

# 坚定持有核心资产 把握5G等新投资机遇

□本报记者 李惠敏

10月24日,由建设银行与中国证券报主办、建信基金承办的“2019年基金服务万里行——建行·中证报‘金牛’基金系列巡讲”活动在上海顺利举办。来自建信基金、申万宏源证券的专家和建行上百名客户会聚一堂,展望中国资本市场未来。

建信基金基金经理兼研究部首席研究官邵卓在巡讲中表示,周期股、部分可选消费、金融股与经济周期的相关性较强,而其中地

产周期对A股风格更存在显著影响。展望后市,邵卓看好消费板块的确定性,TMT中5G周期、消费电子和国产替代等细分领域的成长性,以及资产负债表修复后的低估值周期股的弹性。

申万宏源证券副总经理王胜表示,投资者的思维模式需从封闭市场、存量定价转变至开放市场、全球定价模式。展望后市,核心资产可继续持有,重点关注可选消费和信息技术板块,同时高股息也是核心资产的重要构成。



## 建信基金邵卓:不谋全局不足以谋一域

□本报记者 李惠敏

在“2019年基金服务万里行——建行·中证报‘金牛’基金系列巡讲”上海站活动中,建信基金基金经理兼研究部首席研究官邵卓表示,周期股、部分可选消费、金融股与经济周期的相关性较强,而其中地产周期对A股风格更存在显著影响。展望后市,邵卓看好消费板块的确定性,TMT中5G周期、消费电子和国产替代等细分领域的成长性,以及资产负债表修复后的低估值周期股的业绩弹性。

### 三个层面筛选标的

依据多年投资经验,邵卓认为,最重要的是从宏观经济、行业和公司基本面以及市场风格趋势三个层面出发,分析不同行业和个股的投资逻辑,方能筛选出好标的。“不谋全局,不足以谋一域。在经济周期的不同阶段,市场风格也会有相应的变化。只有尽力扩大自己的能力圈,通盘考虑并比较不同行业板块的投资逻辑,才能在贯穿经济周期的较长时间内实现较好的投资目标。”他说。

邵卓表示,我国经济正处于从高速增长转向高质量发展的阶段。“高速增长是在土地财政支持下的高杠杆增长,而高质量发展则是全要素生产率提升后的经济发展,‘土地财政+高杠杆模式’的不可持续,会倒逼经济模式转向全要素生产率提升的方向。”

对于股市与宏观经济的联系,邵卓表示,周期股、部分可选消费、金融股与经济周期的相关性较强,而其中地产周期对A股市场风格更存在显著影响。数据显示,相比创业板,上证50等价值蓝筹股走势与宏观经济周期的联动性明显



更高。因此,当经济数据向好时,价值蓝筹股表现优于成长板块;反之,经济增速下行时,价值蓝筹股的表现就会相对更差。“价值股的强势区间,历史曾有两次,一次是在2009年至2012年,第二次则是2016年至今。如果用地产来简单表征经济周期的主线,能发现这两次的共同点是均处于地产上行周期,而在地产下行周期的2013年至2015年,市场风格也恰好切换至成长股。从企业盈利角度来看,中国价值股的业绩在本质上与地产周期有高度的相关性,不管是周

期股,还是金融股及部分消费股。”邵卓表示。

邵卓认为:“从行业层面来看,主动投资者的重要价值之一在于判断周期位置。行业上行阶段,龙头公司的基本面数据弹性巨大,但实际上不同行业属性决定的估值差异同样对最终股价表现有巨大的影响。成长性行业受益于长期空间的乐观预期,估值会显著高于制造业,制造业又高出传统上游周期业。”

### 确定投资机会量级

邵卓表示,外资是过去几年A股最主要的增量资金,外资的行为模式显著改变了A股的市场风格。长期资金更加关注特定行业或产品的长期市场空间、行业竞争格局、标的核心竞争力等问题,对短期业绩增速的要求比较低。用DCF模型来理解,过去A股对短期的增长给予高度重视,最近几年则开始对企业生命周期的长度、ROE等决定长期变化的内生能力更加看重。考虑到全球整体经济形势,目前价位下的A股资产对海外资金仍然有很大吸引力,但需要关注的是,中国会在多久时间内从海外投资者眼中的新兴市场国家定位转变成具有系统性影响的成熟大国定位。

对于市场估值,邵卓认为,当前估值在结构上分化明显。其中,产业逻辑不存在问题的消费、医药、科技板块的估值都在历史高分位;而地产产业链、普通小盘股等估值则处于历史低分位。“这一方面体现了地产长周期见顶和持续调控压制的悲观预期,另一方面也体现了马太效应下小公司相对会持续受损的市场预期。”

具体至消费板块,邵卓认为是逻辑最具确定性的板块之一。“作为未来全球体量最大的

消费大国,中国的消费品市场在过去大体上是分层和相对破碎的。但是受益于可支配收入的提高和消费升级,全国统一的消费品市场正在形成,龙头企业的市场份额仍然有很大的提升空间。相比海外消费品龙头企业,国内企业在成长空间上有显著优势。不过在高估值下,也需衡量长期限下的目标收益率是否和高估值下的隐含收益率匹配的问题。”他说。

在成长股方面,邵卓则重点关注5G周期、消费电子和国产替代等细分领域。“A股上市公司,从业绩/估值匹配的维度看,TMT中的优势领域还在于电子零部件;5G的建设和应用是当下TMT领域中最明确的产业趋势;国产化带来的产业链重构和增量订单,对于真正有竞争力的企业来说可能是千载难逢的发展机遇,他们可能借助这次行业变革完成从0到1的惊险一跃,进而自主发展完成从1到10的发展壮大。”

周期股方面,资产负债表修复后的潜在高业绩弹性叠加低估值提供了一定机会,不过亦需关注具体赛道和产业环境。

对于科创板,邵卓表示,科创板的设立打通了一级市场和二级市场之间的界限,让真正拥有创新能力的公司能在生命周期早期阶段直接对接资本市场。

邵卓表示:“正如查理·芒格所说,投资中最重要的是确定一个投资机会的量级。只有通过对比历史、宏观、行业的普遍广泛的对比研究,才可能提高估计投资机会量级时的精度。在资管行业被动产品占比不断提升的趋势下,对宏观、行业周期阶段的判断能力,对行业竞争格局和管理层水平的判断能力,对新技术应用前景的判断能力,是主动管理团队发挥优势、体现价值的核心问题。”

## 申万宏源王胜:开放市场 全球定价

□本报记者 李惠敏

在“2019年基金服务万里行——建行·中证报‘金牛’基金系列巡讲”上海站上,申万宏源证券副总经理王胜表示,投资者的思维模式需从封闭市场、存量定价转变至开放市场、全球定价模式。展望后市,虽然阶段性难免有所回调,但核心资产可继续持有,重点关注可选消费和信息技术板块的龙头,同时高股息也是核心资产的重要构成。

### 从存量定价到全球定价

针对当前上证指数十年未涨的热点问题,王胜认为,用沪深300或公募基金年度收益率的中位数统计表现非常不错,且多数年份均为正收益。“很多投资者都有指数十年不动的错觉,实际是选错了标尺,同时也是投资时机选择上可能存在问题,多数人恐惧的时候应该选择‘贪婪’是投资最朴素的原理。”

王胜提到,实际上A股有一批核心资产一直在创出历史新高。“核心资产”最核心的一点是基本面优质的行业龙头。从定性属性上看,优质意味着好的商业模式,更大的市场空间、成长



空间,更高的壁垒和核心竞争力等。从定量财务指标角度而言,则意味着业绩长期稳定增长、高

ROIC和高ROE回报、好的现金流等。从交易属性看,核心资产是外资最青睐的一些公司,是开放市场、全球定价思维模式下,中国最受世界关注的一批公司股票。从行业属性上看,很多行业都会涌现出“核心”资产。

王胜指出,长期来看,决定股价的仍是基本面。“当前,优质公司股价一直创新高,若没有基本面,靠‘不炒房子炒股’的心态也无法出现牛市。”但是,核心资产在开放市场、全球定价视野之下仍然具有一定吸引力,外围因素无法阻止成熟外资机构配置中国。其中,数据显示,9月外资被动资金集中增配银行,减持食品饮料,而10月后外资主要买入医药生物、银行、房地产和家电等板块。

### 继续持有核心资产

对于当前A股市场,王胜表示,投资者或对一部分小市值股票存在错觉。“这些小市值公司股价经过长期大幅调整后,部分投资者对‘风格切换’抱有较高期待,实际上,考虑到注册制未来的推广,这些公司股价仍被高估;相关代表性指数在开放市场、全球定价思维模式之下,ROE在全球主要指数中排名靠后,而PB却

高居榜首。”他说。

具体至看好的板块,王胜重点关注ROE持续且稳定的板块,因为可享受其带来的估值溢价。长期来看,王胜认为,我国可选消费品和科技行业的权益市值占比仍有提升空间。“美国、日本、韩国股票市场中,可选消费+信息技术的行业市值占比合计均超35%,但在A股市场中,以上两大行业市值占比仅20%。而从长期来看,行业证券化率的变迁也体现出中国经济转型的成果,因此消费品和科技是关键。”

此外,在王胜看来,高股息也是核心资产的重要构成。“相比2012年、2014年和2016年,高股息股票的范围更大、股息率与无风险利率相比较的吸引力也更高。”

最后,王胜指出,近年来,全球范围内规模较大的机构更青睐另类投资。“全球主权基金、养老金、大学捐赠基金在‘低增长,多动荡’的环境下,依靠公开市场证券愈来愈难以实现稳定、良好的投资回报,因此另类资产逐渐受到青睐,其中耶鲁基金另类资产配置比例高达76%,而主权基金如韩国投资公司的这一比例从2011年的7.8%增长至2018年的16.4%,挪威养老金也于2011年参与另类投资。”