2020 年 12 月 29 日

早春无“躁动”

——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

● **当下市场正在基于市场“一致预期”本身进行博弈**

投资者普遍认为 2021 年经济前高后低，只是高低幅度和持续时间有所分歧。从跨年行情走向春季躁动正在变为市场共识。但这种一致预期可能已经被 11 月以来的两类交易行为所定价：11 月，由于至少 1 季度经济本身没有问题，伴随疫苗推出买入经济复苏；12 月，由于相信 1 季度市场没问题，因此利用年底和基本面的有限变化加仓新能源和白酒。对于远期观点的一旦形成共识，就会贴现到当下资产价格中，这构成了一致预期往往错误的原因。但一致预期也曾正确，即增量资金涌入的市场，特别是趋势追逐资金涌入的市场，可以让市场投资者的观点的表达可以得到强化：以 2020 年上半年为例，对于新能源、医药、消费的一致预期其实就是对的，因为有着 2019 年以来基金规模的大举扩容。历史经验指示，**在公募重仓股 12 月大幅跑赢市场后，在随后 1 季度的收益往往为负，公募基金业绩整体也不佳。**在这样的环境下，要理解过去居民入市一定程度来自于基金的赚钱效应，不可基于过去 2 年的短期靓丽数据线性外推分析居民长期入市的过程。**如果市场赚钱效应减弱，机构负债端出现波动的可能性将上升。因此，现实情况看，一致预期出错概率较大。**

● **“好的东西”当下不够便宜，预期收益率很低**

我们需要认识到的是，“好的东西”当下不够便宜，预期收益率很低：我们在年度新共识《回归 ROE》中指出了 A 股收益率已经两年跑赢自身 ROE，有向历史中枢回归的必要，这意味着风险收益比的下降，主流赛道这一现象更为严重；同样的，我们在周报《新核心资产正待发现》中也指出了当下核心资产进入了趋势交易者定价的阶段，部分基本面投资者可能已被挤出，市场正在进入不稳定状态。

● **周期行情的关键在出口和制造业中**

市场在 1 季度前半段还面临的一个问题，就是“便宜的东西”还不够好，至少不够好到让更多投资者认可。进入 1 季度后，由于对于国内经济前高后低与信用收缩预期的存在，即市场不会为一致预期中的高基数与国内经济驱动的复苏而定价。这就导致了高赔率的金融、周期资产很难在这一阶段可以被更广泛的投资者接受。周期行情的关键仍在于疫情后世界的贴现中，在于更不依赖于政策调控的出口和制造业中。但这一场景可能要到 1 季度后半段才会逐步出现：全球疫苗开始接种并更有效推进，冬季结束后疫情开始得到更有效控制。当然在这之前，部分供给格局更好且需求更快的周期行业会率先受益。

● **面对不确定性，主要任务仍是调整结构，控制仓位**

市场未来的路径上面对的风险收益情况是：好的太贵，便宜的还不够好。市场趋势投资者的增多正在加强市场不稳定性，我们提示抱团行情后的市场风险，周期+金融板块仍会拥有较高的相对风险与收益比，但需要面对市场不确定性的上升。**投资者主要任务仍是调整结构，控制仓位，为未来周期股更好的行情做好准备。**

● **风险提示：**疫情出现反复，经济复苏不及预期

相关研究报告

《投资策略周报-“新核心资产”正待发现》-2020.12.27

《投资策略专题-如何用 A 股组合表达通胀观点——2021 年“新共识”系列（四）》-2020.12.27

《投资策略周报-跨年行情有，重在调结构》-2020.12.20

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