

最近兩年，A股市場雖然是小牛市，但一直存在二八分化的現象，被人稱之為「小部分公司的牛市」。而今年以來，這種分化更是被演繹到極致：有數據統計發現，上證指數2月4日收盤是3501點，但截至當天卻有1985隻股票的收盤價是低於兩年前的2440點的，佔比高達45%，所以網上有段子說是買在2400點，結果套在3500點。除了個股之外，指數的分化也比較明顯，今年2月的第一周，滬深300上漲2.46%，中證1000下跌4.11%，二者差值達到6.57%。而從成交量上來看，小市值股票的量能持續下跌，A股的成交越來越集中在一些所謂核心資產的大市值股票上。投資者將A股這種極致的抱團現象描繪成「股災式牛市」。

A股分化 大股指數穩陣



對於只有少數股票上漲的牛市還是保持一份清醒，未來建議關注三個趨勢：流動性環境、外資流入和公募基金發行動向、上市公司的業績。圖為民衆新春在上海外灘「金融牛」打卡。
中新社

交銀觀察



唐建偉

交行金研中心首席研究員

一、三大原因導致明顯分化

歸納而言，導致市場極致分化大概有基本

面、資金面和政策面這三方面的原因：

一是基本面因素。回顧過去幾年中國的整個宏觀經濟金融運行，應該說是非常不平靜的一段時期。從2015年股災導致的資本市場強力去槓桿開始，到2016年的供給側結構性改革，2017年實體經濟的去槓桿、2018-2019年的中美貿易戰、再到2020年的新冠疫情。每一項事件或政策的結果都在不斷強化大公司和各行業頭部企業的基本面領先優勢。持續幾年下來，大小公司之間的差異越來越明顯。

具體來看，最近幾年在市場上代表大公司的上證50和滬深300累計淨利潤增速整體較為穩定，而代表中小公司的中證500和中證1000的淨利潤增速在2017年以後持續震盪下行。大小公司的累計淨利潤增速差不斷擴大，這是導致A股市場上大小公司股票分化的基本原因。

二是資金面因素。主要體現在外資的持續流入與公募基金規模及結構的變化上。首先看外資的流入。雖然港股通是2014年開通的，但外資大規模流入A股是從2017年開始的，自2017至2020這四年間，年均淨流入A股的外資金額超過2600億元人民幣。

外資持續流入除了給A股帶來增量資金之外，最重要是改變了A股的估值體系：從原來的PE（市盈率）或類似PEG（市盈率相對盈利增長比率）這樣的估值邏輯，切換到類似DCF（未來現金流折現）這樣的估值體系。在這種估值體系下，資金更多的追求是未來現金流穩定的頭部企業，這些現金流穩定的頭部公司會持

續獲得資金給予的「確定性溢價」，而業績波動大，未來現金流不穩定的小公司則不被資金看好，要承受「不確定性折價」。隨着國內公募基金也開始接受這種估值體系後，這種現象就會得以進一步強化。

其次看公募基金發行規模及結構。2020年全年偏股型公募基金發行規模接近1.5萬億份，超過2015年，創下歷史新高。而在發行規模創新的同時，公募基金的結構也在發生巨大改變，百億基金經理的管理規模和佔比在迅速提升。截至2020年末，管理基金規模在100億（人民幣，下同）以上的基金經理人數為138人，人數佔比是10.4%，但其管理規模達到3.3萬億，管理規模佔比超過63%。

而基金行業的結構分化會給市場帶來兩個主要變化：一方面，投資者對持有核心資產的頭部基金經理信任度提升，追買明星基金經理的基金導致市場爆款基金頻頻出現，會進一步強化了核心資產牛市；另一方面，隨着單隻基金管理規模擴大，出於流動性層面的考慮，重倉小市值股票的可能性降低，大基金的持倉只能集中在市值較大的頭部企業，因而市場進一步演繹出基金抱團「少數核心資產公司的牛市」。

三是政策面因素。主要是註冊制改革的全面推進和與之相配套的退市制度的持續完善。在註冊制下，股票的供給是大幅增加的，上市公司數量會越來越多，但其中優秀的公司的佔比肯定是不多的，這樣優質資產的稀缺性就體現出來了。而退市制度的持續完善，也意味着未來市場優勝劣汰的功能逐步建立，退市的公司肯定會越來越多，A股市場上原來那種垃圾股獲得高估值，而藍籌股低估值的現象將很可能徹底成為過去。雖然中國的註冊制可能不像美國市場那樣有奇高的退市率（美國股市1980年至今退市股票大約有16000多家，遠超過同期上市的数量）。A股未來大概率

是港股模式，即退市股票數量不會太多，但「仙股」或殭屍股票的數量估計會大量增加。

二、未來會如何演變

雖然存在就有其合理性，但對於這種極致抱團和只有少數股票上漲的牛市我們還是要保持一份清醒，未來如何演變建議關注三個趨勢：

一是看流動性環境。A股最近兩年走牛，其實還是受流動性寬鬆的推動，特別是全球的流動性環境的影響。預計年內中國貨幣政策會轉為中性，流動性環境相比上年肯定會有所收緊，但歐美的刺激政策全面退出概率較小，美國和歐洲還會有新的財政刺激計劃推出，所以全球流動性寬鬆的環境在年內可能不會轉變。

二是看外資流入和公募基金發行的動向。如果外資開始長時間出現淨流出，或者國內公募基金發行開始再次遇到困難，那麼這種資金抱團的現象就可能終結。

三是看上市公司的業績。雖然當前資金抱團導致的大股票上漲與其業績增長並不完全正相關，但資金抱團背後的支撐還是資金對大型公司盈利穩定的預期給予的「確定性溢價」，一旦這種確定性被證偽，頭部大型公司的盈利也開始出現持續下滑，不足以支撐其高股價和高估值時，抱團也會自然瓦解。

當然今年年內以上三個趨勢暫時不會出現根本性逆轉，所以預計A股這種分化的局面仍可能會維持一段時間。

三、投資者如何應對

一是肯定要轉變思路，不能再炒小炒新炒差和炒重組概念了。在註冊制大背景下，延續過去這種炒作思路，在未來市場上將很難有生存空間。

二是在去散戶化的市場上，個人投資者要跑贏市場越來越困難。建議買指數，最近幾年來滬深300、上證50等代表大股票的指數都是遠遠跑贏上證指數的。

三是將資金交給專業的人來管理，頭部基金之所以會受到追捧，背後主要還是基金經理在市場上的長期業績為支撐的。建議投資者可以選擇長期業績優秀的基金經理，通過購買這些基金經理的基金並長期持有來獲得超過市場的平均回報。

四是對於有條件的投資者，建議做全球化資產配置。目前美股和港股仍然有許多優秀的公司的估值水準也並不高，通過全球化資產配置，一是可以分散風險，二是可以通過投資全球最優秀的公司來獲得長期穩定的回報。

與能源相關兩大投資主題

基金人語



Simon Webber

施羅德首席投資組合經理

氣候變化將是人類在未來數十年乃至數十年間需要面對的最大難題。為了應對這項挑戰，向低碳經濟轉型已在所難免。雖然這將為不同社會、商業機構和行業帶來變化，但在過程當中，我們亦將迎來新的機遇。

邁向低碳新世界

聯合國195個成員國在2015年簽署《巴黎協定》，為致力將全球暖化幅度維持在工業革命前水平的攝氏2度以內作出承諾。

全球氣候暖化對經濟體系和企業的影響將相當深遠。據我們估計，若要達上述升溫目標，未來十年間將需要投資約2萬億美元。我們相信，在早期便洞悉氣候變化風險並作出相應行動的企業，以及相關解決方案產業鏈中的組成企業都將跑贏大市，最終為投資者帶來長遠回報。

作為自2007年起便涉足氣候變化投資領域的資產管理機構，施羅德投資擁有一支專業投資團隊，專門研究勢將受到氣候變化影響的各個行業。我們將在本文中聚焦兩個能源行業中正在興起的投資主題。

主題一：潔淨能源

在一眾生產能源的方式當中，製造可再生能源的成本已變得相對便宜。現時，全球能源產量淨值當中已有接近三分之二來自可再生能源。然而，若要實現2度以內的全球暖化幅度的話，目前的太陽能和風能應用率將需要提升一倍。預料在2030年前，應對氣候變化的科技和基建實質年度投資將需要增加三倍。我們認為可再生能源行業的發展勢將持續。因此，與潔淨能源相關的行

業應有望帶來長遠的投資機遇。

主題二：能源效益

在實現氣候變化相關目標的道路上，自然少不了與能源效益相關的新產品和科技。

在環保建築的領域當中已有一些專為減少家庭能源消耗量的屋宇設計。這些屋宇採用了先進的隔熱技術和能源效益較佳的設備，配合太陽能和燃料發電，讓用量與產量可以互相抵銷，甚至讓能源消耗淨值達到負數水平。

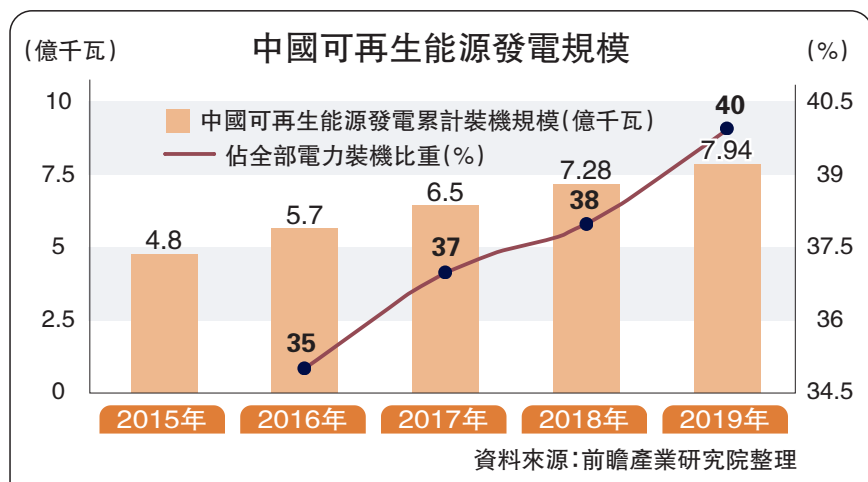
另外，一些企業亦會為應對電力方面的挑戰而融入新的解決方案。可再生能源裝置的需求增長正在帶動供電網絡和能源儲存方面的投資。電動汽車的增長前景亦已讓增設汽車充電站成為發展中不可或缺的一環。

整體而言，我們認為業務性質與減碳或供電相關的企業將可從能源轉型的大趨勢中受惠。

在未來數十年，氣候變化無疑將會是牽引全球經濟的主要因素。這不單會重塑各行各業，價值鏈亦將迎來翻天覆地的變化。在各國領袖通過新冠疫情復甦計劃支持「綠色轉型」之際，不少企業亦已趁此機會加快推行它們的可持續發展方針。在資本和價值都將以前所未有的規模重新分配的情況下，相信不少領域都將出現值得留意的投資機遇，包括能源板塊。



▲可再生能源行業的發展勢將持續，與潔淨能源相關的行業有望帶來長遠投資機遇。



憧憬復甦 農曆年樓市旺

樓語縱橫



陳坤興

Q房網香港董事總經理

在農曆新年期間，筆者謹代表Q房網香港，祝願每一位讀者事事順景，身心康泰，剛過去的農曆新年長假期，樓市一、二手交投可謂同步暢旺，以成交量計算，踏入牛年樓市確實「牛氣沖天」，「牛轉乾坤」，比對於去年鼠年的農曆新年的樓市氣氛完全不一樣。

一年前我們處於疫症初期，因應當時大家對新冠病毒幾乎「一無所知」，無論是病毒的傳播途徑、死亡率、以至醫治的方法。全球醫護人員一度「束手無策」，當時全球恐慌情緒確實令人憂慮。

回想香港在過去一年，疫情反覆，港樓市在去年2月市況算是最差的一個月，負面情緒籠罩，一、二手交投均跌至近年低位，令個別小業主持貨信心動搖，市場錄得多宗二手減價成交，個別前線代理，以肺炎價、沙士價來形容減價情況。

新盤供應與預測

2020	新盤數量	37個
	新盤銷量	逾1.45萬伙
	單月成交	多達5個月成交少於千伙，2月份不足350
	新盤供應	逾3.8萬伙，新界區佔2萬伙（佔54%）
2021	供應重鎮	鴨脷洲、啓德、將軍澳、天水圍
	推售預計	最少10個期數樓盤，提供逾千伙單位，例如中國海外啓德維港1號（1059伙）、新地天水圍濕地公園路1號項目第1期（1224伙）、中洲置業沙田坳灣街項目（1296伙）、九建將軍澳石角路項目（逾1500伙）等

滬深300與上證50過去12個月跑贏大市

