

# 全球步入低利率时代 黄金配置价值凸显

□广发上海金ETF拟任基金经理 霍华明

过去四年，在全球流动性宽松的背景下，金价一路走高，上海金价格创下了自2016年4月19日上市以来的新高，在2020年5月18日达到最高位398.52（元/克），接近400（元/克）大关。今年以来，受疫情因素影响，全球流动性宽松，推动黄金价格继续走高。长期来看，全球低利率环境以及通胀预期是推动金价维持强势的重要支撑因素，黄金作为投资品的配置价值凸显。

## 黄金具备长期配置价值

根据世界黄金协会统计，黄金每年的供给增速大约为1.6%–1.8%，低于近几十年全球经济发展的增速。从需求端来看，黄金的需求多样，既是一种投资品、储备资产，也是一种消费品和科技元件的组成部分。一方面，黄金具备高流动性，且没有信用风险，可作为资产保值增值的一种工具。近20年，以人民币计价的黄金年化收益达8%，超过了我国消费者价格指数涨幅。在通货膨胀率高于3%的年份，黄金价格平均上涨18%。

另一方面，黄金与其他资产的相关性很低，可作为家庭资产配置的分散投资工具，有助于分散组合风险。作为天然的货币，黄金是一种“零息”资产，其实际利率为零。作为投资者，“盈利性”为是否持有某一资产的重要衡量指标，因此当美国实际利率大于零时，持有美国国债等安全资产的收益要高于持有黄金；反之，持有黄金则更具吸引力。而从金融学的角度来看，实际利率等于名义利率减去通胀。因此，在名义利率下滑或者通胀预期上升的情形下，黄金价格将会出现较明显的增长，而名义利率的下降可以通过降息或者量化宽松两种方式来实现。

从历史来看，美联储降息周期以及量化宽松政策均对黄金价格的上涨起到了较强



的刺激作用。在2001年1月至2003年6月间，美国互联网科技泡沫破裂，美国经济疲软，美联储在此期间共降息13次，联邦基准利率由6.5%降至1%。与此同时，黄金现货价格由270美元/盎司涨至约360美元/盎司，涨幅达到30%。而在2007年开始的美国房地产市场崩溃引发的全球金融危机前后，美联储推出了“降息+量化宽松”的双重政策，联邦基准利率从5.25%降至0，随后宣布将购买约1.75万亿美元抵押贷款支持债券，相关举措推动黄金价格从不足700美元/盎司上涨到超过1900美元/盎司。

由此可见，宽松的货币政策是影响黄金价格的因素。除此以外，通胀变化是影响实际利率走势的重要因素。在2015年至2018年美国通胀上升期间，现货黄金价格的涨幅也达到了30%。

## 利率环境与通胀预期 是影响黄金重要因素

为对冲疫情给经济带来的负面影响，全球央行普遍采取货币宽松政策+积极财政刺激政策进行应对。从货币量的角度来看，目

前全球央行普遍采取QE方式向市场投放货币。美联储每日购买规模在缩减，但美联储的资产负债表规模不断创出历史新高。截至5月末，美联储资产负债表规模已达7万亿美元，相比4月末，美联储资产负债表已增长逾3000多亿美元。欧洲央行方面，为应对欧洲经济所面临的衰退，欧洲央行不断加大购债力度。截至5月末，欧央行资产负债表规模已扩张至5.56万亿欧元，相比4月底规模增加近2100亿欧元。

从利率角度看，目前全球利率均处于历史最低水平。美国方面，自疫情扩散后，美联储在3月紧急议息会议上直接将联邦基金利率水平调降至零，这也是2008年次贷危机以来第二次将利率降至零水平。欧洲方面，目前欧元区银行间借贷成本已经降至历史新低。截至5月27日，欧元Libor隔夜拆借利率为-0.46%；此外，欧元区10年期国债利率已经降至-0.40%水平，欧洲在负利率的路上越走越远，利率对于经济的调节和刺激边际效用已逐步弱化。

综合来看，虽然低利率与量化宽松对经济刺激的边际效果正在递减，但为了对冲疫情对全球经济的冲击，全球多国央行均选择将货币政策维持在较为宽松的状态，这也是推动黄金价格保持强势的重要因素。

另一个推动金价上涨的是全球通胀预期上升。从2008年金融危机的历史经验来看，金融危机在短期内迅速打压美国通胀水平，但在低利率与量化宽松的共同作用下，全美通胀率在2009年见底后迅速回升，并推动了黄金价格达到历史高点。受疫情因素影响，全球经济活动大幅减弱，导致通胀回落。但刺激经济恢复的低利率与量化宽松政策将支撑金价维持高位。而当经济活动回暖之后，此前的货币宽松政策又将推动通胀迅速上行，从而推升金价。因此，从中长期来看，黄金仍有较强的配置价值。

# 发挥专业“研”值 保持长期业绩稳定



□浦银安盛基金研究部副总监、基金经理 蒋佳良

在市场上的投资者，可能都会思考这样一个问题：究竟要赚什么样的钱？

作为机构投资人，我的答案是赚“当老板”的钱和赚“理性”的钱。“当老板”的钱，是指当优质企业的股东，分享企业长期增长红利。“理性”的钱，是指我们在市场预期差中获得超额回报。而这两部分钱，都需要专业研判这一核心能力。而背靠专业、体系化的投研体系，我们作为机构投资人，在专业研判这一能力上，拥有较好的比较优势。

从企业的成长中盈利是当前市场上多数投资者的共同愿望，但是在具体操作中如何落实？笔者认为，核心来自三方面的能力。第一，是对产业生命周期的深度认识。第二，是对企业发展价值的深刻认识。第三，是对市场估值、投资者预期的敏感认识。

在具体的投资实践中，首先要做行业配置。在好行业中挖掘出好公司的概率，远大于在较差行业中挖掘好品种的概率。具体而言，是要关注大空间、赛道好、符合产业发展长期趋势的好行业，将投资目光长期聚焦于消费、医药、科技行业等优质赛道，作为基础性配置。同时把握周期、制造等行业的阶段性机会以追求收益增厚。

其次是挖掘个股。在复盘历史投资的时候，我们总会发现，短期内市场涨跌跌跌，但只有好公司才能真正穿越周期，在长周期里带来较高的回报。什么是好公司？笔者理解是行业地位高、竞争优势强、护城河较深的优势企业。这些公司往往是行业的龙头公司，但在具体实践中，选股并不仅仅局限于行业龙头，同时会自下而上挖掘一些阶段景气度提升、收入利润进入释放期、质地比较优秀的中盘成长企业。

最后则是判断价格与价值的关系。即使对于好公司，我们也要算准好价格，争取在公司价值相对低估的时候买入，在公司价值相对高估的时候卖出，赚“专业研判”的钱。

在A股市场上，很多个股当前的股价不一定包含对公司内在价值较为准确的中长期判断，因而会形成预期差。机构投资者会致力于揭示与理解公司的中长期价值，如企业竞争优势的变化、财务指标的趋势等等，如果发现公司未来价值与当前股价出现较大偏离，就到了赚预期差价的时候。

投资是一件极难的事情，而要长期做好投资，更是难上加难。除了要选择好品种、争取好的收益来源，更要控制好回撤、提升长期表现。首先是保持理性，投资就是要做大概率的事，但是光看概率还不够，还要看收益空间。如果某个投资概率很大，但收益空间不大，可能也不是一个特别好的投资。其次是敬畏市场，每个人都会犯错，我们在投资中当然会做出错误的决策，但关键是能不能认识到失误并及时纠正，这是投资中更重要的部分。一方面是要建立严格的止损机制，另一方面是加强对市场的理解，理解市场的有效性、与局限性，理解错误定价在什么情况下最容易出现。

笔者认为，基金经理的个人能力必须与团队的力量相结合，才能够发挥更大的效果。再优秀的基金经理，精力是有限的，能力圈也是有限的，所以投资经理要保持长期业绩稳定，离不开一个优秀的研究团队的支持。

展望后市，笔者认为，当前疫情控制得到了进一步巩固，复工复产持续推进，后续政策会逐步落实，虽然外部环境出现扰动，但是不改经济逐渐恢复的趋势，全球经济也在逐步正常化。立足此刻，展望未来，笔者对A股持有足够的信心。从国内大类资产配置角度，目前市场流动性较为充裕，利好权益市场。相对估值角度，当前风险资产溢价和股息溢价率均位于历史极高水平。从历史经验来看，极高相对估值吸引力状态下，股市远期胜率较高。

未来，我们将根据行业景气与政策支持两条线索，寻找景气向上、未来受益于政策支持、受疫情影响不大甚至受益于疫情带来变化的行业与公司进行重点配置。投资方向会重点关注医药、消费、电子、新能源汽车、建筑建材等方向。

# 透过硅片看国产替代中的半导体投资

□国寿安保惠灵活配置混合型基金基金经理 吴坚

2018年以来，关于A股科技股的投资常聚焦于集成电路产业的国产替代。2019年A股催生了多家千亿市值的半导体公司，其中不乏股价翻番的龙头公司，在2019年科技牛市的浪潮下，科创板上市了一批较高质量的半导体行业公司，覆盖从材料到设备的产业链条。尽管股价波动很大，但本质来说是体现了市场对国产替代逻辑的长期认可。成长股投资相比消费股投资而言，特点是波动更大、选股胜率较低但潜在长期回报丰厚。2019–2020年半导体、5G相关被动指数产品不断推出，单个产品往往超过百亿元，充分体现投资人对潜在高回报的科技股需求，而大背景正是国内集成电路产业链的国产替代。

## 晶圆产能大量释放催生产业链国产替代

芯片是精密制造王冠上的明珠，简单讲一共分为设计、制造、封装测试三个环节。就制造环节而言，硅片是半导体产业链的起点，它是制造芯片的基本衬底材料，也是唯一贯穿各道芯片前道制程的半导体材料，因此产业地位非常核心。从工艺流程上看，硅片是硅片厂家通过将多晶硅熔化提炼出单晶硅棒，再加工制成硅片，最后给芯片制造商制成芯片。

从产业格局来看，硅片环节海外高度垄断，CR5销售额占全球比重达到93%。如果看前五大的市占率，日韩垄断市场格局明显：日本信越化学占比27%、日本SUMCO占比26%、德国Siltronic占比13%、台湾环球晶圆占比17%、韩国SK占比9%。

从产业趋势来看，中国内地为全球第三次半导体产业链转移的中心，本土新增晶圆厂数量占全球一半以上。2017年至2020年中国内地拟新建晶圆厂占全球42%；2020年开始随着建设逐渐完成，设备搬入生产线，



晶圆厂开始进入试产到扩产的阶段，未来5年，中国晶圆产能将迎来快速提升。在中国内地将作为半导体制造中国的背景下，有充足的市场需求孕育出中国本土硅片制造商。

从空间角度看，国内两家龙头半导体硅片制造公司市占率加总不到3%；从公司产业进展来看，12寸大硅片均正处于量产的拐点，考虑内地市场下游晶圆产能转移的背景，未来市场空间还很大。从核心竞争力角度看，不管是设备还是材料，国内相较于海外依然有相当大的差距。在A股相对宽松的融资环境下，大量设备产业链、材料产业链的公司纷纷上市，随着国内半导体证券化率进一步提升，未来必将有一批优秀公司脱颖而出。

## 半导体公司的估值研究框架

从投资角度来看，半导体公司估值的锚似乎漂浮不定，从几十倍到几百倍，估值区间很大，考验投资人对具体公司的竞争力、产业格局以及市场预期的把握。随着科创板半导体公司未来加速上市，潜在投资机会依然可观。早在2016–2019年，笔者就对光伏产业链几家头部公司做了较深的研究，由于光伏和半导体技术同源，产业技术迭代有一

定相似性，部分主营业务分别是光伏硅片和长晶炉的公司一直在半导体领域做横向拓展。2018年，半导体硅片国产替代的逻辑愈加清晰，在2019年科技股牛市中，市场对部分跨界硅片的光伏公司远期预期发生了边际变化，反映在动态估值上已经相比主业光伏有相当的溢价。而2019年半导体ETF的大量发行，此类公司估值层面已经高于可比光伏行业估值，但低于半导体平均估值。从这个角度来看，结合某硅片科创公司上市时的估值，可以得出结论：科创公司上市的估值相对较低，符合我们追求的估值安全边际。

对标海外可比上市公司，环球晶圆全球市占率16%，历史市值高点中枢在600亿左右（2018年硅片供不应求市值达到660亿，2020年全球流动性宽松科技牛市市值达到480亿），考虑目前国内半导体硅片制造龙头的市占率目前只有3%左右，中期维度看国产替代会逐步实现，市值将会动态接近环球晶圆。

思考市场对半导体龙头极度乐观的估值是如何演绎的，考虑到当前国内半导体设备龙头公司的估值，在现有的行业政策及市场环境下，已处于较为乐观的位置，而硅片公司所处赛道更为关键，由此可根据相似的行业地位，从半导体设备公司对应的市场空间与市值的映射关系上，寻找某种程度上硅片公司乐观估值的参照系。

综上，半导体产业的投资高度专业化，高波动下成功的投资取决于产业研究深度和对市场的深刻理解，前者奠定投资基础，后者与前者的结合决定仓位和投资时机。简单讲，半导体产业的研究横跨多学科、产业变化快，成功的投资往往需要国际化产业视野，这些是投资相关板块的前提；长远来看，投资人需要长期不断地对产业高频率的跟踪研究，同时需要结合市场理解产业与股票的映射关系，这些同时也是成功投资科技板块的必要条件。