

拥抱优质企业 相信时间创造价值

□银华长丰基金经理 胡银玉

从长期角度来看,笔者对中国资本市场的优质企业充满信心。回顾过去10年,在上证指数总体变化不大的情况下,市场仍然涌现出多家股价涨幅超过10倍的优质企业,这说明我们的市场总体是有效的,市场会奖励长期陪伴优质企业的投资者。

站在当前时点,笔者对市场中长期表现仍充满信心,主要基于三个方面:第一,笔者个人是中国经济的坚定乐观派,从大环境来看,无论基于经济增速绝对值,还是国人奋发向上的精神面貌,对经济前景都充满信心;第二,从估值来看,Wind数据显示,截至6月23日,目前具有代表性的上证50指数PE-TTM为10.10倍,无论横向还是纵向对比,都充满吸引力;第三,从资金面来看,房市和股市某种程度上构成了“跷跷板”,过去10多年,房市总体趋势显著强于股市。目前,房住不炒的理念已经逐步深入人心,老百姓的资产配置有往资本市场转移的可能,这从2020年前5个月公募基金发行的火爆程度可见一斑。

笔者长期坚持的投资理念是:拥抱优质企业,相信时间创造价值。大部分企业在资本市场都有自己的高光时刻,但昙花一现者众,持续闪耀者寡。拉长时间维度看,长期总回报较高的往往是有着强大核心竞争力的优质企业。拥抱这些优秀企业,既可以享受行业红利和企业自身成长,也可以在市场较弱的时候抵御风险。

笔者相信时间创造价值,对优质企业来说,时间就是我们的朋友,时间会帮我们创造价值,反之时间可能是平庸企业的敌人。一家企业,如果能连续10年保持20%的复合利润增长率,那么10年后利润体量将是原来的



6.19倍,这足以使企业产生质变,也足以给投资者带来可观的回报。

笔者心目中优质企业的主要标准是:处于景气度向上的行业、行业内的龙头、有核心竞争力、有优秀的管理层、估值相对合理。如果这几个标准都符合,那么就是值得重点关注的企业。

在行业选择上,笔者没有硬性偏好,不会刻意把投资范围局限在某个行业。只要这个行业有持续成长的潜力,并有一批满足选股标准的优质企业,那就是值得重点关注的行业。目前来看,大健康、大消费和大金融这三大板块中,符合选股标准的企业相对较多,是产品重点布局的方向。实际上,在科技、互联网、能源、农业等领域,目前也逐步挖掘了一些性价比不错的标的,只要符合选股标准,笔

者都会考虑去投资。

在此,与大家分享两个笔者认为比较合适的基金投资方式:

第一,定投是个不错的选择。由于资本市场的不确定性,对于基金投资来说,短期回撤是不可避免的。对普通投资者来说,定投是一种有效规避风险和平滑净值波动的方案。作为银华长丰的基金经理,笔者在发行期认购了101万份,与持有人一起共担风险,共享收益。在本次开放后,笔者也会通过定投的方式,继续投资该基金。

第二,长期持有可享受复利效应。美国著名投资经理彼得·林奇执掌的麦哲伦基金,在13年间平均年报酬率达到29.3%,累计投资回报率达到了约27倍,是典型的复利效应。更惊人的是沃伦·巴菲特的复利,1965年若投资1万美元,在2019年底可获得约2.7亿美元的回报。

美国股市经历了百年向上的大趋势,令全球投资者羡慕,这在中国未来其实也不是没有可能的。笔者对中国资本市场的长期前景持乐观态度,估值、资金和市场环境,都有利于中国资本市场逐步向好。一旦中国资本市场在未来形成长期向上的大趋势,那么就会回馈坚守的长期投资者。笔者坚信,勤劳奋进的人民和庞大的人口基数,会造就一大批中国企业在未来10年乃至20年成为国际行业巨头,他们中的佼佼者有机会为长期投资者带来可观的回报。

市场的前景是乐观的,长期持有优秀企业的前景可以更乐观一些。但是,只要是权益类投资,短期存在风险也是不可避免的,而足够的时间和耐心恰恰是提高投资胜率最好的保障。在日常保持乐观心态的同时,笔者也时常提醒自己尽可能防范各种潜在的风险,为每一位持有人的资产勤勉尽责。

金融开放持续加码 外资布局A股稳步升温



□德邦基金海外与组合投资部业务董事 朱帆

第一轮的商品市场开放红利促使中国一跃成为全球第二大经济体,而随着改革的持续深化,已经促使中国逐步转向到金融开放红利阶段。陆股通的开通、MSCI中国的纳入、债券通、外资金融牌照的持续放开等,都体现了近年来我国一直坚持的多渠道开放、加速推进国际化的核心思想。对于国内外投资机构而言,金融开放的加码将有望培育市场更大的投资生态机会,更先进的投资理念、更丰富的投资工具、更多样的投资形态都有望在国内持续深耕。

回顾2019年,多个监管职能机构取消或放宽当前外资银行业、保险业机构进入中国市场的部分条件限制,进一步拓宽外资金融机构业务经营范围,给外资金融机构参与创新试点提供部分新领域,取消单家外资银行对中资商业银行的持股比例上限,允许外资机构在华开展信用评级,对证券公司、基金公司、期货公司等机构的外资持股比例等多项对外开放措施提出明确修改。今年以来,对外开放政策依旧大步向前,央行、国家外汇管理局联合发布了《境外机构投资者境内证券期货投资资金管理规定》,明确简化境外机构投资者境内证券期货投资资金管理要求,进一步为境外投资者参与我国金融市场提供便利。其中,非常值得关注的是,新规中落实了取消QFII和RQFII境内证券投资额度管理要求,或激发海外资本长期投资深耕A股市场。

目前来看,境外投资者对于国内市场关注度正加速上升,持续开放的政策红利促使外资今年以来源源不断流入国内资本市场。截至2020年5月底,机构投资者持股市值占A股流通市值的比例接近30%。从具体机构来看,基金占比约为12%,保险和社保合计占比约为6%,境外投资者占比约为9%,其他机构占比约为3%。其中,境外机构和个人持有的A股股票资产市值达到2.0万亿元。而通过陆股通渠道投资内地市场资金累计净流入额达到1.1万亿元,持股市值超过1.5万亿元,海外投资者已逐步成为A股市场的重要参与者之一。对于现阶段资本市场而言,今年以来,包括生物医药、食品饮料、家用电器、电子元器件等大健康、大消费、大科技板块中的龙头企业都表现不俗,除了市场情绪、行业基本面临有所好转外,更是对资本市场开放提速预期的深刻体现。我们对金融开放和投资领域的长期收获都保持相对乐观的态度。

从投资端来看,我们依旧长期看好消费、医药、科技创新等多个子领域和板块。与美股相比,当前A股部分消费行业的龙头公司PE估值偏高,业绩增速也普遍高于美股企业,估值溢价的背后更多来自于成长的确性和长期价值。从PB-ROE、PEG等多个维度来看,A股消费龙头估值依旧相对合理。

同时,在疫情冲击下,内地消费市场相比海外更具韧性;生物医药持续创新,医疗器械国产替代依旧处于长期投资逻辑通道中;全球科技创新进入空前密集活跃的时期,新一轮科技革命和产业变革正在重构全球创新版图、重塑全球经济结构。中国现阶段已完成从面板显示、半导体代工封测、电子元器件、智能机械等为代表的中高端制造崛起的第一科技周期。未来,在政策的支持下,以5G、新能源、精密制造为代表的新周期全面开启,从上游的设备、材料,到中游的集成、制造,再到下游的应用、服务都将迎来第二科技周期。

未来更开放的金融舞台将持续吸引国外机构关注到中国改革开放以来的伟大成果,投资中国,投资中国的资本市场有望成为国际投资人重要的核心战场。同时,也让国内投资人能有更多的机会与世界领先的金融市场和机构进行深度交流,并长期受益。

关注可选消费和外贸相关行业修复性机会

□广发基金宏观策略部副总经理 武动辉

近期,纳斯达克指数创出历史新高,全球主要经济体权益市场均走出一波强势反弹行情。对此,有观点认为,上半年全球经济表现低迷,股票的强势上涨属于市场定价错误。但笔者认为,市场定价是有效的,经济下行和政策刺激的不对称性是本轮美股创出新高的关键定价逻辑。如果疫情不出现显著的二次冲击,这一影响将会在下半年持续,预计全球主要经济体权益市场仍存在较好的结构性机会。

权益市场仍存结构性机会

从供需角度来看,随着疫情得到控制,供给和需求开始逐渐恢复,经济随之回升。从资产负债表来看,全球主要经济体在2008年金融危机之后经历了一轮漫长的私人部门去杠杆,BIS统计的私人部门的信贷缺口指标当前基本都是负值。这意味着发达经济体的失衡状况显著缓解,当前的疫情冲击虽然会导致长期的潜在产出水平存在部分损失,但幅度相对有限。

由于经济短期剧烈下滑,企业和居民的收入出现冻结,为了避免出现偿付危机,当前全球主要经济体政策刺激力度远远超过2008年金融危机时期。迄今为止美联储扩表规模已是过去3轮周期之和,预计到明年底之前将继续扩表4万亿美元,总体负债规模将达到11万亿美元左右,而在疫情之前只有4.2万亿美元。另外,预计美国今年的财政赤字率将达到18.7%,而在金融危机期间这一数据从未超过10%。

基于以上分析,笔者认为,美国经济下行和政策刺激存在不对称性。一方面经济下行虽然剧烈,但长期的产出损失远低于2008年金融危机;另一方面政策的刺激力度远高于2008年金融危机时期,并且在短期难以退出。这种不对称的结果就是资产价格上涨,这是美股创出新高的关键定价逻辑。如果疫情不



会出现显著的二次冲击,这一影响将会在下半年持续,预计全球主要经济体权益市场仍存在较好的结构性机会。

关注两大方向修复性机会

回顾上半年乃至过去几年,A股市场的一个典型特点是,大部分股票表现平庸,但少数股票不断创出新高。挑选陆股通重仓的100只股票来看,其典型特点是ROE更高并且更为平稳。2015年至今,全部A股的ROE整体呈现回落趋势,但外资重仓股的加权ROE反而有所抬升。从行业分布来看,这个组合52%的股票数量、72%的流通市值来源于消费、医药和科技。

这种差异是当前市场极度分化的一个缩影,背后反映了市场对经济增长中枢下移的担忧。我们根据不同行业的ROE和经济的相关程度,区分了增长高敏感型行业(能源、材料、工业、银行)和增长低敏感型行业(日常消费、医疗保健和信息技术)。2010年之前,

大部分行业的盈利能力和宏观经济同涨同跌;2010年之后,虽然经济增速出现趋势性下行,但部分行业的盈利能力保持相对稳定,这些行业主要集中在消费升级和产业升级的领域。

股价的表现反映了这种分化。2010年以来,增长低敏感型行业不断创新高,而增长高敏感型行业的趋势基本是一条水平线。2019年以来,随着供给侧改革带来的去产能出现逆转,需求端的地产预期在房住不炒之下有所弱化,市场对经济的预期经历了进一步下调,这导致主动股票型基金的仓位都在向增长低敏感型行业转移。

近期,部分投资者关注低估值行业及市场风格转换。笔者认为,当前增长低敏感型行业PB位于2012年以来的区间上限(剔除2015年),而增长高敏感型行业位于区间下限。考虑到估值分化到了极端位置,下半年增长高敏感型行业(特别是金融地产)的估值存在修复的可能。但在经济弱复苏的状态以及经济中枢持续下移的预期下,预计修复空间有限。

下半年,我们主要关注可选消费和科技相关的两大方向。第一,可选消费,包括家电、白酒、家居、休闲服务和汽车零部件等。今年以来受疫情影响,以食品和医药为代表的必选消费相对受益。过去一个季度,部分可选消费开始触底回升,但当前可选消费相对日常消费仍有较大的估值折价,随着经济常态化演进,需求确定但估值折价的产业会有修复空间。

第二,外贸相关的部分科技行业,包括苹果产业链和新能源汽车产业链等。去年下半年以来,全球经济见底预期推动科技周期回升,在国内外相关产业链的映射之下,A股外贸相关股票跑赢内需,科技相关股票跑赢消费。受疫情影响,部分海外需求有所推迟,导致外贸相关的科技行业走势疲弱。随着海外经济重启,部分需求将会逐渐恢复,从而推动股价的修复。