

企业盈利有望见底回升 A股长期投资价值凸显

□广发基金 张东一

2019年的A股市场是出乎意料的“大年”，一大批基金取得了50%以上的收益率，大幅跑赢沪深300指数。回首这一年，海外资金成为A股市场重要的增量资金，并显著影响着市场的“审美”偏好，带来优势行业和优质龙头的价值重估。

机构话语权提升

在全球经济疲软与流动性宽松并存的背景下，2019年全年A股市场呈现“冲高-回落-震荡”的走势。回顾2019年，A股有几个特征值得关注。

首先，外资正在深刻影响着A股投资风格。2019年，MSCI、富时罗素、标普道琼斯国际三大指数相继扩容，外资成为A股市场重要的增量资金，与公募、保险呈三足鼎立之势。外资入场显著影响市场的“审美”偏好，带来优势行业和优质龙头的价值重估，以大消费为代表的核心资产持续跑赢市场。

其次，结构性行情显著，主动权益类基金赚钱效应明显。2019年股市结构性行情明显：优质股与劣质股估值分化，绩优股与亏损股相对估值中枢从1倍移至2倍。2015年-2018年，A股投资者结构发生深刻变化，个人投资者持股占比由25.2%连续下降至19.6%，机构话语权提升。2019年沪深300指数上涨36.07%，623只主动权益类基金收益率超过50%，5只产品收益率超过100%。另外，科创板开闸，资本市场改革



加速。

流动性宽松持续

展望2020年，笔者认为，2020年仍会是流动性宽松的时期，利好风险资产估值提升。国际方面，2019年以来有40个左右的国家或地区降息。国内方面，预计下半年通胀压力缓解后，货币政策空间或打开，引导中性利率进一步下行。总体而言，预计上半年全球流动性宽松，下半年国内流动性宽松，均利好金融资产的估值提升。

2020年经济阶段性企稳，叠加库存周期底部，企业盈利有望见底回升。本轮库存周期从2016年7月份开启补库存，当前库存处于历

史低位，向下空间不大。按照库存周期大致为3-4年左右，2020年有望步入新的补库存阶段。随着库存周期有望反弹，PPI或迎来正增长，企业盈利也有望见底回升。

资本市场持续释放改革红利，外资及国内长线资金有望加速入市。在降杠杆、促进科技进步、经济转型的背景下，资本市场重要性持续提升。同时，外资流入是大趋势长逻辑，国内长期资金也在加速入市，加快A股机构化进程。其中，国内的增量资金包括银行理财子公司、保险权益投资、社保养老金等。

消费龙头具长期配置价值

正如前面所言，2019年A股

是少见的“大年”行情。有些投资者担忧2020年权益资产是否依然还有投资机会。对此，笔者认为，从大类资产配置的角度看，A股是最具性价比的资产。在“房住不炒”基调下，一线房市租金回报率从2008年3.5%降至2019年的1.6%，对应估值从30倍左右上升至62倍。当前十年期国债收益率约3.14%，相当于32倍估值。而当前A股估值仅有17倍，相对其他大类资产估值优势明显。从纵向对比来看，当前A股总体估值在历史30%分位，大部分行业的PE估值也处于历史30%分位之下，性价比较高。

从行业配置角度看，个人更偏好大消费行业。参考海内外经验，在A股机构化及长期资金持续流入的背景下，长期资金偏好的大消费行业拥有较好的投资机会。

首先，消费成为经济增长的第一驱动力，消费对经济增长的贡献率超过60%，远高于投资和出口。其次，人均可支配收入和人均消费支出持续上行，消费升级趋势不变。另外，国内消费市场空间广阔，消费行业具有需求稳定、现金流稳定等优势。中国消费龙头在全球具有极强的竞争力，未来增长确定性高，龙头具有长期配置价值，继续关注食品饮料、家电、餐饮旅游、医疗服务等消费领域。除此以外，其他行业也存在机会，但在行业及个股选择上需要和自己的持股周期及能力圈相互匹配，才能获得较好的中长期收益。

2020年止盈止损策略 重要性显著提升



□建信基金 陶灿

回顾2019年，股市呈现出明显的结构性特征，各板块分化较大，经历了大幅上涨的股票主要由估值变动造成。因此，在2020年如何从现有市场中挑选出真正长期优质标的则是投资关键。2020年，股息率较高、低估值、由基本面改善带来的净资产收益率抬升的行业个股，理应是2020年基金组合配置中更为重要的一块拼图。而止盈止损策略能够在对组合个股的贝塔评估、估值风险暴露度评估，以及未来净资产收益率的评估上发挥重要作用。

止盈止损的本质目的是控制股票投资的回撤。止盈是把投资浮盈变现，防止投资在未来下跌；止损是把投资浮亏变现，防止投资在未来的进一步下跌。把止盈止损策略应用到公募基金的投资管理上，对应的就是基金组合的回撤控制，总的来说，可以从两个层面上进行优化。第一层面是底层资产的优化。基金组合投资的个股，如果本身具备持续稳健趋势的收益率，则个股的回撤控制相对容易实现。因此可通过选择个股实现回撤控制；第二层面是择时操作的优化。基金组合在不同市场环境下，对风险暴露程度不同，因此可通过调整组合对市场风险敏感程度来控制回撤。

股票投资的收益率是股票的股息率与股票差价收益率之和，如果把期末股票价格与期初价格之差作为分子，期初股票价格作为分母，把股票差价收益率定义为分子与分母的比值，同时考虑期末估值相对期初估值的变动，采用市净率估值，那么可以得出一个简洁明了的公式：股票投资收益率等于股息率、估值变动率、净资产增长率三者之和。这三者分为估值波动和基本面指标两大类。其中，基本面指标就是股息率和净资产增长率，而净资产增长率是净资产收益率与分红留存率之积。

由上可推论出，基金组合投资的个股，其投资收益率来源分为基本面指标和估值波动两部分。因此，止盈止损也应该通过控制这两部分的回撤来进行。

一是在资产配置层面，可通过选取在未来有较为强劲的基本面指标的个股，未来持续较高的净资产收益率是股票投资收益率极其重要的来源，而估值波动率从中长期看贡献几乎为零，这在历史数据的回溯检验上得到证实。

二是在择时层面，从历史经验数据看，择时对冲公募基金收益率贡献相对较小，但在某些较短时间内可能产生较大影响。择时操作的本质是聚焦估值波动，不同的基金组合，即使具备相同的加权净资产收益率，但对于市场的敏感程度却不尽相同，这种市场敏感度即为贝塔系数，可以通过个股自身波动率与市场指数波动率比值来衡量。如果能判断未来市场指数进入调整期，那么可以通过提前降低基金组合整体的贝塔系数，来降低组合对市场指数的敏感度，而控制回撤。例如当组合贝塔从1.5降低到0.8后，如果市场指数下跌10%，该组合的回撤也能够从下跌15%控制到下跌8%。

总体来说，控制好回撤，有助于投资者分享基金投资的时间复利，只有控制好回撤，投资者才能真实获得基金投资的中长期回报，从而切实提升基金持有人的信心，促进公募基金行业长期健康发展。能否控制好回撤，是公募基金行业目前亟需改善的关键问题之一。建信基金在后续的管理操作上，将实施部署止盈止损量化投资平台，帮助基金经理进行客观量化提醒、诊断、优化，力争提升产品收益和客户体验。

价值为本 科技为矛 稳扎稳打追求长期稳定收益

□华宝基金 季鹏

对比过去十年，2019年股票型基金平均收益超45%，足以称得上是一个“丰收年”。进入2020年，A股迎来开门红，热点板块颇多。展望2020全年，笔者将继续坚持以价值股为核心，以科技成长股来增强业绩弹性，采取稳扎稳打的策略，力争为持有人取得长期良好的业绩回报。

“核心+卫星”模式构建组合

回顾历史，A股长期持股的超额收益主要集中于家电、白酒、医药、银行等板块，周期股持续赚钱难度较大，电子科技股则存在波动大的问题。构建核心组合主要有以下两个维度：第一是价值角度，第二则是行业均衡。

北向资金持仓比较符合价值股的选股标准，这一类股票又可以划分为两类：第一类是银行、家电等股票，此类股票具有垄断属性，盈利增速虽不高，持续性却很强，总体上看估值并不高；第二类是医药、白酒以及一些消费品股票，具有高ROE和盈利持续的特征，外资倾向于长期持有并可以阶段性地容忍此类股票的高估值。而资金规模越大，追求业绩持续稳定的需求也就越强，因此，必须在构建核心组合的时候考虑持仓的价值属性。

卫星部分的构建方法分为两



种：一种是提升强势板块和个股的持仓比重，另一种则是传统式的精选个股，然后定期审视核心、卫星部分的配比情况。笔者在科技、电子、信息等行业具有较深的投资研究积累，因此在组合弹性部分的选择上，比较倾向于科技领域。总体来看，国内半导体、电子、新能源汽车等行业这几年均处于较好的上升周期，个股机会较多。

精选优质个股

各个行业可以大致简单地归

纳为五大板块：金融、消费、医药、科技、周期，五大板块的投资逻辑则各有不同。实际上，每个阶段市场上往往会有一个核心驱动因素，并出现一到数个不等的领涨板块。如何在几大板块中分配比例，既要考虑市场总体的热度和大环境，也要兼顾行业中观的景气程度。目前市场总体倾向于超配消费、医药、科技，而相对低配周期。

2019年的结构性牛市，除流动性因素外，影响最大的还是A股“入摩”及海外资金持续流入对A

股不同行业的估值重构。由于海外资金青睐消费、医药及其它行业龙头股，这就越发要求国内基金经理重视A股核心资产和龙头企业的价值。受经济大环境影响，目前各个行业的收入及利润日益向龙头企业集中，过去A股市场存在的“炒小市值、炒边缘股票”的思路已日益式微，而行业景气度、公司地位、产品毛利率、企业ROE、未来盈利增长稳定性等指标，越来越受投资者的重视。毫无疑问，以合适的价格买入核心价值股的投资逻辑，未来将成为一种通行的策略。

正确性量级重于频率

尽管过去两年，中国经济增速不高，但部分行业和个股的盈利增速仍然较高。2019年，白酒、CRO医药、电子等行业股票的业绩增速快，部分个股的估值水平甚至创出了历史新高。对于科技创新、新产品新技术等板块，行业的高速成长可以适当弥补高估值的影响。

在产业初期，理应更关心行业、公司的发展和增速，而非囿于当前估值本身。实际上，处于景气上升周期的高估值行业，表现往往优于业绩不佳的低估值板块。正如索罗斯所言，对于一个投资者来说，最重要的事是正确性的量级而非正确性的频率，要力争提高胜率并在正确的地方下重注。