

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，这只是一个期许，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。”面对这样的情形，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。

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，我们就一定不好看。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

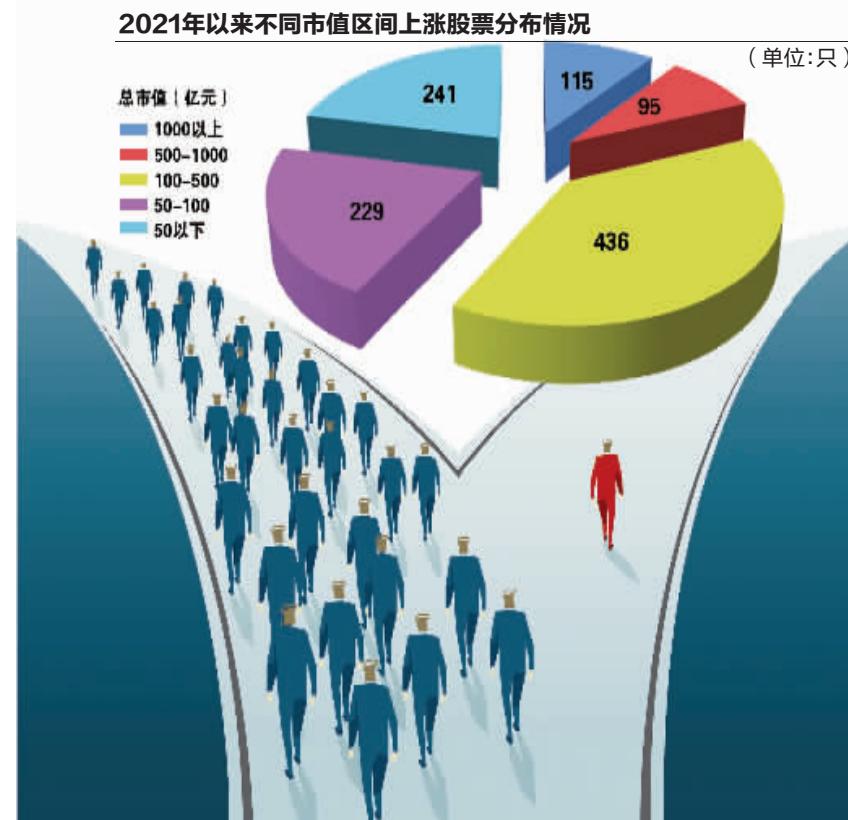
机构抱团大市值公司，背后或有长期的趋势在逐步确立。

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，全球经济的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。”



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、周期与防御的区别，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

上得到合理定价。”上海一家上市公司的董秘表示。他最近正在为机构调研的事情而发愁。这家公司属于中游制造行业，最新市值在19亿元左右。

袁成的观点客观理性。他说：“小市值公司，也有过春风得意。炒小炒差炒新，前几年不少见。”

不过，袁成认为，优质的小市值个股也应该有它们的春天。跟他有一样观点的基金经理不在少数。

“并不是大市值就一定是好公司，业务规模或市值不是绝对的评判标准。核心还是选优质企业，而不是单纯地看市占率很高或者企业规模很大。长期看，更重要的是企业经营的是不是好生意。”一位公募基金经理表示，即使是挣钱的企业，也需要考虑其成长空间、竞争壁垒、“护城河”、企业文化、管理层价值取向等方面。不论是大市值还是小市值企业，其中都有优秀公司。

“目前来看，抱团已经非常充分，炒作龙头