

# 策略週報

## 市場的深刻變化與底層邏輯

“極端行情”預警信號的失效反映了市場正在悄然發生著深刻的變化，這種變化存在趨勢性的底層邏輯，但同時也存在一些因素會對趨勢產生擾動。

- “極端行情”預警信號的歷史勝率高達 90%。我們把短期內多次發生“漲指數不漲個股”的“特殊行情”定義為“極端行情”，2020年之前，滬深 300 和萬得全 A 分別出現過 9 次和 8 次“極端行情”，分別有 8 次和 7 次成功預警了指數由漲轉跌。2019 年 4 月，“極端行情”再次發出預警信號，我們也借此成功躲過了那一波行情反轉。
- 2020 年以來“極端行情”的預警作用全面失效。該信號的底層邏輯在於，當市場發生“極端行情”時，往往意味著指數的上漲越來越依靠少數權重股、龍頭股或者資金抱團股的支撐，此時市場的賺錢效應已經明顯衰減，對增量資金的吸引力下降，行情容易出現反轉。2020 年是公募基金發行大年，越來越多的個人投資者以申購基金的方式入市，機構投資者進一步增加對重倉股的配置，“申購-增配”的正回饋機制頻頻演繹，以至於“特殊行情”頻繁發生，“極端行情”信號全面失效。
- “申購-增配”正回饋機制持續演繹的底層邏輯。導致“申購-增配”正回饋機制在 2020 年持續演繹的原因有以下幾點：1) 房地產增值效應的弱化。歷史上房價增長速度與基金規模增速整體呈現出負相關性，這種負相關關係在房價快速上漲的時候尤為有效。2) 資金入市的機會成本降低。這來源於兩股力量的助推，一是貨幣寬鬆壓低了資金市場利率，降低了金融機構入市的機會成本；二是銀行理財打破剛兌，降低了居民入市的機會成本。3) A 股機制體制的不斷改革。一是註冊制帶來了更多優質公司，機構投資者可以專注於自身認可的優質賽道；二是退市制度的完善，個人投資者或趨勢性資金也會在優質公司和概念之間用腳投票；三是大力支持公募權益類基金的發展，政策上支援公募基金規模的不斷擴大。
- 底層邏輯與部分個股高估值的關係。如果把上述底層邏輯綜合起來，我們可以得到這樣一個邏輯鏈條：“資金入市的機會成本降低——機構規模不斷擴大——持續增配龍頭股——龍頭股估值膨脹”。邏輯鏈條可以說明我們理解當前“機構抱團”行情背後的趨勢性力量，趨勢的發展要求我們無論在研究還是投資上，都要更加注重對個股和賽道的價值發現，淡化短期估值的影響。
- 哪些底層邏輯短期內可能會有反復？從重要性依次排開，首先要關注房價的邊際變化。如果後期出現房價（一線城市）超預期上漲的現象，資金的逐利性將會從源頭打破前面一整套邏輯，進而導致行情的波動。其次要關注貨幣政策，我們認為短期內貨幣政策不會明顯收縮，政策對匯率的關注度可能會超出市場預期。第三，監管的邊際變化。
- 風險提示：逆週期政策不及預期，疫情發展超預期惡化。

## 觀點回顧

——20200820《一波三折，新週期下工業品行情推演》：國內需求有望率先回暖，關注新週期開啟帶來的工業品配置機會。本輪週期或與 1975-1978 年庫存週期最為相似。需求回暖，工業品價格主升階段開啟。

——20201101《佈局週期正當時》：復蘇趨勢下靜候海外不確定因素落地。盈利復蘇趨勢延續但節奏或有放緩，海外風險衝擊尚存但盈利修復下市場中期趨勢不改，靜候海外不確定因素的落地。

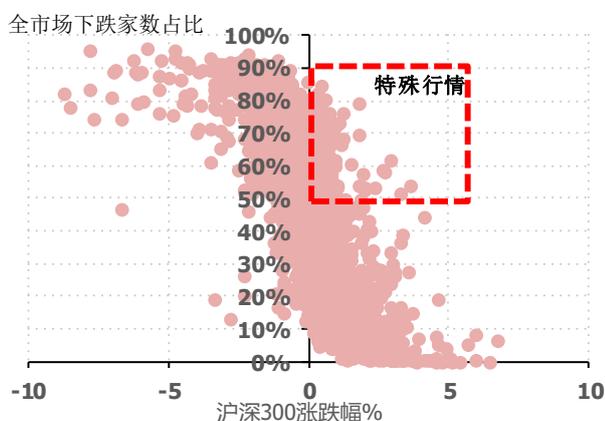
——20201115《弱刺激下的強週期》：市場信用風險暴露對於 A 股影響可控，關注弱刺激下的強週期行情。來自外部衝擊的波動下降會熨平週期的劇烈波動，使週期行業盈利更加持久，賺錢效應也得到根本改觀。在全球復蘇的大背景下，需求側的回暖，為盈利上行帶來了可持續的動力。

——20201129《迴圈牛大週期》：商品資本雙迴圈，A 股有望迎來迴圈牛，擁抱大週期行情。全球共生模式重啟，中國雙迴圈迎接虛擬經濟繁榮。週期盈利驅動和海外資本流入有望帶領 A 股進入技術性牛市。

## 從一個預警信號失效說起

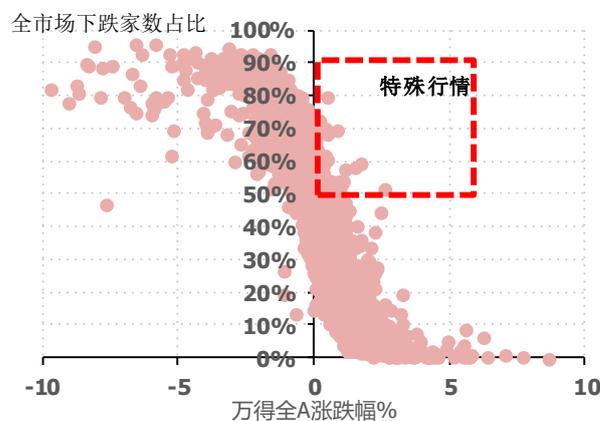
“極端行情”預警信號的歷史勝率高達 90%，曾幫助我們成功躲過 2019 年 4 月的行情反轉。近期市場頻繁發生“漲指數跌個股”的現象，這對 A 股而言其實並不陌生。根據指數漲跌幅與全市場個股下跌占比的分佈關係可以看出，雖然隨著指數漲幅的擴大，下跌個股的占比趨勢性減少，但仍有部分交易日出現離群現象。我們將單日指數上漲，但是全市場超過 50% 個股下跌的現象定義為“特殊行情”。2010 年 1 月 1 日至今，2679 個交易日中，以滬深 300 指數為觀測指標的“特殊行情”共 205 個，占比 7.6%，其中 85 次（41%）出現了後 60 個交易日指數下跌的情況。以萬得全 A 為觀測標的的“特殊行情”共 119 個，占比 4.4%。其中 50 次（42%）出現了後 60 個交易日指數下跌的情況。進一步的，我們將過去 3 個月，累計出現了 6 次及以上“特殊行情”，或者某個不連續的單月突然出現了 3 次及以上“特殊行情”的現象定義為“極端行情”。2020 年之前，滬深 300 和萬得全 A 分別出現過 9 次和 8 次“極端行情”，分別有 8 次和 7 次成功預警了指數由漲轉跌，甚至由牛轉熊的行情拐點。2019 年 4 月，“極端行情”再次發出預警信號，我們也借此成功躲過了那一波的行情反轉。

圖表 1. 2020 年至今，滬深 300 的特殊行情次數占比 7.6%



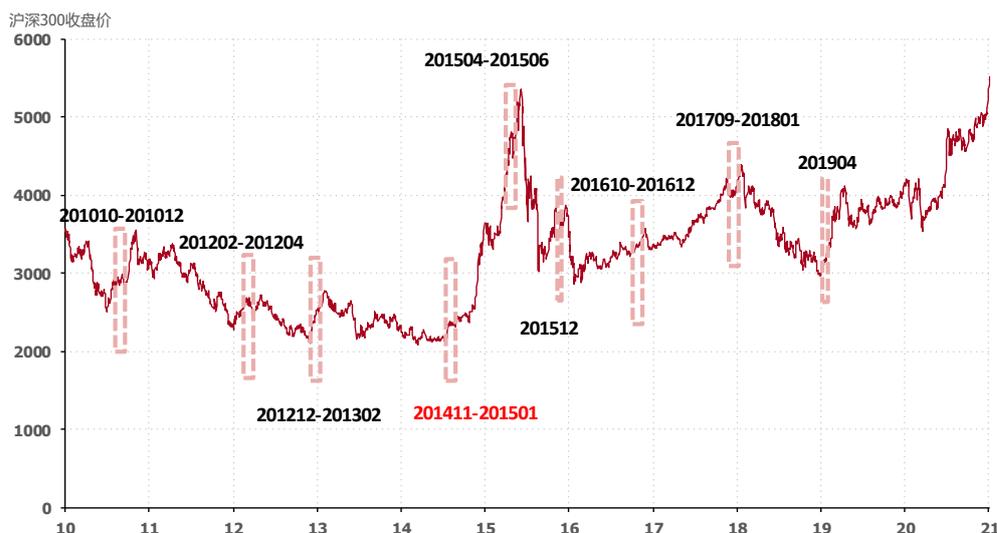
資料來源：萬得，中銀證券

圖表 2. 2020 年至今，萬得全 A 的特殊行情次數占比 4.4%



資料來源：萬得，中銀證券

圖表 3. 2020 年之前滬深 300 出現過 9 次“極端行情”，8 次成功預警了指數拐點（標紅為失效）



資料來源：萬得，中銀證券

圖表 4. 2020 年之前萬得全 A 出現過 8 次“極端行情”，7 次成功預警了指數拐點（標紅為失效）



資料來源：萬得，中銀證券

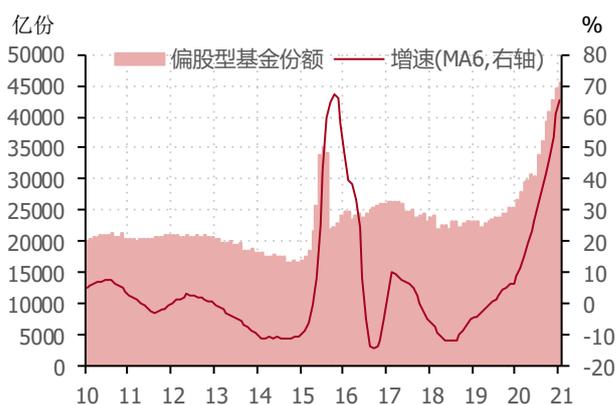
2020 年以來“申購-增配”的正回饋機制頻繁發生，“極端行情”的預警作用全面失效。早在 2020 年 2 月，滬深 300 和萬得全 A 就都發出了“極端行情”的預警信號，但隨著時間的推移，我們發現 2020 年滬深 300 和萬得全 A 分別出現了 37 次、27 次“特殊行情”，而根據“極端行情”的定義，指數幾乎在一整年內都覆蓋在“極端行情”的預警信號下，說明該信號在 2020 年全面失效了。回顧歷史，該信號能夠獲得良好預警作用的底層邏輯在於，當市場發生“極端行情”時，往往意味著指數的上漲越來越依靠少數權重股、龍頭股或者資金抱團股的支撐，此時市場的賺錢效應或氛圍已經明顯衰減，對增量資金的吸引力下降；而僅依靠存量資金結構性轉移所推升的龍頭股行情因此存在天花板，存量博弈氛圍漸濃，行情容易出現反轉。能夠打破這個底層邏輯，讓“特殊行情”乃至“極端行情”繼續演繹的原因，來自於抱團行情能夠得到源源不斷的資金補充，通俗點說，就是機構投資者規模的持續擴大。現象上看，2020 年是公募基金發行大年，越來越多的個人投資者以申購基金的方式入市，機構投資者獲得了源源不斷的資金補充，進一步增加對重倉股的配置，“申購-增配”的正回饋機制在 2020 年達到了前所未有的高度，以至於“特殊行情”頻繁發生，“極端行情”信號全面失效。

圖表 5. 2020 年“特殊行情”的發生次數陡增

時間	滬深300“特殊行情”次數	萬得全A“特殊行情”次數
2021年	3	3
2020年	37	27
2020年前的年度均值	16.5	8.9
2019年	21	10
2018年	20	10
2017年	16	16
2016年	19	3
2015年	19	9
2014年	16	5
2013年	10	6
2012年	16	9
2011年	12	10
2010年	16	11

資料來源：萬得，中銀證券

圖表 6. 2020 年以來偏股型公募基金大發展



資料來源：萬得，中銀證券

## 市場正在發生著深刻的變化

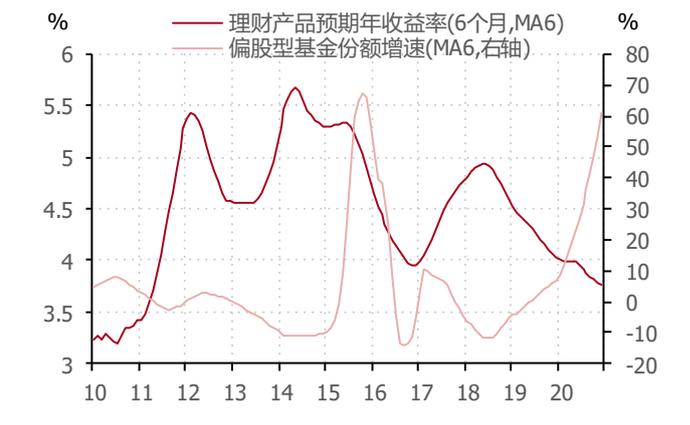
推動“申購-增配”正回饋機制的底層邏輯。解釋了現象後，進一步歸納市場發生深刻變化的底層邏輯，我們認為導致“申購-增配”正回饋機制在 2020 年持續演繹的原因有以下幾點：1) 房地產增值效應的弱化。這種弱化來自於各方面政策的有機結合，一是“房住不炒”的頂層設計在重要會議上頻繁提及，深入人心；二是央行調整了貨幣政策傳導方式，2020 年房貸利率僅下行了 24bp，而過去兩輪則分別下行了 244 和 140bp，導致本輪居民中長期貸款增速遠不及前兩輪；三是地方對控制房價的敏感度和執行效率顯著增強。歷史上房價增長速度與基金規模增速整體呈現出負相關性，這種負相關關係在房價快速上漲的時候尤為有效。2015 年初開始出現同步上行的現象，這其實也解釋了“極端行情”預警信號在 2014 年底無效的原因。2) 資金入市的機會成本降低。這來源於兩股力量的助推，一是貨幣寬鬆壓低了資金市場利率，降低了金融機構入市的機會成本；二是銀行理財打破剛兌，降低了居民入市的機會成本。綜合起來，就是社會資金入市的機會成本降低，股市無風險利率下降。3) A 股機制體制的不斷改革。同樣分三塊來談，一是註冊制帶來了更多優質公司，機構投資者可以專注於自身認可的優質賽道，並且越來越不缺少標的選擇，可以實現長期持有，降低博弈性；二是退市制度的完善，壓制了市場“殼概念”炒作的風頭，即使是個人投資者或趨勢性資金，也會在優質公司和概念化公司之間用腳投票；三是大力支持公募權益類基金的發展，政策上支援公募基金規模的不斷擴大。

圖表 7. 房價漲幅與公募偏股型基金規模增速整體呈現負相關關係，這在房價快速上漲時尤為有效



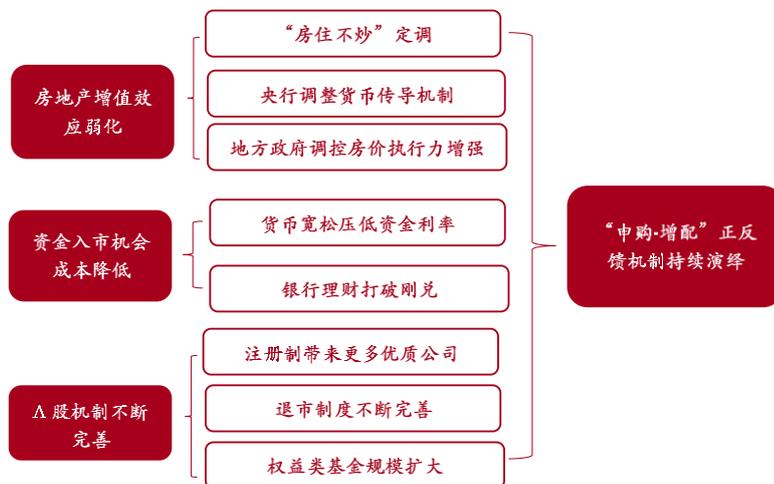
資料來源：萬得，中銀證券

圖表 8. 銀行理財收益率與公募偏股型基金規模增速呈現負相關關係，2017 年之後顯著強化



資料來源：萬得，中銀證券

圖表 9. “申購-增配”正回饋機制強化的底層邏輯

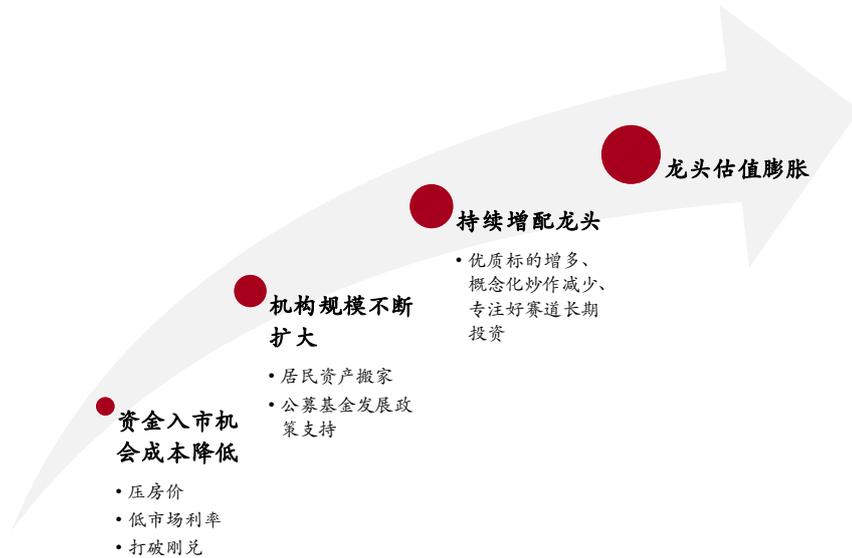


資料來源：萬得，中銀證券

底層邏輯與部分個股高估值的關係。如果把上述底層邏輯綜合起來，我們可以得到這樣一個邏輯鏈條：“資金入市的機會成本降低（來自於壓房價、低市場利率和打破剛兌）——機構規模不斷擴大

（來自于居民資產搬家和公募基金發展政策支持）——持續增配龍頭股（來自於優質標的增多、概念化炒作減少、機構可以專注於自身看好的賽道進行長期投資）——龍頭股估值膨脹”。上述邏輯鏈條可以說明我們理解當前“機構抱團”行情背後的趨勢性力量，在這種趨勢性力量的影響下，市場正在悄然發生著深刻的變化，本輪“機構抱團”行情與以往也存在較大的區別。趨勢的發展要求我們無論在研究還是投資上，都要更加注重對個股和賽道的價值發現，淡化短期估值的影響。

圖表 10. 龍頭股估值膨脹的邏輯鏈條



資料來源：萬得，中銀證券

## 哪些因素會在短期內對趨勢產生擾動？

**哪些底層邏輯短期內可能會有反復？**邏輯用來闡述中長期變化，但從實用性的角度出發，我們還要關注邊際變化，用以理解究竟是“量變”還是“質變”。從重要性依次排開，我們認為首先要關注房價的邊際變化。如果後期出現房價（一線城市）超預期上漲的現象，資金的逐利性將會從源頭打破前面一整套邏輯，進而導致行情的波動。誠然，對短期的房價進行判斷是非常難的，我們可以觀察地方對房價上漲的回應速度和效率，以觀察趨勢是否發生了較大的邊際變化。其次要關注貨幣政策，“永煤”事件後流動性出現了超預期寬鬆，基於“防風險”角度，我們認為短期內貨幣政策不會明顯收縮，除了直觀上的償債成本理解，我們認為政策對匯率的關注度可能會超出市場預期。人民幣匯率的快速上行會傳導到出口端，而出口的景氣度會直接影響製造業尤其是民企的投資與盈利，前者影響信貸需求，後者影響企業償債能力。第三，監管的邊際變化。

**A 股悄然發生著深刻的變化，本輪“機構抱團”行情的持續性可能會超預期。**我們從一個指標的失效出發，挖掘了市場這一年多以來出現的變化與三個底層邏輯，這些邏輯的演繹在中長期視角下都是趨勢性的。因此，投資策略上，我們繼續看好當前順週期、符合國家戰略轉型需求的行業龍頭，本輪“機構抱團”行情的持續性可能會超出市場預期。當然，我們也承認了短期內可能會出現的邊際變化，並且可能會導致行情波動，可以通過監測房價、市場利率等指標來對邊際變化進行提前跟蹤。

## 風險提示

中美貿易摩擦加劇，盈利超預期下行。

## 披露聲明

本報告準確表述了證券分析師的個人觀點。該證券分析師聲明，本人未在公司內、外部機構兼任有損本人獨立性與客觀性的其他職務，沒有擔任本報告評論的上市公司的董事、監事或高級管理人員；也不擁有與該上市公司有關的任何財務權益；本報告評論的上市公司或其它協力廠商都沒有或沒有承諾向本人提供與本報告有關的任何補償或其它利益。

中銀國際證券股份有限公司同時聲明，將通過公司網站披露本公司授權公眾媒體及其他機構轉載或者轉發證券研究報告有關情況。如有投資者于未經授權的公眾媒體看到或從其他機構獲得本研究報告的，請慎重使用所獲得的研究報告，以防止被誤導，中銀國際證券股份有限公司不對其報告理解和使用承擔任何責任。

## 評級體系說明

以報告發佈日後公司股價/行業指數漲跌幅相對同期相關市場指數的漲跌幅的表現為基準：

### 公司投資評級：

買入：預計該公司股價在未來 6 個月內超越基準指數 20% 以上；

增持：預計該公司股價在未來 6 個月內超越基準指數 10%-20%；

中性：預計該公司股價在未來 6 個月內相對基準指數變動幅度在 -10%-10% 之間；

減持：預計該公司股價在未來 6 個月內相對基準指數跌幅在 10% 以上；

未有評級：因無法獲取必要的資料或者其他原因，未能給出明確的投資評級。

### 行業投資評級：

強於大市：預計該行業指數在未來 6 個月內表現強於基準指數；

中性：預計該行業指數在未來 6 個月內表現基本與基準指數持平；

弱於大市：預計該行業指數在未來 6 個月內表現弱於基準指數。

未有評級：因無法獲取必要的資料或者其他原因，未能給出明確的投資評級。

滬深市場基準指數為滬深 300 指數；新三板市場基準指數為三板成指或三板做市指數；香港市場基準指數為恒生指數或恒生中國企業指數；美股市場基準指數為納斯達克綜合指數或標普 500 指數。

## 風險提示及免責聲明

本報告由中銀國際證券股份有限公司證券分析師撰寫並向特定客戶發佈。

本報告發佈的特定客戶包括：1) 基金、保險、QFII、QDII 等能夠充分理解證券研究報告，具備專業資訊處理能力的中銀國際證券股份有限公司的機構客戶；2) 中銀國際證券股份有限公司的證券投資顧問服務團隊，其可參考使用本報告。中銀國際證券股份有限公司的證券投資顧問服務團隊可能以本報告為基礎，整合形成證券投資顧問服務建議或產品，提供給接受其證券投資顧問服務的客戶。

中銀國際證券股份有限公司不以任何方式或管道向除上述特定客戶外的公司個人客戶提供本報告。中銀國際證券股份有限公司的個人客戶從任何外部管道獲得本報告的，亦不應直接依據所獲得的研究報告作出投資決策；需充分諮詢證券投資顧問意見，獨立作出投資決策。中銀國際證券股份有限公司不承擔由此產生的任何責任及損失等。

本報告內含保密資訊，僅供收件人使用。閣下作為收件人，不得出於任何目的直接或間接複製、派發或轉發此報告全部或部分內容予任何其他人士，或將此報告全部或部分內容發表。如發現本研究報告被私自刊載或轉發的，中銀國際證券股份有限公司將及時採取維權措施，追究有關媒體或者機構的責任。所有本報告內使用的商標、服務標記及標記均為中銀國際證券股份有限公司或其附屬及關聯公司（統稱“中銀國際集團”）的商標、服務標記、註冊商標或註冊服務標記。

本報告及其所載的任何資訊、材料或內容只提供給閣下作參考之用，並未考慮到任何特別的投資目的、財務狀況或特殊需要，不能成為或被視為出售或購買或認購證券或其它金融票據的要約或邀請，亦不構成任何合約或承諾的基礎。中銀國際證券股份有限公司不能確保本報告中提及的投資產品適合任何特定投資者。本報告的內容不構成對任何人的投資建議，閣下不會因為收到本報告而成為中銀國際集團的客戶。閣下收到或閱讀本報告須在承諾購買任何報告中所指之投資產品之前，就該投資產品的適合性，包括閣下的特殊投資目的、財務狀況及其特別需要尋求閣下相關投資顧問的意見。

儘管本報告所載資料的來源及觀點都是中銀國際證券股份有限公司及其證券分析師從相信可靠的來源取得或達到，但撰寫本報告的證券分析師或中銀國際集團的任何成員及其董事、高管、員工或其他任何個人（包括其關聯方）都不能保證它們的準確性或完整性。除非法律或規則規定必須承擔的責任外，中銀國際集團任何成員不對使用本報告的材料而引致的損失負任何責任。本報告對其中所包含的或討論的資訊或意見的準確性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的聲明或保證。閣下不應單純依靠本報告而取代個人的獨立判斷。本報告僅反映證券分析師在撰寫本報告時的設想、見解及分析方法。中銀國際集團成員可發佈其它與本報告所載資料不一致及有不同結論的報告，亦有可能採取與本報告觀點不同的投資策略。為免生疑問，本報告所載的觀點並不代表中銀國際集團成員的立場。

本報告可能附載其它網站的位址或超級連結。對於本報告可能涉及到中銀國際集團本身網站以外的資料，中銀國際集團未有參閱有關網站，也不對它們的內容負責。提供這些位址或超級連結（包括連接到中銀國際集團網站的位址及超級連結）的目的，純粹為了閣下的方便及參考，連結網站的內容不構成本報告的任何部份。閣下須承擔瀏覽這些網站的風險。

本報告所載的資料、意見及推測僅基於現狀，不構成任何保證，可隨時更改，毋須提前通知。本報告不構成投資、法律、會計或稅務建議或保證任何投資或策略適用於閣下個別情況。本報告不能作為閣下私人投資的建議。

過往的表現不能被視作將來表現的指示或保證，也不能代表或對將來表現做出任何明示或暗示的保障。本報告所載的資料、意見及預測只是反映證券分析師在本報告所載日期的判斷，可隨時更改。本報告中涉及證券或金融工具的價格、價值及收入可能出現上升或下跌。

部分投資可能不會輕易變現，可能在出售或變現投資時存在難度。同樣，閣下獲得有關投資的價值或風險的可靠資訊也存在困難。本報告中包含或涉及的投資及服務可能未必適合閣下。如上所述，閣下須在做出任何投資決策之前，包括買賣本報告涉及的任何證券，尋求閣下相關投資顧問的意見。

中銀國際證券股份有限公司及其附屬及關聯公司版權所有。保留一切權利。

## 中銀國際證券股份有限公司

中國上海浦東  
銀城中路 200 號  
中銀大廈 39 樓  
郵編 200121  
電話: (8621) 6860 4866  
傳真: (8621) 5888 3554

## 相關關聯機構：

### 中銀國際研究有限公司

香港花園道一號  
中銀大廈二十樓  
電話: (852) 3988 6333  
致電香港免費電話:  
中國網通 10 省市客戶請撥打：10800 8521065  
中國電信 21 省市客戶請撥打：10800 1521065  
新加坡客戶請撥打：800 852 3392  
傳真: (852) 2147 9513

### 中銀國際證券有限公司

香港花園道一號  
中銀大廈二十樓  
電話: (852) 3988 6333  
傳真: (852) 2147 9513

### 中銀國際控股有限公司北京代表處

中國北京市西城區  
西單北大街 110 號 8 層  
郵編: 100032  
電話: (8610) 8326 2000  
傳真: (8610) 8326 2291

### 中銀國際(英國)有限公司

2/F, 1 Lothbury  
London EC2R 7DB  
United Kingdom  
電話: (4420) 3651 8888  
傳真: (4420) 3651 8877

### 中銀國際(美國)有限公司

美國紐約市美國大道 1045 號  
7 Bryant Park 15 樓  
NY 10018  
電話: (1) 212 259 0888  
傳真: (1) 212 259 0889

### 中銀國際(新加坡)有限公司

註冊編號 199303046Z  
新加坡百得利路四號  
中國銀行大廈四樓(049908)  
電話: (65) 6692 6829 / 6534 5587  
傳真: (65) 6534 3996 / 6532 3371