

# 估值显著修复 寻觅行业结构性机会

□本报实习记者 王宇露

12月1日,在中国建设银行和中国证券报主办、嘉实基金承办的“2019年基金服务万里行——建行·中证报‘金牛’基金系列巡讲”苏州专场活动中,嘉实资本总经理助理王永伟就2020年全球资本市场做了全方位多角度的展望,嘉实基金投资顾问部执行总监计璐也对四季度到明年一季度的投资策略进行了分析。

王永伟表示,2020年主要经济体的增长表现将会分化。相对欧洲而言,更看好美国权益市场,但美股2020年吸收外来资金的能力相比过去的几年将有所下降,全球资金有望再度配置新兴市场。王永伟强调,2019年港股震荡筑底,现在估值处于历史低位。

计璐认为,消费、医药、科技等高景气度行业估值已经得到显著修复,应更加注重行业中的结构性机会,此外,还应关注基本面底部反转,包括估值位于底部的新能源汽车、传媒、地产等行业。而从长期来看,计璐表示,资本市场战略地位被提到前所未有的新高度,驱动中国经济增长的核心动能仍然存在,消费、金融、科技、医药等行业在未来10年仍具备持续的成长性。



## 嘉实资本王永伟:港股处于价值洼地

□本报实习记者 王宇露

12月1日,在“2019年基金服务万里行——建行·中证报‘金牛’基金系列巡讲”苏州专场活动中,嘉实资本总经理助理王永伟就2020年全球资本市场展望发表了演讲。王永伟表示,2020年主要经济体的增长表现将分化,相对欧洲而言,更看好美国权益市场,但美股2020年吸收外来资金的能力相比过去的几年将有所下降,全球资金有望再度配置新兴市场。王永伟强调,2019年港股震荡筑底,现在估值处于历史低位。

### 主要经济体增长表现将分化

王永伟表示,从全球范围来看,当前市场对2019年的经济增长率预期低于2018年底的预期值。其中,除中国、日本和印尼外,其他主要经济体经济增长大幅低于预期值。从更长历史来看,当前全球经济处于历史罕见的增长低迷期。

对于2020年,王永伟认为主要经济体的增长表现将会分化。“2020年,不同经济体将会有所差异化,美国、欧洲、日本等主要发达国家经济仍将下行,印度、俄罗斯、巴西等新兴市场国家将有所好转,中国经济将可能触底企稳。”

当前,消费在经济增长中占据了更大比例。王永伟对此表示,家庭部门在全球经济增长中发挥



着重要作用,如果消费无法提振,将会大幅拖累经济的恢复。王永伟称,影响消费的核心因素为持久收入,而非当前收入,近年来消费增速下滑,可能主要由于对长期收入下降的担忧。居民消费与CPI负相关,CPI抬头快速上行时,居民消费将随之下行。而最近一年,这种情形越发明显。

王永伟认为,全球金融危机之后,尤其是2012年之后,全球化似乎已经停滞了,反映为全球贸易额不再增长,但如果拆分量、价,2012年

至2018年的贸易额停滞主要源于商品价格的疲弱。“然而,2018年以来,随着全球贸易争端明显增加,全球贸易在全球金融危机之后首次出现‘量’的收缩。”

对于近期物价持续攀升的现象,王永伟表示,“2016年以来,全球物价增长率逐年增加,发达国家表现尤其明显。但市场对通胀的容忍度在提升,当前主要经济体核心通胀率仍低于各国的目标值。”

### 港股估值处于历史低位

王永伟认为,此次周期与以往不同,伴随着高杠杆和低利率。从更长周期的视角来看,目前的债务率处于史上最高,而利率处于史上最低。

2019年以来,全球负利率的国家和金融产品越来越多,欧元区、日本等主要经济体出现大规模负利率债券。对此,王永伟认为负利率的蔓延主要是因为缺乏生产要素端的革命性变革,全要素生产率暂未见到大幅提升,因而宽松货币政策向实体经济的传导效果有限,流动性宽裕。

王永伟表示,利率的快速下行是2019年全球市场和资产价格运行的主线,避险资产和保值性资产领跑,更是推动股市上行。未来一年,经济将延续低增长,市场将持续低利率,但各国

的政策刺激作用有待证实,全球资金配置难度增加。

对于美债市场,王永伟表示,从实际利率来看,美国经济周期自然下行的趋势难以扭转,实体回报率下降预示着实际利率难以明显抬升,还可能进一步下降。长端利率在2020年难以大幅上行,在避险情绪消减和实际利率下行共同作用下可能保持震荡。对于欧洲和日本债券市场,王永伟认为,经济增长放缓短期内难以逆转,尽管财政政策可能加码,但2020年经济衰退依旧的背景下,欧洲和日本债券利率仍将待续下行或维持低位徘徊。

王永伟表示,相对欧洲而言,更看好美国权益市场。具体原因包括以下几个方面:美国权益市场盈利能力依然较好,红利率较高;美国的经济增长更好;金融环境方面,美国也相对更好,美联储的货币政策效果更好。

但同时,王永伟认为,美股2020年吸收外来资金的能力相比过去的几年将有所下降,全球资金有望再配置新兴市场,发展中国家的权益市场具有源于经济增长与盈利增长的相对优势。王永伟还强调,2019年港股震荡筑底,现在估值处于历史低位,估值水平仅10倍;横向比较来看,港股估值也处于全球最低水平。“港股正处于价值洼地。”

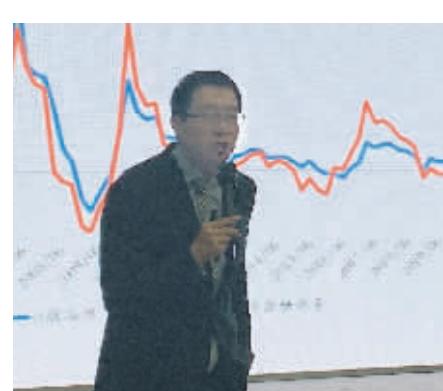
## 嘉实基金计璐:权益资产边际需求将明显增加

□本报记者 张凌之

12月1日,在“2019年基金服务万里行——建行·中证报‘金牛’基金系列巡讲”苏州专场活动中,嘉实基金投资顾问部执行总监计璐在分析今年四季度到明年一季度投资策略时表示,消费、医药、科技等高景气度行业估值已经得到显著修复,应更加注重行业中的结构性机会,此外,还应关注基本面底部反转,估值位于底部的新能源汽车、传媒、地产等行业。而从长期来看,计璐认为,资本市场战略地位被提到前所未有的新高度,驱动中国经济增长的核心动能仍然存在,未来国内大类资产配置方向将往权益类资产转移,外资也将持续流入,消费、金融、科技、医药等行业在未来10年仍具备持续的成长性。

### 关注估值底部行业

计璐认为,多数情况下股市在物价见顶前后承压、部分情况下有结构性行情,一般物价回落后整体市场才可能启动明显上涨行情。计璐指出,11月MSCI提升A股纳入比例可能是未来一年的指数扩容进程的高峰。11月8日监管层发文扩大股票股指期权试点工作,对A



股国际化有正面作用。

计璐表示,公募基金在今年三季度仓位重回高位,机构获得较高浮盈,四季度市场面临机构止盈、调仓的风险。此外,公募基金行业偏配严重,高景气度行业估值已经得到显著修复。截至三季度末,基金在行业配置方面,加仓科技成长,显著偏向电子;消费整体仓位下降,内部转向医药;金融仓位仍在下降,银行保险地产均有降仓;周期仍然低迷。

计璐用一组数据说明了公募基金偏爱的行业。截至11月8日,选取规模大于5亿元,收益率排名前20的基金前十大持仓进行分析。20只基金中,有5只基金为医药行业基金,2只基金为白酒行业基金。剩余13只基金,130只重仓股的行业分布前五分别为电子、医药生物、食品饮料、计算机、传媒。可以看到,获得显著超额收益的基金主要仓位配置为医药、电子、食品饮料、计算机,持仓具备一定抱团现象。计璐认为,消费、医药、科技作为具备长期成长性的行业,受到资本市场长期青睐,但在估值已经合理偏高的情况下,需更加注重行业中的结构性机会。

“除关注长期成长性行业的结构性机会外,还应关注基本面底部反转、估值位于底部的行业。”计璐表示,应重点关注新能源汽车、传媒和房地产行业机会。

### 资产配置向权益类转移

“资本市场战略地位被提到前所未有的新高度,驱动中国经济增长的核心动能仍然存在,增长并未画上句号。”计璐表示,首先,信息技术正在加速进步,5G与人工智能将推动社会生产效率再次大幅提升;从供给面来看,中国的人

才红利将持续到2035年。其次,随着产业结构、行业竞争格局的持续优化和生产效率的提高,企业盈利能力将向上,新的增长阶段将迎来更高质量的增长;最后,资本市场定位战略新高度,改革红利不断释放。

大类资产配置方面,计璐表示,从长期来看,对权益类核心资产的边际需求将显著增强。国内大类资产配置方向将向权益类资产转移,中国对外开放的步伐加快,将持续驱动A股外资敞口的增加,外资也将持续流入。

具体到行业配置,计璐指出,“自上而下”地看好消费、金融、科技、医药等行业,这些行业在未来10年仍具备持续的成长性。具体来看,计璐认为,未来10年,在经济增长、物价温和上升以及消费占GDP比重提升等因素驱动下,消费行业仍能确定性增长;在社融规模持续稳定增长的背景下,龙头金融企业在金融供给侧改革下将受益于优胜劣汰。对于投资者关心的科技和医药板块,计璐表示,未来看好5G领域业绩兑现确定性高的标的和人工智能领域具备“数据资源+算法能力”的标的;而随着老龄化的加快,预计2030年将进入老龄化社会,65岁以上人口占比超过20%,在此背景下医药需求将快速增长。