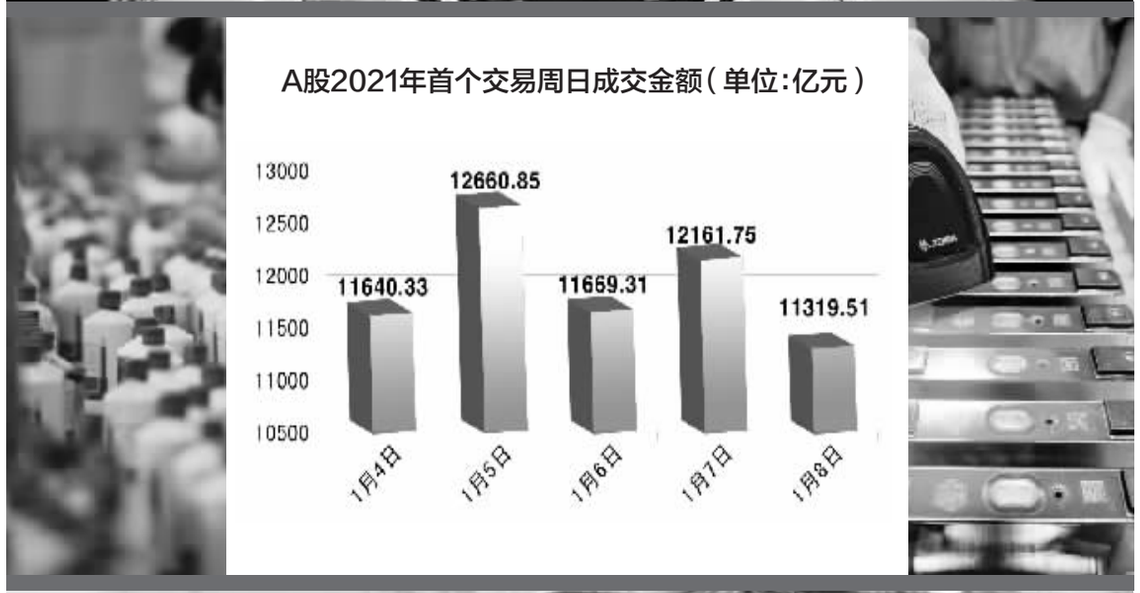
红塔证券首席经济学家李奇霖：

A股市场机构化发展趋势更加明显

红塔证券研究所副所长、首席经济学家李奇霖日前接受中国证券报记者专访时表示，年初A股市场有望维持较高景气度。

2021年，A股头部集中趋势大概率将延续。当前，A股市场机构化趋势更加明显。

● 本报记者 焦源源



新华社图片 数据来源：Wind

头部集中趋势将延续

中国证券报：近日沪深300指数突破2015年高点，支撑因素有哪些？此轮行情将如何演绎？

李奇霖：沪深300指数突破2015年高点，支撑因素主要有四个：一是流动性相对宽松，这是此轮股价快速上涨关键因素。2020年年末以来，资金成本下降较快，银行间隔夜利率近日持续维持在1%之下，抬升市场风险偏好。2020年年末召开的中央经济工作会议表示政策“不急转弯”，短期央行明显收紧货币的可能性不大，市场对2021年年初资金面预期比较乐观。其他投资渠道吸引力下降，房地产、城投融资被限制，刚兑打破后信托、信用债等也出现爆雷，在流动性宽松大背景下，部分资金流向A股，推动指数上涨。

二是2021年一季度经济向好。目前海外新冠肺炎疫情不确定性仍然较高，防控形势严峻，主要发达经济体生产恢复可能继续放缓。欧美将延续宽松基调，美国加码财政刺激的可能性加大，这将推动海外需求修复。而海外供需缺口至少在2021年上半年将继续带动我国出口维持高景气度，支撑中国一季度经济复苏。

三是外部环境将更为稳定，有助于A股风险偏好回升。

四是股市自我强化效应。在A股上涨较快时，通常市场情绪会被带动起来，吸引更多投资者入场，进而形成股价正向强化。不过，这次比较特殊的是，很多投资者未直接配置个股，而是选择将资金交给机构管理，机构往往追逐部分确定性高行业和股票，这导致此次A股分化较为明显，主要指数中沪深300涨幅较大。

下一阶段，流动性宽松局面有望延续，经济修复将持续，A股可能仍呈震荡上行态势。随着A股机构化趋势愈发显著，个股走势分化可能延续，白酒、新能源、高端制造等领域龙头标的在机构抱团下可能会继续上涨。

随着A股少数标的估值越来越贵，价格上涨的不确定性也在增加，波动率将加大。一旦这些标的价格波动放大，对整个大盘指数的支撑将弱化。

中国证券报：“强者恒强、弱者恒弱”的马太效应持续在A股上演，且龙头股估值已处于较高水平，A股头部集中趋势会否延续？

李奇霖：目前A股股票估值明显分化，少数龙头股票估值已达历史高位，而很多小市值股票表现相对较弱。A股头部集中趋势可能延续，主要有以下一些原因。

一是随着A股市场成熟度提升以及外资流入，机构投资者占比将继续上升。近年来，公募基金扩容非常快，保险、银行理财等配置权益资产比例在上升，再加上近年来资本市场开放，外资流入规模也越来越大。这些机构投资者偏好大市值行业龙头，这就决定了市场风格在逐步转变，资金流向将更侧重龙头股、大市值股票，小市值股票在机构中的受欢迎度相对偏低。

二是产业整合、行业集中度提升已成趋势，疫情使这一趋势进一步强化。部分中小企业被大企业兼并或被市场淘汰，许多产业逐渐形成龙头集中的发展格局。

在2020年的疫情冲击下，大中小企业盈利进一步拉开差距。本轮经济复苏不是普惠性质的，目前上游价格上涨很快，而上游价格上涨会对下游产生一定挤出效应，拥有品牌溢价和技术优势的龙头企业，更易将原材料涨价转移到下游产品，更多小企业盈利空间有被挤占的压力。因此，行业龙头投资价值明显超过小市值股票。

三是A股基础制度完善将加速低配置价值股票出清，进而降低其交易价值。注册制的实施降低所谓的“壳价值”，市场会更注重挖掘那些具有真正内在价值的公司，这使部分盈利不佳的小市值股票将加速被市场抛弃。

根据日前发布的退市新规征求意见稿，连续20个交易日市值低于3亿元的股票将面临退市风险，这也使小市值股票被边缘化的趋势更明显。

当然，不只是A股存在这一趋势，其他国家和地区的股市也曾经历头部集中过程。目前，日韩股市、美股、中国香港股市市值后50%的股票成交额占比均不到5%，A股仍在15%以上。从这些成熟资本市场发展经验看，A股头部集中趋势大概率将延续。

“机构化”时代尚未来临

中国证券报：如何看待2021年市场行情？主要逻辑是什么？

李奇霖：2021年股票市场或迎来一轮结构牛。

第一，国内经济持续好转。2021年随着疫苗大面积接种，疫情影响减弱，国内经济有望持续复苏。一是出口增速有望维持高位，全球经济复苏带动海外需求回升，但是生产替代会滞后于需求恢复，全球补库存周期对中国出口将形成明显拉动。二是制造业迎来发展机遇期，在全球需求旺盛、国内信贷政策支持、现有产能饱和等多项条件共同推动下，制造业投资将是下一阶段经济回升支撑力量。

第二，国内机构资金规模有望继续上升。公募基金方面，2020年权益基金快速发展，全年股票型基金加偏股混合型基金发行超1.4万亿份。展望2021年，由于资管新规打破刚兑，推行净值化管理，传统理财产品收益率下滑，市场需要寻求新的高收益产品，而公募净值化管理经验丰富，投研能力强，加之权益类基金近两年收益表现亮眼，更易得到资金青睐。叠加政策鼓励权益类公募基金发展，预计2021年，权益类公募基金有望延续2020年快速发展的趋势。

保险资金方面，2019年以来，险资一直在增加权益方面投资，股票和基金占保险资金运用余额比例从2018年末的11.7%提高到2020年11月的13.3%。加之险资规模稳定扩大，会为股市带来不错的增量资金。

第三，境外资金持续流入。Wind数据显示，外资持股市值占A股流通市值比重从2016年年末的0.76%上升至2020年年末的3.64%。目前，A股外资持股占比仍较低，韩日等国外资持股占比都在20%以上。叠加2021年中国基本面将持续好转等有利因素，预计境外资金有望持续流入。

第四，流动性环境利好。当前国内流动性环境明显好转，货币环境转向合理充裕，资金成本下降较快，这从根本上保障市场风险偏好。2021年出于防范信用风险、支持中小企业等方面考虑，监管层明确提到政策不会急转弯，因此政策快速收紧概率很小。

第五，国内资本市场制度建设完善。注册制推广、新的退市制度落地等，均有利于股票市场长远发展。

考虑到现在的估值水平，A股会是一个结构性牛市。2021年宏观经济好转也是结构性的，这使投资者在股票配置上会偏好相关的部分优质资产标的。

中国证券报：近日新基金发行火爆，A股是否已到“机构化”时代？这将对A股市场生态产生哪些影响？

李奇霖：A股尚未到“机构化”时代，不过机构化趋势明显加速。机构投资者在投资标的、交易风格等方面与个人投资者有很大不同，这会对A股市场生态产生明显影响。

一是A股市场波动率降低，交易量下滑。自然人投资者往往存在资金规模小、专业化程度低、交易频繁、容易追涨杀跌等特征。上海证券交易所年鉴数据显示，目前A股市场交易量大多数是由散户贡献的。近年来，自然人投资者以20%左右的持仓市值，贡献80%左右的交易量。有接近60%的自然人投资者持股市值不到10万元。以散户交易为主的A股市场，相应也具有市场交易量大、波动率高等特点。

专业机构投资者交易风格更稳健，交易频率明显低于自然人，专业机构投资者在投资时比较理性，受市场短期波动影响较小，也更不易出现“追涨杀跌”的跟风操作。

二是市场更加重视基本面分析。自然人投资者由于自身专业投资能力不强等原因，在投资股票时更易去炒题材、炒概念，也更注重分析技术面、看K线图等，不太关注企业基本面。

机构投资者投研实力强、投资经验丰富，在投资时会更关注企业基本面，喜欢通过基本面分析挖掘潜力高股票，更看重股票中长期走势，不太会受短期市场波动影响。

另外，注册制推广为股市带来更多新的投资标的，退市新规落地，又会让资质差的上市企业很容易退出市场，这种制度上的改变，会让市场投资者更关注基本面。那些基本面好、现金流充裕且商业模式简单的板块和标的更易获得投资者青睐。

三是重视基本面也会导致机构抱团优质股票，使市场行业和个股分化加剧。国内这一轮经济复苏不是普惠性质的，以PMI指数为例，2020年12月大中型企业PMI均为52.7，但小企业PMI只有48.48，较上个月下降1.3个百分点，大中小企业经营状况出现明显分化。可以预计，个别行业里的龙头企业经营业绩改善会领先于全市场。

把握年初行情

中国证券报：2021年投资者应如何做好资产配置？如何挖掘各类机会？

李奇霖：2020年市场发生很大分化，少数板块和少数标的涨势大好，但大多数标的表现较为一般。这使机构投资者或购买正确主题基金的散户更能分享此轮牛市红利。

市场资金面较为宽松、政策不急转弯，2021年初A股市场有望维持较高景气度。

一方面，要把握高景气、具有基本面支撑的标的。在全球疫情防控充满不确定且市场流动性较为充裕背景下，市场投资者会去追逐确定性高的资产标的，那些具有基本面支撑的标的和稀缺性标的价值会凸显。

另一方面，抓住中国制造业转型升级历史性机遇，选择成长性强，具有全球竞争力的制造业细分行业。在全球需求恢复领先生产，国际需求旺盛、国内信贷政策支持、现有产能饱和等多项条件共同推动下，国内制造业特别是先进制造业企业迎来新的发展机遇期。投资者可把握住这一轮历史机遇。代表性板块有新能源汽车、军工、半导体等成长性、创新性的先进制造业和战略新兴产业。

在挖掘题材股方面，优选行业龙头、绩优股及有基本面支撑标的。A股市场发展必然是走在更重视基本面道路上的，基于基本面的前提去选股是确定性更高的方式。在各类题材股层出不穷背景下，投资者应谨慎追逐投机性较强的热点题材，更要对题材股背后的逻辑予以分析确认。最好的选择是有基本面作为支撑，有题材赋予溢价的板块，这样可做到进可攻退可守。

加快银行理财子公司转型升级

助力金融供给侧改革

● 徽银理财公司董事长 夏敏

近年来，在“负利率”时代全球大类资产轮动的风口中，得益于国内经济金融长期向好的发展态势和金融对内对外开放效应的不断释放，我国稳定全球经济的中流砥柱作用日益凸显、资本市场规模不断上升、资产管理行业逐渐发展壮大。但与此同时，资管市场上也出现了直接融资间接化、投资业务融资化、私募产品公募化等现象，衍生出了诸如监管套利、服务实体经济能力不强、风险积聚等问题，行业发展中深层次的结构性、体制性制约依然存在，资管行业转型发展的任务没有结束。在“双循环”新发展格局下，随着金融供给侧改革、去杠杆化、多层次资本市场建设的不断深入，对资管行业的转型升级也提出了新的要求。

从这个意义上来看，资管新规以及相关配套细则落地以来，整个行业转型升级的逻辑和脉络比较清晰，就是要围绕“市场化运作能力弱、服务实体经济能力弱、风险缓释能力弱”的“三个弱化”问题采取措施、深化改革、加以解决，通过对资管市场基础性、机制性制度的改革和调整，建设符合资管市场发展规律和周期的行业生态和体系。同时，以资管行业的转型升级为契机，为建设多层次资本市场和深化金融供给侧结构性改革提供突破口和战略支点。

目前，中国资管市场各类机构发展阶段不同，业务侧重各异，发展路径多样，在净值化转型的背景下，在统一的标准化资管市场形成的过程中，如何充分理解中国资管市场的规律，把握行业转型升级的逻辑，在实现自身发展的同时，助力中国多层次资本市场的建设和金融供给侧结构性改革，高效服务实体经济，是各家资管机构需要思考的课题。银行理财子公司作为资管行业的新生力量，更是要将自身发展纳入到行业升级和金融供给侧改革的节奏和进程中来。

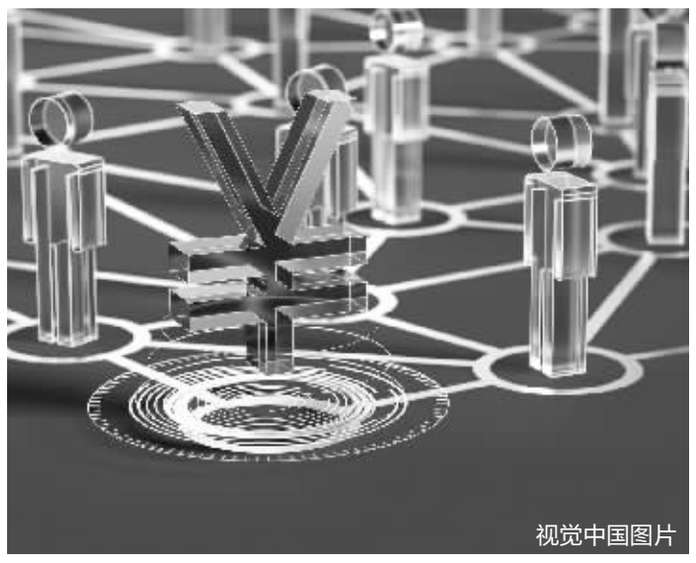
一是明确定位，积极参与构建可持续发展的资管生态圈和价值链，支持多层次资本市场建设。理财子公司的出现，可以说较大提升了整个资管行业产业链分工的上限，可以预计的是，未来一段时间内，理财子公司与券商、公募基金等机构的合作，将更多地从产业链资源配置和整合的角度进行探索和切入。具体而言，理财子公司依托母行，在业务体量、客群规模、销售渠道等方面的禀赋较强，在净值化转型的背景下，具备成为资管行业各类资源配置者的潜力和动力，公募基金、券商资管等机构凭借在投研体系、大类资产配置能力、金融科技等方面的优势，可以作为投研能力的提供商，双方通过委外业务、投资顾问等形式实现精准对接，形成产业链上的闭环运作和良性循环，共同构建开放、稳定、友好的可持续发展的资管生态圈，为资本市场提供长期稳定的资金，打造资本市场高质量的机构投资者集群。徽银理财正以构建具有深入持久合作关系的金融生态为目标，从业务开展需求和长期能力建设两个维度出发，与行业类各家资管机构开展广泛合作。

二是以“真资管”转型为主线，打造核心竞争力，高效支持实体经济发展，满足居民财富增长需求，助力形成“双循环”新发展格局。资产管理行业作为一个整体，有其自身的发展周期和规律，理财子公司作为新生力量，要充分认识和把握资管行业知识密集型的行业特征，构建起适应资管行业经营逻辑的市场化运作机制，打造以知识和人才为内核的发展驱动力和核心竞争力，深度融入到此轮中国资管行业转型升级的周期中来。

在资产端，充分发挥在固收、非标类资产投放方面的优势，积极探索权益类资产、衍生品等资产配置路径，提升大类资产配置能力，更加高效地支持实体经济发展；在产品端，不断丰富理财产品谱系，在投资者风险可承受的前提下，促进居民储蓄向财富管理的转化，提高居民财富的长期回报率，保障未来的消费能力，助力发挥国内超大规模市场优势，加快形成新发展格局。徽银理财公司将继续以“真资管”转型为主线，建立市场化的运作和运营机制，集中力量推进投研能力、产品谱系、销售渠道、管理支撑等方面建设，满足居民多样化的财富增值需求。

三是建立投资导向机制，积极布局权益类资产，精准支持企业降杠杆。我国总的经济杠杆率主要涉及居民债务、政府债务、非银行的工商企业债务三个部分，目前看来，居民负债占GDP的比重在50%左右，且购房抵押贷款规模高度相关，在“房住不炒”的大框架下，此类债务规模快速增加的可能性不大；而政府债务方面主要是管理路径的选择问题，只要管控措施到位、透明度高，不会发展为结构性困局；相对于以上两类杠杆，我国工商企业既缺少高负债的市场约束淘汰机制，又缺少资本金的市场化补充机制，高负债的风险应该说是实际存在的。理财子公司作为资本市场的重要参与方，应当切实肩负起支持工商企业降杠杆的任务，构建投资导向机制，积极探索权益投资市场，为企业的股权融资提供活水，为供给侧结构性改革提供重要立足点和支柱。

四是构建差异化经验曲线，服务国家战略，践行理财子公司历史任务。理财子公司的加速入场，不仅促进了资管行业更高质量发展，也推动着银行理财业务回归本源：支持国家战略，服务实体经济。一方面，粤港澳大湾区、长三角一体化、海南自由贸易港建设、西部大开发等国家战略的实施催生了多元化融资需求。另一方面，私募股权市场发展、A股注册制推广、REITs产品试点等为理财子公司提供了多元化投资标的，为理财投资打开新的突破口，也为广大居民投资分享国家战略红利提供了差异化选择。在此背景下，理财子公司在此轮资管行业转型升级的过程中，应该充分发挥各自区位优势，聚焦构建差异化经验曲线，优化资产投资结构，丰富理财产品谱系，共同搭建产融研合作平台，为国家各项战略的深入推进提供金融动力。徽银理财公司成立伊始，就明确了公司“在服务安徽地方经济发展，促进长三角区域金融一体化，满足区域内客户资金融通、资产管理和投资理财需求等方面发挥更加积极的作用”的定位和导向。



视觉中国图片