

碳中和概念下的基金抱團行為研究

黃志煌

摘 要：2021 年 3 月 15 日，中央財經委員會第九次會議強調，我國力爭 2030 年前實現碳達峰，2060 年前實現碳中和，碳中和成為我國重大戰略部署。作為國民經濟的“晴雨錶”，我國股票市場上碳中和相關概念股應聲上漲，相關板塊強勢崛起，部分個股走出翻倍行情。與此同時，從 2020 年下半年持續上漲的機構“抱團股”卻走勢低迷，白酒等熱門板塊連續回調，不少股票跌幅超過 30%。碳中和板塊與抱團板塊截然相反的股價走勢，引起了普遍的關注。我們不禁想問：冉冉上升的碳中和板塊是未來股票市場的投資方向嗎？風口上的碳中和板塊與機構“抱團股”之間存在內在聯繫嗎？股票市場出現的抱團現象原因何在，抱團現象將會如何演化？本案例探討碳中和的由來與發展，剖析崛起的碳中和板塊與“抱團股”之間的博弈，並探索碳中和板塊的前景以及抱團現象的未來發展方向。

關鍵字：碳中和；抱團股；機構投資者；投資理念

0 引言

“那些最有名氣的上市公司的股票最容易投機過度”——德國證券界教父安德烈·科斯托蘭尼的名言。2020 年下半年，我國股市少數龍頭股行情火爆，這些知名頭部公司的股價創新高，滬深 300 指數甚至達到了歷史以來的最高點。然而股票市場卻出現“二八分化格局”，少數大型頭部企業股價不斷上漲，而中小盤股卻持續下跌。觀察發現，這些快速上漲的股票都有同一個特點——被許多機構投資者重倉。同時，市場掀起一股追逐這些機構投資者重倉股的氛圍，“抱團”成為市場熱議的焦點。

進入 2021 年 3 月，隨著中央財經委員會第九次會議的召開以及國家電網公司發佈“碳達峰、碳中和”行動方案。碳中和板塊成為新的熱點，投資者熱情高漲、不少機構研究看好碳中和板塊。在全球“碳中和”的背景下，A 股市場碳中和相關概念股異軍突起，不斷吸引資金注入，強勢上行，而此前暴漲的“抱團股”的股價暴跌超過 30%，且重倉這些“抱團股”的公募基金淨值也出現大幅回撤。碳中和概念股與“抱團股”的走勢形成鮮明對比。市場上的投資風格和理念發生了變化嗎？碳中和概念股的崛起與抱團股的下跌之間存在聯繫嗎？兩者後續的發展方向如何？本案例將一探究竟。

1 “碳中和”——全球應對氣候變化的共識

1.1 “碳中和”解析

2021 年 4 月，中美兩國氣候特使在上海舉行會談，併發表《中美應對氣候危機聯合聲

明》。聲明表示：中美致力於相互合作並與其他國家一道解決氣候危機，並加強巴黎協定的實施；中美將採取其他低碳減排行動，為解決氣候危機進一步做出貢獻。4月16日，中國國家主席習近平在北京同法國總統馬克龍、德國總理默克爾舉行中法德領導人視頻峰會。三國領導人一致認為，要堅持多邊主義，全面落實《巴黎協定》；加強氣候政策對話和綠色發展領域合作；支持發展中國家能源供給向高效、清潔、多元化方向發展。習近平宣佈中國將力爭於2030年前實現二氧化碳排放達到峰值、2060年前實現碳中和，碳達峰。碳中和即將納入我國生態文明建設整體佈局，中國將全面推行綠色低碳迴圈經濟發展。那麼，什麼是碳達峰、碳中和呢？

由二氧化碳等溫室氣體排放引起的全球氣候變化已經成為全人類需要面對的重大挑戰之一。科學界和各國政府對氣候變化問題正在形成更加明確的共識，即氣候變化會給全球帶來災難性的後果，世界各國應該行動起來減排溫室氣體以減緩氣候變化，到本世紀中葉實現碳中和是全球應對氣候變化的最根本的舉措。根據政府間氣候變化專門委員會 (IPCC) 提供的定義，碳中和，也稱為淨零二氧化碳排放，是指在特定時期內全球人為二氧化碳排放量與二氧化碳消除量相等（如自然碳匯、碳捕獲與封存、地球工程等）。二氧化碳是造成氣候變化的溫室氣體 (GHGs) 之一，而其他溫室氣體（如甲烷）也能以二氧化碳當量的形式體現，因此廣義的碳中和涵蓋包括二氧化碳在內的各種溫室氣體。

碳中和背景下風電、光伏等可再生能源將逐步成為主流能源，儲能需求逐漸增加。2020年9月，我國於第75屆聯大一般性辯論上首次提出“碳達峰”和“碳中和”概念：二氧化碳排放力爭於2030年前達到峰值，努力爭取2060年前實現碳中和。其中，實現“碳達峰”的關鍵在於能否有效促使二氧化碳的排放量逐年邊際遞減；而實現“碳中和”的關鍵則在於需要增加碳匯、發展碳捕集和封存技術等。根據《EmissionsGapReport2020》數據統計，全球二氧化碳排放結構中發電和供熱的占比最大，主要系目前發電及供熱仍主要依賴於火力。因此，為實現“碳達峰”、“碳中和”的目標，各國相繼制定可再生能源主導的能源變革戰略，將可再生能源作為能源轉型的主要方向。可再生能源將持續快速發展，光伏和風電將成為能源轉型主力。下圖展示了“碳達峰”和“碳中和”示意圖

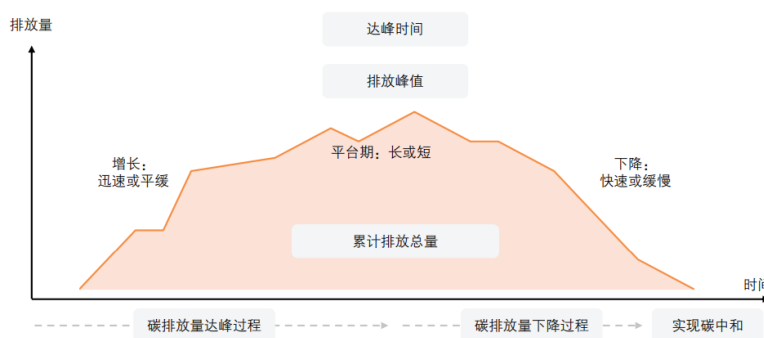


圖 1：“碳達峰”與“碳中和”示意圖

1.2 “碳中和”如何實現？

從中國現有的能源結構與碳排放狀況來看，為實現碳達峰碳中和的目標，應該從三條路徑入手：一是控制和減少碳排放，包括限制化石能源的使用，增加清潔能源的使用；二是促進和增加碳吸收，主要包括技術固碳和生態固碳兩種手段；三是通過建立綠色金融體系來支持碳中和目標的實現。由此，衍生出八個領域：

第一，碳排放交易領域。在碳排放交易覆蓋的石化、化工、建材、有色、鋼鐵、造紙、電力、航空等八大行業中，具備領先節能減碳技術、生產效率提高、能耗下降的企業，將能夠實現碳配額的剩餘，進而可以在碳交易市場上獲得豐厚收益。

第二，清潔能源領域。為實現碳中和目標，中國的能源結構未來將實現顛覆性的調整，包括水電、風電、太陽能、核電、氫能、生物質能、地熱、海洋能等在內的清潔能源領域生產和消費領域，將有巨大的成長空間。

第三，工業領域節能。推動工業節能的內容豐富龐雜，大體有三方面機遇：一是傳統製造業的綠色改造，推動綠色設計產品、綠色工廠、綠色供應鏈；二是污染防治、清潔生產技術、等；三是再生資源利用，再製造、再利用產業的發展。

第四，建築領域節能。這貫穿建築的整個生命週期，包括節能建築設計、新型建築材料的研發和生產、可再生能源使用、建築用能系統開放、建築廢料的綜合利用等方面；此外，零碳建築與零碳生態城市也是重要的方向之一。

第五，交通領域節能。主要有兩方面，一是推動交通運輸提升效率的資訊化、智能化建設，例如高速公路 ETC 系統、互聯網 + 物流配送、互聯網 + 公共交通等；二是支持使用新能源、清潔燃料的交通工具，例如推廣新能源、清潔燃料汽車。

第六，技術固碳。碳捕集、利用與儲存（CCUS）技術大有可為，但目前中國的 CCUS 專案集中在捕集階段，後續的利用與儲存則需要政府給予相關企業包括直接投資、碳稅、新能源補貼等在內的激勵政策。

第七，生態固碳。碳匯對於拉動區域間的產業建設具有積極的促進作用，尤其中西部碳匯豐富的地區，可以通過碳匯買賣幫助農民創收，探索推廣碳匯扶貧、生態扶貧等新機制。

第八，綠色金融。我國綠色金融體系自 2016 年正式起步，碳達峰碳中和目標對中國綠色金融發展又提出了新要求，因此，未來圍繞綠色信貸、綠色債券、綠色基金、碳交易碳期貨等領域，都將存在豐富的投資機遇。

下圖展示了碳中和的實現路徑：

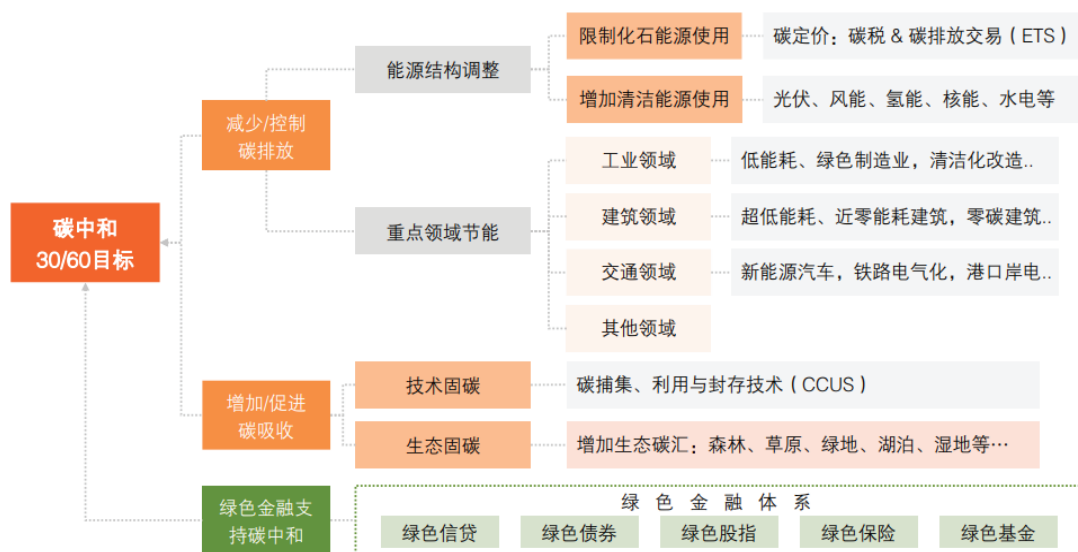


圖 2：碳中和的實現路徑

1.3 “碳中和”的投資機遇

為進一步落實國內“碳達峰”和“碳中和”的目標，《中華人民共和國國民經濟和社會發展第十四個五年規劃和 2035 年遠景目標綱要》中提出：構建現代能源體系。加快發展非化石能源，堅持集中式和分佈式並舉，大力提升風電、光伏發電規模，加快發展東中部分佈式能源，有序發展海上風電，加快西南水電基地建設，安全穩妥推動沿海核電建設，建設一批多能互補的清潔能源基地，非化石能源占能源消費總量比重提高 20% 左右。同時，各省市亦相繼出臺相關政策鼓勵新能源及儲能設施建設。由此可見，在碳中和的背景下，我國的新能源和儲能市場在未來將快速崛起。碳中和戰略放眼至 2050 年，長遠戰略的提出必然牽動著宏大的體系化變革，能源消耗的調整涉及到眾多行業，比如能耗巨大的工業與能源體系會受到巨大影響。目前“碳中和”相關領域的發展仍不完善，仍需要大量資金的投入，從發展遇到的問題上，可看出在碳中和板塊的相關投資方向：

(1) 伴隨著電力需求的大幅提升，電力結構的清潔化轉型亟需加速：國能源稟賦多煤、貧油、少氣，其目前的發電結構以火電為主，而火電以燃燒煤炭為主。根據中電聯統計，2019 年中國發電量中火電的占比高達 72%，電力領域碳排放占全國碳排放總量的 30% 以上。根據清華大學氣候變化與可持續發展研究院的測算，在碳中和的目標下，2050 年中國非石化發電量占總電量的比例將超過 90%，煤炭比例則將降至 5% 以下。可見中國電力結構低碳轉型乃至最終實現淨零所面臨的任務十分艱巨。

(2) 低碳電源中水電和核電發展空間受限：目前，中國可再生能源電力以水電為主，2019 年其發電量占全部發電量的 17.4%(中電聯)。水電發電成本低、清潔、機組啟停迅速，

也是穩定的調峰、調頻和事故備用電源。但目前中國主要的水電資源開發過半，主要流域中僅雅魯藏布江流域仍有較多的待開發資源。總體來看，由於受環保限制、資源開發難度影響，其水電未來發展空間有限。

(3) 光伏、風電資源供需存在區域錯配、電力系統協調等問題仍待解決：從 2010 年開始，中國風電和光伏發電裝機容量大幅增長，目前裝機容量分別超過 2 億千瓦，占全球份額也都超過 30%。由於技術進步和發電成本大幅下降，風電和光伏將有巨大的發展前景。但目前來看，在中國電力系統中，風電和光伏發電量的占比仍然很低，2019 年分別為 2.9% 和 5.4%。

(4) 交通部門碳排放尚未達峰，商用車、民航等領域脫碳面臨技術瓶頸：目前中國電動車主要應用於乘用車領域，而重型貨車碳排放目前占中國道路交通二氧化碳排放的 40%~55%，仍缺乏商業化量產的電動化技術。根據國際能源署預測，未來全球交通運輸行業石油需求和碳排放增長主要來源於貨運，其中，中國貨運排放增長將占全球貨運交通碳排放增長的 90%

(5) 工業部門脫碳技術仍待探索，或顛覆現有材料：以工業部門的鋼鐵和水泥行業為例，二者都是能源密集行業，占全國碳排放的比重分別約為 16% 和 15%。鋼鐵行業脫碳的首要步驟是推動生產工藝轉型，由高爐冶煉向電弧爐冶煉路線進行轉變。然而，目前中國鋼鐵工業由於廢鋼資源供應不足、工業電價較高等因素，電弧爐生產路線經濟性不及高爐煉鋼，2019 年電弧爐生產路線的粗鋼產量占比僅有 10.4%，遠低於全球平均水準 27.7%。

以上碳中和推進過程中要面對的短板都是未來研發創新以及資金流入更有可能發生的領域，因此，碳中和帶來的投資機遇顯而易見。

2. 剖析我國股市“抱團”現象

2.1 機構投資者“抱團”的原因

股市抱團主要是指一些機構投資者集中和大量的持有某些業績優秀、預期良好的股票現象，抱團的參與者不斷加倉其中某個板塊，不輕易進行調倉換倉。2020 年下半年以來，機構投資者抱團股票主要是消費股，以白酒、食品為主，其中白酒股龍頭貴州茅臺股價突破 2000 元。其次還有醫療股，如邁瑞醫療、恒瑞醫藥等，以及新能源股，如寧德時代、億緯鋰能等。造成 A 股市場上機構投資者抱團的原因有多種，以下對一些主要原因進行分析。

(1) 存量經濟下，分化和集中的結果。全球經濟總體呈現下行趨勢，新冠疫情的衝擊更是令全球大多數國家陷入衰退。存量經濟下市場特徵是“強者恒強”。從我國 GDP 的同比增速看，總體上中國經濟的存量特徵越來越明顯，供給側改革下，產能落後中小企業被淘汰，

資源向部分優質大企業集中，龍頭企業的盈利能力越來越強，佔據更多市場份額，這在資本市場上則體現為資金加速向某些優質的“頭部”靠近。“抱團股”盈利的增速不是很高，但穩定性更強，在市場上高盈利增速企業較少的情況下，大公司在面臨宏觀經濟較差的環境下具有相對穩定性，因此獲得青睞。抱團其本質是對經濟發展信心不足下的低風險偏好。

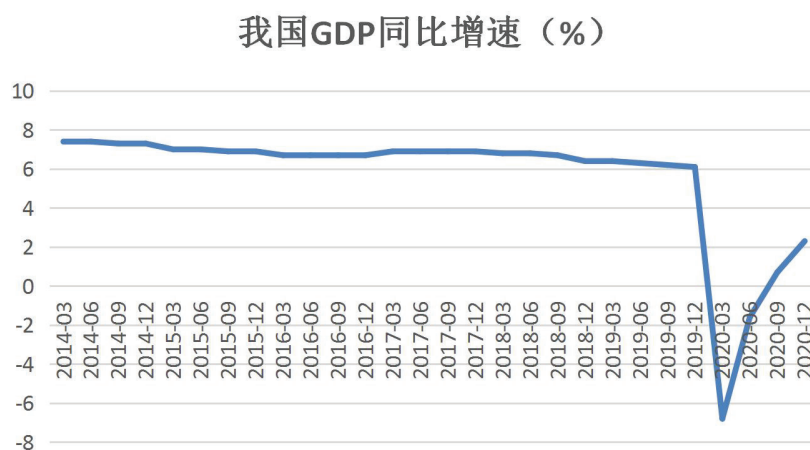


圖 3：我國 GDP 同比增速

(2) 機構化浪潮推進，A 股機構投資者占比逐步提高。近兩年，A 股機構化趨勢明顯，近兩年外資持股市值占比持續提升，2014 年陸股通開通以來占比由 0.5% 提升至 2020 第三季度的 2.7%，而公募基金的占比也從 2017 年的 2.8% 提高到 2019 年的 3.7%。根據 wind 數據顯示，美股 2020 年市場成交金額中，前 5% 的上市公司貢獻了 68% 的成交額，這體現出成熟市場上同樣是少部分股票受到機構投資者青睞。從成交金額等參考美股，A 股機構持股市值和交易額集中度提升也是成熟市場的體現，體現了公募、外資等定價權的提升。

(3) 獲利性正回饋驅動。一些明星基金經理管理的基金規模提升較快，基金管理規模“二八分化”，形成“抱團 - 申購”的正回饋效應，由於基金抱團使得股票價格提高，而使得基金淨值增長較高，形成一種賺錢效應 - 股價上漲與基金募集資金形成一種正向回饋機制。這也是這種機制的背後是公募基金趨同的考核機制以及利潤最大的驅動。2020 年底，在主動偏股公募基金中，前 20% 基金經理管理的規模占比超過 77%。基金經理明星效應下，基金管理規模“二八分化”，這也導致股票市場龍頭效應。

(4) 機構投資者內部的分化。公募基金發行規模顯著上升，根據數據顯示 2020 年累計成立新基金 1400 餘只，合計募集規模 3.2 萬億元。較 2019 年分別增長 38% 和 122%，創下公募基金成立以來的歷史新高。公募顯著加強的同時，其他機構力量仍不足。但保險、養老金等重要機構投資者力量仍不足，中長線資金來源仍較少，銀行理財、券商等占比仍較低，另外如私募、量化等力量仍相對較弱。

(5) 公募基金產品的制度及政策設計仍有欠缺，公募產品發行規模與市場流動性存在一定的不匹配性。其次現行法規僅規定基金持有同一個上市公司股票市值不能超過上市公司總市值的 10%，但同系的基金卻不需要累計。對於上市公司來說，若流通市值占比就比較低，那麼幾只基金共同鎖倉就基本可以控制一只股票的所有籌碼。根據 wind 的數據顯示，股票型公募基金總規模在 2020 年底達到 6.5 萬億，而全部 A 股上市公司平均市值 206 億，前 100 家市值上市公司最低為 1290 億。除去這 100 家公司外，平均市值迅速下降到 111 億，和目前熱門公募動輒超過 300 億的募集額相比差異顯著。若以不到舉牌門檻 4.99% 計算，若不配置頭部 100 家公司，對於熱門公募產品而言，完成建倉需要至少買入 55 家公司，若以每只股票持倉 3% 左右，則需要買入至少 100 家公司。這也間接導致了為了達到流動性需要和滿足集中度要求，主流公募產品只能被動向龍頭公司集中。

2.2 機構投資者抱團是理性行為嗎？

機構投資者宣導一種理性、長期的投資理念，但在實際操作上是否按照投資理念進行呢？這需要從我國股票市場的發展史中找到答案。縱觀我國股市 30 多年的發展史，類似的抱團現象也出現過 3 次，大規模的抱團首次出現在 2007 年的牛市中，而後的 2010 年、2013 年以及目前行進中的股市都出現了大規模抱團現象。

(1) 2007-2009 年抱團的股票板塊是金融和地產。2007 年，A 股處在大牛市中，公募基金在 2007 年第三季度對金融板塊的配置最高，達到了 48%。這一年，公募基金的規模迎來了大爆發，2007 年偏股型和混合型基金的規模接近兩萬億份，為 2006 年底的四倍，新增的資金繼續加倉金融板塊，金融板塊漲幅位居前列，市場的存量資金也轉戰金融板塊，於是到 2007 年 10 月 16 日，在金融板塊的帶動下，上證指漲到了 6124 點。2008 年金融危機衝擊下，金融板塊受到劇烈衝擊，非銀金融全年下跌幅度超過 60%，實現了“膝蓋斬”。2008 年，公募基金對金融板塊的配置也減少了 10% 以上。2010 年第一季度的社會融資增速為 -4.3%，是 2005 年來首次社融增速為負，金融抱團自 2010 年第二季度起開始瓦解，到 2010 年 4 月開始，到 2011 年 7 月，金融指數下跌了 20%，11 月底，金融指數跌幅超過 30%，金融的美好時代抱團宣告瓦解。

(2) 2010-2012 年加倉並抱團消費。隨著金融板塊抱團的瓦解，選擇業績增速較快消費股作為投資標的不失為明智之舉。2009 年由於經濟危機的後續影響，大部分的板塊仍在負增長，而 2009 年上半年的食品飲料和家電板塊已經交出了 24% 和 18.4% 的業績增長，從第三季度開始，機構投資不斷加倉消費板塊，到了 2010 年公募基金在消費板塊的配置已經達到 28%，超過了金融板塊。並且隨著時間推移不斷加倉，在 2012 年對消費板塊的配置比例超過 30% 創下新高。因此 2012 年的上半年，白酒板塊的漲幅達到了 32%，大幅超過其他板塊。

2012 年 12 月，中央政治局通過“八項規定”，三公消費受到抑制，白酒行業的需求受到衝擊，從第四季度開始，投資者開始減持食品飲料的股票，第一次對消費股的抱團開始瓦解，消費股在隨後一年時間大幅跑輸市場指數，這時，資訊科技板塊開始嶄露頭角。

(3) 2013-2015 年加倉並抱團資訊科技。2012 年下半年，智能手機逐漸走進大眾視野，手機銷量的爆發使得零部件廠商業績飛漲，隨著 3G 網路的普及和 4G 網路的使用，資訊科技產業迎來了百花齊放，資訊板塊成為增速最快的板塊，抱團資訊科技板塊大幕開啟。從 2013 年第一季度開始，機構投資者加倉資訊科技板塊，持倉比重迅速提高到 24%，到了第三季度，資訊科技板塊龍頭漲幅巨大，許多股票翻倍。2015 年，基金發行規模創下新高，偏股型和混合型基金同比擴張近一倍，達到 3.3 萬億份。公募基金、私募基金、融資餘額在 2015 年上半年實現了共振，不停買入各種資訊科技股票，有申購就加倉原來的重倉股，中證資訊指數在 2015 年的上半年，漲幅高達 147%，創業板指更是從 1000 點左右，漲到 4000 點，漲幅達到 4 倍。2015 年 7 月開始，A 股出現了大幅調整，政府採取了一些穩定措施，由於跌幅太大，許多機構投資者來不及減倉，而當市場趨於平穩時，投資者的反應仍然是加倉資訊科技股票。2016 年一季度，市場再度調整，移動互聯網的紅利逐漸消退，資訊科技板塊的業績增速逐漸進入下行趨勢，機構開始減倉資訊科技板塊，抱團開始瓦解。隨後，中證資訊指數從 2016-2018 年三年下跌 44%，創業板指連跌 3 年，下跌 54%。那些曾經輝煌的十倍股們，很多股價都是“腳踝斬”，跌幅超過 70% 的比比皆是。

2020 年下半年出現對消費股、醫療股和新能源板塊等抱團現象，這些板塊的股票高歌猛進，行業分類指數上漲均超過 80%，部分股票漲幅超過一倍。機構投資者打著“核心資產”的名號去不斷加倉一些行業龍頭、市值大、外資重倉並且有著高 ROE 的股票組合，並且對外聲稱在貫徹“價值投資”的理念。

一方面，價值投資理念有一定的合理性，基金經理在選擇板塊或者股票時，主要考慮兩個方面：業績表現和成長潛力。基金經理是通過對行業和公司的基本面分析而尋找值得投資的公司股票的。在資本市場上有時會反映為“英雄所見略同”，不同的基金在尋找業績增長的股票時，恰好找到了同一批股票，也就是說基金經理對通過各種有效資訊分析，恰好選擇出來的業績增長的股票有相同的預期，從而造成“抱團”的表象。再加上資本市場上所謂的“優質股”少之又少，基金經理看好同一支股票是很容易出現的情況，而機構抱團的股票切合了宏觀背景與經濟活動脈絡，這些抱團股票大多數業績優秀，經營穩健，這種思路下，業績持續表現優秀的板塊必然得到機構的青睞。從這個角度來看，“抱團”只是基金經理預期一致性造成的結果。

另一方面，機構投資者同時也面臨這定期的考核機制和市場排名機制。國內的基金管理人都有定期的考核機制，考核其在一段時間內的相對收益，因此在一個行業表現較好時，若管理人沒有買入這個行業，在考核時會遭遇靈魂之問——“為什麼沒買”。因此表現較好

的行業被持續加倉，直到抱團破滅。機構投資者的規模和業績表現通常是公開信息，這些資訊會被市場用來比較基金產品的排名，因此各個機構都爭取盡可能高的排名，因此需要買入增長較快的股票，而“抱團股”的業績表現較好，增速較高，因此得到機構投資者的重倉。而作為同樣擁有“抱團股”特性—高 ROE、外資重倉、行業龍頭，在人們提起核心資產的時候，資訊科技板塊裏面幾乎都會提到立訊精密，但是會刻意的把海康威視、大族鐳射這些過去股價有較大調整的，可能就會選擇性忽視。而一些老牌的消費白馬股，如老闆電器、索菲亞，遭遇階段性的低谷，可能就會被剔除核心資產概念。

問題是，“抱團股”中哪家公司又能永遠保證業績能最優秀，股價永遠漲呢？機構投資者聲稱的“長期持有”、“價值投資”等理念顯然與歷史上出現的多次抱團現象不匹配。機構投資者青睞的永遠是那些增速最快的板塊而不是某一個板塊，當出現了新的增速更快的板塊，機構投資者便放棄原有“抱團”板塊，而參與新的板塊。從歷史現象得知，當抱團趨勢拐點出現的時候，會出現一些從來沒有發生過的事情和現象，可能是正向的也可能是反向的。因此，當一件從來沒有聽說過的事物出現的時候，很可能成為趨勢決定的關鍵變數。

3 “碳中和”與“抱團股”的博弈

3.1 “抱團股”回調，“碳中和”板塊異軍突起

“抱團股”高估值，醞釀潛在系統性波動風險。高估值（根據基金 2020 年報，基金前 50 大重倉股估值（以動態市盈率衡量）均處於歷史高位，基金前 10 大重倉股中，市盈率近十年分位數高於 95 的達 6 只）。但今年初以來，央行多個大額逆回購到期，淨回籠資金不斷攀升，國內貨幣流動性逐漸減弱，“抱團股”對流動性邊際變化的敏感度極高，一旦市場賺錢效應減弱甚至消失，市場可能進入“贖回 - 拋售 - 抱團瓦解”的負回饋中。

表 1：基金前 10 大重倉股市盈率以及分位數

序號	股票簡稱	持有基金家數（家）	動態市盈率	市盈率分位數
1	貴州茅臺	1678	65	100
2	五糧液	1332	64	100
3	中國平安	1283	10	9
4	美的集團	1067	27	99
5	寧德時代	904	195	98
6	招商銀行	872	14	94
7	中國中免	822	111	95
8	立訊精密	790	53	69
9	恒瑞醫藥	761	98	98
10	隆基股份	694	53	73

“碳中和”領域涉及的行業較多，相關行業部門在碳中和變革的體系中都面臨著重大的轉變機遇。近期股市的行業性波動此起彼伏，電力、環境保護、鋼鐵、水泥等板塊輪番上攻，具有節能優勢的傳統能源消耗型企業在碳中和的背景下具有更多的碳減排能力，節能成本上更具有市場競爭力，所以其盈利能力在同行業中更凸顯出來。除此之外，資金從各行業龍頭股中出逃，抱團解散，爭相進入碳中和相關的諸多中小市值股票，投資的風格由大盤股轉向中小盤股。

根據 wind 資訊統計的衡量“抱團股”的指數——“茅指數”在 2021 年初呈現上升趨勢，並且於 2 月 10 日達到指數頂峰，但 2 月 18 日以來，“茅指數”急劇下跌，在短短 10 多個交易日內下跌幅度超過 20%，其成交額也出現腰斬。“抱團股”在短期內下跌幅度之大，引起了市場資金的出逃，逃離的資金從“抱團股”轉向新的碳中和概念板塊，如環保、電力、鋼鐵等。

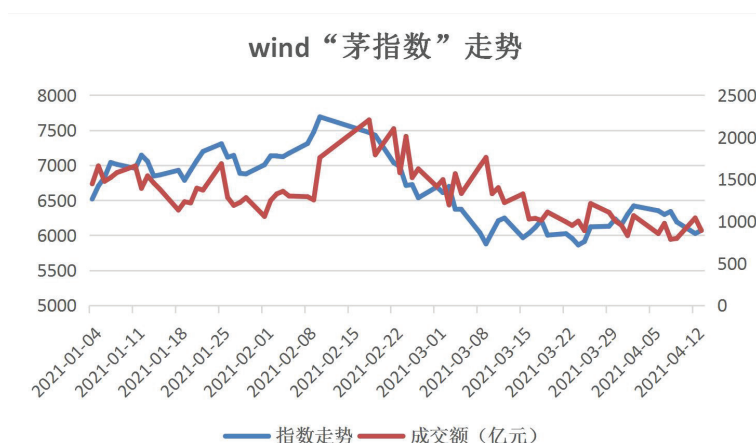


圖 4：“茅指數”走勢

由下圖可知，碳中和指數從 2021 年 2 月中旬開始發力，碳中和概念不斷吸引資金注入，強勢上行，指數上升超過 300 點，而其成交額則從不到 100 億元，迅速提高到 400 多億元，體現出板塊強大的資金吸引力。

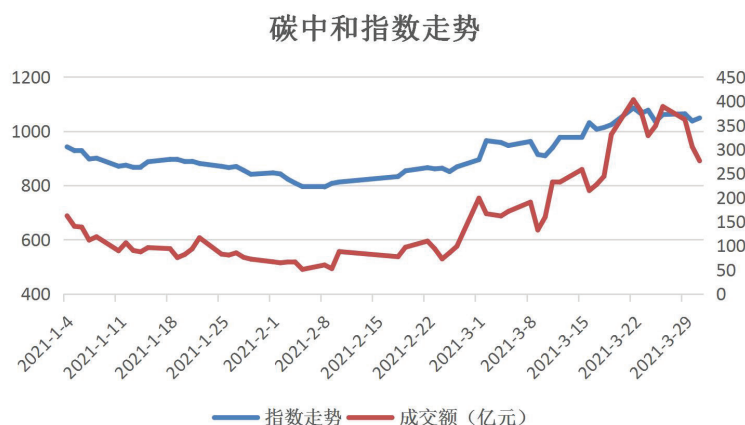


圖 5：碳中和指數走勢

大消費板塊是“抱團股”的主要代表板塊，板塊指數也在2021年2月下旬出現下行趨勢，指數最高從3600點下跌到2900點，下跌幅度同樣超過20%。板塊成交額由1500億元下降到500億元，火熱消費板塊仿佛被潑了一盆涼水，資金開始追逐碳中和概念板塊，如環保概念等。

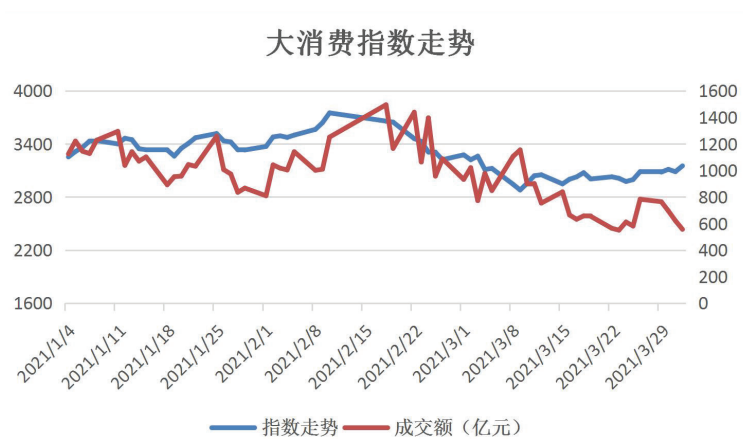


圖 6：大消費指數走勢

由下圖可知，環保概念從2月中旬開始上漲，指數由2000點上升到2500點，上漲幅度超過25%，而成交額也由20億元上升到130億元，板塊活躍度明顯提升，與“抱團”板塊形成鮮明對比。碳中和概念對相關行業產生了積極的影響。

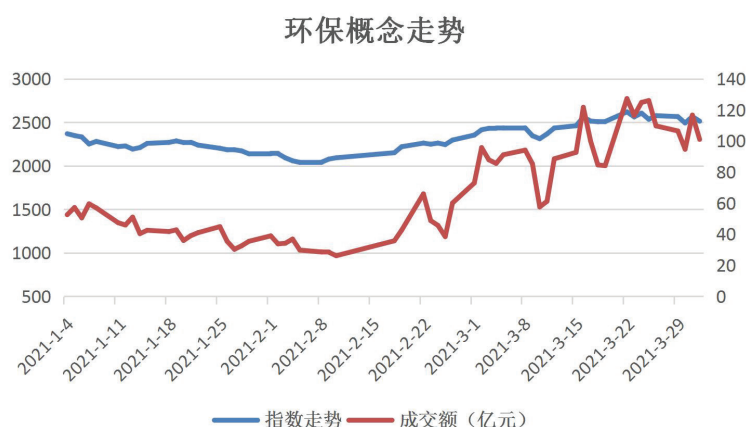


圖 7：環保概念走勢

本案例進一步發現，作為“抱團”的熱門—白酒板塊，其成交額也在2021年3月份迅速下降，與碳中和板塊的成交額形成此消彼長的趨勢。由下圖可見，碳中和與白酒指數發生了一段時間的趨勢背離，而在3月下旬，碳中和板塊成交額迅速上升，並且超過了白酒板塊的成交額。出現的背離趨勢標明兩個板塊的流動方向相反，碳中和概念的提出喚醒了股票市場主力資金入場，同時白酒等“抱團股”資金出現瓦解現象，“抱團股”進入技術性熊市階段。

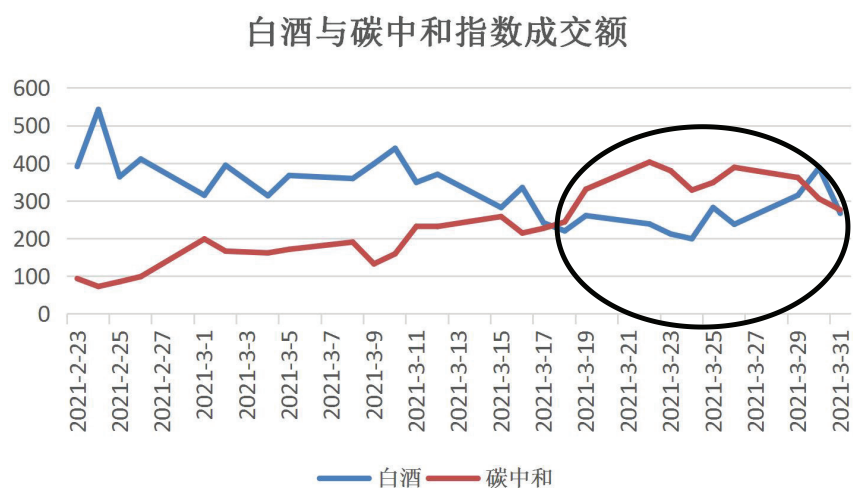


圖 8：兩個板塊成交額對比

從資金流動角度看，代表“抱團股”的“茅指數”的資金呈現淨流出趨勢。

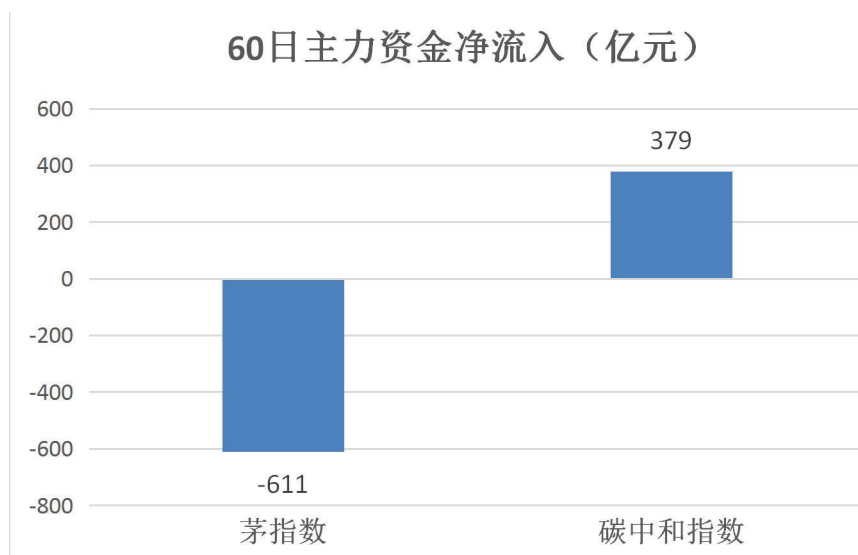


圖 9：板塊主力資金淨流入圖

根據 wind 統計的數據，從 2021 年 2 月到 4 月，“抱團股”的 60 日主力資金淨流出額為 611 億元，機構大額資金從“抱團股”撤出，轉向碳中和概念板塊，碳中和指數的 60 日主力資金淨流入額則為 379 億元。“抱團”相關領域的資金出逃至碳中和相關概念板塊，如電力，環保等。

本案例進一步發現，“抱團股”相關板塊：如白酒 新能源等，在 2021 年 2 月到 4 月期間，其 60 日資金為淨流出趨勢，其中白酒指數資金淨流出 65 億元，而新能源指數的資金淨流出為 39 億元。與此同時，碳中和概念板塊：環保概念指數的資金淨流入額 53 億元，電力板塊的資金淨流入額則為 71 億元。由此看出，碳中和概念對“抱團股”產生了衝擊，碳中和概念如催化劑一般，加速了“抱團股”走向瓦解的過程。

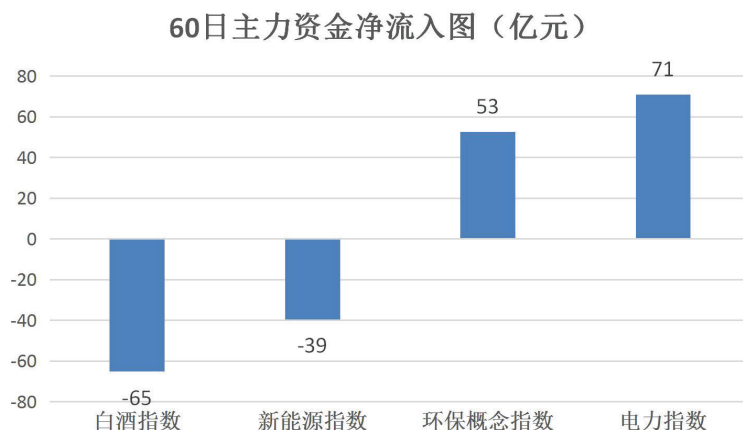


圖 10：相關板塊主力資金流入圖

綜上所述，在經濟轉暖，市場投資觀念由“估值驅動”轉換為“盈利主導”的背景下，十四五碳中和規劃的提出進一步推動以中小企業為主的相關板塊吸引更多資金傾注，在市場預期轉好的推力和“碳中和”投資吸引力提升的拉力的雙重作用下，以白酒、新能源為主要“抱團”板塊的現象進一步垮塌，“抱團”瓦解的苗頭展露。

3.2 “碳中和”中小盤股崛起，市場投資風格和理念轉變

碳中和板塊目前持續火熱，並且其估值低於消費、醫藥類板塊，使得年後碳中和類基金的收益率要高於抱團白酒消費、醫藥等板塊的基金。

2021 年以來，去年的公募基金前 20 名普遍迎來了高開低走的行情。其中回調最為猛烈的主要是重倉白酒消費和新能源汽車等板塊的一些基金。目前頭部公募基金極致重倉的投資風格，高度集中在食品飲料、電氣設備、休閒服務等幾個板塊，但是根據目前行業業績數據中，我們可以發現這些行業的復蘇度是遠不及預期的。這便導致年前高度增長的“抱團股”在年後表現不佳。而在近兩個月重倉持股集中在順應國家碳中和“碳達峰”發展策略中的原材料和工業品板塊的基金則取得了較好的業績，其抓住了當前經濟發展主線，獲取了較高的收益率。



圖 11：2021 年春節前後基金抱團表現

由上圖可以看出，春節後“抱團股”出現了大幅回調，其收益率已經比不上滬深 300 指數了，基金賺錢效應減弱，基民贖回基金，從而破壞了業績突出 - 資金追捧 - 風格強化 - 股價上漲 - 持倉集中的正回饋式的迴圈。而半年以來，在市場持續震盪過程中，碳中和概念股逆勢大漲，尤其是電力板塊因此概念受到熱捧，持續走強，Wind 碳中和指數短短一個多月的時間漲幅超過 30%。

2021 年春節後美債收益率快速上行，疊加市場投資者對於“抱團股”高估值的擔憂和國家碳中和行業的側重發展策略，這導致了食品飲料、醫藥等抱團股的快速下跌，並且可能導致負回饋的迴圈，即淨值回撤 - 基民贖回 - 被動減持重倉股 - 重倉股下跌 - 淨值回撤。

2021 年春節以來，隨著基金抱團的大盤成長股的暴跌，市場關於風格切換的討論再度熱烈起來。沉寂了多年的中小盤股票再度獲得了市場的關注。

“碳中和”概念帶動了順週期股票的上漲，同時之前受到疫情衝擊的製造業板塊也逐步復蘇，相關板塊景氣度不斷上升。根據 wind 統計的數據顯示，2021 年以來，鋼鐵、公用事業等行業板塊的漲幅較大，而前期漲幅較多的“抱團”板塊，食品飲料、醫藥等板塊呈現下跌趨勢。碳中和概念等中小盤股受到青睞，大盤股則被逐步減倉，市場風格切換逐步顯現。



圖 12：部分板塊年初至今漲跌幅

從板塊走勢看，風格轉換已然出現。節後滬深 300、創業板等價值和偏成長的板塊出現較大跌幅，反而、中證 1000 成分股等偏中小市值股票相對表現較好。從風格走勢看，大盤成長調整較深。中小盤沒有跟著大盤進行那麼深的調整，相對大盤股有較高的超額收益。

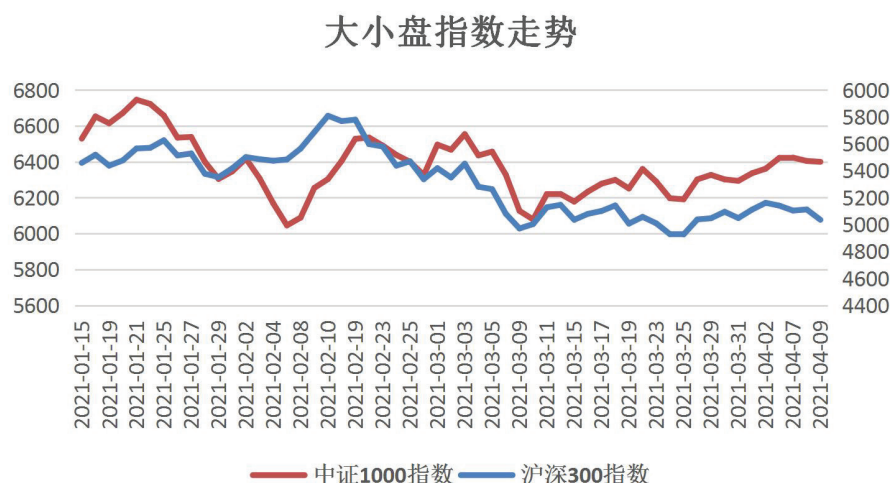


圖 13：大小盤指數走勢

有別於 2020 年“經濟退、政策進”背景下估值擴張帶來的市場表現，2021 年在經濟弱中趨穩、政策穩中有變的背景下，企業盈利有望夯實底部，而整體估值性價比已不在最優區間，2021 年市場驅動力有望從“估值驅動”切換至“盈利主導”。機構抱團重倉的行業龍頭企業運營穩定，市場份額大，是價值投資的不二之選，在全球疫情陰霾的籠罩下，世界經濟趨於頹勢，振興雄起之路還較長。抱團其實是對非龍頭企業在萎靡經濟背景下的不信任和逃避，投向穩定而具有價值投資潛力的龍頭股可以一定程度上規避或者降低疫情所帶來的投資回撤。然而，在 2021 年疫情減弱，經濟轉暖之際，眾多企業也得以度過冬天，經營狀況得以改善，盈利的空間迎來春天，進而投資的風向發生了轉變，“估值驅動”轉向“盈利主導”推動了大小盤風格的輪動，逐利的資金出逃自龍頭，傾注於更多業績改善盈利回升的上市公司。市場的投資理念也在逐步調整，從原來的“估值驅動”投資理念轉變到新的“盈利主導”理念。

3.3 “碳中和”會成為下一輪“抱團”的板塊嗎？

碳中和概念板塊目前漲幅較大，涉及的具體行業板塊也較多，碳中和目標的實現涉及到能源的消費革命，供給革命，技術革命，體制機制革命等等各個方面。碳中和概念涉及到如此多的方面，那目前快速上漲的股票是單純的市場炒作行為嗎？碳中和板塊有潛力成為業績穩定增長，受到機構投資者真正青睞的優質股票嗎？下面從碳中和概念涉及的板塊進行深入分析。碳中和從大類上分，簡單的分成以下三類。

一類就是傳統用能企業的節能減排。這裏直接利好提供節能減排技術的環保企業以及傳統的煤炭，鋼鐵，火電以及一些高耗能的設備製造企業，建築業等等的龍頭企業，相當於就是他們這些企業的生產方式的變革，供給側改革。

二類就是新能源的替代，也就是說新能源汽車產業鏈，光伏，風電等等。

三類就是直接進行碳中和碳捕集的技術的相關企業。

當然還有很多相關的概念，比如說碳交易，有的電力企業擁有碳交易所的股權，這也是給炒作提供一個基礎。

從目前市場炒作的氛圍來看，主要集中在第一類。並且目前之所以說是炒作而不是真正的投資，是因為現在炒的主要不是這些行業裏的真正業績受益或者業績已經表現出來的龍頭股。反而更多就是奔著那些容易吸引散戶的低價股去的，並且迅速在遊資的合力下進行爆炒，所以這種爆炒低價股體現投機氛圍非常濃厚。從下圖可見，華銀電力、開爾新材、中材節能等，無一例外都是低價股，股價都是 2-6 塊錢開始炒起來的。

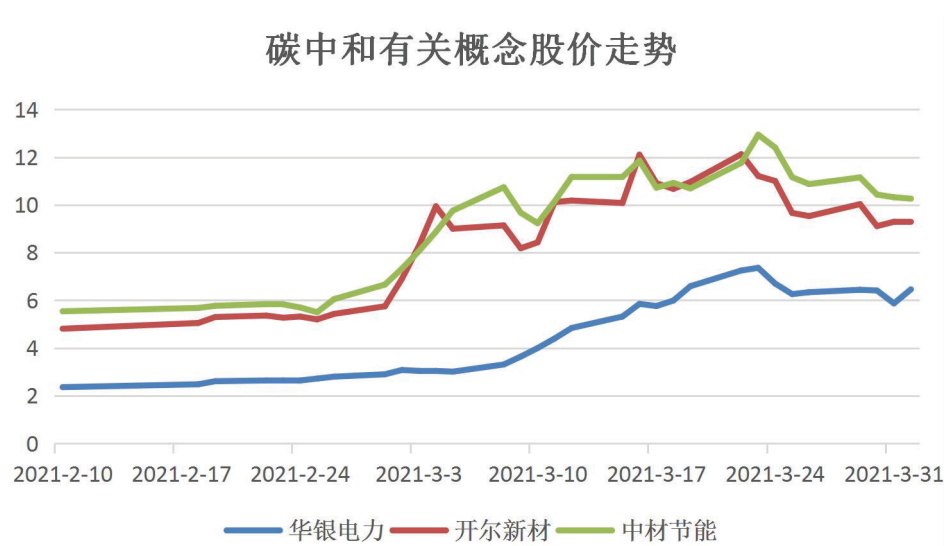


圖 14：碳中和有關概念股價走勢

第二類也就是大的新能源的概念，實際上這才真正是實現碳達峰碳中和的最根本的動力。按理說應該是最根紅苗正的受益股、主線股才對。但是卻因為過去一年比較大的漲幅，又加上美債收益率的攀升，整個市場對於高估值企業高股價企業的恐懼等等一系列因素，導致這些股票不僅沒有受益，反而被嚴重打壓。

從碳中和目標的長遠發展來看，相關股票的業績表現優秀，也是極有可能成為優秀的投資標的。2019 年發達國家的排放量下降了 3.7 億噸，其中電力部門占降幅的 85%。該數據說明，從技術實現角度，電力部門是最容易突破減少碳排放的部分。同樣，前車之鑒，對於我國作為工業用電第一大國，碳排放改革的第一槍無疑從最容易突破的部門出發，電力行業就是最佳模範帶頭行業，也是能夠起到立竿見影的效果的部門。因此，電力板塊成為新一輪“抱團股”的可能性較大。

我國電力行業碳排放貢獻的細分優勢行業在於水電、光伏和風電（相對全球其他國家）。從前期先頭資金炒作的個股來看，華銀電力（600744）為代表的火電為最熱標的股票（包括長源電力）。但是火電整個行業未來是產能受限的，現在炒作的主要是碳中和所帶了的行業集中，我們在經歷供給側改革後，已經完成一波行業集中，未來大幅度行業集中的空間有限。顯然，資金後來意識到了邏輯演繹，開始向我國的優勢發電行業——水電漫延。

水電以華能水電（600025）為代表，於3月1日起兩連板開始接力，並且湖南發展、桂冠電力等眾多水電公司也於3月12日首板全面開花助攻。那麼，現在有個最重要的問題：水電會是碳中和電力板塊未來形成抱團的方向嗎？

本案例認為：火電不是抱團方向，水電是選擇之一，但僅局限於以華能電力和川投能源為龍頭，它們擁有十四五規劃的水電投資。而市值最大的長江電力是定海神針，但相對漲幅受限。但是，這裏要提醒的是，由於極端氣候和水資源的不穩定會對公司水電發電量產生影響（風電同樣受限自然氣候限制較大），經過多年發展我國水電規模已經難以再大幅提升，所以，純水電是抱團股之一，但資金不會堅定持有。

另一個最值的我們關注的抱團發電細分是：光伏發電。我國庫布其沙漠光伏發電基地已經給了我們答案，王傳福曾說“如果我國沙漠光伏發電能夠充分利用，完全可以滿足全國用電需求。”因此，光伏太陽能發電才是電力行業碳中和的星辰大海，具有無限空間。同時，

	2021-01-08	2021-01-15	2021-01-22	2021-01-29	2021-02-05	2021-02-10	2021-02-19	2021-02-26	2021-03-05	2021-03-12	2021-03-19	2021-03-30	
电气设备	16.57	44.75	25.16	-5.12	94.85	49.99	24.89	5.27	2.10	42.77	30.71	-6.96	324.97
银行	44.67	56.58	28.51	-17.64	-1.90	-15.15	28.14	23.53	34.30	49.11	-5.73	47.28	271.70
化工	38.42	36.93	16.73	13.94	17.41	12.59	-6.09	19.73	18.89	-5.86	-2.86	45.61	205.45
机械设备	-2.12	22.73	1.32	-8.07	32.95	14.65	1.51	0.53	-6.70	10.42	29.85	15.22	112.28
非银金融	27.21	12.28	35.78	9.44	-4.06	-1.82	9.59	1.98	-0.58	20.45	-20.00	21.51	111.76
医药生物	-12.85	-0.41	25.24	-19.35	24.07	-8.29	29.16	-9.97	-7.27	6.14	27.84	27.94	82.24
传媒	17.44	-7.47	9.05	18.48	21.37	1.24	12.66	-0.63	-3.10	5.25	-1.94	-5.79	66.57
计算机	20.21	-2.41	29.74	-1.86	35.44	7.57	13.82	-16.20	-9.79	-10.55	0.27	2.86	69.09
有色金属	-10.52	5.73	-1.76	6.93	4.02	26.20	19.85	6.42	-7.98	-5.06	10.24	-6.79	47.27
电子	10.63	25.62	-4.20	48.48	4.00	3.82	-18.30	-27.10	5.13	-25.98	20.09	-0.39	41.79
农林牧渔	11.16	5.11	-10.19	-1.84	13.57	6.07	16.94	16.46	-2.59	-12.41	-4.84	7.58	45.02
房地产	19.02	1.61	5.82	6.70	0.28	-9.07	10.73	3.94	5.87	-6.39	-7.86	-1.58	29.07
建筑材料	23.09	22.32	-3.54	-19.89	-0.79	2.46	-0.26	-3.92	3.23	14.69	-3.79	4.97	38.58
交通运输	16.09	-9.96	-7.11	3.57	-7.53	-6.03	-9.56	3.91	8.91	9.55	18.90	7.18	27.90
轻工制造	2.63	2.15	10.38	1.55	4.56	8.41	5.67	4.92	-5.06	-2.47	-4.91	-2.55	25.28
公用事业	2.41	-4.47	0.99	1.53	16.73	-2.18	3.46	-0.84	-2.35	-0.83	-3.67	-1.89	8.89
纺织服装	0.43	1.23	-0.29	-0.13	0.79	0.11	0.41	0.16	1.50	2.24	1.55	2.25	10.26
采掘	0.67	-0.55	4.34	2.05	-3.26	2.94	3.96	3.55	-1.17	-0.64	0.55	1.71	14.14
汽车	4.98	17.72	-7.96	-3.59	-0.12	8.52	-9.78	2.29	-13.17	-1.45	-1.88	-6.33	-10.76
钢铁	8.65	-5.06	-0.40	-7.02	-0.63	0.09	7.10	4.05	-1.53	-6.70	3.91	-0.59	1.87
商业贸易	6.64	-2.25	1.77	1.67	-1.60	0.49	1.43	-5.09	-3.29	-5.28	1.85	0.56	-3.11
建筑装饰	-7.09	-14.10	1.36	-2.75	0.03	1.40	4.37	2.01	-0.55	4.96	3.04	0.90	-6.42
通信	-9.09	-3.85	0.86	1.42	1.25	-0.94	3.85	-5.98	5.51	-1.30	3.19	-2.18	-7.25
综合	0.29	-3.59	-0.77	-3.55	0.63	-1.43	0.76	0.19	1.19	-0.63	-1.14	0.03	-8.03
家用电器	10.79	12.21	-0.84	-22.62	-3.38	-2.00	11.19	-4.03	-14.68	-17.67	23.51	-10.17	-17.70
国防军工	-0.80	11.82	-16.57	7.91	7.26	-5.16	-7.33	-16.42	-2.44	3.88	-0.02	-1.01	-18.89
休闲服务	-2.21	-3.40	3.79	-9.43	7.95	-3.81	-2.29	-11.02	6.79	-8.09	5.47	-4.48	-20.72
食品饮料	-33.53	-24.83	-45.39	-58.58	-2.29	-1.09	-6.99	-63.92	-14.51	15.60	-31.97	-8.40	-275.89
总计	203.81	196.43	101.83	-57.80	261.59	89.59	148.88	-66.20	-3.34	73.75	90.36	126.47	1165.36

圖 15：2021 年一季度北上資金分行業淨流入（億元）

我國在光伏發電設備領域在全球具有絕對競爭優勢，以隆基股份、通威股份等為代表的光伏設備企業保證了我國在太陽能發電領域的產業鏈安全與地位。

綜上，光伏發電將是資金抱團的不二選擇。上市公司中，太陽能（000591）是資金首要選擇，它是國內裝機容量最大的光伏企業之一。截至 2020 年 6 月底，公司光伏電站規模約 5.03 吉瓦，已累計鎖定了約 12 吉瓦的優質自建太陽能光伏發電的專案和收購專案規模。其次，隆基股份的光伏產業鏈投資一體化，但存在大量套牢盤，無法成為短期資金進攻方向，它們將是未來機構抱團股票。

從 A 股市場上北上資金的動向來看，未來電力板塊的某些股票有可能會成為新的“抱團股”，下圖展示了 2021 年第一季度我國股票市場的北上資金的流入。

由圖中數據顯示，一季度北上資金累計淨流入為 1165.36 億元。從淨流入分行業板塊來看，電氣設備、銀行和化工分別位居前三位。其中電氣設備行業的資金累計淨流入為 324.97 億元，占總淨流入約 28%。可見由北上資金為代表的機構投資者看好電力板塊的未來前景。而前期“抱團股”所在食品飲料板塊卻遭到北上資金減持，淨流出累計為 275.89 億元。北上資金作為行情冷熱的一個風向標，在全球碳中和背景下，加倉電力等碳中和概念板塊，由此可以推測，電力以及相關新能源板塊極有可能會成為下一輪“抱團”的標的，而原有抱團股中業績表現不佳的股票則會黯然退出。

在概念上，碳中和對於普羅大眾來說並不像 PPP、VR/AR 那般晦澀難懂，相信絕大多數人都能明白“節能減排”、“保護環境”意味著什麼，這便註定了碳中和的主題投資絕不會只有少數投資機構參與進來。同時，現階段來自各方的力量已經在為“碳中和”主題增加熱度，從政策檔的推出到相關企業的戰略轉型，從鋪天蓋地的媒體報導到各種券商的研究報告、文章的深度解讀，都在助力碳中和的深度滲透。此外，“在 2060 年前實現碳中和”的目標又決定了該主題擁有足夠長的時間跨度，未來長達 40 年的時間裏，碳中和將有望一直發酵下去。

碳中和的目標絕不是僅靠某一兩個行業的改變就能達成的，這需要從能源、環保、交通、工業、農業、建築、新材料、數字技術等多個維度共同發力，每一個維度都是內涵豐富並且產業鏈超長，涉及領域極其廣闊，所容納的企業和資金數量當然更大，未來也就更有希望催生一輪又一輪的增長行情。在業績方面，除了近期表現搶眼的新能源汽車之外，光伏亦是令人稱道：根據華泰證券數據顯示，我國是全球光伏行業中占比規模最大的國家，矽料、組件等四大環節中資企業占比全部超過 50%，設備不但全部國產化，產量也占了全球七成，並且產品毛利高，工藝技術多次打破世界紀錄，甚至已經到了可以卡別人脖子的程度。此外，在新材料、節能環保、工業、建築等多個領域都有業績可觀的龍頭企業。

綜上所述，本案例認為：“碳中和”板塊的成色足夠好，的確算得上是非常優質的主題投資標的，投資回報可期，也值得普通投資者參與其中。全球“碳中和”背景下，政府即將出臺利好政策，各行各業正迎來新的發展契機，未來“碳中和”領域更是有望誕生更多極具競爭力和成長空間的領軍企業，“碳中和”板塊自然會成為機構投資者青睞的對象。

4. “抱團”現象的未來何在？

4.1 新的宏觀形勢下，機構“抱團股”如何演化？

2020 年全球經濟深受疫情衝擊，除中國外的主要經濟體的增長表現均不容樂觀。經合組織成員國 2020 全年平均國內生產總值下降了 4.9%，為 1962 年以來的最大降幅。美國、日本等發達國家的 GDP 增長率皆為負值，全球主要經濟體中，僅有中國經濟為正增長。隨著新冠疫苗的快速普及，全球新冠疫情將逐步得到控制，2021 年全球經濟有望迎來強勁復蘇。根據 IMF 預測，如下圖所示，2021 年全球實際 GDP 增速有望達到 5.5%，其中中國、美國、印度 GDP 實際增速預測值分別為 8.1%、5.1%、11.5%。

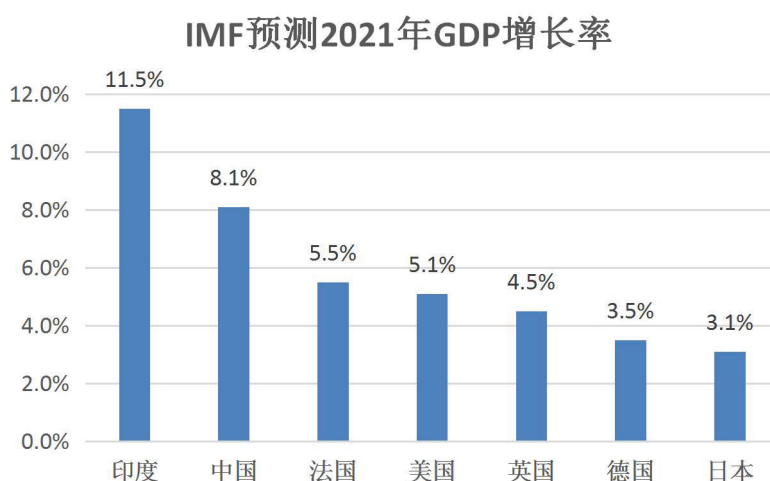


圖 16：IMF 預測 GDP 增長率

2021 年全球通脹水準或將超過預期，主要有以下四個原因：第一，2020 年新冠疫情爆發以來，全球主要經濟體的央行均投放了大量的流動性。第二，2020 年受疫情衝擊，部分大宗商品的主要生產國受到影響，產能收縮，因此自 2020 年第二季度以來，全球大宗商品價格便開始回升；第三，進入 2021 年以來，隨著疫情控制、全球經濟復蘇前景逐漸明確，生產回暖拉動大宗商品價格繼續上行；第四，美國國會通過總額約 1.9 萬億美元的新財政刺激計畫，將進一步提振美國的消費。因此大宗商品價格不斷上行，使得市場對 2021 年形成了較為強烈的通脹預期。根據 wind 數據顯示，LME 銅價 2021 年以來已經上

漲近 14% 至 9000 美元 / 噸上方，突破 2011 年 9 月的前高，原油、鐵礦石、鋁等其他大宗商品的價格也大幅上漲創下數年新高。

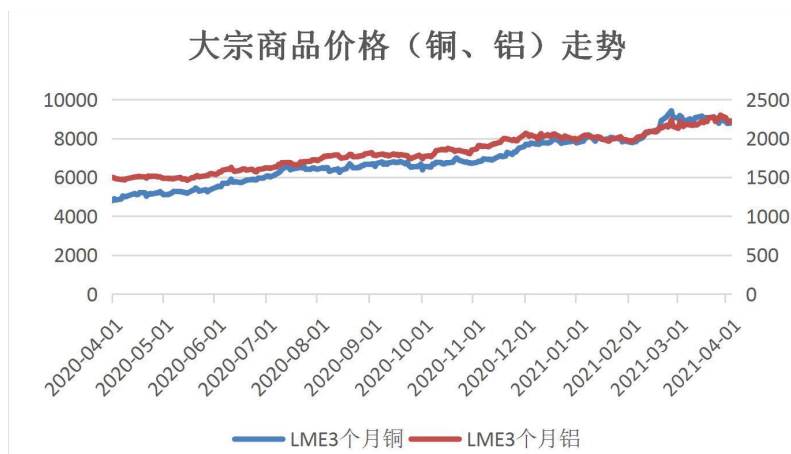


圖 17：大宗商品價格（銅、鋁）走勢

2021 年股市波動將加劇，主要原因是經濟復蘇、通脹預期、貨幣政策預期收緊。一方面，隨著疫苗的接種及全球疫情狀況的好轉，2021 年全球經濟預計將迎來強勢復蘇，美債利率的上行反映了市場對經濟復蘇的預期。另一方面作為通貨膨脹“信號燈”的美債收益率持續上行，投資者預期央行將收緊貨幣政策以對抗通貨膨脹。尤其是 2020 年各國央行均已投放大量流動性，使得機構投資者對未來股票市場的流動性預期較為悲觀。

2021 年出現的通脹預期和流動性收緊預期，使得 A 股市場高估值股票面臨殺跌的風險。2021 年股市震幅將加大，但中期趨勢仍然向好。白酒、食品、家電等為代表的“抱團股”在 2020 年經歷了較大幅度漲幅，估值已經進入歷史相對高位，而 2021 年初“抱團股”出現劇烈下跌的現象，則反映較為健康的走勢，有助於中期行情的延續性，市場中期機會仍然向好。根據 wind 數據顯示，春節過後我國貨幣供應量增速有所下降，央行整體維持了縮量操作。在後疫情時代，我國貨幣政策將由極度寬鬆回歸常態。

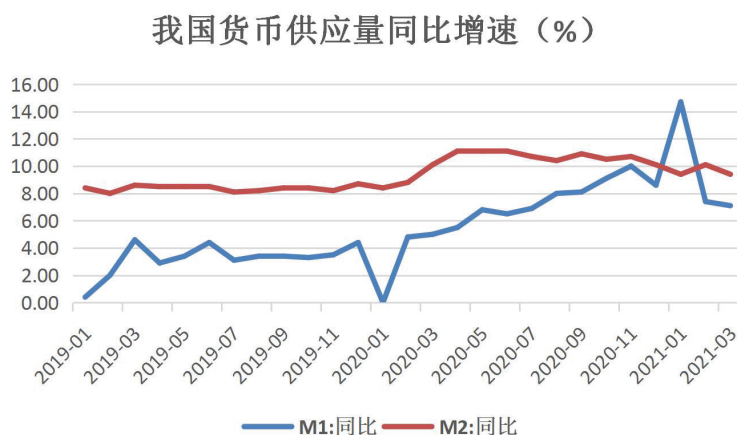


圖 18：我國貨幣供應量同比增速

從流動性角度來看，預計流動性會逐漸收緊，但可能是一個斜率相對較低的過程。疫情之後一次性的流動性釋放結束，必然會有正常化過程，但會相對平緩，極度收緊的狀態不太可能出現。每次貨幣政策的收緊都是對經濟復蘇的確認，當前貨幣政策才剛剛開始收緊，內生動力不會發生根本改變，市場是沒有太大風險的。後續美債收益率上行大概率將趨緩，且可能階段性下行，此外公募基金也不會持續贖回和減倉，“抱團股”的內在穩定性也在逐漸恢復。

2021 年景氣較高的板塊有線下服務業、汽車、製造業投資、原材料、出口鏈條、地產後週期。受益的行業包括汽車、家電、傢俱、化工、專用設備、服裝、酒店、旅遊、體育等。“流動性緊縮+經濟上行”的宏觀因數組合意味著權益市場整體將面臨估值回調的壓力，結構上看，需尋找市場中估值回落風險小（即當前估值歷史分位數在 50%-60% 以下），業績釋放值得期待的板塊。

由於估值相對較低，且未來景氣度較高，化工、輕工、專用設備、電子設備、有色、採掘、非銀金融出現戴維斯雙擊的個股可能性更高；家電、汽車、交運、休閒服務、紡織服裝這些板塊的估值偏高，但景氣度仍較高，將面臨盈利改善與估值回落的對抗。

機構“抱團股”的估值將逐步修復，達到較為平穩的合理區間，底部構建過程中由於全球經濟轉暖和國內經濟的穩步擴張，抱團股的修復反彈在上半年的溫和行情中有望展現樂觀的形勢。從長期來看，業績表現良好的“抱團”優質公司將會出現較好買點，長線資金將會獲得更好的介入機會，優質“抱團股”震盪向上的趨勢有望出現。

4.2 “抱團”優質龍頭企業股票是未來趨勢嗎？

機構抱團源於：1、整個行業基本面發生了變化，很多行業集中度不斷提升，龍頭強者恒強的邏輯不斷深化；2、去散戶化的趨勢，外資近幾年持續湧入，國內機構投資者占比也不斷提升，市場散戶的占比下降，不少散戶也會借助機構來佈局；3、2019 年科創板註冊制的實行，中小市值股票越來越多，表現不良公司越來越多，這時反而凸顯了行業龍頭的稀缺性。

實際上“抱團股”現象是伴隨著一波市場行情而誕生的，每一次牛市經歷了相當長時間之後一定會形成抱團，歷史上 2007 年抱團進入和地產，在 2013 年公募基金抱團所謂的互聯網公司，以及目前抱團龍頭企業。從公募基金的發行情況可見，從 2020 年下半年開始，我國股票型和混合型基金發行的數量和發行份額在逐步提升，在 7 月份達到一個頂峰值。與此同時，“抱團股”正式啟動迅速上漲行情，股價水漲船高。

接著到 2021 年一月份，基金發行數量和發行規模創新新高，當月發行超過 140 支基金，發行份額超過 5000 億。股票市場的火爆推動了新基金的成立，募集的資金大部分仍然投

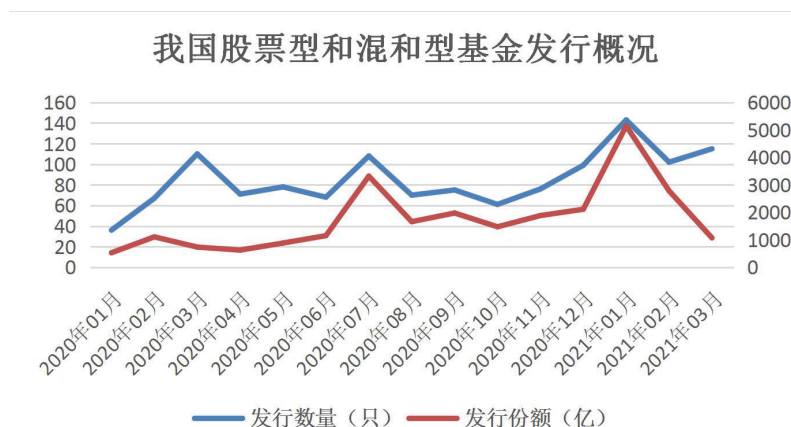


圖 19：我國股票型和混和型基金發行概況

入到龍頭“抱團股”。這些現象實際上是一種正向的迴圈，當一種類型的股票表現的比較好了以後，持有這種股票的基金經理會獲得非常好的投資業績，一兩年內表現比較好的基金經理會在市場上獲得相當大的資金，然後再用募集到的資金購買之前鑄就輝煌業績的相同的股票組合，這樣對於基金經理來說，成本最低，最輕鬆，同時最重要的是這些股票是他們最有信心的標的，過往的成功還是對公司財報研究及對未來估值的判斷都會讓他們堅定資產組合的標的可靠性。機構投資者抱團行業龍頭有其合理性，而公募基金的規模不斷擴大也使得抱團行為成為流行趨勢。

龍頭抱團是機構化的必然趨勢，但核心資產或將迎來分化，抱團方向也將出現切換。所謂“抱團核心資產”正面臨基本面的驗證，特別是低於市場預期的公司可能面臨一定的調整；過去大家普遍看好的核心資產，將迎來一個分化加劇的週期。在市場投資理念由“流動性驅動”向“盈利驅動”轉變的背景下，實現盈利驅動很重要的一點就是盈利和估值的匹配，擁有盈利支撐才能帶來股價上漲，因此抱團可能出現部分瓦解。機構將重點關注有業績支撐的優質公司，對業績下降的公司則會選擇“用腳投票”。

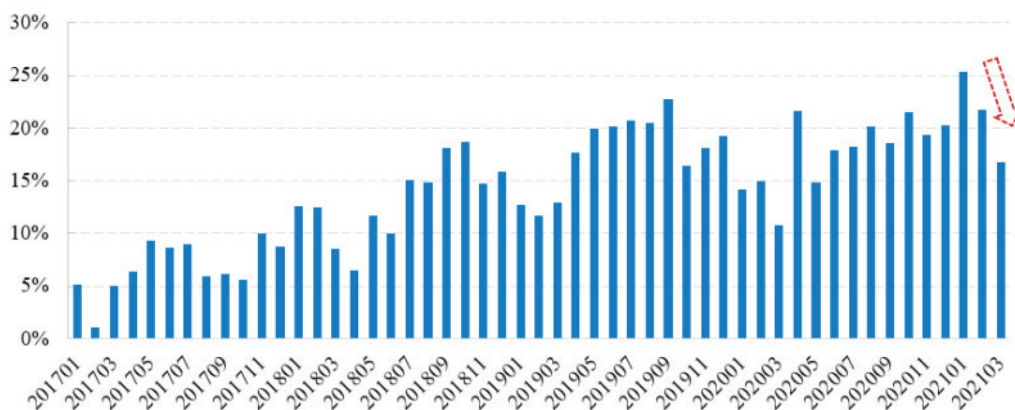


圖 20：券商“金股”中“茅指數”成分股占比

根據 wind 統計的數據，計算出券商“金股”中屬於“茅指數”成分股的比例，從而考察證券分析師對“抱團股”的推薦力度。從下圖中可知，2021 年 1 月份券商分析師推薦的金股中“抱團股”的占比達到峰值，此時也是“抱團股”的股價達到一定的高點時期，之後 2 月和 3 月份，券商金股占“茅指數”的比例顯著降低。證券分析師對“抱團股”的推薦力度已經減弱，側面反應出前期機構抱團重倉股可能迎來分化，需要重新審視估值和增速匹配度。

“抱團股”多為優勢行業的龍頭股，在行業景氣或行業平穩上行的階段，持有具有競爭優勢、定價權的大規模的或者估值過低的具有成長性績優股。根據 wind 數據顯示，2020 年第三季度，從各個指數的淨資產收益率（ROE）可知，衡量“抱團股”的“茅指數”淨資產收益率大幅領先滬深 300 和中證 1000 指數，可見“抱團股”裏面的龍頭具有盈利性強的能力。對於看重股票基本面和業績的機構投資者來說，毫無疑問會選擇這些優勢行業的龍頭股。

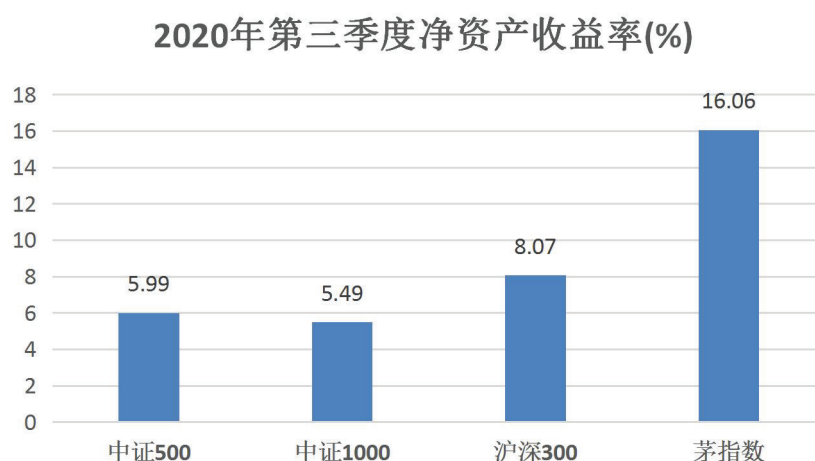


圖 21：2020 年第三季季度各指數淨資產收益率

所以行業向優質企業龍頭集中地方向不會變，市場最終也會繼續選擇抱團策略。原因有以下幾點：首先，資金向優質企業集中，好公司的收益來自於營收的增長，只要能持續貢獻長期好業績，那麼市值就會繼續上漲，高估值也會隨著時間被營收消化，像茅臺這樣業績如此出色的核心資產，當價格下調到合理區間一定會有很多人逢低買入的，正所謂業績為王；其次，去散戶化依舊繼續，散戶通過這兩年的市場教育，對基金有了非常強的認知，把錢交給基金經理已經是大部分人的選擇，所以機構資金占比的提升也推動龍頭集中度提升。

抱團永在，只是標的不同，因為從基本面角度探尋企業內涵價值的價值投資，會越來越成為市場主導的方向；從去年三季度開始，市場已經進入到比較明顯的系統性風格切換過程，推動股價的基本驅動力發生了改變，從上半年的“估值驅動”轉向了下半年的“盈利驅動”，要尋找估值和盈利的匹配度；以存量經濟的產業演進邏輯來看，抱團瓦解時，

新的資金會在新的經濟基本面和估值的方向上，重新在一些新的龍頭公司上抱團，哪些板塊擁有可持續的成長性，估值相對低估，就會吸引機構資金在這個方向形成抱團。

因此，機械地參考過去幾輪“抱團”的歷程已是“刻舟求劍”，我們需要清醒認識到，當前機構增量資金主導下的市場，已與過去以散戶、存量資金為主導的市場有了本質的不同。2021年，隨著疫情衝擊平復，無論是經濟基本面、還是市場流動性均將回歸到宏觀向微觀下沉的趨勢。機構優勢凸顯，疊加機構增量持續流入，機構牛、結構牛行情繼續。

（案例正文：17093字）

What will the sudden emergence of carbon neutrality mean for the future of the co-holding stock ?

Abstract : On March 15, 2021, the ninth meeting of the Financial and Economic Commission of the CPC Central Committee stressed that China will strive to achieve a carbon peak by 2030 and achieve carbon neutrality by 2060, which has become a major strategic deployment of China. As the “barometer” of the national economy, China’s stock market related to carbon neutrality concept stocks rose immediately, related sectors rose strongly, and some stocks went out of the double market. At the same time, institutional “co-holding stocks” , which continued to rise in the second half of 2020, are in a downturn, with hot sectors such as liquor pulling back continuously, and many stocks falling by more than 30%. It is the opposite price movement of the carbon-neutral and huddled sectors that catches our attention. The question is: Is the rising carbon-neutral sector the future of the stock market? Is there an inherent link between carbon-neutral sectors in the tuyere and institutional “huddles” ? What are the reasons for the group phenomenon in the stock market and how will it evolve? This case discusses the origin and development of carbon neutral, deeply analyzes the game between the rising carbon neutral sector and “agglomeration” , and explores the prospect of carbon neutral sector and the future development direction of agglomeration.

Key words : carbon neutrality ; co-holding stock ; Institutional investor ; Investment philosophy

案例正文附件：

1. 我國碳減排發展歷程

(1) 我國碳減排主要事件

時間段	事件
1988-1994 年	我國正式批准《聯合國氣候變化框架公約》
1997-2002 年	我國正式核准《京都議定書》
2009 年	哥本哈根氣候大會宣佈我國 2020 年單位 GDP 碳排放較 2005 年下降 40%-45% 的目標
2011 年	我國碳交易市場開始佈局，七大交易試點逐步開始運行
2014 年	《中美氣候變化聯合聲明》，宣佈計畫 2030 年碳排放達峰，非化石能源占一次能源消費比重提高到 20%
2015 年	《中美元首氣候變化聯合聲明》中國到 2030 年單位 GDP 碳排放將比 2005 年下降 60%-65%
2017 年	我國啟動全國碳排放交易體系

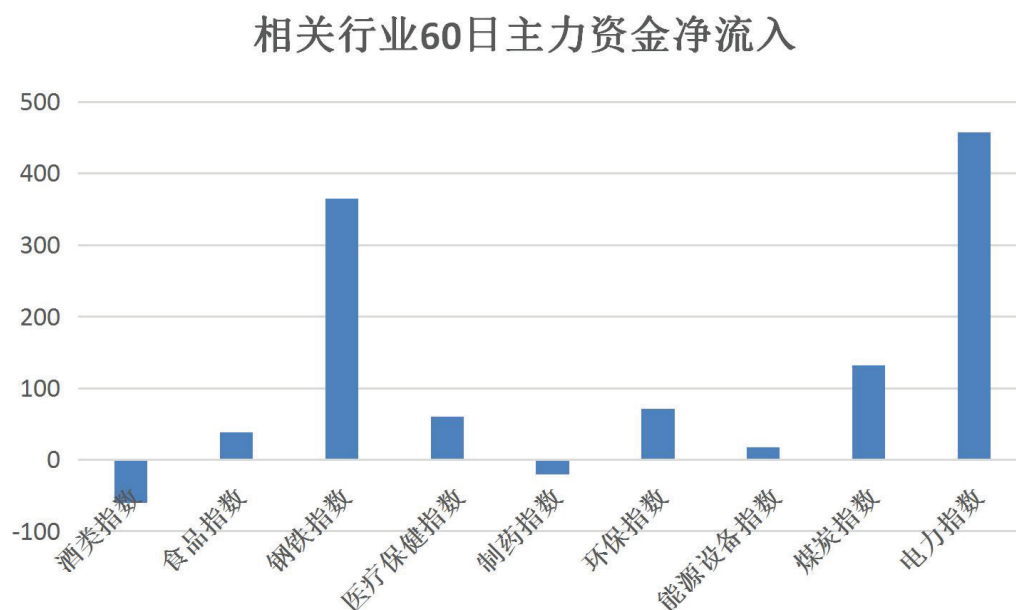
(2) 近一年碳中和重點佈局

時間	事件
2020 年 4 月	國家能源局發佈《關於做好可再生能源發展“十四五”規劃編制工作有關事項的通知》，指出“十四五”期間可再生能源將成為能源消費增量主體，2030 年非化石能源消費占比 20% 的戰略目標；
2020 年 9 月	國家主席習近平在第七十五屆聯合國大會一般性辯論上發表重要講話，提出中國將提高國家自主貢獻力度，採取更加有力的政策和措施，二氧化碳排放力爭於 2030 年前達到峰值，努力爭取 2060 年前實現碳中和。
2020 年 12 月	習主席在“氣候雄心峰會上”明確指出：到 2030 年，中國單位 GDP 碳排放較 2005 年下降 65%+，非化石能源占一次能源消費比重將達到約 25%，力爭 2030 年前二氧化碳排放達到峰值，2060 年前實現碳中和。
2021 年 2 月	發佈《關於加快建立健全綠色低碳迴圈發展經濟體系的指導意見》，提升可再生能源利用比例，大力推動風電、光伏發電發展。
2021 年 3 月	國家能源局綜合司發佈徵求意見稿，提出到 2021 年，風光發電量占全社會用電量的比重目標為 11%。十四五規劃和 2035 年遠景目標綱要中明確提出要落實 2030 年應對氣候變化國家自主貢獻目標，制定 2030 年前碳排放達峰行動方案。

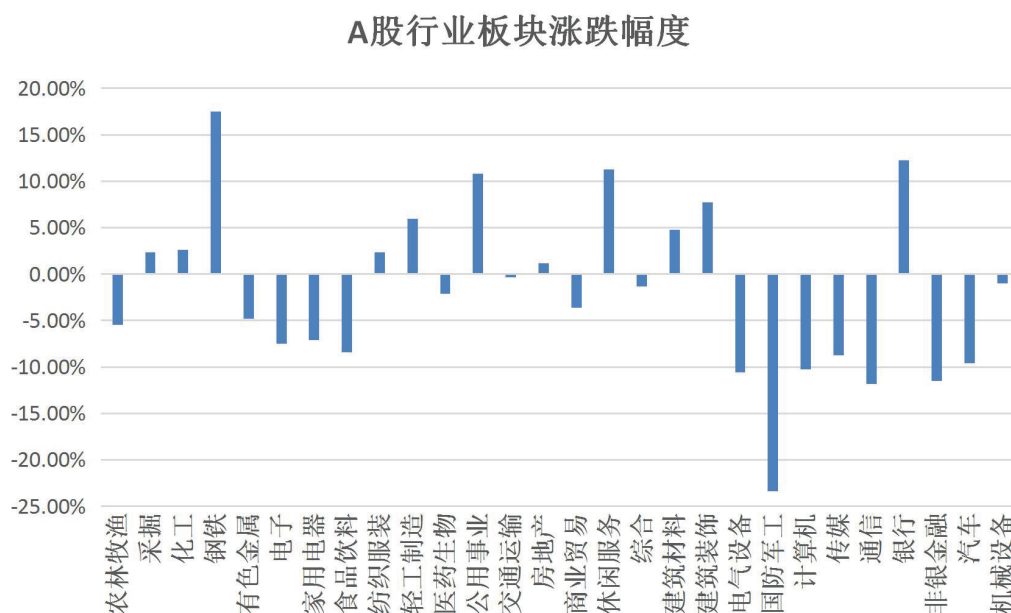
2.2021 年 2.1—4.1 日相關“抱團股”以及“碳中和”概念股漲跌幅

“抱團”股票名稱	漲跌幅度	“碳中和”概念股名稱	漲跌幅度
比亞迪	-36.67%	雪迪龍	154.13%
金龍魚	-36.41%	長源電力	134.12%
立訊精密	-33.54%	開爾新材	93.56%
愛爾眼科	-30.85%	深圳能源	89.54%
通策醫療	-30.35%	菲達環保	87.66%
順豐控股	-30.27%	中材節能	85.20%
億緯鋰能	-29.64%	新天綠能	84.63%
恒立液壓	-29.61%	南網能源	74.90%
三一重工	-27.19%	博天環境	74.42%
東方財富	-26.73%	凱美特氣	54.28%
隆基股份	-26.53%	贛能股份	48.90%
瀘州老窖	-25.91%	中環環保	46.12%
片仔癀	-25.28%	中環裝備	45.72%
匯川技術	-23.99%	先河環保	43.80%
萬華化學	-23.26%	龍源技術	43.34%
藥明康德	-21.88%	西昌電力	41.14%
金山辦公	-21.60%	華騏環保	40.45%
“抱團”股票名稱	漲跌幅度	“碳中和”概念股名稱	漲跌幅度
貴州茅臺	-21.40%	節能風電	35.60%
五糧液	-20.30%	國網英大	35.40%
美的集團	-20.24%	閩東電力	33.04%
寧德時代	-20.03%	雪浪環境	31.55%
歌爾股份	-19.88%	奧福環保	29.01%
海天味業	-19.74%	清新環境	28.64%
智飛生物	-17.31%	同興環保	26.82%
邁瑞醫療	-17.29%	中創環保	26.42%
中國中免	-16.99%	桂冠電力	25.28%
牧原股份	-16.50%	南大環境	23.39%
海康威視	-14.68%	上海凱鑫	22.65%
恒瑞醫藥	-14.06%	樂山電力	22.63%
伊利股份	-13.31%	風範股份	22.47%
晨光文具	-12.50%	天順風能	22.43%
韋爾股份	-9.79%	太陽能	22.35%
東方雨虹	-7.42%	金科環境	22.09%
海爾智家	-7.28%	啟迪環境	20.98%
招商銀行	-6.42%	聖元環保	20.58%
長春高新	-5.30%	惠城環保	19.86%
海螺水泥	-0.91%	玉禾田	19.18%
中國平安	-0.06%	涪陵電力	18.76%
中芯國際	3.44%	嘉澳環保	17.47%
格力電器	3.70%	天壕環境	16.51%
長江電力	9.85%	旺能環境	15.74%

4. 2021 年 2.1-4.1 日碳中和和“抱團股”相關板塊主力資金流入圖



5. 2021 年 2.1-4.1 日 A 股行業板塊漲跌幅度



案例使用說明

教學目的與用途

1. 適用課程：《投資學》、《金融理論與政策》、《公司戰略與管理》
2. 適用對象：金融專業碩士、MBA（金融方向）、金融專業本科高年級
3. 教學目的：在我國股票市場出現二八分化的“抱團”格局以及全球“碳中和背景下”，本案例探討股票市場“抱團”現象產生的原因，深入剖析“碳中和”對“抱團股”產生的影響，深層次挖掘“碳中和”發展帶來的投資領域。以期為防範股票市場暴漲暴跌，深入瞭解“碳中和”等綠色金融領域提供參考思路。

啟發思考題

1. 美國股票市場同樣存在“抱團”問題。與美股的抱團現象相比，我們可以從中獲得哪些啟示？
2. “抱團”可能帶來哪些風險？若抱團瓦解，則會產生什麼負面影響？
3. “碳中和”為我國綠色金融的發展帶來了哪些機遇？
4. “碳中和”工程的全面推進，政府和企業應當充當怎樣的角色，發揮怎樣的作用？

相關概念及理論依據

（一）羊群效應理論

1. 羊群效應概念

羊群效應最早來源於人們對動物的觀察，發現自然界中有很多動物都是以群體為單位進行遷徙、覓食和繁衍的，而在群體行動中總是存在小部分的“帶頭者”和大量的“跟隨著”。在自然界中，羊是一種無序而且盲目的動物常常集體行動，一旦出現大動靜，羊群就開始變得躁動與慌張，此時如果有一只頭羊動率先行動起來，其他的羊也會不假思索地朝第一頭羊的移動的方向一哄而上，全然不顧前方是否有危險、頭羊行動是否正確。後來由於上述行為的效應特徵性較強，也被用來描述人類活動的現象。

隨著金融學研究的發展，羊群效應的定義不僅僅只強調投資者的盲從交易，同時也關注到交易時間的一致性。有學者將羊群行為定義為：在比較分析個人決策和其他人決策結果的前提下，最終選擇仿照眾多人的投資行為而忽視了依據個人資訊自我判斷的決策能力。股票市場存在的羊群效應是大多數股民在大至相同的時間內做出相似的股票交易操作（主要體現為交易方向的一致性），並且特別主張了股票市場的羊群效應在時間上具有同一性。

總的來說，羊群效應是指投資者在股票市場交易時受到了外界資訊的影響，從而失去了自己原有的主張，從眾心理占了上風，並且盲目地在時間上和行動上與大多數人保持一

致的交易行為。

2 羊群效應的形成機制

證券市場內羊群效應的形成往往有多種形成機制，主要有：基於不完全資訊的羊群效應理論、基於聲譽的羊群效應理論、基於經理人報酬的羊群效應理論。

基於不完全資訊的羊群效應。因為資本市場走勢變化無常，很難把握市場風險，所以大多數投資者終將面臨類似的決策環境。同時，投資者們也將會不斷獲取到並不完整的重複資訊。進而迫使投資者只能一方面根據所有資訊判斷，另一方面觀察其他參與者的決策判斷做出自己最終的選擇。在上述假設和市場環境下，最開始的外部事件和“領頭羊”的行為往往會導致羊群效應的發生和方向並最終決定了大多數人的投資行為。羊群行為的根本原因是投資者所掌握的資訊不完全，由於個人投資者認為自己掌握的資訊少於所在集體，所以當集體中出現某種投資觀點的時候，其他投資者往往會參照這個投資策略，考慮交易行為。

基於管理人聲譽的羊群效應。聲譽羊群理論是指：某些羊群行為產生的動機是因為管理人想要維護自身名譽，減少自己反少數人錯誤的可能，所以忽視自己獲得的資訊，盲從模仿別人的行為，希望能夠獲得市場平均收益。本應該在市場中被認為負外部性的羊群效應，卻在代理人問題上變得合情合理，上述羊群效應是分析師或基金管理人基於個人理性選擇後產生的結果。在通常情況下，如果一個交易者常常懷疑自己的投資能力卻又想維護自己的聲譽，那麼他會選擇與其他股票交易者的決策判斷保持一致，並認為這是維持二者平衡的最佳選擇。而當大絕大多數交易者都採用這一方法維持平衡時，羊群效應就產生了。

基於管理人報酬的羊群效應。在該模型的假設下基金管理人的報酬是以旗下管理基金當年的盈虧程度決定的。當管理人很難獲得激勵費的時候，其報酬往往與當年基金管理費掛鉤，所以只有吸引足夠的資金才能保護管理人的薪酬的穩定，因此部分管理人會選擇同其他管理人保持一致的投資決策，希望基金的收益儘量與市場平均水準想接近，維持基金產品的市場競爭性，獲得穩定的薪酬。基於“報酬的羊群理論”和基於“聲譽的羊群理論”有著相似的成因，都是源於投資者利益和代理人利益的衝突，使得羊群效應的存在“合情合理”。

（二）價值投資策略

1. 傳統的價值投資策略

傳統的價值投資策略主要通過分析公司的財務報表、利潤表、股息率等情況選擇市場價格低於其內在價值的股票。國外學者通常選取一些相對估值指標然後作為參照對股票進行分組再考察股票持有期收益率，從而來進行價值投資策略的研究。學者通常選取的相對估值指標包括股票價格與每股收益比率（市盈率）P/E，股票價格與帳面價值比率（市淨率）P/B、股票價格與每股銷售額比率（市銷率）P/S、現金流量與股票價格比率（市現率）P/C、

每股紅利與股票價格比率 (股息率) D/P 等來定義價值股票和成長股票。市盈率、市淨率、市銷率、市現率低的股票屬於價值股票，股息率高的股票屬於價值股票；反之市盈率、市淨率、市銷率、市現率高的股票屬於成長股票，股息率低的股票屬於成長股票。

具體策略如下：(1) 市盈率 P/E 是股票價格除每股收益， P/E 比率越高，投資者對相等的收益所支付的價格也就越高，從而期望公司未來的收益會更高，而偏好低 P/E 的投資者認為過高的收益期望是不現實的，最後股價會暴跌而造成損失。偏好低 P/E 的投資者認為低 P/E 的股票往往被低估，最後盈利水準會上升從而獲得收益。價值投資策略投資者選擇低 P/E 、高 E/P 值即年預期收益率高的股票進行投資。(2) 市淨率 P/B 是將股票價格除以所有者權益帳面價值的值。本傑明·格雷厄姆提出以打四折的價格購買歸類為價值投資股票，成長組合相反。(3) 市銷率 P/S 是股票價格除以每股銷售額的比率。通常認為好的公司的主營業務決定了公司的利潤，主營業務銷售額越高的公司往往更具有發展潛質，因此 P/S 越低的公司其投資的價值也就越高。(4) P/C 是股票價格除以現金流量的比率。該估值指標與 P/E 類似，價值投資者通常更關注股票的當前的盈利能力，現金流量反映了股票的當前盈利能力，所以價值投資者往往選取 P/C 低的股票進行投資。(5) 股息率 D/P 是股票每年紅利與股票價格相比。運用價值投資策略的投資者認為在忽略股票價格波動產生收益的情況下， D/P 的比率可以等同於一年定期存款利率。所以把高股息率的股票劃為價值股票，低股息率的股票劃為成長股票。

2. 成長投資策略

成長投資策略主要是投資未來發展前景好，股價相對高估的新興產業的股票。投資這樣的股票是因為這些公司通常注重科學研究，具有詳盡的發展策略，會留有大量利潤去進行再投資，不斷壯大公司，這樣公司具有強大的再生產能力，隨著公司的不斷發展壯大，公司股票的價格也會隨之上升，從而投資者從中獲得收益。這種公司的利潤和銷售額通常持續增長，且增長速度超過整個國家和本行業的增長速度。成長投資策略認為強者在未來也會強。投資者通過購買那些價格增長快的股票能夠取得超額收益。成長策略的投資者假設市盈率在一定期間內將保持不變，投資者認為如果股票在該階段能夠快速增長，那麼在將來也會實現快速增長，這樣如果未來真的實現了預期的增長，那麼運用成長策略的投資者可以獲得一定的超額收益。

(三) 委託—代理理論

委託 - 代理理論是指因為資訊不對稱和代理人的自利性的客觀存在，所以委託人與代理人的利益可能不一致，由此產生了代理問題。委託人希望代理人使用被授予的權力來為他創造最大的回報，但是代理人更關心其自身的利益。代理人工作的努力程度、報酬的高低、

承受風險的大小與選擇投資期的長短都體現了他們的切身利益。除自利性外，代理人還存在機會主義以及道德風險，有可能不合理地擴大職務消費或者冒險投資等。另外，委託人難以核實和監督代理人的行為，而且存在相應的費用，他們之間即使有契約規定也難以利益一致。

在機構投資者尤其是證券投資基金的運作中，資產的所有權與經營權相分離，投資者和資金管理人之間是一種典型的委託代理關係，資金管理人很可能產生道德風險和逆向選擇，有損於投資者的切身利益。由於資訊不完全、不對稱的存在，委託人難以掌握有關代理人行為的全部資訊，也難以對其投資活動進行隨時有效的監督，從而使得代理人可能不按照委託人利益最大化的目標從事代理活動。

證券投資基金、社保基金、信託公司和證券公司所發行的信託投資產品均屬於委託人委託代理人進行投資理財的金融工具。雖然有信託契約規範代理人（或受託人）的行為，有財產託管人（通常是商業銀行）監督其投資運作和資產變化，有證券監管機構進行監督管理，但是諸如基金管理公司、信託投資公司與證券公司的具體行為紛繁複雜，千頭萬緒，加上市場瞬息萬變，這一切均使得監管難以及時有效，代理人的行為難以受到契約的嚴格約束。更為現實的問題是，代理人有諸多的切身利益需要考慮，比如受託報酬、職業信譽、其與自身的大股東的利益等等。基於其自身利益的考慮，機構投資者作為代理人往往趨向於採取冒險行為、盲目的“羊群行為”，甚至與大股東合謀以操縱股價或者進行內幕交易等等，而這一切行為均可能嚴重的影響到委託人的利益。具體說來，委託代理理論中由於存在雙方資訊不對稱，所以當投資委託人不知道受託人能力的情況下，能力較差的機構投資者（受託人）會忽略自己的私有資訊而盲目模仿其他機構的投資組合，以免被市場認定為能力較差。否則一旦自己獨立的決策不對，而別人的決策無誤，兩者帶來的收益率差距較大，他會承受很大的聲譽損失。而一旦結果表明它所模仿的決策是錯誤的，他也可以將決策失誤歸咎於是市場與運氣因素而非能力問題。這就是機構投資者，特別是代人理財的機構投資者產生羊群行為的一個重要原因。另外，機構投資者選擇的投資組合往往接近於它們被評估時所適用標準的資產組合，更關心吸引到更多的受託資金以提高管理費，這就導致它們的決策只能是次優化；在存在大規模撤資或被債權人要求清倉的現實或潛在壓力下，機構投資者的投資行為往往具有短期化傾向。這一切自然會導致投資的不理性與低效率，但對於關注自己聲譽的基金經理而言卻是一種理性的行為。

（四）碳金融相關理論

1. “綠色金融”理論

20 世紀以來，環境氣候的變化嚴重威脅到人類的生存和發展，尤其在現代社會經濟領

域，金融對資金和社會資源起到了“綠色配置”的作用，這將大大促進氣候變化問題的解決。“綠色金融”不僅要求將環境保護觀念引入金融機構內部，而且更加強調金融業為解決環境污染、為環境產業的發展提供金融服務和金融產品的支持，它成為環境保護與金融之間的綠色橋樑。綠色金融有兩層含義：一是金融業如何促進環保和經濟社會的可持續發展，另一個是指金融業自身的可持續發展。前者指出“綠色金融”的作用主要是引導資金流向節約資源技術開發和生態環境保護產業，引導企業生產注重綠色環保，引導消費者形成綠色消費理念；後者則明確金融業要保持可持續發展，避免注重短期利益的過度投機行為。

綠色金融的定義包括以下幾層意思：一是綠色金融的目的是支持有環境效益的專案，而環境效益包括支持環境改善、應對氣候變化和資源高效利用；二是給出了綠色專案的主要類別，這對未來各種綠色金融產品（包括綠色信貸、綠色債券、綠色股票指數等）的界定和分類有重要的指導意義；三是明確了綠色金融包括支持綠色專案投融資、專案運營和風險管理的金融服務，說明綠色金融不僅僅包括貸款和證券發行等融資活動，也包括綠色保險等風險管理活動，還包括了有多種功能的碳金融業務。碳金融是指在碳排放受限制約束的情況下，在一個排放二氧化碳及其他溫室氣體必須付出代價的世界中所產生的金融問題以及解決氣候變化的金融方法和工具。可見，“碳金融”概念有狹義和廣義之分，可以把通過金融工具轉移環境風險並實現環境目標的碳約束行為視為狹義的碳金融，而將所有應對氣候變化的市場解決方式定義為廣義的碳金融。

2. 外部性理論

外部性最早源於馬歇爾所著《經濟學原理》中的“外部經濟”概念，其包括正外部性和負外部性。在社會生產過程中，溫室氣體的減排和全球環境品質的改善具有非競爭性和非排他性，容易給對社會造成一定負外部性的傳統企業帶來“搭便車”的機會，使私人成本不能完全內生化。針對這種外部性，特別是在負外部性，科斯基於市場機制下的外部性理論為合理的碳減排提供了方法上的指導，經濟活動主體擁有排放一定污染物的權力（即人均排放權），在該碳排放產權清晰的市場經濟條件下，通過碳排放權交易、碳基金等業務手段，可以在達到碳減排目的的同時使外部成本內部化。世界各地碳減排成本的不同意味著《京都議定書》下的減排機制能督促全球碳減排分配產生效益。但是，不同企業由於自身創新能力不同，應對環境問題將對其成本收益產生較大的影響，對於能夠通過創新將多餘的碳排放指標在全球範圍內交易並從中贏利的企業來說，外部成本內在化是其減排的興趣所在。企業的經營目標不僅要追求自身經濟效益，還要注重社會效益，這樣企業才能保持長期競爭力。企業環境管理投資與其金融利益相關者績效之間存在正相關關係，即企業承擔社會責任既有利於自身，也有利於金融利益相關者獲得發展優勢，於是碳減排交易便

在該理論的基礎上得以產生和運用。

（五）流動性風險理論

在平穩的金融週期內，流動性相當於金融系統的潤滑劑，使之無摩擦、無成本地運行；在動盪時期，流動性風險增加，並在金融系統內蔓延。流動性風險的原因主要是對完全市場和對稱資訊範式的背離導致的道德風險和逆向選擇。監管是對抗流動性危機的基本武器，引入優秀的上市公司，發展機構投資者也是可用利器。

1. 流動性風險的涵義

2009 年銀監會印發的《商業銀行流動性風險管理指引》中將流動性風險定義為：流動性風險指商業銀行雖然有清償能力，但無法及時獲得充足資金或無法以合理成本及時獲得充足資金以應對資產增長或支付到期債務的風險。實際上，流動性風險指未來流動性水準的不確定性，在股市上表現為股票流動性的不確定性，表現為買賣股票不容易實現，或者交易成本大大增加。

2. 流動性風險的危害

一是股市容易陷入惡性循環。流動性風險會加劇股市危機的深度，進一步惡化了危機。流動性風險增加，嚴重的情況下將導致流動性喪失，進而導致股市波動劇烈，表現為股市大漲或者大跌。股市大漲自然容易形成泡沫，賺錢效應使得買入股票的投資者增加，而賣出者極少，形成自加強效應。而一旦泡沫破滅以致股市大跌，投資者（特別是中小投資者）必將虧損累累，並且對股市容易望而生畏，並因為虧錢效應而難以吸引新的投資者開戶入市。總之，流動性的蒸發和股價的異常波動常常會形成互相促進的態勢，在市場失靈又沒有強有力的外力加以緩解流動性的情況下，股市往往陷入惡性循環。

二是使股市弱化或者喪失融資功能與資源配置功能流動性風險較大，股市的吸引力下降。投資者希望投資的股市運轉正常，在有望獲取投資收益的前提下，買賣自如；而對於投機者而言，因為短線操作與追漲殺跌，更迫切地要求股市有較強的流動性，否則不論成敗，其投機的目的就難以實現。對於國外的投資者而言，因為擔心政治風險、經濟週期的波動等因素，更不敢涉足流動性風險較大的股市。沒有投資者與投機者的股市，難以擴大規模，也就不能為新的企業上市融資以及原有上市公司再融資提供一個平臺。

三是引發除股市之外的其他金融市場的流動性問題。在整個金融體系中，因為各個金融子市場之間往往存在著很大程度上的經濟主體的相關性與資產的相關性，若股市發生流動性問題，基於流動性驅動效應使得其他金融市場也流動性緊張。比如流動性風險導致股市下跌，融資業務基於質押股票貶值而縮減，期貨市場也可能順勢下跌，進一步通過貨幣市場與信貸市場傳遞到企業和銀行系統使得流動性風險擴散。如此驅動流動性風險在多個

金融子市場之間反復交叉傳染，形成危害很大的“流動性螺旋”，在極端情況下甚至會導致金融危機。

案例具體分析

1. 美國股票市場同樣存在“抱團”問題。與美股的抱團現象相比，我們可以從中獲得哪些啟示？

美股機構抱團是常態，機構話語權不斷增強。隨著美股機構發展壯大，機構持股占比在過去 20 年中大幅增長，當前機構持股市值占全市場流通市值的比重也已高達 70%，成為美股市場的主導力量。美股機構抱團不斷加深，機構重倉股長期超配。若以機構持股占比高於 80% 的美股作為機構重倉股，在過去 20 年中，機構對美股重倉股的持倉由不足 10% 增加至近 50%，且超配比例不斷擴大，1999 年超配 5 個點、2020 年超配達到 12 個點。

美股主要抱團：

（1）抱團消費與成長。美股機構投資者抱團消費與成長。美股機構投資者前 100 大重倉股集中在消費與成長，消費與成長風格的機構重倉股數量占比與持股市值占比始終高於 50%。機構抱團也會階段性向能源與工業鬆動，但 2007 年以來堅守資訊技術與可選消費。

（2）抱團龍頭。美股機構對龍頭的追逐在過去 20 年中從未止步，2009 年以來愈演愈烈。一是從持股機構數量來看，龍頭的持股機構數量遙遙領先。持有龍頭的機構數量中位數由 20 年前的 230 家增長至 700 餘家，而持有非龍頭的機構數量中位數水準目前仍僅為 100 家左右。二是從機構持股占比來看，龍頭的機構占比也明顯更高。2009 年以來龍頭機構持股占比的中位數基本維持在 80% 左右高位，而非龍頭機構占比維持在 50% 上下。三是從機構重倉股與美股龍頭重合度來看，重合度不斷提升意味著機構持續向龍頭集中。四是從個股角度，以 FAAMG 為例，機構占比明顯提升。截至 2020 年四季度末，平均機構持股占比達 74.4%，其中臉書、穀歌的機構持股占比居前。

（3）抱團高 ROE。從重倉股看美股機構的選股偏好，相比於利潤增速，美股機構更注重 ROE。美股機構重倉股的 ROE 水準普遍較高，前 50 大重倉股的 ROE 高達 26.1%，機構更加注重長期增長的確定性。相應地，美股高 ROE 重倉股享有估值溢價。從 PE 角度。美股機構前 50 大重倉股的 PE 中位數為 30.0，明顯高於全部美股的 18.9，且隨著持倉倉位的下降，PE 估值也有序下降。

科技與消費龍頭長期優質的基本面，是近十年機構堅守的重要驅動。90 年代以來，美國消費、醫藥、科技行業持續處於景氣上行週期，展現出更強且更穩定的成長性與盈利能力，而金融、能源、公用事業等週期類行業 ROE 中樞持續下移，且波動較大。在基本面與景氣度上行驅動下，科技和消費龍頭也就成為了機構抱團的必然選擇，且隨著分化的加劇，

機構對於科技和消費的抱團將更加集中和緊密。機構投資者長期抱團美股龍頭實際上是對盈利確定性和穩定性的持續追求。中長期來看，美股機構化帶來定價體系由估值主導向盈利主導變遷，機構投資者對龍頭與非龍頭的持股行為也呈現出較為明顯的 ROE 驅動的特徵。近 40 年美股龍頭保持更高的 ROE，提供更加長期的穩定回報，成為機構的抱團首選。美股機構越重倉的個股，ROE 水準越高，並在過去 20 年中基本維持有序，且大幅高於全市場中位數水準。

而在 A 股 30 餘年的歷史中，大規模的抱團首次出現在 2007 年的牛市中，後面的 2009 年、2013 年以及目前行進中的股市都出現了大規模抱團現象。

2007 年，A 股處於大牛市中，金融股成為抱團標的最集中的板塊。2009 年 A 股走的是反彈行情。2007 年大牛市見頂之後的大跌一直持續到 2008 年 10 月，歷時一整年的熊市大傷市場元氣。源於美國次貸危機而蔓延成全球的金融危機對中國經濟也產生了明顯的衝擊。在這樣的背景下，2009 年，機構投資者利用反彈時機，選擇受危機影響比較小的消費股作為投資標的不失為明智之舉。2009 年的反彈到當年 8 月就結束。隨之而來的是長達 4 年多的調整，直到 2014 年 4 月。在此之前，2010 年上市的創業板不受市場待見，大部分時間走勢不振，上市時的創業板基準指數 1000 點最低跌至 585 點，到 2013 年 5 月，才重回 1000 點之上。2014 年 6 月，A 股開始走強，隨後創業板指數也迎來了比較火爆的行情。資訊科技股成了這一輪行情中抱團的主要標的。

總結這 3 次抱團經歷，我們可以發現一些共性。

其一、抱團標的選擇切合了宏觀背景與經濟活動脈絡，初始標的大多數業績優秀，經營穩健，有一呼百應的號召力。

其二、到後期，市場氛圍非常熾熱，抱團範圍越來越大，各種風馬牛不相及的概念股一哄而上，整體市場風險急劇升高。

其三、一旦行情走到盡頭，抱團股照樣會大幅下跌，令後期加入的抱團者往往虧損累累。目前，市場熱議的抱團開始於 2017 年，抱團標的主要是大消費股，以白酒、食品飲料、生豬養殖類公司為主。進入 2019 年，科技類公司加入抱團陣營。受制於新冠疫情，全球經濟表現並不靚麗，但各國寬鬆的貨幣政策以及對後疫情時代的期待，催生了市場的投資熱情。A 股整體估值與一些抱團概念股的估值都進入了比較高的區域。這是值得警惕的。

對於抱團現象，以下提出 4 個政策建議：1、鼓勵各種長線資金入市，機構資金更均衡化、多元化。對比美國，我國養老金、險資仍有很大發展空間，私募、量化等也鼓勵多元發展。2、公募產品的制度設計及監管需更有針對性。如公募產品應按屬性類型配置、規模與市場流動性掛鉤等。3、持續推進註冊制為代表的基礎制度改革，進一步提高上市公司品質。

退市制度的嚴格執行等。4、鼓勵與支持中小企業發展，推動反壟斷。使資本市場融資端進一步增加更高質量、多元發展的優質資產供給，從而以內涵性力量引導“抱團”資金有序分佈，為 A 股市場夯實發展根基。

2. “抱團”可能帶來哪些風險？若抱團瓦解，則會產生什麼負面影響？

抱團所帶來的分化將減弱市場融資功能。有效的資本市場能夠合理配置資源，估值提升使得企業融資成本降低、推動企業成長。但在二八效應之下，過分的頭部集中意味著較大的估值分層，頭部公司享有較高估值、甚至有過高估值溢價，而在中尾部公司估值長期折價，市場價值甚至遠低於其內在價值，長此以往將會影響股市的融資功能和一級市場的投資。風險防範的加強，信貸“收縮”通道的開放，企業的再融資壓力趨於上升，市場的資源配置功能將被削弱甚至失效。無疑與增加直接融資比重，促進經濟結構轉型的總體方向背道而馳。

隨著市場的獲利效應和投資與研究資源差異，公募基金行業的分化加劇，並加速向頭部集中。公募基金的規模份額進一步趨向集中化趨勢，明星基金管理人的管理規模也不斷突破新高。此外，今年公募新發的基金需求旺盛，大型公募基金產品的規模動輒超過 100 億，相比之下，中小基金公司及其產品發行規模要小得多。公募基金行業的頭部集中趨勢勢必會加速，中小公司生存空間也將受到擠壓，產生的結果是市場風格及持股向頭部集中的趨勢會迴圈加強。

高估值甚至“泡沫化”市場對流動性變化的敏感度極高，可能蘊含一定的系統性風險。根據各大基金披露的 2020 年報，基金前 50 大重倉股的動態市盈率均處於歷史高位。當下在全球低利率甚至負利率環境下，全球呈現普遍“資產荒”，權益市場尤其各行業龍頭公司的競爭優勢和盈利韌性越發明顯，這也導致不少機構重倉龍頭企業權益資產。全球資本市場逐步呈現“泡沫化”之下，高估值對貨幣政策邊際變化的敏感度顯著提升，一旦美聯儲加息預期升溫，全球流動性面臨收緊，高估值甚至“泡沫化”的市場意味著較大的潛在風險。一旦市場獲利效應減弱甚至消失，市場可能進入“贖回 - 拋售 - 抱團瓦解”的負回饋中。目前的“抱團 - 申購”正回饋機面臨較大風險，一旦正回饋內在能量耗竭後，很可能走向負回饋，並且正回饋時間越久力量越大，負回饋持續時間也可能越久，或者破壞性越大。2015 年市場反轉下行，反映的是從場內資金加杠杆形成快牛行情到去杠杆導致踩踏效應，本質也是從正回饋向負回饋的劇烈轉換。從正回饋到負回饋也是一個巨大的轉變。

基金可以一直抱團一直漲，大家都獲益。但無論如何，價格圍繞價值上下波動，被推高的估值最終還是要回到業績上。如果公司業績增長達到市場預期，可以不斷消化“抱團”帶來的泡沫，並且吸引更多資金；如果沒有，那麼股票價格會在短暫的上漲之後回到最初，

然後被資本拋棄。尤其是對於股價被炒得虛高的股票，如果中途有基金經理賣出抱團的股票，並且不再買入，那麼賣出抱團股的基金會收益最大，而其他仍持有抱團股的基金則會因為股價下跌而虧損，從而出現囚徒困境（個別基金經理的最佳選擇會帶來自身收益最大化，但並非是團體的最佳選擇），損害投資者的利益。或者出現“抱團”哄抬股價帶來巨大的估值泡沫，但後續公司的業績增長並不能達到預期以及很好地消化估值泡沫的情況，那麼股價仍會下跌，虧損的還是散戶投資者。

公募基金抱團所產生的後果已在市場中出現，南極電商即是最好的例證。2020 年一季度末，共有 68 只基金重倉持有南極電商，持股數量為 4.35 億股，其股價報收於 11.48 元。到了 6 月底，持有南極電商的公募基金達到 429 家，持股數量為 6.28 億股，收盤價 21.17 元。由下圖可知，2020 年 7 月 10 日，南極電商股價收盤價最高為 23.81 元。隨著進入的公募基金不斷增多，短短三個多月時間，公募基金的抱團導致南極電商漲幅超過一倍。而隨著持有南極電商股票的公募基金不斷減少，南極電商也開始了其估值回歸之旅。截至 2020 年底，持有南極電商的基金下降至 27 只，其股價也下跌至 13.68 元。步入 2021 年以來，南極電商股價持續下跌，最低下探 8.66 元，高位買入的投資者套牢嚴重。

南極電商股價走勢（收盤價）



圖 22：南極電商股價走勢

3. “碳中和”為我國綠色金融的發展帶來了哪些機遇？

(1)、我國碳排放交易前景廣闊，全國碳交易市場建立，碳金融衍生品迎來發展機遇。我國碳交易市場建設穩步推進，碳金融衍生品迎來發展機遇。全國碳排放權交易市場將於今年 6 月正式運行，未來中國將成為全球最大碳交易市場。實現有效快速減排的企業，未來可以通過碳交易市場獲取豐厚的配額盈利。此外，依託於碳排放權交易的綠色衍生品（主要包括碳遠期、碳期權、碳掉期等），也將迎來很大提升發展的空間。

推廣碳交易市場利好多個行業，實現減排企業可獲取配額盈利。目前碳交易標的有配額和國家核證自願減排量（CCER）兩種，這兩種產品都將給各行業帶來不同的影響。未來，

全國碳排放權交易體系將繼續深化相關基礎設施建設，最終範圍擴大至發電、石化、化工、建材、鋼鐵、有色金屬、造紙和國內民用航空等八大行業。其中，石化、鋼鐵、有色、建材等高碳排放行業，已逐步開始進行產業 佈局優化和結構調整，在實現有效快速減排的情況下，未來將充分受益於全面推廣的碳交易市場，獲取豐厚的配額盈利。另外，零碳排放行業中綠色電力產業的轉型成效將決定收益程度，電力行業不僅可以通過申請 CCER 獲利，還可以通過火力發電模式向風電、光伏、水電和核電等新能源發電模式的轉型來擴大碳配額收益。

碳金融衍生品未來發展空間大。2016 年人民銀行等多部委發佈的《關於構建綠色金融體系的指導意見》中提出有序發展碳遠期、碳掉期、碳期權、碳租賃、碳債券、碳資產證券化和碳基金等碳金融產品和衍生工具，探索研究碳排放權期貨交易的意見。目前我國碳金融衍生品（主要包括碳遠期、碳期權、碳掉期等）依託於碳排放交易所，交易規模小，制度不完善，未來在全國碳交易市場的推動完善下有很大提升發展的空間，也將帶來很多投資機遇。

（2）、我國綠色債券潛力巨大，行業或將快速增長。近年來，我國綠色債券整體發行量不斷上升，成為債券市場上增長新動力，募集的資金主要投向清潔交通、清潔能源以及水資源等領域，未來募集規模將持續提升，在此情形下，傳統行業科技轉型龍頭將有重大投資機遇。

中國的綠色債券發行近幾年呈井噴式增長。2019 年中國發行的綠色債券總額達到 3591 億元人民幣，居於全球領先綠色債券市場地位。截至 2021 年 3 月 22 日，我國共有綠色債券 888 只，規模合計 9107.53 億元。其中，金融企業發行的綠色債券目前共有 96 只（占全部金融債的 4.24%），規模合計為 3368.70 億元（占全部金融債存量的 1.21%）；非金融企業發行的綠色債券存量為 792 只，規模合計 5738.83 億元。另外，碳中和債也屬於綠色債券的一種，自 2021 年 2 月銀行間市場首次推出碳中和債推出以來，僅一個多月的時間碳中和債便發行了 19 只（規模合計達到 218 億元）。另外，從發行主體來看，多集中在電力、交通等傳統行業部門；從募集資金用途來看，主要集中在清潔能源、交通、建築及水資源等傳統領域。

傳統行業科技轉型龍頭迎來發展新機遇。從下圖可看出，目前我國綠色債券整體發行量不斷上升，成為了債券市場上的增長新動力。而綠色債券募集資金主要投向了清潔交通、清潔能源以及水資源等領域，促進相關企業向環境友好型轉型，這更利好於傳統行業的科技轉型龍頭。在碳中和背景下，煤炭、冶煉、石化等傳統行業也會受到技術升級、設備更新等影響，為傳統行業提供了新的發展契機。同時落後產能企業將會加速退出，傳統行業集中度進一步提高，金融資源也會更傾向於科技轉型龍頭，傳統行業科技轉型龍頭將迎來發展新機遇。

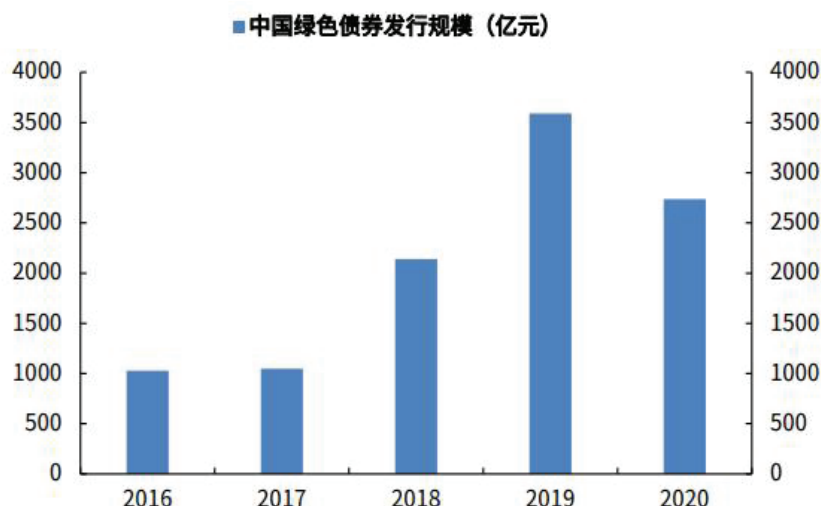


圖 23：中國綠色債券發行規模

(3)、我國綠色信貸標準與國際趨同，市場化發展勢在必行。綠色信貸國際原則基本形成，中國綠色信貸標準日趨完善。中國綠色信貸存量規模世界第一，本外幣綠色貸款餘額增勢穩健。2020 年第四季度我國綠色貸款餘額 11.95 萬億元，同比增長 20.3%。綠色貸款餘額占同期本外幣貸款餘額的比重保持增長，但 2020 年末仍僅占 6.7%，存在較大提升空間。從信貸投放主體上看，國有五大行貢獻了綠色信貸餘額的半數以上，股份行和城商行、農商行信貸結構向綠色信貸轉型的空間較大。從信貸投向上看，綠色貸款集中投向了交通和能源兩大產業。2020 年末，交通運輸、倉儲和郵政業綠色貸款餘額 3.6 萬億元，電力、熱力、燃氣及水生產和供應業綠色貸款餘額 3.5 萬億元，這兩類投向占到綠色貸款餘額的 59.7%。中國綠色信貸未來以市場化發展為主，行業標準和法規建設將逐步完善，走向規範化、體系化發展，中國綠色信貸標準有望在與國際標準接軌的同時形成有特色的標準體系。中國人民銀行貨幣政策框架也將與綠色信貸相結合，通過優惠利率、綠色專項再貸款等支持工具，激勵金融機構為碳減排提供資金支持。

4. “碳中和”工程的全面推進，政府和企業應當充當怎樣的角色，發揮怎樣的作用？

政府作為碳中和行動中的主導者、監督者和政策制定者，應該負責頂層制度設計和推動落實。一方面，政府應該設定碳排放總額，並根據 2060 碳中和目標使配額逐年遞減，督促各部門各行業形成較為明晰的減排規劃。這類自上而下的政策相當於形成了溫室氣體排放的隱形碳價，釋放出明確的政策信號和長期減排的決心，可以降低綠色企業的投資風險預期，激勵企業儘早開展低碳轉型，同時促進高碳企業開展節能減排或退出市場。另一方面，政府需要完善碳定價機制，包括碳交易、碳稅和可再生能源激勵政策等。在各項碳定價政策中，以碳交易機制和碳稅制度為代表的政策作為經濟手段，是眾多國家實現溫室氣體排放控制目標的主要措施。在碳市場交易機制下，企業通過免費發放或拍賣的方式獲

得排放配額，由於企業間的減排成本不同，邊際減排成本較低的企業會通過採用節能技術、改造生產流程和改進管理模式等來實現履約，同時將多餘的配額出售獲利；而邊際減排成本較高的企業可以通過購買配額以較低的成本實現減排目標。最終，在碳交易機制的作用下，全社會將以最低的減排成本實現既定的總減排目標。

企業應開展碳核算，推動核心業務減碳。企業是碳排放的主體，也是落實碳中和目標的主體。目前，中國企業在應對氣候變化和碳減排方面工作的總體上還處在初級階段，絕大多數企業還不了解自身的碳排放情況，更沒有具體的碳減排和碳中和的規劃。國家宣佈了碳中和目標之後，企業，尤其是大中型企業，就應該儘快制定碳中和的路線圖並開展碳管理。

任何企業要管理和降低自身的碳排放，第一步就是要瞭解自身的排放情況。在一些重點行業和重點地區，中國開展了企業的碳盤查工作，但是絕大多數企業還沒有開展這項工作。企業需要更緊迫地開展碳排放的核算工作。除了企業層面的碳排放核算之外，企業所生產的產品的碳足跡也越來越受到關注。由於現代經濟的分工和外包體系，產品的碳排放需要關注產品整個生命週期的碳排放。例如，英國 Carbon Trust(碳信託) 和英國標準協會開發的 PAS2050 標準提供了產品碳足跡核算的一項國際標準。

在核算企業碳排放量的基礎上，企業應制定減排的戰略和措施，尤其是核心業務的減排計畫。企業開展碳減排和實現碳中和的主要選項包括：（1）設定碳減排目標。最好是將短期目標和中長期目標結合，最終達到碳中和的目標。（2）減排措施研究和實施。一般包括：建築、交通、工業等行業企業的節能措施、可再生能源替代措施、產品和服務的綠色低碳設計措施、低碳原材料替代措施等。（3）行業和技術轉型。煤炭、石油、煤電、煤化工、石化等行業在碳中和過程中面臨最大的挑戰。原因是其高碳排放的特點本質上是與碳中和相矛盾的。根據國際能源署等機構的研究，要實現《巴黎協定》要求的控制全球溫升不超過 1.5 度的目標，全球必須設定碳排放總量的限額（碳預算），因此全球現存煤炭儲量的 80% 和石油儲量的 70% 可能將不會得到利用。除非碳捕集和利用封存 (CCUS) 技術以及直接碳移除技術變得可行且在成本上可以接受，這些行業都將因為碳中和而最終被淘汰。因此這些行業的企業或者需要轉型，放棄原來的主業，轉型到低碳能源行業，或者就要大力研發碳捕集和利用封存技術及直接碳移除技術。但後者是否能夠實現商業化運行還存在巨大的不確定性。

參考文獻

1. 童元松 . 機構投資者行為對股市的影響研究 [D]. 蘇州大學 , 2016.
2. 陳國進 , 張貽軍 , 劉淳 . 機構投資者是股市暴漲暴跌的助推器嗎 _ 來自上海 A 股市場的經驗證據 [J]. 金融研究 , 2010, (11): 45-59.
3. 史永東 , 王謹樂 . 中國機構投資者真的穩定市場了嗎 ? [J]. 經濟研究 , 2014, 49(12): 100-112.
4. 張宗新 , 楊通旻 . 盲目炒作還是慧眼識珠 ?——基於中國證券投資基金資訊挖掘行為的實證分析 [J]. 經濟研究 , 2014, 49(07): 138-150.
5. 林樹 , 李翔 , 楊雄勝 . 他們真的是明星嗎 ?——來自中國證券基金市場的經驗證據 [J]. 金融研究 , 2009, (05): 107-120.
6. 王定祥 , 琚麗娟 . 碳金融理論研究評述與展望 [J]. 西部論壇 , 2013, 23(01): 70-79.
7. 唐斯 . 中國股票市場價值投資策略實證研究 [D]. 東北財經大學 , 2015.
8. 馬麗 . 中國股票市場羊群效應實證分析 [J]. 南開經濟研究 , 2016, (01): 144-153.
9. 姚頤 , 劉志遠 , 相二衛 . 中國基金在投資中是否追求了價值 ?[J]. 經濟研究 , 2011, 46(12): 45-58.
10. 於瑾 , 侯偉相 , 江萍 . 重倉家族重倉股對基金業績、淨值暴跌風險的影響——基於股票型基金的研究 [J]. 經濟評論 , 2018, (01): 150-166.