晨会报告

国都证券研究所晨报 20210224

【财经新闻】

- 证券时报头版：ETF 发行持续井喷，A 股“压舱石”越来越稳固
- 证券日报头版：监管层 26 天三次表态，更多长期资金入市可期
- 经参头版：构建多维度调控体系，精准打击房价炒作

【行业动态与公司要闻】

- 6000 亿美的推超级计划：最多 140 亿回购 1 亿股
- 银行业首例，这家农商行要一分为二，发生了什么

【国都策略视点】

- 策略观点：驱动市值分化的四大因素趋势不变，预计中期内头尾部分化趋势难改

研究员：王树宝
电　话：010- 84183369
Email：wangshubao@guodu.com
执业证书编号：S0940511080001
联　人：苏国印
电　话：010- 84183274
Email：suguoyin@guodu.com

独立性申明：本报告中的信息均来源于公开可获得资料，国都证券对这些信息的准确性和完整性不做任何保证。分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

【财经新闻】

■ 证券时报头版：ETF 发行持续井喷，A 股“压舱石”越来越稳固

证券时报头版刊文称，2021 年开年不足两个月，新发 ETF 产品数量已达 46 只，同比增幅超 200%，接近去年全年 ETF 发行数量的一半。新基金平均认购天数大幅缩短，并出现单家基金公司两只 ETF 同时发行或上市的现象，ETF 新基金市场呈现爆发式增长势头。此外，截至 2020 年底，305 只权益类 ETF（股票 ETF 和跨境 ETF）总规模已近 8000 亿关口，行业规模增速连续三年保持在 40%以上，成为国内增长最快速的基金产品类型之一。

国内 ETF 市场的快速发展，是被动投资理念的普及，也是权益类基金大发展的一个缩影。

2019 年 10 月起，证监会优化公募基金产品注册机制，包含股票 ETF 在内的四大常规产品发行审批进入快速通道，基金注册和发行节奏也明显提速。借助酒 ETF、消费 ETF、新能源汽车 ETF、创业板 ETF 等明星产品，不少投资者去年赚取了远超大盘的收益，被动投资的市场知名度和影响力越来越大，催生了更多细分行业指数投资的需求。

政策方面，随着指数基金指引发布和沪深交易所配套政策实施，指数基金产品注册和投资运作更为规范，助力行业迈入高质量发展的新阶段。

从产品特点看，权益类 ETF 通过购买一篮子股票的方式投向市场，具有风格稳定、定位清晰、简单透明、交易成本较低等优点，成为吸引养老金等长期资金入市的重要载体。近年来，养老金、社保、保险等机构资金以及个人投资者都在积极配置宽基 ETF 和行业 ETF，也提升了 A 股市场的整体流动性和活跃度。

作为金融市场的重要工具，ETF 资金承载能力大，持股较为分散，在股市大幅调整中，可降低短期流动性匮乏对股市和个股的冲击。在海外股市大幅波动中，日本央行和美联储也一度通过部分投资 ETF 稳定市场，发挥资本市场“压舱石”的关键性作用。

随着我国资本市场有效性的提升，投资者结构的改善，被动投资理念日渐深入人心，权益类 ETF 为股市带来更多的被动增量资金。不过，与美国 1600 多只、总规模超过 3.5 万亿美元的 ETF 市场相比，国内 ETF 的市场体量和占比都处于发展的初级阶段。只有借助资本市场深化改革提升市场有效性，更好把握权益类基金大发展机遇，不断推动投资者投资理念的进步等，才能驱动国内 ETF 市场继续壮大和成熟。

（来源：证券时报）

■ 证券日报头版：监管层 26 天三次表态，更多长期资金入市可期

证券日报头版刊文称，2 月 22 日上午，证监会主席易会满在北京表示，鼓励更多的保险、养老、银行理财等资金参与资本市场投资。这是在短短的 26 天时间里，监管层第三次就推动长期资金入市表态。此前两次分别是 1 月 28 日召开的 2021 年证监会系统工作会议和 2 月 5 日举行的证监会新闻发布会。

为何监管层反复强调要推动长期资金入市？笔者认为原因是多方面的。

首先，改善市场投资者结构，提升市场稳定性。

当前，我国资本市场以中小投资者为主。根据中国结算公布的数据，截至 2020 年年末，我国资本市场共有投资者 17777.49 万，其中，自然人 17735.77 万，非自然人 41.72 万。这意味着，中小投资者占比高达 99.765%。他们“追涨杀跌”等较为情绪性的习惯，使得市场波动概率上升。而机构投资者在投资过程中往往更加注重上市公司基本面，能够从长期的视角进行投资决策，更多的是追求长期、稳定的投资和回报，以实现预期的投资目标，所以他们的投资时限相对要更长，对维护市场稳定具有重要作用。

所以，需要大力发展合格的机构投资者，让他们更好地践行长期投资、价值投资、理性投资的理念，帮助普通投资者进行资产配置。

其次，疏导直接融资源头活水，促进直接融资比重的提升。

易会满曾撰文指出，长期资金占比是影响资本市场稳定的重要因素，也是决定直接融资比重高低的核心变量之一。要加快构建长期资金“愿意来、留得住”的市场环境，壮大专业资产管理机构力量，大力发展权益类基金产品，持续推动各类中长期资金积极配置资本市场。

我国资本市场经过 30 多年的发展，在直接融资功能发挥方面所取得的成就是有目共睹的，并且在构建一个长期资金“愿意来、留得住”的市场环境方面推出了众多举措：把好“入口关”和“出口关”，提高上市公司质量；完善市场的法治建设，打击各类市场乱象，对违法违规行为坚决说“不”……

这些都是维护市场稳定的重要举措，是吸引长期资金“愿意来、留得住”的必要条件。正因为如此，如今，越来越多的长期资金增加了对我国资本市场的配置。可以预期的是，未来还会有更多的长期资金纷至沓来。

第三，增强互动，发挥对社会保障体系的建设作用。

近年来，各路长期资金“多箭齐发”，在投资 A 股范围和规模上显著提升。这要得益于资本市场各项基础性制度的不断完善，以及相关部门不断畅通资金投资资本市场的渠道。比如，从今年 1 月 1 日起正式实施的《关于调整年金基金投资范围的通知》明确，股票型养老金产品投资权益类资产占产品资产净值的比例下限由 30%提高至 40%，混合型养老金产品投资权益类资产占产品资产净值的比例上限由 30%提高至 40%。

这意味着养老保险体系和资本市场的良性互动进一步加强，有利于拓宽年金基金投资渠道，提高投资效率，分散投资风险。同时，能使年金长期分享资本市场改革发展成果，进一步增强服务实体经济的能力。

另外，据人社部此前介绍，自 2014 年《人力资源社会保障部关于企业年金基金股权和优先股投资试点的通知》发布以来，试点项目均属于比较优质的中长期限投资标的，不仅付息保障度高、风险低，而且企业年金基金需通过显示投资方向的专项型养老金产品进行投资，有可行的退出机制作为保障，试点效果良好。

窥一斑而知全豹，让更多的长期资金通过资本市场实现保值升值，对社会保障体系建设是大有裨益的。

总之，在笔者看来，监管层 26 天时间里三次表态，传递的是积极的信号。可以预期的是，未来会有更多的长期资金入市，在降低市场波动性，增强市场价格发现和资源优化配置等功能方面发挥作用，助力市场实现长期健康发展。

（来源：证券日报）

■ 经参头版：构建多维度调控体系，精准打击房价炒作

经济参考报头版刊文称，新年伊始，我国房地产市场出现持续升温现象。之后进行的一系列房地产调控措施，无论是加码限购、限售，还是严管购房资金来源等，都旨在提高房价炒作的成本，精准打击房价炒作“七寸”。

据国家统计局数据，2021 年 1 月各线城市商品住宅销售价格环比涨幅有所扩大。其中，4 个一线城市新建商品住宅销售价格环比上涨 0.6%，涨幅比上月扩大 0.3 个百分点；二手住宅销售价格环比上涨 1.3%，涨幅比上月扩大 0.7 个百分点。31 个二线城市新建商品住宅和二手住宅销售价格环比均上涨 0.4%，涨幅比上月均扩大 0.3 个百分点。35 个三线城市新建商品住宅和二手住宅销售价格环比分别上涨 0.2%和 0.3%，涨幅比上月均扩大 0.1 个百分点。

毋庸置疑，长期高价高位运行的一线热点城市商品住宅市场，已经明显与区域刚性住宅需求渐行渐远。疫情之后，我国数字经济的蓬勃发展，已经明显降低了热点城市人口流入的刚性吸引力。“房住不炒”定位已深入人心，政策性保障性住房供应体系也正加快建立，已经明显缓和了我国住宅供求的结构性矛盾。特别是在房地产金融领域，金融管理当局在房地产企业“三道红线”基础上，又建立了房地产贷款集中度管理制度，从供需两端压缩房地产金融加杠杆空间，必然会改变过去二十多年房价持续上涨的逻辑。

因此，当前我国房地产市场升温现象，与经济社会高质量发展的基本面明显背离。不难发现，楼市升温有明显的短期投机性色彩。之所以个别城市会出现“万人摇”现象，与新房和二手房价格存在明显套利空间存在直接因果关系。虽然直接来源于房地产金融的资金受到了严格管控，但利用经营贷、消费贷的绕道资金监管存在漏洞，个别基层商业银行也乐见其成，从而助推了楼市波澜。现行商品住宅持有和流转税收政策还不完善，执行力度不充分，在巨大的利益诱惑前，各种假离婚、骗取购房资格等层出不穷的扭曲操作形式屡见不鲜。究其原因，即使在各种调控政策围追堵截下，当前房价炒作可能仍有利可图，应是导致这些房地产市场乱象的主要根源。

当务之急是对这房价炒作的“七寸”实行精准打击。从资金端，要严查购房资金来源，严禁经营贷和消费贷资金违规进入商品住宅市场；可考虑以个人所得税完税证明替代收入证明，从严审查借款人资质；必要时税务稽查部门可启动购房资金的合法性调查。从购房资格端，从严管理通过假离婚、虚假手段来骗取购房资格的人群，提高造假成本，甚至让其得不偿失。从住宅销售端，以雷霆之势严厉打击利用阴阳合同来逃避税款的行为，必要时要结合房地产市场实际情况来核定应纳税额。从舆论引导端，要第一时间管控网络错误言论，及时约谈并依法处置相关人员和机构，并向社会公开。

必须认识到，坚持“房住不炒”定位是确保我国房地产市场长期稳健发展的“定海神针”。贯彻落实“房住不炒”，首先须充分认识到过去二十多年的房地产炒作惯性不可能在短时间内消失，当前的首要任务是加紧构建全方位多维度房地产调控体系，注意在资金端密集发力的同时，更加注重税收政策、限购限售、舆论引导等非资金端的协同作用，以实现对房价炒作“七寸”的精准打击。

（来源：经济参考报）

【行业动态及公司要闻】

■ 6000 亿美的推超级计划：最多 140 亿回购 1 亿股

2 月 23 日晚间，公司发布公告，拟耗资不超过 140 亿元，回购 5000 万-1 亿股公司股份，回购价格不超过 140 元/股，回购股份将全部用于实施股权激励及员工持股计划。

公司股价也一路水涨船高，2 月 10 日创下 108 元/股的历史新高，近几日虽有回撤，但市值仍超 6000 亿元。

回购方案显示，本次回购股份数量上限为 1 亿股，下限为 5000 万股，若按回购价格上限 140 元/股测算，公司顶格实施回购预计将耗资 140 亿元。

公司表示，回购是基于对未来发展前景的信心和对公司价值的高度认可，且是在结合经营情况、主营业务发展前景、公司财务状况以及未来的盈利能力等基础上做出的决定，回购股份后续将全部用于股权激励及员工持股计划。

证券时报·e 公司记者关注到，在回购方案推出前，美的集团股价连续下挫。自 2 月 18 日以来，累计跌幅超 17%，市值蒸发超 1000 亿。公司最新股价为 90.94 元/股，本次回购价格上限达当前股价的 154%。

面对超百亿的回购金额，美的集团表示“不差钱”。根据方案，公司本次回购股份的资金将全部来源于自有资金。截至 2020 年三季度末，公司账面货币资金为 664.9 亿元，远超本次回购所需金额；总资产为 3504.43 亿元，净资产为 1128.78 亿元，回购资金约占总资产的 3.99%、净资产的 12.4%。

公司认为，140 亿元的股份回购金额上限，不会对经营、财务和未来发展产生重大影响。

回购股份作为市值管理的重要手段，向来被视为股市“强心针”。近三年来，美的集团几乎雷打不动地“每年一回购”，累计耗资已近百亿，向市场充分展示对企业发展的信心，并获得了极大的价值认可，推升股价稳步上行，近三年股价涨幅近 70%，目前市值已破 6000 亿。

2018 年 7-12 月，美的集团通过集中竞价的方式，以自有资金累计回购股份数量为 9510.5 万股，回购价格介于 36.49 元/股-48.40 元/股之间，耗资约 40 亿元，回购金额达到计划最高限额。按照计划，回购的股份已被注销，以减少公司注册资本。

2019 年 2 月-2020 年 2 月，美的集团再度以自有资金累计回购 6218.11 万股公司股份，回购价格介于 45.62 元/股-55 元/股之间，耗资 32 亿元，相关股份已被用于实施股权激励及员工持股计划。

2020 年 2 月-10 月，公司累计斥资 27 亿元回购 4182.6 万股股份，成交价介于 46.30 元/股-74.99 元/股之间。值得一提的是，在上述回购期间内，公司股价上行，持续高于原定的回购价格，甚至影响了回购计划进一步实施。据悉，上述股份也将用于激励员工。

股价走高的背后，是美的集团强有力的业绩支撑。

2020 年前三季度，尽管在疫情冲击下，美的集团仍保持了稳健的增长态势，实现营收 2177.53 亿元，同比降低 1.81%；净利润 220.18 亿元，同比增加 3.29%。其中，第三季度增幅明显，单季录得营收及利润 780.34 亿元、80.9 亿元，同比增幅达 15.71%、32%。

2020 年末，公司将战略升级为“科技领先、用户直达、数智驱动、全球突破”，并将整体业务架构更迭为智能家居事业群、机电事业群、暖通与楼宇事业部、机器人与自动化事业部及数字化创新业务五大板块，其中，智能家居事业群将发挥 To C 业务优势，强化在家居场景化消费趋势下产品及营销能力；暖通及楼宇事业群则聚焦 ToB 服务领域，形成暖通与电梯优势互补。

（来源：Wind）

■ 银行业首例，这家农商行要一分为二，发生了什么

中小银行合并重组潮起的同时，还有个别银行正在酝酿拆分设立新的本地法人银行。

温州日报日前消息显示，资产规模不到 500 亿元的浙江苍南农商行将采取存续分立的方式，在该行基础上筹建浙江龙港农商行。

其中，苍南农商行分立后存续，但注册资本金减少至 9.94 亿元；新设立的龙港农商行注册资本金 3.31 亿元，全部来源于原苍南农商行分立取得。

在这之前，此次该公司分立已获得当地政府主管部门的批准。在原有农商行的基础上分立组建新的本地法人银行，在我国银行业中也实属首例。

据券商中国记者了解，除苍南农商行外，江西九江也在积极推进在当地共青农商行的基础上存续分立德安农商行。

我国银行业首例“存续分立”

龙港农商行组建工作实施小组日前在温州日报刊登《浙江苍南农商行关于公司分立及减少注册资本的公告》显示，经苍南农商行股东大会决议，拟将该行分立为苍南农商行和龙港农商行（暂名）。

据分立方案，此次该公司分立采取存续分立方式进行。其中，原苍南农商行分立后存续，但注册资本金由 11.05 亿元降至 9.94 亿元；新设立的龙港农商行注册资本金约 3.31 亿元，且全部来源于原苍南农商行分立取得。

此外，原苍南农商行的债权债务，由分立后的苍南农商行与龙港农商行根据《公司存续分立协议》分别享有、承担，并对债务互负连带责任。

事实上，早在 2019 年 9 月，就有市民在温州市网络问政平台询问：“在龙港行政区域内会布局县级架构的龙港农商行吗？或者还是由苍南农商行继续提供苍南、龙港两个行政区域的金融服务？”

彼时，“中国第一座农民城”龙港刚刚获批撤镇设市，由苍南县下属的建制镇升格为温州市代管的县级市。

针对市民问询，苍南农商行当时回复表示，“目前苍南县和龙港市辖内的农商银行金融服务照常，具体隶属变化以官方公布为准”。

到 2020 年 8 月，存续分立一事浮出水面。苍南农商行发布通知称，将于 9 月底举行临时股东大会，审议以存续分立形式组建龙港农商行等一系列议案。

2020 年 9 月下旬，苍南农商行以存续分立方式设立龙港农商行的总体方案获浙江省政府批复同意，正式进入行政审批阶段。在原有农商行的基础上存续分立组建新的本地法人银行，在我国银行业中也实属首例。

公开信息显示，苍南农商行于 2014 年由原苍南农合行改制设立，截至 2020 年 9 月末，该行总资产约 430 亿元，前三季度净利润达 5.6 亿元，同比微降。

存续分立背后：地方行政区划变化

除苍南农商行外，江西九江也正推动在当地共青农商行的基础上存续分立德安农商行。

据悉，自 2017 年以来，德安县委县政府分别向江西省委农工部、省政府金融办、银监局、九江市政府请示汇报推进农商银行改革，九江市政府也向江西省政府上报了《关于分设德安县农商银行的请示》。

此后，江西省金融办于 2018 年、德安县政府 2018 年和 2019 年均将共青农商行存续分立改革列入当年工作任务，九江市政府及德安县政府也已成立改革领导小组并开展相关工作。

共青农商行还于 2020 年 5 月向证监会申请定向发行不超过 2 亿股新股。在定向发行说明书中，该行表示，拟通过该次定向募股对资本进行补充，提升资本充足水平，以满足分立后德安、共青两家地方性法人银行资本充足率监管要求。

不过，截至目前，共青农商行尚未完成此次定向募资，也未完成相关注册注册资本变更事宜。

与苍南农商行存续分立的背景相似，共青农商行存续分立改革的背后也是当地的行政区划变化。

据了解，共青城早年属于德安县下设的国营养殖场，后于 2010 年获批设立县级共青城市，由九江市代管。与此同时，德安县继续作为九江市下辖县。

在这个过程中，德安县辖内农信社于 2007 年整体改制为德安农合行，并于 2012 年进一步改制成立共青农商行，后者注册地位于共青城，但营业范围主要在德安县、共青城两地，目前总资产不足百亿。

有银行业分析师表示，两个存续分立案例的背后，都是地方行政区划变化之后，其中一个地方没有自己的本地法人银行，这可能导致两个问题：

一是辖内银行都是分支机构，审批层次多，服务时限、管理权限等制约因素较多；

二是金融业税收返还地方较少，难以为当地发展提供强有力的金融保障。

该分析人士同时表示，银行业存续分立的案例虽然较为罕见，但都有其特殊原因存在，预计不会被广泛借鉴。“激烈的市场竞争下，规模较小的地方银行压力凸显，中小银行合并重组、引战注资的趋势会更加明显，以存续分立方式改革的中小银行只是个例。”

抱团取暖更流行

去年以来，中小银行整合大戏频频上演。

2020 年 6 月，攀枝花市商业银行、凉山州商业银行先后公告拟通过新设合并方式共同组建一家商业银行；到 11 月，新成立的四川银行正式开业亮相。

2020 年 8 月，位于山西的晋城银行、晋中银行、长治银行、阳泉市商业银行、大同银行 5 家银行又相继披露公告，酝酿合并重组设立山西银行。

2021 年 1 月底，辽宁省政府也在最近常务会议上研究推进该省内城市商业银行整体改革工作，计划通过申请新设组建一家省级城商行，合并省内 12 家相关城商行。

除城商行外，还有多家上市农商行宣布入股或参股设立其他农商行的计划。比如，常熟银行发布公告宣布入股江苏镇江农商行；无锡银行、江阴银行拟共同发起设立徐州农商行。

据券商中国记者不完全统计，去年初以来，银保监会批复筹建的中小银行超过 50 家，其中多家由多家农商行或农信社合并而来，发展较好的农商行获批入股“帮扶”落后农商行、或参与农信社改制的案例也数不胜数。

不少分析人士将中小银行合并重组形容为“抱团取暖”，并且形成共识——合并重组的趋势将在 2021 年继续，但实际效果无疑还需要时间验证。

光大银行金融业分析师周茂华表示，由于宏观经济环境变化、竞争加剧，部分中小银行经营压力上升，合并重组有助于理顺中小银行股权混乱等方面的历史遗留问题，加快不良资产处置，有效化解金融风险，扩大银行资产规模。

与此同时，中小银行的体制机制改革与资本补充已经得到政策层面上的高度支持。2020 年 5 月，国务院金融委办公室出台《中小银行深化改革和补充资本工作方案》，提出要进一步推动中小银行深化改革，加快中小银行补充资本，坚持市场化法治化原则，多渠道筹措资金，把补资本与优化公司治理有机结合起来。

（来源：Wind）

【国都策略视点】

■ 策略观点：驱动市值分化的四大因素趋势不变，预计中期内头尾部分化趋势难改

1、短期风格逆转的原因？头部公司已进入估值泡沫化初期阶段，驱动力由提估值转为业绩预期差。20 年 8 月初至 21 年 2 月 8，表征头尾部公司指数持续分化，尤其是投资者结构加速机构化下，机构抱团的大市值公司一枝独秀，期间沪深 300 上涨 22%，而中证 1000 下跌 15%。期间欧美疫情防控压力持续，全球宽松政策延续，美元流动性充裕；而我国经济修复领先，正处于后疫情恢复的中后期，基本面上行支撑结构性牛市下半场，按“估值修复—业绩增长与提估值-估值泡沫化”的牛市三阶段行情来看，当前 A 股市场的白马龙头股的第二阶段业绩增长预期提前反应较为充分，已步入三阶段的泡沫化初期。

按当前国内无风险利率 3.0-3.3%计算，国内资金对绩优白马股估值容忍的合理值为 30-40 倍；而当前基金重仓的绩优股或白马龙头股的整体 PE（TTM）达 40 倍，已逼近对估值的合理容忍度上限区间。而随着全球定价基准利率 10 年期美国国债利率自 20 年 8 月底部持续上行至当前的 1.3%附近，全球疫情缓解、经济复苏预期下中期货币政策边际收缩，无风险利率中枢或进一步上行。因而当前头部公司进入泡沫化初期后，无风险利率的上行，导致估值上行阻力加大，后续驱动力或待业绩增长的超预期释放。

2、复盘过去十五年市值风格走势表现及驱动力。复盘历史数据，以中证 100、沪深 300 为代表的大盘风格指数，以中证 500、中证 1000 为代表的小盘风格指数，近十五年两者走势经历了“同步等幅-同向不等福-同步等幅-持续分化-回归至同步等幅-持续分化”的六个不同阶段，其中 16 年 12 月至 18 年 1 月底、20 年 8 月至今为大小盘指数持续分化阶段。

回顾 2005 年至今的 A 股市场大市值、小市值指数的走势，大致可划分为六个阶段，具体大小盘市值风格走势对比、差异幅度及其驱动逻辑简析如下：

（1）同步等幅阶段，2005 年初至 2009 年 10 月，期间沪深 300、中证 1000 累计涨幅各 230%、280%；

（2）同向不等福阶段，2009 年 11 月至 2015 年 6 月中旬，期间沪深 300 累计上涨 53%，远低于同期中证 1000 的 285%涨幅；

（3）同步等幅阶段，15 年 6 月下旬至 16 年 11 月底，期间沪深 300、中证 1000 累计跌幅均在 35%左右；

（4）持续分化阶段，16 年 12 月至 18 年 1 月底，沪深 300 累计上涨 28%，而中证 1000 累计下跌 23%，分化驱动力主要系供给侧改革及陆港股通的实施；

（5）回归至同步等幅阶段，18 年 2 月至 20 年 7 月底，沪深 300、中证 1000 累计涨幅各为 10%、6%，主要受中美贸易摩擦持续影响；

（6）持续分化阶段，20 年 8 月初至 21 年 2 月 8，代表头尾部公司指数再次持续分化，尤其是投资者结构加速机构化下，机构

抱团的大市值公司一枝独秀，期间沪深 300 上涨 22%，而中证 1000 下跌 15%。期间指数加剧分裂的驱动逻辑主要包括：一货币政策由松转稳、流动性边际趋紧；二注册制发行已由科创板扩容至创业板，且近期中小板合并至深主板预示全市场实施注册制发行在即，同时退市新规下壳价值大幅下降；三后疫情时代经济恢复不均衡、头尾部公司市场地位分化加深；四随着公募基金发行持续火热、陆股通北上资金加速净流入（年初迄今公募基金新发行近 6400 亿元，北上资金净流入 887 亿元），A 股投资者结构机构化国际化趋势已成。

3、驱动市值分化的四大因素趋势不变，预计中期内头尾部分化趋势难改。复盘以上过去十五年大小盘指数的走势，2005 年初迄今，沪深 300、中证 1000 各累计上涨了 450%、540%，整体表现来看，小市值公司强于大市值公司，但主要集中于头十年，而近五年大市值风格明显逆转占优。05 年至 15 年中期，中证 1000 累计大涨 1380%，大幅领先沪深 300 的 410%，市值风格偏向中小盘；

但 15 年下半年至今，市值风格明显逆转，期间中证 1000 累计回调 53%，而沪深 300 上涨 55%，背后驱动力为资本市场制度改革与开放、基本面分化趋势、投资者结构变化等。预计中期内以上几大趋势性因素不变，叠加中期内稳货币紧信用政策下的流动性边际收紧，预计大市值风格占优的趋势难以逆转。

4、综合判断，注册制全面实施下新股发行常态化、退市新规下的上市公司宽进宽出，及机构定价权提升两大趋势，叠加我国经济增速趋势放缓、存量模式竞争加剧下利于头部企业，预计头尾部企业表现分化已成大势。我们预计，中期导致头部企业相对收益下降的风险因素，或主要源自头部企业的估值显著泡沫化、美元无风险利率显著上行。

风险提示：国内外流动性边际超预期收紧、海外市场大幅震荡等风险。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国都证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的特定客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告中的信息均来源于公开资料或国都证券研究所研究员实地调研所取得的信息，国都证券研究所及其研究员不对这些信息的准确性与完整性做出任何保证。在法律许可的情况下，国都证券及其关联机构可能持有报告所涉及的证券品种并进行交易，也有可能为这些公司提供相关服务。本报告中所有观点与建议仅供参考，根据本报告作出投资所导致的任何后果与公司及研究员无关，投资者据此操作，风险自负。

本报告版权归国都证券所有，未经国都证券研究所书面授权许可，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发送、发布、复制，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，国都证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

国都证券投资评级

国都证券行业投资评级的类别、级别定义		
类别	级别	定义
投资评级	推荐	行业基本面向好，未来 6 个月内，行业指数跑赢综合指数
	中性	行业基本面稳定，未来 6 个月内，行业指数跟随综合指数
	回避	行业基本面向淡，未来 6 个月内，行业指数跑输综合指数

国都证券公司投资评级的类别、级别定义		
类别	级别	定义
投资评级	强烈推荐	预计未来 6 个月内，股价涨幅在 15%以上
	推荐	预计未来 6 个月内，股价涨幅在 5-15%之间
	中性	预计未来 6 个月内，股价变动幅度介于±5%之间
	回避	预计未来 6 个月内，股价跌幅在 5%以上