



NIFD

国家金融与发展实验室
National Institution for Finance & Development

NIFD季报

主编:李扬

股票市场

尹中立

张江涛 徐海洋

2021 年 2 月

《NIFD季报》是国家金融与发展实验室主要的集体研究成果之一，旨在定期、系统、全面跟踪全球金融市场、人民币汇率、国内宏观经济、中国宏观金融、国家资产负债表、财政运行、金融监管、债券市场、股票市场、房地产金融、银行业运行、保险业运行、特殊资产行业运行等领域的动态，并对各领域的金融风险状况进行评估。《NIFD季报》由三个季度报告和一个年度报告构成。NIFD季度报告于各季度结束后的第二个月发布，并在实验室微信公众号和官方网站同时推出；NIFD年度报告于下一年度 2 月份发布。

股市为何出现严重分化？

摘要

2020 年股票市场的最大特点是分化，蓝筹股普遍上涨，而小市值的股票持续下跌，类似的分化从 2017 年已经出现，2020 年进一步得到强化。导致股价分化的主要原因是注册制改革。

股票型基金和混合型基金连续两年获得高收益，引发了投资者购买基金的热潮，居民储蓄资金正在加速进入股市，进一步加剧了蓝筹股与小市值股票之间的分化。

随着注册制改革的深入，股市生态将发生巨大变化，前 30 年演进出的股价形成机制将被新的机制所替代，在新旧体系交替的过程中，可能会引发局部的金融风险。

展望 2021 年，影响股市的最敏感因素是货币政策，股市出现冲高回落的概率较高。

本报告负责人：尹中立

本报告执笔人：

● 尹中立

国家金融与发展实验室
高级研究员

● 张江涛

国寿投资控股有限公司
高级投资分析师

● 徐海洋

华安证券研究所所长

【NIFD 季报】

全球金融市场

人民币汇率

国内宏观经济

中国宏观金融

宏观杠杆率

中国财政运行

中国金融监管

房地产金融

债券市场

股票市场

银行业运行

保险业运行

特殊资产行业运行

目 录

一、股票市场运行状况	1
二、重点行业股票的表现	4
(一) 休闲服务：免税概念股一枝独秀	4
(二) 电气设备：新能源成为黑马最多的行业	4
(三) 食品饮料：贵州茅台香压群芳	5
(四) 国防军工：开启装备跨越式发展过程	7
(五) 医药生物：后疫情时代看创新与消费	8
(六) 房地产：政策调控态度明确	8
三、注册改革加速推进，市场出现剧烈分化	10
(一) 注册制改革加速推进	10
(二) 注册制将深刻改变 A 股市场的价格形成机制	11
(三) 公募基金“抱团”式投资行为加剧市场分化	12
(四) 新股跌破发行价格将成为常态	14
四、市场展望：股市生态正在蜕变	14
(一) 影响 2021 年股市的敏感因素是货币政策	14
(二) 储蓄资金正加速流入股市，应警惕出现冲高回落	14
(三) 注册制改革将深刻改变股市生态	15
(四) 经济复苏预期增强，但需要关注房地产行业调控的影响 ..	15

一、股票市场运行状况

2020 年国内 A 股市场主要指数总体是上涨的，但波动幅度比较大，一季度受到疫情的冲击，股票市场在农历新年开市首日出现大幅度下跌，主要指数均以跌停板报收。但随后全球各国政府（尤其是欧美各国）同时采取力度比较大的宽松货币政策与财政政策刺激，股市探底之后出现快速反弹。上证综指收于 3473 点，年度涨幅为 13.87%，沪深 300 指数上涨 27.21%，中证 500 指数上涨 20.87%。

从全球主要股指表现看，A 股市场主要指数的表现仅次于美国股市（见图 1）。

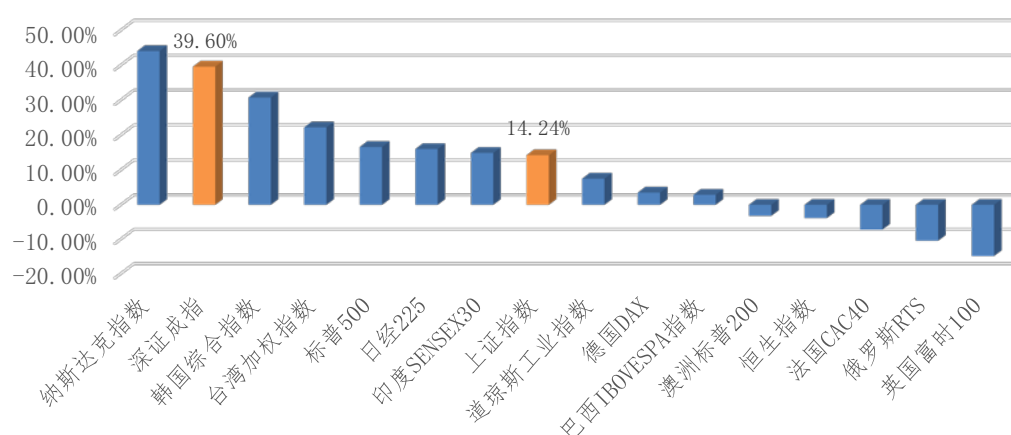


图 1 全球重要股指 2020 年涨跌幅排名

资料来源：Wind。

分季度看，2020 年一季度主要股指均是下跌的，跌幅都在 10%左右。影响一季度股票市场的主要因素是新冠肺炎疫情突然爆发，并且快速全球蔓延，湖北武汉率先采取封城措施，中国与主要国家之间的航线一度处于暂停状态，全球服务业均遭到前所未有的冲击，引发股票市场与商品期货市场的剧烈动荡，美国股市在 2020 年 3 月初的几个交易日连续出现了四次熔断。

2020 年二季度，全球主要股票市场呈现见底回升的走势。在遭受疫情冲击之后，欧美主要国家均出台了大规模的财政刺激方案，这些国家的财政刺激力度均超过 2008 年。股市在宽松货币刺激下从低位快速反弹，全球主要股票市场指数均实现一定幅度

上涨，涨幅在 10%至 30%左右不等。纳斯达克指数二季度上涨 29.39%，创下该指数推出以来历史新高。

我国疫情控制最为成功，社会经济活动在一季度大幅度回落之后稳步回升，A 股市场二季度表现出色，主要指数全部上涨，上证综指上涨 8.64%，深成指上涨 21.07%，沪深 300 指数上涨 13.33%，创业板指数二季度大幅上涨 31.05%，创 5 年新高，在全球各主要股票指数中涨幅第一（见图 2）。

从市场投资风格偏好看，二季度中小盘成长股继续获得追捧，走势明显强于蓝筹股，与一季度的市场表现基本一致。创业板指数的周线图连续出现逼空走势，六月份中小盘科技股加速上扬，创业板指数单月上涨 18.65%。

以金融、地产、制造业为代表的周期类蓝筹股在整个二季度表现较弱，银行、建筑装饰、建筑建材三个行业逆势下跌，跌幅在 3%以内。科技成长与周期金融股票之间的估值差异在二季度逐步拉大，在季度末达到高峰。

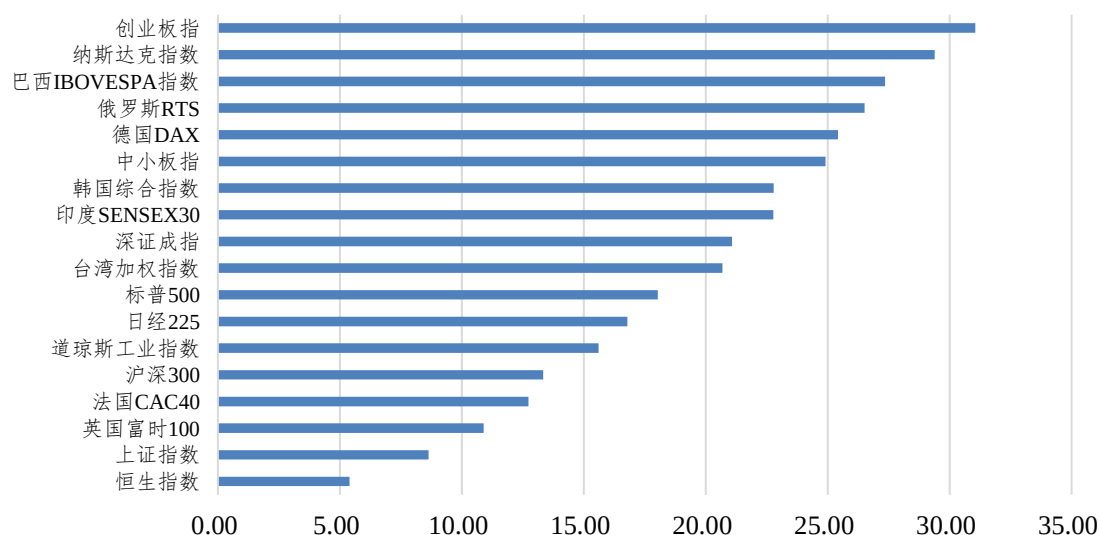


图 2 全球重要股指 2020 年二季度涨跌幅排名

资料来源：Wind。

2020 年三季度，A 股市场的主要股指均上涨，上证综合指数、上证 50 指数、创业板指数分别上涨 7.82%、9.87%、5.60%。代表大盘蓝筹股的上证 50 指数强于其他类指数（见图 3），创

业板指数明显弱于上证综合指数，前期持续强势的科技股、小盘成长股在三季度有所走弱。导致小盘股与蓝筹股走势分化的主要原因是，从7月份开始IPO的速度明显加快，壳价值出现快速贬值的趋势。

三季度表现突出的是军工行业的股票，本季度涨幅前20只股票多数属于军工类，这大可归因于美国大选临近，中美冲突系数存在升高的可能。

三季度股市走势呈现先扬后抑的特点。7月初，A股出现了快速上涨的行情，7月1日至7月9日的7个交易日里，上证综合指数上涨了15.6%，创业板指数上涨了13.1%。7月份沪深两市日均成交额之和超过1万亿元人民币。7月初的股价快速上涨与二季度末不少银行理财产品出现亏损有关，过去银行理财产品是很多稳健投资者的理财首选，银行理财产品出现亏损促使部分稳健投资者向股票市场转移。

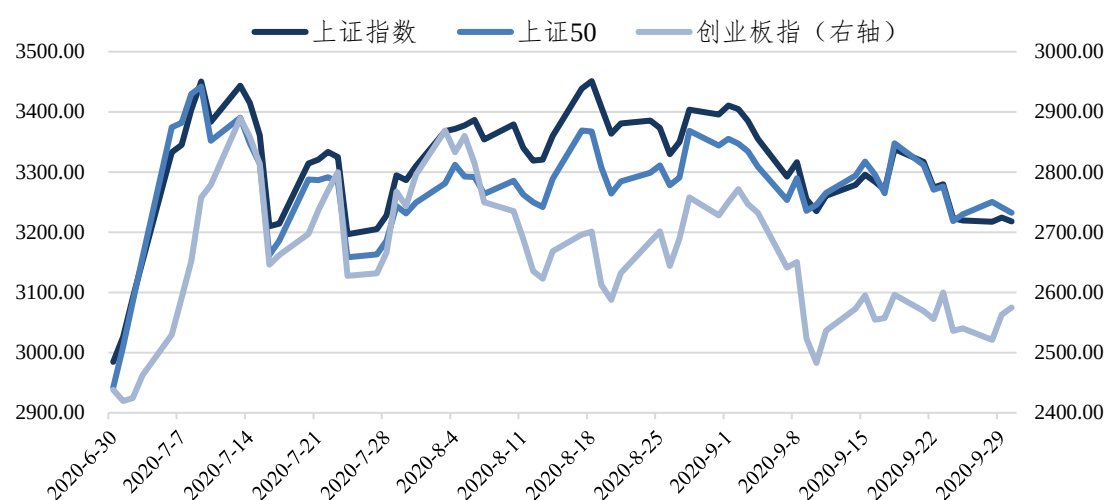


图3 上证综指、上证50与创业板指数走势

资料来源：Wind。

四季度股市的主要指数均呈现上涨状态，但市场继续三季度的分化趋势，并且蓝筹股与中小市值股票之间的分化程度加剧。上证综合指数、沪深300指数、中证500指数分别上涨7.92%、13.60%、2.82%。而壳资源指数和小盘股指数在四季度分别下跌了5.14%和2.20%。

尤其在 2020 年最后一个月，股价走势分化十分剧烈：小盘股指数和壳资源指数在 12 月分别下跌了 7.92%和 7.33%，而期间上证综合指数上涨 2.40%，沪深 300 指数上涨 5.06%。主要股票指数均处在上涨状态，而大多数股票价格持续下跌，这是 2020 年四季度股市的真实状态。

二、重点行业股票的表现

（一）休闲服务：免税概念股一枝独秀

2020 年股票市场表现最突出的行业板块是“休闲服务”，该行业指数全年上涨 99.38%，位列各行业涨幅之首。从行业基本面看，由于新冠疫情的影响，休闲服务业受到较大冲击，尽管下半年中国疫情得到有效控制，但仍然没有恢复到正常水平。休闲服务类个股表现出色主要受益于海南实施免税政策，免税概念股持续受到资金追捧。

休闲服务行业整体有 42 只股票，权重最大的是“中国国旅”，该公司拥有海南的免税商店，在海南出台免税政策之后，该公司更名为“中国中免”，全年股价涨幅为 219%，成为 2020 年末基金十大重仓股之一。

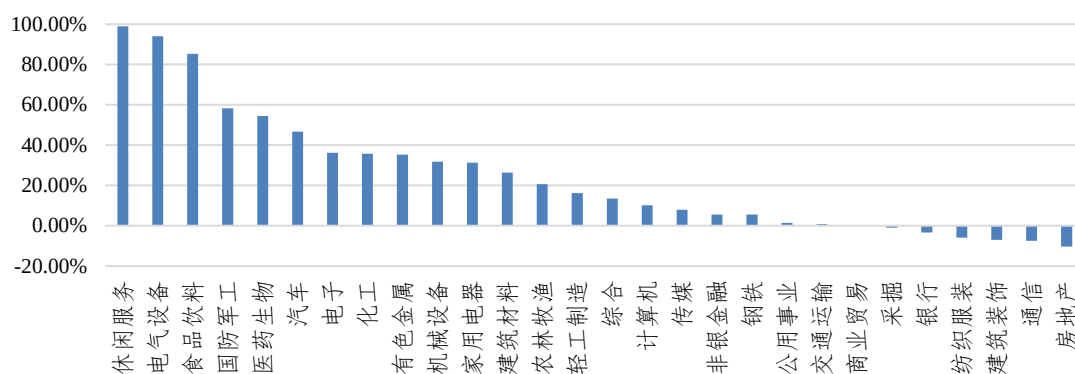


图 4 28 个申万一级行业 2020 年度涨跌幅排名

资料来源：Wind。

（二）电气设备：新能源成为黑马最多的行业

2020 年全年申万“电气设备”行业指数上涨 94.71%，位列

各行业涨幅第二位。“电气设备”是一个大行业，包括电机、电气自动化设备、电源设备、高低压设备等子行业，表现最为突出的是“电源设备”子行业，该行业全年上涨 137%，对行业指数贡献最大。

“电源设备”行业中，包含了 2020 年最为热门的几个投资线索，比如光伏行业（指数涨幅 177%）、储能设备（指数涨幅 166%）和电源设备（指数涨幅 137%）。每个子行业均有上涨幅度超过两倍的龙头个股产生，如光伏板块的阳光电源（全年涨幅 580%）、锦浪科技（全年涨幅 500%）、隆基股份（全年涨幅 272%）、晶澳科技（全年涨幅 267%）；储能行业的宁德时代（全年涨幅 220%）、亿纬锂能（全年涨幅 215%）；工业自动化行业汇川技术（全年上涨 204%）等，这些股票在 2020 年度均在涨幅榜前列。

新能源光伏行业受到追捧，有重要的政策背景和产业背景。2020 年，中、美、欧三大能源消费体相继提升了再生能源发展目标，此后，日、韩两国宣布 2050 年实现碳中和目标，在 2020 年底召开的我国中央经济工作会议中，做好碳达峰、碳中和也成为 2021 年八大重点工作任务之一。在企业层面，光伏新能源经营建设持续高温。政策面和产业界在光伏新能源领域实现共振，达成一致，对行业和股价走势形成重要支撑。

从目前的趋势看，伴随国内及全球经济持续复苏，光伏、新能源产业链仍然将维持较高景气度。

（三）食品饮料：贵州茅台香压群芳

对比最近两年表现最好的前 10 名行业，只有食品饮料持续榜上有名，该行业指数在 2020 年上涨 90.7%，位列各行业涨幅第三位。在食品饮料行业中，“酿酒”子行业独领风骚，其中酒鬼酒上涨 331%，皇台酒业上涨 327%，山西汾酒上涨 319%，均名列 2020 年涨幅榜前 20 之列。

白酒行业股票的强势主要归功于“贵州茅台”的惊艳表现。

自 2013 年“八项规定”之后，白酒类股票一度受到下跌压力，“贵州茅台”也从 2013 年 7 月的 100 元下跌到 2014 年初的最低 37 元，跌幅超过六成，但从此开始起步，持续上涨到目前的 2000 元以上，六年多时间里股价上涨了近 50 倍，不仅成为白酒行业的龙头，也成为中国 A 股市值最大的股票。“贵州茅台”和“五粮液”两只股票稳居基金持仓榜首，这两只股票合计占基金持仓股票的 10% 以上，在 2020 年末基金持仓的前十只股票中有三只属于白酒行业，这样的行业集中度是十分少见的（见表 1）。

表 1 2020 年基金重仓股名单

2020 年四季度		2020 年三季度		2020 年二季度		2020 年一季度	
股票名称	持仓比例	股票名称	持仓比例	股票名称	持仓比例	股票名称	持仓比例
贵州茅台	5.51	贵州茅台	4.74	贵州茅台	4.41	贵州茅台	4.46
五粮液	4.43	五粮液	3.85	立讯精密	3.41	五粮液	2.49
宁德时代	2.51	立讯精密	3.13	五粮液	3.19	立讯精密	2.40
美的集团	2.41	隆基股份	2.91	长春高新	2.38	万科	1.96
中国中免	2.23	中国中免	2.06	恒瑞医药	1.90	恒瑞医药	1.92
隆基股份	2.19	美的集团	1.82	隆基股份	1.62	迈瑞医疗	1.79
泸州老窖	2.12	迈瑞医疗	1.81	宁德时代	1.54	长春高新	1.75
中国平安	2.05	宁德时代	1.76	中国中免	1.51	中兴通讯	1.41
迈瑞医疗	1.94	泸州老窖	1.66	迈瑞医疗	1.50	格力电器	1.39
立讯精密	1.85	顺丰控股	1.64	万科	1.35	保利地产	1.34

资料来源：Wind。

物极必反是股票市场永恒的规律，白酒行业的股票已经连续几年价格上涨，估值业绩处于历史最高处（见图 5），其风险是不言而喻的。

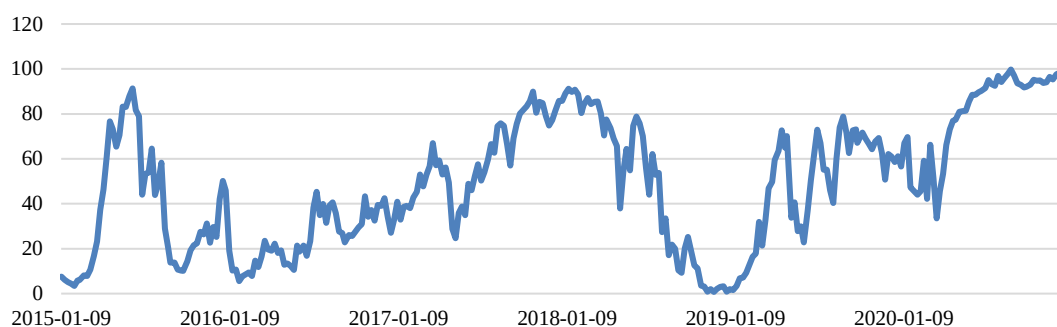


图 5 食品饮料行业市盈率分位数

资料来源：Wind。

（四）国防军工：开启装备跨越式发展过程

2020 年军工板块全年实现 57.6% 的涨幅，排名第四。部分个股表现抢眼，“北摩高科”股价上涨 502%，“洪都航空”上涨 344%，“中天火箭”上涨 291%。另外有爱乐达、天箭科技、航发动力、中航高科、钢研高纳、中航西飞等 20 多只个股股价翻番。

军工板块在 2020 年的活跃，是受到一些突然因素驱动，如美国大选阶段的中美博弈升温、我国西南边境线上小规模摩擦等。

从我国的发展看，军工板块活跃或许是我国装备跨越式发展开启的标志。以国内大循环为主的“双循环”发展战略，意味着我们将主要依靠国内要素供给，在重要技术领域取得突破，实现自主可控的规模化生产。在高端装备的创新升级方面，军工领域有不可替代的重要引领作用。当前我国的国防实力与经济实力、科技实力、综合国力仍不相匹配。“十四五”期间，前沿国防科技和武器装备有望进入加速突破时期，这成为军工装备长期发展的重要保障。

从估值上看，目前军工类个股整体估值仍然处在相对低位，与 2015 年对比，估值水平仅在 40% 左右。伴随着国防预算增加，处于突破核心元器件、关键原材料国产化瓶颈阶段的公司，有望获得资金持续关注。



图 6 军工板块市盈率分位数

资料来源：Wind。

（五）医药生物：后疫情时代看创新与消费

2020 年全年，生物医药板块指数上涨 55.88%，在各指数涨幅中位列第五。其中，医疗服务行业指数涨幅为 106%，医疗器械行业上涨 86%，生物制品类也实现 79% 的涨幅。

受新冠肺炎疫情影响，上半年与新冠疫情相关的防护用品、检测试剂、抗病毒药、监护设备表现突出；而从全年周期看，医疗服务、医疗器械和生物制品类公司表现最出色，个股表现较为抢眼。其中，“英科医疗”上涨 14 倍，名列 2020 年度 A 股涨幅榜之首（见表 2），康华生物、正川股份、振德医疗等上涨 3 倍以上，另有达安基、智飞生物等 40 多只股票实现翻倍以上涨幅。

如果说 2020 年新冠肺炎疫情是医药股上涨的催化剂，那么未来医药股走势将更多聚焦于医改深入后行业创新发展和居民消费升级过程中的消费转换。居民收入提升后消费者对于更高层次医疗保健服务的需求也在快速增长。眼科、体检、口腔、医疗美容、辅助生殖等领域都有发展潜力，拥有创新实力和具备政策、人才、资本、产业支撑优势的公司，将迎来快速发展黄金期。

（六）房地产：政策调控态度明确

2020 年房地产板块呈现出跑输大势。申万房地产行业指数全年下跌 9.90%，在所有行业中跌幅最大。全行业 138 只个股中 92 只下跌，泰禾集团、深深房、华夏幸福、蓝光发展、大名城等股票跌幅较大。

从全年来看，房地产市场总体呈现先抑后扬的走势，一季度房地产销售因疫情影响受到较大冲击，但在宽松货币环境作用下，房地产市场快速反弹，年度销售面积和销售金额均创历史新高，住房价格也有所上涨。

市场分化是 2020 年度房地产市场的主要特点。一线城市和部分二线城市的房地产市场表现强于三四线城市，住宅市场强于商业物业，南方城市的房地产市场强于北方城市。

在居民收入增长明显放缓的背景下，住房租金出现下跌，但房价却出现上涨，房地产市场的“金融化”趋势进一步强化。房价上涨意味着那些需要购买住房的年轻人将承受更多的债务，对其他领域的消费产生越来越明显的挤出效应。正因为如此，金融监管部门多次强调房地产是中国经济的最大“灰犀牛”。为了防范房地产金融的风险，有关部门在 2020 年 8 月针对房地产开发企业的财务指标出台了指导意见，年底又针对商业银行的房地产金融业务集中度出台了监管要求。

“三道红线”监管到每个房企的有息负债规模增速，意味着过去以“高负债、高杠杆、高周转”获取高收益的经营模式难以为继。在房地产金融新的规则作用下，房地产企业被迫重新洗牌，财务稳健、管理高效的企业将成为未来的赢家，很多高负债的公司可能在重新洗牌的过程中被淘汰，其中还包括部分上市公司。

表 2 2020 年度上涨幅度最大的 20 只股票（上市的新股除外）

排名	证券代码	证券简称	2020 年涨跌幅	所属行业	上涨原因分析
1	300677.SZ	英科医疗	1410.76%	橡胶和塑料制品	医护用品需求增加
2	603185.SH	上机数控	613.48%	专用设备制造	新能源产能增加
3	300274.SZ	阳光电源	578.85%	电器机械	新能源，光伏
4	300763.SZ	锦浪科技	500.36%	电器机械	新能源，光伏
5	002709.SZ	天赐材料	401.71%	化学原料	新能源，锂电池
6	002791.SZ	坚朗五金	375.95%	金属制品	
7	300751.SZ	迈为股份	373.71%	专用设备制造	新能源、光伏
8	600399.SH	ST 抚钢	354.27%	黑色金属冶炼	经营改善
9	600316.SH	洪都航空	343.77%	航空航天	
10	601633.SH	长城汽车	341.66%	汽车	智能驾驶
11	603486.SH	科沃斯	335.70%	电器机械	家用机器人
12	000799.SZ	酒鬼酒	330.82%	酿酒	
13	603129.SH	春风动力	328.15%	摩托车	
14	000995.SZ	皇台酒业	327.04%	酿酒	恢复上市
15	600809.SH	山西汾酒	318.80%	酿酒	
16	603976.SH	正川股份	318.50%	医药制造	
17	603301.SH	振德医疗	311.72%	专用设备	抗疫物资增加
18	002594.SZ	比亚迪	308.15%	汽车	新能源
19	300313.SZ	天山生物	307.10%	畜牧业	
20	002568.SZ	百润股份	306.39%	酒、饮料	

资料来源：Wind。

三、注册改革加速推进，市场出现剧烈分化

（一）注册制改革加速推进

股票发行的注册制改革一直是最近几年资本市场改革的重点，2019年6月，科创板市场在沪市正式开板，标志着注册制改革开始进入实施阶段。科创板运行一年时间之后，监管部门于2020年7月开始将注册制改革向创业板市场推广。注册制改革的核心内容是降低IPO的财务指标要求，减少对股票发行数量和节奏的行政干预，同时强化信息披露要求。

根据注册制改革的精神，2020年7月之后，新股发行速度明显加快。从统计数据看，2019年全年IPO数量为200家，新股发行的募集资金总额为2483亿元，平均每月新股上市数量为16家。2020年上半年新股发行上市的速度和节奏与2019年基本类似，但第三季度的IPO数量高达167家，融资金额为1974亿元，单季度的融资数量已经接近2019年全年的水平，到2020年四季度，新股发行融资金额已超过2000亿元（见表3）。

表3 2019年至2020年各季度新股发行统计

统计时间	沪市主板		科创板		深市中小板		创业板		沪深两市合计	
	数量	金额（亿元）	数量	金额（亿元）	数量	金额（亿元）	数量	金额（亿元）	数量	金额（亿元）
2019Q1	11	80.66	-	-	9	82.16	10	69.15	30	231.97
2019Q2	15	227.98	-	-	3	29.84	15	90.79	33	348.61
2019Q3	14	82.46	33	472.11	7	188.57	9	54.03	63	797.17
2019Q4	12	605.85	37	352.16	7	44.09	18	87.25	74	1089.35
合计	52	996.95	70	824.27	26	344.66	52	301.22	200	2467.1
2020Q1	10	395.92	24	288.84	5	22.81	12	73.04	51	780.61
2020Q2	17	213.3	22	213.11	12	93.86	16	86.24	67	606.51
2020Q3	31	206.06	67	1242.72	18	108.95	51	417.9	167	1975.63
2020Q4	28	80.07	27	1752.09	18	144.07	26	309.23	100	2285.46
合计	86	895.35	140	3496.76	53	369.69	105	886.41	385	5648.21

资料来源：Wind。

（二）注册制将深刻改变 A 股市场的价格形成机制

当前对注册制改革的分析中，大多偏向于积极的一面，对其存在的市场风险关注较少。我们认为，新股发行的注册制改革过程充满挑战，风险主要来自注册制改革对股价形成机制的冲击。

在核准制背景下，新股发行数量和节奏是受到行政控制的，因而使股票产生了“壳价值”，市场有专门的资金进行“买壳”与“养壳”，再通过借壳重组完成高价套现。“壳价值”的存在扭曲了正常的股价结构。例如，同一行业的两家上市公司，经营状况好的公司估值水平可能低于经营状况差的公司估值水平，股票的估值与股本大小成反比，业绩差、股本规模小的公司享有比蓝筹股更高的估值。“壳价值”的存在导致 A 股市场蓝筹股的价值被相对低估，而大多数绩差股的价值则被严重高估。正常情况下，优秀的蓝筹上市公司应该有较高的估值，因为这类公司抗风险的能力强，而那些规模较小、抵御风险能力差的上市公司理应估值较低，这样的估值结构有利于资源向优势企业集中，有利于上市公司做大做强。但 A 股市场的实际情况则相反，蓝筹股的估值远远低于绩差股。可见，股价结构的扭曲严重影响了股票市场的资源配置效率和功能。

注册制改革的本质就是通过全方位的制度改革来纠正上述不合理的股价形成机制。通过各项制度改革的落实，我们可以预期，经营状况好的蓝筹股估值将逐渐得到提升，而绩差股估值将逐渐走低。问题的关键是，在 4000 多家上市公司中，蓝筹绩优的公司大约只有 10%，大多数公司属于绩差公司行列。这意味着，随着注册制改革的深入，大多数上市公司的估值都要大幅度走低，其中的风险不言而喻。

2020 年 7 月之后，在注册制改革的作用下，股价出现了剧烈分化。我们将上市公司按照市值大小分为六组（见表 4），市值 500 亿元以上各组别股票共计 232 只，占上市公司数量的 6%，称之为蓝筹股，四季度平均上涨幅度超过 10%。而 100 亿元以下

的组别股票共计 2575 只，占市场总数量的 69%，这些公司大多数属于绩差股或小盘股，平均股价在 2020 年四季度都是下跌的。

蓝筹股快速上涨而绩差股和小盘股快速下跌，形成强烈反差，市场人士形象地总结为“漂亮 100，悲惨 3000”是有一定道理的。

表 4 2020 年 4 季度不同市值分组的市值涨幅统计

分组	上市公司数量	2020 年 3 季度末 市值（亿元）	2020 年 4 季度末 市值（亿元）	2020 年 4 季度 市值涨幅（%）
2000 亿以上	51	244376.14	279343.61	14.31%
1000 亿-2000 亿	55	74831.50	85111.09	13.74%
500 亿-1000 亿	126	89121.24	100095.82	12.31%
100 亿-500 亿	937	199158.05	207430.17	4.15%
50 亿-100 亿	915	64217.55	63553.11	-1.03%
50 亿以下	1660	50592.71	50427.27	-0.33%
总计	3744	722297.19	785961.07	8.81%

资料来源：Wind。

股价大面积持续下跌会引起类似股权质押风险或融资盘爆仓风险，这类风险最终波及证券公司或银行。这类风险在 2018 年四季度已经出现过，2020 年末又面临 2018 年末类似的情景。

（三）公募基金“抱团”式投资行为加剧市场分化

2020 年基金的发行出现快速增长，公募基金中股票型基金和混合型基金的规模有了跨越式增长。全年股票型基金份额增加 3716 亿，混合型基金份额增加 16574 亿，二者合计增加约 2 万亿。公募基金成为股票市场新增资金的重要渠道，基金对市场的影响力不断增加（见表 5）。

表 5 2020 年各季度基金份额变化

基金类型	1 季度末份额 合计（亿份）	2 季度末份额 合计（亿份）	3 季度末份额 合计（亿份）	4 季度末份额 合计（亿份）
股票型基金	11,014.63	10,207.07	11,713.88	12,559.17
混合型基金	18,474.13	20,309.71	27,410.35	34,710.22
债券型基金	41,079.40	43,596.53	44,271.95	47,543.15
货币市场型基金	84,448.47	77,161.96	72,813.95	77,254.70
全部基金	156,537.06	152,956.15	157,977.75	173,824.86

资料来源：Wind。

基金发行募集资金有明显的“马太效应”，知名度高的基金管理公司或基金经理可以获得投资者的认可，而规模小的基金管理公司募集资金十分困难，导致资金向头部基金管理人集中。规模大的基金一般倾向于购买蓝筹股，经常集中涌现，形成了所谓基金的“抱团”式投资。

所谓“抱团”式投资是指同一个基金管理公司管理的基金集中持有某一家上市公司股票或某一个行业的股票的行为。例如，从刚刚公布的 2020 年四季度基金信息看，易方达基金管理公司旗下的基金在 2020 年末持有的 10 大重仓股中，有 6 只是白酒行业的股票，分别是五粮液、贵州茅台、泸州老窖、洋河股份、山西汾酒、古井贡酒，该基金管理公司旗下所有基金持有白酒类股票的市值近 879.8 亿元，占基金总资产 13.66%。

易方达基金公司是行业的龙头，截至 2020 年底资产总规模超过 6440 亿元，基金规模名列前茅，该公司的行为在业内具有示范意义。从刚刚公布的四季度基金持仓数据看，基金集中持股现象广泛存在。白酒行业有三只股票名列基金持仓前十名，成为基金持仓最集中的行业（见表 6）。

表 6 2020 年四个季度基金持仓前十股票占比（%）

2020 年四季度		2020 年三季度		2020 年二季度		2020 年一季度	
股票名称	持仓比例	股票名称	持仓比例	股票名称	持仓比例	股票名称	持仓比例
贵州茅台	5.51	贵州茅台	4.74	贵州茅台	4.41	贵州茅台	4.46
五粮液	4.43	五粮液	3.85	立讯精密	3.41	五粮液	2.49
宁德时代	2.51	立讯精密	3.13	五粮液	3.19	立讯精密	2.40
美的集团	2.41	隆基股份	2.91	长春高新	2.38	万科	1.96
中国中免	2.23	中国中免	2.06	恒瑞医药	1.90	恒瑞医药	1.92
隆基股份	2.19	美的集团	1.82	隆基股份	1.62	迈瑞医疗	1.79
泸州老窖	2.12	迈瑞医疗	1.81	宁德时代	1.54	长春高新	1.75
中国平安	2.05	宁德时代	1.76	中国中免	1.51	中兴通讯	1.41
迈瑞医疗	1.94	泸州老窖	1.66	迈瑞医疗	1.50	格力电器	1.39
立讯精密	1.85	顺丰控股	1.64	万科	1.35	保利地产	1.34

资料来源：Wind。

（四）新股跌破发行价格将成为常态

随着注册制改革的推进，新股不破的神话很快被打破。截至2020年末，当年上市的新股已经有23只跌破的发行价格，其中破发幅度最大的是“凯赛生物”，该股票于2020年8月12日上市，发行价格为133.45元，至2020年12月底，价格已下跌到85.05元，跌幅约36.27%。

四、市场展望：股市生态正在蜕变

（一）影响2021年股市的敏感因素是货币政策

2020年的股市运行与货币政策有很大关系，全球股市皆然。随着新冠肺炎疫情得到控制，宽松的货币政策是否面临退出以及如何退出，将成为考验股市投资者的敏感议题。从过去的经验看，宽松货币持续时间一般难以超过1年，随着物价的快速回升，货币政策就将面临转向。每当货币政策由宽松转向中性，股市就会陷入较长时间的熊市。典型的案例如：1993年6月之后，沪深两市步入了长达三年的下跌走势；2009年上半年的“四万亿”刺激政策之后，股市从2009年中持续调整到2014年6月，下跌时间同样长达四年之久。

决定货币政策是否转向的关键因素是物价指数，投资者关注中国物价指数的同时，还需要关注美国的物价指数，如果美国的物价指数超过预期，则美联储也将面临货币政策转向，对全球资本流向产生较大影响。

（二）储蓄资金正加速流入股市，应警惕出现冲高回落

根据统计资料，2020年标准股票型基金平均收益达54.99%、混合偏股型基金平均收益为59.57%，这两类基金已经连续两年获得50%以上的平均收益，这在中国股票历史上是少见的。

基金出现赚钱效应，基金投资者会加速入市，形成资金与股

价之间的正反馈，推动股价加速上涨。但在注册制改革的背景下，股价出现分化，基金募集资金向头部公司集中，这些基金公司募集的资金则加速流入各行业龙头公司股票。可见，这是股票市场的局部牛市，是指数牛市，占市场 70%以上的股票没有形成资金与股价之间的正反馈，并没有形成类似 2006 年前后的全面大牛市的氛围。

基金的发行受到来自外部的干扰因素很多，一旦募集资金的速度跟不上股价上涨的需要，行情就难以持续。2021 年要防止出现冲高回落的走势。

（三）注册制改革将深刻改变股市生态

2021 年是注册制改革进一步深化的时间节点，主板市场和中小板市场或将推行注册制改革。当 A 股市场进入注册制时代，股市生态将发生系统性变化。股票市场将延续 2020 年底的分化走势，各行业龙头公司的股票将受到主流资金的关注，小市值的公司股票将越来越被边缘化。

但也应该关注来自市场的风险和阻力。市场的过度分化、数量众多的小市值股票价格持续下跌可能会引发局部的金融风险，风险可能来自股权质押被强制平仓（2018 年底已经出现过一次），也可能来自“两融”的杠杆资金爆仓，或来自股权投资类机构的破产清算。当一定规模的风险暴露，新股发行的节奏将被迫放缓，“壳价值”出现一定程度的回归，蓝筹股与非蓝筹股之间股价或将再次出现分化，只是股价分化方向与 2020 年度相反。

（四）经济复苏预期增强，但需要关注房地产行业调控的影响

2020 年房地产投资和基建投资出现快速反弹，带动周期类上市公司业绩均有良好表现，工程机械、水泥建材等行业指数均创近几年新高。但 2020 年 8 月底开始，有关部门对房地产企业的负债设置了“三条红线”，此举将影响房地产开发企业的经营

模式,短期内将对房地产投资产生负面影响。为了满足监管要求,房地产开发企业将被迫降低财务杠杆,购置土地的意愿也随之降低,终将影响新开工面积的增速。

版权公告:【NIFD 季报】为国家金融与发展实验室版权所有,未经版权所有人许可,任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、上网和刊登,如有违反,版权所有人保留法律追责权利。报告仅反映原文作者的观点,不代表版权所有人或所属机构的观点。

制作单位:国家金融与发展实验室。