2021 年 01 月 14 日

当下市场的困境与破局

——投资策略专题

策略研究团队

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

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

● **寻找 A 股的价值安全线**

日前，市场对于龙头是否已经泡沫化进行了讨论。泡沫意味着资产价格与市场共识价值观之间的偏离。估值跃迁并非易事，市场宽度上出现确实更属罕见。当下部分资产的快速上涨已经让一些谨慎的投资者开始警惕价格是否已经脱离基本面，而部分绝对收益者开始考虑收益确认。当增量资金入场和害怕踏空成为交易的逻辑时，至少意味着部分资产的价值发现工作已经完成，趋势投资者已经占据主导。我们无意用估值指标对泡沫进行判断，而是希望能够站在前人的肩膀上，通过历史上一些令人印象深刻的投资指标，来客观地呈现当前 A 股所处的状态，为投资者共同探寻 A 股价值的安全线。

● **当下市场的各项“明星投资指标”接近 2015 年水平，大盘成长性价比较低**

我们主要选取了 5 类指标对市场的状态进行描绘：**巴菲特指标、席勒的 CAPE 指标、格雷厄姆的股债比/风险溢价、自由流通市值/M2** 以及**收益率相比于 ROE** 的透支程度。从全部 A 股的视角来看，大部分指标均已经指示了当下市场的状态已经接近 2015 年的水平；而从规模和风格指数来看，大盘成长性价比已经较低。相比之下，**大盘价值**无论相对于大盘成长还是自身的估值水平/ROE 透支水平而言均具有很高的性价比。**小盘价值和小盘成长**相比于大盘成长而言也并未过多透支未来的盈利增长预期，而且从自由流通市值/M2 的角度来看市场对其配置的比例仍处于历史中枢以下的水平，性价比有待更多挖掘。

● **交易结构看市场的困境：继续抱团的吸引力在不断减弱**

过去两年核心资产大幅上涨反映了市场的主流投资者投资理念和分析框架的趋同，它并非简单“抱团”可以解释，是市场共识的结果，而共识的形成恰恰好让自下而上投资者最重视的 Alpha 已被定价，优秀的价值发现者获得了丰厚的回报。在当下，投资者买入的理由更多是“新发基金”等待入场，这本身也意味“基本面”因素已被定价。单纯从交易结构看：大盘成长指数出现了明显“量价背离”，而我们跟踪的公募基金负债端的代理变量 ETF 基金也开始出现了对大盘股的赎回。绝对收益者可能正在兑现收益，而相对收益者或是继续前进的主力。

● **破局：押注过去，还是选择未来**

疫情后的全球世界无疑为我们提供了市场将去向何方的提供了线索：全球经济的复苏与再通胀，全球流动性正常化与边际收紧和国内信用条件的走弱。我们也许不能确定上述宏观环境到来的时刻，但从近期上行的美债收益率、国内确认的信用拐点都为我们相信前述场景的到来提供了更多边际信息。盈利的持续改善是 A 股乐观的所在，而答案和线索将在全球复苏下产业链的动荡与中国制造业的崛起中。**在未来的世界，价值/成长、大盘/小盘的关系将得到重新平衡，部分在上述逻辑线索下的周期核心资产也将继续因基本面变化而获益，面对传统认知内的优质资产出现的高估值化，我们并非只有逃离市场一种选择。**

● **风险提示：**经济复苏不及预期；指标的适用性；测算误差

相关研究报告

《投资策略点评-调整布局，迎接市场“新共识”》-2021.1.12

《投资策略周报-跨年行情行至尾声》-2021.1.10

《投资策略专题-一致预期中的有限理性》-2021.1.7

目 录

1、 “过时”的巴菲特指标：已经突破+1 倍标准差 3
2、 “戳破”科网泡沫的席勒指标：接近 2015 年 12 月水平 4
3、 格雷厄姆的股债比：处于历史中枢 7
4、 2015 年牛市“体温计”：已触及 15% 8
5、 收益率-ROE 的透支水平：大盘成长“还债”压力大 9
6、 启示与思考：历史经验 VS 主观判断 11
7、 风险提示 13

图表目录

图 1： 目前 A 股的巴菲特指标已经突破了历史+1 倍标准差的水平 3
图 2： 行业的巴菲特指标排名靠前的行业：酒、饮料和精制茶制造业、有色金属矿采选业、医药制造业、石油和天然气开采业 4
图 3： 万得全 A 的 CAPE 已经突破历史均值，接近 2015 年 12 月的水平 5
图 4： 上证指数的 CAPE 刚刚接近历史均值水平 5
图 5： 沪深 300 的 CAPE 已突破均值，接近 2015 年 6 月的水平 5
图 6： 创业板指的 CAPE 已经突破历史+1 倍标准差水平，接近 2016 年 3 月的水平 6
图 7： 中证 500 的 CAPE 仍处于历史均值的下方 6
图 8： 大盘成长的 CAPE 已经远远突破了历史+1.5 倍标准差的水平 6
图 9： 大盘价值的 CAPE 仍处于均值下方 6
图 10： 小盘成长的 CAPE 仍处于均值下方 6
图 11： 小盘价值的 CAPE 处于-1 倍标准差水平以下 6
图 12： 当前 A 股相比于 AAA 级企业债的吸引力处于历史中枢的水平 7
图 13： 当前 A 股的股债风险溢价水平也处于历史中枢的附近 7
图 14： 目前全 A 的自由流通市值/M2 已经超过 15% 8
图 15： 大盘成长的自由流通市值/M2 已远超 2015 年 9
图 16： 大盘价值的自由流通市值/M2 还未超过 2019 年 9
图 17： 小盘成长的自由流通市值/M2 离 2015 年还有很远 9
图 18： 小盘价值的自由流通市值/M2 还未超过 2019 年 9
图 19： 从累计年化收益率-累计年化 ROE 的角度来看，所有主要指数均存在年化收益率向年化 ROE 回归的特征 10
图 20： 从当年收益率-当年 ROE 的角度来看，没有指数出现过连续两年收益率跑赢 ROE，2019-2020 年透支程度排名：创业板指＞大盘成长＞沪深 300≈万得全 A＞小盘成长＞中证 500＞上证指数＞小盘价值＞大盘价值 10
图 21： 大盘成长指数的上涨出现了明显的“量价背离” 12
图 22： 个人持有占比较高的股票型 ETF 的申赎情况能搞较好的反应股票型基金的申购赎回行为 12
图 23： 近期个人高比例的 ETF 对大盘股出现了明显的赎回行为 12
图 24： 北上资金近期仍在持续净卖出白酒板块 13

日前，市场关于“抱团”的讨论十分火热，龙头是否已经“泡沫化”也成为争论的焦点。部分投资者认为目前来看有的板块估值已经较贵，即便基本面处于景气向上的周期中也透支了太多未来的增长预期；而也有部分投资者认为在基本面并未证伪的前提下，龙头一定程度的高估是可以接受的；还有一些投资者认为由于在存量经济模式下行业集中度的提升让龙头的优势更为明显，因此“以大为美”的趋势并不会从根本上发生改变，这也就意味着给予龙头的溢价其实是对这种趋势的认同。

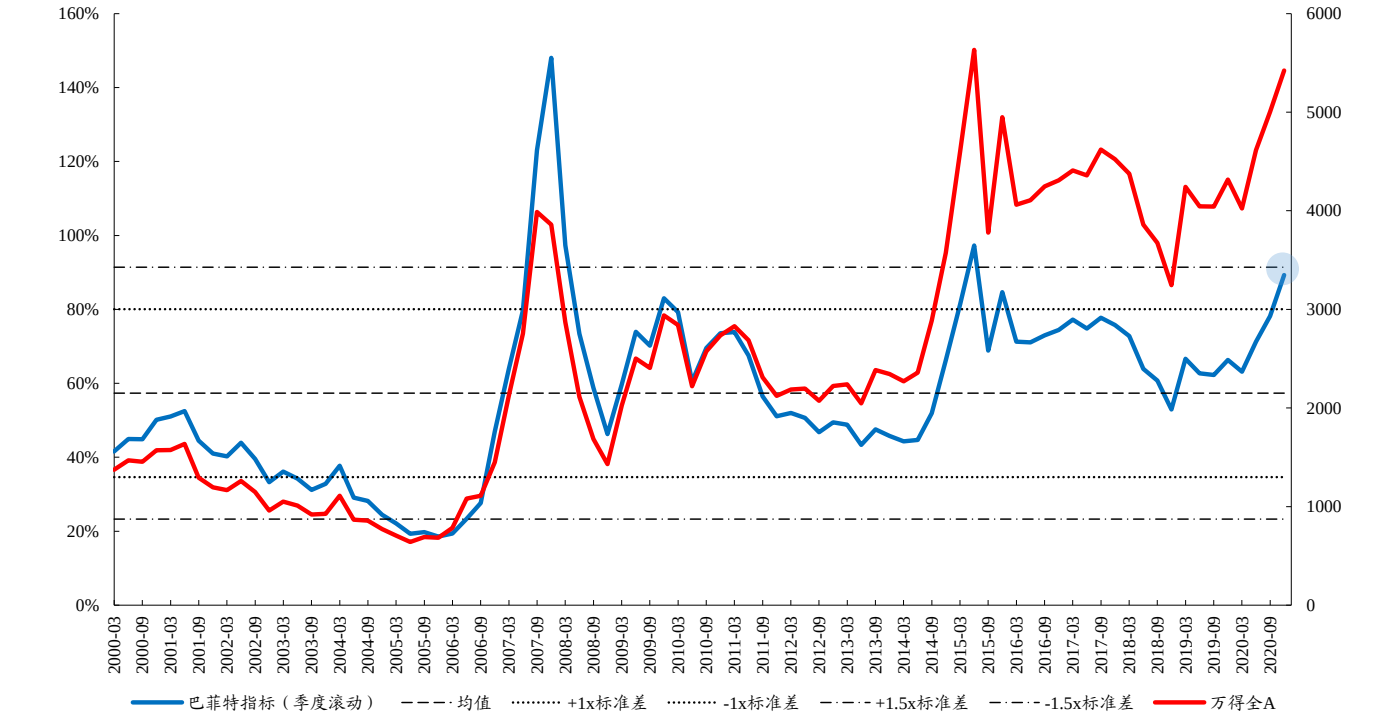
诚然投资者对于资产价格是否有高估的倾向存在各自的见解，而且在不同的投资框架下得出的结论分歧较大，然而无论如何，当市场上开始有人讨论泡沫的问题时，这一定程度上也就意味着市场的快速上涨已经让一些谨慎甚至偏保守的投资者开始警惕价格是否已经严重脱离了基本面。正如格雷厄姆所说：短期来看股票是投票机，而长期来看是称重器。现在 A 股又到了“投票”VS“称重”的重要十字路口。

本文的目的不在于判断泡沫是否存在以及何时出现，而是希望能够站在前人的肩膀上，通过历史上一些令人印象深刻的投资指标，来客观地呈现当前 A 股所处的状态，为不同投资者的长期判断提供一些帮助与借鉴。

1、 “过时”的巴菲特指标：已经突破+1 倍标准差

2001 年 12 月 10 日，巴菲特发表了一篇名为《巴菲特论股票市场》的文章，提出一个用来衡量股票是否具备吸引力的指标，即一个国家经济的证券化率（股市总市值/国民生产总值 GNP）。巴菲特认为若这个指标的比值在 70%~80%之间，则股票的预期回报将会不错；而若这个比值过高，则此时买入股票无疑存在高估的风险。如果我们以名义 GDP 代替 GNP，**则 2021 年 1 月 13 日 A 股的巴菲特指标值为 89.26%，突破了历史+1 倍标准差的水平**。而历史上突破了+1 倍标准差之后达到极大值的时刻分别为 **2007 年 12 月、2009 年 12 月、2015 年 6 月、12 月**。

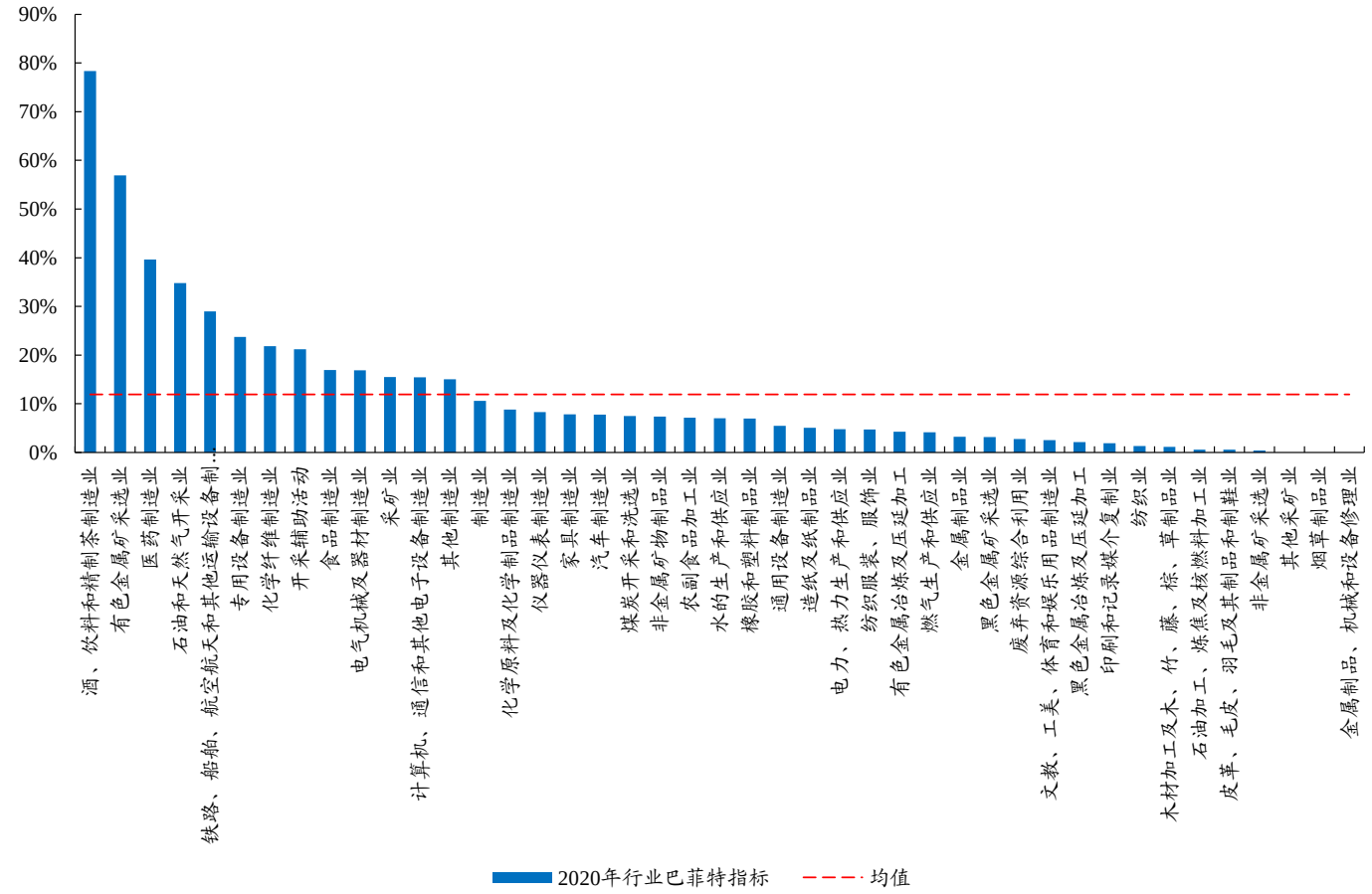
图1：目前 A 股的巴菲特指标已经突破了历史+1 倍标准差的水平



数据来源：Wind、开源证券研究所。注：2020 年 GDP=前三季度 GDP+Wind 宏观预测第四季度 GDP，总市值为 2021 年 1 月 13 日。

如果将该指标运用到行业上（各个行业上市公司总市值/对应的工业企业营业收入总额），**则我们会发现行业的“巴菲特指标”均值仅为 11.93%，但行业之间的分化较大**。排名靠前的行业有酒、饮料和精制茶制造业、有色金属矿采选业、医药制造业、石油和天然气开采业，这些行业的资本化率均在 30%以上，尤其是酒、饮料和精制茶制造业达到了 78.34%；而中上游制造业的资本化率普遍较低，排名垫底的行业是纺织业、木材加工及木、竹、藤、棕、草制品业、石油加工、炼焦及核燃料加工业以及皮革、毛皮、羽毛及其制品和制鞋业。

图2：行业的巴菲特指标排名靠前的行业：酒、饮料和精制茶制造业、有色金属矿采选业、医药制造业、石油和天然气开采业



数据来源：Wind、开源证券研究所。注：由于 12 月工业企业数据尚未公布，因此 2020 年工业企业营业收入采用 2020 年 11 月的 TTM 值，而总市值采用 2021 年 1 月 13 日的值。

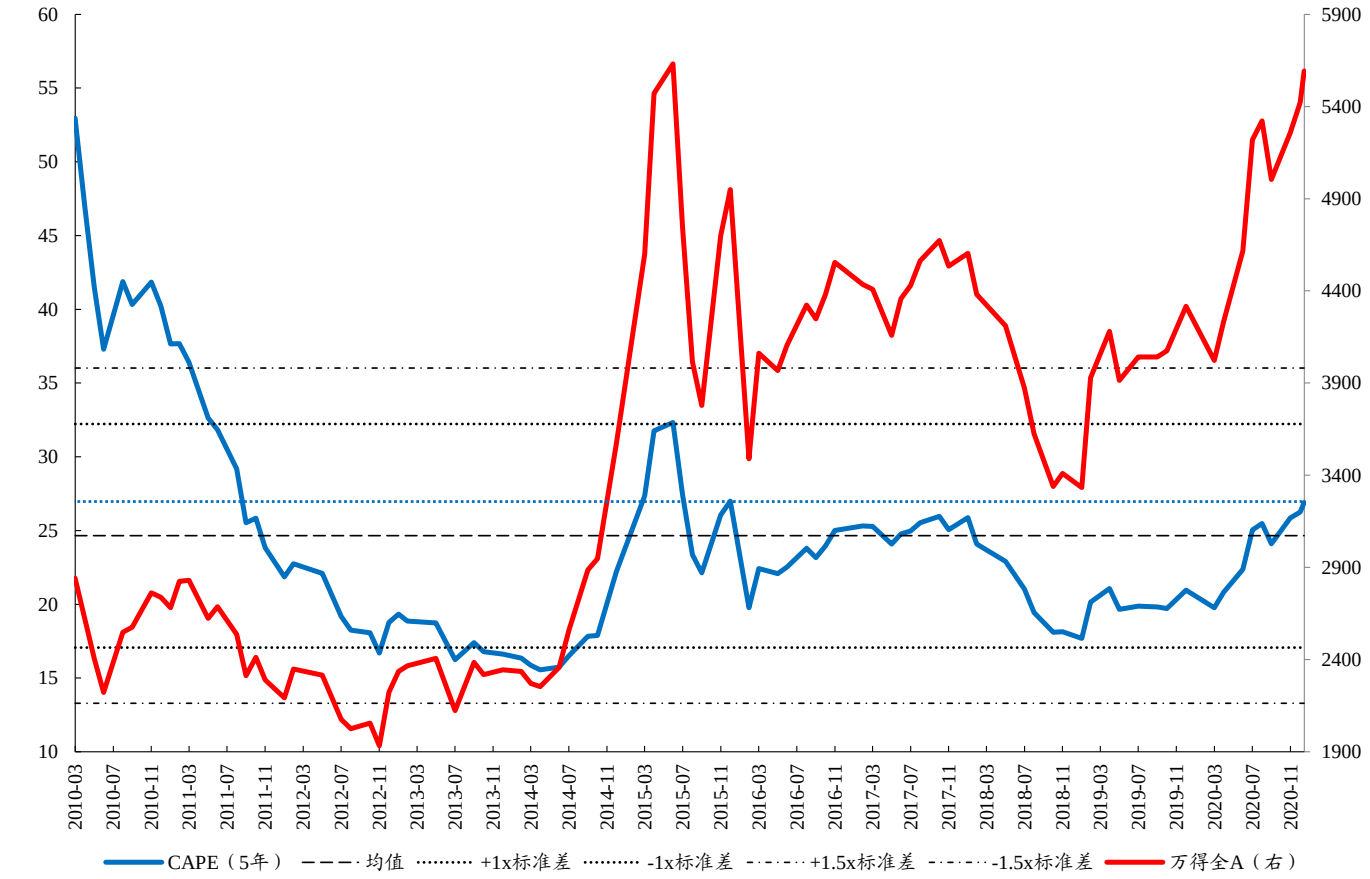
2、 “戳破”科网泡沫的席勒指标：接近 2015 年 12 月水平

CAPE 即周期调整市盈率，是著名的经济学家席勒在投资大师格雷厄姆计算市盈率方法的基础上演化而来的指标，具体的计算方法是：**CAPE=经过通胀调整的股价 P/过去 10 年经过通胀调整的 EPS**。在提出该指标之后席勒出版了《非理性繁荣》一书，而没过多久美国的科网泡沫便崩盘了。

由于 A 股有数据的时间较短，因此本文将过去 5 年的经过通胀调整的 EPS 替代原来的分母，将 CPI 当月环比作为每个月的通胀调整系数，对 A 股的主要指数——万得全 A、上证指数、沪深 300、创业板指以及中证 500 指数——和风格指数（国证成长 VS 国证价值）进行了 CAPE 水平的测算（指数均采用经通胀调整的总市值/过

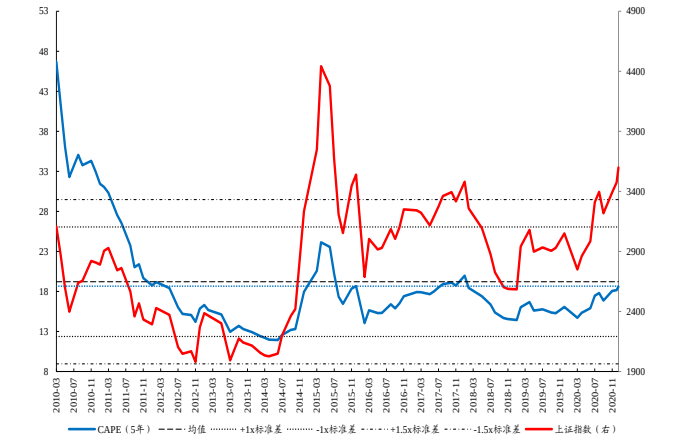
去 5 年经通胀调整的归属母公司股东净利润的均值）。通过计算我们发现，相对于自身而言，透支程度排序为：**大盘成长＞创业板指＞沪深 300＞万得全 A＞上证指数＞大盘价值≈小盘成长≈中证 500＞小盘价值**。其中大盘成长与创业板指均突破了历史+1.5 倍标准差的水平，而大盘价值、小盘成长以及中证 500 仍处于均值以下，小盘价值处于历史-1 倍标准差的水平下方。

图3：万得全 A 的 CAPE 已经突破历史均值，接近 2015 年 12 月的水平



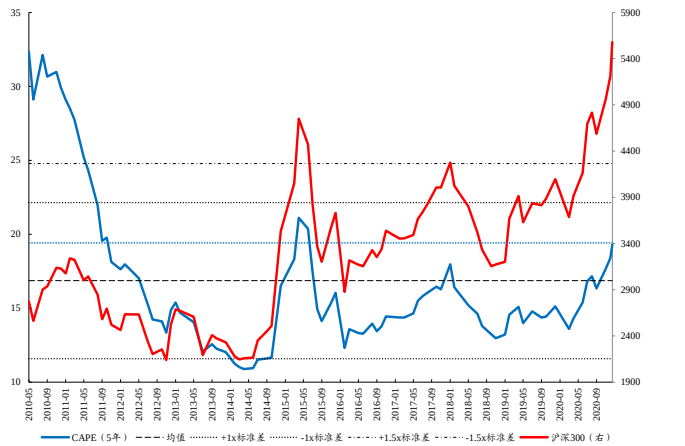
数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：上证指数的 CAPE 刚刚接近历史均值水平



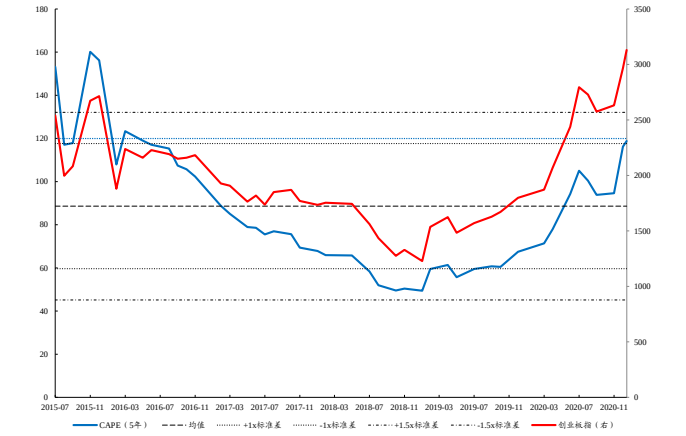
数据来源：Wind、开源证券研究所

图5：沪深 300 的 CAPE 已突破均值，接近 2015 年 6 月的水平



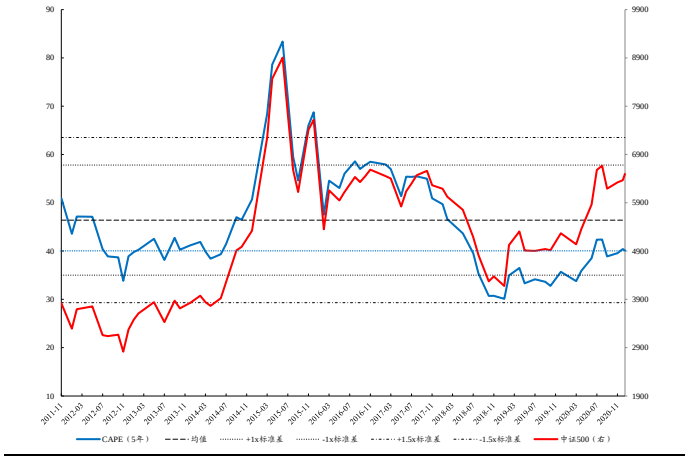
数据来源：Wind、开源证券研究所

图6：创业板指的CAPE已经突破历史+1倍标准差水平，接近2016年3月的水平



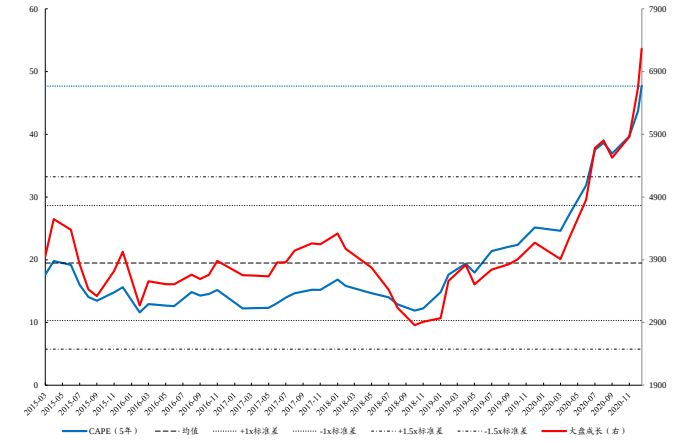
数据来源：Wind、开源证券研究所

图7：中证500的CAPE仍处于历史均值的下方



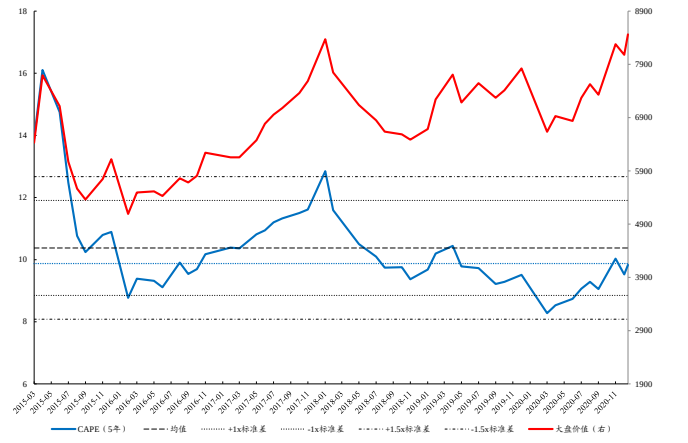
数据来源：Wind、开源证券研究所

图8：大盘成长的CAPE已经远远突破了历史+1.5倍标准差的水平



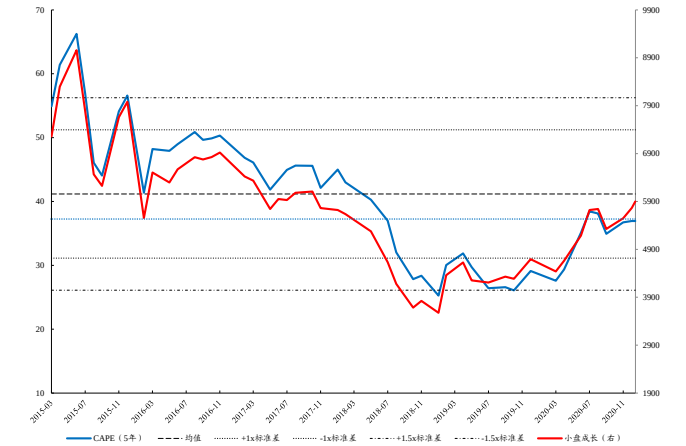
数据来源：Wind、开源证券研究所

图9：大盘价值的CAPE仍处于均值下方



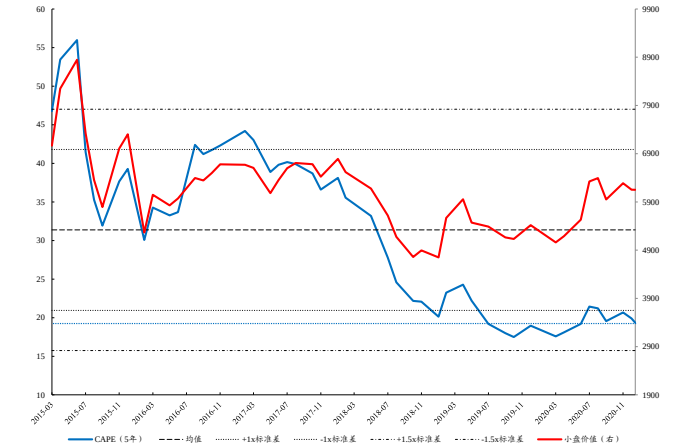
数据来源：Wind、开源证券研究所

图10：小盘成长的CAPE仍处于均值下方



数据来源：Wind、开源证券研究所

图11：小盘价值的CAPE处于-1倍标准差水平以下

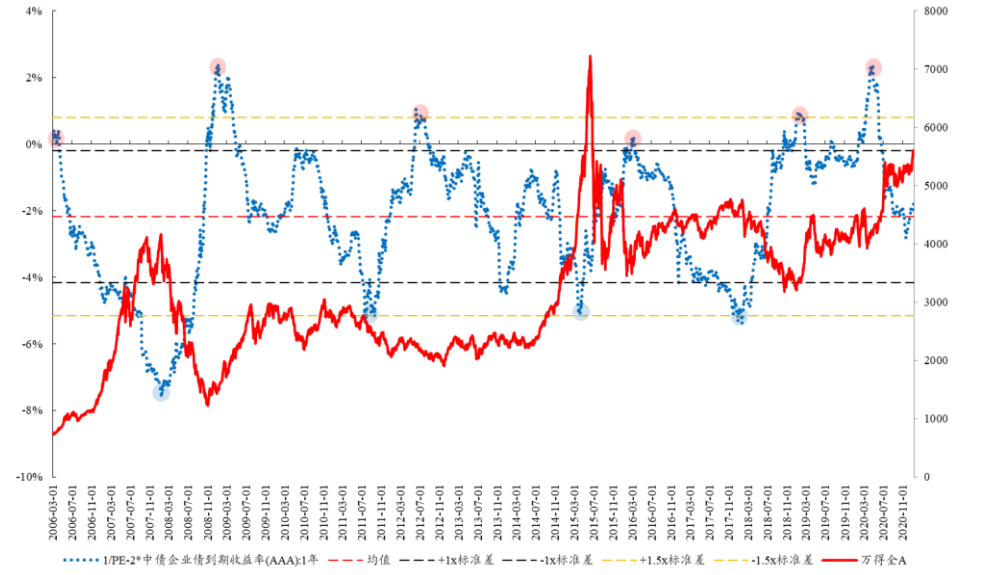


数据来源：Wind、开源证券研究所

3、 格雷厄姆的股债比：处于历史中枢

价值投资大师格雷厄姆有一条重要的投资法则：**如果股票的收益率能够达到 AAA 级企业债到期收益率的 2 倍，则投资股票是一个比较好的机会**。本文中我们以 1/PE(TTM)作为特定指数的预期收益率，再减去 2 倍的 1 年期 AAA 级中债企业债到期收益率作为衡量股票是否具备吸引力的指标。通过计算发现**当前万得全 A 的股票吸引力处于历史均值水平**，而从历史上看往往在指标超过+1 倍甚至+1.5 倍标准差时才是较好的买点，如果触及-1 倍标准差则股票的吸引力将大打折扣。

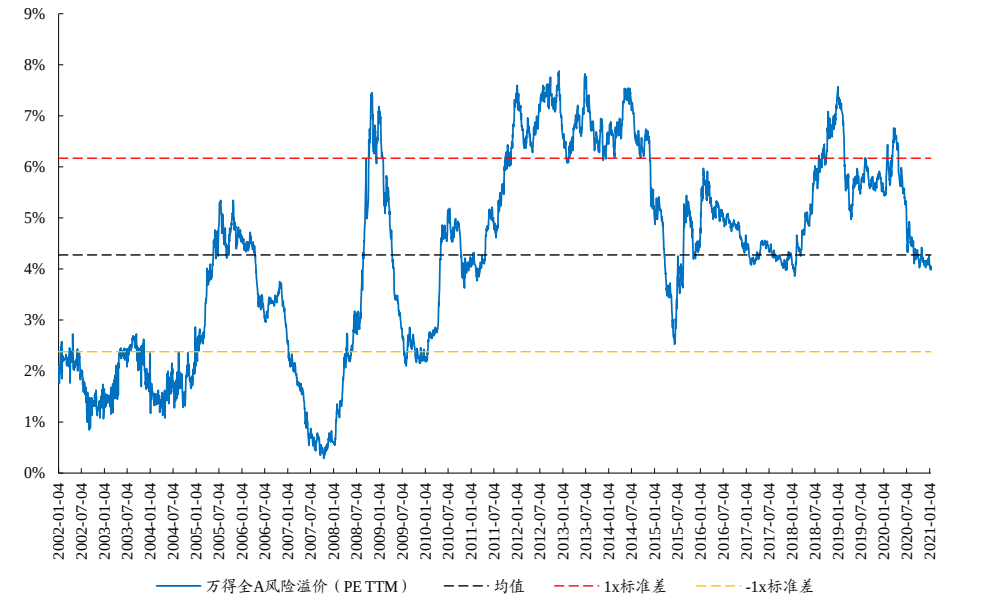
图12：当前 A 股相比于 AAA 级企业债的吸引力处于历史中枢的水平



数据来源：Wind、开源证券研究所

如果从股债风险溢价（1/PE(TTM)-中债 10 年期国债到期收益率）的角度来看，我们会发现目前 A 股相比于 10 年期国债的吸引力也处于历史中枢水平的附近。

图13：当前 A 股的股债风险溢价水平也处于历史中枢的附近



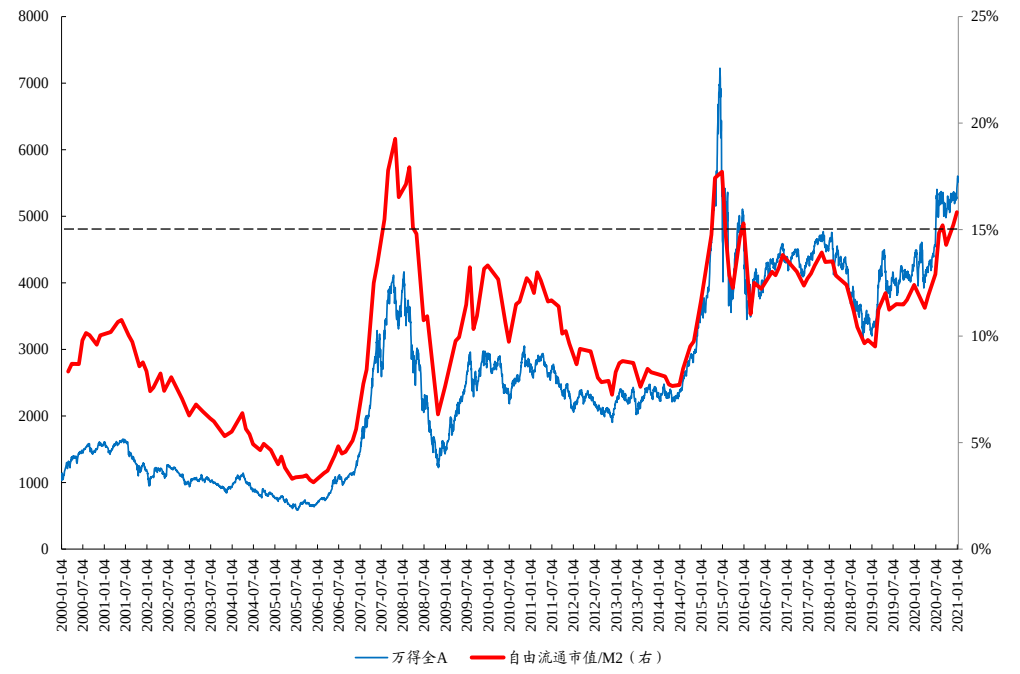
数据来源：Wind、开源证券研究所

上述的结果意味着未来股票的吸引力不断提升（表现为格雷厄姆指标上行或者风险溢价上行）需要至少满足以下两个条件中的一个：**企业盈利的大幅改善或者流动性大幅宽松导致债券收益率大幅下行**。如果投资者认为未来企业盈利将大幅改善，则流动性便没有再宽松的必要，甚至还要因为经济复苏而收紧；而如果投资者认为未来企业盈利大幅下滑，则流动性有可能进一步宽松。因此无论在哪种场景下，盈利与利率对于股票吸引力的贡献始终是相反的，这也就意味着投资者不可能在预期流动性宽松的同时又期待未来经济会持续复苏，鱼与熊掌不可兼得，宏观环境的变化必然会带来资产配置思路的变化。而正如我们在《调整布局，迎接市场“新共识”》报告中提到的，**未来的下一个场景大概率会是全球经济复苏下的再通胀+流动性收紧，这对于股票而言盈利才是支撑其相比于债券的吸引力的核心，而估值会拖累**。

4、 2015 年牛市“体温计”：已触及 15%

2015 年的牛市仍令投资者印象深刻，有的投资者在上证指数突破 4000 点之后就已经开始犹豫，虽然事后来看上证指数运行到了 5000 点以上，然而站在当时来看谁也不能确保自己能够“全身而退”。当时 A 股有一个比较流行的用于判断配置价值的指标，即全 A 的自由流通市值/M2 的比值，有人认为该指标超过 15%即可以判断 A 股大概率已经处于相对没那么有吸引力的位置。**自 2020 年 11 月该指标便已经突破了 15%，目前仍处于上升的趋势**。

图14：目前全 A 的自由流通市值/M2 已经超过 15%



数据来源：Wind、开源证券研究所

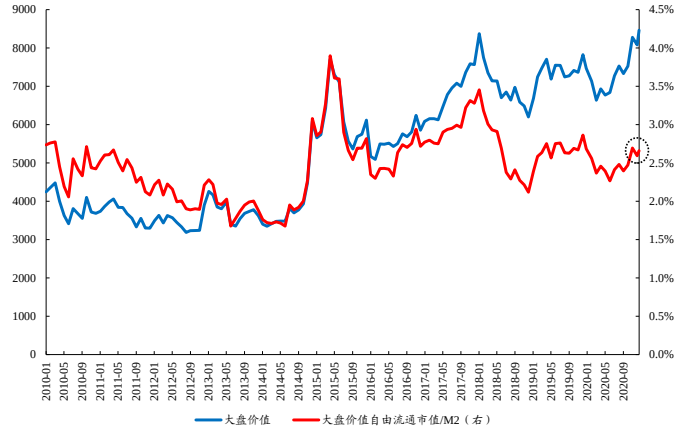
进一步地，如果我们看大小盘成长与价值之间的分化，我们发现与自身历史上的自由流通市值/M2 的水平相比，**目前大盘成长的比值已经远远超过了 2015 年牛市的水平**，小盘成长的比值离 2015 年也仍有很大的距离，而大盘价值与小盘价值则均未超过 2019 年的高点。从这个指标来看透支程度最高的仍然是大盘成长，而大盘价值与小盘成长/价值仍处于历史较为安全的水平。

图15：大盘成长的自由流通市值/M2 已远超 2015 年



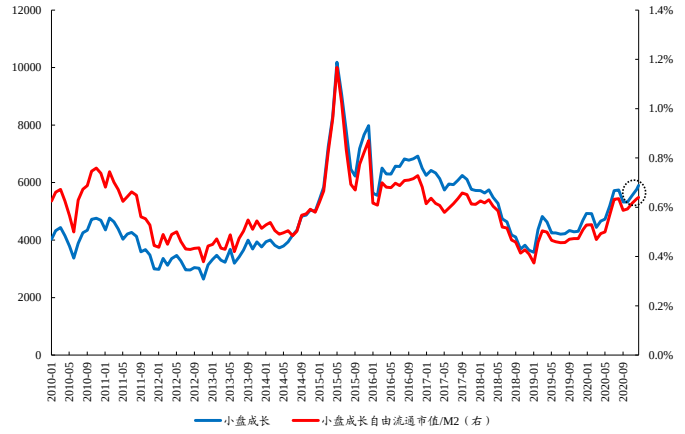
数据来源：Wind、开源证券研究所

图16：大盘价值的自由流通市值/M2 还未超过 2019 年



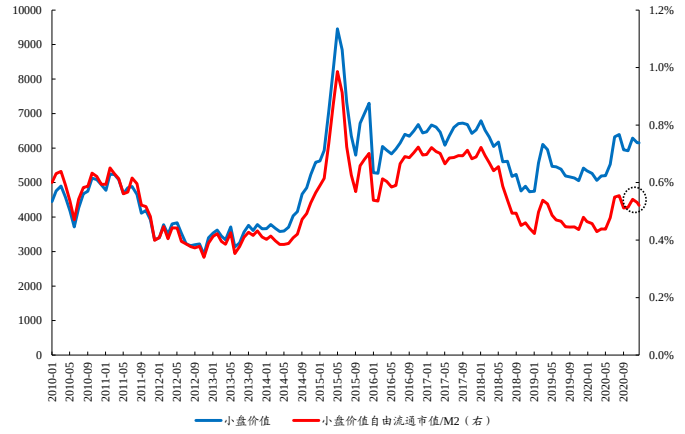
数据来源：Wind、开源证券研究所

图17：小盘成长的自由流通市值/M2 离 2015 年还有很远



数据来源：Wind、开源证券研究所

图18：小盘价值的自由流通市值/M2 还未超过 2019 年



数据来源：Wind、开源证券研究所

5、 收益率-ROE 的透支水平：大盘成长“还债”压力大

我们此前在 2021 年的年度新共识系列（一）中曾讨论了股票 ROE 与收益率之间的关系，核心结论是：

（1）从长期来看股票的年化收益率总是会向其年化 ROE 回归；

（2）而且 A 股的主要指数不会出现连续两年收益率超跑 ROE 的情形。

本文中我们将测算范围扩大到了 9 个指数，涵盖了主要的综合指数以及对应的规模指数和风格指数。根据我们的测算，最终的结果均满足上述两个核心结论。

因此站在当下，如果以 2020 年的预测 ROE 作为测算值（一般到了年底时预测值的准确性会提高许多），则我们会发现在 2019-2020 年其实很多指数都出现了收益率超跑 ROE 的情形，如果按照 2019-2020 年两年的年化收益率-年化 ROE 来进行透支程度的排名，则**创业板指＞大盘成长＞沪深 300≈万得全 A＞小盘成长＞中证 500＞上证指数＞小盘价值＞大盘价值**。透支程度越大意味着 2021 年“还债”的压力越大，对于业绩兑现的要求越高。

图19：从累计年化收益率-累计年化 ROE 的角度来看，所有主要指数均存在年化收益率向年化 ROE 回归的特征

累计年化收益率-累计年化ROE	万得全A	上证指数	沪深300	创业板指	中证500	大盘成长	大盘价值	小盘成长	小盘价值
2000-12-31	48.72%	42.59%							
2001-12-31	2.32%	1.51%							
2002-12-31	-8.02%	-7.93%							
2003-12-31	-8.84%	-5.54%							
2004-12-31	-12.44%	-9.83%							
2005-12-31	-13.65%	-11.18%	-19.51%						
2006-12-31	-2.64%	1.08%	30.05%						
2007-12-31	9.26%	8.40%	60.32%		177.95%				
2008-12-31	-5.38%	-7.00%	2.00%		-1.30%				
2009-12-31	1.57%	-1.44%	14.87%		30.16%				
2010-12-31	-0.76%	-4.33%	6.34%	3.53%	22.07%	-36.51%	-41.86%	0.36%	-2.25%
2011-12-31	-4.25%	-7.44%	-1.95%	-24.20%	5.45%	-41.04%	-35.01%	-27.85%	-24.46%
2012-12-31	-4.57%	-7.70%	-2.65%	-19.78%	3.34%	-29.39%	-24.21%	-20.40%	-18.83%
2013-12-31	-4.80%	-8.70%	-5.12%	-2.61%	4.07%	-29.74%	-24.14%	-14.02%	-14.88%
2014-12-31	-2.31%	-6.05%	-1.48%	-1.89%	7.13%	-21.82%	-12.17%	-7.55%	-4.90%
2015-12-31	-0.64%	-5.80%	-2.01%	7.54%	10.12%	-18.78%	-12.24%	0.31%	-0.42%
2016-12-31	-2.12%	-6.90%	-3.97%	-0.90%	5.98%	-19.89%	-12.91%	-4.43%	-3.42%
2017-12-31	-2.33%	-6.77%	-2.94%	-3.10%	4.52%	-17.11%	-9.50%	-6.76%	-4.13%
2018-12-31	-4.61%	-8.52%	-5.88%	-7.47%	-0.20%	-20.77%	-12.10%	-11.70%	-8.23%
2019-12-31	-3.33%	-7.58%	-4.05%	-4.08%	1.22%	-16.20%	-9.68%	-8.61%	-6.86%
2020-12-31	-2.44%	-7.03%	-2.85%	-0.24%	2.03%	-12.25%	-9.45%	-6.87%	-5.85%

数据来源：Wind、开源证券研究所

图20：从当年收益率-当年 ROE 的角度来看，没有指数出现过连续两年收益率跑赢 ROE，2019-2020 年透支程度排名：创业板指＞大盘成长＞沪深 300≈万得全 A＞小盘成长＞中证 500＞上证指数＞小盘价值＞大盘价值

当年收益率-ROE	万得全A	上证指数	沪深300	创业板指	中证500	大盘成长	大盘价值	小盘成长	小盘价值
2000-12-31	48.72%	42.59%							
2001-12-31	-29.57%	-27.97%							
2002-12-31	-25.69%	-24.17%	-16.17%						
2003-12-31	-11.27%	2.00%	8.25%						
2004-12-31	-25.88%	-25.60%	-16.30%						
2005-12-31	-19.51%	-17.77%	-19.51%						
2006-12-31	100.35%	118.48%	107.23%						
2007-12-31	149.49%	79.70%	143.75%		177.95%				
2008-12-31	-74.86%	-77.92%	-79.03%		-66.73%				
2009-12-31	92.15%	66.26%	82.36%		123.90%				
2010-12-31	-22.66%	-30.68%	-29.35%	3.53%	0.09%	-36.51%	-41.86%	0.36%	-2.25%
2011-12-31	-37.39%	-37.50%	-41.73%	-44.87%	-42.70%	-45.40%	-27.58%	-48.79%	-42.12%
2012-12-31	-8.41%	-10.96%	-7.44%	-10.38%	-6.51%	-1.45%	1.66%	-4.52%	-6.62%
2013-12-31	-7.89%	-21.07%	-23.17%	72.25%	8.52%	-30.78%	-23.92%	7.95%	-1.91%
2014-12-31	39.97%	39.55%	37.16%	1.11%	31.04%	17.23%	52.36%	22.46%	45.60%
2015-12-31	27.64%	-1.99%	-7.16%	70.58%	36.68%	-2.54%	-12.59%	48.99%	24.41%
2016-12-31	-23.14%	-22.79%	-22.81%	-41.37%	-25.24%	-25.88%	-16.66%	-28.55%	-19.65%
2017-12-31	-5.78%	-4.52%	9.95%	-16.68%	-9.18%	3.07%	16.95%	-21.50%	-9.03%
2018-12-31	-37.92%	-35.19%	-37.00%	-35.61%	-40.45%	-43.81%	-30.18%	-41.86%	-35.62%
2019-12-31	23.59%	11.81%	24.41%	32.41%	19.60%	35.65%	14.15%	22.61%	6.26%
2020-12-31	16.69%	4.37%	16.31%	49.16%	13.12%	38.58%	-7.23%	12.30%	4.87%

数据来源：Wind、开源证券研究所

6、 启示与思考：历史经验 VS 主观判断

关于市场的状态，人人心中均有不同的评判，但也正因为身处其中，这些评判或多或少会受到价格本身的影响与干扰。本文的目的并非为了判断当下市场是否存在泡沫化以及何时会出现，而是通过计算历史长河中，那些曾经对用于衡量市场投资价值的指标，从而暂时放下自身主观的评判，客观地展现出当前市场的状态。在文中列举的“明星指标”中，均指向了以下两点核心的结论：

（1）从全部 A 股的视角来看，大部分指标（巴菲特指标、席勒 CAPE 指标、自由流通市值/M2）已经指示了**当下的市场的状态已经接近甚至突破了 2015 年的水平**，而格雷厄姆的股债法则、全 A 股债风险溢价比以及 ROE 透支水平均指示了**未来 A 股的吸引力只可能来自于盈利的贡献，估值的贡献大概率为负**。

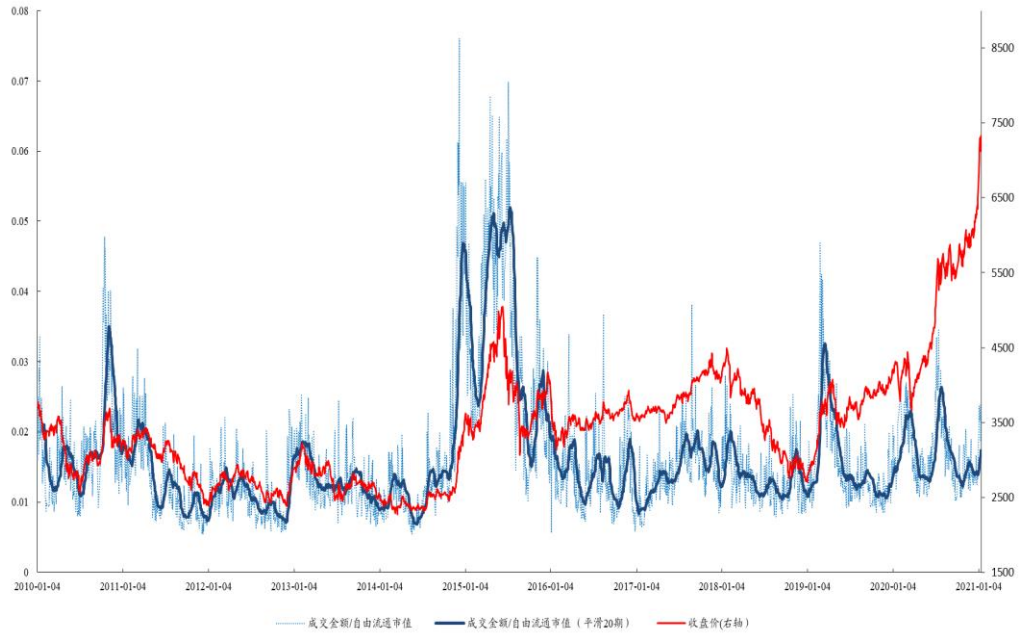
（2）从规模和风格指数来看，**大盘成长的性价比已经不是很高**。而相比之下，**大盘价值无论相对于大盘成长还是自身的估值水平/ROE 透支水平而言均具有很高的性价比**。小盘价值和小盘成长相比于大盘成长而言也并未过多透支未来的盈利增长预期，而且从自由流通市值/M2 的角度来看市场对其配置的比例仍处于历史中枢以下的水平，受到的关注度并不高。**因此投资者如果喜欢大盘股，应该更关注大盘价值；如果更喜欢成长风格，则应该在小盘成长中挖掘新的机遇**。无论偏好大盘还是小盘，无论喜欢价值还是成长，面对当下的估值分化，这个世界都留给投资者更丰富的选择，并非只是逃离。

正如我们在报告《跨年行情已行至尾声》中提到的，**抱团只是一个结果而不是指数上涨的原因，过去两年大盘成长的大幅上涨其实反映了市场的主流投资者对于大市值且具备很强成长性的股票的认可，甚至部分“大市值”股票也是市场选择之后的结果。我们并不否认这些企业的优质性，但无论从何种“明星指标”来看资产价格与长期增长水平的差异已经突破了历史极值**。然而近期仍有不少投资者认为这种状态可以继续，主要原因归结为一点：还有很多新发基金的资金等待入场。如果当买入和持有的理由只是“还能涨”或者“还有人买”本身，那意味着基本面因素可能已经被最乐观定价。

如果只是回归交易结构，我们也对上述观点表示怀疑：

首先，从当前大盘成长的成交金额/自由流通市值的比值与指数表现来看，出现了明显的“量价背离”：即指数的上涨背后反而是越来越少的金额推升的，一方面这意味着筹码的集中度在不断提升，另一方面也意味着新发基金的增量资金其实已经不能成为解释大盘成长能够继续上涨的核心逻辑。

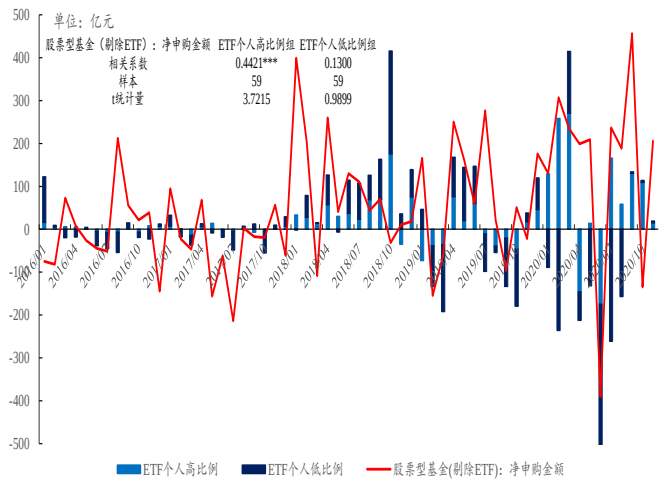
图21：大盘成长指数的上涨出现了明显的“量价背离”



数据来源：Wind、开源证券研究所

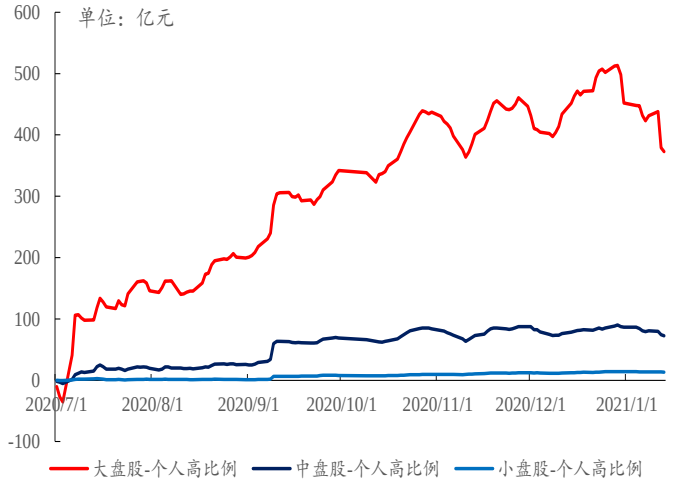
其次，我们在此前的报告《重仓分化，确认风格切换》中曾提到可以用以个人持有为主的 ETF 的高频申赎行为来指示除 ETF 之外的公募基金的申赎情况，而**我们发现近期个人高比例的 ETF 出现了明显的对大盘股进行赎回的信号，这意味着公募基金的负债端存在较大的不稳定性**，同时还要考虑到基民赎旧买新所带来的看似大量的新发基金入市。此外北上资金也在持续卖出以白酒为代表的“核心资产”，而大盘成长股中白酒的个股并不少见。

图22：个人持有占比较高的股票型 ETF 的申赎情况能搞较好的反应股票型基金的申购赎回行为



数据来源：Wind、开源证券研究所

图23：近期个人高比例的 ETF 对大盘股出现了明显的赎回行为



数据来源：Wind、开源证券研究所

图24：北上资金近期仍在持续净卖出白酒板块



数据来源：Wind、开源证券研究所。注：1 月 14 日当天北上资金的净买入个股数据由于只公布了五粮液与贵州茅台，因此白酒：北上累计净买入中 1 月 14 日只计入了这两只个股的买卖情况。

所以站在当前，我们能够看到的客观事实是前文所述的“明星指标”均指向了大盘成长基本面相较于资产价格的透支达到了历史最高值，而新发基金入场的逻辑基础也十分脆弱。

但当下投资者并非只有抱团大盘成长股一种选择，**大盘价值与小盘成长/价值均具备良好性价比，而下一个宏观场景也具备“价值再发现”的环境基础，**部分在上述逻辑线索下的周期核心资产也将继续因基本面变化而获益。面对传统认知内的优质资产出现的高估值化，我们并非只有逃离市场一种选择，**建议投资者尽快做好准备**。

7、 风险提示

经济复苏不及预期；指标的适用性；测算误差

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R3（中风险），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