ROE 挑选四个组合：积极防御、消极防御、相对规避、绝对进攻 9
图 12： 医药生物、电子中其他公司盈利增速已经超过“龙头”，而电气设备、机械设备、化工、农林牧渔、食品饮料中差距在缩小 10

表 1： 从 2019 年 1 月以来，RPR 为 1（指数创新高）次数和持续时间和上一轮“牛市”接近 5
表 2： 小规模基金重仓、头部基金非重仓持有的中小市值股票，头部基金拥有市值之和业超过小规模基金 10

1、 优质资产不那么“少”，流动性也没有那么“多”

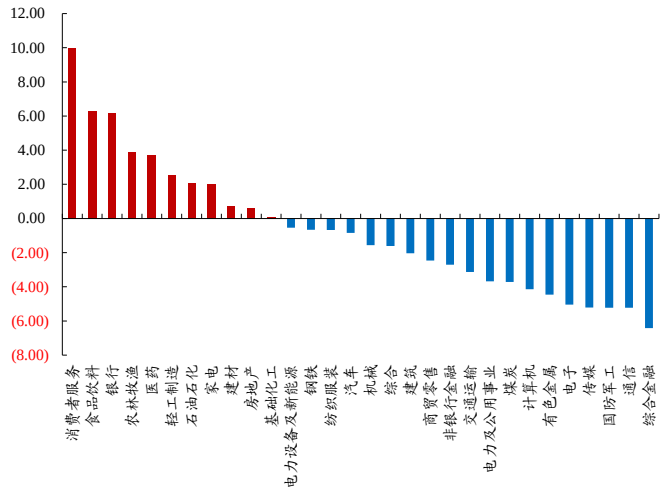
本周（2 月 1 日-2 月 5 日），市场延续震荡，上证指数周涨跌幅为 0.38%，万得全 A 为 0.18%。其他 A 股主要指数上证 50、沪深 300、创业板指、深证成指、万得全 A、中证 500 涨跌幅均在正负 4 个百分点以内，维持窄幅波动。消费者服务、食品饮料、银行和农林牧渔延续上周（1 月 25-1 月 29 日）的情况，仍然为涨跌幅排名前四的行业，**上述行业中除消费者服务以外，其余三个行业在 2020 年度业绩预告中均有较高的景气兑现，体现出市场的防御倾向[1]。**另外，与上周相似的是，对流动性敏感的成长性板块在本周表现较差，如国防军工、电子、计算机。

图1：主要指数周跌幅（2 月 1 日至 2 月 5 日），上证 50 表现较好，中证 500 相对较差



数据来源：Wind、开源证券研究所

图2：行业指数周涨跌幅（2 月 1 日至 2 月 5 日），消费者服务、食品饮料、银行排名靠前

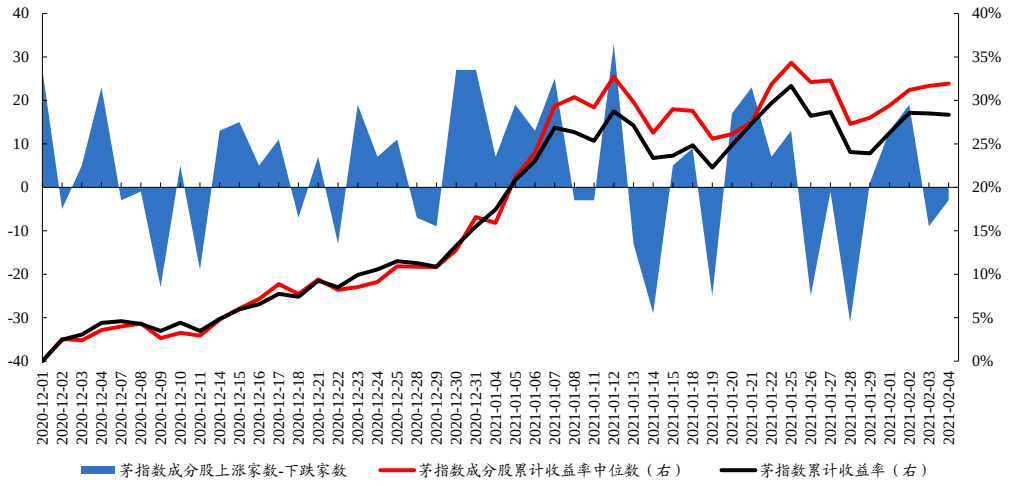


数据来源：Wind、开源证券研究所

值得重视的一点是，即使市场关注较高的“茅指数”内部，在近期也开始出现了明显的分化，上涨家数开始明显少于了下跌家数。而中位数上行的同时，指数开始走平。由于指数为等权计算，我们认为反应的是部分“核心资产”也开始出现了严重掉队。“钱多、核心资产少”的逻辑，似乎在市场层面上并不支持。我们因此需要对微观流动性做更多讨论。

[1] 详见 2 月 4 日报告《复苏的“转牌”——2020 年度业绩预告解读》

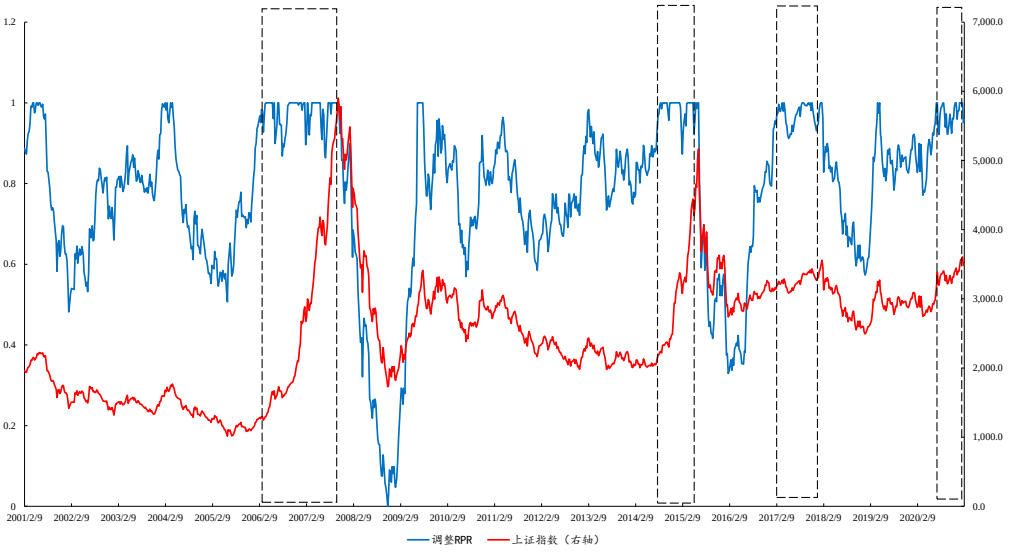
图3：即使是被广泛认可的“茅指数”，内部也有分化，指数上行中，大部分成分在下跌



数据来源：Wind、开源证券研究所

当下市场投资者普遍承认市场的高估，但困惑是谁也不知道何时迎来终章。我们对市场本身并不悲观，但是我们提醒投资者从锚定比率来看，市场持续创新高并保持高位运行的时间已经接近于历史上几轮大牛市。当然，这次和 2016-2018 一样，是一轮不显眼的牛市，市场当下的可比位置是 2018 年的 1 月份，即“牛市”的末端。**我们需要强调的是，这并非意味着历史重演，而是提醒投资者不要以博弈牛市本身去行动，要聚焦投资组合本身基本面的趋势。**

图4：近期 RPR 锚定比率显示，市场在高位运行



数据来源：Wind、开源证券研究所

注：RPR（Reference Piont Ratio），计算方法为以当周值除以前推 52 周最大值（包括当周在内），等于 1，则表明指数创新高，越靠近于 1，则表明指数处于较高位。

表1：从 2019 年 1 月以来，RPR 为 1（指数创新高）次数和持续时间和上一轮“牛市”接近

时间段	RPR 为 1 的次数	持续时间（周）	RPR 为 1 的次数比例	均值
2005/6/3-2007/10/16	45	118	38.14%	0.93
2014/6/6-2015/6/12	27	105	25.71%	0.98
2016/1/8-2018/1/26	9	105	8.57%	0.85
2019/1/3-2021/2/3	10	108	9.26%	0.92

数据来源：Wind、开源证券研究所

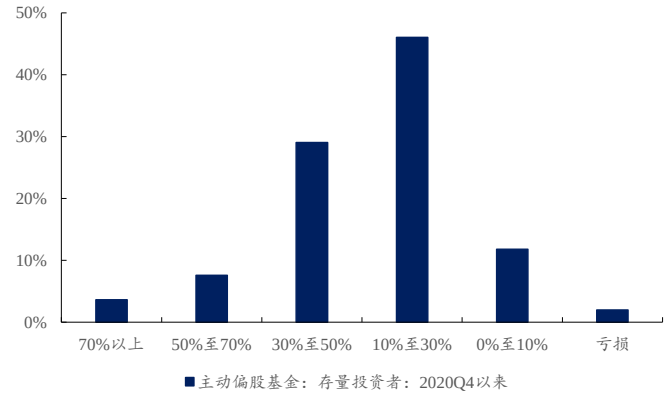
2、 “机构牛”中的投资者行为

2.1、 “增量资金不断入场”的微观逻辑正在遭遇挑战

流动性成为短期内市场的决定性因素，而宏微观流动性上都难以支持继续做多“旧共识”下的“核心资产”。我们在专题报告《还周期以“成长”，看金融以“当下”》中提到宏观流动性在 2021 年“稳杠杆”的背景下将因为配合“紧信用”而趋紧，近期也有三重信号将引导市场逐渐对 2021 年货币政策的大方向形成共识。此外，我们在 2 月的投资在策略月报《黎明前的黑暗》中详细阐述了微观流动性当前面临的两个障碍：**首先，市场的“赚钱效应”在消退**，意味着存量的公募基金负债端在变得不稳定；其次，公募基金的增量部分来源于居民部门在资产之间的腾挪，而此前的流入大多源于理财的到期资金，**这种腾挪效应将随着理财到期的数量下降而逐渐减弱。**

近期的新证据也表明，赚钱效应在进一步减弱，根据我们上述的分析，在公募基金的存量资金流出和增量资金流入的两个方向上都埋下隐患。对于 2020 年的“基民”来说，前三个季度和四季度的体验感是截然不同的，我们将截至 2020Q3 已经持仓的存量个人投资者界定为“老基民”，将在 2020Q4&2021 年 1 月新申购（存量或新发行）基金的个人投资者视为新进投资者（“新基民”），需要说明的是，我们计算的基金负债端换手率较高，1-2 个季度平均换手一次，因此上述的假设可能是比较合理的。以上述定义来计算“新、老基民”的收益率，**我们发现虽然“新基民”的占比较大，达到了 41.14%左右，但他们的收益率却比不上“老基民”，整体收益分布在 0-10%之间。**这种结构分化带来两种不确定性存量端风险是：“老基民”已经有充分的浮盈可以兑现，如果市场继续横盘震荡或者出现回调，兑现浮盈可能是更好选择；**2020 年前三季度基金的“赚钱效应”而进场的个人投资者当下的收益并不可观，赚钱效应与增量资金的相互强化的效应正在减弱。**

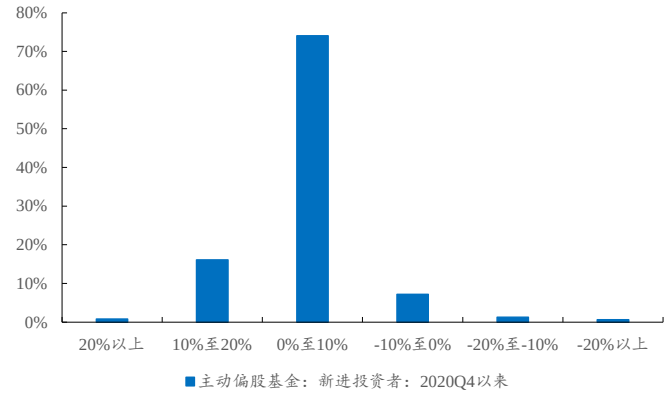
图5：存量投资者（“老基民”）的收益率分布最多在 10%-30%



数据来源：Wind、开源证券研究所

注：存量投资者的收益率=存量投资者 20210205 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6：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

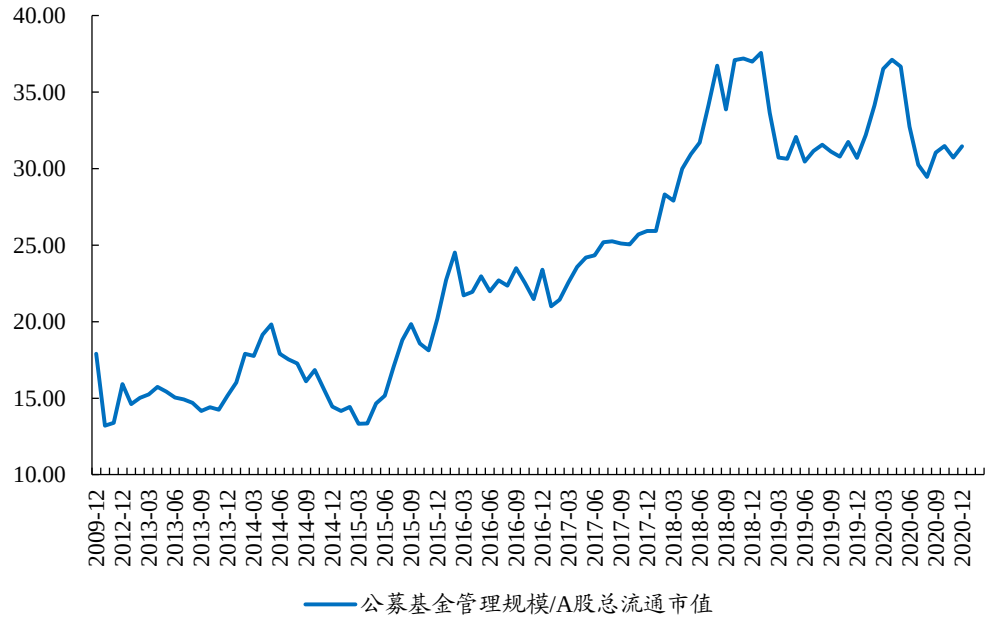
注：新发部分的新进投资者的收益率使用主动偏股基金的指数收益率替代，新申购部分的新进投资者的收益率=对应公募基金的 20210205 单位净值/进场价格-1，进场价格为（2020Q4 基金总净值-2020Q3 基金总净值*（1+2020Q4 该基金回报））/（申购份额-赎回份额）计算所得。

2.2、 价值观被同化的“两融”类杠杆资金

首先我们不倾向于用“抱团”理解部分核心资产的上涨，但考虑到“机构抱团”已经成为市场中广泛讨论的命题，我们仍然从易于理解角度用“抱团”一词进行阐述。除了机构持仓集中度本身较高之外，还需要注意的是机构持仓在市场中的份额也在逐步提升，意味着即使在于历史上相同的持仓集中度水平下，机构对这些被认可的“抱团股”价格的影响也要更大。

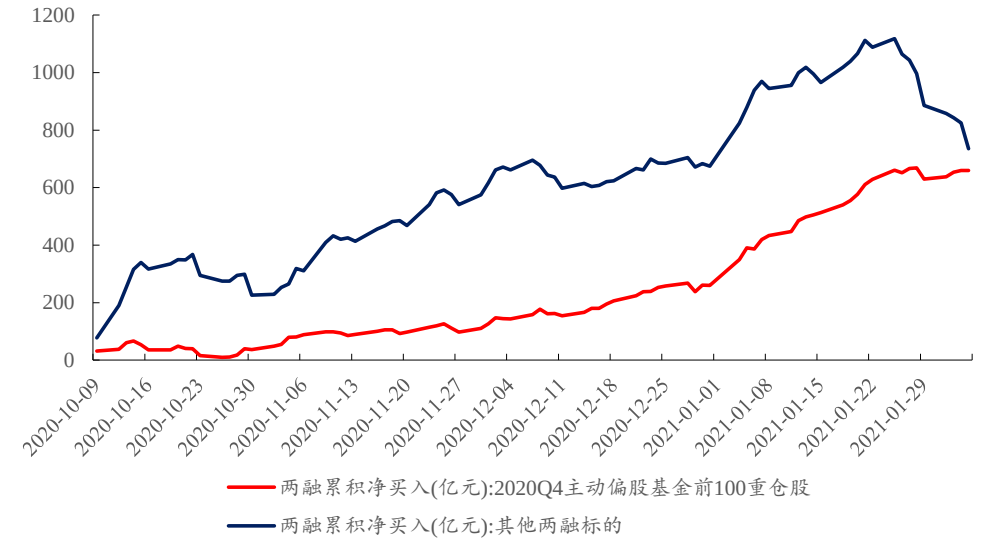
当下公募基金的定价能力已经被全市场认可，其价值理念，至少是价值理念对应的当下结果，也开始被其它市场参与者接受。我们看到两融累计净买入中，近期即使经历了“降杠杆”，但更多是抛弃非核心资产，在公募基金重仓股上也在持续净买入。趋势交易者的加入强化了当前趋势，但是也加大了市场的不稳定性。从两融整体不断下降但结构上升看：**似乎趋势交易者的增量资金也即将告罄，他们也在选择退守“抱团股”。**

图7：公募基金在市场中的份额处于历史高位，仅低于 2018 年 12 月份（除 2020 年 3 月由于新冠疫情个人投资者退出而造成的高点）



数据来源：Wind、开源证券研究所

图8：“抄作业”现象：其他两融标的在近期被两融资金近卖出，而偏股基金的重仓股则被净买入



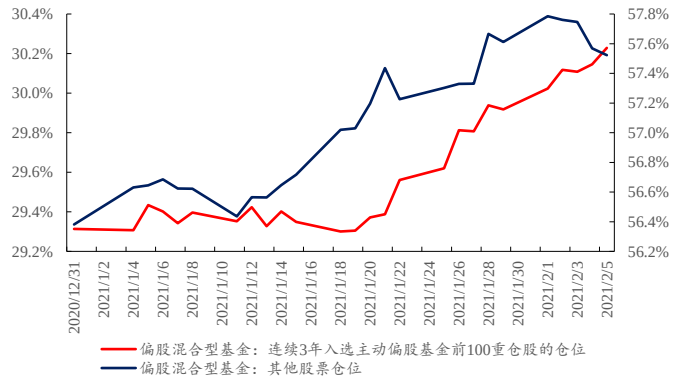
数据来源：Wind、开源证券研究所

2.3、 公募基金：信仰的考验

市场的流动性考验还未过去，仍然存在风险，尤其对于部分共识程度较轻的资产而言，当下其实也在被“抛弃”。我们在上文中论述了微观流动性存在的问题，以及在当前交易结构下，可能会出现部分资产被“抛弃”，例如茅指数中出现的分化，另一个佐证是，从公募重仓股来看也出现了明显分化：连续 3 年入选基金前 100 重

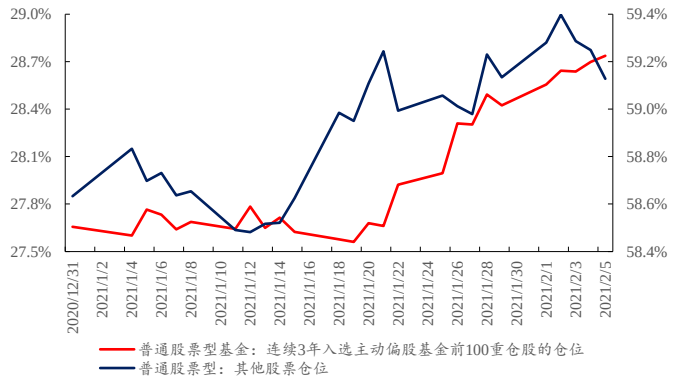
仓股的股票仓位还在上升，而其它股票的仓位则在下降。公募基金似乎也并未像市场投资者想的那样拥有源源不断流动性去“恶意抱团”。相反我们看到的是，公募基金在退守自己最有把握和最熟的领域。

图9：偏股混合型基金：多次重仓股的仓位还在提升，而其它重仓股在下降



数据来源：Wind、开源证券研究所

图10：普通股票型基金：多次重仓股的仓位还在提升，而其它重仓股在下降



数据来源：Wind、开源证券研究所

注：为显示清晰，图中仅含 7 次重仓股跑赢的年份和次年 Q1 数据

3、 调整配置思路，寻找更好风险收益比才是关键

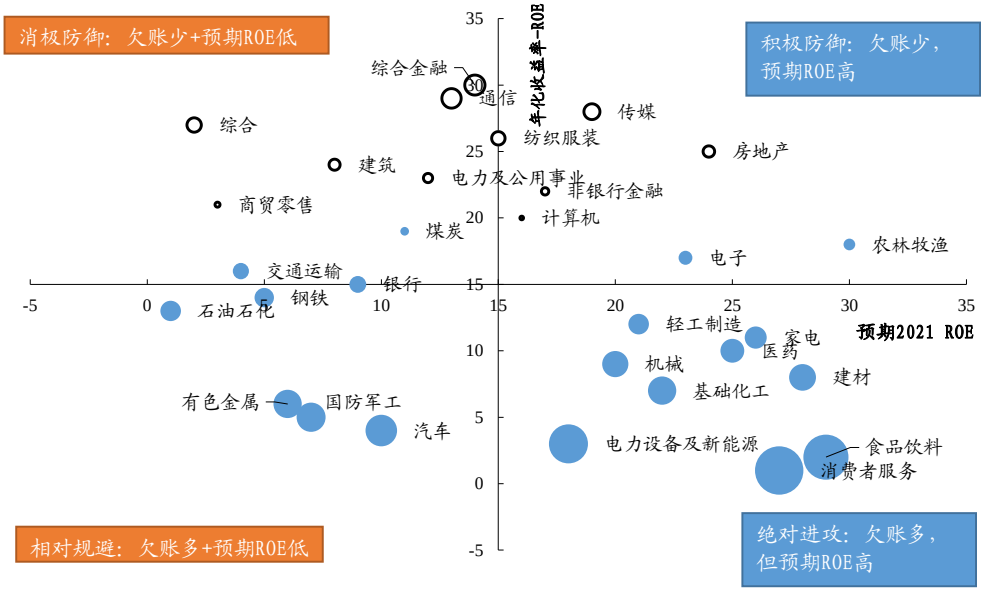
我们此前提到的“持币过节”并非是对市场一味悲观，我们是在强调风险收益比的重要性。如果忽视风险与收益，不如持币。但是投资者一旦更全面看当下市场，就会发现有大量价值发现的机会。

我们在此前专题《还周期以成长，看金融以当下》中强调了当下处在信用边际收紧，但是经济仍然上行期，此时仍然有利于周期板块，而金融板块正迎来最有利的宏观环境。市场局部机会仍然广泛存在。当然，**我们可以从另外一个角度理解“防御”的意义，其实是寻找更好的风险收益比，即从单纯追求收益，到追求风险调整后的收益。**

3.1、 防御也有积极和消极之分

我们在年度策略《红旗半展：走向“新共识”》中提出，长期来看，股票的收益率回报源泉是 ROE，历史上从未有超过两年板块的年化收益率超过 ROE 的情形。在 2020 年股市大幅上涨的情况下，许多行业已经出现年化收益率大幅跑赢 ROE，在 2021 年信用收缩的情形下，大概率进入“还账时刻”，我们按照截止最新交易日（2 月 5 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 2021 年分析师一致预期的 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，我们能够发现，**积极防御中的房地产、非银金融、农林牧渔在近期都表现较好，而最近由于业绩超预期重新获得市场认可的银行板块也属于欠账少的范围，可见，市场中的部分投资者已经开始转向积极防御组合。**

图11：按前期的年化收益率与 ROE 之差和 2021 年 ROE 挑选四个组合：积极防御、消极防御、相对规避、绝对进攻



数据来源：Wind、开源证券研究所

注：横坐标为 30 个行业升序排序，纵坐标为 30 个行业降序排序，气泡大小为年化收益率-ROE(TTM)的大小，越大代表“欠账越多”，黑色空圈代表年化收益率没有跑赢 ROE(TTM)，黑色空圈越大则代表未跑赢的程度越高。

3.2、 中小市值是下一个阶段价值发现的重要领域，当前仍需重视风险

在大盘成长已经较为昂贵的背景下，投资者转向发现中小市值中的机会。未来的宏观场景也具备再次价值发现的基础：在信用收缩的情形下，前期较为昂贵的大盘股估值承压，而出口和制造业形成良性循环下，在不少细分领域中将出现“小”比“大”好的情形，以 2020 年度业绩预告的数据来看，在电气设备、机械设备、化工、农林牧渔、食品饮料中，出现营收规模前五的“龙头”与尾部的盈利增速差收敛的情形，更进一步的，医药生物、电子行业的营收规模前五“龙头”与其它股票之间的盈利增速差在持续收窄，至 2020Q4，已经实现“小”比“大”好，这意味着在基本面上，有支持进行中小市值股票价值发现的基础。

图12：医药生物、电子中其他公司盈利增速已经超过“龙头”，而电气设备、机械设备、化工、农林牧渔、食品饮料中差距在缩小

行业	分组1：行业营收规模前5； 分组2：其他	2018-03-31	2018-06-30	2018-09-30	2018-12-31	2019-03-31	2019-06-30	2019-09-30	2019-12-31	2020-03-31	2020-06-30	2020-09-30	预告净利润均值
医药生物	分组1增速	19.2%	-32.3%	-19.2%	-30.7%	47.8%	38.5%	-8.8%	40.4%	227.5%	181.1%	208.5%	122.4%
	分组2增速	38.7%	26.4%	4.5%	-27.7%	-5.3%	-7.1%	-8.5%	-56.8%	-23.2%	34.1%	55.9%	247.3%
	增速差	-19.5%	-58.7%	-23.7%	-2.9%	53.0%	45.6%	-0.3%	97.3%	250.7%	147.0%	152.6%	-125.0%
电子	分组1增速	1368.6%	482.5%	525.7%	437.8%	751.0%	627.5%	570.5%	184.9%	616.4%	597.4%	714.6%	2.5%
	分组2增速	-42.4%	-43.1%	-46.9%	-85.4%	-69.1%	-61.8%	-45.7%	-51.2%	-59.8%	-21.9%	6.1%	185.3%
	增速差	1411.0%	525.6%	572.6%	523.2%	820.1%	689.3%	616.2%	236.1%	676.2%	619.2%	708.5%	-182.8%
电气设备	分组1增速	-100.0%	-33.6%	-100.0%	-6.3%	-100.0%	-12.8%	-100.0%	65.7%	-100.0%	96.4%	136.3%	85.8%
	分组2增速	-67.6%	-55.4%	-65.7%	-94.7%	-76.6%	-70.6%	-67.4%	-78.1%	-74.9%	-42.2%	-25.8%	85.1%
	增速差	-32.4%	21.9%	-34.3%	88.4%	-23.4%	57.7%	-32.6%	143.8%	-25.1%	138.6%	162.1%	0.7%
机械设备	分组1增速	343.0%	130.7%	279.1%	315.7%	535.6%	506.6%	505.6%	556.7%	144.7%	854.0%	929.4%	896.3%
	分组2增速	-61.7%	-66.8%	-72.0%	-97.4%	-76.4%	-74.5%	-71.5%	-120.8%	-87.0%	-58.3%	-48.4%	7.1%
	增速差	404.7%	197.5%	351.1%	413.1%	612.0%	581.2%	577.0%	677.5%	231.7%	912.3%	977.8%	889.2%
化工	分组1增速	1424.4%	641.6%	783.9%	616.9%	533.7%	376.4%	477.3%	429.0%	-76.8%	194.8%	635.8%	540.9%
	分组2增速	47.1%	45.3%	12.3%	-9.2%	-20.7%	-18.0%	-19.2%	-133.1%	-69.7%	-33.5%	-16.7%	147.1%
	增速差	1377.3%	596.3%	771.5%	626.1%	554.4%	394.4%	496.6%	562.2%	-7.1%	228.4%	652.5%	393.7%
农林牧渔	分组1增速	-65.4%	-124.1%	-96.3%	-85.1%	-287.0%	-151.2%	-92.6%	82.9%	476.2%	501.3%	776.1%	362.6%
	分组2增速	-81.9%	-99.6%	-89.5%	-92.2%	-94.3%	-89.1%	-81.6%	-63.9%	-50.2%	-39.8%	-22.0%	129.1%
	增速差	16.5%	-24.4%	-6.8%	7.1%	-192.7%	-62.1%	-11.0%	146.8%	526.5%	541.1%	798.1%	233.5%
食品饮料	分组1增速	2575.5%	796.6%	894.3%	930.3%	2823.6%	1639.3%	1745.4%	1832.5%	4802.2%	2600.2%	2245.4%	1473.5%
	分组2增速	-52.2%	-66.7%	-75.2%	-75.7%	-60.2%	-69.9%	-70.6%	-69.8%	-60.6%	-57.2%	-55.0%	39.3%
	增速差	2627.7%	863.3%	969.4%	1006.0%	2883.8%	1709.3%	1816.0%	1902.3%	4862.8%	2657.4%	2300.4%	1434.2%

数据来源：Wind、开源证券研究所

我们需要强调的是，中小市值的机会将是年度级别，但并不是当下博弈的重点。面对中小市值的优质资产，当下的核心困境是：如果增量资金继续强化头部效应，那中小市值可能会持续跑输；如果增量资金动能减弱，市场逐步出现阶段性负向循环，那优质的中小市值作为头部基金的非标签、非重仓股，可能也是被提前卖出的对象。**而我们测算，该类绩优中小市值股票即使被头部基金非重仓持有，其市值之和也远大于后 70%基金持有数量。**

表2：小规模基金重仓、头部基金非重仓持有的中小市值股票，头部基金拥有市值之和也超过小规模基金

名称	自由流通市值（小于 300 亿）	行业	规模后 70%基金持仓（亿）	规模前 30%基金持仓（亿）
航天电器	130.1628	国防军工	6.24	21.92
太阳纸业	251.3808	轻工制造	5.93	15.66
完美世界	278.6538	传媒	5.74	19.09
良信股份	144.5045	电力设备及新能源	6.16	15.26
当升科技	182.1545	基础化工	7.55	31.90
捷佳伟创	182.6663	机械	9.11	31.46
迈为股份	109.7598	机械	8.27	26.46
扬农化工	274.1801	基础化工	6.78	11.68
华海药业	222.3286	医药	7.84	38.13
青岛啤酒	284.2099	食品饮料	6.12	25.67
宝信软件	175.2384	计算机	5.37	30.53
星宇股份	251.0929	汽车	7.35	27.08
九洲药业	152.6937	医药	7.25	19.50
火炬电子	161.1158	国防军工	7.45	27.15
福斯特	274.7711	电力设备及新能源	6.47	29.04
晨光文具	299.9483	轻工制造	5.63	38.66
		总计	226.29	765.57

数据来源：Wind、开源证券研究所 注：某只股票被重仓持有的定义为其在小（大）规模基金持仓的全部股票中，市值排名前 100。

但当前中小市值仍然在流动性考验下存在风险，正如上文所述，在市场出现调整时，不论是基金或是两融，出现的情形都是率先去卖出“非重仓股”，中小市值在这个过程中就将收到交易结构上的干扰。延续这一思路，我们将 2020Q4 公募基金持仓的重仓股全部梳理，并按照公募基金规模前 30%（大公募）和后 70%（小公募）是否重仓为个股打上标签，在这种分类下，小公募重仓，且持仓比例超过大公募的中小市值股票可能是第一阶段可以布局的方向（由于个股较多，在报告正文中不予展示）。

我们看好中小市值在 2021 年的行情，但是，最大放异彩的时刻可能不是当下。

4、 从追求收益到追求“风险调整后”的收益

市场未来路径面临的一个重要转折是，钱多优质资产少的假象正在逐步被证伪。无论流动性在未来是何种程度的收紧，“增量资金”推动估值中枢上移都不应该成为后续的交易逻辑。潮水正在退去，真正优秀的投资者不应该一味“贪婪”或者“恐惧”。真正好的做法是从单纯追求收益到追求“风险调整后”的收益。如果坚持保持惯性思维，我们给予的答案只能是“持币过节”。

风险调整后的收益将成为市场的“新共识”：**（1）以银行、保险、地产为代表的低估值、高 ROE 板块；（2）农林牧渔、电子等高景气兑现、“欠账少”的板块（新增）；（3）可提升部分“消极防御”配置：建筑、煤炭（新增）。个股上现阶段规避流动性考验下可能受到波及的机构重仓股。**

5、 风险提示

货币政策超预期放松。

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