2021 年 01 月 01 日

2020 年的十大决断时刻

——投资策略专题

牟一凌（分析师） 方智勇（联系人） 王况炜（联系人）梅锴（联系人）

mouyiling@kysec.cn fangzhiyong@kysec.cn wangkuangwei@kysec.cn meikai@kysec.cn

证书编号：S0790520040001 证书编号：S0790120040049 证书编号：S0790120040033 证书编号：S0790120070044

● 用确定的历史捕捉不确定的未来

2020 年已经过去，回首时会发现新冠疫情和美国大选都成为了确定性的过去。但全市场投资者在 2020 年中的无数时刻，其实都在面对着很大不确定性的未来，就像此时此刻在 2020 年底展望 2021 年一样。确定性的因果关系只在历史中呈现，面向未来时我们只能在有限信息中做出我们的决断。为了对我们理解未来作思维上的借鉴，我们先用后视镜眼光找出 2020 年 A 股的十大关键转折点，然后再“回到过去”，复盘决断时刻所能掌握的信息并做出“有限理性”的判断。随后，我们会以市场后续的表现作为参考，检验决策的过程与结果的正确性。

● 回到过去：2020 年十大时刻

（1）时刻一：1 月 20 日。武汉疫情爆发，确认新冠肺炎的人传人特征。

（2）时刻二：2 月 3 日。年后开盘，上证指数单日下挫 7.72%，随后市场反弹。

（3）时刻三：2 月 24 日。海外疫情逐步爆发，美股开始了一轮史诗级的暴跌。

（4）时刻四：3 月 23 日。美联储宣布“无限量”量化宽松。

（5）时刻五：6 月 30 日。市场风格大切换，此后 A 股向上突破 3400 点。

（6）时刻六：7 月 10 日。监管降温，上证指数止步 8 连涨，出现了明显回调。

（7）时刻七：8 月 28 日。美联储主席鲍威尔提出平均通胀目标。

（8）时刻八：10 月 23 日。欧美确诊病例超过前期高点，美股欧股下挫。

（9）时刻九：11 月 9 日。辉瑞制药宣布疫苗的 90%有效性。

（10）时刻十：12 月 9 日。社融见顶回落，利率小幅下行，抱团行情再次启动。

● 新的决断：放弃躁动博弈，回归长期收益

资产价格上：“春季躁动”和经济前高后低的一致预期已经被一定程度交易：11 月基于经济 1 季度没问题买入周期，12 月基于 1 季度市场没问题抢跑躁动买入重仓股。中欧协定也让市场充满了对未来的乐观。**A 股市场进入了以趋势交易者为主导的阶段：**个人投资者涌入，两融上升，公募基金在白酒的仓位也未敢突破此前高点，更多受负债驱动，北上资金 2020 年以来持续卖出了部分核心资产，近期以交易型账户的频繁进出为主导。**从长期收益视角看：**A 股长期收益率总是向长期 ROE 水平回归，历史上收益超跑 ROE 不会超过 2 年，而 2019-2020 年已经超跑 2 年。**市场的历史特征：**重仓 50 跑赢沪深 300 的 12 月，后面一季度重仓股与公募基金往往表现不佳；上涨个股占比与涨幅标准差的背离与 2015 年一致。**基本面展望：**2021 年无法给出流动性宽松于 2020 年的假设，国内经济“前高后低”是一致预期，一季度投资者可能不会为高基数定价；但 2021 年全球经济复苏是确定的路径，而 1 季度欧美疫情控制进展可能缓慢，难有进一步信息。**我们的决策：**在全球经济复苏的路径下，相信让贵的东西变得更好可能不如相信让便宜的东西变得“不那么差”有性价比。从当下高 ROE 和低 PB 这一更能长期跑赢市场的组合来看，正好大量对应了未来与全球经济复苏相关的出口产业链、原材料和制造业相关产业链，**投资者主要任务仍是调整结构，控制仓位，为未来金融、周期股更好的行情做好准备。**

● 风险提示：国内经济下行超预期；全球经济复苏不及预期；流动性超预期宽松

策略研究团队

相关研究报告

《投资策略专题-开源金股，1 月推荐》-2020.12.30

《投资策略点评-早春无“躁动”》-2020.12.29

《投资策略周报-“新核心资产”正待发现》-2020.12.27

目 录

1、 2020 年十大决断时刻 4
2、 历史里的未来：2020 十大决断时刻 5
2.1、 时刻一：1 月 20 日，武汉新冠肺炎确认人传人的特征 5
2.2、 时刻二：2 月 3 日，年后开盘，上证指数单日下挫 7.72% 7
2.3、 时刻三：2 月 24 日，海外疫情开始逐步爆发，全球股市下挫 8
2.4、 时刻四：3 月 23 日，美联储宣布“无限量”量化宽松 10
2.5、 时刻五：6 月 30 日，市场风格大切换，此后 A 股向上突破 3400 点 11
2.6、 时刻六：7 月 10 日，监管降温，上证指数止步 8 连涨 13
2.7、 时刻七：8 月 28 日，美联储主席鲍威尔提出平均通胀目标 15
2.8、 时刻八：10 月 23 日，欧美确诊病例超过前期高点，美股欧股开始新一轮下挫 17
2.9、 时刻九：11 月 9 日，辉瑞疫苗宣布 90%的有效性 18
2.10、 时刻十：12 月 9 日，社融见顶回落，利率小幅下行，市场开始基于“紧信用+宽货币”进行交易 20
3、 新的决断：放弃躁动博弈，回归长期收益 22
4、 风险提示 24

图表目录

图 1： 2020 年十大决断时刻 5
图 2： 时刻一的风险溢价处于下行趋势中 6
图 3： 时刻一面临的是较为宽松的流动性 6
图 4： 跌幅较少的板块集中在可能受益于疫情或不受疫情影响的板块以及部分防御型板块（银行与公用事业） 7
图 5： 2 月 3 日当天风险溢价大幅上行，突破了均值+1 倍标准差的阈值 7
图 6： 2020 年 2 月 3 日至 24 日市场的核心逻辑是流动性宽松下带来的估值驱动 8
图 7： 疫情率先在韩国爆发，随后在美国快速扩散 9
图 8： 2 月 24 日起全球市场大幅下跌 9
图 9： 美元流动性危机下，北向资金大幅出逃 9
图 10： A 股在 3 月风险溢价达到了 2019 年 2 月初的水平 9
图 11： 三月底至四月份的市场反弹过程中，必选消费与医药生物领涨 10
图 12： 美联储宣布“无限量”量化宽松前美国名义/实际利率大幅上行，之后回落 11
图 13： 3 月下旬，A 股在三月风险溢价达到了与 2018 年底或 2019 年 2 月初相当的水平 11
图 14： 美联储宣布“无限量”量化宽松后，北上配置型资金率先回流 11
图 15： 美联储宣布“无限量”量化宽松后，北上配置型资金主要净买入医药以及除传媒外的 TMT 等板块 11
图 16： 6 月以来国证成长相对于国证指数的累计收益率之差继续上行，但其斜率（边际贡献）已经处于下行 12
图 17： 社融存量与 M2 的增速差上行，资金脱虚入实加快 12
图 18： M1-M2 同比增速差出现拐点，加速企业盈利复苏 12
图 19： 利率中枢确认上移 12
图 20： 交易型资金是这一时期北上增量资金的主要构成部分 12
图 21： 7 月，北上交易型增量资金更加偏好顺周期价值板块 12
图 22： 经历 7 月上涨后，A 股风险溢价处于阶段低点 13
图 23： 7 月 9 日以来，北上资金逐步开始卖出 A 股 13
图 24： 2007 年以来历次监管“降温”后，市场有所调整 14
图 25： 监管“降温”期间权重板块的跌幅贡献较大 14
图 26： “降温”之后一个月顺周期价值板块的涨跌幅排名出现了明显的分化 15

图 27: 鲍威尔讲话后美元指数大幅反弹 16
图 28: 鲍威尔讲话后其他资产价格出现不同程度的下跌 16
图 29: 相比于 2008 年，美联储并未出现明显的缩表 16
图 30: 美元指数净空头头寸在鲍威尔讲话后有所回落 16
图 31: 8 月中旬以来顺周期（金融+周期）的防守作用明显，进攻能力也开始显现 17
图 32: 有的“核心资产”调整已经超过 20% 17
图 33: 8 月以来，个人高比例组在新能源汽车和医药已经出现不同程度的连续赎回 17
图 34: 北上配置型资金的前十大重仓股中确实也出现了浮盈较多的开始被净卖出的情况 17
图 35: 欧美疫情爆发，重回市场焦点 18
图 36: 从波动率收敛的视角来看美股对于疫情的“钝化”与“免疫” 18
图 37: 前期受益于流动性的资产此次并未出现反弹 18
图 38: 历史上风险溢价的可比时期均处于经济复苏期 19
图 39: 经济复苏深水区，市场收益率来源主要是盈利贡献 19
图 40: 周期好于整体，周期之中，价值从 10 月底以来开始跑赢成长（以斜率看） 20
图 41: Q3 创新高的基金，Q3 达到成长风格高点后切向价值 20
图 42: Q4 新高的基金，Q4 达到成长风格高点后切向价值 20
图 43: 经历过前期上涨后，部分周期板块风险溢价回落明显（采掘、钢铁、化工） 21
图 44: 经历过前期上涨后，部分周期板块风险溢价回落明显（交通运输、银行、房地产） 21
图 45: 大部分板块均在 12 月初出现回调 22
图 46: M1-M2 同比继续上行 22
图 47: 居民、企业部门中长期贷款均上升 22
图 48: 居民、企业部门中长期贷款均上升 22
图 49: 12 个年份中 12 月重仓股表现中有 7 次跑赢 HS300 23
图 50: 北上资金下半年持续净卖出白酒 23
图 51: 12 月以来北上资金中交易型资金的进出较为频繁 23
图 52: A 股的回报也逐步逼近 ROE，但短期来看从未有连续超过两年出现过当年收益率领跑 ROE 的情况 23
图 53: A 股的回报在大幅偏离 ROE 之后总会通过 ROE 与收益率的变化进行消化修正 23
图 54: 以过去 6 个在 Q4 重仓股表现较好的年份为样本，在跨年之后的 Q1，重仓股表现大多数时候不及基金整体 24
图 55: 2020 年上涨个股数占比在下降，然而个股涨跌幅标准差却仍在上行 24
图 56: 在大市值分类下，高 ROE 中的低 PB 组合中主要为金融周期板块 24
图 57: 在不考虑市值的分类下，高 ROE 中的低 PB 组合中仍主要为金融周期板块 24

表 1: 2019 年 12 月的经济数据显示：PPI、制造业投资以及出口大幅改善，基建和房地产投资增速有所回落 6
表 2: 三月份多项经济数据均跌至历史低谷 9
表 3: 7 月监管层“降温”措施一览 13
表 4: 监管“降温”大多时候对于风格的影响不显著，只在成长风格时出现对价值的漂移 15

1、 2020 年十大决断时刻

2020 年已经过去，这一年对于投资者而言却是刻骨铭心的一年，新冠疫情不仅给人类生活带来了巨大的影响，也给资本市场带来了巨大的波动；与此同时，美国大选的不确定性也曾让市场的参与者在交易拜登或特朗普之间摇摆。但随着时间向前推进，疫情带来的巨大不确定性逐步减轻，市场认知到疫情终将过去、经济活动也会逐步开始恢复；美国大选结果的不确定性也最终被消除。

即便如此，投资者在未来一段时间内依然时刻面临着诸多的不确定性，比如疫苗的接种进度、全球经济复苏的斜率以及我国政策退出的节奏等。

不变的是不确定性本身，然而在每次面临不确定性时所做出的抉择背后必然有我们对于最终可能出现的结果的概率判断，这个判断的过程其实就是从输入 x 到输出 f(x)的过程，这种映射关系必然要经过校验，这样才能够不断改善我们在面临不确定性时命中的概率。因此我们基于事件的重要性以及对市场的影响程度，筛选出了 2020 年 A 股的十大决断时刻，试图尽可能地还原当时做出决策时所能掌握的信息，以市场后续的表现作为参照组，对当时可能的选择进行校验，从而为后续的判断提供一定的经验与帮助。

具体的十大时刻以及对应的入选理由如下：

（1） 时刻一：1 月 20 日。主要事件：武汉疫情爆发，确认新冠肺炎的人传人特征。

（2） 时刻二：2 月 3 日。主要事件：年后开盘，上证指数单日下挫 7.72%，随后市场开启了一轮反弹行情。

（3） 时刻三：2 月 24 日。主要事件：海外疫情逐步爆发，美股开始了一轮史诗级的暴跌。

（4） 时刻四：3 月 23 日。主要事件：美联储宣布“无限量”量化宽松。

（5） 时刻五：6 月 30 日。主要事件：市场风格大切换，此后 A 股向上突破 3400 点。

（6） 时刻六：7 月 10 日。主要事件：监管降温，上证指数止步 8 连涨，出现了明显回调。

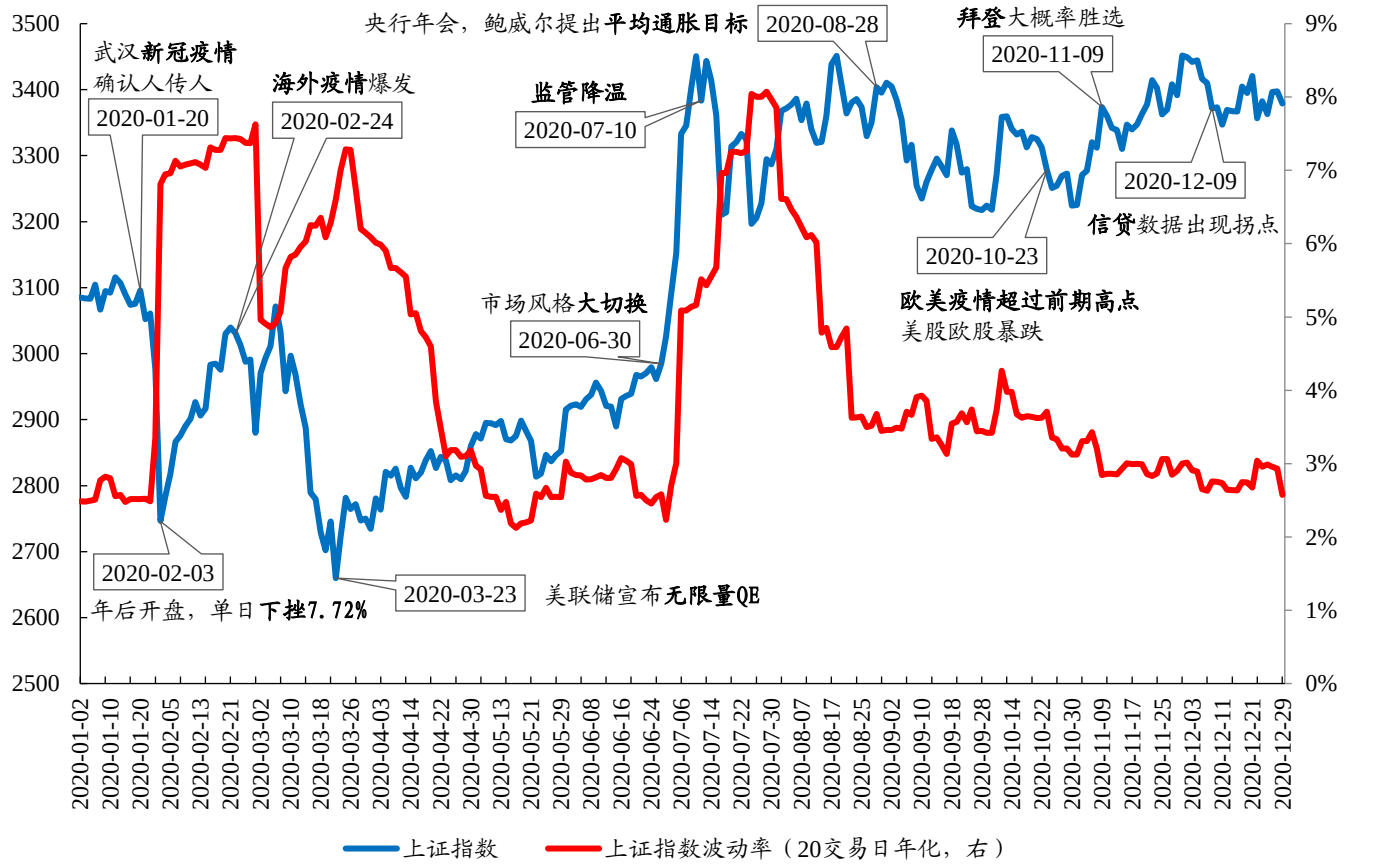
（7） 时刻七：8 月 28 日。主要事件：世界央行年会，美联储主席鲍威尔提出平均通胀目标。

（8） 时刻八：10 月 23 日。主要事件：欧美疫情多次反复，确诊病例超过前期高点，美股欧股开始新一轮下挫。

（9） 时刻九：11 月 9 日。主要事件：美国大选结果基本确定，拜登当选；同时，辉瑞制药宣布疫苗的 90%有效性。

（10） 时刻十：12 月 9 日。主要事件：社融见顶回落，利率小幅下行，市场开始基于“紧信用宽货币”进行交易。

图1：2020 年十大决断时刻



数据来源：Wind、开源证券研究所

每个时刻我们重点分析的内容主要包含以下五点：

（1） 当时市场的基本面信号、风险溢价/估值水平以及流动性；

（2） 重点事件对于上述三个方面的影响判断；

（3） 当时市场的交易者结构以及交易行为；

（4） 结合上述信息，应对市场的最优解；

（5） 市场后续的表现是否符合最优解的情境。如果符合，是否有遗漏的重要信息需要总结；如果不符合，发生背离的原因以及经验总结。

2、 历史里的未来：2020 十大决断时刻

2.1、 时刻一：1 月 20 日，武汉新冠肺炎确认人传人的特征

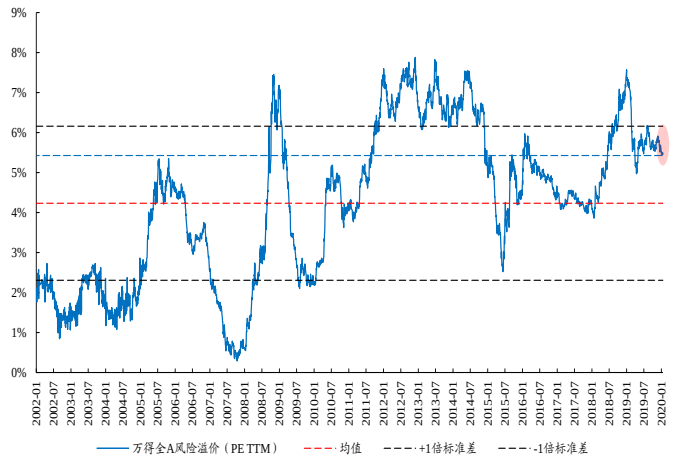
1 月 20 日，武汉新冠肺炎正式被确认具备人传人的特征，当天上证指数收涨 0.66%。基本面显示**经济仍处于复苏期**。能够获得的最新一期经济数据是 2019 年 12 月，从市场状态来看，**风险溢价处于下行趋势中**，但仍不算贵，离均值仍具有较大的差距，当时全 A 的估值（PE TTM，下同）历史分位数为 30.50%。**流动性处于偏宽松的状态**，2019 年 12 月 M2 同比增速从 11 月的 8.20%回升至 8.70%，同时主要的利率指标均处于下行趋势，而且短端利率下行地更快。

表1：2019 年 12 月的经济数据显示：PPI、制造业投资以及出口大幅改善，基建和房地产投资增速有所回落

单位（%）	PPI:全部工业品:当月同比	CPI:当月同比	固定资产投资完成额:累计同比	房地产开发投资完成额:累计同比	固定资产投资完成额:制造业:累计同比	固定资产投资完成额:基础设施建设投资:累计同比	出口金额:当月同比	社会消费品零售总额:当月同比
2019-11	-1.40	4.50	5.20	10.20	2.50	3.47	-1.27	8.00
2019-12	-0.50	4.50	5.40	9.90	3.10	3.33	8.05	8.00
变化	**0.9**	0.0	0.2	-0.3	**0.6**	-0.1	**9.3**	0.0

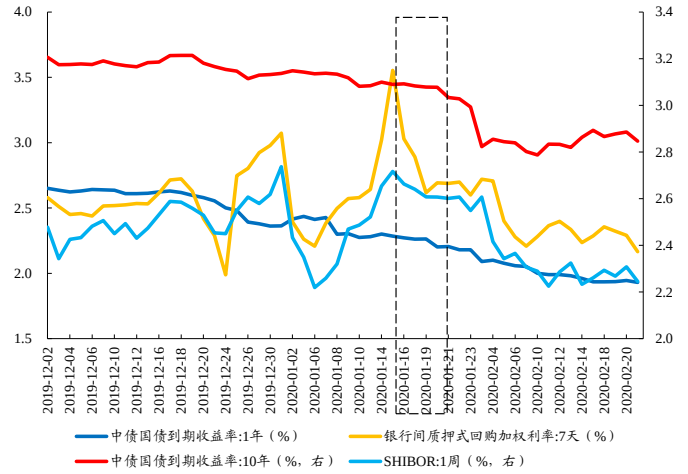
数据来源：Wind、开源证券研究所

图2：时刻一的风险溢价处于下行趋势中



数据来源：Wind、开源证券研究所

图3：时刻一面临的是较为宽松的流动性



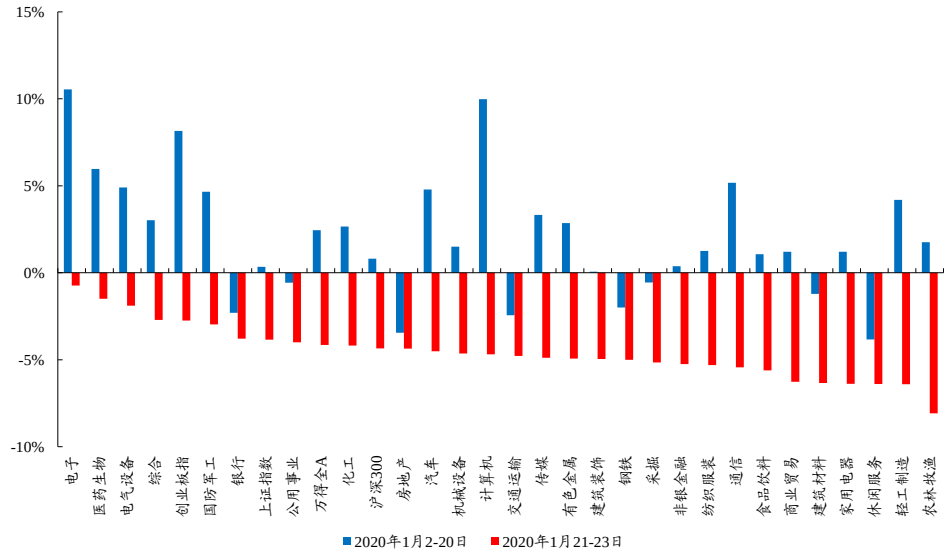
数据来源：Wind、开源证券研究所

基本面信息与市场特征：此时，“人传人”对基本面的影响方向明显为负，但程度很难估计。在当时，对新冠疫情的典型认知是参考 2003 年时期的非典，从 2003 年的媒体报道来看人们的重视程度并不高，市场并未大幅下挫，反而一路高歌至 2003 年 4 月。也许正是由于这种类比，使得市场对此次疫情认知“不充分”，1 月 20 日当天北上资金仍净买入 41.93 亿元，从沪深 300 指数的升贴水来看，当时仍处于贴水的状态，但相较于 19 日明显收窄。

判断逻辑：回顾 1 月 20 日，疫情对市场的负面影响程度难以估计，但从方向上看，对于基本面、风险溢价/估值以及流动性/利率的影响都不太利于股市进一步上行，因此我们认为当时市场的最优解可能是适当降低仓位等待再次入场时机。

事后验证：接下来的年前的最后三天交易日（1 月 21 日至 23 日），万得全 A 指数下跌 4.15%，所有的板块均下跌，跌幅较少的板块集中在可能受益于疫情或不受疫情影响的板块以及部分防御型板块（银行与公用事业），值得注意的是受益于疫情或者不受疫情影响的板块之后确实取得了很大的收益，而在处于这个时刻，是否应该提升这些板块的仓位，我们倾向于认为时机未到，因为市场还未充分消化疫情带来的负面影响，这一点可能与 2003 年非典时期市场的“滞跌”类似。

图4：跌幅较少的板块集中在可能受益于疫情或不受疫情影响的板块以及部分防御型板块（银行与公用事业）



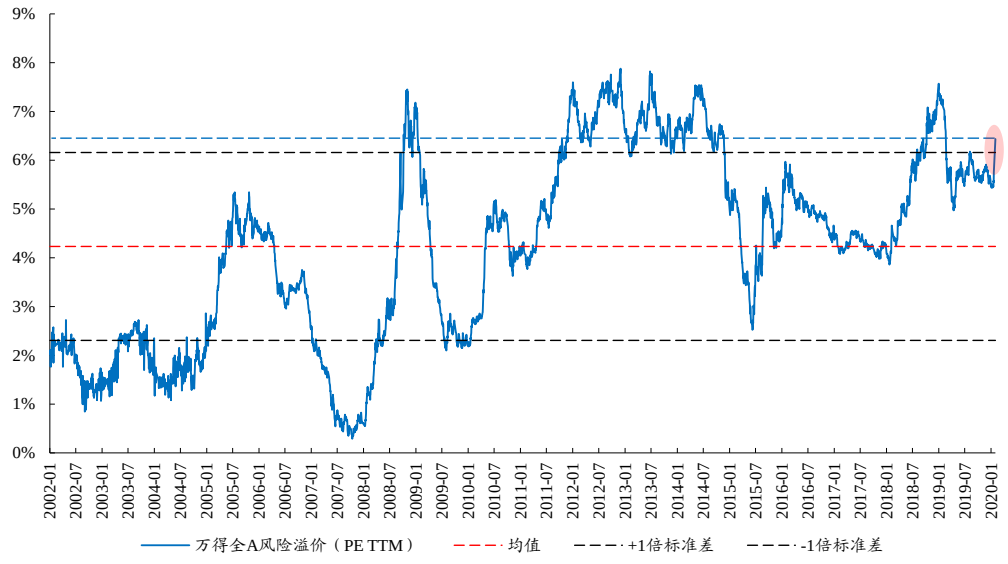
数据来源：Wind、开源证券研究所

2.2、 时刻二：2 月 3 日，年后开盘，上证指数单日下挫 7.72%

2 月 3 日，年后开盘首日，武汉新冠肺炎疫情的严重性在春节假期中已经被充分认知，上证指数单日下挫 7.22%。

基本面信息与市场特征：新增确诊病例仍在持续创新高，可以用于验证经济基本面的调查数据又由于值春节假期未能得到更新，因此市场面临的是极具不确定性的基本面，风险溢价大幅上行，突破了均值+1 倍标准差的阈值。在此次下挫中，悲观者认为疫情还远未结束，资本市场的动荡仍将继续；而乐观者则已经看到市场风险的充分释放，2 月 3 日当天北上资金大幅净流入（181.89 亿元），但沪深 300 的股指期货处于深度贴水，这也就意味着其实投资者在当时的预期分歧较为明显。

图5：2 月 3 日当天风险溢价大幅上行，突破了均值+1 倍标准差的阈值

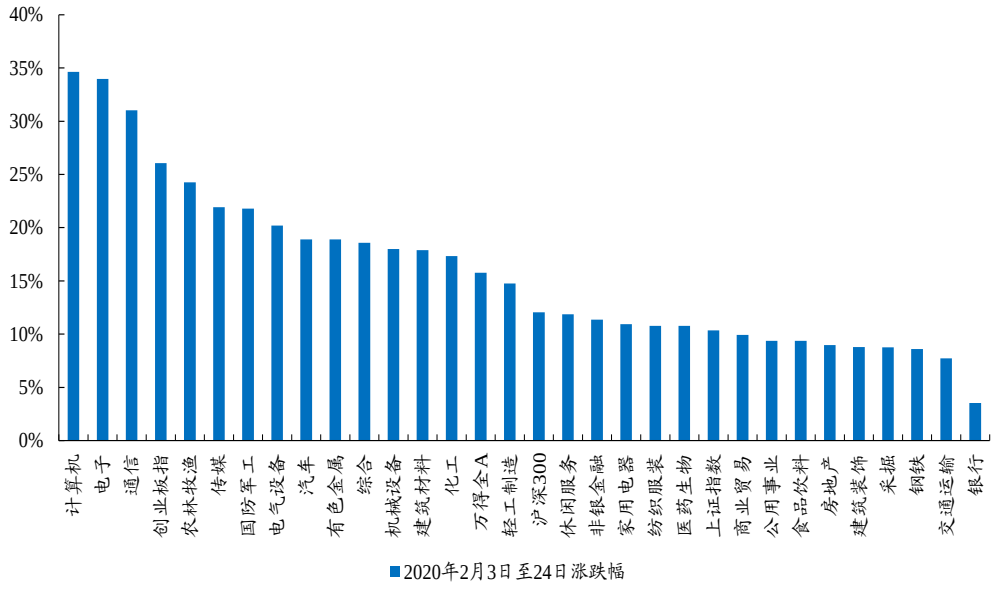


数据来源：Wind、开源证券研究所

判断逻辑：从流动性和基本面的两个因素来看，其实是有边际改善的，一方面疫情给经济带来的衰退风险要求政策进行对冲，另一方面国内疫情的防控力度和效果也在逐步显现。但是不可否认的是当日新增确诊病例是一直到 2 月 4 日才出现顶点，而这个顶点的确认至少也要到 2 月 5 日数据出来之后才能看到，**因此我们认为当时市场的最优解可能在于时刻跟踪疫情的防控情况，按照这个锚去定价市场，可以有两个方向：受益于疫情的板块以及基本不受疫情影响的板块**。

事后验证：后续来看，这一轮反弹中 TMT 板块涨幅排名靠前，**核心逻辑在于受益于流动性宽松，具备成长性的资产受到估值驱动，而且 TMT 板块基本上受疫情影响也很小**，但我们假设的受益于疫情的板块（比如医药生物和商业贸易）却表现靠后，可能的原因在于此时流动性的宽松相比于基本面受益于疫情而言更为确定，因此市场优先对于受益于流动性宽松的 TMT 板块进行定价。

图6：2020 年 2 月 3 日至 24 日市场的核心逻辑是流动性宽松下带来的估值驱动

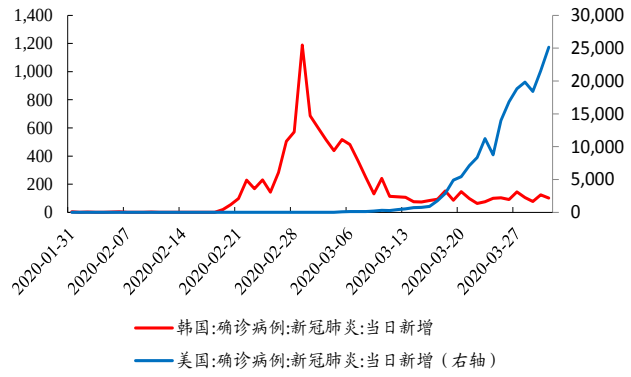


数据来源：Wind、开源证券研究所

2.3、 时刻三：2 月 24 日，海外疫情开始逐步爆发，全球股市下挫

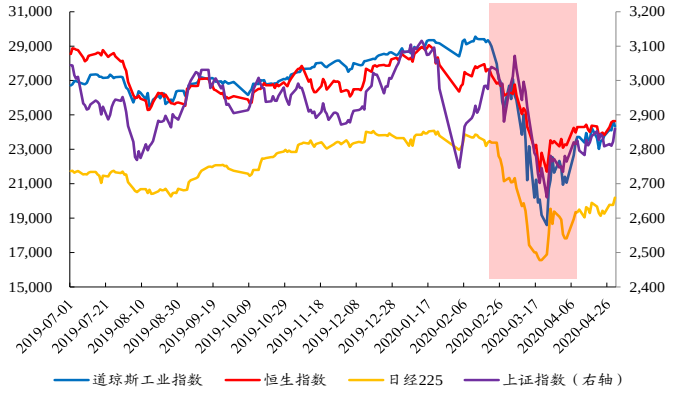
2 月 19 日，韩国当日新增 20 例，疫情在海外开始蔓延，随后在 21 日美国突然新增 20 例，24 日再增 18 例，2 月 24 日，收盘时美股三大指数跌幅皆超过 3%，随后美股开启暴跌模式，带动全球股市连续下挫，直到 3 月下旬才逐步企稳回升。截至 3 月 23 日，道指相较一个月前下跌 35%。

图7：疫情率先在韩国爆发，随后在美国快速扩散



数据来源：Wind、开源证券研究所

图8：2 月 24 日起全球市场大幅下跌



数据来源：Wind、开源证券研究所

基本面信息：国内，随着疫情逐步得到控制，复产复工稳步进行，然而进度依然偏慢，随着三月份陆续公布经济数据，多项指标均跌至低谷，叠加海外疫情逐步扩散，经济前景不容乐观，2 月份 PMI 降至 35.7。

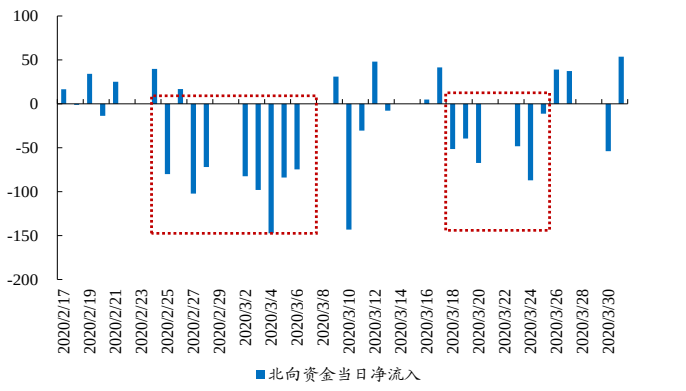
表2：三月份多项经济数据均跌至历史低谷

单位（%）	PPI:全部工业品:当月同比	CPI:当月同比	固定资产投资完成额:累计同比	房地产开发投资完成额:累计同比	固定资产投资完成额:制造业:累计同比	固定资产投资完成额:基础设施建设投资:累计同比	出口金额:当月同比	社会消费品零售总额:当月同比
2020-01	0.10	5.40	5.40	9.90	3.10	3.33	8.05	8.00
2020-02	-0.40	5.20	-24.5	-16.30	-31.50	-26.86	-17.10	-20.50
变化	-0.50	-0.20	-29.9	-0.3	-34.6	-30.19	-25.15	-28.5

数据来源：Wind、开源证券研究所

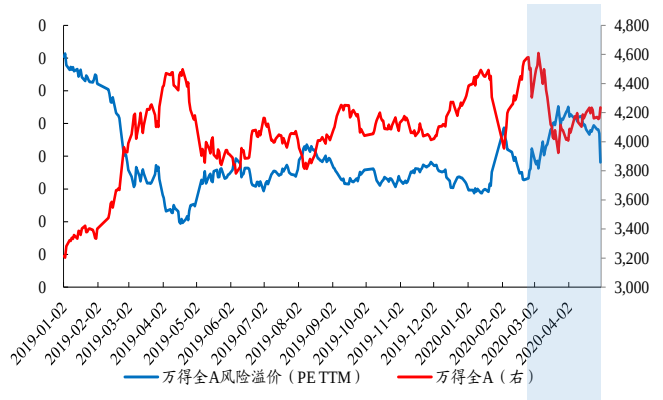
市场特征：A 股在本轮全球股市重挫之中一度在 3 月上旬反弹力度领先全球，展现出足够的韧性，然而“覆巢之下，焉有完卵”，受美元流动性危机影响，北向资金频繁出现连续多日大额净卖出的情况，受恐慌情绪蔓延影响，股市依然逐步跌破了年初低点，于 3 月 23 日达 2660 的最低点，风险溢价达到了 2019 年 2 月初的水平。

图9：美元流动性危机下，北向资金大幅出逃



数据来源：Wind、开源证券研究所

图10：A 股在 3 月风险溢价达到了 2019 年 2 月初的水平

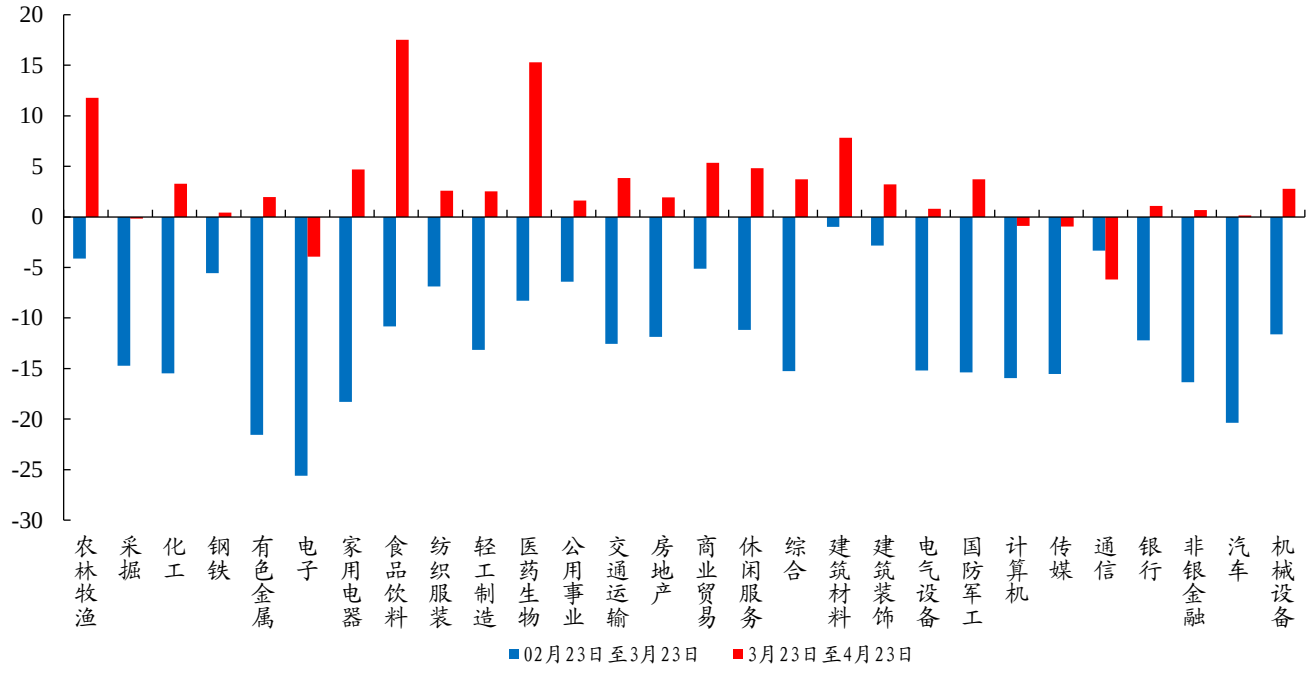


数据来源：Wind、开源证券研究所

判断逻辑：结合以上信息，我们认为市场最优解为适当降低仓位，或将仓位转移至确定性强的防御型板块，如必选消费，公用事业等行业，等待全球恐慌情绪降温后的入场时机。

后续验证：之后，各国政府与央行的抗疫政策和紧急救市开始展现效果，尤其是美联储不断注入流动性稳定市场与政府 2 万亿经济刺激法案的出台，美股终于 3 月底开始震荡回升，A 股市场也随之企稳反弹，其中农林牧渔，食品饮料领涨，除此以外，受益于疫情的医药生物行业反弹力度同样较大。

图11：三月底至四月份的市场反弹过程中，必选消费与医药生物领涨



数据来源：Wind、开源证券研究所

2.4、 时刻四：3 月 23 日，美联储宣布“无限量”量化宽松

市场特征：2 月 24 日以来，全球市场经历了一轮较大幅度的下跌，美国金融机构特别是非银类机构由于赎回等原因出现了流动性危机，可以看到的是当时美国名义/实际利率大幅上行，同时北上无论配置型资金还是交易型资金大幅卖出 A 股，这也成为了 A 股大幅调整的重要背后推手。

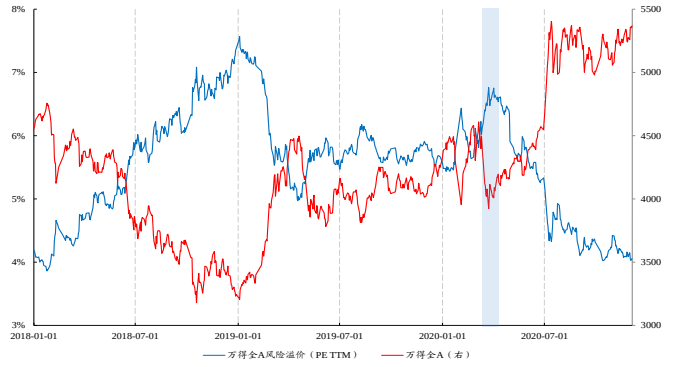
判断逻辑与后续验证：而在美联储宣布“无限量”量化宽松时，A 股在三月风险溢价达到了与 2018 年底或 2019 年 2 月初相当的水平，性价比凸显，同时随着流动性危机缓解，美国名义/实际利率回落，北上配置型率先回流，且主要净买入医药以及除传媒外的 TMT 等成长板块。对于当时而言，宽松的流动性叠加经济由于疫情受到冲击，与经济相关性较弱的成长类资产占优，这也成为北上资金配置医药以及除传媒外的 TMT 等成长板块的重要原因，往后看，成长风格在 2020Q2 相对于价值风格达到极致。

图12：美联储宣布“无限量”量化宽松前美国名义/实际利率大幅上行，之后回落



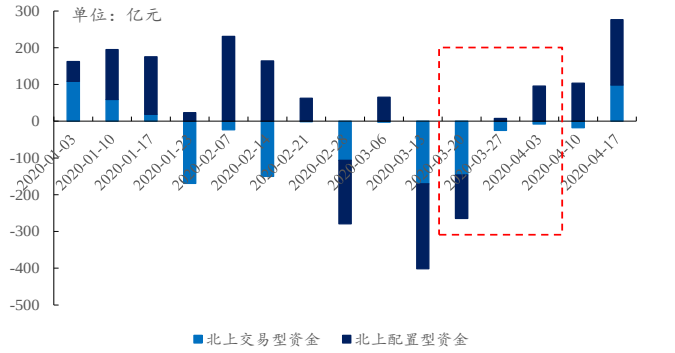
数据来源：Wind、开源证券研究所

图13：3月下旬，A股在三月风险溢价达到了与2018年底或2019年2月初相当的水平



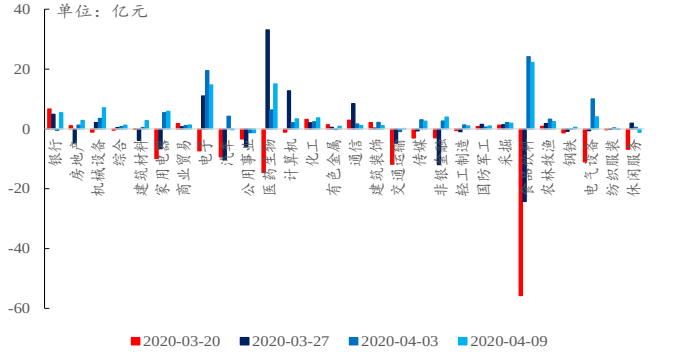
数据来源：Wind、开源证券研究所

图14：美联储宣布“无限量”量化宽松后，北上配置型资金率先回流



数据来源：Wind、开源证券研究所

图15：美联储宣布“无限量”量化宽松后，北上配置型资金主要净买入医药以及除传媒外的TMT等板块



数据来源：Wind、开源证券研究所

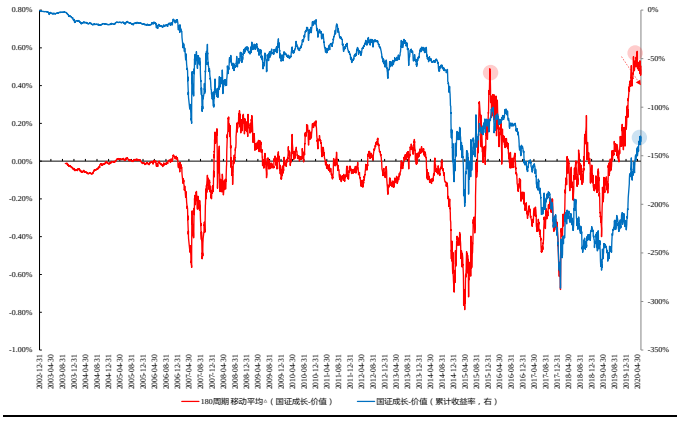
2.5、 时刻五：6月30日，市场风格大切换，此后A股向上突破3400点

市场特征：站在6月末看，过去一年多的时间里，成长/价值风格已经达到极致，而疫情爆发以来，市场充沛的流动性和经济复苏趋势中断，使得不依赖于经济周期的成长性资产变得越发昂贵。

判断逻辑：随着信用周期无声开启，M1-M2同比增速差的反弹指示“脱虚入实”的趋势已经出现，这意味着2019Q4的经济复苏有望重启。在流动性进入实体的过程：一方面，以国债收益率中枢上移将从贴现的视角让投资者更关注近期；另一方面，周期性板块或将迎来景气度的回升，这些也成为了风格切换的理由，以“赔率”思维布局顺周期价值板块的时机已经来临，资金的风格切换正在发生。

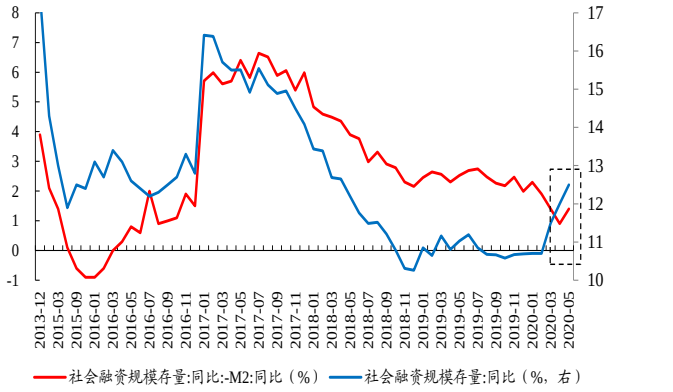
后续验证：7月开始，A股迎来了一波较大幅度的上涨，北上资金是其背后重要的增量资金，而交易型资金是北上增量资金的主要组成部分。从行业配置来看，7月以来，相比于TMT和医药等成长板块，北上交易型增量资金更加偏好顺周期价值板块，这意味着北上中可能出现了与以往风格不同的参与者，这也成为了市场风格切换背后的重要推手。往后看，在经历折返跑之后，风格切换逐步被市场认知，顺周期板块开始广泛出现在机构投资者的持仓中。

图16：6 月以来国证成长相对于国证指数的累计收益率之差继续上行，但其斜率（边际贡献）已经处于下行



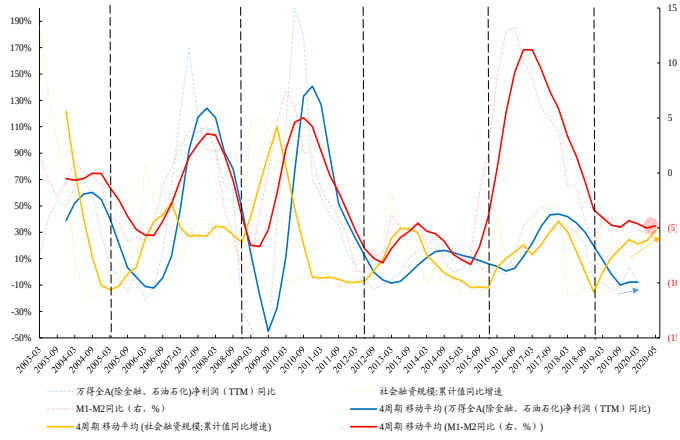
数据来源：Wind、开源证券研究所

图17：社融存量与 M2 的增速差上行，资金脱虚入实加快



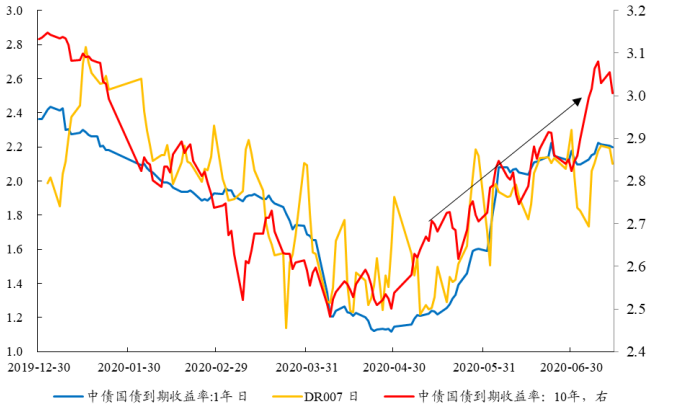
数据来源：Wind、开源证券研究所

图18：M1-M2 同比增速差出现拐点，加速企业盈利复苏



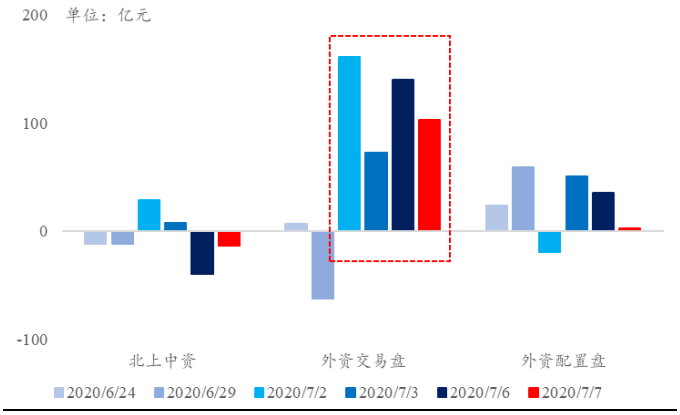
数据来源：Wind、开源证券研究所

图19：利率中枢确认上移



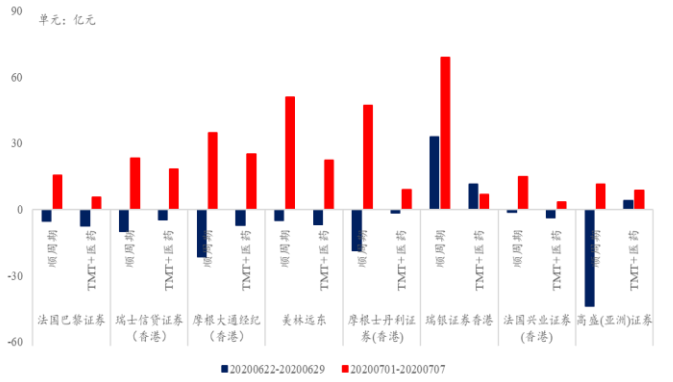
数据来源：Wind、开源证券研究所

图20：交易型资金是这一时期北上增量资金的主要构成部分



数据来源：Wind、开源证券研究所

图21：7 月，北上交易型增量资金更加偏好顺周期价值板块



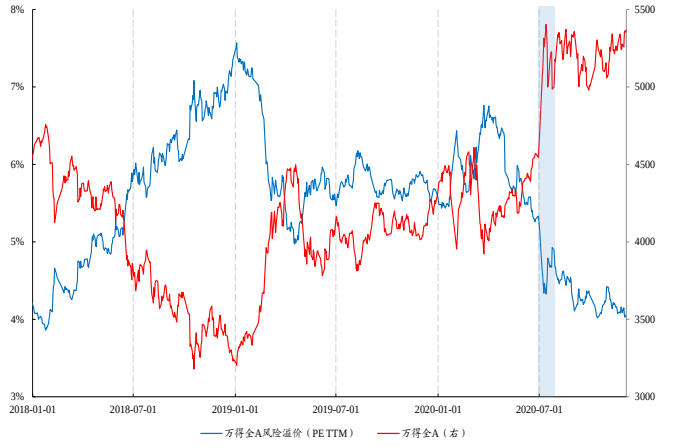
数据来源：Wind、开源证券研究所

2.6、 时刻六：7 月 10 日，监管降温，上证指数止步 8 连涨

市场特征：在经历 7 月上涨后，A 股的风险溢价水平达到阶段低点，性价比逐步降低，北上资金也开始逐步兑现浮盈。同时，自 7 月 8 日以来，监管层发布了一系列包括严查场外配资等在内的监管措施，“降温”意图明显，这也成为了影响市场担忧的重要因素。在监管驱动下市场应声“降温”，部分投资者担心认为“降温”可能会压制价值权重股带领指数反弹，从而强化前期成长风格。从历史上看历次监管“降温”也伴随着市场的大幅调整，但“降温”之后的市场表现往往有所分化。当下监管的降温意味着的是资金跑步进场带来的估值驱动的行情不可持续。

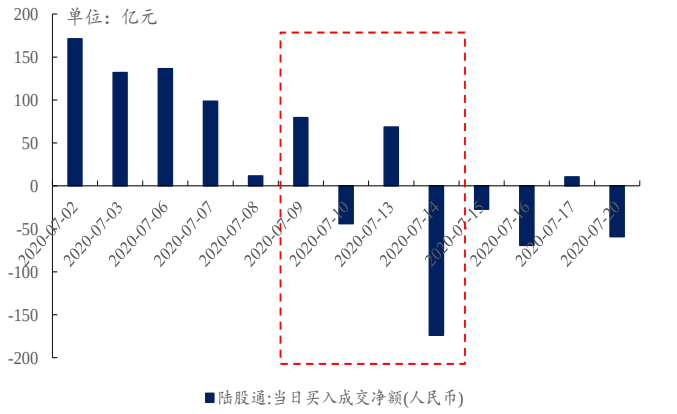
判断逻辑与后续验证：我们认为，对于当时而言，价值股只是降温的工具而非目标，同时监管和市场对于 2014-2015 行情的记忆反而让类似的牛市很难被复刻。市场的核心驱动仍然是经济修复，这才是最确定的主线。往后看，市场在经历反复之后，逐步确立价值风格，顺周期板块开始占优。

图22：经历 7 月上涨后，A 股风险溢价处于阶段低点



数据来源：Wind、开源证券研究所

图23：7 月 9 日以来，北上资金逐步开始卖出 A 股



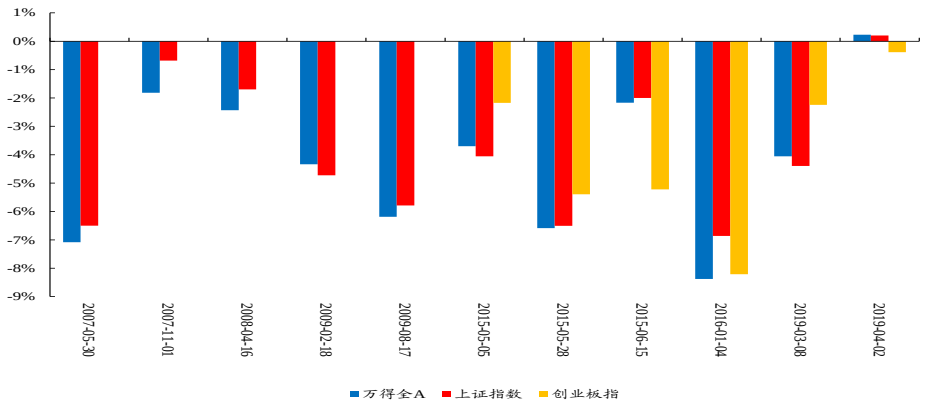
数据来源：Wind、开源证券研究所

表3：7 月监管层“降温”措施一览

时间	措施	发布方	具体措施
7 月 8 日	监管	证监会	宣布严查场外配资，曝光非法场外配资平台
7 月 9 日	减持	太极实业	集成电路基金减持公司 1.5%股份
7 月 9 日	减持	北斗星通	集成电路基金减持公司 2.0%股份
7 月 9 日	减持	汇顶科技	集成电路基金减持公司 1.0%股份
7 月 9 日	减持	中国人保	社保基金减持公司 8.84 亿股股份
7 月 11 日	监管	银保监会	严查乱加杠杆和投机炒作行为
7 月 11 日	监管	金融委员会	全面落实对资本市场违法犯罪行为“零容忍”要求
7 月 13 日	减持	三安光电	集成电路基金减持公司 1.0%股份
7 月 13 日	减持	北方华创	集成电路基金减持公司 2.0%股份

数据来源：Wind、开源证券研究所

图24：2007 年以来历次监管“降温”后，市场有所调整



数据来源：Wind、开源证券研究所

图25：监管“降温”期间权重板块的跌幅贡献较大

行业贡献	2007-05-30	2007-11-01	2008-04-16	2009-02-18	2009-08-17	2015-05-05	2015-05-28	2015-06-15	2016-01-04	2019-03-08	2019-04-02
农林牧渔	-0.11%	-0.05%	-0.02%	-0.05%	-0.10%	-0.08%	-0.13%	-0.05%	-0.19%	0.02%	-0.03%
采掘	-0.46%	-0.02%	0.05%	-0.36%	-0.47%	-0.06%	-0.12%	-0.03%	-0.13%	-0.10%	0.01%
化工	-0.46%	0.06%	-0.08%	-0.35%	-0.43%	-0.18%	-0.35%	-0.11%	-0.51%	-0.24%	0.10%
钢铁	-0.40%	-0.19%	-0.18%	-0.21%	-0.28%	-0.06%	-0.07%	0.02%	-0.09%	-0.07%	0.00%
有色金属	-0.42%	-0.19%	-0.14%	-0.23%	-0.51%	-0.13%	-0.21%	-0.04%	-0.31%	-0.19%	0.06%
电子	-0.14%	-0.05%	-0.05%	-0.09%	-0.14%	-0.11%	-0.20%	-0.11%	-0.41%	-0.06%	0.00%
家用电器	-0.13%	-0.05%	-0.06%	-0.07%	-0.11%	-0.10%	-0.11%	-0.02%	-0.20%	-0.13%	-0.03%
食品饮料	-0.28%	-0.10%	-0.01%	-0.18%	-0.22%	-0.10%	-0.14%	-0.04%	-0.24%	-0.14%	-0.07%
纺织服装	-0.12%	-0.07%	-0.04%	-0.07%	-0.11%	-0.06%	-0.10%	-0.02%	-0.13%	-0.03%	0.00%
轻工制造	-0.13%	-0.06%	-0.04%	-0.09%	-0.09%	-0.05%	-0.11%	-0.02%	-0.15%	-0.07%	0.00%
医药生物	-0.28%	-0.14%	-0.10%	-0.13%	-0.27%	-0.15%	-0.40%	-0.18%	-0.58%	-0.25%	-0.02%
公用事业	-0.40%	-0.15%	-0.30%	-0.18%	-0.23%	-0.20%	-0.24%	-0.05%	-0.30%	-0.15%	0.00%
交通运输	-0.59%	-0.30%	-0.19%	-0.25%	-0.25%	-0.18%	-0.22%	0.04%	-0.22%	-0.14%	0.00%
房地产	-0.40%	0.11%	-0.31%	-0.30%	-0.64%	-0.29%	-0.35%	-0.05%	-0.39%	-0.23%	0.02%
商业贸易	-0.33%	-0.06%	-0.07%	-0.17%	-0.29%	-0.08%	-0.20%	-0.05%	-0.20%	-0.06%	0.01%
休闲服务	-0.06%	-0.01%	0.00%	-0.03%	-0.03%	-0.02%	-0.03%	-0.02%	-0.05%	-0.03%	0.00%
综合	-0.12%	-0.05%	-0.04%	-0.07%	-0.11%	-0.04%	-0.07%	-0.02%	-0.09%	-0.03%	0.00%
建筑材料	-0.12%	-0.06%	-0.04%	-0.03%	-0.10%	-0.06%	-0.08%	-0.01%	-0.12%	-0.07%	0.01%
建筑装饰	-0.03%	-0.01%	-0.01%	-0.06%	-0.07%	-0.16%	-0.20%	-0.06%	-0.27%	-0.13%	0.00%
电气设备	-0.07%	-0.04%	-0.02%	-0.01%	-0.06%	-0.14%	-0.24%	-0.07%	-0.34%	-0.15%	0.01%
国防军工	-0.04%	-0.03%	-0.02%	-0.02%	-0.04%	-0.04%	-0.15%	-0.02%	-0.12%	-0.07%	0.02%
计算机	-0.11%	-0.04%	-0.03%	-0.06%	-0.07%	-0.15%	-0.34%	-0.28%	-0.40%	-0.09%	0.03%
传媒	-0.09%	-0.05%	-0.02%	-0.04%	-0.07%	-0.12%	-0.20%	-0.14%	-0.32%	-0.17%	0.01%
通信	-0.17%	-0.02%	0.00%	-0.11%	-0.14%	-0.10%	-0.11%	-0.04%	-0.19%	-0.06%	0.00%
银行	-0.56%	0.02%	-0.29%	-0.70%	-0.76%	-0.37%	-0.46%	-0.26%	-0.40%	-0.40%	0.03%
非银金融	-0.69%	-0.08%	-0.29%	-0.49%	-0.39%	-0.25%	-0.63%	-0.20%	-0.64%	-0.62%	0.02%
汽车	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	-0.13%	-0.20%	-0.02%	-0.30%	-0.12%	0.03%
机械设备	-0.32%	-0.14%	-0.10%	-0.08%	-0.24%	-0.04%	-0.30%	-0.14%	-0.47%	-0.18%	0.00%

数据来源：Wind、开源证券研究所

图26：“降温”之后一个月顺周期价值板块的涨跌幅排名出现了明显的分化

	2007-05-30	2007-11-01	2008-04-16	2009-02-18	2009-08-17	2015-05-05	2015-05-28	2015-06-15	2016-01-04	2019-03-08	2019-04-02
万得全A	2	13	1	-4	3	-2	-6	-6	-6	6	0
上证指数	1	23	9	2	9	7	-11	-15	8	8	-8
创业板指	0	0	0	0	0	5	19	-25	-13	27	-5
国证成长	-1	17	-8	-2	0	2	-3	-21	-7	14	-12
国证价值	-1	11	2	-6	10	4	-15	-13	3	-1	-8
农林牧渔	21	-18	-2	25	5	-14	-15	-3	-2	24	-30
采掘	-19	25	5	-7	-9	9	-29	-5	-7	-20	2
化工	17	24	16	-7	4	1	-5	7	-2	-19	18
钢铁	-10	-2	-29	-4	2	-5	-28	8	21	-14	-5
有色金属	-17	10	2	-8	-15	0	2	23	-14	-12	30
电子	7	-13	5	3	-23	-3	17	-5	-12	30	3
家用电器	-4	-6	-5	11	5	-7	4	2	-15	4	-27
食品饮料	1	4	14	14	10	11	3	-5	0	-2	-31
纺织服装	14	-11	1	3	-14	-11	2	16	-1	-6	0
轻工制造	2	-23	6	-8	-1	-5	2	11	25	-22	17
医药生物	24	-15	-6	7	1	12	5	-18	-18	2	-17
公用事业	16	4	-6	5	17	-7	-16	2	14	5	-9
交通运输	-4	-14	-2	1	24	-5	-21	13	10	-14	-19
房地产	9	29	2	-7	-1	-7	-14	8	1	-20	8
商业贸易	4	4	15	7	-10	4	-7	14	-7	-9	5
休闲服务	14	0	27	-17	5	5	17	-9	-1	-7	-20
综合	12	-9	8	-20	-19	-6	5	7	16	-18	20
建筑材料	-16	-12	-5	2	8	-6	4	27	5	-17	9
建筑装饰	0	1	2	7	11	-2	0	-7	-3	-7	2
电气设备	-18	-25	-8	20	-23	-6	11	12	-5	11	13
国防军工	5	-2	-24	2	-6	15	-7	20	26	-6	29
计算机	-11	-23	-6	1	-17	-7	19	-5	4	26	26
传媒	5	-19	3	12	-14	-1	23	-9	-9	5	12
通信	-1	1	10	-21	-8	-19	27	15	7	27	4
银行	-1	19	9	-12	27	6	-8	-29	0	18	-9
非银金融	-29	24	-24	-6	31	20	-6	-25	-8	-8	-6
汽车	-4	-15	1	-4	-8	-1	6	15	-10	-1	7
机械设备	-18	-2	-13	11	-4	13	25	0	0	-4	1

数据来源：Wind、开源证券研究所

表4：监管“降温”大多时候对于风格的影响不显著，只在成长风格时出现对价值的漂移

	2007-05	2007-11	2008-04	2009-02	2009-08	2015-05	2015-06	2016-01	2019-03	2019-04
所属风格	成长	成长	价值	成长	成长	成长	价值	成长	成长	价值
切换/漂移		切换			漂移	漂移		漂移	漂移	

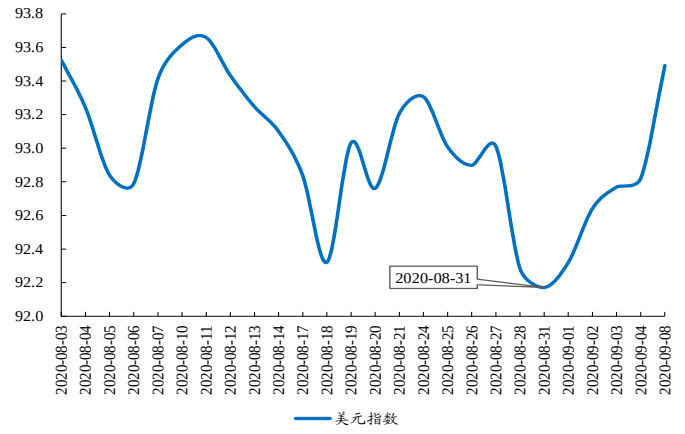
资料来源：开源证券研究所

2.7、 时刻七：8 月 28 日，美联储主席鲍威尔提出平均通胀目标

基本面信息与市场特征：在 8 月 27 日至 8 月 29 日的全球央行年会上，美联储主席鲍威尔提出“平均通胀目标政策”，即在通胀长期低于 2%的目标后，未来允许通胀适度高于 2%，尽管鲍威尔的表态偏“鸽派”，但后续美元指数大幅反弹，而其余的大类资产出现不同程度下跌，表现类似于 3 月下旬美国市场的“流动性危机”，实际上，我们认为资产价格隐含的是市场前期对流动性宽松的预期形成了拐点：一方面，美联储并未出现明显的缩表，从美元指数净空头头寸的回落来看美元指数反弹背后更多是对于前期过度交易宽松预期的修正；另一方面，名义利率上行得比通胀预期更快，实际利率出现上行拐点，美国经济数据好转背景下，市场开始担心流动性边际收紧。在全球流动性预期反复的背景下，9 月份北上资金也开始大幅流出 A

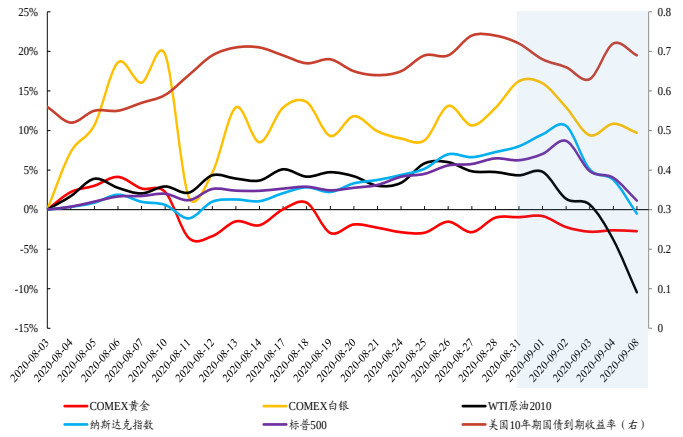
股。

图27：鲍威尔讲话后美元指数大幅反弹



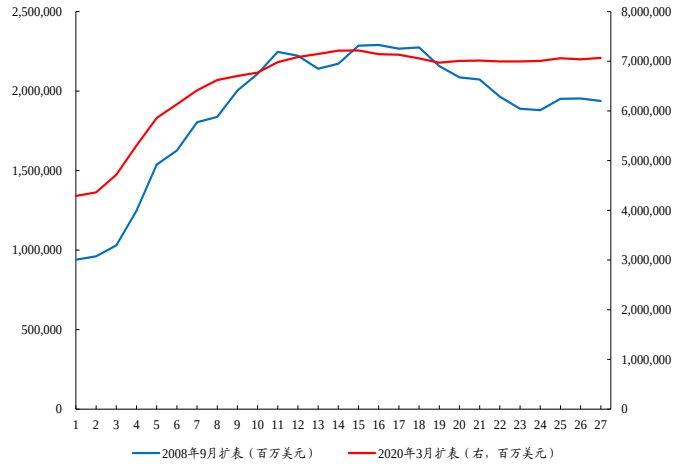
数据来源：Wind、开源证券研究所

图28：鲍威尔讲话后其他资产价格出现不同程度的下跌



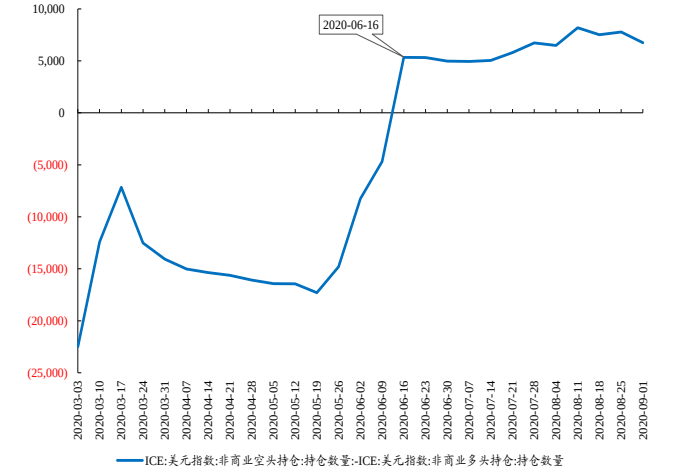
数据来源：Wind、开源证券研究所

图29：相比于 2008 年，美联储并未出现明显的缩表



数据来源：Wind、开源证券研究所

图30：美元指数净空头头寸在鲍威尔讲话后有所回落

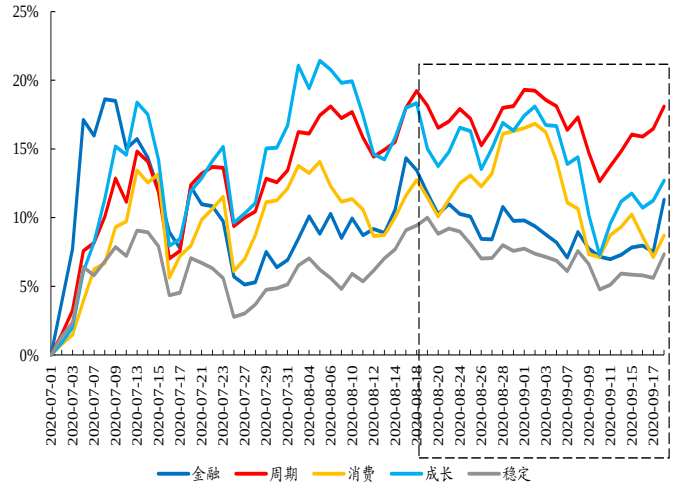


数据来源：Wind、开源证券研究所

判断逻辑：我们在当时看待海外流动性预期拐点的观点是：参考 2008 年 Q4-2009 年 Q1 危机后流动性逐步退潮的大类资产表现，资产定价的核心将从前期的流动性推升转向经济复苏，而历史上我国经济复苏得到确认时也是海外热钱流入之际，而从陆股通来看，热钱偏好配置金融、机械设备、有色以及交运等顺周期板块以及家电等顺周期消费板块。

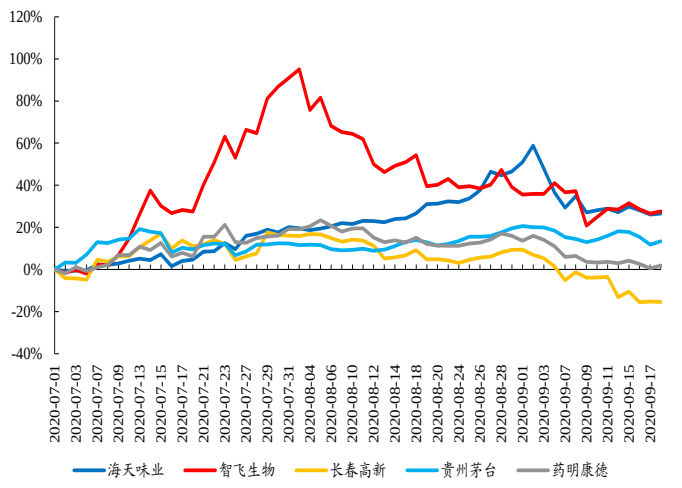
后续验证：从后续市场表现来看，顺周期板块已经体现出“攻守兼备”的特性，而与美国利率负相关的“核心资产”反而出现明显调整，流动性的负向循环开始发生：北上资金流出→核心资产价格下跌→居民赎回基金→基金负债端不稳定性增强→核心资产价格进一步下跌。

图31：8 月中旬以来顺周期（金融+周期）的防守作用明显，进攻能力也开始显现



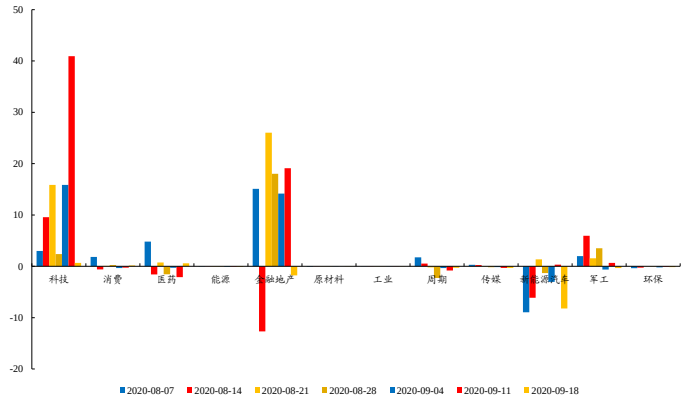
数据来源：Wind、开源证券研究所。注：纵轴为累计收益率。

图32：有的“核心资产”调整已经超过 20%



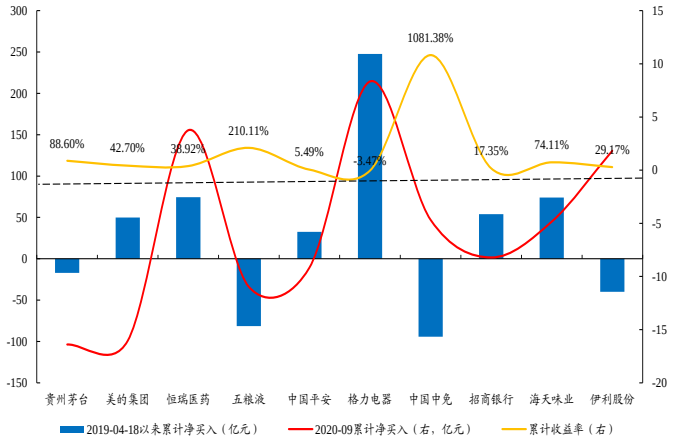
数据来源：Wind、开源证券研究所。注：纵轴为累计收益率。

图33：8 月以来，个人高比例组在新能源汽车和医药已经出现不同程度的连续赎回



数据来源：Wind、开源证券研究所

图34：北上配置型资金的前十大重仓股中确实也出现了浮盈较多的开始被净卖出的情况

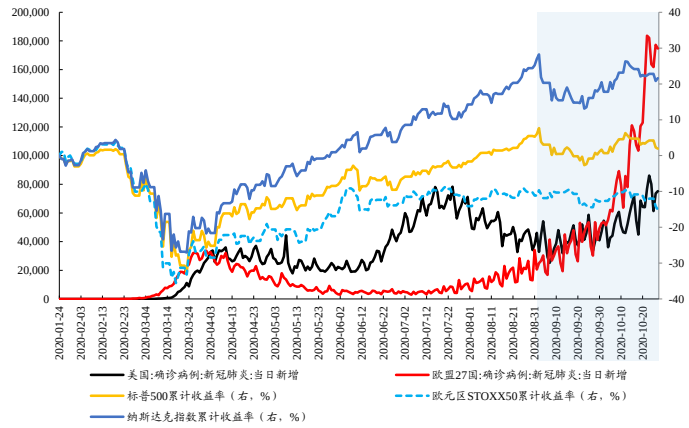


数据来源：Wind、开源证券研究所

2.8、 时刻八：10 月 23 日，欧美确诊病例超过前期高点，美股欧股开始新一轮下挫

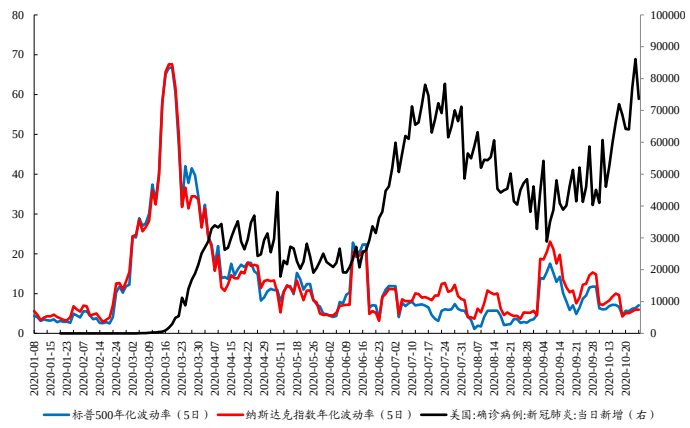
基本面信息与市场特征：自欧美新增确诊人数创下历史新高以来，欧美股市开始悄然回落，但由于市场对“疫情”的学习效应，波动率也并未出现明显的上升；同时，我们还能观察到的现象是，在 10 月 28 日美股的大幅度调整中，不受疫情影响的科技股反而领跌市场；这两个市场信息反映出的是：伴随疫苗推出的临近，疫情所造成的损失已经是“确定的不确定性”市场的逻辑不会因为此次新高而发生根本转变：仍然将从定价流动性宽松转移到定价经济复苏。

图35：欧美疫情爆发，重回市场焦点



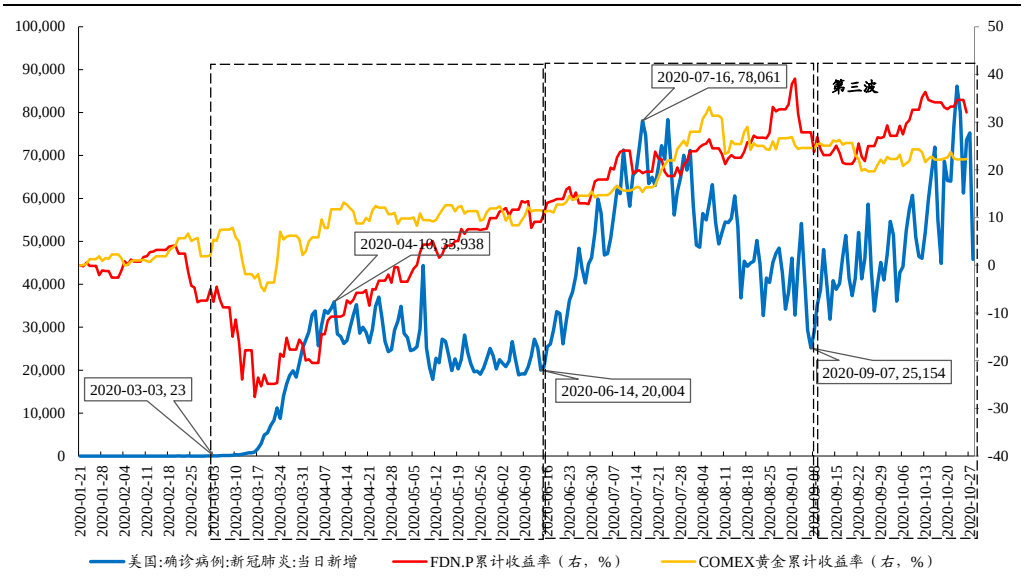
数据来源：Wind、开源证券研究所

图36：从波动率收敛的视角来看美股对于疫情的“钝化”与“免疫”



数据来源：Wind、开源证券研究所

图37：前期受益于流动性的资产此次并未出现反弹



数据来源：Wind、开源证券研究所。注：FDN.P 指 First Trust Dow Jones Internet Index Fund

判断逻辑与后续验证：我们认为，对 A 股投资者而言，利用这一窗口进行仓位切换是一个良机：一方面前期受益于疫情或者不受疫情影响的强势板块已经经历了一波回调有“技术反弹需求”，另一方面国内经济复苏的斜率也有所放缓也让顺周期资产有所回落。**进入十一月后，经济复苏预期再次得到疫苗的“好消息”支撑，这一次“疫情交易”确实成为了调整仓位的最佳窗口期。**

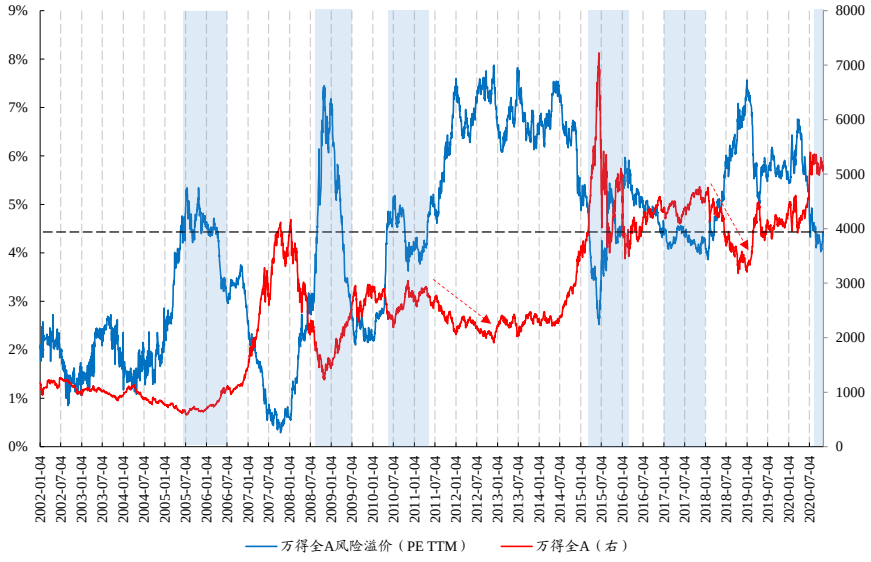
2.9、 时刻九：11 月 9 日，辉瑞疫苗宣布 90%的有效性

基本面信息与市场特征：北京时间 2020 年 11 月 9 日晚间，辉瑞制药公布了最新的新冠疫苗研究数据，表明了在大规模试验中疫苗取得了良好的效果。疫苗研发的新突破无疑提振了市场对于经济复苏的确定性预期。从资产价格表现上看，更受益于经济复苏的原油、铜、铝等工业商品期货大涨，欧股、美股中标普 500、道琼斯工业指数股指期货大涨，而前期更受益于流动性的黄金、白银等反而大幅下跌，这背后其实正反映的是全球经济复苏带来的工业需求回暖预期以及后续宽松的货币政策

回归常态化导致的流动性收紧预期。

在此时， A 股给予投资者的风险补偿已经处于历史的均值水平。历史上看风险溢价水平回落到均值时，对应的是经济复苏时期，而此时盈利贡献占据主导，估值贡献反而为负。同时，美国出现的是经济复苏深化与实际利率反弹，前期我国部分科技板块走势与美股科技股存在的映射关系的正向作用可能会被削弱，全球风格切换将与 A 股的风格切换形成共振，进一步深化。

图38：历史上风险溢价的可比时期均处于经济复苏期



数据来源：Wind、开源证券研究所

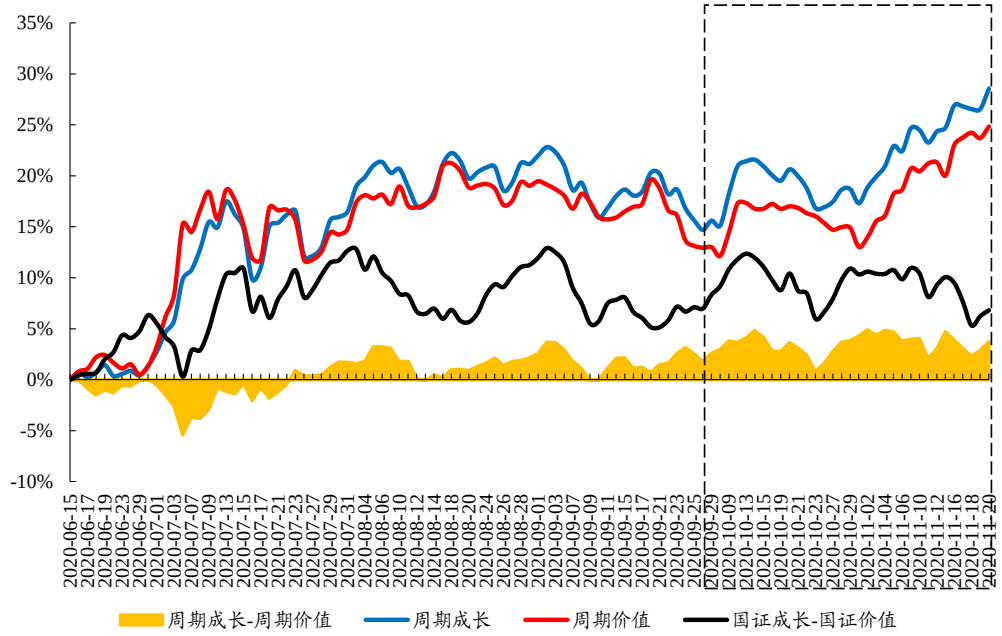
图39：经济复苏深水区，市场收益率来源主要是盈利贡献

估值贡献	万得全A	上证指数	沪深300	创业板指
2005-06-10	49.25%	34.70%	33.02%	
2006-04-14	102.54%	124.56%	137.49%	
2009-04-13	34.88%	26.47%	21.67%	
2010-10-14	-29.67%	-31.53%	-30.04%	-31.17%
2016-12-15	-9.86%	-2.93%	7.75%	-1.17%
2017-07-05	-24.42%	-21.10%	-16.71%	-4.99%
2017-07-06	-24.15%	-20.84%	-16.34%	-4.77%
2017-07-24	-19.67%	-17.68%	-13.52%	9.51%
2017-07-25	-19.59%	-17.70%	-13.51%	9.62%
2018-03-06	-9.82%	-12.41%	-11.29%	33.67%
盈利贡献	万得全A	上证指数	沪深300	创业板指
2005-06-10	-3.78%	2.46%	8.80%	
2006-04-14	95.64%	39.51%	52.22%	
2009-04-13	3.24%	2.86%	9.01%	
2010-10-14	16.06%	16.51%	12.52%	17.40%
2016-12-15	14.24%	6.93%	10.06%	-7.95%
2017-07-05	9.25%	7.00%	9.05%	-11.24%
2017-07-06	8.63%	6.50%	8.29%	-11.31%
2017-07-24	10.11%	7.42%	9.58%	-13.09%
2017-07-25	9.57%	7.03%	9.08%	-12.82%
2018-03-06	4.76%	7.66%	7.06%	-38.97%

数据来源：Wind、开源证券研究所。注：考察的区间为具体时间点后推一年。

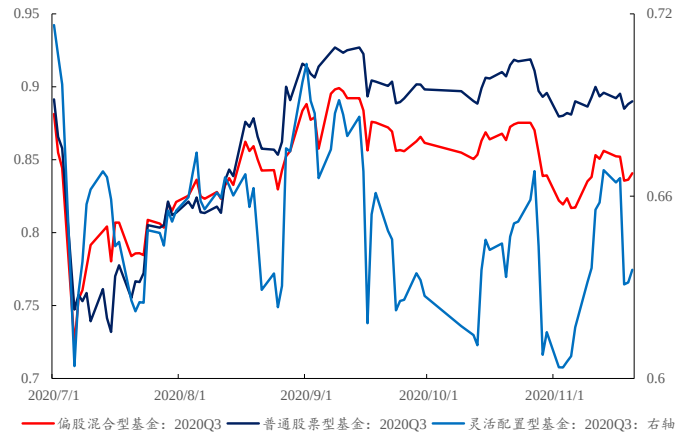
判断逻辑与后续验证：我们认为，经济即将走出疫情，市场将会呈现与疫情状态的截然不同，应当抓紧时间买入经济复苏中盈利弹性较大的板块，包括价值重估的金融，出口高景气下制造业复苏，和赔率较高的通胀交易。往后看，低估值周期股逐渐受到认可，我们统计了净值创新高的基金，发现创新高的基金在其新高之后，风格已经开始切向低估值风格。

图40：周期好于整体，周期之中，价值从10月底以来开始跑赢成长（以斜率看）



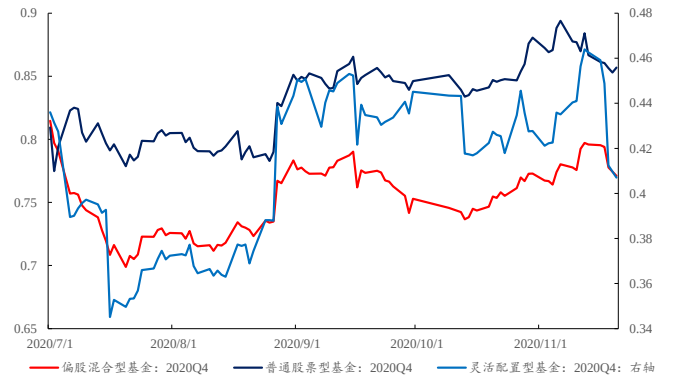
数据来源：Wind、开源证券研究所

图41：Q3创新高的基金，Q3达到成长风格高点后切向价值



数据来源：Wind、开源证券研究所

图42：Q4新高的基金，Q4达到成长风格高点后切向价值



数据来源：Wind、开源证券研究所

注：1、基金收益率的风格系数=成长系数-价值系数；2、成长系数和价值系数为基金净值收益率对国证成长、国证价值以及中债（财富）指数利用二次规划法计算得到的

2.10、时刻十：12月9日，社融见顶回落，利率小幅下行，市场开始基于“紧信用+宽货币”进行交易

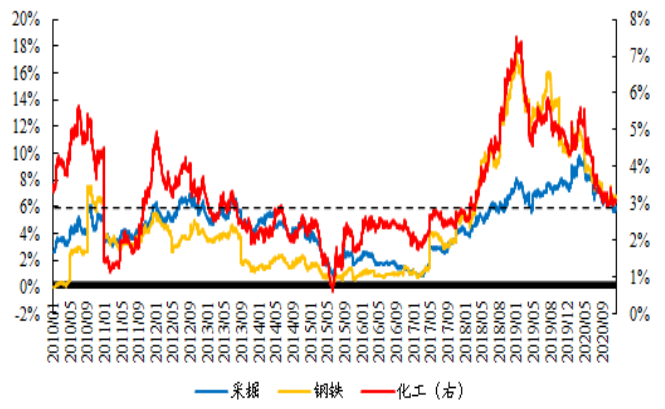
基本面信息与市场特征：12月9日公布11月社融增速为12.6%，较10月下跌

0.1%，社融拐点初现后，对于经济复苏持续性的担忧，海外疫情的反复使得市场整体呈下行趋势，风格出现反复，投资者再次寻找“确定性”，退守食品饮料、新能源等“确定性”最高的板块。而周期板块经历了 11 月以来的全球经济复苏+通胀预期交易，从风险溢价的角度看，部分周期板块的风险补偿已经回落，投资者因而对于“确定性”的要求在提升，因此出现了回调。

判断逻辑：我们观察到企业部门的中长期贷款仍然较强，而 M1-M2 同比继续缩窄，经济本身仍然处于复苏中，11 月社融拐点来源于年初非常规货币政策的逐步退出，并非意味着政策主动收紧，或实体经济信贷需求疲弱。我们复盘历史上的信用收缩期，发现而真正的“信用收缩”导致市场下跌往往出现在经济出现过热或通胀后的信用收缩后期。因此建议投资者切勿因为悲观而撤退，从而错过市场最丰厚的收益阶段，建议大家把握在 PPI 同比出现向下拐点但尚未转正的阶段，周期风格占优过程中经历反复的布局时机。

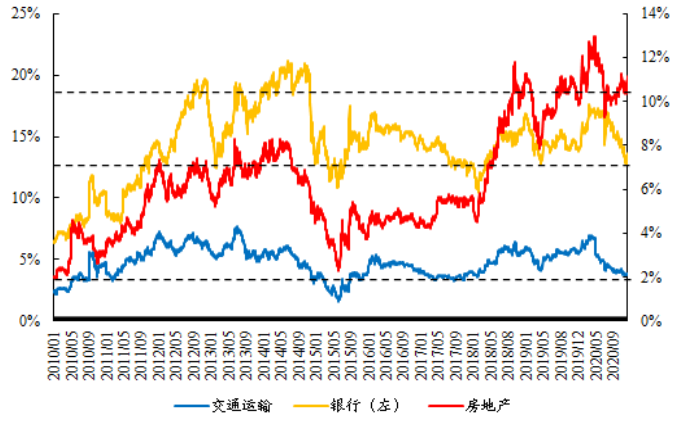
后续验证：尽管在 12 月的第三周，周期行业开始重拾上涨，有色金属超越新能源成为一周中涨幅最大行业，而随后煤炭、钢铁、化工等领域出现了明显的局部机会。但是不可否认的是，12 月是极致的公募重仓 50 的抱团行情。实际上新能源、白酒为代表的板块大幅跑赢市场。**我们判断对了市场方向但部分误判了结构，忽视的问题是：**历史上新发基金较多的年份，12 月往往出现重仓 50 行情；以及短周期宏观环境的暂时变化（流动性边际宽松），为投资者相信愿意相信的事提供了基础。

图43：经历过前期上涨后，部分周期板块风险溢价回落明显（采掘、钢铁、化工）



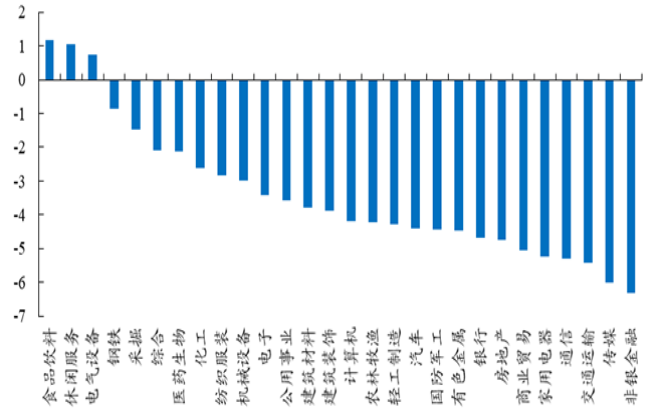
数据来源：Wind、开源证券研究所

图44：经历过前期上涨后，部分周期板块风险溢价回落明显（交通运输、银行、房地产）



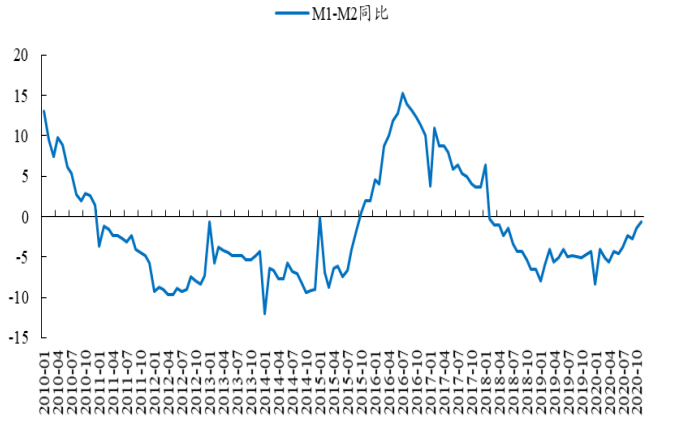
数据来源：Wind、开源证券研究所

图45：大部分板块均在 12 月初出现回调



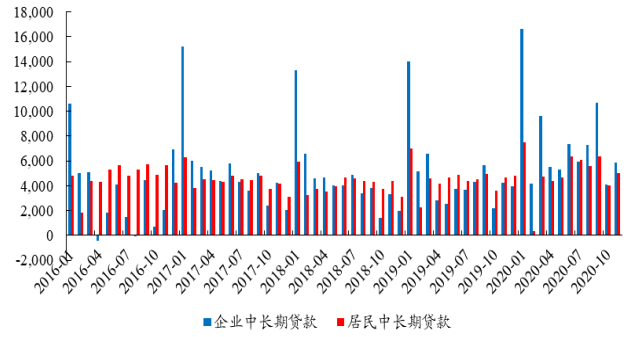
数据来源：Wind、开源证券研究所

图46：M1-M2 同比继续上行



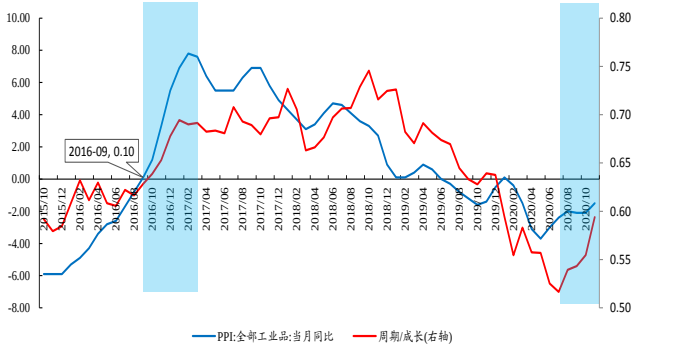
数据来源：Wind、开源证券研究所

图47：居民、企业部门中长期贷款均上升



数据来源：Wind、开源证券研究所

图48：居民、企业部门中长期贷款均上升



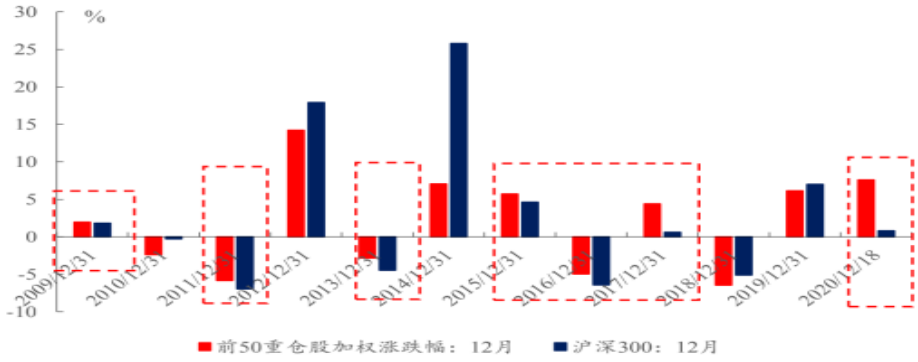
数据来源：Wind、开源证券研究所

3、 新的决断：放弃躁动博弈，回归长期收益

站在新的一年的起点，我们当前拥有的决策信息是：

资产价格上**“春季躁动”和经济前高后低的一致预期已经被一定程度交易**：11 月基于经济 1 季度没问题买入周期，12 月基于 1 季度市场没问题抢跑躁动买入重仓股。中欧协定也让市场充满了对未来的乐观。

图49：12 个年份中 12 月重仓股表现中有 7 次跑赢 HS300



数据来源：Wind、开源证券研究所

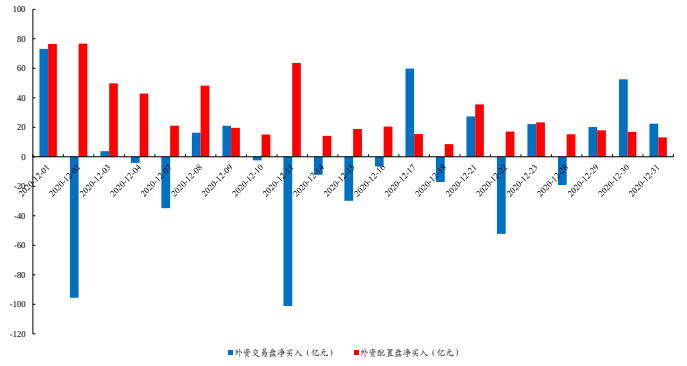
A 股市场进入了以趋势交易者为主导的阶段：个人投资者涌入，两融上升，公募基金在白酒的仓位也未敢突破此前高点，更多受负债驱动，北上资金 2020 年以来持续卖出了部分核心资产，近期以交易型账户的频繁进出为主导。

图50：北上资金下半年持续净卖出白酒



数据来源：Wind、开源证券研究所

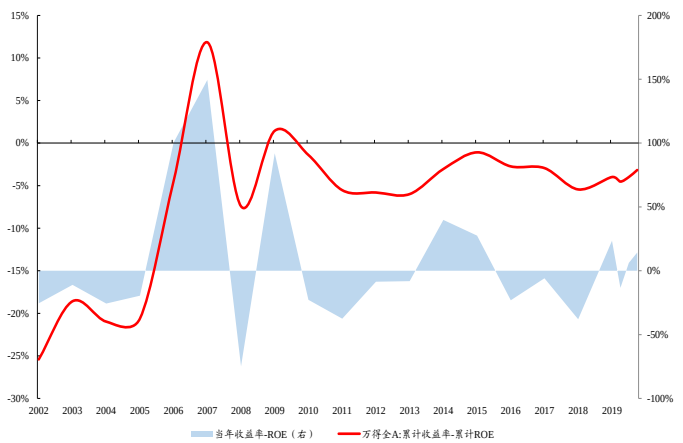
图51：12 月以来北上资金中交易型资金的进出较为频繁



数据来源：Wind、开源证券研究所

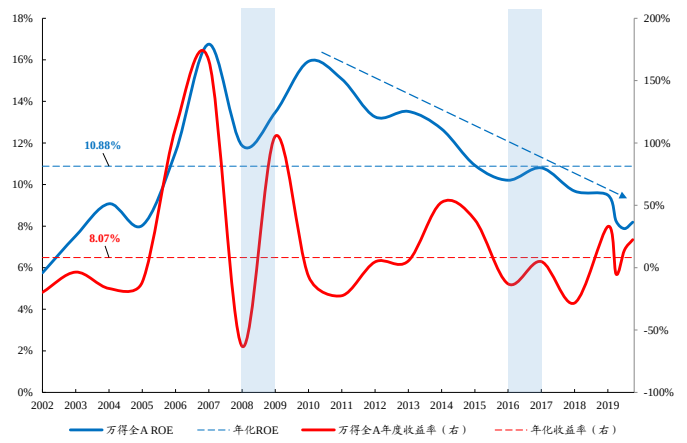
从长期收益视角看：A 股长期收益率总是向长期 ROE 水平回归，**历史上收益超跑 ROE 不会超过 2 年，而 2019-2020 年已经超跑 2 年**。

图52：A 股的回报也逐步逼近 ROE，但短期来看从未有连续超过两年出现过当年收益率领跑 ROE 的情况



数据来源：Wind、开源证券研究所

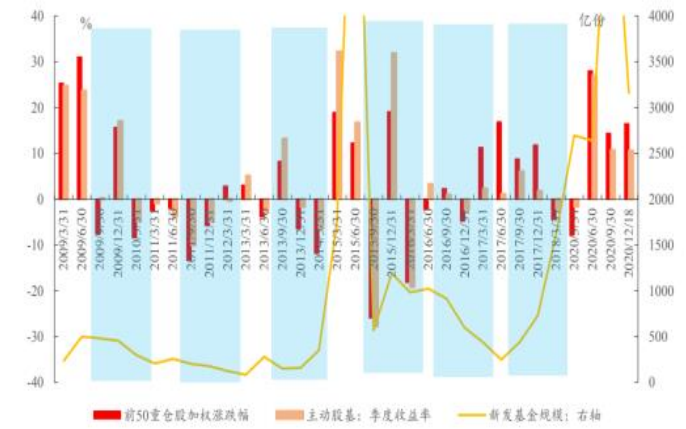
图53：A 股的回报在大幅偏离 ROE 之后总会通过 ROE 与收益率的变化进行消化修正



数据来源：Wind、开源证券研究所

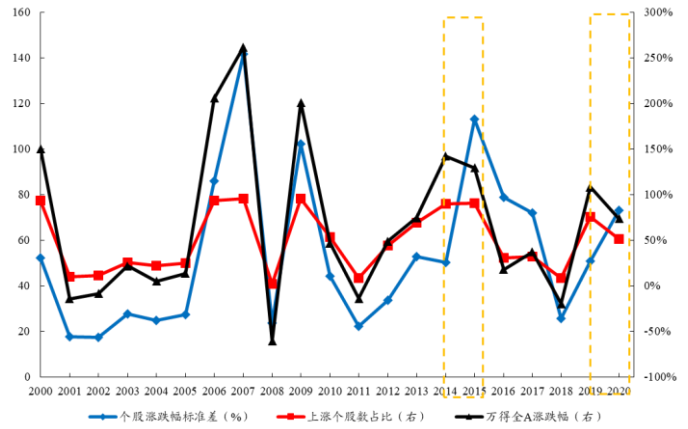
市场的历史特征：重仓 50 跑赢沪深 300 的 12 月，后面一季度重仓股与公募基金往往表现不佳；2020 年上涨个股占比与涨幅标准差的背离与 2015 年一致。

图54：以过去 6 个在 Q4 重仓股表现较好的年份为样本，在跨年之后的 Q1，重仓股表现大多数时候不及基金整体



数据来源：Wind、开源证券研究所

图55：2020 年上涨个股数占比在下降，然而个股涨跌幅标准差却仍在上行

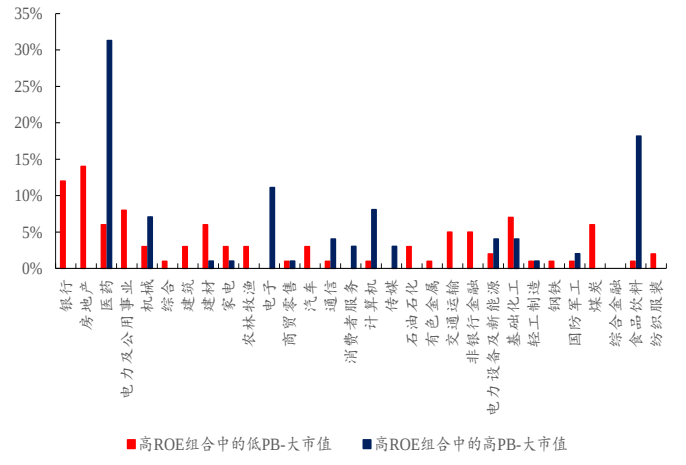


数据来源：Wind、开源证券研究所

基本面展望：2021 年无法给出流动性宽松于 2020 年的假设，国内经济“前高后低”是一致预期，一季度投资者可能不会为高基数定价；但 2021 年全球经济复苏是确定的路径，而 1 季度欧美疫情控制进展可能缓慢，难有进一步信息。

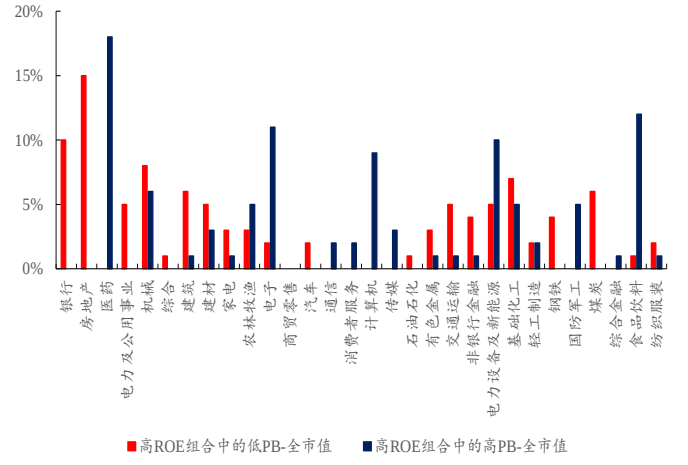
我们的决策：在全球经济复苏的路径下，相信让贵的东西变得更好可能不如相信让便宜的东西变得“不那么差”有性价比。从当下高 ROE 和低 PB 这一更能长期跑赢市场的组合来看，正好大量对应了未来与全球经济复苏相关的出口产业链、原材料和制造业相关产业链，投资者主要任务仍是调整结构，控制仓位，为未来金融、周期股更好的行情做好准备。

图56：在大市值分类下，高 ROE 中的低 PB 组合中主要为金融周期板块



数据来源：Wind、开源证券研究所

图57：在不考虑市值的分类下，高 ROE 中的低 PB 组合中仍主要为金融周期板块



数据来源：Wind、开源证券研究所

4、 风险提示

国内经济下行超预期；全球经济复苏不及预期；流动性超预期宽松

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