2021 年 01 月 12 日

调整布局，迎接市场“新共识”

——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

方智勇（联系人）
fangzhiyong@kysec.cn
证书编号：S0790120040049

● **调整可能继续，不用过度悲观**

1 月 11 日市场出现了明显调整，上证指数、创业板指与沪深 300 等主要股指均午后跳水，我们 1 月 10 日周报《跨年行情行至尾声》中曾讨论了抱团资产的困境：趋势投资者增多，风险收益比下降；同时即将到来的全球复苏、通胀上行和国内信用环境边际走弱均对估值扩张不利。1 月 11 日市场的调整并非因为标的资产基本面因素，相关资产基本面仍然优秀，甚至仍在边际向好，投资者不用过分悲观。但需要重视的是：由于我们此前报告中论证了当下趋势投资者是重要边际定价力量，而趋势交易者的“拥挤”将会使得市场对于资产价格本身较为敏感，交易层面的负向循环可能出现。当下静态来看市场的流动性并未发生明显收缩，全球通胀尚未上行，国内货币政策仍友好，还有大量新发基金待建仓，这些都是市场“坚强”的理由。当然上述因素不能成为“春季躁动”的原因，天量基金的发行从来不是市场的领先指标，大多数时候是市场的同步甚至是滞后指标。未来，投资者应该关注全球再通胀和流动性收紧这一场景到来的时间和可能性的变化。

● **国内通胀预期继续升温**

从当前的基本面信号来看**国内的经济复苏仍在途中，通胀预期继续升温：**1 月 11 日公布的 12 月 PPI 同比增速相较于 11 月而言降幅继续收窄，主要贡献来自于与原油相关的工业品价格回暖，全球需求的回暖开始向国内通胀传导；12 月 CPI 同比虽大幅转正，但主要原因在于猪肉价格的大幅波动。上述信号意味着未来国内的流动性存在重新边际收紧的可能性，利率也有可能因此而重回上升趋势，这对 12 月以来伴随利率下行的市场风格较为不利。

● **海外再通胀+流动性收紧的场景正在逐步到来**

另一个可能的宏观场景是海外上行的通胀水平以及趋于正常化的货币环境，其发生的概率均在不断提高，这也将贴现到当下资产价格中：近期原油大涨同时伴随着美债大幅上行与黄金、白银的下跌，预示着全球经济复苏的乐观预期与流动性收紧预期；美联储的 12 月货币政策会议也在涉及 QE 政策的逐步退出意向。上述宏观场景的到来无疑也不利于市场当下的风格，以北上资金为代表的海外投资者近期也出现了明显的向非重仓股扩散的迹象。**这一情形并非只是坏消息，复苏与流动性本来就是硬币的两面：投资者应该做好准备，积极挖掘全球经济复苏下隐藏在我国出口与制造业产业链的机遇，准备拥抱未来的机会。**

● **正确认识抱团，迎接市场“新共识”**

抱团行情背后的深层逻辑是主流投资者投资框架与评判标准在过去 2 年逐步形成共识，资产选择的趋同只是一个结果，抱团并不是超额收益的根本原因。投资者应该平和看待抱团，更应该理解这个共识下并不应只有当前的核心资产一种答案，未来宏观环境正在发生改变，疫情后世界理应进行更多价值发现，寻找未来市场“新共识”：我们认为答案就在全球复苏的供需错配和中国制造业中。

● **风险提示：**经济复苏不及预期；流动性超预期宽松；疫苗接种进度不及预期

相关研究报告

《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

《投资策略月报-1 月策略：不得贪胜，不可不胜》-2021.1.3

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