

狂抱“大而美”遭遇“灵魂拷问”

小票面临流动性风险

□本报记者 李惠敏 徐金忠

开门行情红了谁

当投资者站在2020年年底,期待2021年行情开门红的时候,大约是希望市场普涨的。当然,这只是一种期许,行情并不会如所有人意。但是,大约也没几个人会预料到2021年的开门行情会演绎得如此极致——取胜的法宝只有一个,抱团,抱定龙头股、强势股。

数据显示,在全市场4115只股票中,上周的5个交易日,下跌股票分别为1100家、2385家、2980家、3296家和1976家。虽然上周五分化略有收敛,但是前四个交易日下跌数量逐渐增加,下跌数占比分别高达26.7%、57.9%、72.4%、80.1%。

当然,抱团并不是什么新鲜事情。国盛证券数据显示,2020年12月以来,市场整体呈现出市值越大涨幅越明显的现象,抱团行情很明显。近60个交易日以来,市值千亿元以上的股票平均涨幅达22.6%,而50亿元以下的股票平均跌幅达9.4%,分化较为明显。2021年以来的5个交易日,不少小市值股票成交量快速萎缩,在上周总成交额靠后的个股中,剔除ST股,不少总市值在50亿元以下,甚至是20亿元以下,多在盘中走出“心电图”走势,盘中多个时段横盘甚至没有成交量。

“是基金机构在抱团强势个股,这样的抱团行情已经延续一段时间。我不知道该怎么定义现在的行情,我也不知道这样的抱团会不会以及能不能持续下去,更不知道抱团的尽头是什么。历史是简单重复还是花样重复,甚至是跳出历史的因循,答案只能留给时间。”面对这样的行情,袁成的一番回答,并非虚与委蛇。

改变或许不在短期

总有人对市场的异常表现保持着警惕。

格雷资本总经理张可兴表示,短期内并没有看到抱团迅速瓦解的迹象,抱团可能会延续,但要在此时保持警惕。第一,1月新发公募基金近50只,是市场重要的增量资金来源,叠加保险机构的资金增配,所以增量资金值得期待;第二,十年期国债收益率并未突破3.5%,货币政策相对平稳,物价未明显攀升,短期提高利率的可能性并不大。

张可兴认为:“目前情况是无论有没有基本面支撑的抱团股,多数均已处在估值和业绩完全不匹配的状态,业绩增速虽然不错但已透支。”

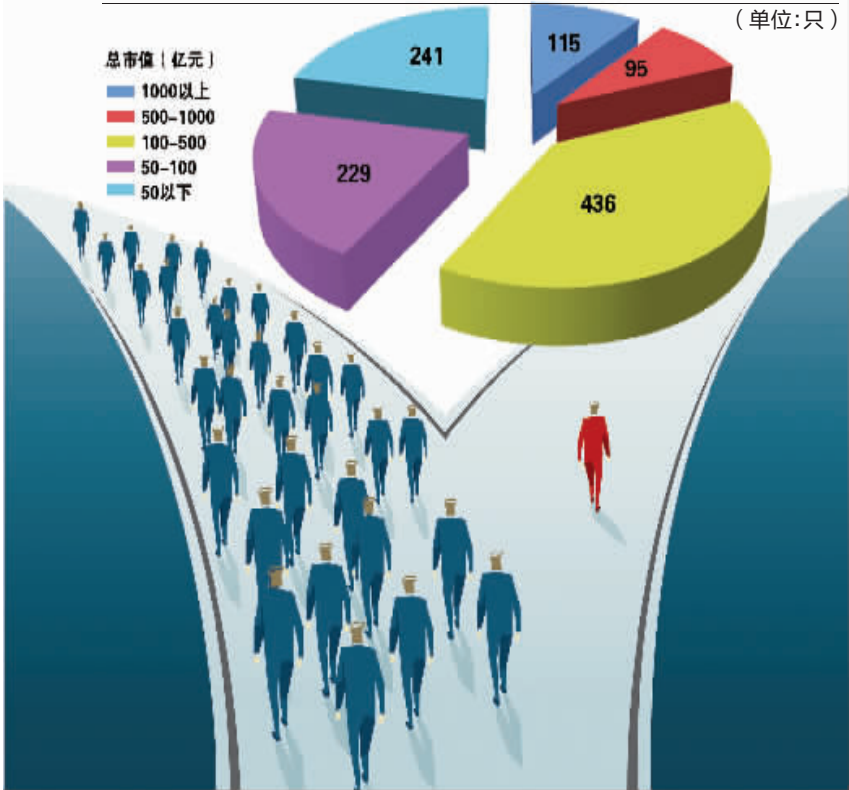
“现在的高回报在未来一定会通过更低的回报所体现出来。对于很多优秀公司来说,现在的高估值,若不考虑透支因素,属于长期趋势性变化,再跌回到很便宜的水平也不太容易。”拾贝投资表示,实际上,近一年很多股票的涨幅已超过贴现率下降能解释的幅度,更多是把更长期限的增长贴现,把长期因素在短期放大,透支了部分未来的收益。对大多数的制造业公司来说,若没有技术进步,最终利润率通常不会特别高。一个公司在持续十多年的时间一直保持技术上的领先并不容易。而当前被推高的估值,是假设在未来始终保持领先地位,终点时依旧保持很高的利润率,这对绝大多数公司来说都是一个不低的假设。

重阳投资认为,市场永远是动态的,当市场逐渐对一种风格形成共识、演绎日趋极致时,因标签不同而发生错误定价的比例上升,客观上存在均值回归的需求。随着A股市场的不断演化,未来均值回归的过程也将呈现结构性分化的特征,同样需要对公司的质量和增长潜力进行仔细甄别。在选股上,优质赛道与传统行业同样存在结构性机会,优质赛道更加注重估值与

上周五,上海遭遇少见的冷冬天气。在浦东的一间咖啡馆,基金经理袁成(化名)点了一杯美式咖啡。记者与他聊天的时候,他一直搅动着咖啡,说到急切处,明显能看到搅动的速度加快,而思索的时候,停下手来,提起咖啡匙,看着淡棕色的咖啡顺着匙尖淌下。

聊天的主题是“抱团”行情。2021年以来,A股股指持续上涨,股票却跌多涨少。袁成曾经是“抱团”行情的受益者,而今却觉得正在被行情抛弃。从2020年四季度到现在,他的持仓更趋分散,他的投资不愿意再盯着热门赛道。极致的“抱团”行情,已经让他感到压力,其产品净值表现投资者并不满意。对于谁在抱团、抱团方向是否必然赚钱、何时变天等问题,袁成通过投资已经回答了一部分,但是完整的答案,他承认不知道。采访中,他一直强调“我个人觉得”“我自己的观点”……这份谨慎,或许是大部分投资者共同的心态。

2021年以来不同市值区间上涨股票分布情况



视觉中国图片 数据来源/Wind 制图/王春燕

成长确定性的匹配度。过去两年中,市场给予优质赛道较高的估值溢价,是大时代背景决定的,有其合理性。这其中,一些具备优秀商业模式或优秀企业家的公司,正以指数型的方式为社会快速创造价值,不断突破传统的价值边界。但在赛道估值普遍抬升的情况下,也不乏搭便车者。事实上,2020年下半年以来科技、医药、消费等优质长期赛道之间已经发生了显著分化,成长逻辑清晰、确定性高的个股仍然表现强势,但很多仍处于导入期、前景确定性偏低的公司已经大幅回调。进一步淡化价值和成长、周期与防御的区分,寻找业绩与估值匹配的公司,可能是更好的选择。传统行业均值回归过程中,同样需要对公司的质量和增长潜力仔细甄别。

小市值也有春天

“我们没有机构关注,股价一直涨不上去,想找办法,找到认可我们的机构。因为在公司内部看来,我们在做实事,在下功夫,应该在市场

股票的热度很高,但有部分投资者选择了中小市值公司进行投资,小盘股的投资机会仍存。”张可兴认为,目前来看,2021年一季度经济数据较为乐观,在此背景下中小市值公司将获得高速增长的机会。过去几年经济增速减缓,在非经济扩张周期中,大公司具备先天的资源、壁垒和人力的优势,可以调节自身利润和增长速度。因此,大市值龙头企业在获得利润与收入增长的同时市占率不断提升。而随着经济复苏,小市值企业机会开始出现。目前来看,部分行业龙头市盈率为60倍,盈利增速并不快;而行业内中小市值企业盈利增速达到30%甚至40%,市盈率仅有20至30倍。

那么,是不是要采用逆向思维,人无我有、人弃我取?答案没那么简单。

张可兴认为,逆向策略永远有效,但逆向策略并不是单纯地认为别人不看好的东西,我们就一定看好;而别人看好的东西,我们就一定不看好。真正的逆向是指建立在比较确定的超预期之上,这样的逆向才会获得投资的成功。逆向策略有欺骗性,也是分周期的,并不是任何时候的逆向都有效。有时需等待半年甚至两三年,跟趋势做对抗,需要做好充分的心理准备和忍耐。因此,并不是策略无效,而是投资本身加上逆向策略需要时间去验证。

长期趋势逐步确立

机构抱团大市值公司,背后或有长期的趋势在逐步确立。

少数派投资认为,机构投资者更重视大市值公司的配置。数据显示,近年来A股市场中市值后50%股票的成交占比持续下滑,已从2016年的33%下降至2020年的19%。借鉴海外经验,日本、韩国、美国、香港市场中市值后50%的成交占比分别为4%、3%、2%、1%,均处于较低水平。预计未来A股市场市值后50%成交占比会继续下滑,将成为不可逆转的趋势。

张可兴认为,从长期的角度来看,A股必定与港股、美股等市场接轨,小市值公司占比也会越来越低,但过程将一波三折。这符合资本市场发展规律,符合小市值公司的变化规律。从美股来看,经过多年才实现IPO注册制、退市制度、做空机制。以纳斯达克为例,曾退市一万多只股票,退市比例较高。而从A股市场来看,考虑到交易品种仍相对匮乏等综合因素,这一过程不会一蹴而就。

致顺投资认为,从风险角度来看,企业高成长性、全球的超低利率环境使得成长股的估值水平大幅提高。理论上讲,当这两方面因素发生逆转,绝对估值高的股票可能面临估值下降的风险。总体来说,股价的上涨主要源于两个方面,即企业经营业务的增长(体现为现金流的增长)和估值水平的提升。站在目前时点,在未来相当长一段时间内,全球经济增长都会呈现疲弱状态,表现出较高业务成长性的企业将非常稀缺。同时,海外财政货币政策极度宽松的状态在2021年极大概率会继续维持。这意味着,全球的资金成本都将维持在极低水平,具有高成长性的企业将会持续不断地受到资金的追捧,成长性企业的估值可能会越来越高。

袁成在思索后表示:“机构抱团大市值、大龙头只是一种现象,要理解抱团背后的逻辑。对照美股资产,我们有很多行业和板块具有很强的确定性,估值的持续抬升也有空间。不用去争论是不是长期美股化,而应该说是A股市场价值发现机制不断演变和成熟。但是,这是个过程,可能过快,也可能过慢,需要点刹车,需要踩油门。我个人的观点是,与其去研判,不如去实践。”