

貨幣政策趨收緊 現「流動性牛市」機會微

去年A股「疫轉勝」，上證綜指升近14%，大幅跑贏道指及恆指。中國股市向來「牛短熊長」，接連兩年升市後，投資者不免擔憂，2021年會否重蹈「事不過三」的魔咒？畢竟1994年以來的逾20多年間，滬綜指從未連漲三年。宏觀層面上，即使今年經濟增長大反彈，財政、貨幣政策雖不會「急轉彎」，然而邊際趨緊幾成市場共識，在此背景下至少「流動性牛市」希望渺茫。但若撇開指數着眼於板塊結構性機會，今年消費、科技、醫藥、軍工等仍被高看一線，海外市場補庫存亦被視為商機，料對中國出口企業構成利好。

■香港文匯報記者 章蘿蘭 上海報道

日前召開的中央經濟工作會議定調政策不會「急轉彎」，業界多解讀為邊際趨緊。紅塔證券首席經濟學家李奇霖直言，如果摳「不急轉彎」的字眼，會發現「轉彎」才是這句話的核心，也就是說政策肯定要轉彎了，只是步子不會邁得太大快而已。

交通銀行發展研究部副總經理唐建偉也判斷，2021年可能是緊信用和穩貨幣的組合，「只要寬鬆政策不再發力，本身可能就有一個緊的效果。」他認為，無論是結構性行情還是趨勢性的牛市，都需有流動性環境配合。2020年A股上漲即因流動性較寬鬆，若2021年流動性整體偏緊，很難支持大市再走行情。



唐建偉

2020年公募基金刷新三項紀錄。統計顯示，截至10月底公募基金規模首次突破18萬億元（人民幣，下同）；至11月底，年內新成立基金1,282隻，新成立基金發行份額2.85萬億份，創年度新基金發行數量和份額的歷史新高；首發規模超過100億份的新基金多達39隻，一日售罄的基金有117隻，刷新年度新成立百億基金數量紀錄。同樣，私募基金規模也逼近16萬億元。

「由於貨幣政策的因素，整體來說2020年市場增量資金非常大，賺錢效應顯著。」戊戌資產創始人陳戰偉預計，2021年場外資金或會相對放緩，指數級行情將呈現寬幅震盪偏強走勢。

估值過高 考驗趨勢性行情

A股相對於其他資本市場的估值優勢也是最大吸引力之一。但唐建偉擔憂，已連漲兩年的A股目前整體估值至少不便宜，賽道型熱點板塊如醫藥、科技、消費等，龍頭公司估值都是歷史新高，再來一輪趨勢性行情很難實現。

人民銀行前副行長吳曉靈近日也提到，A股市場整體估值水平比美國低的最主要原因之一，是上市企業行業分布差異。美股估值最高的前五大行業分別為醫療保健（28.5倍）、信息技術（23.7倍）、可選消費（21.3倍）、公用事業（20.1倍）和工業（19.9倍），新興行業估值顯著高於傳統行業；事實上，A股市場生物醫藥行業近十年平均估值也有38.5倍，TMT行業估值亦相對較高。

天風證券策略首席分析師劉晨明也指出A股不會出現連續兩年以上的高估值，政府讓不讓加槓桿直接決定了市場流動性，歷史上凡是信用收縮、不讓加槓桿的階段，無一例外都是「殺估值」的，所以要業績抵抗「殺估值」，從大方向上說投資者必須要聚焦到龍頭股。

機構投資者增多 有利龍頭股

在A股投資者結構「機構化」趨勢下，強者恒強、弱者恒弱的局面料將持續。劉晨明以公募基金為例分析，2020年前三季度公募基金主動管理的股票規模約4.1萬億，其中20%的基金經理管理了約80%的資金規模，在這些基金的前十大重仓股裏，很難再買入市值500億元以下的公司。12月初，A股市值100億元以下的公司有3,000多間，雖然這些公司中可能有50至100個最終成為大牛股，但對於一個投資者而言，選中其中牛股的概率很低，如果買錯了甚至會賣不出來，「所以從管理資金鏈和流動性角度來講，頭部公司流動性溢價會持續，未來估值裂口可能會更大。」

陳戰偉並指，A股市場上雖有逾4,000家公司，無論是公募基金還是私募基金選股看法都頗為一致：2021年估值會短期修復，但整體來說，頭部公司還是有持續性的，因為市場上能投的公司就這些，大家還是會去博。「2021年是震盪行情，但並不意味著沒有機會，結構性機會還是有，」唐建偉補充，「投資者要找那些盈利增速能夠跑過估值的行業龍頭公司，特別是註冊制後一定要找龍頭。」



劉晨明

A股去年「疫轉勝」今年要選龍頭股



■若撇開指數着眼於板塊結構性機會，今年醫藥、軍工等仍被高看一線。

2021年A股利好、利空因素

- | 利好 | 利空 |
|---|--|
| <ul style="list-style-type: none"> 隨着疫情逐步緩解，內需推動下的經濟復甦進一步深化，企業收入與利潤率擴張 圍繞「十四五」新規劃所帶來的各項紅利將持續釋放 中國加快資本市場改革開放步伐，外資對人民幣資產的持有願望有望進一步提升 海外市場補庫存料利於中國出口企業 拜登上任後，中美貿易紛爭有望暫時修復 | <ul style="list-style-type: none"> 1994年以來逾20多年間，滬綜指從未連漲三年 貨幣政策或轉向緊信用穩貨幣，「流動性牛市」希望渺茫 政策加快退出節奏，市場整體表現或受抑制 疫情影響仍在，航空旅遊無法完全恢復正常 2020年因疫情受益的在線教育、部分醫藥業等盈利增速或放緩 資管新規過渡期延長到2021年底，新股落後後可能會成為市場風險因素之一 |

整理：香港文匯報記者 章蘿蘭

機構看2021年A股行情

海通證券	「股」舞人心的一年，料全年全部A股歸母淨利潤累計同比增15%。
中原證券	A股盈利表現繼續向好，股市中樞震盪上行。
東北證券	A股進入牛市第二階段初期，滬指可高見4,800點。 A股漲勢有望延續，滬綜指運行高點有三個預期區域：第一阻力區域在3,700點；第二阻力區域為4,000點；第三個預期點位在4,300點區域。
粵開證券	料最主要的行情在一季度，全年市場整體收益水平或顯著低於2019年和2020年。
中信建投	2021年二季度到三季度大部分時間可能處於弱勢，歲末年初是第一可能有效反彈的窗口。
申萬宏源	全年滬綜指頂部區間在3,500點至3,800點，下行底部或在3,000點，全年指數呈「M」形。
太平洋證券	上半年滬綜指維持3,100點至3,500點震盪格局，破局待下半年。
國泰君安	A股滬深300指數2021年底將達到5,570點。
摩根士丹利	北向資金流入額將實現突破，滬深300指數有望達到5,600點。
高盛	

整理：香港文匯報記者 章蘿蘭

股市投資越做越「專業」

四大變化

曾幾何時A股投機氛圍濃厚，股民追漲殺跌，呈現典型的「散戶市」特徵。但據中金公司董事總經理、首席策略師王漢鋒觀察，隨着A股市場生態迎來四大顯著變化，股市投資也越來越「專業」。事實上，近年來個人開戶指標與市場成交的相關性已明顯減弱，個人投資者持股比例亦在繼續下行。王漢鋒在分析報告中指出，一是今年以來，公募基金發行規模超過3萬億份，為歷年最高，標誌着居民資產配置正逐步從實物資產轉向金融資產。今年以來基金份額大幅擴張，或受居民家庭加大金融資產配置的推動；二是投資者結構「機構化」，在本地公募與私募基金大發展、海外資金持續增配A股等因素支持下，2020年市場繼續呈現「機構化」的趨勢，A股各類機構投資者合計持有的自由流通市值佔比已經接近50%。

投資者結構趨「機構化」

據中金估算，總市值中個人投資者持股比例，由2014年的28%下降到2020年的22%；「自由流通市值」中個人投資者持股比例，從2014年的72%下降到2020年的52%（2019年為54%）。從市場成交來看，2020年二季度以來A股市場量價齊升，但衡量個人投資者增量入市情況的個人開戶數指標，與市場成交的相關性，明顯下降至30%附近，為近幾年新低（以往幾年相關性係數約為70%），表明個人投資者直接入市對市場影響邊際減弱。

投資者結構「機構化」趨勢下，業績突出的頭部機構獲取主動管理資產份額有提升之勢，即主動管理類資產「頭部化」特徵。至12月中旬，前十大公募基金管理公司的資產管理規模比2019年年底增加21%，快於全行業增速。同時，主動管理的權益類產品規模也份額上升，頭部前20%的主動偏股型基金管理規模，已佔全部主動偏股型基金的73%。

第四個變化是投資行為「基本化」。海外加大A股市場配置、市場投資者結構「機構化」趨勢強化，令投資者投資行為越來越「基本化」，股市投資正變得越來越「專業」。



■近年來A股個人投資者持股比例持續下行。

布局「十四五」規劃 消費科技醫藥金融值博



■中國消費板塊個股一直是各大機構的追捧標的。 資料圖片

戊戌資產創始人陳戰偉看好四大行業板塊，分別是消費、科技、醫藥和金融。中國是全球最大的消費市場，近年來消費板塊個股一直是各大機構的追捧標的；政府層面對科技產業投入巨大，因周期較長的科技板塊雖有一定波動性，但高增長率可期；中國醫藥消費近5年來25%的年增長率，足證醫藥板塊的潛力；註冊制的推出將為大金融板塊帶來增量，料未來5至8年A股上市公司數量會突破8,000家，較目前翻番，金融服務機構迎來新機會。

中國股市特點是追熱點，找概念，在概念股中，陳戰偉特別提到了工業大麻和軍工。前者的利好因素是即將上任的美國總統拜登對於工業大麻相關政策較開明，雲南、黑龍江已經在試點種植，目前雖局限於工業領域，但可能在未來3到5年，工業大麻會應用到食品添加、化妝品和醫藥當中。至於軍工

概念，陳戰偉解釋，「十四五」部隊裝備列裝幅度會比較大，對於軍工行業構成長期持續利好。值得注意的是，這次國家要求軍方採購設備，必須先預付30%到45%的定單款，利於軍工企業回款。

機器人等產業鏈陸續爆發

既然2021年很可能會「殺估值」，天風證券策略首席分析師劉晨明建議尋找可以靠業績抵抗「殺估值」的細分行業，這些行業最好與外部環境和內部信用收縮關係不大，而是自身已經步入產業鏈爆發的時間節點，就如電機電控、機器人、自動化、功率半導體等生產設備行業、軍工、新能源、消費電子。

劉晨明並表示，2021年是從順中國經濟周期到順全球經濟周期的過程，隨着疫苗落地，海外企業亦將陸續復工復產，但目前庫存實在太低，屆時一定

需要補庫存購買原材料和零部件。在順全球經濟周期的邏輯下，去年中國企業是出口整機，終端消費品，今年邊際上變化最大的可能是出口中間品，這也是中國企業最擅長的部分。

中金：出口總動能或減弱

不過中金公司認為，不宜高估美國補庫存對中國出口的拉動。中金分析師張文朗指，與歷史相比，本輪美國補庫存集中於汽車行業，對中國出口總量的提振相對有限；而海外服務恢復對中國出口的拉動作用可能也相對較小，綜合以上因素，今年出口總動能相對於去年下半年或有所減弱。

國盛證券建議，沿着「十四五」政策預期較高的「科技強國」、「新型消費」、「平安中國」三條線索，布局相關投資機會。