2021 年 01 月 28 日

相信市场中的积极力量

——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

相关研究报告

《投资策略点评-不可贪胜》-2021.1.26
《投资策略专题-胜利者的“陷阱”》-2021.1.26
《投资策略周报-不能“犯错”的市场》-2021.1.24

● **市场核心矛盾进一步浮出水面**

今日（1 月 28 日）市场出现了较大波动，**我们认为当下存在的核心矛盾是：机构投资者无分歧地高仓位运行，增量资金入场形成共识，全市场昂贵的资产价格已经为经济复苏与流动性宽松并存的美好世界最好了准备。**上述问题我们在此前系列报告（《跨年行情已行至尾声》、《不能“犯错的市场”》、《不可贪胜》、《南下资金难夺定价权》）中已经做了充分论证。而今日（1 月 28 日）两地市场的波动，其实是上述矛盾开始出现了演化：国内来看，从马骏讲话到银行间资金利率的明显上升，都在纠正国内投资者的宽松预期；而近期在美国、欧洲相继出现受市场关注的“逼空”事件，一方面造成了部分机构资产负债表波动的连锁反应，另一方面更是引发了市场对于全球央行可能会对“资产泡沫”逐步采取行动的担忧。上述因素，都较大程度冲击了当下依赖于流动性驱动的风险资产价格，我们发现全球股市都出现了一定程度共振性下跌。

● **过去不是关键，为未来提高警惕**

对于国内投资者而言，纠结于过去是否因为“非基本面”因素造成的下跌并不重要，毕竟在过去 20 个交易日中，大量资产价格的上涨也并非我们可以用“基本面”因素可以去解释。面向未来，当下投资者仍然不用过度悲观。毕竟真正从流动性层面冲击市场的负向正反馈机制还未正式形成，我们在此前报告中的数据发现：近一季度到期理财产品减少可能会削弱增量资金的动能，而居民购买基金的高频代理变量——个人持有人为主的 ETF 近期开始出现了一定程度的赎回。**我们需要密切关注后续公募基金的发行情况和负债端稳定的情况，以观测过去 1-2 年的正向反馈机制是否会向相反方向运动。**

● **注意美元指数的指示意义**

从海外来讲，美元指数近期企稳反弹，市场交易的通胀预期正在上升，而以中小企业价格指数为代表的领先指标也在指示美国核心通胀的回升。通胀仍将是全球政策制定者的重要考量，无非是采取行动的早晚，而历史经验指示市场也将在政策制定者真正采取行动前将其计入资产价格中。上述因素尽管如此显而易见并看似在“预期之内”，但在一个“自下而上”主导的国内市场里，大量投资者实际上并未因此作任何应对，资产价格也未贴现上述场景。因此，这一矛盾对资产定价的影响才刚开始，后续美元指数的走势或将对 A 股形成较为明确的指示意义。

● **近期波动为价值发现奠定基础**

当下或许并非最困难的时候，同时我们也看到了市场中十分积极的力量：A 股市场内部，**大盘价值股（金融、地产、公用事业）仍然处在低位，且以银行为代表的板块已经出现了基本面的拐点。**同样的，在制造业+出口链条+周期性行业+TMT 板块内部，出现了大量业绩高增速的中小市值标的，其估值水平在前期极致风格中受到了严重压制，而业绩预告和未来的一季报将为我们提供重要信息。市场在未来仍将在局部充满机遇。我们请投资者相信市场仍然存在着积极的因素，近期的波动正在为对该类资产的价值发现奠定基础。

● **风险提示：**货币政策超预期宽松

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（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（underperform）	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（underperform）	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