2021 年 01 月 26 日

策略研究团队

不可贪胜

——投资策略点评

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

● **当下市场脆弱性已开始显现**

今天（2021 年 1 月 26 日）市场出现了明显的下跌，三大主要股指上证指数、沪深 300 以及创业板指分别下跌 1.51%/2.01%/2.89%，从风格上来看大盘价值＞小盘价值＞小盘成长＞大盘成长。正如我们在周报《不能“犯错”的市场》中提到的，前期市场在成交量下行的情况下仍在突破前高，背后其实是当下公募基金的预期十分一致同时又保持高仓位运行的结果，新发基金入场也抵消了部分基本面绝对收益者的退出。市场为乐观的未来做好了准备：恢复的经济、并不收缩的流动性以及源源不断的增量资金。我们在周报中曾提示，如果一切都是正确的，市场仍将充满机遇，但是一旦犯错，代价则是昂贵的。

● **疫情反复干扰经济复苏节奏，期待流动性再次大幅宽松并不现实**

进入冬季，海内外的疫情均出现了不同程度的反复，同时除了部分发达国家之外大多数国家的疫苗接种进度仍不容乐观，这也就意味着此前资产价格中充分反映的经济复苏预期将面临一定的干扰，这无疑将给市场带来波动。但此时如果市场期待流动性能够再次大幅宽松也并不现实：一方面国内前期释放大量的流动性其实并未充分进入实体经济，以股票市场和一线房地产为代表的资产收益率大幅上升明显与货币宽松有关，资产价格的“泡沫”已经开始逐步引起广泛的讨论和重视。比如就在 1 月 25 日中央经济工作会议的专题研讨会上，央行货币政策委员会委员马骏就明确提出未来货币政策必须要考虑到当前由于前期宽松而累积的金融风险，适度转向较为合理，这与社融拐点相呼应，流动性收缩的趋势更加确认；另一方面，以美国为代表的海外主要经济体的货币政策继续宽松的空间以及对于经济复苏的意义已经十分微弱。

● **不可贪胜：疫情后的海外再通胀+流动性收紧**

尽管疫情的反复给全球经济复苏带来了不确定性，但一旦冬季过去、疫苗的接种进度加快，则另一个可能的宏观场景——海外再通胀以及全球流动性收紧——出现的概率将会大幅提高，这也将对当前 A 股市场所处的状态明显不利。全球投资者对于上述宏观场景的预期其实已经在美元指数以及美债利率的走势中开始反映，而北上资金也开始在为未来调整布局。诚然上述宏观场景何时到来我们无法准确预知，我们也并不认为当下的调整是行情的终结。但我们提醒投资者提高警惕，注意组合中资产的风险收益比和拥挤交易的情况，不可贪胜。

● **建议投资者及时兑现收益，为更好的价值发现做准备**

面对当前市场一致预期中的诸多不确定性，市场的波动可能会在短时间内被放大，也许市场仍会具备一定的“韧性”，甚至还可能出现可观的反弹。但我们建议已经拥有丰厚收益的投资者考虑兑现部分收益。我们此前强调的小盘成长和小盘价值的布局机会应该会在未来显现。而相对收益者我们建议应该增配：**银行、保险、房地产。**

● **风险提示：**流动性大幅宽松；疫情超预期恶化；信用收缩超预期。

相关研究报告

《投资策略周报-不能“犯错”的市场》-2021.1.24

《投资策略专题-南下资金难夺“定价权”》-2021.1.22

《投资策略专题-还周期以“成长”，看金融以“当下”》-2021.1.21

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