



A 股抱团将是长期趋势

随着中国资本市场注册制的推进，逐渐国际化和市场化的 A 股开始走向了成熟。而成熟的国际可比市场里，分化和集中的情况非常显著。从成熟的美股情况来看，共已经超越了“二八分化”走向“一九分化”。按照目前的趋势，A 股分化是不可避免的，而且集中度会越来越高，预计 A 股抱团的趋势会长期延续。

文 | 付立春

进入 2021 年以来，沪深两市连续多日成交金额破万亿元，与“跌跌不休”的小盘股形成强烈对比的是，机构抱团股涨势如虹。2020 年 10 月中旬以来，近 3 个月内抱团股整体市值大幅增长，不仅高于同期的上证指数，也高于涨幅较大的创业板指数，抱团股的收益率远高于市场平均水平。

“硬币”的另一面是机构的抱团。机构抱团以公募基金为主。2020 年内新成立的基金发行总规模超过 3 万亿元，创下公募基金行业新的历史纪录，这一数值也逼近 2017~2019 年 3 年基金发行总规模之和。从基金类型来看，主动权益基金发行总规模超过 1.5 万亿元，占据年内基金发行规模的“半壁江山”。近日，南方阿尔法、富国价值创造、博时汇兴回报一年持有、易方达战略新兴产业和工银瑞信圆丰三年持有基金 5 只爆款基金当日合计销售超 1100 亿元。此次基金的火爆销售与基金近期的优异表现有极大关系，公募基金扎堆抱团带来了较好的净值表现，炒基金赚钱效应较好。

市场关于抱团现象的讨论持续高涨。有研究认为，龙头抱团暂难瓦解，资金集中追逐确定性溢价。有研究认为至少在春节前，A 股市场风格难见切换。

笔者认为，短期抱团股可能瓦解，其主要原因在于其涨幅巨大，长久不可持续。作为抱团股典型，A 股的“茅台”们普遍出现大跌，金龙鱼、牧原股份、爱尔眼科领跌。Wind 的“茅指数”2019 年以来暴涨 3 倍以上，此前已连涨多个交易日，有下跌的可能。

数据显示，近期达 60 只抱团股近日股价下跌，占抱团股总数 6 成左右，其中 13 股跌幅超 5%，吉比特、天赐材料等 4 股跌停，金龙鱼下跌，抱团股的杀跌现象非常严重。97 只抱团股市值缩水，18 股缩水超 100 亿元市值，金龙鱼市值缩水居首，五粮液、宁德时代等股市值缩水靠前。

看看业绩支撑，抱团股的涨幅也似乎超出合理范围。2020 年前三季度，95 只抱团股的平均净利润增幅为 46.53%，2020 年以来的平均股价涨幅为 105.88%，超出近 60 个百分点。

尚处上行阶段

从 A 股的历史来看，此轮 A 股抱团的现象还没有结束。

从 2009 年 6 月至 2014 年 3 月，消费抱团时长 4.75 年，配置比例从 14.7% 提升至 40.5%。2008 年，政府大力刺激汽车消费，开展家电下乡，同时活跃的基建促成白酒景气周期。类滞胀环境下，消费核心资产业绩又稳又好，格力净利润从 2009 年的 29 亿元增至 2014 年的 142 亿元，茅台则从 43 亿元增至 154 亿元。

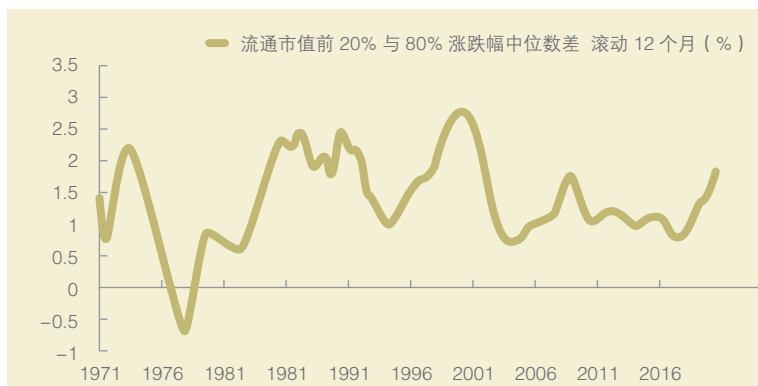
从 2012 年 12 月至 2015 年 12 月，科技抱团时长 3 年，配置比例从 6.2% 提升至 28.6%。此轮科技板块的抱团与行情，源于新一轮科技产业周期和资本市场政策放松，彼时诞生了一批移动互联网、消费电子领域的核心资产，例如苹果产业链指数上涨近 400%。

本轮抱团，也就是 2019 年以来公募基金抱团板块基本集中在消费与科技，并在二者间轮转反复。具体来说，2019 年上半年集中抱团食品饮料，下半年集中抱团电子；2020 年上半年抱团医药，下半年抱团白酒和新能源。截至 2019 年第三季度，股票类基金对食品饮料、电子、医药和电气设备板块配置比重都处在相对高位，合计占比高达 52.5%，上述板块成为消费价值和科技成长的典型代表。

总结历史，有研究提出，每一次抱团的形成与板块投资逻辑的市场认可度息息相关，而抱团的瓦解往往意味着投资逻辑逐步被证伪。典型的机构抱团行为一般会经历四个阶段：在集中加仓阶段，板块投资机会获得大部分投资者认可，投资者集中加仓推动板块走势上行；

从 A 股的历史来看，此轮 A 股抱团的现象还没有结束。

美股龙头与非龙头涨跌幅中位数比较



> 数据来源：WRDS，国盛证券研究所

在持有观望阶段，加仓的节奏有所放缓，已经建仓的机构维持仓位相对稳定，而还没有买入的投资者仍处在观望当中；在“抱团松动”阶段，随着板块估值泡沫化程度越来越高，部分投资者开始担忧估值过高和交易拥挤等问题，板块仓位逐步从高位下降；在抱团瓦解阶段，受事件型和基本面等负面冲击影响，集中减仓导致板块走势踩踏式下跌。

目前机构抱团的板块景气仍处在上行阶段，短期内行业逻辑难以证伪。后续打破当前机构抱团的催化因素或来自于其他板块的景气超预期。但抱团板块相对大盘的估值仍未到极端泡沫化程度，如果只依赖估值性价比这一因素，抱团松动的过程或相对波折。而诱发抱团瓦解的导火索主要为事件型或基本面等方面的负面冲击，当前并未出现。

美股规律值得借鉴

从与美国资本市场的横向对比看，A股抱

团是长期趋势。

以流通市值前 20% 代表龙头、后 80% 代表非龙头，美股在大小市值个股之间存在着长期且显著的涨跌分化现象。自 1970 年以来，流通市值前 20% 的个股在绝大多数时间里表现更优，1980 年以来龙头个股更是连续 40 年跑赢非龙头，大市值龙头涨幅更为显著。进一步以 2020 年为例，市值大于 5000 亿美元的个股全年涨跌幅中位数录得 37.81%，而市值小于 50 亿美元的个股全年涨跌幅则收跌 1.17%，龙头大幅跑赢非龙头。

行业角度亦是如此，各行业龙头的市场表现也普遍优于非龙头。以各行业总市值前 20 名作为龙头，2020 年在全部 11 个 GICS 一级行业中，龙头个股的涨跌幅均高于非龙头个股，电信服务、可选消费、材料、信息技术等行业龙头优势较为明显，涨跌幅中位数差分别达 38.04%、21.22%、17.43% 和 16.61%。

资金向龙头集中，小市值个股丧失流动性。1970 年以来，流通市值后 80% 成交占比震荡回落，从此前的 30% 以上滑至 10% 以下。1980 年以来，20% 的个股垄断式占据了全市场近 90% 的成交规模，小市值劣质个股逐渐遭到市场抛弃。

同时，美股龙头从折价走向溢价，长期维持估值溢价，好东西越来越贵。1970 年以来，美股龙头逐渐从折价走向溢价。自 20 世纪 80 年代以来，美股龙头长期享受估值溢价，流通市值前 20% 的龙头 PE 估值持续高于流通市值后 80% 的非龙头。且 1990 年以来，龙头估值溢价逐步扩大，尤其是 2009 年至今的美股十年长牛中，龙头越来越贵。进一步从 2020 年美股 PE 水平看，以市值分组的个股 PE 中位数依次降低，市值大于 5000 亿美元的个股 PE 中位数达 38.80，而市值小于 50 亿美元的个股 PE 仅为 18.19，大市值个股溢价显著。

行业角度亦是如此，优势行业更贵，行业龙头更贵。从行业 PB-ROE 来看，信息技术、可选消费、必需消费等行业凭借较高的盈利能力享受估值溢价，公用事业、金融等传统周期行业盈利更差、估值较低。各行业龙头个股估值溢价，以各行业总市值前 20 名作为行业龙头，龙头的估值水平平均高于整体，其中以信息技术、医疗保健、可选消费等行业尤为明显。

美国已从增量经济时代到存量经济时代，龙头与非龙头盈利分化，龙头股盈利长期强于非龙头股，成为美股大分化时代的基石。经历过第二次世界大战后经济的蓬勃发展，从 1970 年后美国开始转型，并在 1980 年后成功完成转型。伴随着经济增量减少，马太效应下龙头与非龙头盈利逐渐分化。1980 年之后，龙头 ROE 长期维持在 8% 上下且波动较小，但非龙头 ROE 从 10% 以上逐步下滑至 4% 中枢，且盈利波动更大。龙头更强且更加稳定的盈利能力，成为股价分化、流动性分化、估值分化的重要原因。

美股龙头跑赢 40 年，龙头与非龙头在流动性、估值、盈利等方面呈现出巨大的分化，其背后的原因离不开美股机构化时代的开启。

美股机构化从 1950 年之后开启，最迅速“去散户化”过程发生在 1950~1990 年和 1990~2007 年两个阶段，以养老金和共同基金为代表的机构投资者逐渐占据主导，形成基金—养老金—外资—散户四分股市的投资者结构。

20 世纪 70 年代起美国养老金入市成为颠覆“散户化”结构的第一股力量。第二次世界大战后美国养老金体系逐渐完善，70 年代开始养老体制改革，特别是 1981 年 DB 计划与 DC 计划规模快速增长。1990 年散户、养老金、外资、基金、保险占比分别为 48.2%、24.3%、6.9%、7.5%、4.6%，较 1950 年散户几近腰斩，养老金成为股市的第二大资金来源。

1990 年前后，随着各类复杂的投资工具和衍生产品大量出现，基金接棒养老金成为“去散户化”的第二股资金，进一步压缩散户占比。2007 年占比从大到小为散户、基金、养老金、外资、保险，分别是 38.0%、27.6%、15.3%、10.8%、2.7%，较 1990 年散户占比继续下降，共同基金崛起成为第二大投资者，与养老金共同成为美股机构投资者的两大支柱。自 2007 年至今，美股投资者结构基本保持稳定。

而近几年 A 股机构化也在加速，以公募基金、外资、保险为代表的机构资金成为市场主要增量资金来源。一是 2017~2019 年，外资成为 A 股市场最重要的增量资金。随着陆港开通和 MSCI 落地，境外资金入场明显提速。近几年北上年度净流入规模为 2000 亿~3500 亿元，截至 2020 年 9 月，外资占流通市值比例超过 4.73%，成为 A 股市场第二大机构投资者。二是 2019~2020 年，公募接力外资成为 A 股市场上最重要的增量资金。2020 年偏股基金（股票型+混合型）总发行规模超过 2 万亿元、净流入超过 1.6 万亿元，创下历史新高，超过 2016~2019 年的四年总和。

随着中国资本市场注册制的推进，逐渐国际化和市场化的 A 股开始走向成熟。而成熟的国际可比市场里，分化和集中的情况非常显著。从成熟的美股情况来看，其已经超越了“二八分化”走向“一九分化”。按照目前的趋势，A 股分化是不可避免的，而且集中度会越来越高，预计 A 股抱团的趋势会长期延续。

综合来看，A 股市场分化越来越明显，有两类企业可以幸存，一是业绩比较稳定的价值类头部企业，二是未来成长空间甚至概念比较大的企业，因此价值板块和成长板块受到追捧。在机构化抱团趋势延续之下，其中的龙头股价格将被不断推高。□

（作者系经济学者、允泰资本创始合伙人）

美股龙头跑赢 40 年，龙头与非龙头在流动性、估值、盈利等方面呈现出巨大的分化，其背后的原因离不开美股机构化时代的开启。