

重阳投资王庆：

后续市场表现取决于上市公司业绩

● 本报记者 王宇露

12月1日，由中国证券报、新华网、新华社福建分社、泉州市人民政府主办的“重构与机遇——2024海外投资发展论坛”在福建省泉州市晋江市隆重举行。重阳投资董事长、首席经济学家王庆在论坛上发表演讲称，9月24日以来的A股市场表现，绝非昙花一现的反弹，更可能是市场重估行情，后续市场表现将取决于上市公司业绩。

政策面出现方向性转变

王庆表示，此前无论是A股、港股市场，还是整体的中国指数，已经经历了相当长时间和空间维度的调整。在这个背景下，市场长期价值已经凸显。在9月23日之前，中证全指整体股息率水平已经超过了10年期国债的利率水平。也就是说，即使不通过二级市场交易获取资本利得，投资者仅通过获取股息收益，已跑赢无风险收益率。因为调整周期足够长，调整幅度足够大，市场已经对各种因素做了过于充分的定价。由于货币财政等宏观政策的重大方向性转变，有效地消除了市场主体对于经济和资本市场可能发



生尾部风险的担忧，政策面对经济和资本市场形成明显的托底效应。因此，王庆认为，本轮行情绝非昙花一现的反弹。

新估值中枢正在确立

股市是经济的晴雨表。王庆表示，近几年对我国经济影响最大的因素就是房地产，直接影响了地方财政，进而波及更广泛的经济主体，但值得注意的是，中国经济并不存在金融问题。王庆认为，房地产市场的调整已接近4年时间，从一些最新经济数据尤其是房地产相关的数据中可以看到，一些相对积极的边际变化正在出现，房地产行业对经济影响“最负面的时期可能正在过去”。此外，在超预期的政策变化下，资金大规模入市。这是超预期政策带来的一个积极变化。王庆认为，鉴于政策转向及时且力度大、目标明确，经济进一步复苏企稳值得期待。在市场预期进一步改善之后，市场预期收益率水平就会提升，估值中枢也随之提升。当然，重估的过程不是一蹴而就，当前市场仍然处在寻找更高估值中枢的过程之中。随着新的估值中枢确立，后

续市场表现将更多取决于实体经济基本面、上市公司业绩面。

大级别行情需要具备三个必要条件

不过，王庆认为，当前并不一定是新一轮大级别上升行情的开始。总结历史情况来看，王庆认为，大级别上升行情的出现需要具备三个必要条件：第一，短期的政策足够宽松；第二，中短期经济和上市公司的业绩表现较好；第三，投资者对于经济和上市公司业绩表现的想象空间非常大，这样才能有估值进一步扩张，大级别行情的驱动力。以上三个条件，当前第一个已经具备，第二个随着政策不断落地，在未来6到12个月也会具备，但第三个条件现在来看尚不具备。过往的大级别行情，普遍是在中国经济基本面周期性反复向上的大背景下爆发的，因此新一轮大级别行情启动的条件不一定成熟。展望后市，王庆认为，需要重点关注的是政策落地效果，接下来决策层确定的经济增长目标以及未来将推出的一系列举措，将会成为市场关注的重点，也有可能成为市场进一步走强的动力来源。

贝莱德范华：

中国市场充满潜力 全球资产配置大有可为

● 本报记者 葛瑶

12月1日，在“重构与机遇——2024海外投资发展论坛”上，贝莱德中国区负责人范华发表主旨演讲称，在全球经济形势充满不确定性的背景下，中国市场的韧性与潜力为资产管理行业提供了重要机遇，全球资产配置则成为实现长期回报的关键策略。

深耕中国市场 构建本土化平台

范华表示，贝莱德深耕中国市场已18年，业务范围从合格境内有限合伙人（QDLP）到私募、公募再到理财，逐步拓展并与本土市场紧密结合。贝莱德管理的投资于中国股票和债券的资产规模超过2000亿美元，充分展现其对中国市场的信心和承诺。



过去一年，贝莱德在本土化平台建设方面取得显著进展。贝莱德建信理财不断完善

投资能力建设，推出了包括短债、固收+及个人养老金产品在内的多条产品线。此外，通过积极调整投资团队与优化风险管理方式，贝莱德基金的产品表现持续稳步提升。

展望未来，范华提到，贝莱德将继续关注中国金融市场的创新与开放，积极布局跨境理财通、互认基金及ETF通等领域。同时，贝莱德将进一步融合国际视野与本土智慧，为中国投资者开发更多契合市场需求的金融产品。

全球资产配置可分散风险

面对全球宏观经济环境的剧烈变化，范华表示，全球资产配置是分散风险、提升长期收益的有效手段。她说，中国市场既是本土投资者配置全球资产的重要出口，也是海外投资者多元化布局的重要组成部分。

“投资回报的核心来自于战略资产配置、产品选择和择时。”范华表示，在当前环境下做好战略资产配置，投资者应调整对风险收益的预期，坚持分散投资，合理配置阿尔法和贝塔。

近年来，中国投资者对全球资产配置的需求大幅增长，ODII基金数量从2020年底的167只增至2024年中期的近300只，资产管理规模接近5000亿元。“投资出海”已成为热门话题，贝莱德也在此领域占据领先地位。

她同时分享了贝莱德智库的全球投资展望，在权益类资产方面，看好美国和日本市场，同时对A股的评级进行了上调；在固定收益方面，更加青睐短期投资级债券。

范华表示，贝莱德中国将继续作为连接中国与世界的桥梁，为投资者提供广阔的全球资产配置渠道，同时助力全球投资者发掘中国市场的增长机会。

大成国际柏杨：

港股迎来价值重估机遇

● 本报记者 葛瑶

12月1日，在“重构与机遇——2024海外投资发展论坛”上，大成国际资产管理有限公司董事总经理、研究部总监柏杨在接受采访时表示，随着美国降息周期到来，港股投资更具吸引力。未来一年内，全球经济面临硬着陆和通胀尾部风险，建议投资者在向优质成长风格倾斜的同时，可适当配置抗通胀品种作为对冲。

低利率环境带来新机遇

柏杨表示，目前美国10年期国债收益率约4%，中国10年期国债收益率在2%左右，二者之间罕见出现了200个基点的倒挂现象。柏杨认为，这是港股和A股估值出现差异的重要原因。柏杨认为，尽管港股和A股的基本面因素相似，但从利率的角度出发，港股可能更



具流动性优势。随着美国的降息周期到来，利率变化将为港股提供更加有利的投资环境。柏杨判断，随着美国步入降息周期，上述利差水平可能有所收窄，这将使港股和中概股变得更具吸引力。利率环境对股市的影响

非常明显。通常而言，当利率降至3%区间甚至更低水平时，较高的股息率会更有吸引力。这意味着在当前利率环境下，港股相较于A股市场，可能会出现更具吸引力的投资机会。

关注资源类股票和抗通胀品种

未来一年，全球经济面临着多重不确定性，尤其是美国经济的走势将持续影响全球市场。柏杨认为，投资者需要关注硬着陆和二次通胀尾部风险。

首先，硬着陆风险是目前全球经济面临的关键挑战。美国近期计划大幅削减政府开支，这一政策旨在实现财政稳健和可持续性，但短期可能对美国经济造成明显的制约效应。政府支出的减少，可能导致经济增速放缓，进而引发失业增加、消费疲软等连锁反应。这一趋势如果持续，可能会引发经济硬着陆风险。

另一个需要警惕的风险因素是二次通

胀。二次通胀风险的出现与美国候任政府近期宣称的关税政策和移民管控措施密切相关。从供给端看，关税的提升可能会导致进口商品价格上涨，而移民政策的收紧则可能影响劳动力市场的供给，进一步推高生产成本。对于投资者而言，这意味着短期的降息预期可能无法完全平息通胀的风险。

从全球视角来看，这两个风险因素对A股和港股的影响不容忽视。首先，如果欧美经济出现大幅减速，可能会导致中国出口承压。中国企业的国际竞争力将面临严峻考验，尤其是出口导向型企业。因此，投资者在选择投资标的时，需更加关注企业的抗风险能力，优先选择那些能够在经济放缓时还能保持业绩稳健增长的品种。

其次，二次通胀的尾部风险也可能影响中国资产。尽管当前中国处于降息周期，但全球通胀压力仍可能传导至中国。投资者应谨慎对待风险，适度配置资源类股票和抗通胀的品种，增强投资组合的稳定性。

全球价值链投资万成水：

看好中国互联网龙头和AI投资机会

● 本报记者 王雪青

“2025年预计将是充满挑战的一年。”全球价值链投资有限公司执行董事兼投资总监万成水于12月1日在“重构与机遇——2024海外投资发展论坛”期间接受中国证券报记者采访时表示，看好拥有低估值优势的中国互联网龙头以及引领人工智能（AI）革命的平台型软件公司和垂直类应用公司。

全球视野寻找“颠覆性创新”

在论坛期间揭晓的“第八届海外基金金牛奖”获奖榜单中，万成水荣获“一年期金牛海外私募投资经理（股票多头策略）”奖项。他在专访中详细介绍了自己的核心投资理念及对未来全球股市和中国资产的前瞻观点。

“全球化投资、颠覆性创新、应变之道”是全球价值链投资的三大关键词。万成水表



示，多年来，全球价值链投资坚持“围绕颠覆性创新进行中长期趋势投资”，2024年对基金业绩贡献最大的正是对颠覆性创新的投资，尤其是在先进算力、自动驾驶和数据分析等领域。当前，全球价值链投资主要配置的行

业有半导体全产业链，包括装备、设计和生产领域；计算机软件、云计算、大数据和人工智能；全球消费和零售创新企业；中国互联网龙头企业。

万成水告诉中国证券报记者，他将大卫·李嘉图在《政治经济学及赋税原理》中提出的“比较优势贸易理论”应用在金融投资领域，通过全球视野寻找“颠覆性创新”，按“比较优势理论”来选择投资标的。

在他看来，只有颠覆性创新才能打破旧的平衡，创造新的平衡，在新旧平衡的更替中才能孕育出高度确定的长期景气趋势。凭借这一投资理论，其先后在智能手机、云计算、新能源和人工智能等创新领域成功发掘出多个标的，并长期持有。

中国资产配置不可或缺

当被问及2025年看好哪些投资机会时，万成水表示，首先，预计拥有低估值优势的中

国互联网龙头会有超预期表现；其次，人工智能作为前所未有的新技术趋势，将对人类生产和生活产生深远影响，预计引领人工智能革命的平台型软件公司和垂直类应用公司或将取得超预期表现。

“这次前所未有的科技革命在全球有两大创新驱动中心——中国和美国。预计2025年两国相关公司都有不俗表现，市场结构性的机会很多。”万成水对此充满信心。

万成水认为，中国是全世界工业门类最全、产业配套最优、成本优势最明显的国家，这一优势难以撼动。如今，中国在机电、汽车、新能源和人工智能等领域不断突破，已经成为全球科技创新的龙头。在估值方面，目前，中国互联网龙头企业、耐用消费品（包括汽车和家电）、新零售等领域都出现了明显的低估。从全球资产配置角度看，中国资产不可或缺。近期，多位国际投资大咖不断唱多中国资产，也从侧面印证了这一观点。

岚湖基金廖韬：

中国信用债市场容量广阔



● 本报记者 张舒琳

12月1日，在“重构与机遇——2024海外投资发展论坛”上，岚湖基金管理合伙人、基金经理廖韬表示，在全球市场动荡与不确定性增加的背景下，中国信用债市场凭借其低违约率与广阔容量，已成为全球投资者实现风险分散与收益稳健的重要工具。

优选高流动性品种

据廖韬介绍，岚湖基金专注固定收益领域投资，投资业务覆盖境内外债券市场，尤其专注于信用债投资，力争帮助投资者实现资产的长期稳定增值。他认为，投资信用债的核心在于把控信用风险，而这不仅依赖于发行主体的基本面，还需要深入考察其经营情况、股权结构及外部融资能力，每一个细节都值得关注，包括短期流动性压力、偿债能力以及资本市场对发债主体的反馈。

对于流动性较差、债务压力较大的企业，其信用风险更高，融资成本也会随之攀升，通常只能发行短期债券。这类债券收益率虽然较高，但风险较大，不适合稳健型投资者。而资质优秀、流动性充足的企业发行的债券，其利率却相对较低，投资价值有限。因此，投资者需在风险与收益之间寻求平衡，优选既具流动性，违约风险又较低的品种。

在他看来，中国信用债市场整体违约率极低，投资空间十分广阔。从历史数据来看，中国信用债市场的违约率远低于国际水平。“分结构来看，我国国有企业发行的债券占比高达98%，过去30年中，国有企业债券的违约率仅为0.12%，即便将所有非国有企业债券纳入统计，整体违约率也仅有0.5%左右，显著低于欧美及其他新兴市场国家。大部分债券由于背靠国有资本，违约率极低，已成为机构投资者稳健配置的首选。”

债市收益率水平趋降

廖韬认为，中国债券市场正进入低收益率周期，对债券管理人提出了新的挑战和要求。自2022年起，中美利差出现倒挂，这种情况在此前极为罕见，这直接导致了国内债券收益率持续走低。“从过去两位数的债券收益率，下降到现在优质债券收益率仅有2%至3%的水平，资质较差的品种也仅有5%至6%。”与此同时，银行存款和理财产品的收益率也大幅下降。”

未来，地缘局势紧张和美联储政策变动可能会推高通胀预期。此外，经济进一步修复仍需时间，中国在未来一段时间内可能维持低利率，甚至有进一步降准的空间。对此，廖韬建议：“即便国内债券只能提供4%至5%的收益水平，但通过适当配置海外债券，可以将整体收益增厚1至2个百分点。例如，国有企业在海外发行的债券不仅信用可靠，还能为投资者提供更高的收益。配置这类产品不仅帮助发行人增加了海外流动性，也为投资者创造了额外的收益空间。”

目前，中国已成为全球第二大债券市场，不仅为国内机构提供了广泛的投资机会，也吸引了越来越多的海外机构参与。未来，随着中国债券市场进一步开放与创新，海外机构进入中国市场以及国内机构出海都将进一步推动债券市场发展。从我国财政部在中东地区发行美元计价的国债受欢迎的情况来看，未来其他国家和地区的机构将持续增加配置“中国信用”。