晨会报告

2020 年 01 月 15 日

晨会报告

国都证券研究所晨报 20200115

【财经新闻】

- A 股成交额连续 9 日超万亿元 大市值龙头博弈加剧
- 首只公募 MOM 呼之欲出 基金公司竞帆万亿蓝海

【行业动态与公司要闻】

- 政策力推 5G 步入加速发展阶段
- 2020 年 12 月份商品住宅销售价格稳中略涨

【国都策略视点】

- 策略观点：头部公司泡沫化初期，真正破裂或待美元趋紧时

昨日市场

指数名称	收盘	涨跌%
上证综指	3565.90	-0.91
沪深300	5470.46	-1.93
深圳成指	15070.13	-1.92
中小板综指	13043.34	-1.53
恒生	28496.86	0.93
国企	11299.17	1.02
恒生AH溢	136.96	-0.49
标普500	3795.54	-0.38
NASDAQ	13112.64	-0.12
MSCI新兴市场	1364.07	0.78

昨日 A 股行业

排名	行业名称	成交量(百万)	涨跌%
1	建筑装饰	3661.50	1.78
2	钢铁	1328.29	1.63
3	通信	1657.37	1.06
4	计算机	2676.53	1.03
5	房地产	2050.46	0.84

全球大宗商品市场

商品	收盘	涨跌%
纽约原油	53.72	1.63
纽约期金	1846.30	0.09
伦敦期铜	8084.00	1.42
伦敦期铝	2008.00	-0.30
波罗的海干散货	1792.00	-3.45

近期研究报告

研究员:朱天辉
电 话： 010- 84183386
Email： zhutianhui@guodu.com
执业证书编号： S0940518110001
联系人:王景
电 话： 010- 84183383
Email： wangjing@guodu.com

独立性申明：本报告中的信息均来源于公开可获得资料，国都证券对这些信息的准确性和完整性不做任何保证。分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

【财经新闻】

■ A 股成交额连续 9 日超万亿元 大市值龙头博弈加剧

【上海证券报】1 月 14 日，沪深两市合计成交 1.12 万亿元，已是连续第 9 个交易日突破 1 万亿元。但成交量放大并未带动股指上攻。相反，前期机构抱团的大市值龙头股股价纷纷巨震，拖累股指下跌。昨日，上证指数、深证成指、创业板指分别收跌 0.91%、1.92%、1.31%。

从市场成交额分布看，昨日两市市值排名前 10%的公司成交额占比明显提升，显示围绕大市值龙头的资金博弈加剧。同时，中小市值个股走势有所企稳，大盘下跌之际仍有近 2500 只个股上涨，与前期“大盘涨小票跌”的格局截然不同。

“抱团是否已经瓦解？”俨然成为近期市场各方讨论最多的话题。对此，国泰君安策略团队昨日发布报告认为，A 股市场蓝筹股溢价已十分明显，市场龙头行情已走向交易维度，后市需关注对交易维度能够产生深刻影响的流动性拐点。

“蓝筹龙头”高位放量

本周前 4 个交易日，上证指数收出 3 根阴线，同时成交额持续保持在万亿元上方，并未明显缩水。高位放量震荡的态势，显示市场大体量资金博弈激烈。

大资金博弈主要集中在蓝筹品种上。Choice 统计数据显示，今年 1 月 4 日至 13 日，沪市主板市值排名前 10%的公司成交额占该板块总成交额比重为 51.23%。但在昨日，这一比例升至 56.64%，显示多空分歧在向大市值公司聚集。

昨日，有 8 只股票全天成交额超过 100 亿元。截至收盘，这 8 只股票中有 7 只收跌，东方财富、隆基股份、比亚迪、三一重工股价均重挫逾 6%。

回顾历史，去年市场在 7 月至 8 月曾连续放出万亿元成交。其中在 7 月 2 日至 24 日的这段时间内，沪深两市曾连续 17 个交易日成交额突破万亿元，成为去年万亿成交持续时间最长的区间。

但从指数走势看，这段时间股指并非单边上涨，而是在 7 月中上旬见顶后转入高位震荡。从个股角度看，当时引领指数冲关的券商股成为大资金博弈的焦点，行业龙头中信证券日成交额一度突破 200 亿元。

此后，随着资金密集撤出券商股，并转向其他相对低位的品种，股指涨势从“快牛”转为“慢牛”，两市成交额也渐渐收敛至万亿元以下。

从交易维度看蓝筹股溢价

昨日收盘后不久，国泰君安策略团队发布报告，其首席策略分析师陈显顺在报告中表示：目前龙头股行情已脱离（基本面）预期环节，走向交易维度，且行情的“广度”与“深度”均有变化，即从好赛道龙头转向普通赛道龙头。这一现象是交易维度进一步强化的结果。

陈显顺通过数据测算认为，当前市场估值与盈利增速的背离正迅速拉大，背后是交易层面的扰动，而市场“二八分化”亦是蓝筹股显著溢价的侧面印证。

在陈显顺看来，当前 A 股蓝筹股显著溢价的原因有三：一是风险偏好总体处于低位，机构边际定价力量强化；二是货币政策“不急转弯”；三是微观流动性超预期，主要是理财收益率下行，公募基金发行火爆，新能源、消费、军工等抱团板块的 ETF 维持较高额度资金净流入。

极致行情风格何时结束？陈显顺认为，需等待对交易维度能够产生深刻影响的流动性拐点。展望未来，市场短期内继续享受蓝筹股溢价的可能性较大，但显著的溢价不具有持续性。

粤开证券策略组也持相似观点，认为抱团行情不会一直延续。从近期的板块分化看，一些高位品种已出现资金抱团松动现象。但资金抱团松动不会在一天内完成，中间一定会有反复，而资金逐渐移仓则是大势所趋。

科创板逆势反弹

相比于抱团股的高位杀跌，中小市值品种昨日终于迎来喘息，其中以科创板的表现最为亮眼。

截至昨日收盘，科创 50 指数大涨 2.83%，盘中最大涨幅超过 5%。个股方面，217 只已上市科创板股票有 191 只上涨。

由于上市股票流通市值相对较小，所以在去年四季度以来的“以大为美”行情中，科创板无法博得更高的资金关注度。从走势看，在上证指数、深证成指齐创数年来新高的背景下，科创 50 指数近期持续处于横盘震荡，还未能突破去年 11 月的高点。

对于科创板的后市机会，机构普遍预测板块内部仍将保持分化态势，头部公司有望走出独立行情。

兴业证券王德伦策略团队认为，展望未来，科创板内部将大幅分化，既会有“牛股”涌现，也会出现一些走熊的股票。

梳理去年四季度以来涨幅靠前的科创板公司，兴业证券表示，科创板牛股主要有三大“基因”：一是赛道好，涨幅靠前公司主要来自新能源与军工等板块；二是业绩牛，涨幅靠前公司 2020 年 ROE（净资产收益率）和营收同比增速均明显高于科创板平

均值；三是市值大，涨幅靠前的多为大市值成熟企业。

■ 首只公募 MOM 呼之欲出 基金公司竞帆万亿蓝海

【上海证券报】首批公募 MOM（Manager of Managers）产品获准后，建信基金率先发力，宣布建信智汇优选一年持有期混合型 MOM 将于 1 月 20 日正式发行。这意味着国内公募 MOM 业务正式起航。业内人士表示，我国公募基金规模已超 18 万亿元，按照美国市场 MOM 占公募基金规模超 6%的比例计算，未来我国 MOM 规模有望超过万亿元。

首只公募 MOM 呼之欲出

即将发行的建信智汇优选一年持有期混合型 MOM 首次募集规模上限为 50 亿元，设置了最短 1 年的持有期限制。

在投资策略上，该产品分为四大层次，包括大类资产配置策略、子资产单元划分策略、投资顾问选择策略和个券投资策略。

该产品的大框架是 60%的权益资产和 40%的固收资产：权益资产计划划分为 2 个资产单元，分别委托给景顺长城、广发基金，从中各选取 1 名擅长捕捉优质成长股的投资经理与 1 名擅长捕捉优质价值股的投资经理，对资产单元进行运作管理；固收资产由建信基金管理运作。

关于公募 MOM 的优势，建信基金认为，公募 MOM 的基金管理人会把 MOM 资产划分为数个资产单元，并甄选不同领域的优秀投资顾问，从而充分发挥基金管理人与投资顾问的团体作战优势，分散投资的决策风险和单一资产类别的系统风险。

万亿蓝海市场待开发

MOM 是海外发展较为成熟、规模体量较大的一类资产管理产品。Lipper 统计数据显示，美国 MOM 市场规模从 2000 年底的 3198 亿美元快速增至 2017 年底的 1.2 万亿美元，在共同基金整体规模中的占比超 6%。中国证券投资基金业协会数据显示，截至 2020 年 11 月底，我国公募基金规模为 18.75 万亿元，按照美国市场 MOM 占公募基金规模超 6%的比例计算，未来我国公募 MOM 规模有望超过万亿元。

面对这一潜在的万亿级市场，除了建信基金，多家基金公司也在积极筹备公募 MOM 业务。

团队组建方面，招商基金表示，公司正积极夯实资产配置类业务的组织架构、人才梯队、投研机制，为公募 MOM 业务配备了专门的研究团队。选聘基金经理时，会重点关注基金经理的大类资产配置能力和历史业绩的稳定性等。

技术升级方面，创金合信基金资产配置部负责人尹海影透露，为打造 MOM 生态圈，公司在技术系统上作了诸多改进：建立账户全景图，实现对产品整体持仓情况的穿透计算；构建产品数据报表服务，对产品资产、资金端数据进行全方位多维度展示；完善绩效归因体系，从收益、风险、资产配置、业绩归因等维度进行报告分析；建立组合信用风险的动态跟踪，实时跟进债券组合风险收益分析及个券信用风险情况。

创新业务带来新挑战

尽管基金公司对于公募 MOM 充满期待，但业内人士坦言，这也给公募基金的投资管理带来新的挑战。

一名基金公司人士表示，MOM 基金管理人与投资顾问分属不同的基金公司，公募 MOM 业务涉及公募行业的同业竞争。由于各基金公司拥有自身的核心池、独特的投资决策，这些属于核心机密内容，如何将公司的机密信息披露给 MOM 基金管理人，涉及双方的合作意愿与协商情况。

投资顾问的费用支付方面，有 MOM 相关人士表示，虽然 MOM 指引明确了公募 MOM 子管理人的服务费用应从母管理人收取的管理费中列支，但具体分成比例需要双方进一步协商。

后台运营方面，MOM 对基金公司投资管理系统也提出了更高要求。上述人士认为，一般而言，各基金公司在各类资产的交易、风控、估值、投后管理等方面存在一定差异。在公募 MOM 集中投资管理的需求下，公募 MOM 管理人需要实时掌握交易、风控、估值等信息，才能进行及时、有效的投资管理，这都需要完备的技术系统提供支撑。

【行业动态与公司要闻】

■ 政策力推 5G 步入加速发展阶段

【上海证券报】1 月 13 日，工信部发布《工业互联网创新发展行动计划 2021-2023 年》，目标之一是在 10 个重点行业打造 30 个 5G 全连接工厂，再度给 5G 发展注入强劲动力。此前，工信部部长肖亚庆表示，2021 年中国将新建 5G 基站 60 万个以上。

2021 年 5G 风景如何？上证报记者调研了多家 5G 产业链上市公司，多数厂商对 2021 年 5G 发展持乐观态度，汇总其观点主要有三：一是预计 2021 年全球 5G 手机出货量翻番达到 5 亿部，5G 平板、5G CPE（CustomerPremiseEquipment，客户终端设备）等出货也将持续提升；二是基站网络等基础设施建设将扩展到二、三线城市，2022 年至 2023 年将是 5G 投资峰值期；三是催生出 5G 射频、SiP 封装等新技术，专网应用（工业互联网）、无人驾驶等新业态将逐步成熟。

“没有人预见到 4G 带来的互联网产业波澜壮阔，5G 未来的发展或许会超出人们想象。”对于 5G 未来，某分立器件上市公司高管表示，人们总是高估 1 到 2 年内的变化，却低估未来 10 年的变革，“5G，或许正被如此对待。”

5G 投资高峰期将至 硬件有看点

5G 一直得到政策和市场力推，与之相关的“一举一动”都备受关注。《工业互联网创新发展行动计划 2021-2023 年》提到，到 2023 年，工业互联网新型基础设施建设量质并进，新模式、新业态大范围推广，产业综合实力显著提升。其中，新型基础设施进一步完善，包括在 10 个重点行业打造 30 个 5G 全连接工厂，打造 3 至 5 个具有国际影响力的综合型工业互联网平台等。

“要致富先修路，要发展工业互联网也要先建设 5G 网络。”有业内人士接受采访时表示，5G 是工业互联网的核心基础设施。

“5G 投资持续加快，预计 2022 年至 2023 年会达到投资峰值。”博敏电子董事长徐缓在接受记者采访时表示，目前 5G 基站在主要城市的布局已经完成，随着二、三线城市逐步覆盖，整个 5G 投资将达到高峰；之后，应用接力驱动产业成长。

5G 投资逐步加大，会催生哪些投资机遇？

“5G 射频、SiP 封装模块可能会异军突起，迎来难得的发展机遇。”闻泰科技在接受记者采访时表示。记者注意到，得益于 5G 手机发展，射频赛道备受资本市场追捧，功率放大器（PA）、滤波器等成为新热点，卓盛微、信维通信等上市公司频频加码。

“5G 手机、汽车电子（通讯模块、娱乐模块）发展加速，HDI（高密度互连）板在 PCB 产业占比持续提升。”徐缓透露，HDI 板在经历过 2020 年的产能紧张后，预期 2021 年仍然供不应求。

记者了解到，博敏电子是国内首批布局 HDI 板的厂商之一，目前公司的 HDI 板产能规模在国内居于领先地位，产值占比近五成。此外，超声电子、科翔股份、光韵达均在积极建设新产能。

5G 基站也是值得关注的重点。中兴通讯是国内第二大通信设备商，公司近期不断剥离非核心业务，聚焦 5G 赛道。移远通信的 5G 模组已实现出货。

5G 手机出货翻番 将超 5 亿部

5G 终端是衡量产业发展的最直观指标之一，5G 手机是目前最主要的 5G 终端。尽管受疫情影响，2020 年中国 5G 手机出货量依然可圈可点。

近日，中国信通院发布报告，2020 年国内手机总体出货量 3.08 亿部，同比下降 20.8%；但 5G 手机累计出货 1.63 亿部，占比达到 52.9%。其中，2020 年 12 月 5G 手机出货量 1820 万部，占比更是达到 68.4%。

此前，IDC 预测，2020 年全球 5G 手机出货量约 2.4 亿部，中国市场将贡献 67.7%的份额。那么，2021 年，5G 手机的出货量将达到多少？

“2021 年 5G 终端的用户会明显增多，预计全球 5G 手机出货量将翻番，超过 5 亿部。”闻泰科技预测，除了 5G 手机，5G 平板、5G 通讯模块、5G CPE 等终端产品出货量也将快速提升。

闻泰科技告诉记者，从 2020 年第三季度起，产业链上游景气度明显回升，订单量大增。另外一家 ODM 代工厂人士也告诉记者，近期他们的 5G 项目也显著多了起来，2021 年将好于 2020 年。

资料显示，闻泰科技是中国领先的移动终端和智能硬件产业生态平台，业务领域涵盖移动终端、智能硬件、笔记本电脑、虚拟现实、车联网、汽车电子等研发设计和制造，客户包括华为、荣耀、小米、联想、LG、中国移动等全球主流品牌。

作为全球领先的 5G 芯片供应商，紫光展锐最有“发言权”。紫光展锐接受记者采访时介绍，5G 普及发展速度远超 4G 同期，2020 年，基于紫光展锐第一代 5G 芯片方案的商用终端已超 50 款。紫光展锐表示，为了加速 5G 发展，紫光展锐提出“人民的 5G”计划，以推出人人用得起的产品。

华西证券等认为，5G 智能手机渗透率加速，将带动 5G 射频天线、摄像头等领域的公司加速发展。

新技术、新业态或超出想象

4G 改变生活，5G 改变社会。记者在采访中获悉，与个人消费领域相比，产业界更加关注 5G 对千行百业赋能，从而引发的新一轮产业变革机遇。

“5G 专网应用前景更加诱人。”某分离器件上市公司高管接受采访时表示，工业互联网、远程医疗、无人驾驶等等，都将因 5G 而精彩。在人口密集、工业生产、医院等领域铺设 5G 专网，更具有经济和应用价值。

《工业互联网创新发展行动计划 2021-2023 年》在重点任务中也提及，到 2023 年，打造 50 个企业内网改造建设标杆，高质量外网基本覆盖所有规模以上工业企业，建成 8 个“5G+工业互联网”公共服务平台。具体来看，深化“5G+工业互联网”，一是支持工业企业建设 5G 全连接工厂，加快典型场景推广；二是探索 5G 专网建设及运营模式，规划 5G 工业互联网专用频率，开展工业 5G 专网试点；三是建设公共服务平台。

工业富联是以工业互联网平台为核心的解决方案设计制造商，其与中信戴卡、华润水泥等强强联合，打造垂直行业工业互联

网平台。

紫光股份旗下新华三是首批加入中国移动 5G 专网启航计划的公司，参与了多个 5G 专网试点。紫光股份披露，公司紧抓工业互联网产业变革发展机遇，推出了工业级交换机系列产品，可广泛应用于智能制造、自动驾驶等领域。

无人驾驶被视为 5G 应用“典型”，智能网联汽车是实现无人驾驶的“物理载体”。闻泰科技认为，由于电动汽车发展和汽车电动化，功率器件特别是汽车功率半导体器件在 2021 年全年可能都将保持产能紧张的态势，产能紧张对中国企业是个难度的发展机遇。

有机构预测，到 2026 年，电动汽车的市场占有率预计将会超过传统汽车，中国将成为全球最大的电动汽车生产和消费国。2019 至 2026 年，全球电动汽车充电系统市场年复合增长率将达到 45.6%，到 2026 年，其市场规模将达到 662.7 亿美元。

记者了解到，闻泰科技旗下安世半导体是中国最大的功率半导体企业，其在汽车电子领域已经有了优质的国际和国内客户，安世半导体约 50%的收入和利润来自于汽车电子业务。启明信息在自动驾驶和高级驾驶辅助领域已经投入了技术开发与储备，已有部分研发成果及技术配合中国一汽部分在研车型进行配套测试与匹配工作，公司承建的国家智能网联汽车应用（北方）示范区已经投入运营。

5G 应用夯实云计算，数据中心及光模块业务被看好。中际旭创是全球数通光模块龙头，新易盛、华工科技、太辰光等也将受益数据中心建设。

■ 2020 年 12 月份商品住宅销售价格稳中略涨

【国家统计局】 2020 年 12 月份，各地深入贯彻党中央、国务院部署，全面落实房地产长效机制，因地制宜、多策并举，促进房地产市场平稳健康发展，70 个大中城市房地产市场价格稳中略涨。

一、各线城市商品住宅销售价格环比涨幅总体稳定

初步测算，12 月份，4 个一线城市新建商品住宅销售价格环比上涨 0.3%，涨幅比上月扩大 0.1 个百分点。其中，北京、上海和广州分别上涨 0.3%、0.2%和 0.7%，深圳下降 0.1%。二手住宅销售价格环比上涨 0.6%，涨幅比上月扩大 0.1 个百分点。其中，北京、上海、广州和深圳分别上涨 0.5%、0.6%、0.7%和 0.5%。31 个二线城市新建商品住宅和二手住宅销售价格环比均上涨 0.1%，涨幅均与上月相同。35 个三线城市新建商品住宅和二手住宅销售价格环比分别上涨 0.1%和 0.2%，涨幅均与上月相同。

二、各线城市商品住宅销售价格同比涨幅有扩有落

初步测算，12 月份，一线城市新建商品住宅销售价格同比上涨 3.9%，涨幅与上月相同；二手住宅销售价格同比上涨 8.6%，涨幅比上月扩大 0.3 个百分点。二线城市新建商品住宅销售价格同比上涨 4.0%，涨幅比上月回落 0.2 个百分点；二手住宅销售价格同比上涨 2.2%，涨幅比上月扩大 0.1 个百分点。三线城市新建商品住宅和二手住宅销售价格同比分别上涨 3.5%和 1.4%，涨幅比上月分别回落 0.3 和 0.1 个百分点。

【国都策略视点】

■ 策略观点：头部公司泡沫化初期，真正破裂或待美元趋紧时

1、部分头部公司正进入估值泡沫化初期阶段

2020 年 12 月 25 日至今 A 股跨年行情如期而至，十个交易日内主要股指普涨 6-12%，其中表征科技成长、消费白马、周期蓝筹头部公司股指集体领涨，创业板 50、深证 100、中证 100、沪深 300 大涨 13-10%，而表征尾部企业的国证 2000、中证 1000 同期各-0.4%、+1.4%，头部、尾部上市公司表现显著分化。

驱动近期头尾部公司表现加剧分化的原因？主要包括：一是年底流动性投放好于预期，央行超额续作 MLF、公开市场连续三个月各净投放 5300、6300、6700 亿元，以舒缓前期高等级地方国企债违约产生的融资趋紧压力，短端货币市场资金利率重回近半年低位水平；二是近期明星公募基金发行火热，20 年 10 月至今的三个半月股票、混合型基金共发行了 5500 亿份，岁末年初入市建仓，从而强化原有持仓股票的上涨行情；三拜登确认当选下届美国总统、且民主党掌控参众两院，从而使得拜登政府的宽货币、扩财政的政策主张有望顺利实施，刺激美股创历史新高，提升全球风险偏好，近半个月陆股通北上资金累计净流入 500 亿元，推升 A 股头部公司上涨行情。

在欧美疫情仍未防控见效前，预计宽松政策延续，美元流动性充裕；而我国经济修复领先，正处于后疫情恢复的中后加速修复期，基本面上行支撑结构性牛市下半场，按“估值修复—业绩增长与提估值-估值泡沫化”的牛市三阶段行情来看，当前 A 股市场的白马龙头股正步入第三阶段的泡沫化初期。

按当前国内无风险利率 3.0-3.3%计算，国内资金对绩优白马股估值容忍的合理值为 30-40 倍；而当前基金绩优的绩优股或白

马龙头股的整体 PE（TTM）已 37 倍，已逼近对估值的合理容忍度上限；因此可以判断，当下头部-尾部企业的加剧分化的跨年行情，正推升白马龙头股进入泡沫化初期阶段。

2、头部与尾部企业表现分化能否持续？—近十年大小盘风格指数走势对比及其逻辑简析

以中证 100、沪深 300 为代表的大盘风格指数，以中证 500、中证 1000 为代表的小盘风格指数，近十年两者走势经历了同步-分化-同步-加剧分化的四个阶段，具体走势对比、差异幅度及其驱动逻辑简析如下：

1）16 年以前，大小盘走势基本同步，且小盘较大盘指数相对收益 50-100%；指数走势同步且小盘风格强于大盘风格指数，驱动逻辑主要为 4G 为首提振的移动互联网科技成长领涨、中小投资者直接入市炒小炒题材氛围较浓；

2）16 年 1 月底至 18 年 1 月底，大盘指数涨而小盘指数震荡下跌，风格持续分化两年，大盘较小盘指数相对收益 30-65%；指数分化驱动逻辑主要为供给侧改革、资本市场开放红利引入境外资金；

3）18 年 1 月末至 20 年 7 月中旬，大小盘风格回归同步，期间大盘较小盘指数相对收益 10%以内；指数基本同步的驱动逻辑主要为中美贸易摩擦、宏观去杠杆等系统性压力；

4）20 年 7 月中旬至今，大盘趋势走强而小盘震荡下跌，两者明显分化，且 10 月中旬以来加剧分裂，5 个月内大盘较小盘指数相对收益高达 30-45%；指数加剧分裂的驱动逻辑主要为注册制常态化发行扩容至创业板（近日媒体报道或于今年两会后全市场推广注册制发行）、退市新规下尾部企业壳资源价值丧失、居民入市方式改以积极认购基金为主，定价权转移至机构，从而强化行业龙头或蓝筹白马马太效应。

综合判断，以上注册制全面实施下新股发行常态化、退市新规下的上市公司宽进宽出，及机构定价权提升两大趋势，叠加我国经济增速趋势放缓、存量模式竞争加剧下利于头部企业，预计头尾部企业表现分化已成大势。我们预计，中期导致头部企业相对收益下降的风险因素，或主要源自头部企业的估值显著泡沫化、美元无风险利率显著上行。

3、未来半年重点关注的两大关键变量：疫情防控与疫苗接种效果、中美货币政策转向信号

1）国内宏观政策显著转向信号：最敏感时段分别在国内经济内生修复动力持续性确认，全球疫情控制逐步见效、欧美经济确认复苏趋势，最大概率分别在 4 月中旬、6-7 月年中前后；

2）美元宽松政策逐步退出：若疫苗大规模接种后美国疫情防控见效，经济修复动力与趋势确立，则美联储大概率考虑逐步退出非常规宽松政策，届时美元流动性趋紧，对全球资产价格会带来估值收缩压力；

3）近中期 A 股两大杀估值风险：一是国内外政策转向收紧压力，导致无风险利率上升，引发高估值的白马股或大幅杀跌。拜登赢得下任美国总统后，美国民主党横扫参众两院，大幅提升市场对于下届美国政府加大财政刺激方案通过实施的预期，已推升长端 10Y 美债利率近日快速重回 1.0%上方，创 20 年 3 月 20 日以来新高；中期来看，若未来拜登主政下的美国疫情防控与新冠疫苗接种有效快速落实，则疫情曲线回落下美国经济修复预期升温，或将推动 10Y 美债利率继续上升至疫情暴发前的 1.5-2.0%区间，突破 1.5%阈值后，境外资金对 A 股白马龙头股的估值容忍度或将大幅下修。

风险提示：疫苗进展不及预期经济复苏延后，国内外流动性边际超预期收紧、海外市场大幅震荡等风险。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国都证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的特定客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。

本报告中的信息均来源于公开资料或国都证券研究所研究员实地调研所取得的信息，国都证券研究所及其研究员不对这些信息的准确性与完整性做出任何保证。在法律许可的情况下，国都证券及其关联机构可能持有报告所涉及的证券品种并进行交易，也有可能为这些公司提供相关服务。本报告中所有观点与建议仅供参考，根据本报告作出投资所导致的任何后果与公司及研究员无关，投资者据此操作，风险自负。

本报告版权归国都证券所有，未经国都证券研究所书面授权许可，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发送、发布、复制，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。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，国都证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

国都证券投资评级

国都证券行业投资评级的类别、级别定义		
类别	级别	定义
投资评级	推荐	行业基本面向好，未来 6 个月内，行业指数跑赢综合指数
	中性	行业基本面稳定，未来 6 个月内，行业指数跟随综合指数
	回避	行业基本面向淡，未来 6 个月内，行业指数跑输综合指数

国都证券公司投资评级的类别、级别定义		
类别	级别	定义
投资评级	强烈推荐	预计未来 6 个月内，股价涨幅在 15%以上
	推荐	预计未来 6 个月内，股价涨幅在 5-15%之间
	中性	预计未来 6 个月内，股价变动幅度介于±5%之间
	回避	预计未来 6 个月内，股价跌幅在 5%以上