

注重企业价值创造能力 寻找长期可持续性行业

□博时基金权益投资总部一体化投研总监 曾鹏

2021年初,市场上演了一波“春季攻势”,春节后又迎来回调,市场持续震荡。在市场的频繁变动中,市场投资热点也在不断转向,先是受益于经济复苏的低估值、顺周期个股崛起,后是前期受疫情影响较大的交通、旅游等板块迎来回潮,近期中小市值又开始备受关注。对于近期市场表现,笔者认为,经过市场的大幅调整,估值风险已经释放,企业盈利修复将支撑二季度市场企稳,可关注结构性投资机会,但要防止出现盈利估值双杀的阶段。

把握A股市场结构性机会

春节后A股市场经历回调,从估值方面来看,目前整体估值水平不是很高,A股整体估值水平并不是衡量市场是否调整到位的核心指标,关键在于微观结构是否好转。在笔者看来,春节后调整的主因在于微观结构的恶化。比如,排名前5%个股的成交额集中度在2021年2月达到历史极值49.7%,市场拥挤度很高,截至目前,该指标回落至40.9%,回落至阈值之下。另外,选取股价在历史95%分位以上市值占比来衡量当前市场微观结构特征,该指标在2020年12月末达到7.3%的高位,远超历史5%的阈值,随后冲高回落,4月7日已下滑至5.6%,但仍位于阈值之上。整体来看,微观结构已经出现一定缓和,相关指标也已经降低至阈值附近。短期市场下跌空间不大,但需要时间消化。

当前宏观面与货币政策环境处于经济基本面向上,但宏观流动性向下的局面。这意味着企业盈利正在逐渐修复,但估值会受到一定压制,体现在市场的特征就是震荡市场。当市场向上的时候,由于流动性收紧估值抑制,市场上行空间有限;当市场下跌到一定程度,企业盈利的支撑又会形成底部。因此,经过一季度市场的大幅调整,估值风险已经释放,企业盈利的修复将支撑二季度市场企稳。笔者认为,对于二季度市场不必过于悲观,或可把握



结构性投资机会。

关注板块长期可持续投资机会

在笔者看来,企业的价值创造能力非常重要。当下中国企业价值创造更多集中于科技、消费、医药和部分高端装备制造等行业。这些行业和板块的投资机会将是长期、可持续的。包括互联网数字经济在内的科技行业提升了中国社会的劳动生产力水平,加速社会财富的创造,社会财富的再分配驱动了居民消费升级和迁移。人口老龄化和老百姓生活品质的提升,驱动了医药生物、医疗服务行业的新兴需求。同时,中国具备比较优势的装备制造业正在加速向价值链上游迁移,走向广阔的海外市场。因此,这些行业或是持续性的投资机会,这也是我们的投资逻辑。

从长期的角度来看,市场在经历了两年上涨后,自身也需要时间来进行消化和验证,但方向是不会变的。笔者认为,内需逻辑驱动的消费、人口老龄化驱动的医药,以数字经济和自主

创新为代表的泛科技行业,具备较好成长性的新能源汽车和光伏行业,以及景气度处于高点的国防军工行业具有良好的投资价值,是值得机构投资者长期配置和持有的方向。

港股或成为新经济投资主战场

年初以来,以恒生科技指数为代表的不少港股龙头个股仍然取得了正收益,并且跑赢A股大盘。笔者认为,港股市场的投资机会并不是因为估值比A股低,也不完全是因为中概股回归,资金南下也是港股众多驱动变量中的一个。

港股市场投资机会需要一分为二地看待,我们需要将港股市场划分为港股通市场和非港股通市场。在港股通市场中,需要重点关注以恒生科技指数为代表的实际生产经营主体在内地的优质内地企业。首先,港股市场正在成为承接内地过去十余年以数字经济为代表的新经济企业上市的摇篮,这些企业是当前最具活力的一批企业,分布于新零售、互联网、数字经济、生物医药、云计算等新兴行业。港股市场成为一级市场优质新经济企业的重要上市地,目前中国六大互联网企业即将悉数登陆港股上市,港股市场今年无疑是IPO大年。港股将成为未来中国新经济投资的主战场。其次,港股市场整体将迎来南下资金和境外资本的流入,当前新设立的公募基金普遍可以最高50%的比例投资于港股,截至2020年底,全市场有接近1095只公募基金可以投资港股,总资产规模接近2万亿元。同时,中国是全球最先走出疫情、去年唯一实现经济正增长的主要经济体,中国香港作为外资进入中国的桥头堡,外资流入港股的趋势也因此不会改变。第三,港股由于是港币定价,港币与美元实行联系汇率,因此投资于港股也有助于分散人民币相对美元贬值的风险。综上,我们认为港股通的投资机会将是长期、可持续的。具体到板块方面,笔者看好恒生科技指数的成分板块,包括互联网、云计算、数字经济、生物医药、电子信息、半导体这些行业,他们都是值得关注的行业。

把握投资边界 构建长期成长股票池



□银华瑞祥拟任基金经理
银华价值增长投资部负责人 唐能

今年1月时市场还比较热,但进入牛年后,A股的核心资产遭遇了一波下跌。目前,一些优质资产要比1月时更便宜。不过,现在很多A股资产的估值也只是处于合理区间,还谈不上是“黄金坑”。因为“黄金坑”往往意味着被严重低估。

2020年市场大幅上涨,主要是流动性宽松带来的估值推动、创新经济预期的提升带动市场大涨,结构性机会大于总量机会。而今年的A股市场,上市公司盈利预期较好,创新产业有望带来新的经济增长点。未来一到两年市场或仍将延续2019年、2020年的市场风格,结构性的创新行业机会仍然存在。

支撑“成长股慢牛可期”观点背后的逻辑并未发生变化,以房地产为代表的传统经济发展已达相对高位位置,很难再出现大幅增长,只有通过自主创新才能带动新的经济增长点,由此开启的新一轮经济结构转型改革奠定了成长股结构性慢牛的经济基石。

“震荡消化估值”,这是我们对今年市场的判断,越往后会越好。很多超额收益都来自于大跌的时候不过于悲观,在震荡市场中要时刻警惕“大跌时悲观,大涨时乐观”的心态,对持仓资产的长期认可不能因为短期大跌而改变。

我们的投资风格是长期成长,倾向于长时间持有优质公司,以获取这些公司业绩增长带来的复合收益,而不是通过判断估值波动来赚取估值的差价。我们希望能够挣公司业绩增长的收益,而不是挣市场博弈的钱。笔者始终认为,要坚持长期价值投资,相信研究能创造价值。坚持长期价值投资,就需要长期把握投资边界,中期匹配行业趋势和估值,分享优质公司长期业绩增长的收益,不参与短期和投资边界外的博弈。

具体而言,把握投资边界的通俗表述就是要构建好投资池,需从三到五年的时间维度,对全市场细分行业进行比较,构建长期成长股票池。

筛选能够进入长期成长股票池的公司有两个标准:第一个标准是格局好、环境改变不了的公司,其特点是“护城河”很宽、供给壁垒极高、长期胜率高。目前,在A股市场这类公司主要分布在高端白酒、免税、互联网平台、机场、金融信息化、建筑信息化、品牌中药、空调等板块。对于这类公司我们会在调整时买入,持有周期三年以上,只有在格局受到实质性挑战时才会进行持仓调整。

第二个标准是增速快,可以引领时代的公司。其特点是未来三年,行业增速快、需求旺盛、天花板高、行业空间大。目前电动车、光伏、创新药、医美、美妆、云计算、快递、中端白酒、教育、人工智能、新兴电子消费品等行业增速快需求旺盛,这些行业里的优质公司将能跑赢行业,符合长期成长。这类公司的目标持有周期在一年以上,两到三年为主,在行业驱动因素发生改变时才会进行调整。

而做好投资最重要的是勤奋,通过充分了解资本市场的各项规则和常识,在各种情境下反复训练和积累经验,才会在瞬息万变的市场中做出正确的应对和反馈。同时,要逐渐形成与自身投研经验相匹配、可以一以贯之且具备持续性和延展性的投资体系,经过多轮牛熊的反复验证、打磨和提炼,才能较好适应投资实践。

“固收+”多资产策略攻守有道

□华富基金总经理助理、固定收益部总监 尹培俊

2021年初以来,全球权益市场总体呈现上涨特征,但结构分化较明显,前期相对滞涨的海外股票市场普遍上涨,但国内权益市场则震荡下跌,特别是前期明显领涨的创业板指跌幅居前,A股内部结构也明显分化。债券市场方面,在复苏预期带动下,以美债为首的海外长端国债收益率普遍上行,但国内市场整体呈震荡格局。商品方面,受益于全球疫苗加速接种与经济爬坡,以原油、铜、铝为代表的商品价格上涨幅度较大。

宏观环境方面,年初以来国内经济延续扩张,企业盈利较强劲,较多企业增加了库存储备。融资方面,企业资金需求旺盛,新增信贷规模略超市场预期。海外方面,年初以来在全球疫苗接种的带动下,全球疫情有所好转,但整体接种速率仍然偏低,且区域分化较严重。

确定性与不确定性并存

展望2021年全球经济形势,确定性与不确定性并存。疫苗推进加速,美国、英国、以色列等国疫苗接种率领先,但欧元区与部分新兴市场出现不同程度的反复。海外流动性方面,随着美国疫苗接种加速以及财政刺激逐步落地,市场对于美联储缩减QE的预期逐渐强烈,美元与美债预计保持趋势性回升。

国内方面,因基数原因2021年上半年同比数据将较强劲。从结构来看,我国经济复苏的增长动能或由疫情时的基建等逆周期动力切换至制造业等顺周期动力,政策目标或由疫情时的托底经济转换至后疫情时期的“精准滴灌”。政策端预计不会出现“急转弯”,年内流动性环境或将保持平稳。



大类资产配置优势向债券倾斜

基于大类资产配置模型,从胜率角度来看,当前经济上行,权益类资产仍相对受益,但预计下半年后随着经济斜率放缓,需要观察胜率是否逐渐向债券倾斜。从赔率角度来看,股权风险溢价从2018年底、2019年初达到历史极值(股债比价指向股票一端),经过2019年、2020年的估值修复,股债性价比已经修复至中枢以下,当前债券性价比略优于股票。从配置角度来看,2021年至2022年风险偏好将有所降低,大类资产逐步由权益向债券倾斜。

权益方面,全A非金融石油石化的PE估值修复至36-37倍左右,处于历史60分位左右水平,年初结构分化指数达到历史新高,在经历两年的估值扩张之后,今年A股市场预计盈利进、估值退,随着盈利可持续性预期不强、宏观

流动性逐渐收紧预期加强,预计波动率较前两年有明显放大,全年主要以结构性机会为主,需要精选估值与业绩匹配度相对合理的标的,对于经历调整后的核心资产,也需要严格兼顾景气度与性价比来甄选。

债券方面,疫情时期海外政策宽松对通胀的拉动作用正逐步显现,输入性通胀仍然是短期债券较大的潜在风险。同时,在强势的基本面背景下,预计政策整体易紧难松,收益率趋势下行仍需等待经济扩张放缓的信号。从配置角度来看,目前长端国债收益率已经高于疫情前水平,是全球国债中最具票息价值的资产之一。未来,随着社融增速逐步下行,经济潜在动能或逐步回落,对应收益率中枢也将趋于下行,对应当前收益率水平,债券的配置价值相对较高。

“固收+”产品兼具攻守特征

从长期视角来看,在居民财富净值化管理、中国资本市场开放的大趋势下,权益类资产长期回报率有望保持较高水平。“固收+”产品在固定收益底仓的基础上追求适度的风险报酬,相对于传统固收类产品会有更高的收益回报。

从中期视角来看,疫情暴发至今,国内宏观经济依次经历了疫情后复苏、经济扩张等环境,随着宏观流动性转向中性,过去两年估值扩张的权益资产预期回报率将有所降低,而在未来1-2年中,经济增长斜率放缓也会带来债券资产的趋势性机会。对于“固收+”产品,可以通过自上而下的宏观视角,兼顾各类资产性价比,有效调节股债之间的仓位配比,兼具攻守特征。中长期历史表现已经证明,“固收+”产品可以通过基金经理对大类资产趋势机会的把握,达到业绩有一定弹性、回撤相对可控的稳健表现,适合大部分稳健型投资者。