

华宝基金周晶：

美股配置价值仍在 科技与消费可期

□本报记者 魏昭宇



科技、消费、油气等产业都是自己关注的重点。

科技股方面,周晶认为,科技股仍然是美股下半年的投资主线。“虽然美联储很有可能即将结束加息周期,但年内降息大概率无望,高利率环境将压制美国整体经济增速,因此我们认为周期股很难有长期的机会,而科技股则将受益于分母端带来的估值提升。”此外,周晶表示,从目前已披露的科技公司半年报中可以看出,降本增效的效果较明显,随着AI应用逐步落地,科技巨头们也有可能带来惊喜。

消费股方面,周晶认为,后续美联储货币政策转向或为消费领域带来更多增长动力。“美国经济每年70%-80%的增长都来自于消费业的贡献,而且今年基本每个季度的零售环比都保持着正增长的态势,随着后续美联储货币政策转向,这对消费的进一步提升是有积极意义的。”

谈到油气股,周晶认为,油气股的股价在今年四季度或迎来一定程度的修复。“供给端方面,美国进一步提升产能的概率很低,大部分原油资源都来自‘欧佩克+’,但‘欧佩克+’目前的减产态度已经较为明显;需求端方面,随着美国和中国的发展速度逐步提升,需求端或迎来更多利好因素。”

此外,作为华宝基金国际业务部总经理,周晶向记者透露,后续团队可能在海外投资的一些细分赛道上进行布局,比如欧洲的奢侈品产业和美国的创新药产业。“许多欧洲奢侈品企业都有超过百年的历史底蕴,消费者品牌忠诚度都非常高,哪怕在一轮轮的金融危机中,这些品牌的表现依然十分坚挺。”周晶表示,“此外,多年来,美国的生物医药产业一直在世界上保持着领先地位,在后续利率逐渐下行期间,生物医药板块的走势值得期待,在这一板块我们也会逐步布局。”

话中流露了一些认为利率已经偏高的苗头,市场预期也开始转变,估值开始稳步抬升。”

而谈到美股市场的后期走势,周晶表示,美股市场的配置价值仍在。从分母端看,目前市场普遍观点认为,美联储货币政策大概率会逐步放缓,甚至随着加息周期结束后利率有可能稳步回落,这利于美股估值的提升;从分子端看,不少优质公司尤其是科技股公司都有后续盈利超预期的可能。

此外,周晶还表示,随着加息步入尾声,新兴市场或涌入更多资金。“我个人判断核心通胀数据和美元指数大概率会继续回落,到了四季度可能会看到越来越多的资金从美国市场回流至新兴市场,这对A股、港股等市场也是比较有利的。”周晶表示。

关注科技、消费、油气等领域

谈到海外投资的后续布局方向,周晶表示,

今年以来,布局美股消费、科技板块的QDII产品业绩表现突出,而华宝基金也借势在纳斯达克精选股票、海外科技、海外新能源车等领域布局了多只产品,引起市场关注。

展望美股后市走势,华宝基金总经理助理、国际业务部总经理周晶在接受中国证券报记者采访时表示,美股市场的配置价值仍在,随着美联储加息周期步入尾声,AI产业竞争迈入新阶段,科技、消费、能源等细分领域或迎来较好的布局良机。

重视宏观分析 上下结合

多年海外学习和工作经验加深了周晶对海外市场运行规律的认识,为当前周晶的海外投资工作奠定了深厚的基础。公开资料显示,周晶在美国德州奥斯汀市德意志资本、泛太平洋证券(美国)和汇丰证券(美国)等多家知名海外资管机构有过多年工作经历。

谈及海外股票研究的分析思路,周晶表示,宏观分析是至关重要的一环。“比如美联储的货币政策、美债利率的变动方向,美国联邦政府的政策走向等等,这些可能对海外市场产生重要影响的因素都是我们分析的重点。”周晶说。

除了自上而下分析,自下而上的基本面研究也是周晶研究体系中的重要步骤。“公司高管的战略能力,公司商业的‘护城河’以及公司所在行业的发展前景和行业集中度等因素都是我们分析股票的重要维度。”周晶表示。

如何保持对海外标的高质量的追踪是不少投资者关心的问题,周晶表示,华宝基金海外业务部门拥有国际顶级的券商资源,通过高频的交流沟通能够确保团队对海外资产保持最新

的理解和追踪。“而且美股有很多公司在国内有分支机构,中国的需求对其整体的业绩影响很大,比如消费股里面的星巴克、麦当劳、耐克等,针对这类公司,我们可以通过国内一些渠道数据的变化来进行判断。”周晶表示。

加息态势渐明

美股市场为什么在今年涨势明显?这成为很多投资者关心的问题,复盘美股市场前期走势,周晶对这一问题进行了解答。

“美股今年的上涨和去年的下跌都是单纯估值变化的反映。”周晶分析,“去年标普指数下跌约20%,纳斯达克指数下跌约三分之一,但我们发现,去年标普500的企业盈利却增长了5%,所以去年标普指数下跌的主要原因是估值压缩;而今年标普500的盈利虽然总体是负增长,但年内美股主流指数却上涨了,所以我认为今年上涨是一个单纯抬升估值的过程。”

谈及转变的原因,周晶分析,美联储的加息信号是一个重要因素。“去年美股处于一个快速加息的周期,市场经历了较大程度的估值下跌,而自去年末开始,美联储主席鲍威尔在讲

广发言 | 以时间的名义

广发基金王鹏：相信消费的力量

当前,部分研究人员在分析国内消费产业的前景时,会将国内消费跟日本消费产业变迁进行对比,并以此来分析中国消费是否会步入日本那样的“第四消费时代”。对于这个观点,我持不同意见。

“日本第四消费时代”是指大约2005年以来日本所展现的“低欲望的个性消费时代”,其表达的是在经历了雷曼危机、两次大地震和经济长期不景气、人口减少后,日本居民消费欲望下降,最终消费支出增长率始终在0附近徘徊,消费者开始抵制物质品牌、追求精神审美的生活方式,注重消费的性价比,典型的表现是珠宝等奢侈品消费需求明显下降,“去品牌化”的平价消费成为潮流。

对比来看,中国当前与日本1990年前后的宏观要素固然有相似之处:首先,我国GDP刚经历了两轮“十年翻一番”,人均GDP触及1.2万美元,与日本第三消费时代前中期(上世纪80年代、90年代)相似;其次,地产周期均见顶,个人房贷余额首现负增长;第三,两者均迎来人口拐点,我国老年人口占比超过新生儿,抚养比提升。即,国内的地产周期与人口拐点均与日本第三消费时代中后期(上世纪90年代)相似。

尽管在宏观要素方面有这些相似之处,但我认为,从消费总量和结构分化来说,中国的消费前景都与当时的日本截然不同,核心在于两国的消费市场存在显著差异:中国市场有着更庞大多元的消费群体,不同区域的消费人群所处的发展阶段不同,在一部分人不再追求物质消费的同时,还有大量消费者仍处于追求物质富足的过程,个性化和差异化需求远远没有被挖掘。另外,中国也有更多善于在商业模式上创新的企业,有助于从供给侧激发的消费需求。

中日消费市场差异显著

从消费产业来看,中国当前所处的消费阶段与当时的日本存在明显差异,主要体现在消费能力不同、内需潜力、企业创新能力等多方面。

首先,消费能力不同。2022年中国人均GDP约1.27万美元,日本人均GDP约3.38万美元,90年代日本人均GDP就已经达到3万美元。且日本消费支出占GDP比重更高(日本55%vs中国38%)。日本所谓“失落的20年”,只是在达到高收入水平后的发展停滞,“低欲望社会”也是在基础需求高度饱和的高生活质量下发生的。而我国整体上仍处于发展中国家阶段,大量人口还未经历日本的第一、二、三代消费时代,依然在追求物质富足的过程中,当前消费升级和细分品类需求还远未饱和,预期未来仍有广阔的升级空间。

其次,消费市场的潜力不同。囿于相对扁平的城市结构、有限的国土面积和人口数,日本消费内需的天花板天然更低。上世纪90年代,大部分企业在国内市场已饱和和渗透的情况下,只能通过外延和出海打破瓶颈。因此,我们发现不少2000年以后增长较好的日本企业,其产品属于中国



广发基金价值投资部基金经理 王鹏

或东南亚特需品类,即企业受限于日本国内市场需求饱和而选择“出海”。

而中国的三四线市场为消费提供了广阔的下沉空间。目前来看,一二线城市的消费结构已相对成熟和稳定,消费扩容和升级空间尚待进一步挖掘,但三四线城市的消费体系整体尚待成长和发展,居民的消费升级需求相比大城市可能更为突出。况且,中国三四线城市人口的占比也大幅高于日本,有比较大的人口消费基数。同时,以社交电商、直播带货等为代表的消费形式逐渐普及,三四线城市人群也有了消费升级的观念和途径,一定程度上提升了地县级城市的消费增速。

第三,创新能力不同,决定了新消费发展不同。日本企业会花大量的时间、精力在产品和技术层面打磨,持续精进技术,将产品研究做到极致,这是日本拥有全球最多年企业的原因,也是大金、养乐多等企业能够拥有全球领先技术优势并出口欧美的原因。相对而言,日本企业较少从客户需求出发去探索商业模式创新,在新零售、新消费等方面的探索发展不多。此外,日本消费品寡头垄断供应链,且渠道模式单一,便利店占比高且被寡头垄断,新模式出现的机会自然较少。

与之不同的是,中国地大物博,消费者的需求也更为多

元,不同城市、不同年龄、不同收入的消费者,对消费品的选择倾向也不一样,差异化的消费群体给了新的商业模式更大的包容度,也使得中国消费品企业锻炼出满足不同需求的供给能力。近年来以互联网改造为切入口,基于制造供应链的高效率改进,不断孕育新消费模式。例如,新式茶饮、连锁店、量贩零食等细分领域不断涌现创新品种,不断满足新的消费需求。

优秀企业善于“危”中攫“机”

他山之石,可以攻玉。我认为,从中长期看,中国消费并不会步入日本的“第四消费时代”,但如果将两国消费变迁历史和产业发展路径进行对照,对我研究消费行业也会收获一些启发,其中重要的一点是,不能以市场空间的相对饱和为依据,简单线性外推企业的发展潜力。

例如,部分日本消费企业在行业负增长时,仍然能实现年化20%-40%的增长,一些优秀上市公司的市值在20年间实现4-5倍的增长。这说明,即使行业过了快速发展的红利期,但优秀企业善于“危”中攫“机”,通过提升管理效率、研发新品等多种方式实现收入、利润的中长期增长,最终实现公司市值的长期增长。这类企业的Alpha来源何处?经过对比研究,我发现,企业的Alpha正是来源于差异化竞争力,来源于公司战略对赛道周期的匹配变革,来源于动态适应市场的执行力。

回到中国消费品企业来看,当下大部分行业确实也过了总量快速提升的红利阶段,但在新的竞争格局下,人们对美好生活的构想仍有未被照进现实的“角落”,中国拥有最广阔的消费市场,更加差异化的细分场景、更加多元化个性化的需求,这将给消费品企业提供持续的发展机遇。同时,我认为不应低估中国优秀龙头企业的创造力和优秀企业家的进取心。我相信,随着头部企业对需求方向孜孜不倦的探索和及时潮流的引领,未来一定会涌现更多的投资机会,这也是国内消费市场长期保持不竭活力的源泉。

这一点,从消费企业财务报表的收入、利润数据中也能得到印证。近期,上市公司陆续发布2023年中报预告,我发现消费板块的业绩特征是收入基本符合高频监测的情况,但企业的利润率水平都不同程度超出市场预期,这表明优秀企业通过现代化、数字化、精细化的管理实现降本增效的效果。在产业调研中,我也看到许多企业调整了自己的作业模式。相比疫情前,经营效率更高,管理更精细,也节约了经营费用。这也就是在报表所看到的,企业在收入端尚未看到快速改善的迹象,但利润恢复已大幅好于市场预期。

站在中长期视角来分析,三年疫情就好比一场“压力测试”,面对突如其来的考验,国内优秀企业持续调整经营策略,以更好地适应时代发展的要求。在这过程中,他们也构建了更具有壁垒的核心竞争力。

构建符合国内市场特征的组合

从海外的消费产业变迁可以看到,在不同的时代中,都会涌现契合当代居民需求的消费牛股。例如,美国在婴儿潮的上世纪80年代诞生了可口可乐,90年代的生活方式改变诞生了沃尔玛,2000年后的新一代人口又造就了怪物饮料,这些都是美国历史上涨幅百倍的长牛股。日本在泡沫经济结束、人口红利消失后,也出现了优衣库和百元店这样的大牛股。

那么,作为投资人,在这个时刻,又该如何构建一个顺应中国消费市场特征的组合呢?

如此前所述,无论是中国当下3.5万人民币的人均可支配收入,还是有着显著消费升级需求的三四线人口基数,都对强劲的消费总量增长动能和消费升级的产业周期。中国三四线城市人口加起来的总人口占到全国人口的71.5%,他们才是中国市场的主流消费人群,提供了消费升级的巨大红利。

当然,与三年前有所不同的是,当前消费者对未来的收入没有那么乐观,不自觉地会降低消费支出,“伪豪华”与“轻奢修”属性的产品需求会萎缩,由此也引发了对性价比消费品的选择倾向。

结合当前的消费特征及海外市场的消费变迁来看,预计国内消费结构未来也会呈现“K型分化”,即主打高端、差异化以及刚需、价低质优的产品都有望迎来较好的发展机遇。前者满足了消费升级的需求,后者受益于消费总量的增长。我在长期战略看好“消费升级”主方向的同时,针对短期消费环境的变化做适当的“性价比消费”战术补充,重点关注食品饮料、黄金消费、地产产业链上的软体家居等。

在星巴克创始人舒尔茨的《将心注入》中,他提到“我不做小梦,我做大梦。如果你想建立一个伟大的企业,你必须要有勇气去做伟大的梦”。在坚持长期投资过程中,我相信中国的企业家精神,他们的梦想会在经历短期的逆境之后创造巨大的阿尔法。

最后,结合自己十多年来对消费的研究,我认为,做好消费投资,既要把握核心的产业逻辑,也要通过生活中的细致观察,发现新的消费迹象,不断验证,寻找机会。我们相信,无论在什么年代中,消费行业总是会涌现出能创造Alpha的优秀企业,关键是要做生活中的“有心人”。

基金经理简介:王鹏,12年证券从业年限,3年投资管理经历。现任广发基金价值投资部基金经理,管理广发消费领先、广发优质生活。曾任工银瑞信研究部食品饮料、农林牧渔行业高级研究员、基金经理。

(风险提示:文章涉及的观点和判断仅代表投资经理个人的看法。本文仅用于沟通交流之目的,不构成任何投资建议。投资有风险,入市须谨慎。)