雪球专刊311期——2022雪球基金直播节（基金经理篇）

第311期

2022/08/31

出品人：方三文

策划：冯冬杰 李加妮

封面设计：贺永桢

浙版数媒

目录

关于《雪球专刊》

内容概要

章节介绍

1、建信火山哥陶灿 X 郭荆璞：下半年怎么投？

2、许之彦&九龙十三姨：下半年资产配置展望

3、盛丰衍来了，聊透量化投资！

4、田汉卿：基本面量化——陌上花已开，归来正当时

5、景顺长城杨锐文：科技的崛起与消费的复苏

6、鹏华基金闫思倩：新能源板块下半年思考与展望

7、钟赟×痛快舒畅：成长股布局能手 新能源你买了吗？

8、周寒颖：风口浪尖的中概股未来走向何处？

9、易方达范冰：全球视角寻路港股

10、南方基金骆帅：基金经理手把手教你选股

关于《雪球专刊》

《雪球专刊》是国内领先的投资交流交易平台“雪球”上的用户讨论集锦。本专刊全部内容均由雪球社区每日产生的大量高质量财经类UGC产生,按照不同专题进行组织、编辑和校对。专门为渴望财务自由，想拓展财经知识却无法长时间使用雪球的朋友，提供最好的阅读体验。

关于雪球:

雪球公司成立于 2010 年，起步于投资社区，现已经成为国内领先的集投资交流交易一体的综合财富管理平台。

经过十年的发展，雪球已拥有超过 4300 万注册用户，聚集了中国对投资最感兴趣、最有见解、对权益类资产接纳度最高的人群。

雪球在市场上的独特品牌、用户和商业模式，获得了顶级资本的青睐和加持，公司先后获得包括红杉、五源、千橡、蚂蚁、兰馨等机构总金额数亿美元的融资。

雪球公募基金代销业务依托雪球旗下雪球基金开展。雪球基金拥有证监会核发的第三方基金销售牌照，接受证监会监管，由浦发银行全程监管资金，是合规开展业务的持牌机构。

知识产权：

此电子周刊中内容版权由对应的用户和雪球共同所有。第三方若出于非商业目的，此电子专刊的内容转载，应当在作品正文开头显著位置，注明原作者和来源于雪球。

若需要对作品用于商业目的，第三方需要获得原作者和雪球的单独授权，并按照原作者规定的方式使用该内容。转载授权等相关事宜，请发邮件到 secretary@xueqiu.com。

本刊部分图片和文字来源于网络，如有侵权，请和我们联系。

内容概要

2022 年上半年，A 股市场持续动荡，上证指数甚至一度跌破 2900 点。在内外投资环境日渐复杂的背景下，投资者的悲观情绪愈加浓厚。进入 5-6 月市场开始逐步好转，创业板指自低点反弹超过 25%，不管是新能源等成长赛道还是大金融等价值龙头都有轮动上涨。受益于大盘震荡回升，千余只主动权益基金快速收复失地。尤其聚焦新能源、先进制造等领域的赛道类基金成为反弹“急先锋”，一批基金斩获 50%以上的反弹收益。

市场情绪动荡期，是投资者最好的“增肌期”，在崎岖跌宕的山路上，稳健的行走姿势尤为重要。今年的雪球基金直播节以“震荡市下的投资机遇”为主题，邀请知名基金经理和公募投资达人共话市场，畅聊未来。

本期雪球专刊精选 10 篇基金经理直播文字回顾，希望对你投资基金有所帮助。

章节介绍

1、建信火山哥陶灿 X 郭荆璞：下半年怎么投？

简介：如果非要选两个，一个是很好的行业但一般的选手，一个是很烂的行业很好的选手，选谁？对于基金经理、对于二级市场的投资者而言我会选择第一类行业，说实话，

管理层很优秀，费了九牛二虎之力，费老鼻子劲你才能抵御行业的β伤害，没有夕阳的公司，只有夕阳的产业，有的产业真的是夕阳产业，怎么干这个行业都没了。

2、许之彦&九龙十三姨：下半年资产配置展望

简介：我们对新能源板块是重配的，为什么重配这个板块，最大的背景是未来的非化石能源，就是我们的光、风、氢包括水将成为能源供给的主体，现在是 20%，到碳中和时代我预测会达到 80%，大概在 2050 年、2060 年，还有三四十年的时间，整个能源会发生一个天翻地覆的变化，这个变化是一个大时代的主题，我认为它的确定性非常强，是一个全球性的话题。

3、盛丰衍来了，聊透量化投资！

简介：在投资中一般我们要求决策的次数要足够多，因为在大数据样本下，我们可能用量化的手段，有个 52%，53%这样的胜率，再结合足够多的决策次数，最终拼在一起，结果就比较稳定了。为了打造这种稳定的效果，就要求决策次数多，并且要有持仓分散。所以量化基金跟传统的权益基金还是有些区别的，最大的区别就是，它持仓上足够分散。这个分散无论在行业层面上还是个股层面上都是。

4、田汉卿：基本面量化——陌上花已开，归来正当时

简介：从基本面的角度来讲，我还是倾向于 500 这边，但 500 这边表现可能会有些波动，因为前期反弹比较多，短期可能会有一些卖压，但等基本面出来以后，大家可能还会回来，这是我的一个判断。但是这个的确定性不是那么高，目前来讲我们没有一个特别强的观点，比如更偏好于哪个指数，在目前这种状态。所以目前给大家交个底，相对稍微看好一点中证 500。

5、景顺长城杨锐文：科技的崛起与消费的复苏

简介：我们并不是盲目躺平，而是从内心深处坚信，无论遇到多大的困难，我们中国人都能克服。我们也深信中国的制造业优势是无与伦比的，我们中国的劳动力整体素质和数量都是无可替代的。

6、鹏华基金闫思倩：新能源板块下半年思考与展望

简介：中国拥有着全球最大以及技术最先进的锂电池的产能和技术，我们也有全球最大的光伏组件的产能和技术，所以我们的碳减排，在新能源领域的优势是非常大的。我们可以优先脱碳，甚至我们可以帮助发展中国家脱碳。我们看美国和欧洲以及日本，他们已经碳达峰了，他们的目标是碳中和。当然欧洲前两天出的新闻，德国要在 2035 年就要碳中和，可能要稍微推迟一下，但是它要求 2035 年的风电和光伏的发电占比要超过 80%，所以这个速度都是非常快的。

7、钟赟×痛快舒畅：成长股布局能手 新能源你买了吗?

简介： 空间就是行业未来的天花板，希望它是比较高的，相对目前的市场容量，我一般是偏向选择起码还有三倍以上市场空间的行业。如果行业的天花板太低，给投资者的想象力就会比较差，股价涨了一波以后，大家觉得离天花板不远了，那它后续的持续性也会变得比较差，这是空间。

8、周寒颖：风口浪尖的中概股未来走向何处?

简介：今年以来港股的流动性是有明显好转的基础的，第一是国内的经济增速企稳回升，二季度是最低点，三季度比二季度要好，四季度比三季度要好，而且这个盈利好转能持续到明年的上半年。另一方面中国的经济增长和美国的经济增长已经走出了明显错位的周期，所以这一轮港股跟 A 股反弹的幅度，明显要多过美股下跌的幅度。

9、易方达范冰：全球视角寻路港股

简介：今年整个大中国市场在年初以来的下跌中，很大一部分原因也是一些新经济的企业受基本面、政策面和国际形势的影响，估值出现了非常明显的下跌，整个股价有一个非常明显的回调。我们之前分享危和机总是并存，当回调达到一定程度的时候，我们现在看到的就是有一些聪明资金已经发现了一些潜在的投资和布局的价值，并且已经开始慢慢重新布局。

10、南方基金骆帅：基金经理手把手教你选股

简介：如果往明年去看，我们的经济增长靠什么拉动，目前看起来地产的增速是比较乏力的，更多要看基建，以及我们跟自动化、新能源、出口相关的，这时候我们看到很多机械板块，它的上游是大宗商品，比如螺纹钢或者铝材等等，这些价格在迅速下跌，一

方面它们的需求在扩张，因为经济复苏，一方面原材料价格在下跌，所以加工制造业下半年到明年应该会有一个不错的机会。

1、建信火山哥陶灿 X 郭荆璞：下半年怎么投?

作者：@建信基金陶灿、郭荆璞

时间：2022-07-08

郭荆璞: 雪球的朋友大家好，今天我和火山哥一起跟大家聊一聊下半年投资怎么做。大家也叫你“火山哥”，我正好问问你，为什么叫火山哥？是你的性格吗?

陶灿：我读书时班上同学互相称呼都会称呼两个字，比如你是双名，我喊你荆璞就行了，但我又是单名，后来就被强行拆成了两个字，灿烂的灿拆成了“火山”两个字。这是第一个原因。

第二个原因可能大家觉得跟我个人的性格有一点关系，我自己是白羊座，稍微火暴一点，跟火山的特征也挺像，这是在学校的绰号，后来参加工作后有很多同事，因为我周围有很多同学也在这一行，碰到面后喊我“火山”，很多人很好奇，慢慢大家觉得也挺好记的，后来导致我在投研行业里很多领导同志都喊我火山了，慢慢的直播时就有了“火山哥”，有这么一个来历。

郭荆璞：这跟你的投资风格有关吗?

陶灿：还是有一定关系的，需要干脆一点，我理解有时候做投资不能太犹豫，错就错了，做投资和研究犯的错太多了，在犯错的时候、做事的时候、行动的时候尽量不要

瞻前顾后，能够行动先做吧，希望干脆利落一点，这里面当然会犯很多错，犯错也不要紧，大方地承认错误，关键是承认错误后再改进。

说到我们公司的权益业务，过去发展不是很顺畅，过去两三年慢慢有一定起色，在不顺畅时整体还是相对比较乐观，总觉得能干好。就像很多同学会去别的银行系基金子公司，交银、工银，人家现在都前十大了，大佬型的基金了。我们觉得在学校学得差不多，品牌也差不多，为啥干得不如别人好呢？总觉得还是能干好的，如果公司能把机制调灵活的话也能干好，所以在比较悲观、比较沮丧时还是觉得要乐观一点。刚才你提到“火山”这个名字跟工作有没有关系，有关系，工作中也有不如意的时候，也有低潮期，但总觉得能干得好一些。

郭荆璞：我一直觉得选基金很重要的还是看基金经理的，公司投资者还是喜欢分析基金经理的行为，比较喜欢看这人什么性格，我们说个相对专业的话题，这周雪球直播的主题跟宏观策略关系比较大，现在我觉得宏观策略上很多人非常关注通货膨胀，能不能先跟我们讲一下的您个人和公司对全球和中国通货膨胀的看法？

陶灿：荆璞总这方面很在行，原来研究宏观、大宗商品，想连线一个公募的基金经理聊公募的话题，可能荆璞总感觉很难找到人，因为这么多年下来公募行业的基金经理已经比较淡化对宏观策略的关注和研究了，宏观的大类判断好像对自己的基金回报、收益分解没什么贡献，所以行业配置、个股选择做得多一点，但今天我还是愿意接受挑战，和荆璞总唠唠，说的不对的地方请荆璞总指正。

原来我在学校也学过，原来工作有两个选择，其中有一个选择差点跟着高博做宏观去了，但后来没选择那条路。我觉得这个还是很重要的，很多基金经理觉得对宏观总量的维度不需要特别关注，投入精力相对比较少，但我觉得在未来总量的维度还是很重要的。

我也谈谈我对通胀的理解和看法吧：通胀这件事从去年到现在本质上是供给端的问题，现在全球都采用需求端的方法。形象的说法，比如美联储降息本质上是要抑制需求，希望把供给和需求的缺口把需求抑制下来，尽量把需求抹平。我觉得如果想从根本上解决通胀还是要在供给上做点文章，当然现在供给碰到问题了，为什么过去十多年央行放水，物价没有起来，大宗商品价格也不是很厉害，更多是资产价格膨胀，为什么这两年有这个变化，这和深层次的全球供应链被政策干扰有关。

典型的像今年俄乌冲突，导致欧洲通胀压不住了，它的能源价格，能源绝对成本占物价中很大一块，其次还包括自己的政策选择，比如也不能完全怪俄乌冲突，欧洲选择的是新能源、ESG 路线，导致对原来的石化、高碳排放能源有点排斥，所以无论是政策还是产业资本在这块的资本开支或投入相对很少，落到供给上就出问题了。

我们国内从 2016 年以来也有问题，解决的方法是搞供给侧结构性改革，对煤炭、化工、钢铁等行业的新增供给都有政策约束。从全球范围来看，全球通胀和大宗商品价格上涨本质上是过去这些年政策或冲突引发的供应链出了问题，美联储等海外金融机构解决通胀矛盾的方法是抑制需求，有没有作用？肯定有作用，因为强行快速加息，需求肯定会被打下去。虽然现在的先行指标确实被打下去了，但问题是把经济打下去之后肯定还要救经济。怎么救？这在下一阶段更重要。就像大宗商品在当期做资本开支的时候，当期也可以算投资需求，在未来可以算新增供给，下一阶段全球各个国家可能选对路子，是不是能从根本上把紧缺商品供给的问题解决，同时通过新增供给解决部分经济增长下滑的压力，假设后面经济再起来了，我们的通胀压力可能会小很多。这是我对通胀的看法。

最后衍生的结论是：需求可能会下去，但根本问题其实并没有解决；整体上各种商品的价格可能会相对比较坚挺，即便会调整，但整体一定还是比较坚挺的。

这是我个人的理解。

郭荆璞：我跟你分享两个我的观察，一个是雪球网友跟我讲的。他说因为俄乌冲突，导致欧洲有些东西就得不到供应，因为这些东西原本是通过中欧班列运输的，但现在由于运费上涨、订不到车位以及一些安全因素的考虑，原来运到哈萨克斯坦（现在也乱了）、乌克兰、波兰的波罗的海三国的东西（比如陶瓷）可能就不能运了，同样的东西只会运到西欧。于是因为原本路径货物的单位重量价值变高了，导致原来陶瓷的东西，水盆、马桶、建材现在都是要买中国的。虽然路程更远了，但统一运过去还是便宜。

你刚才说供应链的问题，这个东西可能还真是很长期的事情，因为中国的供给就这么多。我一直有这个看法，现在看起来我们国内受损于大宗商品涨价，因为我们没有完全传导，但如果看长一点，看 5-10 年，中国的中高端制造业，甚至一些中低端的不可能都转到海外去。这些也可能是受益的，当然前提是基于通货膨胀。但我正好想到了这个事情，我想问问你，一般我们喜欢说你要看长期的赢家，很多人也喜欢讲这个事情，比如对抗通货膨胀可以买商品，但如果你想长期对抗通货膨胀，还是要买长期赢家，要买股票。这个东西你怎么看？是说在某一个阶段里应该配一些周期股，还是长时间拿着成长股会是更优策略呢？

陶灿：我自己有个小体会，反正肯定不是买期货。说实话，商品期货是个典型的带有期限的零和博弈游戏，大家想从这里面挣钱一定要想清楚谁在亏钱的问题，所以想要对抗通胀肯定不能选择商品期货，特别是对个人投资者，想靠它挣钱的话可能只是少数人，而且少数人挣的钱基本要来自大多数人亏的钱才可以。这是第一点。

第二，中长期对抗通胀靠股票，从历史规律来看其实是这样，但问题是股票参差不齐，买到差股票也不行，所以你起码要买到中等水平以上的股票，这样我觉得是没问题的，是我特别认可的。

第三，如果你不能买商品期货，那你怎么配商品呢？说实话，你买商品只能买商品的股票，但客观讲商品股票受周期影响比较强。这块我也想谈谈我的体会，2016 年以

来你会发现中国很多原来带有强周期的行业，比如煤炭，它的盈利持续性地好，周期体现并不明显，所以得看清楚周期行业、周期股票存在的根本原因是什么。过去几年周期发生了变化，典型的如国内的供给侧结构性改革，导致煤炭产能很难出来，新增产能资本开支 4-5 年，短期供给就只能这么多。海外又喜欢搞 ESG，你说它是周期，我们承认是周期，但它不像原来的周期和价格绑定得较为紧密。价格是最灵敏的指挥棒，是最好的信号。本来是价格高高在上的，新产能一出来，民营企业马上就把产能干满，于是价格就很快下来，形成了很强的周期。

但现在周期的价格信号有点失真，它无法驱动供给和需求的拟合，这是我们在新的阶段投资周期股需要注意的地方。

荆璞总原来也做化工行业，有很资深的从业经历，应该明白中国很多化工行业也面临这个问题。现在你想扩产能不像原来那么容易了，所以我看到很多化工行业的盈利虽然也有这个问题，但盈利持续性还是很好。所以如果买的不是原来的那种周期股票也行，毕竟它已经不是原来那种周期行业了，可能它能享受很高的盈利，但这里面的确涉及到，大家始终担心周期行业周期性的问题。所以对我们来说这里有两个问题需要考虑：

1、新产能到底什么时候能投出来？

2、你买的股票在成本供给曲线的位置到底在哪里，一旦周期不行时它还能不能活着，会不会被干掉。这很重要。

总量上说供给和需求，但对供给曲线我们需要拆得细一点，到底谁具有很强的成本竞争力，在周期行业这是需要抓得很准确的一点。

我就补充这些。

郭荆璞：有人问陶总今天持仓的股票有没有涨停的，我们不能讲个股，不能回答。我看有网友说想听你讲讲别的行业，比如成长和价值，顺着说周期的事情，因为去年到

今年新能源非常热，你认为新能源行业里什么样的公司最终会胜出？因为新能源也有周期，是大周期的，还是在一个周期里就能挣到最多的钱，哪种方式能低风险赚到比较多的收益呢？

陶灿：关于成长股和价值股的分类，每个投资者心目中都有定义，但我的定义很简单，我定义成长股和价值股一定是把这个股票背后的公司所处的行业看清楚，因为行业是有生命周期、有发展阶段，一般我会把行业分成培育阶段、成长阶段、成熟阶段和衰退阶段，如果一个行业的发展阶段变成出语成章的阶段的话，那我认为这个行业的所有股票都属于成长股，只不过有些成长股能兑现，有些兑现不了。这是我对成长股的定义。

价值股一般都会在行业成熟阶段，甚至衰退阶段出现。在这个阶段你还是要承认行业有好公司，它的竞争力很强、行业增速很慢，但它通过竞争力获得了更多份额、获得更高增长。就像 2011 年之后中国水泥行业、空调行业，行业增速已经很慢了，但你发现它的份额提升很快，有这些投资机会的股票叫价值股。最后结果反映的是在行业成熟阶段，一般这个行业的股票都给不了估值，成长阶段却能给很高的估值，所以成长股价值股的高和低是由行业属性决定的，这是我对成长股和价值股的分类。

这里面有些行业天然带有周期性，有周期成长股也有周期价值股，到底哪类好呢？本质上我是把新能源行业理解为成长行业，这里面有很多细分行业都具有周期属性，比如过去两年很好的锂矿，这种投资机会怎么把握呢？一个周期成长型的行业最终肯定要摸清楚它的周期景气什么时候会反转，二是它的成长性、它的量到底是什么情况，我对周期股核心的研究对象肯定要落实到它的价格什么时候会出现变化，对成长行业核心的落脚点是量，但在新能源行业，很多人会把量理解为渗透率。周期景气定价格，成长景气定量，所以对量价这块要做很好的把握。

在新能源行业，比如锂，去年我们发现一个现象，60 万碳酸锂的全球需求量，里面有 60%的需求用在电动车动力电池行业，这是第一个数据。第二个数据，电动车产

业增速是非常高的，今年年初大家觉得会从去年全球 500 多辆到今年接近 1000 万辆，整个行业增速很高，如果整个行业增速有 60%意味着什么？本来碳酸锂的需求占了 60%，细分行业增长还有 60%，这意味着整个碳酸锂的需求，这一个单一环节、单一下游细分行业拉动就是 36%的增速，这是需求端。

供给端有这个弹性吗？并没有，锂矿资源开发的时间节奏非常漫长，最少需要两年，因为 2018 年强烈出清过，很多矿山都倒闭了，想让它再开出来并不是那么容易的，这就导致短期它会出现供需失衡。

陶灿：这会持续到什么时候？我觉得今年肯定还是比较紧张，甚至包括明年依然都会处于供需紧平衡的状态，直到 2024 年看看会不会放量，这是我们对周期成长的研究。

对这样的股票怎么把握机会？比如它如果依然处于景气上行的阶段，这时我们依然要保留部分仓位，甚至会阶段性地重仓它，典型如今年产业链上各个环节的价值分配，在上游资源行业分配的量是很大的，80 万吨的碳酸锂一吨挣 30 万，你挣了 2400 亿的利润，整个电动车才创造了多少利润？居然被这个环节吃掉很多，但对不起，它是因为行业客观供需结构导致的，这样我们还是愿意阶段性地持有它，但我们不能忽视它的周期和成长性，这两个因素都需要考虑。

郭荆璞：这是挺有意思的话题，我再多问一句，您怎么考虑估值呢？只要景气度还在继续攀升，价格也还在继续涨，能看到未来半年、一年价格还是涨的，利润还在往上去，不管估值多少我都会拿，还是到某个估值水平，即使景气度还在我也应该减掉？

陶灿：周期股的估值真的是玄学，每个人的感受和想法都不一样，我自己做的不是很成功，但我也经常跟我们公司做煤炭很成功的基金经理请教，你拿 20 个点的煤炭到底什么时候卖？他给我一个很简单的参考标准：

1、煤炭的估值水平不要超过 10 倍。

2、煤炭反正没有资本开支，它会发很高的股息率，在没有超过 10 倍的情况下我就持续吃它的股息率。

他拿煤炭比较多，我拿上游能源金属（如锂矿等）比较多，那我怎么给它估值？除了周期性之外我还得考虑它的成长性，因为这些行业里有很多公司还有量的增长，那么明年和后年我要拍一个量的增长，同时拍一个价格，明年的价格肯定不像今年这么疯狂，大家觉得今年价格会冲到 60 万，三季度下游电池厂排产，环比增长幅度依然很大的情况下，锂矿阶段可能会表现得更强势，价格还要往上冲。到明年不那么紧张的时候，比如价格拍 30 万的时候你去算它的业绩，因为它还有量的增长，你给它什么样的估值？

这种情况下一般我也会给它一个信号，估值水平在明年尽量不要超过 15 倍，那我觉得是安全的。如果明年估值超过 15 倍，那我觉得相对危险一点。

这个 15 倍和我同事说的不超过 10 倍从哪里来？一般我们可以看过去这些周期行业估值在景气高点和低点肯定有个区间，这个区间可以参考。

第二，如果在这个区间里面，相对来说比较安全；如果已经突破了这个区间，你说想要创造历史，这时我们会担心，你需要留一份警醒。

我只能想到这些，没有严格的到多少倍必须清掉，或者到多少倍必须买，并不是这样，周期股的估值重要吗？重要，但它在你获取投资收益的过程中估值是比较虚的，不像消费那样相对严格，只要能够大概率判断景气能够持续往上，即使估值高点你也能从容地减了出来。而一旦到极度疯狂、价格极度高的时候，盈利收入很好、年化回报很高，但只要景气度边际往下走了，可能你都跑不掉，会出现阶段性回撤。

这是我们对估值重要性的看法，但它并不是排在第一位，只是会参考历史区间来做这个事情。

郭荆璞：这个讲得很清楚，比如煤炭那种全世界需求基本没有增长了，对估值的要求就会高一些，但像锂这种每年 30%的增长，估值就会放得宽一点。

陶灿：是的。

郭荆璞：我想继续往下问一下，你有这种信心是不是因为你买得低？本来你就买在低点，买的时候比较好，后面才会比较从容地做这些选择？

陶灿：买得低肯定是最舒服的，因为你的持仓成本很低，但我也有中途买入的个股，举个例子，锂矿行业今年有很多新股票，之前没有，比如原来他在非洲搞有色勘探，有渠道和资源，最后他拿到的矿质量很好，整个矿山是比较成熟的，运输条件也 OK，可能一年半载之后它就会马上有很高产量出来，这时我们一算，比如算它明年的业绩，假设给一个比较中性的价格，明年业绩都能爆棚，一算只有 5 倍左右，这时虽然锂价很高，但我们敢买，因为你真实算这些公司的业绩到底对应在什么水平，依然觉得还是便宜的，有这样的品种，我们也陆续发现有这样的个股。

当然，我们的一些龙头股票一直拿到现在，今年上半年大家看到波动是比较大的，一度腰斩，最终又翻倍上来了，为什么当时我们敢拿住呢？底气在于它的供需景气是否存在，我们当时觉得供需景气真的还在，事后也证明了。碳酸锂价格小跌了一下，从 52 万跌到 42 万，但最终又开始往上走，我觉得有时这跟你的动态跟踪很重要。

当然不难想象，假设有一天价格到了极点，假设到了 70 万，最后你看到的这个价格就是最高的高点了，接下来只会看到比它低的价格了，这时它的走势就不一样。去年四季度时我们也经历过，当时一波冲上去后大家觉得阶段高点到了，实际上这样的周期股票投资体感并不是很好，只有当价格创新高时大家觉得上行景气并没有结束，而一旦出现拐点（就不是这样了），这在周期股投资尤为重要。

郭荆璞：之前我看到过一些说法，印象中我研究锂矿还蛮早的，研究锂矿时天齐还没上市，后来到它上市后你会发现到它收购变成全世界第一大锂矿公司，这些公司不到100亿美元，一个未来全世界上万亿产业最重要的原材料、最大的公司居然只有不到100亿美元的市值，那时肯定是很好的机会，但今天我看雪球上有些人说逆变器，他们说全世界前几名的逆变器公司加起来市值已经这么大了，对这个现象你怎么考虑？

郭荆璞：刚才你提到生命周期，当某一个行业还有很大发展，但可能不像产业发展初期那样各个环节都能再膨胀10倍，这里面有些环节估值已经非常高了，当然它的经营结构也非常好，怎么去平衡这个事情？可能没有那么大的发展，但经营结构非常好，你会喜欢这种公司吗？

陶灿：我也会比较喜欢，更多是在成熟阶段，在价值股行业，它的竞争格局很好，里面一些龙头公司竞争力很强，因为竞争格局好一定是意味着这个行业有竞争力很强的公司在不断塑造和改善这个行业的竞争格局，并不是天然的竞争格局就会好，这里面有一些很权威的“选手”不断把行业里的杂鱼杂虾干掉，竞争格局好往往意味着这个行业有竞争力很强的投资，而且往往会以价值股的特征体现。

在一个朝阳行业竞争格局好基本是很不可能的，因为每个人都觉得自己能成为这个行业的NO.1，都想试一试，所以一般朝阳行业的竞争格局是比较差的，但不排除在某个阶段其他人没进来，为什么欧洲今年户用储能市场爆火，当然和俄乌冲突有关，因为欧洲的天然气发电被干停了，天然气没了之后需要很多的新能源，也需要很多的煤炭，煤炭和新能源不需要吵架，其实它们都受益于天然气被掐的现实，欧洲只能寻找替代能源，政府和工商企业这么干，普通老百姓怎么干呢？户用光伏发电原来不储存和储存的区别，在电价高涨时期就变得特别有意义了，所以它的户用储能就起来了，逆变器是短期由于事件叠加冲击导致行业景气非常好，但户用储能里电芯的规格品类特别多，做统

一大规格动力电池的玩家之前没弄这些东西的话一时半会儿还进不去，另外你还没有经销渠道，所以短期在里面已经有的，原来干这个事情的，它的受益程度就非常大了。

但你说这种格局稳定吗？我觉得肯定不稳定，因为它现在处于暴利状态，举个例子，大家看到动力电池龙头企业一季度报的业绩这么惨，净利率 0.1%都不到，但户用储能电芯的净利率现在还有 10%，属于很高的水平，一瓦时挣 1 毛钱是很 OK 的，这个时间持续长一点，搞动力电池的企业不动心吗？肯定动心，只不过它现在还没有进去而已。

回到荆璞总提到的，逆变器或储能，逆变器的壁垒高吗？说实话我觉得也不是特别高。

郭荆璞：所以大家现在说“逆天”。

陶灿：对，逆天了，原来需求是集中式电站，这两年是分布式储能，全面拉起来了，成长性非常好，很多企业冲进来，觉得这个行业有钱赚，竞争格局不断恶化，但成长性非常好，导致它们依然很挣钱，保不齐有一天等到它的增速慢下来了，格局也恶化了，那时候肯定日子不那么好过了，但目前这个状态我们可能会保持谨慎一些了，我们会算这些公司到底能算出什么估值，现在估值接近 100 倍了让我下手我也下不去，整天涨我也不羡慕，我还有很多公司，增速很高，估值也很合理，我买它不香吗？我不会因为股价短期强势就去弄它，你买股票的根本还是希望你买的这家公司未来有价值创造能力，有增值空间，这很重要。

当然，在逆变器和户用储能行业直到现在可能依然还有一些被低估的标的，我们算它的业绩，比如在电新环节，你能算到明年只有 30 倍不到的公司，现在整个行业的β很好，你要不要买？这些个体公司我觉得是可以买的，被大家低估了，或者通过动态跟踪，市场对它的业绩预测低了，这只能靠自己挖掘了，这里面的确还能挖到一些股票，我们觉得估值还不贵，行业β也非常不错，这种我觉得可以增持，但目前时点怎么操作呢？可能我也会做一些配置。

郭荆璞：本来我想问你一个问题，但我感觉你已经回答了一部分，有些成长非常好的公司可以理解为它是站在一个好的时点、一个好的行业，受益于整个工作的基础设施建设，但有的公司不是太好的行业，但公司管理得非常好，或是有一些其他的禀赋，如果让你二选一的话你会更倾向于哪类公司?

陶灿：我把它翻译成这个问题：到底选择β还是α，很多基金经理会说我就是做个股选择的，我是做α的基金经理，一般我会问他一个问题，假设一个行业的β急剧往下走，但这个公司的α特点特别显著，就是成本最低，就是这个行业里最牛的公司，你要不要买它？对我来说，我的理解，或者从我过往的经验教训来看，我先做容易的，就像考试一样，有一条大道，有个好的β在那里，你为什么不选这个好的β呢？你为什么非要单独挑一个β向下、α好的公司？当然肯定有经理说我选的β还不错，或是在β好的情况下再挑α好的公司，那当然是最牛的，可能你是β和α共振，这对于所有基金经理来说都想这么选择，只不过有的经理组合稍微分散一点，最终会选择一些β属性不强但α很强的，在成熟行业竞争力很好的公司，我买它竞争格局的稳定，并不是买景气。

但你买景气也行、买行业β也 OK，我先把容易的事情干完，但有的经理不满足，在景气行业挑有α的公司，重配，也 OK，我觉得也非常好，这些路都对。

回到荆璞总问的问题，如果非要选两个，一个是很好的行业但一般的选手，一个是很烂的行业很好的选手，选谁？对于基金经理、对于二级市场的投资者而言我会选择第一类行业，说实话，管理层很优秀，费了九牛二虎之力，费老鼻子劲你才能抵御行业的β伤害，没有夕阳的公司，只有夕阳的产业，有的产业真的是夕阳产业，怎么干这个行业都没了，就像胶卷行业，数码相机出来之后你怎么干？可能你是最牛的，但最后也不行。对于优秀的管理层我们可以提出另外一个问题，但当一个产业都快没落时你是不是要走出你的第二增长曲线？能不能把你优秀的管理能力在一个好的行业变现，为什么要去抵御负向β?

有时我会问一些公司，有的公司非常喜欢跨接，喜欢搞主题，那种公司我觉得大家不需要关注，但有的公司如果在本行业证明了自己的能力，因为这个行业属性不好，一般我们会建议它稍微考虑一下你的第二增长曲线了，因为企业是可以常青的，优秀管理层是可以常青的，不用在一棵树上吊死，就像基金经理一样，有这么多行业供我们选择，我们也不需要吊在一个景气下行的行业里守α。

这是我关于实操层面的一点体会和理解。

郭荆璞：我觉得很有道理，巴菲特也说你就跨一尺高的跨栏，不要天天想着跳高，没有必要。

陶灿：是的，难度也很大，说实话，人家管理层也很辛苦，人都有惰性，你保持这么高强度的辛苦之后回报很弱的话我觉得这是不可持续的。

郭荆璞：要做正确而困难的事情，不是挑困难的事做，首先它得是正确的。

陶灿：对，正确摆在第一位。

郭荆璞：我再问个相对接地气的问题，在现在的市场环境下，合规情况下你怎么建议资产配置？应该买股票还是买基金？现在的时间点应该怎么投资？

陶灿：首先可能要先学会大类资产配置的问题，国内基金经理的大类资产配置能力都有所欠缺，一般我们都聚焦搞行业配置、个股选择，这的确能够中长期持续产生超额收益，这也没错，但今年我们就碰到在大类资产配置上功课做的不足而出问题的情况。

大类资产配置要解决的是权益这项资产在整个资产谱系上的吸引力的问题，我从两个因素分解一下目前我怎么看这个事情：

1、经济周期。客观讲我们是人为挖了一个很大的坑，客观来讲二季度 GDP 可能不到 2，现在看三季度，可能三季度的 GDP 会超过 5.5 或 5 以上，从边际上你会发现季度

GDP 增长环比变化很剧烈，落实到行业和个股上你去调研的时候所有公司都会跟你说我们从最困难的时期走过来了，现在我们一天比一天好，一个月比一个月好。你可以把它定义为经济周期是阶段性的复苏周期，我在这个复苏周期前面加了定语“人为挖坑”，当然上半年我们已经出了很多扶持经济增长的政策，到下半年多少得有一点体现，我们的地产销售，上半年放了这么多地产政策，是不是会阶段性好转？我觉得大概率会好转，政策会开始出现效果。

2、金融周期。本质上金融周期是政策周期，我们也感受到了，5 月份政府的政策因素尽出，近期大家觉得是不是对宽松货币有点新想法了，每天回购量缩减了，但你要看到行长的表态发言依然是“积极的信用扩张”，社融扩张也是它采取的一个态度吧。在金融周期上我觉得也是正面积极的。

经济周期和金融周期都会支持整个权益市场在二季度到三季度处于相对有利的阶段，5、6 月份很多行业和资本市场、权益市场反弹很多，本质上是抢跑，基本面改善并没有完全跟上，抢跑之后呢？接下来整体到三季度末权益市场相对来说机会还会层出不穷，此起彼伏。我们的周期和海外反过来了，海外担心加息过快过猛整个经济往下掉，特别欧洲更明显，美国也出现了这个问题，所以我们跟海外市场有些脱钩，海外跌的时候我们表现还很强势，本质上是大类资产配置目前国内权益是相对有利的阶段。

但四季度情况不一样了，环比三季度四季度的增长不会那么明显，这是第一。第二，我们四季度可能会碰到通胀的问题，比如近期猪价出其不意地上涨，到四季度 CPI 过 3 估计也是大概率事件，那时候我们的金融周期，你说货币政策还有很强的操作空间吗？我觉得那时候也受到很强的掣肘，所以那时需要小心一些。在大类资产配置上，四季度的权益资产性价比和优势就不是那么明显，特别是三季度涨一波之后，这是我们需要观察的。

这是我们对阶段的看法和理解，假设目前投资者持有权益，依然还可以拿一段时间。

还有一个重点需要关注的是行业，到底哪些行业相对占优，7 月 15 日之前两个交易所（深交所、上交所）都要求做业绩预告，只要做了业绩预告，业绩超预期的，第二天股价都挺正面的。刚才有投资者问组合里有没有涨停的，实际上我的组合变动并不是很大，我的一季度持仓里确实有涨停的，因为业绩好，超预期，现在市场依然是正向反馈，只要有好的基本面，就会有投资者拿钱下注，基本面上还是有一定支撑。此起彼伏的机会，个股要紧扣基本面。

行业我们抓的是制造业和消费业这两大行业，制造业不用说了，3、4 月份受物流、供应链的影响比较大，现在我们依然会关注物流供应链的恢复，会关注全国卡车物流的数据，会关注公共物流园吞吐量的数据。数据依然处于周度环比改善的通道中，也就是我们还在从坑里往上爬，同比的情况下依然有 18%接近 20%的下滑，但这个下滑很大程度是因为我们的经济相比去年不大行，因为它的内生原因导致的，而不是人为挖的坑。但人为挖坑的因素目前也在复工复产和物流供应链改善的通道过程中显现出来。这是制造业，我们觉得整体还在复苏的过程中。当然我们也看到三季度制造业很多原材料成本同比是改善的，铜价、铝价、钢价相较去年三季度成本下降了很多，所以我们虽然觉得二季报业绩比较一般，但关键是看三季报会有多大程度的恢复。因为总量 GDP 三季度都是恢复的，那我相信大部分公司二季度业绩就是低点，三季度会往上走，只是这个需要摸清楚。这是制造业。

那么再说消费行业，说实话消费行业我有点不踏实，为什么排在第二位呢？因为新冠病毒的传染性是客观现实，不会因为你清零了接下来就永远清零，清零之后还会反复出现，这个事情无法回避，之前是 BA.2，现在是 BA.4，BA.5，传染性更强，所以疫情扰动依然是消费行业的核心变量，你限制聚集性消费的话，很多消费品是缺少消费场景的，那到底恢复力度、恢复程度怎么样我心里是有点打问号的。

当然这个板块我也会关注，因为总体上我们已经经历过最差的时候了，等到比较弱一点的中报出来后有些消费行业我还是愿意配的，典型的如医药、高端白酒，医保今年社保结余量还是比较多的，我们的社保不能用来做核酸、打疫苗，就会导致今年药品降价压力比较小，对创新药扶持力度也比较大，虽然创新药由于一级市场融资数据波动导致前期跌了很多，但 5、6 月份有很多创新药都可以关注起来了。

消费要看疫情，换句话说，如果后面出现一个场景，全国疫情又起波折，消费股可能依然会受压制，这是我们对它的理解。

郭荆璞：大的制造业里能不能说一两个细分的呢？陶灿：有呀，比如半导体设备的国产化。

从全球来看半导体是典型的成熟行业，是典型的周期性行业，所以半导体行业的投资机会不多。但因为中国 2018 年跟美国贸易摩擦，半导体要实现自主可控、国产替代，所以国产半导体这个细分行业体现是典型的成长行业，它的行业发展阶段处于成长期，是不一样的。所以半导体行业里我们一般会聚焦选国产半导体，国产半导体里的零部件，因为它的成长性非常明显，这个和全球半导体的周期属性、价值属性完全不同。很多人说像中国台湾的台积电这种股票估值都给这么低，凭什么中国大陆的企业估值给这么高，可能是因为每个人对成长股和价值股的定位不一样。

近期我们很关注这个板块，是因为前段时间半导体股票由于全球周期性有很多消息，听说大家都在砍单，因为先进制程在 3C 消费里很疲弱了，手机消费都很疲弱了。但国产半导体这块可不是砍单，而是追单，所谓冰火两重天，完全不一样，国产零部件里能找一批成长性非常好的股票，这部分是值得关注的。前面也跟着调下来了。

毫不讳言地说，新能源行业里依然有很多不错的标的，类似逆变器这样的大部分失去投资价值了，我们不想参与了，但我们依然能找到估值仍然不高的标的，问题是能不能找到它，比如电新环节，业绩会超预期，产能扩张很快，明年它占了先机之后，业绩

也调到了 30 倍以内，虽然近期在涨，前两天涨了，今天的价格依然可以进，因为估值不高，所以新能源行业里依然有机会。

消费行业，之前我们一直很关注啤酒和高端白酒，我们也选了一些品种，啤酒会不会受疫情影响？我觉得会，所以我心里会打个问号。有一个观察指标，但是网上交流嘛，出于合规具体个股就不提了。现在我们讲了大类资产配置、讲了行业，也讲了未来我们担心的、需要观察的指标，对四季度的情况也谈了我们的理解，这块就讲到这里吧。

郭荆璞：我概括一下，可能最好的是环比改善比较多的制造业，里面尤其值得关注的是半导体，部分估值合理的新能源，增速高，估值也不是很高，医药里可能有一些值得看，消费要小心，要保持对疫情反复的敬畏。

陶灿：这里面漏了周期股，对化工、煤炭、钢铁的看法。说实话如果要我排序的话可能我会把煤炭和化工排在前面，钢铁基本就不去关注了，虽然大家会说钢铁行业份额集中的逻辑，但说实话，铁矿石的价值被攫取太多了，分配上极度不靠谱。煤炭、化工我们也会选一些细分行业，因为我们发现一些精细化工品的产能也没有扩张起来，但需求还是很稳定的，受消费升级影响拉动也挺好的，近期我们也在讲这些周期行业，只要能算得过账的还可以考虑。

煤炭，比如有的经理 20 个点，煤炭供给就是出不来，去年出不来，今年出不来，明年可能还是出不来，全球还是出不来，高盈利性依然摆在这里，这是第一点。

第二，国内很多煤炭公司会做盈余管理，体外有很大的集团，有很多退休人员，原来算煤炭业绩，比如 2009 年“煤飞色舞”的时代，但很多煤炭的业绩出不来，但经过过去两年它该填的窟窿填满了，业绩也藏不住了，可能业绩真的很好。

但煤炭要细分，当每个公司的产量没有增长，行业没有增长的时候，没有量的增长，没有成长性体现出来的时候，这时要在里面找到成长性稍微好一些的，因为毕竟还有量

的增长，所以要选标的。下半年我们会面临有些煤炭公司业绩季度同比增速不会像上半年那样 100%、200%，甚至有的会下滑，这种情况下怎么投煤炭股？可能它的估值很低、股息率很高，业绩增速却没了，这种情况怎么办？

这就要平衡，海外煤价会不会再飙涨一波？国内煤价会不会跟？虽然发改委极力想要控制煤价，但如果海外能化产品（继续涨价），石油供给，OPEC 也发生了新的变化，这与 OPEC 的人事调整有比较紧密的关系。这时候如果供给不出来，就是不增产，我觉得肯定还是会显得比较强势，煤炭也是这样。对煤炭，后面我们会选择个股分化，有一定产量增速，同时估值和股息率，跟上市公司沟通交流也挺顺畅的，这些公司可能还 OK。

还得看一下水电，这两天水电表现很好，因为南方今年洪涝灾害比较多，但雨都下在了西南角，没有下到川藏，下到上游，现在上游来水并不是那么理想，但广西那边的来水很好，所以你可以看到整个水电行业去年没有增长，全靠火电、靠煤炭拉，今年水电 5、6 月份还不错，如果 7 月份 OK 的话，对煤炭来说可能也会有负面压制。我就补充这一点。

郭荆璞：我在雪球上也经常说这个事情，我对未来几年的油价都挺乐观的，经常有人会问这个事情，很多人会有一个误解，碳中和的过程中，其实我们知道的一个事情是，不管碳中和怎么搞，全世界能源需求肯定是往上走，大家不可能不用能源来实现碳中和，那是不现实的，一定是传统能源要涨，新能源也要涨，因为发电成本越来越高。

刚才有个网友说，中国电网这么发达，电价这么便宜，为什么还要搞用户侧储能，火山哥刚才讲的是欧洲，但我觉得国内也要搞，东西便宜归便宜，确实电网投了太多钱，但电网会永远保持特别低的 ROE 水平吗？也不一定。电网这么低的 ROE，就算电网收费不涨价，你想要买到同等服务也会越来越贵，因为没办法再以这么低的 ROE（运行），说实话国家电网是资产负债率很高的公司，你让它靠负债扩张，给所有中国居民提供这

么好的服务，它也有极限，除非以后国家电网不要再做公司了，回归电力部，以后允许国家电网 95%的资产负债率，那没问题。但现在这个时候，不管是用户侧储能，还是智能调峰等，我相信都会更多。

郭荆璞：刚刚一直在说估值的事情，不一定产业好买股票就能挣钱，历史上我们看到很多很好的产业、很好的公司，最后投资者是赔钱的。

郭荆璞：我看雪球网友体提了一些问题，待会儿看那些能够回答一下，有投资者问美国滞胀对中国经济和股市的影响？

我觉得影响还是蛮大的，大家老问美国滞胀和我们有什么关系，当然我并不认为美国现在一定会滞胀，像 70 年代一样 10~15 年经济都没有什么增长，但通货膨胀达到两位数，我不太相信未来 15 年时间美国都会保持 7~8 个点甚至两位数的 CPI，我觉得不太会，它的公司结构、劳动力结构，包括它科技创新对劳动的替代，很多都不支持。这个国家的工资不可能每年 5%、10%的增长，增长 10 年，你想想这样的话美国人的平均可支配收入未来十年左右要翻一倍，这个可能性很低，这种情况下他们很难支撑通货膨胀一直这么高。

但有一个前提，如果人民币有非常明显的升值，可能十年或多长时间我们会从现在的 6 点几升到 5 以内，那对美国的通货膨胀压力确实很大，但我认为一是如果美国出现滞胀场景，那么美联储大概率还是加息，它会有比较明显的加息和缩表，对全球资本市场影响肯定都是非常负面的，在加息过程中不可能有牛市，加上目前不管是标普还是纳斯达克其实处在估值非常高的水平上，只要有比较明确的加息、长时间加息预期还会跌很多，这是我一直的看法，我一直觉得纳斯达克之前 16000 的水平实在太高了，它的估值已经高到我在雪球上讲的“它配不上伟大的估值”，加息只是刺破泡沫的引发因素，不像 70 年代一样因为整体经济状况所以导致股市有长时间的低迷，那是经济基本面导致的，现在的美国我们还没有看到经济基本面会有十年、十五年的低迷，我们看到有风

险，风险不是滞胀，不是居民工资收入跑输商品价格，而是创新动力没有了，美国市场也好、全球股市也好，它的风险在于苹果、谷歌这些公司，增长慢慢失速了，产品拿出来没有人愿意买。

郭荆璞：最近我老在雪球上跟大家辩论这个事情，我觉得可能很长时间，五年甚至十年，苹果没有拿出什么特别好的产品，耳机这个东西能跟 iPhone 比吗？比不了，不是一个量级的产品。谷歌有什么？谷歌很棒，刚才说到通货膨胀，也有网友在讲输入通货膨胀的事情，对国内油价的影响，你们投资什么时候会考虑这种影响，它会影响你的投资决策吗？

陶灿：输入性通胀有一定程度的影响，但客观讲我认为要关注另一个指标：出口。很多人觉得中国的出口今年会有问题，但由于海外很多国家的生产制造成本大幅飙涨，以欧洲德国为例，德国是制造业强国，它也开始出现逆差了，德国工厂的能源成本已经导致产品竞争力急速衰落了，当然这种衰落也有可能是短期原因。

换句话说中国的能源成本、电力价格大家是没有感受到上涨的，海外可能涨了很多，实际上意味着中国由于海外能源成本大幅上涨，中国出口企业的成本优势变得更加具有竞争优势了，我们认为接下来下半年会看到，虽然很多人担心由于我们加息，欧美经济需求不行了，但一定要注意，他们一定会买有竞争力的商品，中国商品的竞争力是很强的。

现在你感受到的我们各种能源成本，我们特地比了工业电价，之前就比海外低很多，现在低更多了，中国出口还是有点贡献的，它相当于抑制了（海外通胀），这很重要。输入通胀没有进来的，首先我们有很大一块成本被控制住了，原油成本上升，在油投化工里我们感受到压力了，煤炭这边有资产没煤化工可以部分解决问题，这是第一。

第二，大类受到的影响就是买油车和电动车的选择，今年大家感受到买一辆油车加油费用非常高，为什么大家会选择电动车，我觉得有一定关系，正好中国产业链也有很强的供应能力，所以高油价反而让中国的制造业产业升级有了一条必由之路。

原来我们汽车产业做得很差，现在我们已经是汽车出口排全球第二的国家了，原来你很难想象一个发动机、变速箱造不好的汽车生产国能够很多出口，但现在中国电能车、智能车的发布会很多，你觉得非常酷非常炫，产品竞争力很强，汽车产业链又很强，它是典型的产业升级，在高通胀的背景下中国产业的竞争优势我认为是得到了加强。

所以这个事情还是要两边去看，一是可能对国内老百姓的消费选择有一定影响，从买油车变成买电动车；二是对中国的产业布局和产业升级也有利，相信下半年会看到中国更多汽车出口。

郭荆璞：刚才提到中国电价不高，但欧洲涨了很多，铝、精炼铜，这些东西肯定是受益的吧?

陶灿：像是铜资源，中国是缺少铜矿的，冶炼资源占了全球一半以上，出口就需要先从海外进口铜矿，再把它冶炼成铜，再以产品形式出口。实际上今年铜价掉得比较多，因为铜跟经济需求密切相关，期货会更多反映全球经济需求下行的态势。我感觉铜的供给可能并不是很夸张，也受很强的约束，它掉到后面的位置我觉得还是会有支撑的，它的价格下行对我们制造业也有好处。

那么铝呢，中国是通过冶炼产能，它是一个高耗能行业，现在可能还有一两百万吨的指标可以投，之后可能你就看不到铝产能的增加了。后期我认为这些中国搞供给侧结构性改革的行业，可能都能回归到正常利润上来。中国有很多化工行业、金属行业原来过得很惨，比如电解铝行业；很多化工行业的公司也过得很不好，在未来可能它们都会因为产能限制获得比较好的利润。

从这个角度来看通胀，供给端的问题真的不是短期问题，我们国家自己有供给侧结构性改革的考虑，海外有 ESP 的考虑，不想买便宜的资源国的产品，这样供应链重塑需要一个过程，通胀因素在未来都是需要中长期关注的因素，但不一定都是坏事，我们可以选择拥抱通胀受益的行业，这在股票层面、在投资层面能够让我们占据更多的主动权。

郭荆璞：对铁路运输会不会有正向预期？是不是可以说一说大秦呢？

陶灿：大秦线的运输能力摆在那里，后面东北还新开了线，它就是一条线，我理解可以把投资当成一个价值股，当成票息策略来对待。那么你会发现，整个铁路运输可以承担很多责任和义务。特别是卡车运输，如果油价很高的情况下，走海运、走铁运、走货运，增长都会比较快，这些可都是上市公司缺少的标的。

郭荆璞：上海周边受疫情影响的时候，内河航运确实都很好，但没有合适的标的。我看前面有人问军工行业，大家一直在讲，但体现得不是特别明显，这几年是不是出来了一批能赚钱的企业？

陶灿：还算可以，从最早期的纯粹主题概念，炒全球局势边际变化之类的，这些都不是正常投资股票中长期的合适路线，“十四五”以来国家军费开支越来越明确，在一些细分行业追加比较多，我们看到它有持续的可增长的途径在那里，特别这里还有一些耗材型的行业，或是带业务属性的公司，能够看到业绩增长，同时也能给得起估值，持续性比较好。

军工这块主要是国企改革，有很多军工企业的领导人走向重要岗位，从企业领导变成省部级领导，去各地做省长和省委书记，这对这些军工出身的企业管理层也是另一种激励手段。物质激励是一种，事业激励或其他激励也很有效，如果他能出业绩，有的公司还是有很强的意愿放杠杆的。去年军工就出了一批有业绩的公司，今年一季度中报也会有，在我的持仓组合里军工股也占一定比例。我们觉得这一块儿的确从过去比较差的投资体验变得越来越好了，这是我们对于军工的理解。当然这里面大家可能会关注细分

投入和经费投入比较多的飞机、导弹，或是一些耗材型业务，这些都不错，你可以算一算 PEG，算估值和业绩匹配度，还是能挑到一批还可以的公司。

我们重仓的品种今年业绩增速很高，估值 30 多倍。当然有其他业务的因素，但整体业绩增速非常好，我们也很坚定地拿着，拿到了前十大，这一点我们觉得也是很 OK 的。

郭荆璞：我印象中，七八年前或更早的时候，军工行业研究员上来讲策略的时候，只要一说“我们这个行业平均市盈率 100 倍”，立刻底下所有人都没兴趣再往下听了。但现在很多企业是很赚钱的。业绩增速还很高，它的估值消化就会比较快。如果以生命周期的框架去看，不管是政府因素还是局势的因素，总而言之它其实处在成长期，而且军工天然的竞争结构好，是不是可以这么理解？

陶灿：是的，它也是一个发展阶段，比如军工产品的列装出于成长阶段，从小批量到大批量，列装完毕就没了，就变成成熟性业务了。虽然可能有一单没一单的，业务的持续性可能受影响。

为什么我们提要挑一些带有耗材属性的业务呢？因为列装之后要维修，需要采购，这样它的可持续性就比较强，尾部估值就能算出来，比较坚挺、某型号的列装大家是能算出估值的，列装之后怎么办，都需要考虑。但他是在某个阶段处于成长阶段，过了生命周期的行业。

郭荆璞：有投资者担忧，问航运是不是受益于通胀。我自己觉得航运业的供给变化，在造船拆船周期方面更重要，航运是跟宏观关系特别大的行业，我始终觉得它自己的周期性更重要。我一直觉得核心是看这两年能下水多少条船，只要下水船多运价就会跌，如果没有下水，运价怎么跌呢？

陶灿：对，看周期行业，供给真的很重要，供给什么时候能出来、出多少，这很重要，还有就是供给的成本曲线，有的是新玩家进去了能把老玩家干掉，因为它的成本很低。新能源行业我们也碰到这样的案例，他说我不怕，我敢投，因为我的成本最低，最后当大家日子都不好过的时候它能把价格定在别人的成本线上，那别人就很惨了，但他就还能活得比较好。

郭荆璞：维生素算不算化工里还不错的产品？

陶灿：也还行吧，它跟下游行业的关联度稍微高一点，有一定周期性，但相对稳定一些，我对它的研究不多，精细化工里近期我比较关注三氯蔗糖，现在很注重饮料的健康属性，你会发现它的渗透率逐渐提升，行业竞争格局又非常好，玩家比较少，盈利也不错，还可以提价。类似这些，我们还是能找到这样的行业，有消费升级的特征，行业竞争格局也还不错，维生素里也能找到这样的标的。

郭荆璞：这个也是有周期的，十年前我看玉米，当时发现糖浆简直太赚钱了，玉米进去，黄金出来。结果过了七八年后，大家说代糖是未来。但看到现在，我发现糖浆还是非常赚钱，不管是果糖糖浆还是蔗糖糖浆，利润都很高。它的特点有点像化工行业中的一百个小化工装置，一套顶一百套产能时规模效应很明显，对于糖浆这个东西，可能有这些因素在影响它的市场。

陶灿：对，这个需要注意，研究周期行业时要拆供给曲线，把一个个产能加起来，这才是最牛的。每个产能对应的成本是什么水平，累加起来最后就是一条供给曲线，如果把这条供给曲线研究透了，周期基础就很扎实了。

很多行业都有这样的案例，找到成本最低的，在行业底部时你是敢拿的，你是有信心的，因为不会担心它被 ST，不会担心公司垮掉。

郭荆璞：雪球上有人会问怎么研究某个行业，我说你就先把供给统计清楚。比如航运，全世界造的船是有数字的，船台上有多少船正在造，什么时候能下水，这些全是公开信息，没有任何的神秘之处，它很简单。所以当你发现在建的船除以现在的运力已经很低了的时候，比如到 10%以下了，你就知道机会来了嘛。

陶灿：有的开船周期很长。

郭荆璞：但很多人就是不研究这个事情，

陶灿：这就是投资机会所在，如果大家都关注、都研究，那机会就没了。

郭荆璞：好的，今天就到这儿。

2、许之彦&九龙十三姨：下半年资产配置展望

作者：@华安基金许之彦、@九龙十三姨

时间：2022-07-16

九龙十三姨：大家好，我是雪球的用户九龙十三姨，今天荣幸邀请到我们的贵宾，华安基金总经理助理、指数与量化投资部高级总监许之彦许博士。许博士，请您跟大家打声招呼吧。

许之彦：各位球友，包括主持人十三姨，大家下午好。很荣幸在雪球的直播间，跟大家分享一些相关的观点。

九龙十三姨：在开始直播之前，有一个风险提示：在直播中的观点和判断，仅基于当前市场根据后市环境变化可能发生的调整，本直播内容仅供沟通交流之目的，不构成任何的投资建议，基金有风险，投资需谨慎！

接下来就进入正题，最近一段时间市场的波动比较大，我们整理了一些热心球友的问题，请教一下许博士。

第一个问题：自 4 月 27 日反弹以来，A 股的宏观环境发生了哪些边际的变化，请许博士帮忙解读一下。

许之彦：4 月底整个市场的悲观气氛非常浓，但是 A 股市场却在 4 月 28 日触底，最根本的变化，是因为疫情的情况，这我们也知道，5 月份的数据逐步改善。第二个层面国内的宏观经济数据，4 月上海发生疫情，周边的供应链都受到不同程度的影响，5 月有所改善，很多经济的指标有所提升。第三个层面，国家很多相关的配套政策，包括货币政策、财政政策在 5 月之后陆续出台，特别是近期不少政策都在加快推动经济的复工复产，朝着完成全年的经济目标这个方向努力。

因为从大的方向来看，特别是 4 月份，不管是今年、明年还是后年，整个这些年的四五月份应该都会是一个经济的底。这个底造成的原因也是多方面的，和疫情有关，也和全年经济增长增速各个方面，和全球的情况都有关，但主要是还是受到疫情的影响。整体来看，宏观经济层面得到比较好的改善，A 股的流动性和信心，特别是 5 月底以来得到很好的回升，A 股市场出现了非常积极明显的变化。

九龙十三姨：这两个月我们看到许博做了一些资产配置方面的推动，尤其是 4 月 27 日的时候做了比较大的推动，当时的核心思路是怎样的，能否分享一下当时的心路历程？

许之彦：其实资产配置这个话题，我想各位听众也都听了很多了，资产配置是一项比较复杂的工作，需要判断大的方向。在这一点我带着团队在过去这些年一直在不断摸索和探索，也在多个平台做了很多资产配置的宣讲，讲过“资产配置的十堂课”“小白也要学会基本的资产配置方法”。

我简单地说一下我们资产配置的思路，大家倒回去看这件事，好像也变得理所当然。但是回到 4 月底的时候，整个市场的悲观情绪非常浓烈，疫情的数据当时还是比较高的，经济层面上尽管两会之后也出台了一些政策，但是市场还是对刺激宏观经济大政策的呼声比较高，当时也没有出台，这时候的 A 股不断下台阶，从 3400 下到 2900 以下。

当时我们封闭在办公室里，思考资产配置的话题。资产配置的心路历程还是比较磨炼人的，它有一点像反人性的东西。在市场极度悲观的时候，我们看待这个世界往往会采取悲观的方法，当时我们也看到很多基金净值出现了下跌，固收+出现了比较大的亏损，行业主题赛道也出现了较大的跌幅，这时候我们在思考，我们的投资者在这个时点要做点什么。

我们要冷静、客观，更逆人性地去考虑这些问题。我们在 2020 年 3 月也是在雪球上发表过三篇文章，当时有一篇写了二十几页，三篇文章的阅读量有 200 多万，其中一篇是在多次金融动荡下资产配置的建议，当时也引起了市场的多方关注。这次我想在这个时间点我们应该思考什么呢？

当时第一个思考的问题是，中国的宏观经济到底是一个短期的波动，还是会对中长期造成比较大的影响？我们的判断很大可能性是一个短期的波动。因为它毕竟是外部因素造成的，疫情终将会过去。

第二，国家对发展宏观经济的信心，包括中共中央政治局，国常会，都有多次积极地表态和支持。对中国在经济碰到困难时，中国政府采取的政策，这一点我们也是非常有坚定信心的，一定能够度过经济的这一关。

第三点，中国中长期的经济增长，无论是过去二十年、十年，中国中长期经济增长的信心都在，我们不能因为这一次疫情等外部因素的影响而削弱信心，对中国中长期的发展我们还是要抱有坚定的信心。

A 股市场当然是一个受宏观层面影响比较大的的市场，比如我们的政策，包括一些真正落实的刺激政策。政策底肯定是看得到的，因为在国内，政策对 A 股市场有显著的影响，这是因为政策会提高投资者的信心，提升情绪。

还有就是我刚才提到的我们的利率，过去两个月银行间市场包括十年期国债，中国短端的利率下降得非常快，也有一些相关降息的操作，从利率的周期来看肯定是向下，情绪的周期来看，当时是最悲观的时候。大家都看到了，A 股市场当时跌幅很大，时间也蛮长的，大家的情绪也非常低落，这个时候我们就要高度关注带来的机会。

第四个就是估值，从估值的角度来看，我们的确看到了 A 股市场重新回到了低估值时代。经历了 2019 年、2020 年、2021 年，很多行业很多板块很多赛道发生了变化，包括 A 股市场，特别是偏成长性的东西，本身的价格就不便宜。这一次深度调整使得我们的估值重新回到一个偏低，甚至是比较低的阶段。

第五就是我们的盈利，宏观经济下，我们也没有看到上市公司和上市企业的盈利出现明显大幅的下修，这是非常关键的一点。特别是我们看到景气度比较高的行业，尽管有些板块有些行业四五月份受到了一些影响，但是我们也看到有些是可以修复的，有些在逐步补充，但是影响并没有那么大。

第六点是投资者的行为，我们看到 ETF 市场，我们的基金份额并没有出现大幅下降，反而出现明显的上升。

所以基于这六个方面我们做了一个判断， 4 月 27 日那天就发了这样一篇不长的文章，当时我在平台上推送的文章有大几十万的阅读。当时考虑到市场变化很快，我们想

尽快让投资者了解我们的观点，也就没有写太多。当时的观点就是，我们认为一到三个月 A 股市场会迎来一个比较好的配置区间，这个配置区间是属于偏战略一点的，有可能会管未来一到两年甚至更长一点时间的，这是一个非常重要的观点。

推荐的标的包括我管理的创业板 50、我们的新能源汽车，也包括我们管理的恒生科技，这几个产品在过去的两个多月分别涨了 30%、60%和 50%，给投资者在短期内也带来了一些回报。并且我们资产配置的框架、理念、战略和战术还是在不断磨合的，刚才我提到的多个维度，让我们在关键的时候敢于站在投资者的角度，从这个角度出发，更好地服务我们的客户。

九龙十三姨：谢谢，回答得特别全面。您刚刚也提到了您管理着创业板 50ETF，这个 ETF 的规模已经超百亿了，这里也想代表我们的球友向您请教一下，之前大家经常听到的创业板指数，创业板指数和创业板 50 指数这两个有什么区别？

许之彦：这两个指数有点像上证 180 跟上证 50，创业板指数和创业板 50，它们非常像的原因，是因为他们有包含关系。180 的一个子集是 50，而创业板指数的子集是 50 指数。但是创 50 的编制不同于 180、300、500 这样一个简单的选股方式，它借鉴了纳斯达克 100。纳斯达克在上市的时候，也有一些其他类型的公司，比如银行股、其他的制造业，不太符合纳指，但因为上市公司经常会发生一些变化，比如并购、重组等相关的因素，所以依然在这个板块，但是特征就没那么典型和明显，纳斯达克编制中也剔除了相关的公司。

创业板 50 也是创业板的宽基指数，这一点在深交所的定位上也是非常清晰的，这条指数是我们合作定制开发的一条指数，这个指数是 2014 年华安基金提出来，由我带队多次沟通，最后合作开发。其中非常重要的区别、差异性就是借鉴了纳指的编制方式，我们提出了农林牧渔行业不太相关的一些上市公司。我这里包括后面提到的上市公司，都是为了说明指数，不做任何的推荐，这是一个合规性的问题。

比如温氏股份曾经是创业板的第一大成分股，但是我们也知道它是并购重组进来的，它本身也有比较强的科技属性，这一点毫无疑问，但是我们依然按照编制的规则，把这个板块也做了剔除，包括金龙鱼。我们不是对这个个股有任何的偏见，我们只是更想体现科技成长的一些特征，所以在编制的时候采取了剔除法。

这样导致分析创业板 50 和创业板指数的结果是有差异性的，这个差异性就源于一开始选股的标的上的差异性。这样的差异性得到的结果是什么呢？创业板有两条宽基指数，就像上证 180、上证 50 有两条，一条特征会更为明显，比如创业板 50 反映的科技特征，新兴行业的表现，占比就比较高。

我们也看了一下过去的三年五年，以三年为例，可能创业板 50 比创业板指数大概多涨了 45%，就是它的表现更突出。

九龙十三姨：谢谢您的解答，接下来这个问题也跟创业板 50 指数有关，刚刚您涉及到了一点，球友想知道的是，创业板 50 指数，本身成分股的经营业绩如何，您是如何看待当前创业板 50 指数的估值性价比的。

许之彦：这是一个非常好的问题，也是我们在进一步讨论一个指数，或者一个上市公司是否具有长期持续性的投资价值，以及它当前是不是可以作为投资者配置的方法。

我们回顾过去三年，2019 年、2020 年、2021 年，创业板 50 的估价，就是这个指数本身的涨幅分别是 51、90 和 25，它的盈利在 2019 年涨了 52%，跟 51%相当，而 2020 年上市公司的盈利是 108，超过了股价的上涨，去年是 40%的盈利增长，也超过了股价。今年创业板 50 的指数到今天为止下跌了 15%，但是盈利预计涨 28%，所以可见创业板 50 这几年股价的上涨还没有盈利高。特别是今年，一个盈利在涨，一个在跌。

明年大概是 32%、33%，后年接近 27%，这是对未来两年增长情况的预测。应该说创业板 50 是一个比较好的成长性的宽基指数，它的成长性还是很好的，这是第一点。

第二点可以看到包括今年，过去的三年、三年半的时间它的股价上涨都远远低于盈利的增长。也可以换一种解释，就是说创业板 50 上涨主要都是由于盈利推动的，因为估值是下降的。从当前的情况来看，盈利还是处在比较好的增长，价格下跌，估值的水平大概处在后三分之一的水平。所以我认为，创业板 50 这个指数是投资者配置创业板的优质选择。

我们有一句口号，你想投创业板，就选创业板 50，我们的代码是 159949，联结基金 160422、160424，供投资者多种选择。我们的指数本身既具有中长期的投资价值，又具有比较鲜明的特征特色。

九龙十三姨：刚才您也讲到了成长性，说到成长性，球友们特别感兴趣的还有一个板块，就是新能源板块。新能源板块在 6 月的表现非常强势，想请教一下，华安在新能源板块也布局了“三剑客”，您能也谈一谈新能源板块的投资机遇?

许之彦：我们对新能源板块是重配的，为什么重配这个板块，最大的背景是未来的非化石能源，就是我们的光、风、氢包括水将成为能源供给的主体，现在是 20%，到碳中和时代我预测会达到 80%，大概在 2050 年、2060 年，还有三四十年的时间，整个能源会发生一个天翻地覆的变化，这个变化是一个大时代的主题，我认为它的确定性非常强，是一个全球性的话题。

因为我们知道碳中和是一个非常广泛的，对全球都有意义的目标。

反映在资本市场上有巨大的投资机会，这个机会来自于如何理解阐释上市公司层面为投资者带来的回报。我认为首先我们要解决的是非化石能源的供给，从这个角度来看，比如我们布局了光伏 ETF，也有光伏的场外指数基金，光伏的 159618 这个产品，5 月上市，到现在也涨了 30 个以上的百分点，上半年短短两个月的时间，我们成了指数基金当中涨幅排名第二的产品，为投资者带来了很多回报。

光伏是一个非常大的产业，国内在这个行业板块上还是有非常大的影响力，在过去十年，光伏的发电成本下降了 9 到 10 倍，中国在光伏的制造、研发、转换率和一些关键技术上取得了重大的突破，在中国比较强大的制造能力下，对欧洲的出口，对美国的出口总量都比较大，在全球处于非常领先的位置，所以我们光伏的 ETF 也受到了投资者的欢迎。

非化石能源还有很多，我们也上报了第一批场外指数氢能，第一批的储能、第一批的风电，也期待证监会的获批。还有一个产品就是新能源，我们把非化石能源在未来的时间都称为新能源，就是我刚才讲的光、风、核、水这些，我们统称为新能源。刚才提到了新能源在全球市场，在国内市场需要占到八成以上，这样才能满足碳中和整体的进展，也能够更好地体现我们的价值。516270 是我们的新能源，它真正代表一个时代代表一个方向。

落地最确定的标的，除了风电之外，国内的新能源汽车有巨大的领先优势，我们也看到很多做新能源汽车上市公司的销量，包括蔚小理造车新势力，也包括比亚迪、宁德时代这些电池相关的公司，在国内国际都有非常大的影响。所以新能源汽车的 65%左右市场是集中在上游的，新能源汽车是 516660。这“三剑客”：新能源车 60%，和我刚才讲到从底部起来的创 50 35%，光伏 40%，涨幅都是非常大的。

但是很多投资者也问，涨这么多了，到底是机会还是风险？我是这样看的，对投资者而言，目前的涨幅回到上次高点的三分之二左右，刚才我讲了，我们对非化石能源，包括风电和新能源汽车都非常有信心。我们知道中国 2 亿部燃油车在未来的二三十年绝大多数都会替换成新能源汽车，还不包括中国大量的对外出口，以及考虑国内在锂电市场，在相关板块上的一些竞争优势，光伏的产业链也非常大。

所以再简单总结一下，主持人提到的新能源的“三剑客”，就是新能源车 516660、光伏 159618、新能源 516270。这“三剑客”是华安基金在布局新能源中非常重要的抓

手。当然我们还有三只上报未批的产品，也就是氢能、储能和风电，我们也报了碳中和场外指数，公司的主动投资也有多个产品和碳中和有密切的关联，也请大家多多关注。

九龙十三姨：非常感谢许博士的介绍，给我们介绍了很多华安基金架上可以给大家选择的投资工具。下面一个问题是今年大家比较关注的一个话题，就是海外美联储加息的问题。当前美联储的货币政策相对来说是紧缩的，您对未来中美货币环境怎么看，它又是如何影响国内权益市场的定价的？

许之彦：美联储今年加息的确超过了整个市场的预期，我认为也远远超过了美联储去年和今年年初的预期。通胀创了近 30 年~40 年的新高，特别是美国欧美进入了一个高通胀的阶段。造成通胀的背景还是比较复杂的，而且我认为短期也很难消除，或者很难快速减弱。

一个原因就是疫情中欧美释放了大量的流动性，发了很多钱，造成了短期内市场非常大的需求，这是主要的内因。第二是疫情造成了全球的供应链出现了扭曲和变形，造成了很多相关的产品出现了一些问题。第三个是俄乌冲突使得全球的政治环境出现了一些变化，导致叠加疫情的因素之上又增加了一些不确定性，比如原油和粮食，这样使得美联储在之前的预期框架下，通胀超过了预期，因此美联储加了 25 加了 50 又加了 75，预测今年至少还有四次议息会议，很有可能会采用 50、75 等不同程度的加息，缩表也已经确定。

所以大环境来看，美联储肯定还是要加息的，而且加息的幅度很有可能在 50 或者以上。这个事情已经对全球造成了比较大的影响和波动，我们也看到美国的股票纳指从高点下来跌了 35%，道指、标普也都跌了 30%，欧洲德国相对好一点，在 20%左右，日本汇率大幅贬值，对 A 股市场，对相关的市场也有一定的影响。

所以我想从大的判断来看，美联储下半年特别是 7 月和 9 月，很可能还是一个紧缩的态度，但是过了 9 月以后会弱化一点。首先市场本身已经大幅反映了这样的预期，包

括股票市场大幅下跌。第二就是从经济增长的本身来看，特别是这次美联储议息会议公布的对经济的预测，大幅调低了对明年和后年的经济预测，我们明显看到美联储在这样一个加息的幅度下，已经表现出一定的滞胀和衰退迹象。如果今年再大幅度的加息，大家预期明年的压力就会很大，经济很有可能出现轻度的衰退，这是我们的判断。

第二通胀本身内生的因素是在减弱，因为我们也看到美国的消费者信心和近期一些市场的价格行为，以及出现滞胀本身也会对通胀有一定的影响，去年这个时间基数也比较高，所以本身今年 8 月以后会出现一定程度的下降。当然想下降到一个美联储舒适的阶段，可能还是需要一定的时间，也许需要一年多。

但是我想对市场本身的影响而言，最坏的情况已经过去，我们近期也在推动长期的投资者，比如看好美国市场，比如纳斯达克指数在 2013 年发行成立，到现在接近 10 年的时间，也为投资者创造了非常丰富的回报，也是国内最大的纳斯达克指数基金之一，我们的代码 040046，今年增加了 C 类。也正在发行我们的纳斯达克 ETF。

所以第一点对全球的金融市场最大的影响已经过去，也许目前是一个中长期配置的比较好的点。像国内的 4 月底，2021 年 3 月的美国市场一样，整个市场非常恐慌非常担心，但是这个时间点我们要做全球配置的话，我认为纳斯达克市场是我们的一个选择，所以我们也建议我们的客户高度关注，在自己风险允许的框架下，做一个配置的选择，包括我们新发的纳斯达克 ETF，包括 040046，纳斯达克的普通指数基金，都是一个很好的选择。

九龙十三姨：您刚刚后面的补充已经回答了接下来的这个问题了，这个问题就是华安整体在海外有哪些 ETF 布局，可以适应您刚刚提到的市场机会，您对刚才的回答有补充吗？

许之彦：华安在海外布局是国内基金公司走在最前面的几家之一，我们当然是站在资产配置的角度，分散不同的投资区域和投资市场是资产配置当中非常重要的一块，华安非常注重全球的布局，我们发的第一个，也是唯一的德国 ETF，就是 513030。我们对近期市场也非常关注，一方面虽然德国也跌了 20，另一方面大家也能看到欧洲的发动机，还是德国的制造业。我们看了一下德国的指数，大概 40 个股票里面，有百分之六七十的股票都有接近百年的历史，都是老牌制造业，所以这些公司在全球都挺有竞争力的。这一次的下跌使得它的估值、盈利、分红率，都有非常明显的吸引力，这是德国的 ETF。

我们也发了市场里面唯一的法国 ETF，德国、法国、英国是欧洲经济比较强的市场，英国市场相对更综合，而法国市场在消费、医药、航空在全球也都具有非常强的领先性。日本我们也是第一批日经 225 互联互通的一家，这个产品本身这次全球的金融动荡之后，它在一些高端制造、医药、医药连锁上都还是有非常强的吸引力的。

在中国香港市场我们有恒生科技 513580，大家也明显感觉到因为受到中概和中国香港市场本身的影响，过去一两年跌幅还是比较大的，近期整个市场才出现反弹。刚才提到 4 月底也涨了百分之四五十，当然还是处在一个比较低的阶段。

华安还有标普石油，刚才也讲了纳指，可见华安在全球的布局上相对还是比较全的，特别是在发达国家和地区的市场，为投资者作多元化的配置。我们走在市场的前面，也请投资者多多关注，并根据自己的风险状况加大配置的力度，主要是可以分散组合的风险和提高性价比。包括海外市场我刚才讲纳指德国我们都非常建议投资者关注，就是 040046 和新发的纳指，以及德国 513030。有很多投资者在充分了解之后，近期都参与进了纳指，包括德国。

九龙十三姨：我听下来确实是比较全，因为我之前也研究了一些海外市场，基本上华安在国内算是海外市场覆盖最全的了。刚刚我们讨论了国内的 A 股市场，也讨论了海

外的美股市场，最后一个板块就是大宗商品，大宗商品一个重要的细分就是黄金，您自己也管理着黄金 ETF，黄金年初以来表现是比较突出的大类资产之一，以人民币计价的黄金为例，今年应该有 5%左右的正收益，您如何看待下半年黄金的投资机遇?

许之彦：黄金比较复杂，很多投资者也有很多疑问，这个问题挺好的，也是借这个机会把我们对黄金的观点输出一下。首先因为黄金对美联储加息和真实利率的反应是非常敏感的，我们也看到过去两个月，美国经历了几十年新高的通胀，以及 75 个基点加息，以及后续还有更强的预期，所以对黄金在过去一两个月有所影响。但是全年来看黄金在 1 月到 6 月涨了 5 个点左右，和权益类市场，和债市相比真是好得太多了，所以也是表现最好的大类资产之一。

当然这也是因为黄金市场的体量，大宗商品有很多普通的投资人是买不到的，而黄金 ETF 是我们能买的，所以对投资者而言也是非常重要的一个很好的标的。对下半年我们认为短期内黄金还会承受一点压力，这个压力应该就是在七八月份，通胀很有可能在八九月之后见顶回落，虽然幅度不会很大，但是可以给投资者带来信心。

第二点就是美联储最强烈的表达和预期，也就是当下和七八月份。因为结合通胀以及美国下半年的大选，包括美国的民意对通胀的压力。所以影响了黄金市场。

第三点就是真实利率在过去两个月的大幅上升，大概上升了 100 多个基点，对黄金本身从 1900 跌到 1800 附近。当然我不是去判断点位，当前的点位在 1800 多一点，我觉得对投资者而言，如果真实利率在八月见顶回落，和通胀类似，就是 10 年期国债减去隐含的通胀，10 年期国债很大可能性，随着美联储 7 月的加息，考虑到中长期经济增长的因素来看，因为中长期的经济增长是比较弱的，美国很多数据表明，现在虽然短期的经济指标还可以，但是碰到了比较大的压力，包括美国加息之后对企业端，对市场端的影响还是比较大的。所以这使得在真实利率见顶附近，黄金可能迎来下半年再次投资的机会。

这次的投资机会一是通胀偏高，但是有所回落，真实利率冲高，但是逐步回落，真实利率在明年的下半年可能会回到 0 或者负的附近，这是站在更长周期的考虑。当然当前的金融市场本身波动还是比较大，它是对冲风险，中长期获得超发货币带来的额外收益等等，我觉得金价在下半年应该是会带来一些机会。

中长期我们强烈看好黄金是因为，尽管美联储现在收紧货币和加息，但是一年后，两年后呢？中长期来看，这个货币超发还是会持续的，而且债务问题在未来有很大可能性货币化，2008 年到 2020 年 3 月两次大的超发货币，为市场积累的货币还是非常充裕的。所以货币价值在降低，对抗货币价值的黄金，我觉得还是被低估了，我们在黄金上的配置还是可以逐步加大。

我们公司所谓亚洲最大的黄金 ETF 也是我本身在管理的，今年是第九年了，明年就是十年了，所以在过去的十年我们也不断地给市场输出我们的黄金观点，在市场里面也算是小有影响力，我是觉得黄金在下半年应该还是有一次比较好的投资机会。当然亚洲最大的黄金 ETF 能够做租赁，也为投资者获得一些额外的收益。我们的代码是 518880，场外 000216、000217，我本人也是从产品设计到管理，十多年的时间一直在这个岗位上，也请大家多多支持，为自己的组合对冲一些风险。同时提高我们的夏普比和收益。

九龙十三姨：谢谢许博。刚刚您也讲到了黄金 ETF，其实投资者也很好奇，投资黄金不光可以买 ETF，也可以买实物黄金和纸黄金，您觉得投资 ETF 有什么优势？

许之彦：黄金 ETF 最大的优势就是方便、灵活、便宜。买实物黄金要到店里去，到银行去，成本比我们高很多，我们这个就是一个佣金，大家都很低，就是万三甚至更低，最多就是万五，佣金是非常低的。我们对应的就是实物，100 股就是我们的 518880 背后基本上对应了 1 克黄金，有一点点小的微差，这对投资者来说都是公平的。

和银行的黄金相比，我们最大的优势是成本低。在银行买 1 克黄金，给你增加的价格可能会在 10 块 20 块，在银行买黄金可能付出 3%到 4%甚至到 5%的成本，我们这

里的成本只有万分之几，就是佣金，管理费是每年 0.1 和 0.2，这是全年，跟银行相比我们还是非常低的。

而且我刚才讲了，我们有租赁收益可以贴补给投资者，过去九年的时间，我们的租金收益在 1.2 亿、我们给投资者全部放入资产，一个是方便，不用放在家里，为金条的储存发愁，再一个也不需要到店里去，直接在证券账户 518880，基金账户 000216、000217，点点手指就可以买卖了，所以非常方便。在银行、金店里买的实物黄金，卖出的话还需要扣除一些成本，还要到对应的店里去卖。我们的流动性也更好。

当然整体而言，对比纸黄金，我强烈不建议大家参与任何带杠杆的交易，纸黄金有的带杠杆，有的不带杠杆。带杠杆交易的，投资者千万不要参与，因为你对风险的属性往往和你想象的不匹配。对其他的所谓的纸黄金，很可能背后是用黄金期货等相关的衍生品给你对冲的，我们审计的年报几乎是百分之百央行下属的上海黄金交易所的实物黄金，全部放在国家相关的金库里，所以大家请放心，我们的信誉也是非常高的，成本很低，也是非常方便的，建议投资者积极选择与实物挂钩的黄金 ETF。

九龙十三姨：好的，谢谢许博士。刚刚短短 40 分钟的时间，许博士已经向我们既介绍了境内的市场和投资工具，也介绍了境外的市场和工具，包括黄金。最后一个问题是类似总结性的问题，就是从资产配置的角度来说，最后能否给投资者分享一下您下半年配置组合的建议，谢谢。

许之彦：大家看到我在雪球上还算是一个所谓的大 V，也有十五万多的粉丝，2018 年建立了组合，这个组合是供投资者参考的，大概战胜了 93.5%的相关组合，也为投资者带来了一些回报。当下的资产配置我刚才也讲了这么多，简单总结一下：

4 月底我们的观点是非常明显的，1 月到 3 月内增加风险资产配置，这样一晃就过去了两个月，当下的观点我是觉得，权益市场逐步回升到一个比较好的投资阶段，因为

当下整个市场的情绪有所提升，政策陆陆续续出台，流动性非常宽裕，做右侧的投资者现在心里比较踏实一些，建议投资者还是保持一个积极参与的态度。

因为从沪深 300 的估值，同我刚才讲的创业板 50 的估值来看，还在后三分之一，从盈利来看，我们的确定性比之前更强了，从政策的角度来看，会有大量的经济相关的政策出台，从方向来看，我认为价值跟成长层面，投 60%到 65%，还是建议投资者高度关注高景气赛道，比如我刚才讲的华安的碳中和“三剑客”。虽然涨得蛮多的，但是一个是整个赛道，整个大的主题周期还是刚刚开始，整个估值也比较合理，盈利增长的匹配度也比较高，盈利景气度还是比较高的。这是高景气的东西。

黄金我建议高度关注，如果在 7 月有一次大的加息，对市场有一定的冲击之后，可以逐步加大配置。从恒生科技我还是建议投资者积极配置，513580，因为它代表着互联网，代表中国内地在中国香港上市的科技企业，这些特有的价值，也是相对稀缺的。

从价值的角度，投资者也可以高度关注医药、食品饮料，在下半年可能既有防御的态势，又有刺激经济提升需求、提升消费的动力，华安也有相关的产品，咱们的医药 512120，包括食品饮料 516900，也请投资者高度关注。因为上半年涨幅，这次反弹相对少一些，从估值的角度来看，它目前的性价比是不错的。

整体来看从大的配置的角度来看，权益类还是在一个积极配置的路上，结构上来看比如成长优先，价值作为一个补充，配置的时机，市场近期涨幅有点大，特别是刚才我讲的双碳赛道，如果有一个调整，投资者还是要加大配置力度，为下半年中长期带来回报做一些铺垫。

九龙十三姨：好的，那我们今天的分享就到此结束了，欢迎大家多多关注华安基金，也多多关注许博士管理和发行的 ETF，谢谢大家。

3、盛丰衍来了，聊透量化投资！

作者：@西部利得基金盛丰衍

时间：2022-07-08

主持人：欢迎大家进入西部利得基金的直播间，还没有关注我们的朋友可以点一下左上角点一个关注。今天邀请到的是西部利得主动量化投资部总经理盛丰衍来到直播间，先请盛总和大家打个招呼。

盛丰衍：大家下午好。

主持人：直播间的老朋友们对盛总都比较熟悉了，我再来给新朋友们介绍一下，盛丰衍盛总是西部利得基金主动量化投资部的总经理，具有计算机专业背景，复旦大学计算机硕士，同时也是拥有十分扎实的量化投研的经验，有着九年的证券从业经验。自2016 年 11 月 24 起首次管理基金，管理的产品类型以主动量化和指数增强类为主。

欢迎盛总做客直播间，感谢盛总抽出时间来和大家进行面对面的交流。大家如果有什么问题，也可以在评论区提问，我们也会请盛总为大家进行一个答疑解惑。今天的直播也会有很多干货等着大家，希望大家多多关注，评论转发。

已经看到有很多朋友的留言了。其实我也想请问盛总，疫情期间您一直是驻守在公司办公的，您也是第一批驻守在公司办公的同事，在公司住了 96 天。您在公司住的 96 天是怎样的感受，跟大家分享一下。

盛丰衍：这 96 天中，三个词，第一个词是饿过，盒饭虽然不香，还未必顿顿有。当时有一句话是怎么说的，人在上海，钱在股市，我又是从事这个行业的，所以是工作财富生活三傻。

第二个词是红过，就是健康码红了，那天吓死了，十混一的核酸阳，后来发现我不是阳性，只不过是混合的时候阳，但是看到红了之后也很吓人，接下来的七天在最终单管测试结果出来之前，我被关在公司的一个小角落，等待复查结果。每天送饭的小姐姐就隔着很远，可能 50 米，吼一嗓子，过 5 分钟我出来把盒饭拿走，两者之间不能见面。忽然觉得很像被压在湖底的任我行。

虽然我还是确信的，我的身体状态挺好的。但是好几天没有见到任何活人，只能和手机聊天，也真是挺不自在的。

第三个词就是嗨过。因为在公司，我们必须自己苦中作乐，我们就把会议室改成了播放厅，可以放一些恐怖片。在周末就找一些小伙伴，找一些同事一起看恐怖片。正好有一个周杰伦在线的演唱会，我们也没错过。回家之后才发现，96 天生活最大变化就是，三岁左右的孩子会说整话了。

主持人：也算是一个惊喜，也算是一个比较大的安慰。

看来盛总在疫情期间的一个生活，在公司驻守期间经历了很多事情，也非常不容易，确实是一段非常让人难忘的经历。正是因为有一群像盛总这样的专业、正直、坚守的小伙伴，在疫情期间默默付出，我们的生活才能够有序的进行一个运转。

但我们也看到，近期股市出现了一个回暖，同时我们也可以看到今年以来市场波动还是比较大的，也想请您和大家分享一下，您是怎样看待今年以来市场的波动的。

盛丰衍：面对前期市场的大跌，长期投资者和短期投资者有着截然相反的观感。对于长期投资人来说，市场短期的下跌几乎不改变财富，反而因为短期下跌，他定投的买

入成本更低。对于短期投资者故事就不一样了，短期下跌可能就意味着它财富蒸发，因此才会导致一些负面情绪、不理性的行为，都会有。

今年上半年上证指数在 3000 点以下的黄金坑持续了四天，始于 4 月 25 日终于 4 月 28 日，4 个交易日。我在 4 月 25 日那天收盘之后发了个帖子，在互联网平台上表达了超乎寻常的乐观。现在回顾了一下，那时候的内容现在依然适用，我在这里跟大家分享一下。

那个帖子说看着今天，就是 4 月 25 日那天的市场，再在“这个位置不应该继续悲观”显然不太合适了，正确表达我此刻想法的表述应该是“超乎寻常的乐观”。

三个理由：第一个是又见止损盘。今年 3 月 15 日的时候有一次止损盘，海量的止损盘倾泻而出，这是血淋淋的筹码打出了 3 月份的大跌。而今天当然也是指当时 4 月 25 日，一样是海量止损盘，无论是周期消费成长科技，可以说是无差别的卖出，大家只求降仓位。为什么？很大一块是被产品的止损机制逼的。疫情这只黑天鹅给了股市一下重击。

第二个理由是，在当时你可以看到是极致的悲观情绪。舆论圈里面担心疫情、担心汇率、担心供应链、担心资本流出、担心经济增长，但大家应该还记得那句话，在别人恐惧的时候应该贪婪，事实上大家担心的东西，在那个时点我也担心，但我是这么想的，只要半年之后回头看，其实现在都不用半年，现在跟 4 月 25 日相比就过去两个半月，你回头看刚刚担心的事不剩下几件了。

回顾一下之前发生的大大小小的事件，2018 年中美贸易战、2020 年新冠疫情，中国的应对足以证明，中国基本面的韧性是远超大家想象的。2018 年的时候，最乐观的预测也不敢说中美贸易战美国会完败，而到了 2020 年新冠疫情出现的时候，当时正好是过年，我在家里还是挺担忧的。事实上再乐观的预期，在当时也不敢说中国反而是疫情下交出最优答卷的学生，非常超过预期。

再看汇率，在那个时点人民币的汇率短期贬值得很厉害，大家开始担心汇率。事实上汇率的短期冲击的确会影响这一段时间的风险偏好，但是从理论上说，最良好最健康的汇率，它就是应该有双边波动，并且这个波动率还不能太低，要有一定的波动率，这才是最健康的。反而比较极端的，无论是单边升值或者单边贬值，或者汇率波动率极大，或者汇率波动极低，可能都不太适合。看看历史，2020 年 4 月 25 我们担忧的那些点，对中国最多算风急雨骤，谈不上惊涛骇浪。

当时比较乐观第三个原因，还是因为看得出政府是非常希望维稳资本市场的。中国的上证指数和美国的标普 500 指数，是少有的有强大力量在维稳市场，下行空间对比其他指数就相对有限。

最后一句话总结就是，有的人一别之后才发现，原来那可能是最后一面，可能也是当时那个点位的二次出逃。

主持人：确实，刚才盛总和大家分享的市场波动牵动着每一位投资的心弦，我们很难避开波动。但是我们可以通过更科学的方法去面对它。比如在做投资时得做好一个长期的规划，也可以在投资的时候更加关注资产本身的价值，尽量避免由于短期波动导致的一个不理性的交易行为。

我看到有个“第八赛道”的朋友问，盛总 500 指增和量化选股，这个目的是指的量化成长或者量化优选的产品，今后哪个会跑得更好。按照盛总自己的话来说，都是自己的产品，都是自己的孩子，由于合规的原因我们不会给大家对产品进行未来的预测。在后续直播过程中，我们也会依次给大家介绍盛总管理的产品。

大家有任何关于市场关于产品的问题，可以在评论区提问。

我还想问您另外一个问题，投资者朋友也都比较关心你的个人经历，我看到了您的学习背景是有两个七年，一个是从小学二年级开始就学习了七年的奥数，另一个是进入

大学之后，开始学习计算机专业，也是七年。从业后九年的时间，您也是基本从事量化这方面的投研工作。请问您是不是从毕业开始就已经有了一个很清晰的职业规划，您就是打算要做量化这方面的工作了？

盛丰衍：刚上大学的时候选专业，其实和大家一样，都是懵懵懂懂的。我选择计算机专业，是因为当时这个专业在交大里面分数比较高，而我是保送的可以选专业，所以就直接问，整个交通大学哪个分数最高？就选那个，不想浪费这个名额。最终选了信息安全专业，它其中很大一部分会涵盖到计算机，学了大量编程方面的知识。

可以说整个本科教育阶段结束的时候，我就是一个比较纯的 IT 男。接下来到了研究生阶段的时候，我自然也选择了和计算机相关的专业。那时候我还没有想过怎么转金融，但是毕业之后我非常想找一个离家近点的工作。因为本身是土生土长的上海人，我就观察了一下，我毕业之后那些企业都在哪儿。

我会发现上海比较好的 IT 企业，都分布在周边，中环外环都有，比如紫竹园区、交大，五角场，张江现在是中心，张江开车再开个半小时也是有些企业的，要在那儿，上班就感觉好远。如果我转金融之后，会发现在上海那些金融企业，在内环内的居多。所以就希望毕业的时候工作离家近点，就往金融这边转了。在研二的时候正好有一个很好的机会，可以去券商研究所实习，就叩开了量化投资大门。

当时他们是研究所团队的精工方面要招一个实习生，要求是在计算机、数学、金融三个里懂两个就行，你有一个短板、门外汉没关系，慢慢补。我在当时的是属于金融方面的门外汉，计算机跟数学是 OK 的，所以就很幸运的拿到了这个机会实习，从而开始正式接触量化，一直到现在。

主持人：离家近也是一个契机了。“好大明白”这位朋友问，盛总是 30 主观 70 量化吗？

盛丰衍：差不多。

主持人：从您整个工作经历中也可以看到，您一直专注于量化投资领域。但是有些朋友可能还并不是非常了解，到底什么是量化，就感觉离自己很遥远，又是各种模型因子，感觉像是一个黑箱。能不能给我们做一个普及，到底什么是量化基金，量化基金有怎样的特点?

盛丰衍：人类逻辑一般分成两种，一种是归纳一种是演绎。从归纳这个角度讲，历史上发生过很多类似这样的案件，我们从这些事件中可以总结出一些规律，这就是量化的思路。但凡之前发生过的，我们把数据，如果数据太多可以交给计算机处理，去找规律，从而帮助自己投资，这就是量化投资最核心的思路。

量化基金主要就是用这种方法。在投资中一般我们要求决策的次数要足够多，因为在大数据样本下，我们可能用量化的手段，有个 52%，53%这样的胜率，再结合足够多的决策次数，最终拼在一起，结果就比较稳定了。为了打造这种稳定的效果，就要求决策次数多，并且要有持仓分散。所以量化基金跟传统的权益基金还是有些区别的，最大的区别就是，它持仓上足够分散。这个分散无论在行业层面上还是个股层面上都是。

量化有优点也有缺点，我先说它的盲点，盲点就是第一个对于新模式、新技术、新业务，它需要时间去学习。如果这个业务模式本来就是全新的，那可能还学不来，要观察，这是第一个盲点。

第二个盲点是业绩的连续性，我们看到上市公司业绩很好，未来好不好呢？量化把握的不是那么准确，只能大概率假设，历史统计来说只要你过去一段时间比较好，未来好的概率好像在 50 以上，用这个判断。非量化的主观性里面，在业绩的持续性上可能给出更好的判断，这主要指上市公司的业绩。

第三个就是政策，这里面可能演绎方面的逻辑更多，也是量化的盲点。

量化有三个优点，一个是自知，对自己能力圈对哪些东西有多少的预测度，我们一般是称之为 IC，会非常有一个确定的说法。第二个是果决，信号出来了，今天该买就买，基本上不会说一个东西先买一点，过段时间又研究了再买一点，我们会一口气买足，非常果决。第三个是客观，因为很多是依赖于数据去做决策。

主持人：感谢盛总的分享，盛总的分享比较全面，既跟我们分享了量化的优点，也分享了量化的盲点。

有朋友问，盛总好，刚进来，现在行情机会大于风险吗？同时还有另外一位“小熊猫历险记”朋友问，现在行情怎么看，看来大家都对行情比较关心，请盛总给大家分享一下，目前对市场的一些观点。

盛丰衍：择时这个事一般来说比较难，所以我对择时的观点就是，大多数时候判断准确率并不高。在极端情况下，比如非常非常狂热或非常非常悲观的时候，可能那个时候我会有一些比较坚定内心的想法。在大多数时候还是关注于选股。

主持人：看来量化方面大家对选股的关注还是比较多的。有位朋友说刚进来直播就结束了？我们没有结束，直播刚刚开始。

刚才盛总给我们简单的介绍了一下，如果我们简单理解量化投资，就是通过计算机语言，在数据中找到规律，进而帮助投资者作出投资决策。您觉得相较于其他的一些量化产品，您的量化投资策略有哪些特点，能不能和我们介绍一下？

盛丰衍：四个字总结就是分域建模。在不同的域有不同的投资方式。比如市值就是一个核心的分域指标，A 股现在 4000 多只股票，可以像金字塔一样分成三层：

最上面是最核心的叫作核心 100，这 100 只股票就是大家耳熟能详的，基金经理买得最多的，大家认知度最高的那些票。这 100 只是第一层，量化用跟踪聪明钱的方式去投资是个好方案。

第二层叫中盘 900，这 900 只股票分析师报告应该也能找到，基金经理也会买，这一层用基本面量化因子去投资就比较合适了。

最后一层叫冷门 3000，这 3000 只股票的市值会偏小一些，券商的研究报告也未必会覆盖，传统的行业基金经理也未必会去买。在这个域中可能也有自己比较适合的投资方法，比如技术面的因子。

总结一下，第一层核心 100，量化用跟踪聪明钱的方式去投；第二层中盘 900，可以用基本面量化因子去投；第三层冷门 3000 要结合一定的技术面因子，分域进行。

主持人：“第八赛道”这位朋友问，盛总基本面怎么应用到您的投资中，能否举例说明，考虑到您主要是数据计算机背景。

盛丰衍：基本面应该是两个角度，基本面可以变成一个因子，因子最后就是变成一个数，用数学计算机的方式去投资。还有一个跟它很接近的问题就是怎么把主观判断加入投资中。主观判断主要是先清楚量化投资方式，它的盲点缺点在哪，既然它是个盲点，那我就用主观的方法去修正一下，因为它本身做的就没那么好，如果我们修正一下之后，变好的概率就比较大。

主持人：“刘弘业”这位朋友问，量化做出决策的过程能具体举个例子吗？

盛丰衍：最传统的量化作出决策过程有两个模型，一个是大框架叫多因子模型，怎样的股票未来涨得好，通过大数据分析去找规律。比如发现低估值、高成长、高质量的股票涨得好，在核心资产就是公募基金买的比较重的域中，它有动量效应，在小市值中它有反转效应，所以买大票可能是前期大家买得比较好的，有 50%以上的概率是动量的会继续往上涨，而小市值有 50%以上的概率，反而前期跌得多的它有反转效应，找出规律之后，每个规律变成一个因子，就变成了打分。

一只股票有打分一打分二打分三打分四，把它捏在一起，这个总分就代表着通过这么多规律，我们去判断这个股票未来涨的概率会多一点，这是多因子模型。

还有一套事件策略是大家用得比较多的，就是发生了一个事情之后，比如业绩非常好，业绩超预期。历史上业绩超预期的股票未来表现一个月两个月三个月是怎样的，如果发现 50%以上的概率它是涨的，那这件事儿可能就能作为我们接下来投资的一个依据了。

所以多因子框架+事件框架，是两个量化常用的模型。

主持人：感谢盛总非常清晰的解答。另外我也想请问盛总一个问题，量化策略是绝对收益策略中的一种，那我们如何去理解两者之间的关系。

盛丰衍：绝对收益是目的，量化策略是方法。业界常用的用量化手段去获取绝对收益的方式，可能有以下四种：

第一个是用量化去做轮动择时，市场有波动，有涨有跌，可能涨的时候有仓位，跌的时候没有仓位，这是用量化去做轮动择时。

第二个用量化做对冲，我保留α部分，把β部分用股指期货等等其他衍生品对冲掉，这是第二个。

第三个用量化做风险评价，它指的是从长期来看，承担风险才能获得收益，单一风险承担太多了扛不住，那时候怎么办？把鸡蛋放在不同篮子中，股市的涨跌风险承担一部分，通胀的风险承担一部分，利率的风险等等都承担一部分，这叫作风险评价。最后还是最简单的，用量化去辅助大家能做到长期投资，也能够获得绝对收益的目标。

随着机构投资者越来越卷，绝对收益这个领域也越来越卷了，所以上述四种方法中的前两种可能难度越来越大了，后两种现在看着还行。前两种方法从结果上来看，大家做得良莠不齐，一个就是 Timing，第二个就是剥离β之后留下α。早些年 A 股的α对机

构投资者是非常充裕的，那个α充裕到哪怕把β全部对冲完，光是α都还是不错的。但是现在纯α的产品慢慢在 DK，所以大家做的就良莠不齐了。

后两种方法，一个是风险平价，不是我评价你的评价，是水平的平风险平价，再加上长期投资这两个还是比较靠谱的，并且哪怕是非常有效的美国市场，这两种方法依然靠谱。风险平价我可以用一句话比喻一下，就是“均衡饮食”，啥风险都担一点，那风险相对来说也就可控。

因为资本市场的收益分配方式，主要是三句话，按你的资本分配，按财收分配，最后一个按风险分配。既然按风险分配，我们获得更高收益可能就需要承担风险，恰到好处的每个风险都承担一部分，获取在一起，可能就是获得更高收益的一条比较合适的路。

长期投资就不赘述了，长期投资本质上也是分散，在时间上做分散。很有可能某一个年头市场就不好，只要涉及股票买啥都不好，这个时候就需要时间上分散，用其他年份的收益去抹平这一年的亏损，这是长期投资的一个逻辑。

主持人：感谢盛总分享。

主持人：盛总怎么看过拟合的问题，我的答案是这样的，一个好的量化策略，最核心的指标就两个，一个是测试出来的结果要足够好，第二件事就是策略要足够简单。说得稍微学术点，就是自由度要尽量低，通过自由度尽量低这点去尽量避免过拟合问题。

主持人：大家有其他任何问题，也欢迎继续在评论区提问。盛总刚才也提到量化具有自知、果决、客观的优点，对于量化的一些盲点的，你有没有应对的一些方法，或者对策略的一些改进的措施。

盛丰衍：以上提到的量化的盲点，当我把它研究清楚之后，就尝试用主观的方法，把它把握得更好。我是从 2012 年读研二的时候开始接触量化的，到了 2017 年的时候，我还是用纯量化去做投资。在那个时间要把量化做得更好，特别是基本面量化做好，就

需要在某些点加入一些主观判断。所以我目前整个框架可以说是七成量化加三成主观，量化为舟主观为舵。

打个比方，你买了一辆车，这辆车既有方向盘，也有自动驾驶模块。在绝大多数的时候，你可以相信这辆车的自动驾驶模块，你就可以做一个司机，双手一叉腰，让车自己开。但是在非常少数的时候，自动驾驶模块可能也会有问题。比如导航说前方笔直往前冲，但事实上你发现前面路断了，在这种情况下你就应该关掉自动驾驶模块，手动把着方向盘去开一段路。

把刚刚那个故事映射到实际投资中就是，绝大多数的时候，我是非常相信量化做出的决策的，我们以史为鉴。但是在少数时候，其规律未必会重现。2017 年就发生过这样一件事，在这之前至少十年，小市值因子都是一个很好的α因子。买股票往小了买，获得超额收益的概率就大一些。这件事在 A 股 2017 年之前都是对的，但是在 2017 年之后整整 4 年，一直到 2021 年的 2 月份，小市值是一个-α因子，如果你买股票往小了买，跑输市场的概率就会更大一些。

因为在 2017 年这一年，整个宏观的一些东西都有所变化。从 2017 年我们开始发现，外资加速流入 A 股。一些股票对一级市场并购政策，它可能也开始降速了。比如监管在 2017 年开始对游资，有些股票的非法炒作，开始加大力度去遏制，这几件事加在一起就导致小市值因子，从 2017 年开始下行。

对刚刚的一些一条一条的逻辑，可能主观的行业基金经理很早就能认识到，并且也知道这些事件对于小市值是有负面冲击的。但是对于量化投资而言，我们更擅长是以史为鉴。刚刚的那些事历史上没有发生过，所以让我们转向就比较慢。从 2017 年小市值崩溃那件事情，我就意识到，在纯量化的基础上加上一定的主观，在特定的时候去打一把方向盘，投资效果会更好。

主持人：确实是，在整个的量化框架之下，盛总也会融入自己的一些主观判断，这样可以一定程度上去弥补量化的盲点，使我们的整个策略更加的完善一些。

用户“6799139431”这位朋友问，您提到的分域建模是由机器决定的还是人指定的?

盛丰衍：这两者结合。应该说人的决定因素会稍微重一些，因为在数学上你也可以说它就是个聚类问题。这么多行业，怎么把它分成三大类或者四大类，如果从数据模型上纯用既定的因子，比如量价的东西，用这些股票过去的表现去聚类，解释程度还不是特别高，还是需要一定的主观判断。

主持人：“酸酸的甜”这位朋友问，作为 500 成长优选的持有人，感谢您。提一个问题。据观察，这两个月优选波动幅度降低，是行业更加分散了吗?

盛丰衍：这三个都是我在管的产品，从行业分散程度来说，一直没有太大的变化。短期波动降低，可能还是因为选到的股票，它的特质性决定的，属于偶然事件。可能拉长时间去观察会更好一些。

主持人：有朋友问盛总喝的什么饮料。

盛丰衍：讲一个小时的话口很渴的。

主持人：大家也知道盛总是非常喜欢喝奶茶的，只不过今天喝的应该不是奶茶。

大家有任何其他的问题，也可以继续在评论区提问。刚才提到了我们会在整个量化的框架中融入一些主观的判断，您刚才引用了一个把方向盘的例子，给我们做了非常生动形象的解释。这样把方向盘，肯定是要对行业和个股的整体情况有一些自己的主观判断。这方面您是如何考量的，能和大家分享一下吗?

盛丰衍：主观的介入的倒不会涉及到个股，就这只股票我看着顺眼是不是多买点？不到这个层面。更多是策略层面上的取舍。每一个量化的子策略，都是根据历史的规律总结出来的。实际上一篮子的股票可能跑赢市场的概率会比较高，它背后都有一定的逻辑。当我认识到这个策略对应的逻辑，在当下的市场中可能不再有效的时候，我们就会把这个子策略给停了。这方面就会有很多主观的介入。

根据申万行业分类，28 个行业，有些行业特别适合量化，但是还有少数行业的可能就没那么适合。一个不太适合用量化去做的例子，就是 2015 年之前的军工股，当时驱动 2015 年之前军工行业哪个股票涨得好，哪个涨得差的逻辑，倒不是它的财务报表上能看到的基本面，而是它可能作为一个军工集团，要把母公司哪些资产整合起来。这件事情是否成功是否顺利，它是驱动当时军工股上涨的一个最大的动力。并购重组这事对量化来说就是盲点。

又比如说现在周期股能否跑赢市场这件事，比如钢铁煤炭，它有一部分就受到供给侧的一些政策信息的影响。对量化来说也是越来越难把握了。反而在成长股这个板块中，成长股更多的是从 1 到 100 的逻辑，它有很多客观指标，我们可以从投资过程中去把握，就适合用量化的策略去投资。

主持人：对各个行业来说，客观指标如果能够获取更多的信息，对您来说这个量化模型可能就更精准一些。

盛丰衍：有朋友问盛总团队最近招人吗？

我们在上个月，团队从四位成员扩充到五位成员，增加了一位 AI 研究员。

下一个问题，下半年海外经济衰退对国内证券市场有什么影响。

像这类问题我总的来说表示谦逊，因为还是那句很著名的话，百年未有之大变局，这句话反映在证券市场上就是有一些宏观的规律，过去是这样，现在未必这样。地缘政

治冲突，跟汇率跟通胀的关系，可能会在现在，我们看到一些从来没有见过的组合。一般风险起来的时候，资金会回流美国，日元可能也是一个回流的地方，但现在好像不太一样了。

总之对这类问题保持谦逊，特别是对以前的一些规律现在是否适用这件事儿也保持谨慎。

主持人：前面有一些朋友的问题“好大明白”这位朋友问，量化成长是全市场选股吗?

盛丰衍：对，量化成长是全市场选股。

主持人：还有人问，盛总，一年期的产品和量化成长产品策略有什么区别?

盛丰衍：量化成长在投资目标上，我还是希望跟中证 500 指数更接近一些，在投资上量化成长是偏成长，但是不像量化优选是往死里偏成长。第二个是在个股集中度方面，量化成长的持仓更为分散，行业更贴近于中证 500 指数，而量化优选就把它打造成一个比较极致的成长风的一个量化基金。

主持人：大家可以根据产品的特性，结合自己的投资目标进行选择。

盛丰衍：有朋友问分域建模不是按市值划分，不是按成长周期红利。

分域建模两个层次一直都在考虑，一个就是市值第二个就是行业。而对行业的划分，我现在也开始考虑说行业划分是不是太细了，有的时候可以稍微粗一些，划分成长周期、核心资产和稳定资产。

盛总的沪深 300 的指数增强 A，和一般的沪深 300ETF 有什么区别，主要区别是我通过选股，希望能够跑得比 300 指数更好，所以在选股上会发现，可能不多于 20%的股票并非像 300ETF 一样，是成分股，它是会全市场选股的。

主持人：盛总给大家回答了一些问题，非常感谢大家的积极提问。又看到一位朋友的提问，你如何看待 AI 在量化投资中的作用，如何正确使用。

盛丰衍：今天早上我刚看了个报告，在比较一线的私募中，用到 AI 的比率是 100%，并且这个数据在公募基金中数字也越来越大了。我对 AI 的理解是这样的，越高频的量化策略，平均市值越小的投资域，人工智能就运用得越好。所以才有一线私募用人工智能的概率达到 100%，因为它的换手率都是比较高的。而在公募中用人工智能的速度稍微慢一些，可能就是因为总的来说换手率会明显低于私募。

盛总，你对成长的定义是什么？比如芯片业绩下降了，你还把它当作成长股吗？

现在我对成长股的定义是这样的，远期增速大于 20%，是我作为成长股的一个标准。用这个标准有两个好处，第一个好处，同样一个股票可能早几年是成长股，随着市场的演进，比如面板行业慢慢地就变成非成长股了，我们观测的指标就是分析师给到它的远期增速就下来了。

比如钢铁、煤炭，哪怕当期的利润增速很高，可是分析师知道这些东西在远期的增速不会超过 20，所以还是不会把它作为一个成长股的，这是现在看起来比较好的一个指标。

主持人：我们刚才和大家分享了一下，盛总采用的是基本面量化这样的一个策略。在选股的过程中会考虑哪些基本面的因子，能不能向大家介绍一下？

盛丰衍：西部利得量化还是基本面量化为主，所以 80%以上的因子都是和基本面相关的，主要是三大类：低估值、高成长、高质量。高质量指的就是它当下的盈利，能否在未来继续持续很多年，主要是这三块。

对于每一块我们深挖每一个行业找出最好的代理因子变量，比如高质量，怎么评价公司是高质量，具体看哪个财务指标呢？不同行业不一样。在 2017 年的时候，我们行

业中认为，高 ROA、ROE 是高质量因子非常好的一个代理变量，但随着我对每一个行业的深入研究会发现，有更好的代理变量。比如白酒中的高毛利率，就意味着这白酒卖得贵，那它就是高质量的代表。在医药行业中比较高的研发投入，比较高的专利数，那它就是高质量因子的代表。

又比如券商 2021 年之前，牌照是高质量券商的代表，同样的业务你这些能做，我这些不能做，那就拉开差距了，这是券商牌照的优势。而在 2021 年之后，我们又发现一个新的衡量券商质量因子，就是含金量（含财量），所以无论是刚刚说的低估值、高成长还是高质量，我们都会找具体到每一个行业中，甚至不同的年份中，哪些财报上的代理变量可以去表征刚刚说的三件事，这是我们需要去深挖的东西。

主持人：这是否也是对应您所说的分域建模，我们不仅仅是从市值方面去理解。也是从各个不同的行业去理解。

盛丰衍：是，回答这位朋友的问题，20%的成长是基于发布的年报，还是基于卖方报告预测。

应该是基于卖方报告预测的远期增速，而不是当期，否则会把钢铁、煤炭、猪，在一段时间内都当成成长股，这可能是不太合适的。

主持人：“KK121”这位朋友问是回放吗？不是的，我们是直播。

您也曾经提到过，基本面因子可能会有两年的半衰期，也就是两年时间过后，现存的因子可能就失效了，您近期有观测到有因子失效的情况吗，是如何应对的？

盛丰衍：因子失效这件事是必须要去面对的，沪深 300 中有比较高比例的核心资产，在这核心 100 中，用紧追基本面边际景气的办法去做投资，可能它的超额收益就在下降。而同样的方法在中盘 900 可以简单理解为，公募把这只股票的市值排序从 101 到 1000，这些股票用刚刚说的基本面追逐边际景气的方法就比较适合。300 增强中会配到比较高

的核心资产，所以说这部分我要用其他的思路去替代，我现在发觉跟 smart β这件事性价比还可以。

主持人：感谢盛总的分享。

盛丰衍：因子失效总的来说还是必然的，所以逆水行舟，不进则退。

主持人：我们做量化策略，可能还是要去不断去迭代更新的。

盛丰衍：对，它既然有退出，我们一般要求子策略年胜率 100%。在过去的那些年份中都得适合当时的环境，如果有一年不适合那就要去掉了，这是在策略层面上做减法。有做减法当然也要去做加法，做加法我们有这样一个方式，就是去审视每一个月，有哪些股票因为基本面的因素涨得很好。如果这只股票的确是基本面推动的，涨得很好，但是我任何子策略都没有捕捉到，就说明我的策略有了个短板，再根据谜底去编谜面，到底在一个月前我看哪些指标能挖出那支票，用这种方式去补充我们的因子库，我们每个月都会不断迭代去做这样的事情。

主持人：感谢盛总分享，有朋友问，我们的 AI 研究员在贵司负责做哪些内容的事。

盛丰衍：现在主要是两方面，一方面是小市值的策略，第二方面是对我们已有的策略进行一些改进，看看哪些细节上用人工智能可以做得更好。

主持人：您刚才提到了我们前 100 只股票，可能会去跟随一些聪明钱，在您观测到核心 100 这几只股票的域中，是用紧追基本面的边际景气的方法是比较难做出超额的，在中盘 900 这些股票中，这些方法是比较合适的，在投资过程中我们也可以看出来，确实是需要做很多的取舍，量化投资也不例外。您能来给大家分享一下，您觉得量化投资过程中哪些需要取舍的吗?

盛丰衍：我们很难说对市场上每一个未来的波动都能把握，必须做取舍。随着市场越来越有效，能把握的东西真的是越来越少了。整个市场是涨是跌，应该配什么行业，

应该配什么股票，都是我们投资中需要去回答的问题。它非常像做一张卷子，这两天正好是上海高考。

主持人：应该是的。

盛丰衍：就像做一张卷子，这个卷子就很有意思了，如果是正常的卷子，比如语文考试，阅读理解也好作文也好，实在不行你多少写点字上去，写的越多可能分数越高，至少不会被倒扣分。但是投资中的这张卷子是这么评分的，如果你空着得分是零，做对了得分，如果你做错了它会倒扣分，就是因为如果你做错了会倒扣分这样的机制，所以在实盘操盘的过程中的很多问题如果没有把握的，我们不应该去碰，因为做错了反而会扣分。

比如择时，我在早几年就已经放弃了，绝大多数时候，可能在 90%以上的时间给出择时的判断，它的胜率并不高，只有在非常非常极端的时候，可能择时的正确率会明显上升。所谓取舍，舍的就是那些可以说市场已经非常有效了，或者我们很难捕捉的东西。那我索性就非常清晰地告诉自己说不知道，对市场很多未来的东西无法预测，这其实不丢脸。我最终呈现出来的，希望是一个有α的，类似指数增强型的这样一个资金。

增强的方式有很多种，放弃我没法把握东西，哪怕就一点点我能够把握，最终也有可能实现指数增强的效果。

主持人：舍掉那些不确定的东西，做有把握的事情，也是能看出来盛总是十分看重坚守能力域这一点的。“我是历史路人甲”问，盛总如何与现在众多量化同行竞争，保持竞争优势?

盛丰衍：逆水行舟，不进则退。96 天住在公司，卷死他们。

主持人：下面一位朋友问，年初成长股大幅下挫，4 月底又开始大涨，盛总是如何应对这次大跌大涨的，有没有做些调整?

盛丰衍：主要是策略方面的微调，但是大的仓位方面的上上下下，板块中成长价值之间的互相大幅度切换，我们都是没有做的，还是根据模型去微调一些东西。

盛总会看那些所谓的技术指标吗？比如某某线。

这事其实有个故事，早些年大家可能知道有些牛散，还真的是不依赖于基本面，纯看图、纯看 K 线，他的资金从一万炒到一个亿，这种故事还真是真实发生过的，但那是在早些年。随着市场的发展，很多量化投资者就发现，你看哪个高手纯看 K 线就得到这样的收益，说明他还是用类似量化的思路，从 K 线中找到了一些规律。可能从 2014 年开始就有这样的投资者了，把那些高手请过来，向你讨教讨教，包括 10 日内做 T 的那些都有，你是怎么看 K 线的，在怎样的情况下涨的概率高，怎样情况下涨的概率低，学会之后就把它固化成程序。

量化投资把这方面可以学得非常快非常好，所以现在 2022 年了，再用看 K 线的方式人工拍脑袋再去做决策，可能胜率就越来越低。

主持人：还没有关注我们的朋友，可以在左上角点个关注，关注一下我们的西部利得直播间。有朋友有问题也可以继续在评论区提问。

刚才大家也提到了很多盛总管理的非常有特色的产品，你的产品包括非常有特色的指数增强系列和主动量化系列，那做基金经理之初，你更多是布局在宽基指数上，最近的产品的相对聚焦在更具成长性的行业主题上，可以给大家分享一下我们西部利得量化产品线的一个布局吗？

盛丰衍：西部利得基金致力于成为可信赖的基础产品供应商，我们现在量化产品共分为三个系列：第一个是传统的宽基增强型，第二个主动量化，第三个主题增强。宽基增强系列就是在宽基指数的基础上，去追求超额收益，并且是稳定的超额收益。第二个主动量化系列的追求高收益，但是弱化了对超额收益稳定性的追求。主题增强系列希望

在单主题或者单行业单赛道上，追求上行超额收益。如果从行业配置上看，这三个系列行业配置思路都不太一样。

行业配置要回答两个问题，第一个问题，你的行业配置是集中还是分散，第二个问题你行业的配置会频繁切换，还是固化不动。第一个量宽基增强系列的行业是分散的，并且少切换。第二系列主动量化系列，比如西部利得量化优选就是，它有更多主动成分，所以它的答案是行业分散，但是行业之间可能会多切换，今天这个行业多一点，明天那个行业多一点。第三个主题增强系列，我们现在有人工智能指数增强和芯片指数增强，就属于行业集中，但是行业不会切换，永远就是这两个。

主持人：这种产品线布局，一是秉承了我们西部利得基金成为可信赖的基础产品供应商的理念，第二个也是为了丰富我们量化系列的产品线，让大家有更多的选择。刚才盛总提到的三个系列里面，宽基增强里面就包括我们的西部利得国企红利指数增强，西部利得沪深 300 指数增强，西部利得中证 500 指数增强，西部利得量化成长混合，以上产品风险等级是 R3。

主动量化系列包括了西部利得量化优选一年持有期这只产品，风险等级 R3。主题增强系列里面包括了西部利得中证人工智能主题增强，以及 CS 芯片指数增强，它的产品风险等级都是 R3。在风险承受能力符合的前提下，欢迎感兴趣的朋友们进行一个关注。

我看到有朋友有个问题，“戴皇冠的小恐龙”这位朋友问，策略中有对冲策略吗？

盛丰衍：目前没有，未来发对冲策略的概率比较低。

主持人：好的，感谢盛总的回答，如果对我们西部利得量化产品线感兴趣的朋友，我也想请问您，有没有什么想提前和我们投资者朋友交流沟通的一些点。

盛丰衍：去年 2021 年 2 月 18 日，那之后整个市场是非常明显的酒业行情，那句话怎么说，漂亮 3000 和要命 50，核心资产特别惨。我的 500 增强系列当时因为低配了一些冷门股，在去年 2 月 18 日之后，有比较大的α回撤，那次α回撤之后让我想明白一些事，第一个可能就是刚刚这位朋友问的，100%对冲的α基金，可能不那么适合我的策略体系。

我在底层逻辑看重α，轻跟踪误差，纯多头产品，它的α回撤混在β里面就不太明显。所以我这个做法发纯多头还可以，夏普率未必恶化，但信息比率就会弱化比较多。我之前我分享过，量化去做绝对收益的四种方式，其中提到的就是一个量化对冲，这种方式过去运行下来效果非常好，但随着时间的推演，可能难度会越来越大。

第二个就是发现和投资者事前充分沟通产品的风险因素是非常必要的，比如大家生活中去咨询一个医美项目，第一个医生说得天花乱坠，今天开完刀，明天就出道。第二个医生把你要做医美潜在风险写满了一整张 A4 纸。面对这两个不同的医生，相信大多数人可能反而会更信任后者。基金销售也许也是一样，事前充分沟通风险点，那就能够更获得投资人信任，事后发生阶段性的回撤，大家也更容易理解，更容易坚持。

主持人：“酸酸的甜”这位朋友问，您怎么看芯片行业，近期在考虑芯片增强。

盛丰衍：我们布局芯片行业的产品当时是这样的思路，如果短期去看一个行业半年一年的走势，未来一段时间上市公司利润报表是重要的。但如果是要发一个产品可能要考虑更长的区间，五年甚至十年，是不是这个行业有足够大的机会。站在这个层面很多人会考虑，中国社会需要哪些行业能够蓬勃发展，政府层面会对哪些行业给予更多的利好政策方面的支持。

基于这样的思路，我们就选择了芯片。它可能是现在对于我们整个社会非常急需的这样一个行业，想必政策方面可以更友好。而且对于我们国家能在芯片行业有一个逆袭，无论是从市占率还从技术水平上都有一个突飞猛进，我还是有充分的信心。

主持人：如果大家看好芯片国产替代的逻辑，也可以关注一下。

盛总买成长股会考虑估值吗？

盛丰衍：分域完了之后会发现，在成长股中估值配比权重应该低一些，反而在其他的域，比如核心资产，一些红利的股票，那些东西的投资估值比重应该高。但是越是成长股，越是要淡化估值方面的考虑。

主持人："基金小白兔兔兔兔"这位朋友问，西部利得量化成长混合的特色是什么？

盛丰衍：它是一个全市场选股的 500 增强策略，在中证 500 指数的基础上，去全市场选股，做超额。在风格上它会比中证 500 指数更偏成长。这是它的特点。在阶段性如果有成长风不太行的时候，也可能造成阶段性的α回撤。

主持人：非常感谢盛总精彩的分享。你在雪球上也有不少的粉丝，经常有很多朋友在讨论区做不同的交流，非常欢迎大家来关注盛总的账号。您有没有什么话想对这些这种关注您的朋友说？

盛丰衍：我之前想到这样一件事，在课本中经常说这么一句话：金融资产有一个高流动性，还是很好的优点。实践中如果金融资产的流动性太高，可能是一种毒药。因为长期投资一个本身流动性极好的资产，这事很逆人性。大家可能都懂，长期投资收益会更好，像去年公募权益类基金投资者盈利洞察报告里面，就用鲜活的数据再次证明了这一点。

但是我干公募基金经理五年多的时间，反而是越来越理解，为什么有些投资者做不到长期投资了。比如你让我戒甜食可以，但是回家路上马路对面开了一排奶茶店，这是几个意思？大家买公募基金的过程当中，面对一个每天都可以赎回的公募基金，我要忍住做到长期投资，这太消耗意志力了。

意志力是人的稀缺资源，消耗意志力去用在每天可申赎的基金，你要忍住，要做到长期投资，这种消耗意志力的方式未必划算。反而利用人仅剩的那一点点意志力去健健身、看看书，也许对人生的意义更大。

分享个冷知识，我们基金经理可以说有一个巨大的福利，这福利就是买自己管理的任何基金，都必须至少持有一年，所以我们买自己的基金不用消耗意志力就可以做到长期投资，已经被摁死了。

怎么让投资者也可以做到长期投资？我觉得软硬兼施吧。

主持人：你说基金经理买自己的任何基金必须持有一年就是福利，确实是非常不错的。您说的软硬兼施具体来说应该怎么做？

盛丰衍：先说软的，两个字，陪伴。因为人们可能更愿意相信一直在自己身边的人，所以我也尝试着一直在互联网上陪伴投资者，做好投资教育。可能今年整个市场上上下下波动比较大，在这个过程中哪怕在最低点 3000 点以下，我也坚持跟大家做沟通。

再说硬的，直接发了一年持有期基金就行了，简单粗暴，只要你上车了，车门焊死，一年后再开。

主持人：盛总的主动量化系列产品中，西部利得量化优选一年持有期混合，就是一只一年持有期的产品。一年持有期的产品是在产品成立开放以后可以随时申购的，但是每笔申购都需要持有一年才能赎回，一年之后就可以随时的赎回了。持有期基金与定开基金是不同的，大家要知道这一点。

定开基金是有一个固定的开放申购和赎回的时间，在封闭期内的是不接受任何的申购与赎回的操作的。跟持有期产品比起来，它们是无法做到随时申购的。如果大家对我们西部利得基本面的量化策略比较认可，也看好成长风格投资的一些朋友们，也可以在这个风险承受能力符合的条件下去关注一下。

“没毕业的小学生”这位朋友问，直播完会有回放吗？

会有的，您不用担心，非常感谢大家的支持，在评论区给了我们很多的支持，给了我们很多的提问。看看大家还有没有其他的问题。

盛总开盘时间都在干什么。做研究还是看价格波动？

盛丰衍：主要是做研究，做研究累了就看看盘。

主持人：非常感谢大家今天一个小时的陪伴，非常感谢盛总来到直播间和我们做一个面对面的交流互动，我们也是希望能以一种更直接的方式，与投资者进行一个持续的交流。希望在投资的过程中，时刻能为我们投资者带来陪伴，时刻更新交流分享。

有朋友问，盛总喜欢什么动漫？

盛丰衍：私人问题，《一人之下》

主持人：今天直播差不多就要结束了，欢迎大家关注我们西部利得基金的直播间，今天直播就到这里结束了，我们下次直播再见，拜拜。

4、田汉卿：基本面量化——陌上花已开，归来正当时

作者：@华泰柏瑞田汉卿

时间：2022-07-14

许凯西：您好，欢迎来到华泰柏瑞直播间。按照惯例，在直播开始前为大家提示一下投资的风险：

本次直播涉及的基金产品风险等级为 R3，仅针对风险等级在 C3 及以上的客户。如您需要购买相关基金产品，请关注投资者适当性管理相关规定，提前做好风险测评，并根据自身风险承受能力购买与之相匹配的基金产品。基金的过往业绩并不预示其未来表现，基金管理人管理的其他基金的业绩，亦不构成基金业绩表现的保证，基金投资需关注投资风险，请仔细阅读基金合同招募说明书和产品资料概要等相关法律文件，了解基金的具体情况。本次直播仅限于基金管理人与合作平台展开宣传推广的目的，禁止第三方机构单独摘引截取或以不恰当的方式转播，平台不得擅自修改或自行二次加工传播直播内容及材料。

本次直播邀请到了华泰柏瑞副总经理田汉卿田总，首先请田总给屏幕前的小伙伴打声招呼。

田汉卿：直播间的朋友们，大家好，很荣幸有这机会和大家做一个交流。感谢大家在这么一个时间来到我们的直播间。

许凯西：好的，欢迎田总，我们今天直播的主题是“陌上花已开，量化正归来”最近我们观察到今年以来有不少基本面量化策略的超额，都出现了强势回归的态势。华泰柏瑞旗下的量化产品超额表现也十分突出。想请教一下田总，能否为我们解答一下这背后的原因是什么，您如何看待这类策略未来的表现。

田汉卿：谢谢。首先这个题目是我跟同事商量今天直播给大家交流点什么内容时，我同事给了这样一个题目，我觉得挺文艺的，也很贴切，所以我们就非常高兴地用了这个题目。

今天是 A 股市场从 4 月底反弹以来一直到现在，今天市场有个调整。我在过来之前也看了一下，总共 4800 多只股票，收绿的有 3000 多只股票。大家在这个时间来到我们直播间，可能心情也都不一样。首先我想跟大家说一下，经过两个多月比较强势的反弹，今天有个调整是属于非常正常的情况，大家没有必要因为今天的回报受到影响。

另外我们也希望今天的和投资者们的交流，能给大家带来一些收获。这是我们的愿望，我们不想浪费大家的时间，希望您来了以后能多多少少有点儿收获，以后再有更进一步的交流。

为什么我们说“陌上花已开，量化正回归”？说到回归它就得有一个历史过程，所以我想先给大家回顾一下过去 10 年 A 股的整体表现。从这个表现才能看出来为什么我们叫它回归。

从 2013 年 8 月份公司发第一只量化基金开始，我开始做 A 股的投资，到现在为止差不多有将近 10 年的时间了。基本上我们也是应一位很大的机构投资人的要求做了一个研究，我们是从 2013 年的 6 月份开始研究，我们 8 月份有新基金，在之前因为没有实盘经验，所以也不好去做评判。从 2013 年 6 月份一直到现在，A 股市场经历了两个半阶段，两个阶段是完整的，一个新的阶段刚刚开始。

是哪两个阶段呢？从 2013 年的 6 月 1 直到 2017 年的 9 月，这个阶段市场是比较一致的表现。在这个阶段公募的基本面年量化基金整体的表现是要优于传统的主动管理的基金的。但是从 2017 年的四季度，就是从 2017 年的 10 月份开始一直到 2021 年的春节之前这段时间，A 股的行情走势是一个非常特别的时期。这个时期基本面的量化，因为我们的特点是比较分散的投资，它整体上来讲是跑不过一些集中持股的传统的主动管理基金的。

我们分析了一下，从 2017 年的四季度一直到 2021 年春节之前，市场表现整体是非常的结构化的，第一行业的回报是非常不均匀的，或者非常极致化的。有的个别行业

回报可以是 280%以上，有的行业就是-60%，差距是非常大的。而且在这几年，基本上趋势是没有什么太大变化。所以第一个特点，只有少量的行业在这个阶段获得了非常高的正回报，有很多的行业在这段时间是负回报，所以行业表现是非常极致的。

在行业内也是同样的，只有少数的股票回报是远远高于其他的股票，是这样一个情况，所以从市值的角度来看，这段时间的大盘跑赢了中小盘。造成这个结果的原因是多方面的，在这期间按说 A 股市场在历史上是很难出现这种情况，一般来讲某一年哪些行业表现特别好，那么在下一年这些行业表现可能相对就没有那么好了，基本上会有一个行业反转的特点。

但是在 2017 年四季度到 2021 年春节之前这个阶段，几乎看不到这种反转，基本上表现好的行业一直表现好，表现好的股票一直表现好，这些股票基本面可能没有那么大变化的情况下一直拉估值。同样其他一些股票基本面没什么太大变化，一直在打压估值，所以这个阶段就表现出这样一些特点。造成这个的原因我们也分析了，各家有各家的原因，它是多种原因促成的，这里就不去做一一的分析了，如果大家有兴趣，线下可以做进一步的交流。

这前面说了两个阶段了，第三个阶段，就是从 2021 年春节一直到现在，我认为进入了一个新的阶段。这个新的阶段是什么样的特点呢？之前那种极致的市场环境市场状态基本上已经结束了。因为好多股票好多行业估值被拉得太高了，太拥挤了，这些行业拥挤之后，再获得超额收益，再跑得比别人都好的概率就要下降很多。2021 年春节以后基本上也是处于这种状态，年初的时候我们表达过一个观点，当下的市场环境各行各业都有机会，那就要看基本面了。我们说的量化回归也是基于这样的一个认识来获得这样一个结论。

所以从 2021 年春节以后，基本面量化就处于一种回归状态或者回归的阶段。这个回归我们认为有几个方面回归，一个我们认为市场是回归基本面的，尤其是 2020 年的

后半段，市场主要的驱动力是资金，而不是上市公司的基本面，大家已经忽视基本面，在资金的驱动下，市场各个股票有不同的表现。在资金驱动结束以后，市场要进入一个回归基本面的阶段，这是第一个回归。

第二个回归是行业的表现，不管是 A 股的长期表现，还是海外市场的表现，要赌行业是非常难的，没有任何一个行业可以长期给你带来超额收益。在过去 2017 到 2021 年这个阶段，有些行业表现比较强势，已经处于一种比较极致的市场环境了。而这种市场环境它已经结束了，所以行业上它也有个回归的需要，或者将来会有一个回归的表现。

因为在国际市场上，基本上在所有的股票市场，行业是一个比较大的风险因子，所以为什么做超额收益，长期来讲要做行业中性的策略，你才能够比较稳健的一个超额收益，行业它不给你提供长期的超额收益，所以行业也是会回归，这是一个方面。

另外长期来讲大中小盘市值的因子，长期也都是风险因子，它长期是不给你带来超额收益的。所以在某些阶段表现特别好的，不管大盘也好小盘也好，长期来讲都会有一个回归的过程。A 股这边我们也认为，在过去大盘或者漂亮 50 一路领先的市场阶段已经结束了，后续我们认为大中小盘都会有机会，市场至少将来一段时间，应该主要是受基本面的驱动。我们说基本面不等于低估值，先声明一下，这是大中小盘的回归。

还有一个估值因子，因为做量化是看因子表现的，估值因子长期来讲是有超额收益的，特别是行业内的相对估值，长期是有超额收益的。但是在过去一段时间，市场不停地抬拉和打压估值这种市场环境下，估值一直是负的超额收益，所以在未来我们认为估值也是要做修复的，估值因子将来也是要回归的。

综上所述我们认为，市场进入一个回归的阶段，相对而言我们跟踪基本面，通过基本面因子进行投资的基本面量化，也是处于一个回归的状态。从 2021 按年春节以后到现在，整体上的超额收益表现还是不错的，基本上是达到预期的。它有没有超预期的可能呢？有些因子如果强势回归，也有可能是超预期的，也可能是这样一个情况。

当然如果再遇到一些极端因素的干扰，也不排除这种回归的过程被打断。但是中长期来看，这种趋势应该是已经形成，而且在这个过程中，当然中间不会一帆风顺，被打断的可能性也是有的，但是我们认为都是比较短期的。

说一下今天的主要观点，基本面量化它是在一个回归的过程中。

许凯西：谢谢田总，您刚刚提到，市场如果不再受资金或者情绪支配，更多地关注基本面和更多地回归理性，其实也是回归投资的一个本源。随着 A 股逐渐的止稳起跌，不少投资人前段时间经历了像过山车一样的震荡市的投资体验，现在很多人就停下来审视自己的投资组合，想办法去关注如何降低自己投资组合的波动率。

我们也看到有媒体报道，不少机构开始逐渐地加码和布局基本面量化策略。您能给我们介绍一下基本面量化策略的特点是什么，以及它是如何追求超额收益和主动风险的高性价比的?

田汉卿：因为我的能力圈主要就是基本面量化，我们说的基本面量化有两个特点，第一个是量化，跟传统的主动管理基金是不一样的。这个特点主要表现在哪儿？我们是通过处理数据来捕捉信息、做出投资决策的，这是投资的方法。首先是量化的特点，我们有一个整体的投研体系、有个投研平台，我们要讲究纪律性，不能随意挑股票、买卖股票，要根据量化模型的输出，加上一些主观的判断来做投资决策的。当然主要是我们要遵守纪律性，这是量化的第一个特点。

第二个我们叫基本面量化，用英文来说就是，Fundamental based quote，这是基本面量化，就是我们用的这些投资决策的因子，或者我们捕捉的这种信号，大部分都是跟基本面相关的，所以叫基本面量化。跟基本面相关的是什么？你的盈利情况，盈利的增长情况，估值的情况，估值贵不贵、盈利增速好不好、能不能持续。能不能持续我们叫它盈利质量，你的增速怎么样，有没有超预期低预期，这跟成长性相关的。你的估值

相对便宜还是贵，这些就构成了基本面量化主要的一些因子，所以我们是要看基本面信息的。

这个跟一般的短期交易策略或者高频策略是有区别的，量化分很多种类，有些是不看基本面的，主要是加工一些短期的量价、交易量，短期的这些非基本面相关的信息，进行投资决策的。这里面主要包括高频的、短线交易策略还有一些套利的策略，它是不加工基本面信息的。所以它通常的持有期限是比较短的。短期基本面对你的影响没有那么大，所以主要是一些交易行为引起来的一些投资机会，你可以进行捕捉。

基本面量化是要看基本面信息的，基本面信息主要依赖上市公司的盈利。在 A 股这边是每季度披露一次盈利性，所以如果要看基本面信息，我们这边的持有期限是比较长的，平均是 4 个月到 6 个月的持有期限。

这里面顺便说一下，这个是基本买量化跟其他主要量化的一个重大区别，在过去 4 年到 5 年的时间，私募领域做得比较好的策略，主要是一些量价相关的短线交易策略，换手比较高的交易策略表现是非常好的。也就我刚才说的，2017 年到 2021 年春节的时候，这段时间基本面量化表现是受压的，属于一个历史的低点，是一个比较压力测试的这么一个阶段，所以今天我们才说是在一个回归的过程中。

前面几年，私募量化表现比较好的策略主要是一些短期交易策略。公募这边大部分的量化，到目前为止还是基本面量化为主。过去两三年的时间也出现了一些短期交易策略的量化基金，包括自己过去花了两三年时间，也开发了一个这样的短期模型，目前还是在私募的专户产品里面进行运营，等等运营差不多我们觉得还比较稳定了，再回去发公募产品。

所以它有两个特点，一个是量化的特征，它是跟主动基本面有区分的，第二个在量化里面，我们是属于基本面量化的，加工的信息是以基本面信息为主的。当然，我们也

会看一些量价的，但是我们看的量价是比较长的，一般是三个月以上到十二个月这样一些动量的因子以及交易量的一些情况。这里面主要是说了策略的区别和特点。

许凯西：谢谢田总，您作为国内基本面量化领军人物，一手打造了华泰柏瑞量化团队。我们知道量化策略难就难在要保持住它的超额收益，想请教一下田总，华泰柏瑞量化是如何做到力争取保持这样的一个超额收益的？我也看过您之前不少访谈，包括您刚刚也说不要去拥挤的地方，因为拥挤的地方获取超额收益的难度就会提高。机构加码一个基本面量化策略，它影响的首先是一个拥挤度的问题，其次就是投资者结构也逐渐会机构化，这样会不会影响我们未来基本面量化策略的发挥情况，请您解读一下。

田汉卿：我们用量化的方法，在量化平台上可以打造不同的产品。因为是量化，我们对风险可以控制得非常好，可以非常清楚地区分α和β，所以在这个基础上，我们就可以布置一些量化投资的产品。我们可以只做多的产品。只做多的里面，又可以对标沪深 300、对标中证 500、对标创业板，对标 800、1000，都可以选择不同的创业板指数来做基准，来做这个超额收益。

同时因为把α和β区分开了，所以我可以把β对冲掉，做绝对收益产品，所以在同一个投资平台上，我们可以做不同的产品。关键是要把超额收益做出来，而且不是说有一年的超额收益就行了，长期来讲要有一个比较好、比较稳定的超额收益。

要做这个超额收益，最重要的是你要发现能产生超额收益的因子，我们叫它α因子，这是各个量化团队一直不懈努力的结果，大家都希望挖掘这个α因子，有的挖掘持续时间长一些，有的挖掘持续时间短一些，但这是一个长期努力的结果。不管你表现怎么好，一直要去发现新的α因子。

另外要管控你的风险，我们要把长期没有超额收益的因子，比方大中小盘行业，比如其他的一些因子，我们认为它长期是没有超额收益的，它总是要回归的。这种如果没有办法去做择时，没有办法去判断它什么时候好什么时候不好，换一种说法，如果在行

业轮动上很好的胜率，那我们就要把这个风险控制掉，就要做行业中性。除非我们研究了新的因子，在行业判断上可以有比较好的胜率，胜率是说你胜的概率比较多一些，没有人可以做到精确的行业择时，这是不现实的，也不可能。

所以第一要不断地完善α模型，争取挖掘出来的因子是比较长期的，能产生超额收益的这些因子，另外在迭代过程中希望能够比较好的迭代。第二要把你认为不是α因子的，或者你没有能力来掌控的这些东西，把它中性化掉，掌握不住的东西不要去赌。我们说拿一个暴露就叫赌，不是真的没有理由的去赌，不要暴露在这个上面，不要在这个行业上押太多，在这个因子上押得太多。或者在大盘上小盘上押得太多。我们主要是通过这些方式来力争长期获得一个比较好的超额收益。

谈到拥挤的问题，所有的投资策略尤其是主动投资策略，其实被动投资策略也是一样的，它有个容量的问题，尤其是主动策略。主动策略的容量跟它的投资策略是如影相随的，任何一个主动策略都是有容量的，如果你的管理规模超过了策略的容量以后，这种策略就变得拥挤了。拥挤的结果是什么？就是你没有超额收益了，跑不赢别人了。所以做主动管理，尤其用量化的方法来做主动管理，都要关心每一个策略的容量。

从多基本面多因子的投资策略来讲，因为看的是基本面因子，它的期限相对比较长，而且持有期是 4 个月到 6 个月，所以从某种意义上来讲，它的容量可以是很大的。为什么我们从一开始就把主要的力量放在基本面多因子选股上，因为它的容量可以非常大。所以现在对我们这个策略来讲，尤其是经历了过去几年低谷的阶段，我们的容量空间是非常非常大的。

之前有一段时间的发展，也没有达到容量，离容量还差很远，但是因为市场环境的变化，导致了这种策略受压了。它不是因为容量过剩导致的受压，因为市场环境是变化的。所以基本面这边，第一现在是没有容量问题的。从我个人判断来讲，这只是个人观点，任何的策略一旦变得拥挤了，它就会有回撤。这也是为什么过去多少年我们对这些

投资策略，都是要关注它的容量，看看这种策略到底能管多少钱，特别是海外投资人他们特别关注这个问题。

投资人往往对其他的一些策略，尤其是主动管理策略的容量就忽略掉了。所有的主动策略都是有容量的，为什么 2021 年春节以后市场会发生比较大的回撤？2020 年 12 月份到 2021 年 1 月份这个阶段，很多策略变得非常拥挤，拥挤得不行了，压力非常大，它不调不行了。这时候作为投资人的角度，尤其是做配置的投资人的角度来说，就要远离这些拥挤的策略，把你的钱挪到不拥挤的策略上去。

大家有时候问量化你们到底容量怎么样，拥不拥挤，事实上所有的策略都会变得拥挤，只是说拥挤以后它的风险释放方法是不一样的。量化风险释放就是量化超额收益不行了，变弱了或者有时会变成负的，这是在海外量化的风险释放，最典型的是 2007 年的 8 月份，它有一个风险释放。

主动的传统的基本面策略它有没有拥挤的时候？有的，而且非常典型。它的拥挤，因为大部分策略是只做多的，它拥挤了以后就造成了市场的泡沫化，你就会出现一个泡沫的崩塌。这个泡沫崩塌的过程，是它去容量的一个过程。所以我们说拥挤是一个大家特别要关注的问题，尤其是在国内 A 股市场这边，整体的投资策略相对于海外比较发达的市场是比较单一的，也大家经常说的，我们经常容易抱团，抱团的资金是比较多的，而且追彼岸的资金也是比较多的。在这种情况下大家一定要注意，拥挤的策略从配置的角度来讲，你要逐渐远离它，减少它的配置。

大家有时候会问，你这个拥挤跟我们追热点什么的有没有区别？策略的拥挤在国内市场，跟我们追热点是有一定的相关度的。就是因为很多投资人愿意追热点，他看到人家业绩好了就追进去，追进去以后你就资金推动这些基金，短期业绩会更好，但是它也会变得更拥挤。拥挤到了一定程度它就会崩塌。

所以从另一个角度来讲，跟拥挤相匹配的，大家不要去追这些热点的东西，因为这个世界上没有任何的东西可以一直待在巅峰时期，所以对过热的东西大家一定要警惕，要看一下后面是不是还有比较好的表现，要判断一下，不要别人觉得好你就跟着追进去，这是我们多少年一直想给大家说的概念。

许凯西：谢谢田总，您刚刚也指出很多投资者会有一个追涨的心态去追热点，但这个心态在投资中是非常不好的。公募行业在过去几年迎来了一个黄金的发展时间。今年根据基金业协会的数据，公募产品数量已经突破了 1 万只，不管是从规模还是数量来看，都已经站上了一个新的台阶。数量一多，对投资人来说在选择的时候就会变得更纠结，比如投资人想看好一个指数的β效应的时候，有指数基金，也有指数增强型基金。请问田总，在这个时候投资者应该如何做一个选择？

我们发现过去几年指数增强型基金，大多数还是能取得一个超越指数的不错的一个超额收益，未来这一类基金是否会对指数基金有一个替代的效应存在？请田总为大家解读一下。

田汉卿：这也是我这些年一直在思考的问题。之前有研讨会也交流过这个观点，现在国内市场的投资人对这些方面的了解还不是特别深入，所以今天也借这个机会跟大家做个交流。有一次我参加一个线上的研讨会，那时候把被动指数投资的请来了，把主动投资的 JP 摩根请来了，把我们做主动量化的也包进去了，就是把不同的投资策略都放在一个主题 title 上了，大家各自说各自的优势，投资人到底应该怎么样决策？这些东西都挺好的，那你选什么，怎么选？如果这个东西是好的，其他的东西都是不好的，你就不用选它了，那它就没有生存价值了，它就应该没有了，但市场它就是存在的。为什么它们都有自己存在的价值呢？我也在思考这个问题。

思考的结论，我们这个市场需要不同的策略共存，才是一个比较有效的市场。如果我们把指数、指数增强还有一些主动管理基金，这些都是存在的不同市场数据都放在同

一个位置去考量是不现实的。在美国的指数基金规模非常大，恨不得都要超过主动了，中国主动规模特别大，被动和指数增强规模都挺少的，市场不同阶段有不同的特点，但这些产品是共存的。

这些不同的产品，是满足投资人不同的投资需求的。是不是买了指数就不能买指数增强了，这两个产品的特点在哪儿？它是适合不同投资人的或者适合不同的风险的。指数和指数增强区别在哪儿？指数的主动风险，它跟踪指数，要把跟踪误差控制在最小。它是主动风险，偏离指数的风险就是很小的，通常跟踪误差都是 0.5 以内，这是指数。它的主动风险很小。这时候如果投资人不喜欢主动风险的基金，就想拿指数回报，那你就投资被动产品。

有的投资人说我可以容忍一些偏离指数的风险，我可以拿一点风险，但是我预期能拿更好一点的超额收益，有一个正的超额收益，预期的收益是正的，不代表任何时候都是正的。因为风险有正的时候也有负的时候，这取决于各个管理人的管理能力。偏了以后你管理能力好，中长期来讲你可以提供比较好的超额收益，偏离了以后如果管理能力很差，那你可能拿到的是负的超额收益。所以有的投资人如果能容忍一些主动风险，就是偏离指数的风险，你又期望能获得一个超越指数的回报，这就是指数增强存在的意义。

为什么国外的指数增强比较少？比如美国这 10 年基本上是一个被动指数占优的市场，它不停地有资金从主动变成被动，变动申购主动赎回的，这样的情况下要打赢指数就非常困难，所以在这种情况下，大家都不愿意拿这个主动风险了，就拿指数就好了，它的表现很好了，你想找一个能打赢它的不容易。

但是国内的市场目前来讲，在这个阶段想拿一定的超额收益还是可以的，所以你承担一点风险，还是可以拿一个比较好的，跟你的风险相匹配的超额收益的。在这种情况下，它们共存是非常有道理的。在海外，如果我们出去给别人推荐，首先人家会判断你这个市场能不能拿到超额收益，如果拿不到超额收益不如就去配指数好了；如果你相信

各种理由能支持取得超额收益，那也就意味着要多拿一点主动风险，要是不愿意拿主动风险，你就拿不到超额收益。

主动偏离基准的就更多了，A 股市场的主动基金，虽然每一个基金都有一个跟踪基准，但是除了行业基金可能有一定的投资要求以外，大部分基金对比较基准是不怎么看重的，它是希望拿一个怎么好怎么来的收益。所以它们的跟踪误差可以非常高的。

高跟踪误差是什么意思，如果你相信基金经理的管理能力非常强，在不同的市场条件下都可以获得比较好的超额收益，那你可以拿他的主动风险。但是如果这个基金经理只是因为运气比较好，这两年跑赢了，那你拿他了，后面他运气不好了，或者他拿的东西暴露点不行了，那他的业绩就下来了。所以你在做主动投资，要拿更多的主动风险。

每一个产品都有它存在的价值，从投资人的角度来讲，要看一看我能不能容忍主动风险，我能容忍多大的主动风险，我拿主动风险的情况下，能不能拿到跟这个风险匹配的超额收益。如果这些回答都是 OK 的，那你可以多拿风险。但如果你不确定的情况下，那就要去找你比较确定的，能给你带来超额收益的产品，你再去拿主动风险，否则你就不要去拿那部分的主动风险。这是我个人的一些思考。被动、指数增强和完全主动的三种投资策略，主动风险是有区别的。

另外从投资的角度，如果你对投资有兴趣，从投资的角度来讲，被动投资它是闭着眼睛投资的，你只要把钱给他他就买，你只要把钱拿回来他就卖。他这种投资是假设这个市场价格已经完全反映了所有的信息，现在市场价格不管是多少都是合理的前提下的。用这种投资策略去买卖，所以他不做判断。他不用脑子判断，你来我就买，你走我就卖。

指数强增是要控跟踪误差的，我们要确定一个基准，在这个基础上拿一个主动风险，拿一个超额收益。在这种情况下，首先我是拿了一个基准的回报了，在这种情况下，我的假设条件是，有些市场信息已经反映在股价里面，但是还有很多信息没有反映在股价里面，所以我就根据这部分信息来期望获得未来的超额收益，它是这样的一种投资策略。

完全主动投资是希望他们能给股票一个合理的定价，所以真正主动投资，他要从头到脚把公司研究透了以后，给它一个合理的价格。比如他觉得这个公司值 300 亿，这是他给它的定价，你 300 亿以上我就不买了，或者我就卖了，300 亿以下我就去买，这是他们投资的策略，或者他们应该发挥的作用。

所以这三种策略并存的情况下，整个市场的效率才会是比较高的，单有被动的是不行的，单有主动的也是不行的。单有主动的谁给你提供流动性，你看好了大家主动都看好，你要去买谁卖给你？你要去卖谁接你的盘？所以这三种策略都是有一个均衡发展。整个的股票市场效率才会变得比较高。

补充一点题外话，为什么股票市场要有效率？这两年我们听到一种声音，希望大家都是长期投资、价值投资，最好你们都不用换仓，如果只有这一种策略，大家想想二级市场还有存在的必要吗？股票的二级市场主要提供两个功能，一个提供流动性，一个提供一个合理定价，这个合理定价你可以做增发，做进一步的融资的时候要参考这个合理定价。人家要交易的时候你得以合理的价格给人交易出去，就是这两个方面的功能，一个流动性，一个合理定价。

如果大家都是一种策略，拿着股票不卖了，那你这个市场怎么发挥这个功能，谁给你提供流动性，谁给你提供定价依据？没有。所以作为一个市场来讲，它需要各种不同的投资策略都参与这个市场，表达他们的观点。这样这个市场才能变得更加有效率，发挥市场本来应该有的这样一个功能。

许凯西：谢谢田总，在投资中风险和收益总是相伴相生的，投资人还是在投资之前先明确自己的风险偏好，以及你投资的需求是什么，再选择适合自己的产品。这个月初上证指数回到了 3400 点，有不少小伙伴今年年初买基金的时候都已经回本了，现在关于见好就说，要不要赎回的讨论也是非常的多，想请田总谈谈对当下市场的展望是怎么样的，以及如果投资者从资产配置角度，您更看好哪一类的量化策略，像今年 500 增强

也好，或者双创增强也好，超额的效果都是挺好的，你是怎么看待这两类产品的投资机会的?

田汉卿：要回答这个问题是比较难的。因为基金什么时候申购什么时候赎回，它是一个择时的问题。要做择时，第一做对的概率是比较低的，第二你择时了一个卖出的，你什么时候再回来？这个时候就非常难。比如你现在卖出，假设未来有点调整你回避了，但是它开始回弹了，回弹很久了你才改回来，这样你就错过这个市场回弹的回报了。

比如今年 4 月份的时候，我们正好发中证 500 的产品，也在做路演。当时我们也说了，如果从长期的角度来讲，就不要进进出出。一旦出去了，你觉得好像顶不住了，出去了以后就错过了过去这两个月的反弹。所以，所以你看，即便是我们这种专业的受过训练的投资人，有时候也会踩空。

之前我也给大家举过一个例子，我初中高中大学的一个同学，现在在美国的一个高校做教授，我前一段时间跟他说美股市场有风险，你要不要出来躲一躲？他说不用，我的钱是准备退休以后用的，现在出来以后还得交税，什么时候放回去我也不知道，我怕到时候又踏空了。我想想也有道理。

另外一位也是海外回来的人在大学当教授，他也是这个观点，因为他的一些养老金 401K 也在里面，他也不出来。所以从长期投资来讲，如果你的资金是能承担一定的风险，能承担股市的波动风险，我建议大家就不要进进出出，择时你是很难双向都做对，就是进出都做对，这个是非常难的。

我们基金也是一样的，卖的时候可能卖的点不错，但是什么时候买回来呢？买回来点就错过了，这一进一出占不了什么便宜，你不如在里面老老实实待着。2008 年的时候也是一样的，美国市场跌得那么惨，A 股市场也跌了很多，那时候你坚持在那里面，后来就好了，2009 年直接就回来了。要是出来了，那你就没了，后面只是把跌的那段赶上了，反弹的那段就赶不上了。这是从长期投资的角度来看。

还有另外一个角度，我们也不否认，大家要自己看一下自己的风险承受能力。如果你本来就没有这个风险承受能力，承担不了股市波动的风险，你是误打误撞进来的，那我劝你，适时赎回也可以的，也是一个不错的决策。特别是老人，都六七十岁了，你要风险比较小，是风险厌恶型的投资者，万一市场跌下去，你需要钱了它回不来，这怎么办呢？所以大家要看一下自己的风险承受能力，也就是说看一下这个钱你多长时间可以不用，如果是比较长时间，3 年到 5 年，或者是 2 年到 5 年可以不用的，那你就没有必要来来回回的。如果你马上要用，那你本来就不应该进来的，给你一个高点你出去不赔不赚，也无可厚非，这是我个人建议。

2015 年的时候我记得，一个老奶奶都七十多了，她说她是上一轮的时候买的基金，终于回本了，她问我要不要赎回。我说您多大年纪了？她说七十多了，我说那您有很多钱吗？没有。那您就赶紧赎回吧，不要再买了。要看每个人的风险承受能力。

当然在 2015 年的时候如果你在低点赎回了，那你就亏很多。绝大部分基金都已经超过了 2015 年的高点了，如果按净值来讲是这样的，所以我说这个结论不能一概而论，要针对每一个人的特点做自己的投资决策。这是我个人的建议。

关于后续的配置，通常情况下有时候我们对这几个指数会有比较强的观点，比如什么时候看好 500，什么时候看好创业板，什么时候看好 300 大盘，我们有时候会有一个比较强的观点。前年的时候我们看好创业板，去年的时候看好中证 500，当然我们一直是看好港股的，港股一直没起来，这是我们看错的地方。所以我们会看对，也会看错，所以我们的观点只能供大家参考。

站在当前这个时点，因为过去两个月，500 还有创业板反弹的幅度都已经很高了，4 月底的时候，我们当时是看好中证 500 的，相比 300 来讲。到目前为止 300 块 500 的差也缩得比较低，创业板反弹幅度也很高了。目前这个情况我只能老老实实地说，我没有一个明显的偏向。所以我是觉得大家都有机会，到年底看差别不应该特别大。

当然从基本面的角度来讲，我还是倾向于 500 这边，但 500 这边表现可能会有些波动，因为前期反弹比较多，短期可能会有一些卖压，但等基本面出来以后，大家可能还会回来，这是我的一个判断。但是这个的确定性不是那么高，目前来讲我们没有一个特别强的观点，比如更偏好于哪个指数，在目前这种状态。所以目前给大家交个底，相对稍微看好一点中证 500。

但是这个是有前提的，中证 500 里面有将近 20%的周期暴露，周期现在是有不确定性的，美国这边加息对周期的影响，还是有一定不确定性。它如果加息加太快了，把整个经济拉掉了，周期也会下来。如果它弄了半天把其他的泡沫打掉了，但是大宗这边还没打下来，那周期还是有机会，这里面有一定的不确定性，所以现在没有一个特别强的要超配哪个指数。

许凯西：谢谢田总干货满满的分享，也非常真诚，我们受益匪浅。时间过得还是比较快的，现在直播已经接近尾声。

在直播的最后想请问一下田总，有没有什么投资方面的心得，想跟基民朋友们分享一下？

田汉卿：我每次跟大家交流的时候都在重申一些观点，从我的角度来讲，我们希望投资人能获得一个跟他的风险相匹配的投资回报。实际结果下来，过去这好多年，大部分投资人都是在市场比较热的时候才进来，买基金也好买股票也好，是这样一个情况，大家投资的获得感是不强的。

我一直也在想到底为什么是这样一个情况。当然原因也是多方面的，也不是说一个人或者一家公司能改变的这样一个状态。最根本的还是在于投资人自己要有一个比较好的判断，自己把自己的专业能力提升上来，把自己武装起来，或者把一些最基本的原则坚守住了。

最基本的原则从我这儿来讲有两条，第一条要做配置，不要把所有的东西都押在一个基金上面，押在一个产品上，押在一类产品上，要根据你的风险的承受能力进行配置。如果你风险承受能力比较低，那就少配一些高风险的资产，如果你有一定的风险承受能力，可以尝试多配一点风险高的，但是你要知道它的风险在哪儿，你知道它是有风险的，任何东西不会只赚不赔的，赚的时候赚得很多，赔的时候你不赔，这种东西基几乎是没有的。如果有的话，从极端的角度来讲，你也不一定就是那个比较幸运的人，正好踩在那上面了，真要踩在上面必须得是非常非常幸运才行。不是每个人都会这样幸运的。

这种东西几乎不存在，如果存在早被别人盯上了，盯上了以后它的规模就会上去了，规模上去以后它就不赚钱了，投资的一个基本规律就是这样的。所以第一条要做配置，要了解每个产品的特点，别蒙着头光看业绩好就扎进去，要看它的业绩为什么好，然后才决定要不要配它，配它以后未来的预期是什么样的。

第二我们强调很多次，不要追涨杀跌，不要去追热点，热点的东西不要去追。把这个东西研究透了以后，看它未来还能好你再去买，不要人家买你也跟着买，不要去买热乎的东西，热乎的东西大部分是不太好的。不要在高点的时候热火朝天地买，同时也不要在低点的时候卖。卖了以后你把反弹的那些机会就放弃了，这样下来你只亏不赚。

你拿个 3 年到 5 年，基本上赔的概率是非常小的，除非你遇到一个特别极端的情况下，才会连续三年都亏，这样的概率在历史上是非常小的。除非你在大热点的时候，比如 2015 年的高点，2017 点的高点扎进去，那时候你需要很长的时间回本的，否则你看看要正常投资，大家都是可以获得比较好的一个预期回报的。

当然，这上面所有的判断都是基于未来的一段时间是一个比较正常的市场环境。我说的正常的市场环境，就是地缘政治风险不会进一步升级。如果发生战争了，不管是局部的还是什么的，那时候所有的投资逻辑全部要重新考量，所以要做任何判断都是有前提条件，我做这些判断，包括我们中长期认为中国的股市是非常好的性价比的资产，这

种前提也是我们的地缘政治，涉及到中国的地缘政治不进一步升级，是这样的一个假设条件。

今天我就跟大家分享这么多，特别感谢大家参与，也希望能对大家有所帮助。

许凯西：谢谢田总，最后还是有一个鸡汤想送给大家，希望所有的投资者朋友，在面对市场不确定的时候，多一些理性，多一些乐观，着眼于较为长远的目标，不要因为市场短期的表现，就轻易地选择离场。只有这样，我们才能够在市场回暖的时候，保持一个在场的状态。

最后还是感谢田总来到直播间，也谢谢屏幕前大家相伴到现在，最后祝大家身体健康，投资顺利，再见。

田汉卿：感谢大家，再见

5、景顺长城杨锐文：科技的崛起与消费的复苏

作者：@景顺长城杨锐文

时间：2022-07-14

杨锐文：大家好，我是景顺长城基金经理杨锐文，感谢各位参加本次会议。我们这次分享的题目是“科技的崛起与消费的复苏”

众所周知，今年前四个月，我们的资本市场遭遇重创，我们的基金也遭遇了较大的回撤。在 4 月那段最黑暗的时刻，我甚至不敢看自己的净值，那段时间每一天都是各种

负面信息扑面而来，要说我不慌，那基本上是不可能的，正如上次直播所说，这种时候咬咬牙就熬过去了，相信以后必是晴天。

但是我们并不是盲目躺平，而是从内心深处坚信，无论遇到多大的困难，我们中国人都能克服。我们也深信中国的制造业优势是无与伦比的，我们中国的劳动力整体素质和数量都是无可替代的。那段时间很多人看到越南高增长的出口数据，各种中国制造的崩溃论又像病毒式传播，但其实越南更像是我们产业链的延伸，并不完全是替代。可以看到越南随后的出口数据也明显受到疫情的影响和制约。

中国九十年代高校扩招，为今天中国的经济发展提供了天量的工程师，这些都不是其他发展中国家能快速复制的。我们的优势不局限于完善的基础设施、全产业链优势，还有我们天量的工程师的培养能力、厂房、公路、电场、码头等基础设施追赶可能需要几年时间，但是工程师的培养和整体劳动力素质的提升，没有十年到二十年的沉淀，几乎是不可能实现的。这些优势也给我们的科技发展和崛起争取了较长的时间窗口。

谈到科技的崛起，可能并没有很多投资者相信我们的科技，以至于我们在投资的过程当中经常听到各种质疑声，事实上武断地拍脑袋不仅无济于事，更有可能被过去的认知蒙蔽双眼，忽视了事物本身的发展。举个例子，我有个同事很早期买了一部扫地机器人，随机碰撞的那种，在一年前我和他提扫地机器人，他就说这玩意儿就是个垃圾。最近我好不容易把他说服了，他买了一台最新款的扫地机器人，等他最近体验完了之后，给了我两个字的评价，满分，还感叹过早地尝鲜并不是好事，让自己的认知一直停留在过去的认知当中。

同样的道理，我们今天看我们的科技企业的发展，用三十年的时间追赶其他国家百年的发展，它们不可能一开始就是完美的，都是处于不断地进步和发展过程当中。对于这些企业，我们如果只是盯着它们的缺点，可能就错过了全部。

同样大家也可以感受一下中国汽车产业这些年来的变化，感受一下国产车的变化和进步，大家去车展体验一下，就好像最近的深圳车展，我们可以看到国产车人山人海，进口品牌只有 BBA 人还是比较多，但是好多日系、法系车基本上门可罗雀。大家如果去体验一下，可能会更深刻地体会到中国科技产业的发展。

再举个例子，用我们相对熟悉的半导体产业来说，今天我们的半导体产业和 2018 年的半导体产业已经不可同日而语，无论是从收入、利润还是产品线各方面，这只过去了四年的时间。如果再给我们四年的时间，可能整个产业的发展速度会远远超出我们的预期。

对于科技的发展，比尔盖茨有一句名言，就是人们往往高估了一年的变化，低估了十年的变革。我相信很多人也会低估中国科技企业五到十年发展的速度和高度，毕竟从全球来看，很难找出像我们民族这么崇尚奋斗的了。为了发展和生活，我们无数人愿意任劳任怨的 996，这样的奋斗也是我们过去制造业成功的基石，我们从未改变过。

我们深信中国科技必将崛起，我们也将始终不渝地坚持投资中国的新兴科技股，希望能为中国科技产业的发展贡献绵薄之力，我们同样深信中国科技股也能像美国科技股一样，为投资者带来丰厚的回报。我们做投资还是需要对未来乐观、悲观无济于事。换个角度来想，如果中国的科技无法崛起，那么几乎意味着我们中国无法跨越中等收入陷阱。如果我们陷入中等收入陷阱，那么几乎也不可能有什么行业能持续增长。

再看下一个主题，就是消费的复苏。今年以来奥密克戎造成的疫情对整个消费带来巨大的冲击，月度社零数据已经出现了连续的下滑，服务业也遭受了全面的创伤。我们知道服务业的就业人口占比是超过 45%的，并且大量的中小企业集中于服务业当中，按照总理的说法，中小企业正处于一个最困难的时刻，不论是从就业人口角度还是中小企业纾困的角度，加大经济刺激力度几乎是必然的。

可以看到各个地方已经出台了消费刺激以及各种纾困政策，我们倾向性认为，其中尤其以汽车、家电和手机等长产业链的消费行业的刺激政策会不断加码和扩散。毕竟这些产业涉及了大量的制造业就业人口，同时关联了大量的消费服务业，而且这些产业链的各个制造环节都在中国。从政策的乘数效应来说，刺激这些行业也可以获得最大的效果。

尽管我们看到疫情对中国的消费行业带来了严重的挑战，但是在这个过程当中，我们同样看到中国消费者的韧性比我们预想当中更强。并且中国消费的龙头企业依然是在不断提升市场份额，随着疫情的缓解和消费刺激政策陆续出台，相信这里面会存在各种各样的机会。

在过去两年，我们越来越感受到中国科技品牌的崛起，从手机端的华为、OPPO、VIVO、小米，再到无人机的大疆、造车新势力的蔚小理等等这些企业，我们可以看到这些企业不仅在国内攻城略地，同时也在海外快速扩张。

在我们过去的印象和认知当中，科技股都是以 to B 业务为主的零部件公司，就是给海外科技股提供零部件的，很少有 to C 业务主导的产品型公司。但是这几年我们看到了越来越多的企业走向微笑曲线的更上端，就是以设计、研发、品牌为主，而不只是依靠制造。在这轮疫情我们看到这些科技品牌公司，尽管国内业务可能受到疫情的影响，但是它们的市场份额依然在提升，尤其是它们在海外的业务依然高歌猛进。

过往我们也看到中国很多成功的品牌型公司，都是以强大的营销能力为主要的推动力，但是今天我们也可以看到，营销的作用已经大为降低，现在更重要的是产品力本身。今天我们的投资更重视企业是否能打造出让人惊艳的产品，能不能真正给消费者创造价值。

我们确信我们已经看到了越来越多中国公司做出了充满创新性的产品，甚至在全球范围内都是领先的。我们相信这些执着于打磨产品本身的公司，最终会展现强大的爆发力。

第三部分我们讲一下我们对市场的展望，尽管市场充满分歧，但是我们的观点是很明确的，我们对未来的市场是乐观的。我们可以从主要的经济体比较一下，目前美国处于一个胀而不滞的状态，欧洲处于一个滞胀的状态，中国处于一个滞而不胀的状态。

这是这两天比较火爆的通胀行星图，我们也做了一份。我们可以看到中国是全球少有的依然能保持低通胀的经济体，因此中国也是全球极少有能力持续保持宽松货币政策的经济体。随着中国不断加码经济刺激力度，我们可以很明确地看到，中国经济将走向一个复苏的态势。

然而美国现在面临的问题和挑战比我们更大，它们同时面临如何抑制通胀，以及经济硬着陆的两难选择。尽管加息能缓解通胀的压力，但是稍有不慎可能直接就导致经济进入衰退，就好像通胀可能每年吃掉几个点的收益率，但是股票的下跌可能每天消耗美国人民几个点的财富，如果加息速度过快，经济直接进入衰退的状态，那么对美国的伤害会更大。所以它处于一个非常两难的状态。

股市的大跌很有可能反作用于消费，让整个经济进入负反馈的状态，所以说实话，我认为美国过去从 2020 年开始通过印更多的钱来推升需求，回让整个需求过度夸大。以及因为疫情影响了全球的供给效率，这段时间或者未来一段时间的供需错配对美国的挑战会更大。因为中国从来没进行过额外印钱或者消费刺激的这种拉动，所以对我们来说我们今天的处境更为从容。

还有一点，俄乌战争在某种程度是损害了美元的信用，因为我们可以看到，按照以往的规律，如果美债收益率从 1.5%上行到 3%以上，那么必定有一个结论就是新兴市场暴跌。但是我们可以看到这次并没有发生这样的情况，新兴市场的表现出奇的坚挺，

它的加息并没有带来大规模的回流。也许过去两年已经回流了不少，但是现在也可以看到美国加息或者美债收益率的上行，并没有带来一个新兴市场大规模的资金撤退。这或许也说明了一点，美国市场或者美元的吸引力在不断下降，。

欧洲的情况更为糟糕，俄乌战争似乎在不断消耗欧洲的资金，并且推升通胀，原油和天然气的价格暴涨，极大损害了欧洲的工业发展。欧洲的化工产业历史上第一次出现碳 2 和碳 3 裂解亏损，如果后面持续下去，少部分欧洲裂解的产能工厂将会被迫关停，这将会导致碳 2 碳 3 这些基础料大幅涨价，从而导致欧洲其他下游化学品的全线涨价，这个事情事实上已经在发生了。

同时高油价全面推升了欧洲的运输成本，欧洲的化工行业只是受影响的产业的缩影之一，其他产业也在不同的方面受到影响。与此同时，能源价格暴涨，同时也挤压了欧洲老百姓的消费能力。我们从荷兰的数据来看，天然气、水电等能源成本占老百姓的生活成本在去年是 3%，经过这轮能源价格的暴涨之后，尽管政府对一些中低收入人群有补贴，但是预计能源成本占普通老百姓的生活成本还是会达到 20%到 30%。通货膨胀的负反馈已经全面影响欧洲经济体。这可能会让欧洲面临着越来越大的经济压力。

上面探讨了主要经济体的比较，我们认为中国资本市场可能会相对越来越具有吸引力。在全球面临高通胀的压力之时，全球经济更需要中国经济复苏的拉动，需要中国继续向全球缓解通胀出一份力。大家知道过去那么多年，全球能保持低通胀的一个重要因素就是中国制造一直在为全球输出通缩。在今天，可能全球无论欧洲还是美国，都更需要中国。因此我们判断，未来一段时间，中国的外围环境可能会较之前有所好转。

回到国内的数据来看，5 月的社融数据是超预期的，但是数据的结构并不好，这意味着剩余流动性是一种持续的过剩，我们预计这会导致风险偏好不断上升。参考历史的经验，这种情形大概率要归结于成长股的行情。我记得特别清楚，2009 年 1 月，天量

的信贷数据，让很多看空的人都开始说结构不好，结构非常差。这都是票据带来的，但是没有妨碍天量数据带来后面 2009 年的大幅行情增长。

所有的天量信贷，或者信贷超预期，最开始的结构不可能是好的，但随着时间的推移，结构是会不断好转的。政府的逆周期操作必然会有实质的效应，这是毋庸置疑的。与此同时，我们可以看到还有一个问题，就是 7 月我们有上千万的大学生将会进入就业市场，这会让社会的就业压力进一步加大，这也将促使政府进一步加大刺激经济的政策力度，以确保经济的平稳增长。

经济复苏是确定的，剩余流动性过剩也是持续的，美国加息带来的资金回流力度也在边际减弱，这种情形之下我们认为市场大概率的表现是会好的。

最后讲一下我们对未来主线方向的看法。在全球大通胀的背景之下，未来几年的增量机会是在减少的，长期增长的业务可能会变得更为稀缺与珍贵。站在当下，未来比较明确的主线无外乎三个方向，第一个是能源线，第二个是自主可控线，第三个是消费升级线。

先讲一下能源线，能源线包括了现在炒得火热的原油、煤炭、风电、光伏、新能源汽车、储能等等，随着俄乌战争的爆发和碳中和战略的实施，能源的短缺和变革，也是未来很长一段时间无法绕开的全球性问题。相对而言，我们更偏好新能源而并非传统能源。对传统能源我们最重要是不知道怎么给一个长期衰退型的资产定价，对估值的把握也相对忐忑，因此我们对参与传统能源的机会是相对谨慎的，主要是我们不太懂。

然而我们更为热衷于风光车储这类型的新能源资产，尤其是新能源汽车。因为叠加汽车的智能化的长期趋势，新能源汽车无疑是未来十年最精彩的赛道，从去年底和今年初我们对新能源汽车行业表达了一个相对谨慎的态度，但是站在当下，我们认为有必要更为乐观看待新能源汽车的发展。

现在处于政府逆周期刺激消费的过程中，新能源汽车明显是受益的，补贴力度增强也缓解了高成本以及消费市场萎靡的压力。另外我们看到，越来越多有竞争力且酷炫的新能源汽车产品推出，产品的体验相对传统的燃油车进一步优化，优质的供给能力以及政策刺激不断加码，让这个渗透率提升过程会比我们之前预计的更为乐观。

与此同时，智能化的步伐依然在加速前行，越来越多酷炫的功能被引入汽车行业，汽车的产品迭代速度明显加快，大家去车展感受一下就知道了。汽车不再像从前的传统工业产物，更像一个快迭代的消费电子产品，迭代速度的加快，毫无疑问预示着整个汽车智能化进程在全面加速。

第二点我们讲一下自主可控线。俄乌战争的爆发，无疑让我们乃至全球都更清楚地认识到自主可控的重要性，自主可控线包括了半导体、设备、材料、软件等等，但是绝大部分国家实际上是并没有能力实现自主可控的，它们需要另外一家供应商，以实现自身的安全可控，这也意味着如果我们的自主可控有突破的话，我们的机会将不局限于国内，我们是世界的制造工厂，我们也是这些产品最大的需求方，这意味着只要我们把这个产品突破了，就不用太担心市场，我们是一个存量替代的概念。

当然考虑到全球经济的低迷，并不是所有的自主可控都是有机会的，机会并不是全面性的，而是结构性的。以半导体举例，近期由于手机、笔记本、家电等产品的市场需求萎靡，部分消费类芯片出现了产能过剩的状况。但是芯片的品类多如牛毛，并且不同产品的差异化是很大的，不同制程和不同工艺的产品产能也不完全能切换。就好像我们不能用生产更多的 CPU 来解决功率半导体的短缺，甚至连同样制程的模拟芯片产能，也很难替换功率半导体的产能。这决定了不同的半导体的过剩和短缺并存是常态。

但只要经济发展，半导体永远会有局部性机会。当这轮缺芯潮退了之后，大家会更清晰地看到什么公司才真正受益于自主可控的大趋势。另外低迷的芯片品类需求只是局部的，也有不少芯片品类可能长期处于供需紧张的状态，例如受益于风光车储爆发增长

的功率半导体，还有受益于汽车电动化和智能化的车规半导体，以及受益于全球芯片自主可控趋势的半导体的设备和材料。半导体只是自主可控的缩影，机会并不局限于此。科创板推出之后，我们看到了越来越多让人眼前一亮的公司，我们相信科创板会诞生一批又一批的牛股，解决芯片供需的不平衡将只是时间问题。

第三我们谈一下消费升级，我们认为只要经济平稳发展，消费升级的趋势是不会改变的。消费升级并不局限于白酒，它包含了几个层面，第一个层面是消费行为的升级，第二个是消费结构的升级，第三是消费心理的升级。消费行为的升级，意味着我们需要更好的产品，这意味着营销的效能是在不断下降的，消费者越来越聚焦于产品本身；消费结构的升级更多体现于我们追求更高层次生活的需求，例如我们过去更多注重物质层面的消费，现在是到了一个精神层面消费的转移。

消费心理的升级，是从最开始着重于功能性价比，到看重社交价值和品牌价值的一次升级。我们国家居民收入的方差还很大，其中还有大量的中低收入人群，不同收入群体消费升级的内容和形式都不太一样。但是有很明确的一点是，随着我们国产品牌的产品越来越具有竞争力和创新性，国人对国货的接纳程度也越来越高。

我们的消费升级也从崇尚洋品牌，回归到聚焦产品本身，这在汽车、手机等科技品牌当中表现是非常明显的，科技一直在改变我们的生活，越来越多中国科技企业推出了具有全球领先性的创新型产品，中国消费者也能第一时间体验到世界最酷炫的科技产品，这样老百姓对国产科技品牌的认同感就越来越高，这些都让我们深信中国科技品牌的崛起终会反哺到消费升级线产品中去。

以上是我们汇报的主要观点，希望能给大家提供有价值的信息。我还希望补充一点，尽管我们对市场是看好的，但是我们也可以看到昨天晚上美股依然是暴跌的，海外恐慌的情绪感染还是很有可能短期内干扰我们的表现。因此在外围环境动荡的时刻，我还是

建议投资者在基金投资上还是以定投为主，并不宜过于激进。面对如此变局，资本市场势必动荡加大，面对未来的风浪，我们也努力把稳船舵、破浪前行。

非常感谢各位投资者对我一路以来的支持，希望市场也能给力点，让所有的投资者都能赚到钱，谢谢大家！

6、鹏华基金闫思倩：新能源板块下半年思考与展望

作者：@鹏华基金闫思倩

时间：2022-08-09

主持人：这里是鹏华基金的直播间，欢迎各位进入我们的直播。在直播开始之前我要先做一个风险提示：

本次直播内容仅供各位参考，不构成投资建议。基金管理人承诺以诚实信用、勤勉尽责的原则去运用管理基金资产，但不保证基金本金不受损失，不保证基金一定盈利，也不保证基金收益。市场及基金的过往涨幅并不预示着未来的表现，大家应该在购买基金的时候阅读本基金的基金合同和招募说明书等法律文件，了解基金的具体情况。基金有风险，投资需谨慎！

今天非常有幸邀请到我们公司投资三部的总经理闫思倩总跟大家做一个交流，请闫总跟大家打个招呼。

闫思倩：大家好。

主持人：闫总最近比较忙，我们在线上很难得有这样一个交流的机会，我也是帮助大家提前搜集了一些问题，想对她本人以及她的投资理念做一个深入的了解。话不多说，相信大家已经等不及了，我们正式开始。

我看到很多人问闫总，看不看评论区，因为大家在网上，会在评论区里面对基金经理有一些评论和交流，看到这么多投资者支持你，你有什么想对大家说的。

闫思倩：感谢大家的支持，看评论区的时间确实不多，因为还是以业绩为主，尤其是之前管理三年多的新能源汽车的产品，它每天下面都有几十上百条评论，所以确实看不过来。但是定期的会梳理一些主要的问题，同事会反馈给我，对于大家一些关心的核心问题，尤其是投资上的问题，也会统一回复一下。

主持人：闫总确实是一位非常勤勉尽责的基金经理，在网上也和投资者有一定的交流。来到鹏华基金也有小半年的时间了，过来之后也和我们整个公司的投研文化进行了一个交融。您是怎么理解鹏华现在推崇的基本面投资，或者这种特色的基于行业层面的一些行业研究的呢？

闫思倩：鹏华还是比较鼓励对重点投资的一些行业和领域去做比较深入和独到的研究，包括细分的行业。从产业层面、公司层面，甚至整个社会的大的宏观背景去深入跟踪研究。其实培养基本面投研的态度是很明确的，尤其重视认知能力的培养，也非常重视对中长期角度的培养，还有在投资中会比较容易注意短期的业绩波动等等。其实深度的产业研究和深度的基本面的研究，还是能够更好地支撑中长期的投资业绩的稳定性和潜力的，所以对一些细分领域行业深入研究的理念，我还是觉得比较好的。

主持人：我们都知道一位优秀的基金经理，肯定是基于基本面的研究之外，在宏观层面也会有一定的把控的。大家了解闫总，肯定是由于她在新能源行业上突出的造诣，其实她在整个宏观层面的研究也是比较深入的，我们也可以再仔细地了解一下。

我看到很多网友非常关心女性基金经理在整个行业当中的发展，确实您觉得作为一位女性，哪些特质或者哪些特点对您的投资帮助比较大？

闫思倩：女生都是比较细心的，也比较踏实，尤其是研究中也有很多细节的东西，比如拆模型、数据、财务等等，很多细节的东西可能女性会做得比较细致。当然女生相对的敏感度也挺好的，比如对大盘的涨跌，包括产业发展过程中的一些变化和前瞻，也会有比较好的敏锐度。

女性的执行能力，我见到的女性同事还都是蛮强的，尤其是投资交易中，也是不拖泥带水的，比如对看好的和看空的，很多决策也是比较果断的。

主持人：思倩总是一个非常细心和耐心的人，这些特质也帮助她在投资过程中更加得心应手。听说您在工作之余，家庭生活也比较美满和充实，对兼顾工作和生活方面，您有什么可以对我们这些刚入行的同事分享的？

闫思倩：还是尽量兼顾吧，尽量取得家人的理解和配合，尽量大家都配合好，互相理解一点，可能效率会高一点。

主持人：确实，家庭是我们最大的后盾，也是我们温馨的港湾，相信各位屏幕前的您，平时也会有自己的工作和生活，工作只是生活的一部分，希望大家在工作之余把生活也照顾得很好。第一部分简单地了解了一下思倩总个人的生活，确实能在工作生活当中达到这样一个平衡的程度，我个人也是非常钦佩，所以您也是我学习的榜样。

下面回到正题，线上各位朋友最关心的就是思倩总的投资框架体系，还有对于新能源板块的观点。首先想请思倩总介绍一下，因为您是从工银过来的，您的投资理念和框架能大概给投资者朋友们介绍一下吗？

闫思倩：在投资上还是希望能够深耕产业，做比较深度的产业链研究，努力选出一流的公司。因为不管是投资哪个行业，对这个行业的研究都是非常重要的，当然还有产

业链上下游的验证也非常重要，我们也不能听一家之言。即便是新能源行业我已经接触十二年了，历史上我们看新能源这个行业的研究者非常多，大家的关注度也非常高，包括特斯拉，但是我们看过去华尔街也经常看空特斯拉，也有一些持有特斯拉的投资者并不能一直持有。当然这个过程当中特斯拉也经历了很多被质疑的关键时刻包括产能低，包括无法量产，包括很多次的现金流断裂危机……能够坚持投资它，也就更需要有行业深度和前瞻性的一些研究和判断。可见更深入的研究、更前瞻性的研究，确实能帮我们做出更好的判断。

选出优秀的公司不容易，即便是新能源这个行业，我们看过去十年它也是一个从无到有的行业。我们经常说做时代的朋友，做时间的朋友。每一个进入新能源领域的上市公司，企业家，也都希望能够把握住这个新兴的产业，做时代的朋友。但是最终能像特斯拉或者宁德时代这种走出来的一流公司，能成为国内的龙头，成为全球的龙头，甚至引领整个行业的技术和行业发展的这样的一流公司，其实是非常少的。

十年前我们就需要仔细去辨别，认真进行研究，选出好的标的。哪些公司是真的能够做时间的朋友，做时代的朋友的，这些才是一流的公司。拉长来看，我们的投资回报，可能会更可观一点。

主持人：闫总讲得非常通俗易懂，同时也很有体系。不管是大家深耕产业也好，还是做产业的研究也好，核心的目标都是要找到非常一流的公司，所以不管是在新能源这样的赛道，还是一些传统行业，扎扎实实的在公司层面维度做研究也是非常重要的。我们也关注一个行业里面的龙头，它进步的速度往往比行业的发展速度更快，所以它也体现了整个行业的前瞻性。

刚才提到了像特斯拉这样优秀的公司，我们也非常感兴趣，您究竟是通过哪些角度分析一个公司，或者看重公司的哪些竞争力，这一块能给大家简单讲一下吗？

闫思倩：我做分析师这些年，一直在新能源行业，而新能源是一个比较特殊的行业，它过去十年是一个从无到有的发展状态，它的发展速度非常快，技术的变革也非常快。所以在这样一个行业我们会看到，很多公司的技术领先是最重要的，因为整个行业的技术迭代和进步都特别快。所以在这样一个新兴的行业，很多技术创新和迭代快的企业，就能够特别领先。

第二点就是细分行业的格局，这也是非常重要的，我们看到整个新能源行业是一个快速发展的赛道，但是新能源里面还有很多细分的行业和小的赛道，比如锂电池或者隔膜、电解液，甚至风电、光伏，还有逆变器组件、硅料等等，它涉及到的范围非常广。在这些细分赛道里面，不同的细分环节的一些格局也是非常重要的。因为好的格局往往更容易有好的壁垒和好的赚钱能力，尤其是对于龙头来讲非常重要。

第三个就是供需的环境，因为即便是整个行业的需求很好，细分子行业的需求如果也比较好，整个行业需求快速增长，有些细分领域，比如镍、储能这种细分行业增速更快，如果供给端也比较稀缺，那对优秀的企业和龙头企业来讲，可谓是长坡厚雪，可以实现更加快速的发展。

主持人：谢谢思倩总的回答。刚才给大家做了一个重点的梳理，思倩总讲的三点不知道大家有没有记下来，我给大家重复一下，第一点是关于它的技术变化，能不能引领整个产业的发展，第二是整个行业的格局，包括一些技术壁垒，它的盈利能力，或者龙头的集中度，另外就是供需环境，供需是我们分析一些特定的板块，应该去关注的一个最核心的问题。对优秀企业来说，它可以乘风破浪、站在一个比较好的位置上快速发展，都和供需关系分不开。这是三个重点，请大家记一下笔记。

我看到直播间有朋友问一些问题，我们会整理大家的问题，后面给大家留一个问答的时间。刚才思倩总在第二个行业格局里面提到了赚钱能力，这也是大家平时去做股票或者做基金时，会关注一个公司长期的盈利能力，对这一块您是怎么看的？

闫思倩：一个企业的经营，短期的盈利能力可能会受很多因素的影响，包括我们看到疫情、海外的贸易摩擦、区域冲突，或者是海运费的变化，都可能影响短期的盈利。但是中长期的盈利能力，第一点首先企业家精神和优秀的管理层的影响是最重要的，对一个企业来讲，企业家精神是最值得我们认可的，应该说企业家精神才是企业的星辰大海。

我们看到很多公司拉长来看，或者回过头去看，大部分会受 CEO 一把手的影响，他确实确定了企业的发展方向，包括企业的环境，以及企业的风格，我们是追求技术和产品的极致化，还是做最高端的服务，还是把营销做在一线，最好的营销等等。

像特斯拉的马斯克，他就是一个非常有个人标签的企业家，他身上有创新还有传奇，但是更重要的是工程师精神。还有特斯拉历史上多次九死一生的经历可以让人看出他对电动车，对新能源的坚持。尤其是大家都不看好他的时候，也不知道什么时候能够量产，或者现金流随时断裂的时候，他还坚持做自己战略目标中的事情。所以无形中特斯拉整个公司企业的文化，都是在这种非常工程师精神影响下的，非常创新的一个公司。

马斯克也是，他很多时候都是在一线，直接在工厂解决问题，我们看特斯拉在书上提到过，很多时候马斯克做事情都是讲究第一性原理，就是把做事情，解决问题放在第一位，这是企业家本身的一些追求，以及企业家的战略和远见，这对企业的影响是很大的。

第二个拉长了看，整个公司的激励机制对公司的影响也很大。因为好的激励机制不止是能发挥出中高层的潜力，对普通员工的积极性和潜力提升也会得到很大的激励作用，公司的凝聚能力和创新能力能够进一步提升，在中长期都保持一个稳定进取的步调，这对公司整体可以保持不断创新、不断取得新的增长的能力培养来说也是非常重要的。

主持人：谢谢思倩总的回答。刚才这个问题是涉及到一家公司的长期盈利能力，这一块思倩总主要是分为两个方面，第一个是短期的盈利能力可能受到多方面的影响，但

是长期的盈利能力和优秀的管理层以及企业家精神是密不可分的，我觉得金句频出，今天讲的第一个金句就是一个企业的企业家精神，是他们的星辰大海。

怎么理解这个星辰大海，是因为他本身就像一盏明灯一样，指引着企业在正轨上发展，所以他更多的努力是重要的，但是方向有时候更重要，所以我们要解决的就是这些确立好企业发展方向的关键因素。

第二个是刚才讲拉长来看，一个公司的激励机制，包括一些股权激励，一些企业第一时间发布的公告，还有季报，我们这些业内的分析师和基金经理都会关注这些信息。如何从这样繁杂的信息当中抽丝剥茧，也可以体现出一位基金经理优秀的品格。在网上很多关注你的人一个是惊叹于您的产品业绩，同时又会关注您的产品回撤，因为我们都知道新能源的板块弹性往往比较大，弹性大意味着在某一个阶段性的时刻，可能会有比较大的波动。如何在投资的过程当中面对这样的市场波动，您在控制回撤方面有什么方法?

闫思倩：新能源确实要拉长去看，尤其是我之前管理的工银新能源车基金，从成立的 1 块钱净值，到今年我 1 月卸任，三年多的时间净值高点涨到了 4.7 元，所以它的收益率是非常好的，几乎每年翻倍的增长。但是中间的波动也是非常大的，尤其是我们看 2021 年的 3 月，市场跌的时候它跌得最多，所以行业的波动是非常大的。

目前来看，新能源的收益率，尤其是最近的反弹也是表现非常好，但是波动也是难免的。我们面对波动还是要做好基本面的研究，比如去年我们年初对新能源车的销量目标是 250 万辆，最终 2020 年的销量是 350 万辆，还是非常超预期的，所以整个行业的基本面在不断超市场的预期。我们不怕波动和下跌，只要基本面持续地超预期，尤其是在估值比较合理的情况下，板块未来的机会和空间依然是没有问题的。

在个股的选择上也可以控制一些回撤，比如选出业绩更好，基本面更好的白马龙头，或者避开一些低于预期的标的，当然有时候也可以反其道行之，就像我们年初经历的一段避开过于拥挤的赛道股，这些方面都可以考虑。

主持人：非常感谢思倩总的回答。刚才又出现了一个金句，一个产品的回撤不可怕，可怕的是我们没有办法找到基本面中持续超预期的点。我们要找到这些不管是被低估也好，还是产业行业层面有核心爆发点也好，要找到这样的赛道，才能在波澜壮阔的市场中走出比较独立的行情。

我们在做投资的过程当中也接触比较多，因为大家都是在投资的第一线，平时做一些投资的话，一定要明白投资肯定会有涨有跌。我们要用平和的心态，同时要确定你是谁，你和谁站在一起。这是你在回撤波动的情况下，保证自己心态的一个非常核心的办法。

刚才这部分是介绍了闫总的投资框架，包括她从管理产品以来，一些运作产品的方法，干货满满。还有一大波线上的网友对新能源这个板块非常感兴趣，大家对您的业绩也非常认可，也希望了解到新能源里面的领军者闫总，您是怎么看新能源板块的。

首先请您介绍一下您在新能源产业这块的投资背景。

闫思倩：新能源产业的投资背景，如果说这两年的话肯定还是碳中和，尤其是 2021 年 10 月中共中央国务院印发了《中共中央国务院关于完整准确全面贯彻新发展理念做好碳达峰碳中和工作的意见》，当然我们也能看到对于新能源车来讲，交通领域的减排，电动车还有一个智能化、网联化、电动化的发展趋势。当然低碳也是全球的发展趋势，去年不管是全球气候峰会，还是中美之间，以及我们的总书记下发的风光大基地项目，以及碳中和相关的各种相关的政策，不管是储能还是海风还是风电，还有光伏的整县推进，以及绿电交易，还有去年 7 月开始的国内的碳交易启动，都体现了这一点，这些项目在去年的进展都非常快。

这两年碳中和是整个新能源投资最大的一个背景。包括我们看到整个特高压建设的加速度，也都是为了我们的电网未来在打造碳中和的一个必经的阶段，是为了风和光的新能源发电占比能超过百分之七八十做好准备，所以未来储能也是一个非常大的市场。目前整个产业的背景是在这样一个既有消费端，包括我们看有些户用光伏和户用储能确实是看到了性价比、消费端的起步；又有科技的进步，包括无人驾驶的情况下的。

当然更大的背景是我们的制造业，以及中国能源行业，以及交通，整个电网这种碳减排，脱碳的全球趋势。欧洲也要开始征碳边境税，包括去年气候峰会上，中美签署了《中美关于在 21 世纪 20 年代强化气候行动的格拉斯哥联合宣言》，在视频中双方的领导人也就将来的碳税进行了多方面的沟通。当然现在也有相关的小组跟中美之间，以及欧洲之间进一步的对接，所以未来不管是碳边境税还是美国或者以联合国的名义制定的全球的碳税政策，目前都已经在逐步展开研究进程。

中国目前拥有着全球最大以及技术最先进的锂电池的产能和技术，我们也有全球最大的光伏组件的产能和技术，所以我们的碳减排，在新能源领域的优势是非常大的。我们可以优先脱碳，甚至可以帮助发展中国家脱碳。但看美国和欧洲以及日本，他们已经碳达峰了，他们的目标是碳中和。欧洲前两天出新闻提到，德国要在 2035 年就要碳中和，可能会稍微推迟一下，但是它要求 2035 年的风电和光伏的发电占比要超过 80%，所以全球在脱碳方面的速度都是非常快的。

相比之下我们国内还需要到 2025 年才能达到碳达峰，实现碳中和需要到 2050 和 2060 年，所以对我们来讲还有很长一段路要走。这个产业的投资背景也让我们发现，过去十年新能源只是经历了一个从 0 到 1 的过程，未来的 20 年，甚至到 2050 年、2060 年的三四十年，实现碳中和，新能源还有二三十年的阶段需要完成。那就是说这个产业的投资背景，从投资的角度来看也是跟其他的行业不一样的。

我们投资 A 股，尤其是选择成长股，大部分是做一些产业投资。其实很多公司的成长，背后是一个产业的发展周期。就像我们投资过的苹果概念股，它背后其实是智能手机渗透率的加速提升；而我们投资的互联网，是我们过去几年疯狂的网购情况的映射；我们还投资了美团，这反映了我们从不需要外卖，到开始点外卖，到离不开外卖的生活变化；还有半导体周期，云计算周期，我们也经历了房地产的周期，这些都是由他们背后的产业发展逻辑所决定的。

所以为什么曾经有人说投资新能源是一个时代机遇？因为我们 A 股经历的大部分成长股的产业周期是比较短的，包括手游，包括苹果概念股，包括云计算，包括 5G，它的投资周期都是几年就结束了。历史上称得上时代机遇的投资就是房地产，因为房地产至少有二十年的一个投资周期。

其实新能源也是，因为过去十年只解决了从 0 到 1 的问题，新能源车的渗透率也刚刚到 20 个点，未来我们至少还有一二十年的时间，等着这个投资的周期在不断地走向成熟。所以这是整个新能源产业投资的一个最大的背景。

主持人：非常感谢思倩总，让思倩总稍微休息一下，我们把这部分内容稍微梳理一下。刚才讲的是整个新能源产业的投资脉络，包括碳中和、碳达峰的概念，思倩总给大家做了一个整理。

我们也可以看到，在这样一个大国博弈的背景下，现在很少有国家之间能达成新的合作共识，能跟一些领域内技术先进的国家接轨，碳中和是一个现在全球达成共识的事情，作为一个投资的方向，刚才讲它至少还有二三十年的时间需要发展。伴随着我们国家一些基础设施的建设，我们整个的投资也会步入到一个正轨，所以请大家多多关注新能源产业的一些投资机会。

另外刚才思倩总讲到了，因为美国和日本现在已经达到了碳达峰，所以未来中国在这方面的压力是有的，这可能涉及到一些基础设施建设的行业、能源结构的转型，这块

也是有一个非常大的布局机会。可以看到从交通到运输、工业整个化工产业，方方面面都涉及到一些能源结构的转型，包括对低碳体制的探索。

现在包括上海、北京都有了碳交易所，很多时候会为这个东西弄一些指数，或者对企业提出更高的要求。这也使现在很多机构端开始关注这方面的投资机会。所以整体来看还是一片竞争的蓝海。我觉得未来细分的领域里面可能也会有一些值得我们关注的赛道，包括刚才思倩总讲的玩具、家用电器、新能源车、光伏、锂电，这些都是值得深挖的一些细分赛道。

之前感觉您在工银的新能源可能是配置新能源车的板块更多一点。

闫思倩：对。

主持人：顺着这个问题继续展开，您既然产品的名字叫新能源车，那您对新能源车现在这个板块，包括它的估值以及它未来的发展脉络，能给各位投资者简单梳理一下吗？我们就只谈新能源车。

闫思倩：工银新能源确实是投车比较多，可能工银生态环境一直对整个碳中和、风光、电网、电力投资的比较多一点。尤其是车市今年确实是经历了一个深 V， 4 月疫情比较严重的时候，燃油车也同比下滑了 47%，下滑 50%就相当于只有一半了。所以我们看新能源车在前四个月也受到了比较大的影响。当然总体销量上还是非常不错的。

但是我们回顾下来，新能源车今年年初的成本变动主要是由于碳酸锂的涨价。碳酸锂的价格从去年的 20 万涨到了今年高点的 50 万，瞬间涨了一倍以上，给锂电池的成本带来了 40%左右的增长，这个幅度非常大。当然我们也看到，由于 3 月的青山镍事件，镍金属也开始涨价。整个锂电池的成本在一季度，一两个月的时间，成本上升了 60%，于是锂电池企业也开始价格传导了。

于是我们在 3 月看到，所有的车企也开始涨价了，一直到四五月，到 4 月份，很多车企一个月连涨了三次价。一方面是疫情带来的进店量、销量的影响，另一方面就是整个产业链的涨价，由此带来了大家对销量的担忧。

但是我们看从 5 月开始，新能源车的销量还是恢复得非常好，渗透率一直在 20 个点以上，尤其是我们最近发的几款车，包括理想 L9 和长安的阿维塔。理想 L9 发售之后很快订单就超过五六万，销量非常好。大部分的车企到目前为止在手订单依然是非常好的，虽然我们会担心车涨价之后是不是没有订单了，但事实上我们现在去下订单，比如买一款比亚迪的车，它可能要五个月之后才能给你交货，如果我们现在去买一辆特斯拉，也是三到五个月之后才能交货。所以现在供不应求的情况也是反映了销售的上涨。

主持人：比较火爆。

闫思倩：虽然车价今年连涨三次，但是我们可以看到需求依然非常大。新发的车也卖得非常好，不只有比亚迪，还有长安、吉利，接下来可能长城也会出，新车特别的多。在这种情况下，新能源车的销量肯定在 4 月算是触底了。最近 5 月的反弹就是一个超跌反弹，因为确实是错杀了，基本面其实并没有出现下滑，所以销量也并没有什么可担忧的。大家的在手订单都有三到五个月，我们把在手订单交完可能就到四季度了，但是现在新接订单的情况也是比较好的，所以 5 月算是一次超跌反弹。

6 月我们看到国务院的稳增长会议，又提到了给汽车减免购置税的政策，国家拿出 600 个亿进行一些补贴，这也是对整个新能源车板块非常好的一个支持。同时可以看到各个省地也单独出了一些对新能源车的补贴，所以 6 月新能源车的销量又进一步的超预期，这非常好。新能源车板块几乎就没有怎么休息，一直在反弹，5 月在反弹，6 月在反弹，到现在可能有些研究的颗粒度特别细致的投资者，会看 7 月第一周的进店量，觉得是不是比 6 月最后一周环比有下滑，但其实每年的年中，尤其是 630 是上半年的一个结束，可能大家都会冲一冲量，做得多一点，所以这个只是非常短期的小波动。

我们看中长期，尤其是看整个下半年，我们预计 8 月之后还是会迎来金九银十的旺季，整个下半年都是旺季，所以新能源车的销量依然会很好。我们预计全年的销量依然会超过我们年初预计的 500 万辆的目标。我们预计至少会有 600 万辆，基本面情况还是非常好的。

主持人：非常感谢思倩总的回答，对整个新能源车板块，思倩总从上到下，对上中下游都非常了解。能拥有这样的同事也比较幸福，因为现在北京买新能源车需要摇号，我们在参与摇号的过程中，以家庭用车的目的接触到了新能源车板块。平时也会向思倩总进行请教学习，哪些车性能比较好，发展的潜力是怎么样的，包括它有一些什么样的核心技术。

我们发现一位非常优秀的基金经理，不能只做空中楼阁的东西，而是要对整个行业都非常熟悉，对整个投资框架都很清楚，这些是必备的。同时还要落地到产品。像思倩总对各个车型的产品，包括未来会出的一些型号都非常了解，也让我们这些准备进入到新能源车领域的准车主们，提前有一些启示。

谈了这么多我们可以明显感觉到，整个新能源车的赛道拥有比较广阔的前景，这不管是从订单的情况，还是对未来的预期，金九银十的环境，同时它前面的几波错杀，都可以看得出来。刚才思倩总也讲了大概的原因，价格下调之后我觉得它必然会经历这样的过程。没有阵痛，就没有办法走出持续独立的行情。所以希望大家能够带着我们对新能源车的一份好奇，一份兴趣，共同走进这个神秘又充满魅力的赛道。

我在这儿也给大家简单普及一个数据，现在国外的新能源车，或者新能源这个行业的发展，相比中国有利有弊，美国的电动化速度就比较慢，最近两年是相对比较落后的。回顾更早的阶段，比如 2021 年之前的很长一段时间，它是比较领先的，2018 年美国出台了税收抵免政策，有了这个门槛以后，慢慢的它的销量就受到了一定的打压，在这种情况下美国可以说是没有什么增长。

直到这两年，美国的市场才开始出现比较好的复苏，主要还是以消费的需求为主。2020 年拜登总统专门到福特工厂发表了演讲，说电动汽车是汽车工业的未来，中国在这场竞赛当中已经领先了。我们也可以看到现在很多互联网的巨头，百度、腾讯、阿里都开始进军互联网汽车领域，做新能源车。这方面之前我们也简单交流过，思倩总说现在互联网开始争相去争这块蛋糕，但是本身技术还不是很成熟，所以虽然我们现在在国内拥有比较多优质的新能源车车企可供选择，还是建议大家保持一双慧眼，要在鱼龙混杂当中甄选出比较好的品种。只有能够持续获得人们的好评，这个行业才会走出一个比较漂亮的曲线。

刚才谈到了新能源车上游中游的相关情况，这一块其实我们相对比较专业，但大家可能对这一块也不是很了解，您对它的上游中游的板块是怎么理解的，有什么自己的判断方法吗?

闫思倩：一款新能源车涉及到的产业链条特别多，比如可能矿会涉及到有色的矿，正负极隔膜电解液又是化工新材料，属于整个大化工；其中锂电池属于新能源，还有电机电控，还有整车，还有机械设备，包括锂电池设备，以及各个环节的一些设备；当然还有整个 TMT，因为一款车上用的摄像头，激光雷达、AI 软件的 AI 技术，以及最先进的无人驾驶的芯片，包括车上网络的连接，网联化，高精地图，当然还有很多创新的需求，包括喇叭功放，杜比特音等等这种非常高端的升级，还有 ARHUD 这种显示，都涉及其中。可以看到一款车涉及到的行业非常多，有七八个子行业，而整个 A 股有一大部分行业都在讲泛新能源的概念，除了白酒这种消费品，和医药、上游的大宗品、周期黑色以外，很多行业都在主打泛新能源。

尤其是我们的户用光伏，虽然创维集团也在做，但它是把光伏当作一个家用电器一样卖来户用。所以这个产业链条特别的长，如果我们只研究到矿，它还是有色的逻辑，

如果我们研究到车就是汽车股的逻辑，以及我们研究到高科技的东西，智能驾驶还是TMT 的逻辑，所以不同行业，逻辑也是完全不一样的。

商业的矿还是一个周期品，简单讲它讲究的只是一个资源的稀缺性。也就是说我们现在用的矿，比如到 2025 年，你的矿和别人的矿，比如天气也好，甚至氧化也好，大企业小企业，不同企业给我的矿，其实我用着是没有什么区别的，或者技术上也没有什么升级，它就是一个资源的消耗品。

但是我们看不管是动力电池这种有技术壁垒的不断创新的东西，还是说整个 TMT 领域，技术其实一直是快速迭代的。可能在 2025 年我们用到的激光雷达就非常便宜了，因为技术路线也是在不断更换的，我们用半固态、固态还是 flash 都有可能，它的技术路线和技术变革的速度非常快。可能到 2025 年我们再回顾一下，能发现变化还是蛮大的。

但是矿这个东西可能变化就不大，当然他们在估值上的差异也是非常大的，像今年尤其是碳酸锂，价格涨到了历史的高点，并一直在突破历史高点。所以我们看碳酸锂，即便是今年表现非常好，它的估值也只在 7 到 10 倍，非常便宜。但是我们可以看到很多，像激光雷达这些高科技的东西，包括一些新的产业技术的发展方向，包括一体化压铸等等，它们的估值都是相当高的，很多今年的估值都在 50 倍或者几十倍，明年的估值也都已经在三四十倍以上了，这和上游锂矿这种 7 倍 10 倍的估值是完全不一样的。

主持人：好的，谢谢思倩总的回答。希望各位直播间的朋友们多多给思倩总打 call，为这位美女基金经理加油打气。我们可以看到，大家对思倩总的产品也是非常关注的，这次也是见到真人了，确实正如直播间的很多朋友讲，思倩总非常漂亮、非常大气，这也都是思倩总的个人特质，也是属于我们的宝藏基金经理。

您来到鹏华之后，同事们都感觉到非常荣幸，非常开心。也希望您来到鹏华之后，让我们的新产品，包括管理到现在的沪港深新兴成长这款老产品能够持续为我们基民创

造价值。说了这么多，也请直播间的各位多多留言提问，我们争取在有限的时间里，为大家回答更多的问题。

现在直播已经过半了，我在这儿搜集了很多问题，挑选几个比较重要的向思倩总提问。再说一下具体的产品，大家可能对基金产品的关注会更多一些。现在在管的有一只鹏华沪港深新兴成长，这是一只思倩总接手两个月涨幅超过 50%的产品，规模在管理期间稳步提升，这也彰显了她非常优秀的管理能力。

在管理老产品两个月之后，最近有一只鹏华新能源汽车正在首发。对这样的基金产品，您的操作思路或者您的建仓大概的规划能给大家分享一下吗？包括过去的一些经验，以及对未来的展望。

闫思倩：我是 5 月 7 日开始挂名沪深港新兴成长，当时确实是在比较好的一个底部，因为我们看整个大盘和行业都是在 4 月 27 日创了一个低点，4 月 27 日的时候大盘也跌到了 2800 点，A 股投资者也觉得，我们 A 股本部分不可能一直待在 3000 点以下，因为我们的经济是比较有韧性的，整个经济的发展情况，包括疫后的复苏等情况都是比较确定的。

新能源的指数在 4 月的时候也跌破了 2021 年的低点，回到 2020 年了。我们回看我们这个行业，在 2020 年的时候，中国新能源车的销量只有 100 万辆，今年要有 600 万辆，这个基本面已经是 6 倍的增长，这只用了两年的时间，所以其实整个板块是不大可能待在 2020 年的，所以我觉得今年上半年的一些情况真的是超跌的。

事实证明，4 月底以来板块反弹得非常快。到现在这个位置，我认为整个行业包括前面讲的，下半年才进入行业的旺季，相信很多基本面会进一步超预期，包括我们看到最近这些硅料的价格刚要见顶，如果硅料的价格能够下跌的话，光伏，尤其是一些地面电站，大电站的项目会加速启动。

因为上半年受上游涨价的压制还是非常明显的，包括很多储能项目，最近也在加速启动，如果我们看上半年储能只装机 2 个 GW，全年 8GW 的目标，下半年就是上半年的三倍。还有一些风电的项目，我们看风电的招标海风今年都已经招了 18 个 GW 了，但是风电上半年的开工率并不是很好，因为大家觉得大风原材料一直在涨价，很多都不赚钱，所以大家不愿意装，但其实是在手订单都非常好。我们预计下半年风电的开工率和出货量，比上半年至少是两倍的增长，所以进入下半年是更好的旺季。

对新能源车来讲也是，下半年也是比较旺的，所以我们依然还有一个基本面超预期的机会，当然我们也还有一个展望明年进行估值切换的机会。如果整个大盘或者整个经济能够实现一个触底的回升，整个大盘在流动性比较好的情况下，能随着整个宏观经济滞胀的压力逐步走出来，A 股就能够进入一个相对牛市的反弹氛围，相信新能源车也会迎来一个更好的机会。

主持人：好的，非常感谢思倩总的回答。刚才说了很多金句，如果把握未来新能源的三个阶段投资机会，可能会在估值修复，包括超预期等等方面会有比较亮眼的表现。

并且思倩总非常谦虚，刚才讲到了她在接手之后，把这个老产品做了 50%以上的收益反弹，但是她归结为当时接手的时候在一个市场底部，把更多的原因归到了β的方面。但其实本身了解思倩总的都可以看出，她是一个α能力非常突出的基金经理，在这样的环境下，她可以通过自己的操作，在短期或者长期，包括通过价值投资层面的一些方法，选出一些比较优质的公司，做出一些超额收益。这是我们觉得一位优秀的基金经理非常好的方面，就是说在兼具β的情况下，努力做好自己的α，这也是我们各位去选择优秀基金经理的核心原因。

大家对点位都有一个判断，比如 3000 点，3000 点以下，3500 点、4000 点，但是如何在这样的反弹或者下挫的背景下，能够比别人跑得好，这就需要把专业的事情交给专业的人，思倩总目前也是拥有超过七年的从业经验，经验非常老到，在过去她的背景

我也给大家做一个简单的补充，她之前是在工银瑞信管理相关的产品，业绩非常优秀。近三年同类的排名都是第一名，在中短期有一个非常亮眼的表现，相信长期的业绩也会非常好。

她在今年正式加入鹏华基金，目前担任权益投资三部的总经理，兼投资总监，管理的产品有沪港深新兴成长，和最近在首发的一款产品新能源车，也请各位多多对思倩总的产品保持关注，感谢各位的支持。

最后还剩一点时间，我们想把这个时间留给直播间的各位朋友，看看大家有什么问题。后台的同事可以帮忙转发一下，看看大家有什么问题，我们可以现场向思倩总提问。

有刚刚进入直播间的朋友，没关系，我们的直播可以看回放，大家可以通过回放，了解思倩总从个人的部分到工作部分，从大的投资框架和背景，到后面对于细分赛道的研究，以及对大家新能源车赛道及相关板块的观点。整体来看内容比较充实，同时对整个赛道也有一个比较体系化的介绍。相信屏幕前的您通过这次讲授，也许不能完全深入的了解新能源车这个板块，但是一定能看到我们可以对于新能源车赛道坚定的信心。其实信心一直都有，不管它是波动前行还是呈现出一往无前的牛市状态，但是我相信这个板块它其实有一个比较独特的基本面支撑，就是它本身是兼具了技术面，有一些技术壁垒，和一些带有科技属性的板块。同时又符合了国家政策的指引，政策方面支持力度很大，刚才思倩总讲了，很多国家层面的补贴，对新能源车不管是投产还是前面的研究，都是有一定的帮助的。另外我们也可以看到，从落地端到商品端，大家的需求量非常大，我们的供需情况目前是一个供不应求的状态。大家平时可以去一些新能源车的销售网点问一下，基本都需要排队。这也是受制于现在的技术，之前我们聊过，锂电可能只是一个过渡的技术，包括能源的开采，还有后面技术的更迭，这一块如果进行演化之后，能够打通这个技术壁垒，相信还会迎来更广阔的发展。

锂电作为一个过渡状态，可能使很多汽车的产能现在还没有办法满足消费端的需求，但是这块还是在不停发展创新的。目前已经涌现出了非常多优秀的汽车品牌，像我们耳熟能详的理想、蔚来、小鹏，这些都是我们身边的新能源车，平时我在北京，我们可以看到路边新能源车的牌子是用绿色标出的，它是由单独的车管所管理，你去摇号购买，然后再去申购使用，现在去考驾照也是一样的，可以单独的只考电动汽车的驾照，这些都是新能源车领域的一些变化，这也体现了整个行业的一个非常宝贵的发展空间。

直播间里大家的评论非常多，大家很多的问题我们在刚才的讲述中思倩总已经讲到了，这位朋友问到，可能想请思倩总讲一下对一般投资者的一些投资建议，这一块我觉得您问的稍微有些笼统，我理解您的意思，可能是想问一般的投资者怎么做投资，是做基金投资还是股票投资？或者做新能源个股投资？您在心态或者技巧方面，能给大家做一个宏观方面的建议吗？

闫思倩：我觉得个人投资对新能源，就像我前面讲的，它跨的时间维度非常长，我们要实现碳中和碳减排，可能至少还有一二十年，包括进入全无人驾驶的时代也需要很长的时间。所以对这种赛道型或者产业型的投资，我们投资者可以自己先做一下了解和研究。其实新能源车也是一个消费品，如果我们发现周边的人，十个人里面有两三个人都觉得新能源车不错，或者对无人驾驶挺感兴趣，对我们的投资都会有很大的借鉴意义。尤其是前两年根本没有人关注电动车，也不觉得我们以后都要开一个电动车，现在已经是一个很大的进步了。

因为现在所有的车企都不再单独主推一款燃油车了，可能接下来的车企，大部分推出的都会是新能源车，或者即便推一款燃油车，也会分同款的燃油和纯电，增程式的和纯电的混动的。所以消费者一方面可以进行一些行业的基础知识的学习，另一方面也可以从产品的体验上，从周围渗透率的角度上感觉到新能源车的成长。包括我们现在续航能超过 1000 公里了，充电明年就会有 4C 的快充，可能两三分钟就能充两三百公里，

10 分钟就能充 800 公里，甚至整个碳中和，大家都可以做一些学习，有一些专业知识的了解，可能更有助于我们的投资。

另一方面尽量逆市或者定投，因为新能源车的波动是很大的，虽然我们拉长来看它肯定是向上的。可以想象五年后十年后，电网上百分之七八十的电基本上都来自于新能源，我们可能都开着智能驾驶的车了。这个确定性是比较强的，但是在这中间会有比较大的波动，在波动的时候还是希望投资者能够第一有一些基本面知识的学习，第二坚定长期的信心，短期要逆市一点，不要在跌得最狠的时候卖，不要在涨得最热的时候盲目去追。

主持人：好的，思倩总讲得非常清楚，也非常感谢这位投资者朋友的提问。其实我在这儿讲，可能大家刚才听下来思倩总讲得非常接地气，说要逆市做投资，要大家做定投。从我的角度来讲，我会跟着思倩总去做，我会买思倩总的基金，我本人也是思倩总基金的持有者。所以我是觉得，各位基金经理包括我们的研究员，他们会投入很多精力在行业研究、个股研究上，我们把专业的事情交给专业的人来做就可以了。

希望各位多多支持思倩总，多多关注思倩总的基金产品。最近也是有一只首发产品在做，希望各位在线的朋友多多关注，多多给我们一些支持。

今天的讲述就告一段落，本次直播用一个小时的时间，从投资框架，到后面新能源行业的发展脉络，向各位进行了一个梳理和汇报，希望各位能够喜欢。我们也希望思倩总能经常过来做客直播间，让各位能够更好地了解这位美女基金经理，了解我们未来鹏华新能源车的管理人，闫思倩的业绩表现。

7、钟赟×痛快舒畅：成长股布局能手 新能源你买了吗？

作者：@南方基金钟赟、痛快舒畅

时间：2022-08-09

痛快舒畅：Hello，大家好，这里是雪球直播间，最近的市场反弹幅度不小，市场的热情也再次被点燃。今天非常荣幸请到了南方基金的优秀经理钟赟总来到直播间，请大家好好聊一聊关于成长股的投资机会。

这里我们先简单介绍一下钟赟总，钟总是北京大学西方经济学硕士，具有基金同业资格，曾任国泰基金研究部行业研究员、招商基金研究部高级研究员兼中油制造组组长，投资四部的基金经理。在 2017 年的 2 月到 2019 年的 3 月，任招商优势企业，招商移动互联网基金经理；2017 年 12 月到 2021 年 9 月，任招商安润基金经理；2021 年 1 月至 2021 年 9 月，任招商稳健优选基金经理；2021 年 9 月加入南方基金，2022 年 1 月至今任南方潜力新蓝筹混合基金经理，欢迎钟总，也请钟总简单介绍一下自己。钟赟：谢谢主持人，今天非常高兴能够来到雪球的直播间，和雪球的各位投资者朋友做一个交流，也和舒畅老师痛快地聊一下最近的一些市场和股票的一些看法。

我个人的经历方面，刚刚舒畅老师已经介绍了，我是 2011 年入行，历史上看过电力设备、新能源、机械、通信等行业，做过这些行业的研究工作。2017 年的年底开始管理组合，先后管理过招商安润、招商稳健优选，在去年的 9 月来到了南方基金，从今年年初接手了南方潜力新蓝筹这个产品。

我个人是相对偏成长的投资思路，所以我主要是会挖掘一些能保持持续成长的板块，在这些板块之间再寻找一些个股的机会。

痛快舒畅：刚才钟总简单地总结了一下他自己的一些经历，有一个经历让我感觉到非常兴奋，因为钟总说他非常关注成长股。钟总能不能给我们总结一下，今年以来成长股的市场表现，以及为什么现在会有这样的市场表现。

钟赟：今年成长股大起大落，年初是从 1 月开始一直到 4 月，基本都是单边下跌的过程，之前的下跌主要是受几个因素的影响，1 月的时候主要是受美国加息的影响，那时候美债的国债收益率上升比较快，大家觉得美国可能要往回收流动性了，所以那时候有一个美国 10 年期收益率上升，导致无风险利率的上升，对成长股杀了一波估值。

到 2 月的时候就是俄乌战争爆发，导致大宗商品暴涨。大宗商品暴涨以后，很多偏成长的板块上游的原材料的成本也跟随着大幅上涨，这样大家会担心很多公司的业绩今年是否会下修，而下调业绩又势必会使得它们的股价有一定的回落。随着俄乌战争导致大宗商品暴涨以后，很多成长股又下跌了一波。

再后面到了三四月份的时候就是国内疫情的暴发，疫情持续的时间和感染的人数确实也都超过了大家的预期，其中很多物流、生产都受到了严重的影响。这样的话大家又会担心，起码二季度是受到了比较大的损失，全年业绩可能又要再下修一波。疫情还没结束的时候，大家还担心疫情会不会进一步扩散，另外就是对经济的担心，担心经济未来下滑的速度会不会超预期，最终又会影响对很多公司未来的前景判断。这些影响使得三四月份证券市场有一个快速的下跌。我记得成长板块基本上是无差别的、全军覆没式的暴跌。

到 4 月底的时候，由于总体感染的病例，每天新增人数都开始回落，加上国家在 5 月的时候又出台了一系列稳经济的措施，这样就使得大家对前景的预期有了一个明显的扭转。一方面疫情确实是在好转，另一方面是大家对经济的信心也开始恢复。随着国家陆续出台地产扶持的政策，刺激汽车产业增长的政策，还有一些刺激消费的政策，可以

看到整个力度还是比较大的，大家对后面经济的信心也在逐步恢复，同时对很多成长板块未来的前景又可以有一定的预期了，这样在资本市场首先会有一个估值的修复。

另外大家也会发现，疫情缓解以后，很多之前受到影响的厂商，后面都通过加班加点的方式，把之前受到的影响尽量弥补回来，这样对一些业绩的修复动作，也会让原来比较悲观的对利润的预期得到一定的修复。

这一波反弹也确实比较超预期，整个持续的时间都比较长。一方面随着之前压制的各种因素得到缓解，刚才提到了一个是疫情的缓解，经济的复苏，另外还有大宗商品的回落，我们可以看到从 6 月中下旬开始一直到现在，很多大宗商品回落的幅度也都比较大，之前大家对原材料的担心又会得到修复。

还有对美联储加息的担心，大家现在越来越觉得美国可能后面也要进入经济的衰退期，所以它加息幅度最大的几次可能也就是在最近了，后面加息的幅度不见得会太大，因为它自己也有经济衰退的压力。随着这些因素的缓解，就支撑了整个成长板块不断地修复，所以这一轮的反弹我们可以看到，股市行情基本也修复到了一二月的位置了，最起码把三四月的跌幅修复过来了，大部分都修复到一月的位置了。

所以今年整个成长板块，年初的很多因素也是偏黑天鹅的性质，包括俄乌战争、国内疫情，这些东西在之前都很难预料到，所以当时也形成了一定恐慌的冲击，现在虽然这些因素的缓解也让股市得到了修复，但总体而言今年确实还是影响因素比较多，整个投资也是比较复杂的一年。

痛快舒畅：刚才钟总说了一点，在今年年初有非常多的黑天鹅事件，但是黑天鹅事件过后，最近三个月整个市场的反弹力度还是比较足的，从反弹的速度包括反弹的涨幅来看，A 股也有了一个自己独立的行情。从钟总这个层面，我们在宏观上到底发生了哪些事情，或者哪几点根本性的变化，带动了近期的这样一个反弹？

钟赟：最重要的一个就是国家政策的重心，从之前的防疫逐步转向了稳经济，政策的转向对整个市场信心的恢复是有比较大的作用的。因为股市里大家炒的是未来，是对未来的预期，大家看到整个政策重心转向以后，就会对整个经济复苏的信心有一个明显的提升，这个可能是最重要的原因。

另外就是国内市场的流动性还是相对保持在比较宽裕的状态，毕竟我们的经济还是处于一个从底部缓慢复苏的过程，在这个时候国家是不会那么快地收紧流动性的。流动性宽松的环境，对股市也有一个比较好的持续支撑的作用，它会对整个板块，或者对整个 A 股估值的中枢都有一个比较好的支撑。所以流动性加上国家政策重心的转向，会使得大家对未来的经济有更强的信心。这两方面是最重要的支撑经济能够反弹持续的因素。

痛快舒畅：刚才钟总说了两个非常重要的点，一是政策，二是流动性。但是我们最近也看到，6 月底到 7 月中旬，市场还是有所波动的。我们如何看待这次的市场波动，它是属于获利盘要走了，还是大家正在观望？还是什么样的状况，能不能也请钟总给我们简单分析一下？

钟赟：确实，最近一两周市场有一定的回调，我觉得更多的还是因为之前反弹的幅度比较大，有一部分投资者可能会有获利了结的心态，觉得反弹以来的涨幅比较大了，可能会做一些阶段性的了结。从基本面的因素来分析，我觉得并没有太多利空的冲击，疫情在国内的好几个城市有小面积的反复，但是得到控制的速度都还是比较快的，也没有大范围的扩散，所以这只能说是一些小小的利空的冲击，国内股市没有看到比较大级别的一些利空的影响，所以我觉得更多的还是一个阶段性的获利了结的因素，再加上少部分疫情反复的因素，可能会导致有部分人的担心。

痛快舒畅：刚才钟总想表述的就是，整体市场无论是从政策还是流动性，还是支持整体市场向好的状态，这次的波动可能是整个向上波动的一个小的涟漪。钟总，您管理

的南方权益新蓝筹基金，最近的表现非常不错，您是属于哪方面比较擅长，或者基金主要偏向哪个方向，也给大家简单地介绍一下吧。

钟赟：我个人的投资框架刚刚简单说过，我喜欢从中观行业出发，寻找一些未来能持续保持中高增速的成长的行业，一些空间比较大的成长性的行业，跟随行业成长的思路，在行业高速增长期，赚业绩持续增长的钱。所以我会更关心一些偏成长性的板块，比如高端制造、半导体、医药、消费，还有一些军工，类似这种行业，可能是我个人比较偏好的。新能源因为是我做研究员的时候就覆盖过的行业，所以我对这一块也是相对比较熟悉和擅长的。目前以整个基金的持仓来说，新能源也是占有一个比较大头的仓位。

未来我会持续延续这个框架，不断挖掘一些新的行业，要能持续保持一个相对长时间的高增长，同时行业的空间要比较大，业绩弹性，或者对应上市公司业绩的爆发性也希望尽量比较强，这样的板块在有比较好的成长逻辑之下又有业绩的支撑，整个板块的股价会有一个持续的超额收益，我可能会比较喜欢这样一种投资思路。

痛快舒畅：刚才钟总的思路非常有意思，我简单总结，一个是逻辑，第二个是未来的增长空间，第三个是业绩的弹性。基于这样的几个要素，您整体选股的逻辑，包括选股的价值排序是怎么样的呢？

钟赟：我给大家简单介绍一下我是怎么选行业的。我主要是从中观行业出发，选择一些行业。怎样的行业才是未来比较有潜力，能成为市场偏主线行业的呢？我选行业主要有三个要素，我把它称为逻辑、业绩和政策。

逻辑就是指这个行业保持成长背后驱动的逻辑，怎样的逻辑是一个好的成长逻辑呢？我又把成长逻辑拆成时间、空间、弹性这三个要素。时间就是这个行业保持一个中高增速成长的时间，希望尽量的长，肯定是越长越好。我的标准一直是尽量选择能持续保持一年以上的中高增速成长的行业。如果你只是一两个季度，或者半年的增长机会，

那我可能就会关注得比较少了，我觉得你的持续性比较差，整个股价对应的持续性也会比较差，这是时间。

空间就是行业未来的天花板，希望它是比较高的。相对目前的市场容量，我一般是偏向选择起码还有三倍以上市场空间的行业。如果行业的天花板太低，给投资者的想象力就会比较差，股价涨了一波以后，大家觉得离天花板不远了，那它后续的持续性也会变得比较差，这是空间。

第三个要素是弹性，这个弹性指的是业绩的弹性，无论是对应行业的增速，或者行业里面主流公司业绩的增速，我希望这种增速比较高的，弹性比较大。我的标准一般选择尽量有 40 增速以下的行业，或者里面的公司。我偏好这种中高增速背后的逻辑，就是你能发现很多行业，或者行业里面的公司，它从景气开始到景气结束，估值很多都是下降的。就是说随着增速下台阶，它的估值也会有一个不断下台阶的过程，它的估值重心是会不断往下的。所以整个持有周期下来，想赚估值的钱还是比较难的，所以还是尽量希望赚业绩增长的钱。

既然赚业绩增长的钱，那就希望对应的业绩增速要比较高。这种复合增速比较高，对应股价的涨幅也会比较大，这样才能创造更好的超额收益。这是逻辑方面。

典型的满足时间、空间、弹性这三个要素的一些成长逻辑的行业，比如新能源、半导体、物联网，这些都是比较典型的满足时间、空间、弹性三个要素的行业。这些行业在它们业绩能够兑现的情况下，都是有潜力成为市场的主线行业之一。

再说一下行业的第二个要素就是业绩，业绩指的就是业绩兑现，比如我买一些行业或者公司，都希望半年以内就能看到业绩的兑现，这个业绩兑现一方面是对前面成长逻辑的验证，另一方面可能也会提高整个市场对这个行业的关注度，有了业绩以后大家才会更加确信你的逻辑，整个关注度也会提升。这样它也能加快估值的切换。

比如去年的电动汽车在五六月份的时候，大家就会按照第二年去给估值了，所以在一段时间之内，除了能赚到业绩增长的钱，还能额外赚一波估值切换的钱，它有业绩兑现以后，业绩和逻辑就会得到互相驱动，相互验证，使得这个板块在一段时间内持续给你创造比较好的超额收益，整个板块的持续性会得到很好的保证。

第三个要素是政策，在国内很多行业的景气度都会受到政策的影响，政策是会导致行业景气突变一个非常重要的因素，所以对政策要保持密切的跟踪。有政策加持的行业和没有政策加持的行业，在景气的兑现度和景气的持续性上都可能会有比较大的差别，所以在满足逻辑业绩这两个要素的前提下，如果还能有政策加持的行业，会是我更偏好的行业。

这三个要素：逻辑、业绩、政策，就是我筛选出的行业主要的一些要素考虑。这三个要素当中逻辑是最重要和最领先的，当一个行业有成长逻辑的时候，它的股价才可能启动，所以我对这三个要素的排序，逻辑是大于业绩的，业绩又大于政策。业绩是对逻辑的验证和实现股价的正反馈，政策更多是用来锦上添花，这就是我做行业筛选的思路和这几个要素的排序。

痛快舒畅：钟总刚才阐述得非常清晰，我也学到了很多。我简单总结一下，基本上从逻辑上就是时间空间和弹性，时间至少是一个中期的时间，空间三到四倍的空间，弹性基本上 40%以上增速的弹性，这是钟总对于逻辑的一个基本的定义。

从业绩的角度来说，一个是业绩兑现，第二是估值切换，从政策的角度来说，更多是关注政策的变量，相当于逻辑在先，用业绩支撑逻辑，用政策保证我的逻辑业绩能够在当前主要市场风格，或者要处在政策风格之上，这个确实让我也学到了不少。

从钟总的投资逻辑来看，现在在新能源领域有不少机构开始说，要重新定义周期和成长，不知道您是怎么看待在新能源领域的周期和成长的?

钟赟：每个产业链里面可能都会有一些偏周期的环节，也有一些偏成长的环节，确实新能源板块里面，偏上游的，或者一些偏化工性的品种，可能都有一定的价格的周期，这个就会体现在它主要的周期性上。比如最上游的锂，还有包括电解液，六氟磷酸锂，还有一些其他的化工添加剂，这些可能都会有一定价格的弹性，它会有价格的上涨和下跌，这样就会表现为对应板块的周期性。

里面也会有很多偏成长的板块，因为整个新能源可能就是一个偏成长的板块，它是有一个比较快速的量的增长的行业，这个量的增长会传递到行业里面的各个环节，大家都会有一个量的增长的可能性，所以这个主要体现为它成长的部分。

所以我觉得主要是对量和价的拆分，更多是偏重价的，它可能更体现为周期性为主，更偏重量的成长逻辑的，可能就是以成长为主，可能就是侧重点的不同。当然很多板块会有量价齐升，有些可能是量跌价升，可能都有不同的关系，但是总体来说就是看哪个因素占主导。

痛快舒畅：我能不能这样理解刚才您说的周期和成长，对于有价格波动的上游或者原材料，它更偏向于一个周期的状态，但是对中游或者下游更靠我们说的增量的部分，更类似于我们说的成长的定义，不知道我这样理解是不是能简单的阐述一下您刚才表达的。

钟赟：对，就是价格波动相对比较小的，可能成长属性更强一点，价格波动比较大的可能就会周期属性强一点。

痛快舒畅：在一些细分领域的投资机会，比如上游的锂矿，我们作为投资者来说，我们的投资机会和应该注意的风险都有哪些？我们会看到这两天集中发布半年报的企业的一些业绩预增，有一些企业，特别是锂矿类的企业，业绩增长是非常迅猛的，会不会出现大部分利润都集中到上游了，反倒是对下游利润的侵蚀？包括锂矿资源的价格，是如何传导到整个新能源车的产业链的？

钟赟：锂价之前从新能源车爆发早期的时候，刚开始的时候锂价可能就是 4 万到 5 万一吨，现在到了 40 多接近 50 万，价格差不多翻了 10 倍，确实是占据了产业链利润的大头。价格能涨这么多，还是跟锂这个环节供应的周期，或者锂扩产的周期有关，这个行业的扩产周期，因为锂是一种资源，它是具有资源的属性的，它的开发要有一个锂矿的开发，还要有一些配套的建设，所以开发的周期比较久，一些老矿可能需要有一年多，一些新矿可能要两三年甚至更久才能开发出来。所以它确实受到扩产周期的影响，造成价格持续上涨。

因为整个下游的需求大家都知道，新能源车这一两年都是极其快速的成长，上游的供应跟不上，这种相对紧张的供需情况，就导致锂价有一个持续的上升。往后看锂的上涨到现在也有接近两年的时间了，从 2020 年下半年，大概就是 7 月份，那时锂价开始逐步上涨，到现在有两年的时间了。现在锂也算是一个暴利的行业了，所以上游锂的开发商，他们都是在加大对锂矿的开发力度。

锂矿的开发还涉及到政府的审批，所以这方面在时间上会有一定的不确定性。所以从下半年来看，估计锂价还会维持在一个相对较高的位置。因为通过现在的观察来看，整个下半年能够得到明显锂矿供应释放的机会并不是特别大，下半年又是一个需求相对大的旺季，是汽车销售的旺季，相比上半年的，会有一个明显的增长，所以锂价环比还是会有一个大幅的增长。

所以我个人估计，锂在今年下半年可能还是会维持在相对较高的位置。到明年下半年风险因素可能会更多一些，会更加确定一些，就是它可能向下的趋势。明年上半年还是要观察一下锂矿的开发进度，这可能是需要不断跟踪的，因为它涉及到的环节比较多，中间开发的一些程序都比较多，比较复杂，所以可能需要进行持续的跟踪。

锂价的上涨也确实导致了整个产业链价格的上升，我们看到电池价格也在涨，整个汽车的车价也在随着上涨，今年以来很多新能源车的价格都上涨了好几万，但是我们可

以看到它对整个电动车销量的影响是不大的。在驾驶体验上，电动车拉开了和燃油车的差距。无论是操控性、智能化、整个车身座舱的一些设计，还是外形的设计，整体给消费者的体验是明显比燃油车要好的。相信很多开过电动车的朋友都不会再去开燃油车了。

当消费者的体验达到一定的高度以后，大家就愿意为这种体验所产生的价格差付费。所以即使新能源车提了一些价，但是我们可以看到整个需求还是非常旺盛，整个新能源车的很多车型现在交付期都要好几个月，整体还是呈现出一个供不应求的状态。

所以我觉得整个下半年，电动车的景气度还是会比较高，产业链的利润还是有比较好的保障的。虽然锂矿的价格涨了很多，但是也基本都是往下游传导出去了，价格的传导都还是比较顺畅的，所以整个产业链利润的影响我觉得并没有受到太大的影响。

痛快舒畅：刚才钟总说了，关于新能源车的下游，其实新能源车的下游就是整车企业，这些整车企业每年的产值和利润情况到底是什么样的，您对这个利润情况是一个乐观的判断，认为今年涨幅会非常好，还是有什么样的不同见解？

钟赟：新能源车的产值可以参考整个国内汽车销量渗透率的情况，比如国内每年卖 2500 万辆乘用车，电动车假设今年是到 650 万辆，这 650 万辆除以 2500 万辆，就代表当年渗透率的情况，或者新能源车占总汽车销量占比的情况。这个数值今年可能不到 30，在 25 到 30 之间，所以它占整个汽车行业的产值可能就是在这样一个水平。

我们可以看到电动车的增长也是比较符合经典的新产品对老产品替代过程中，渗透率快速提升的框架的。很多行业，尤其是 to C 的一些行业，当它出现了一些新品，尤其是这个新品对老产品有一些功能性的碾压，或者体验上的碾压的时候，这个新品就会开启一个比较快速的渗透率提升的过程。这时的渗透率一般是迈过了 10 的门槛，有比较明显的口碑效应，或者明显得到了消费者的认可，这个时候它会开始一个持续快速的渗透率的提升。

从 10 到 50 的渗透率，就是一个快速提升的过程，它可能会从三四年、四五年的时间就会从 10 的渗透率到 50 的渗透率。到了 50 的渗透率以后，它的增速才可能开始变缓，因为一方面它的基数比较大了，另一方面是总会有人喜欢老产品，有人怀旧，或者他有一些执念，迈过 50 以后它的增幅可能会放缓。

电动车今年是二十六七、二十七八的渗透率，离 50 还有接近翻倍的空间，所以我觉得它的增速在未来的两三年还是会相对保持比较平稳高速的增长。

痛快舒畅：刚才您说的这个关于渗透率的情况，包括关于整个新能源车产业的情况，我对新能源车也一直在长期跟踪，刚才您说的渗透率，是在去年 4 月的时候，渗透率刚刚突破 10%，到今年 4 月的渗透率，比去年 4 月基本上翻了一番还多，差不多到了 23%到 24%的状态，这就非常符合刚才钟总说的框架，它本身的业绩增长，以及整个市场空间，这个确实是跟您之前的逻辑是能一脉相承的。

今年我们看到在新能源领域，光伏的表现也是非常好的，从您的视角来看，您觉得目前光伏的估值到底是高还是不高，它的景气度能够持续多久，它是不是一个比较优质的投资领域？

钟赟：影响估值的因素有很多，包括成长的持续性，增速的高低，还有未来市场空间、竞争格局，这些东西都会影响一个板块的估值。对光伏行业来说，因为可以看到这个行业未来的成长空间很大，它的成长空间简单可以用发电量的比例来衡量。在国内整个新能源中，光伏、风电加起来，占国内整个发电量的占比大概在 10%的水平。未来随着一些电网配套的加强，包括储能的配套，我觉得这个发电量的占比，未来到六七十甚至更高达到八九十都是有可能的，但是它需要其他一些配套的措施和电网安全的保证，所以它的成长空间其实是很大的。这其实是一个存量的概念，它是占总的发电量。

从增量的概念来说就更大了，每年光伏装机的增速都会保持在相对比较快的速度，它的成长空间也比较大，增速比较快，持续时间大家都会看到比较长，所以这个板块还是可以给一个比较高的估值的，比很多成长板块给的估值还可以更高一些。

如果只看 2022 年的动态估值，很多光伏的估值已经 40 倍以上了，有些可能更高更贵，一些逆变迁，五六十倍、六七十倍的，甚至更高的可能都会有了。但是它往往也都是跟增速有一定对应的关系的，明年的估值可能很多又会回到 20 多、30 多，就是在 20 到 50 这个范围之间。

最近除了我刚才说的一些上涨，对应今年的业绩涨幅之外，可以看到现在大家是在加快对整个新能源板块估值的切换。很多人愿意看明年的估值，因为觉得你业绩的增速是比较确定的。今年和明年都能兑现出这样一个比较好的估值的增长，大家就会提前进行估值的切换。现在整个新能源板块的估值，大家可能基本都是往明年去看，就是看 2023 年你的估值还贵不贵。

2023 年我刚才说了，它的范围大部分还是处在一个 20 到 50 的范围，大部分是二三十倍估值的水平，这样和它业绩增长的匹配度还是比较好的，它很多业绩增速可能还是会维持在 40 以上，或者最起码 30 以上。明年二三十倍的估值还不算，最起码是没有什么泡沫的，还是一个相对合理的位置，所以未来就是要看这个行业的兑现度。比如在目前的市场预期下，大家预期你明年行业增速 30，你是不是能兑现出比 30 更高的增长，比如明年又兑现出一个 40 以上的增长，那么股价自然会跟随有一定的上涨。

所以我觉得总体来说，估值还并不算特别贵，还是处于一个合理的范围。

痛快舒畅：我刚才听到钟总说了，现在大家已经开始预判明年的业绩增长了，这确实也是比较考验投资者对整体格局的判断能力。钟总能不能跟我们聊一聊储能这个板块在这段时间的表现，以及包括下半年和明年有没有一些像您说的，像光伏这样的这么优秀的增长空间?

钟赟：储能大概分为两块，一个是户用的储能，一个是大型电站配套的大型地面储能。从今年的情况来看，储能的两块都是处于一个爆发的元年。在欧洲因为俄乌战争的影响，很多家庭担心能源的安全，包括电价的高涨使得他们更愿意配一些户用的储能，加上户用的光伏，光伏+储能的配套，就可以保证很多家庭自发自用的情况，可以减少从电网那边直接购买电力的需求，这样对家庭的开支会有一个明显的节约。

我们看到在俄乌战争以前，或者电价上涨以前，一个家庭光伏+储能的配套，回收期可能需要七八年。在今年电价暴涨以后，现在的回收期可能只要三到五年，是四年左右的投资回收期，也就是说它的经济性得到了大幅提升，这样就刺激了很多家庭在这方面做出转变，这一方面是经济性的刺激。

另一方面就是我刚才提到的安全的考虑，大家也会担心俄罗斯后面如果切断了对欧洲天然气的供应还有石油的供应，会不会出现电力的紧张，家庭如果自己能自发自用的话，就会缓解民众对这样一种能源的焦虑。这两种因素的刺激下，我们可以看到今年整个欧洲无论是户用的光伏还是户用的储能都是一个爆发性的增长，户用储能主要是靠国外市场的爆发，也跟今年的俄乌战争密切相关。

在国内的电价相对还是比较低，我们基本上是全球最低档的水平，所以国内家庭的储能现在的经济性是不高的，投资回收期还是比较久的，所以国内户用的储能现在并没有爆发。但是国内地面电站的储能，在最近几个月随着政策的出台，现在我们可以看到很多独立的大型储能电站，不停地会有一些招标建设的信息出来，这也是因为原来国内一些储能的电站是没法儿主动参与一些电力的交易的，更多的是被动地等电网的调用，经济性无法得到很好的保证，更多是满足政府强制配储的规定，配套的储能。今年政策有了转向，允许独立的储能电站可以参与一些电力的交易，另外能够自主参与一些电网的辅助服务，这样就会使得独立储能电能的经济性得到了很好的提升，所以国内一些大型电站的储能，我们可以看到今年是有了一个爆发式的增长。

这两方面情况的叠加，就使得整个储能市场今年基本成为了一个增速最高的板块，在新能源里面也属于是一个爆发的元年。所以我们看到今年整个储能板块，基本可以算是最亮眼的一个板块，也是涨幅巨大的，这跟整个行业基本面的重要边际的变化是密切相关的。

往后来看，整个储能市场的提升空间也还是非常大的，我刚才说了今年是它的元年，未来整个储能的市场空间会随着新能源装机占比的不断提升，储能也会有不断的提升。其实储能主要的成本无非就是锂电池，还有一些逆变器，这些成本也是有下降的空间的，所以如果储能的成本进一步下降，家庭的储能相信在未来也会有一个爆发的可能。

所以整个储能空间也是很大的，包括它未来一两年的增速可能也会在新能源板块里面排在前面，所以这个板块也是值得大家持续关注的。

痛快舒畅：刚才钟总给我们分享了两个非常有意思的观点，第一个就是在用户储能侧，更多的是 to C 的家庭储能，第二个是在发电侧或者是配套侧，更多是 to B 的储能。to C 的储能主要解决个体家庭用电的问题，to B 的储能在规模和量上都非常大，第一个是解决新能源配套，平衡整个电网安全的角度，同时它也是一个强制配套的状态，但是实际上我们看到储能还有一个非常有意思的事情，近期有一个文件说，三元锂电池不建议它用在储能的范围里，这个会不会反过来对锂电池整个的产业链条有一些影响？

钟赟：三元更多的是一种安全性的考虑，但是一些磷酸铁锂的电池还是可以用的，因为很多锂电的产业链，很多电池企业同时会做三元电池和磷酸铁锂电池，所以我觉得它对锂电的产业链不会有一些根本性的影响。即使切到一些新的电池技术，比如现在大家比较偏好长电池、液流电池这些，其实主要的生产商也都是原有这些电池的玩家，它不会对行业的格局有一些根本的冲击，所以我觉得对相关的公司肯定不会构成一个非常重大的影响，只是在不同的产品之间可能会有一些切换。

痛快舒畅：我们刚才已经谈到了新能源的上游，包括锂，中游包括相关的电池，以及下游。其实新能源还有一个板块就是风电，风电在上半年的表现到底是怎么样的，未来整个风电的发展，包括招标，包括大订单的情况，您是怎么看的?

钟赟：风电这个行业的成长逻辑是这样的，从去年开始，整个风电的机组开启了明显的大型化的技术进步。一个风电机组原来是 3 兆瓦的功率，现在可以做到 5 兆瓦、6 兆瓦，单台机组功率翻倍以后，对同样一个风电场，假设是一个 50 兆瓦的电场，你原来用 3 兆瓦的风机的时候，可能要用 16 台风机，现在换成 6 兆瓦的风机以后，只要用 8 台风机，使用的风机数量减半了，这样对应在施工上，你要打的桩位，数量就会减半，同时数量减半以后带来吊装的施工量也是对应的减半了，土地占用的面积也大幅缩小，风机功率翻倍以后，对应的体积和重量并不是一个翻倍的关系，它可能是二三十的增长，这样对土地使用的面积也能大幅度的节约，这样就带来整体风电场建设的成本有一个大幅度地下降。

这样再来看整个风电投资项目的回报率，我们一般把它叫作 IRR，那么可以看到它投资的内部回报率有一个大幅的提升。现在在陆上风电项目的 IRR 能到 10%以上，这是一个非常高的回报率了。在海上风电，随着风机大型化，还有一些施工成本的下降，现在基本也实现了平价，很多项目也都可以做到 6 到 7 的 IRR 的水平。未来风机的大型化也还是在持续推进的过程当中，现在是以 5 兆瓦、6 兆瓦的机型为主，也有 7 到 8 兆瓦的新机型在设计当中，或者体现在明年的招标当中。这样整个风电的建设成本会随着机型大型化的进一步提升，而实现会进一步的下降。整个风电的发电成本，或者度电的成本又会有一个下降，经济性会进一步提升，这样就会刺激市场对整个风电装机的需求有一个持续的超预期的上浮可能。

风电的装机也是有前瞻的指标可以观察的，我们主要观察风电风机招标的情况。去年风电的招标量是 60GW 出头，对比前年大概是翻倍的增长，今年的 1 月到 6 月，风

电招标量有 50GW 出头，基本上快赶上去年和前年了，同比的增速也是接近翻倍，90多的增速，这个前瞻指标就会使得大家对未来风电的装机保持一个比较乐观的期望。所以我觉得风电的成长空间还是很值得期待的，它的发电度电成本能逐步向水电看齐了，在各种发电形式里面还是非常有竞争力的，所以我觉得也是值得大家重点关注的。

从它的股价表现来说，今年年初首先整个风电的原材料价格有所上升，风机最主要的原材料就是钢材，因为无论是它的轮毂的底座，还是很多塔筒，这些东西都跟钢材有关系。俄乌战争导致钢材的价格跟随着其他的大宗商品一起有了一个快速的上升，所以年初整个风电板块受到了比较大的影响，有比较大的回调。

另外风电这个行业也会受疫情的影响，因为它的部件比较大，在国内疫情管控的时候，很多发货都是不太正常的，所以装机也都被迫延迟。在上半年装机延迟和原材料价格上升的双重因素制约的情况下，风机板块在 4 月以前出现了大幅的回调。之后随着疫情的缓解和钢材价格的回落，整个板块在最近又有了一个非常好的表现，这是对之前阶段性的一个利空因素的修复，所以整个板块呈现了非常好的增长。

另外今年整个海风板块是一个比较超预期的情况，海风的一些项目，除了各个省会出台一些“十四五”的海风规划外，整个规划的量还是比较超过市场预期的。另外原来大家没有预期到的一些项目，比如来没有出规划的省份，也会出台一些新的规划。

今年欧洲也大幅提高了海风建设的目标，包括陆风建设的目标也有大幅的提升。这个和之前提到的，他们在寻求一种能源安全，这和提高整个新能源发电量的占比，都是密切相关的。所以整个风电未来成长的确定性还是比较清晰的。

痛快舒畅：其实风电是非常明显的例子，它相当于是因为一个技术推动，大幅降低了整个风电的建设成本，让风电的可行性到了另外一种状态。包括因为整个业绩的增长，和其他需求的增长，带来的整个行业的增长。其实这里就非常有意思了，引出一个大家经常会问的问题，在我们看好的行业里，特别是在钟总看好的行业里面，我们总会发现

有α或者有β，在您看来这些行业里面，它们的α和β分别是什么？作为我们投资者应该如何挖掘这样的投资机会？

钟赟：一般我们说β对应行业的增速，行业的增速会带给这个公司的β有多高，我们一般是这样定义。α一般是指这个公司自身的α，就是它有没有超越同行竞争对手的能力，无论是成本，比如有成本领先的优势，还是品牌力比别人更强，或者渠道建设的比别人更加完整，分布范围更广或者更均匀，这些可能都是对应的α，所以在投资上确实是像舒畅老师说的，可能要同时关注β和α。

β有高有低，对应的行业增速有些是高有些是低。我们可以简单举一些例子，比如在光伏行业里面，我们可以看到今年逆变器这个细分行业板块的表现是非常强的，基本是领涨整个光伏板块。为什么呢？这就是跟逆变器对应的行业β有关，它的β比其他板块的β要高。

因为一方面光伏产业里面要用到逆变器，另外储能里面也要用到逆变器，这样逆变器行业除了有光伏行业带来的增长，还有储能带来的增长，或者是有第二增长曲线，这样是有两个β的叠加，就相当于是一个更高的β。更高的β就会带来更高的增速，还有对未来成长更强的确定性，这样市场都会给你一定估值的溢价，这就是一个β的例子。

提到α我们也看到，光伏里面像隆基股份这就是一个特别有α的公司，因为它的硅片成本是比同行竞争对手都要低的，这个和它在工艺方面的控制，和对整个流程的精益求精都是有密切的相关性的。这就导致它在市场的份额增速很快，因为很多制造业市场份额的提升往往都会被有成本优势的企业占领，它会利用自己成本的优势，不断攫取市场份额，就形成公司自身的α，能获得比同行竞争对手更高的增速，你的份额提升就会比竞争对手更快，这个其实就是一种α的体现。

所以作为投资来说，确实要同时关注这些方面，还涉及很多维的分析。

痛快舒畅：从去年开始，整个新能源板块里，无论是风电、光伏还是新能源车、甚至锂矿，都已经有了不小的涨幅了，我们应该如何看待现在的涨幅，是要止盈，还是说我们认为未来还有更大的成长空间？

钟赟：股票看的还是未来，那就要看这个行业未来的成长空间是不是到头了，是不是结束了，或者说现在股价是否高估了未来的成长。从我个人的理解来看，整个新能源板块和它未来的空间来比，现在的估值还是不算高，最多也就是合理，甚至有些板块还有低估的。虽然最近很多新能源股反弹得比较多，这是因为有很多新能源股从去年四季度就开始下跌，一直跌到今年的 4 月，中间跌幅回撤的幅度也是非常大的，腰斩的股票也有很多，所以创新高的股票现在有一些，但是可能也还不算多数。所以我觉得如果把视野再稍微拉长一点，从下跌那时候开始算，它们的涨幅并不大。

往更长远的未来来看，它们的成长空间都还是很大的，确定性也是很高的，一方面是它们自身的经济性，可以看到无论是光伏、风电，在经济性上现在都已经达到了一个比较好的水平。另一方面又有政策的大力扶持，现在国内国外很多国家都是大力推动新能源的建设，所以确定性比较高，电动车也还是处在一个渗透率快速提升的阶段，现在的渗透率还并不是处于一个新危险的状态，或者离它的天花板还是有比较大的空间的。所以我觉得整个新能源现在可能还没有到泡沫化，或者一定要止盈的地步。

往中长期看，放长持有的周期来看，我相信新能源板块也还是会给大家带来一个比较好的回报的。

痛快舒畅：时间过得很快，快要结束的时候，钟总能不能给大家对当前的配置给到一些个人的建议？

钟赟：对投资者来说，无论是买基金还是买股票，都要有一种中长线的思维去思考持有。要拉长时间来看，整个股市给大家带来的回报率，在众多的风险资产里面还是不是最高的，不考虑杠杆的情况下，它还是不是一个回报率最高的资产。要获取复合的回

报，还是要以更长的持续周期对应来看，才能获得比较好的回报。如果说想在里面做一些波段，最终可能会得不偿失，所以我还是建议大家以更长线的眼光看待国内的上市公司和基金。

因为我们现在接触非常多的企业，我们可以看到确实很多中国公司的竞争力，在全球来看也还是非常强的，而且差距还在不断拉开，所以我觉得中国企业增长的前景都还是非常值得期待的，大家还是要以更长线的思维去参与投资。

痛快舒畅：好的，时间过得非常快，一个小时跟钟总的沟通，马上就快结束了，我是痛快舒畅，非常感谢钟总今天的分享，也感谢直播间朋友们的陪伴。今天的分享就接近尾声，欢迎大家关注痛快舒畅，也关注钟总，包括钟总管理的基金。

节目最后我再做一个风险提示：对任何一个用户而言，在购买基金之前一定要做好风险测评，选择与自己风险能力相匹配的产品和投资方式。本次直播内容不构成任何投资建议，请投资者独立决策并自行承担风险。过往的业绩不预示未来的表现，投资需谨慎，请详阅基金的法律文件，希望今天的直播也能够给大家有所帮助，请大家多多关注南方基金的直播，多多关注南方基金旗下的各类基金产品。

今天钟总给大家分享了自己的投资的框架，无论是逻辑、业绩包括政策的思考，还是对行业，对公司的α、β的挖掘的思路，相信都能给到每个投资者非常好的学习的机会。今天的投资分享就到这里，大家可以关注左上角的关注按键，我们下次再见，感谢钟总的参与，谢谢。

钟赟：谢谢雪球的各位投资者朋友，也谢谢舒畅老师非常专业的主持，谢谢大家！

8、周寒颖：风口浪尖的中概股未来走向何处？

作者：@景顺长城周寒颖

时间：2022-07-07

周寒颖：大家下午好，这里是景顺长城一起“港”投资系列直播间，我是景顺长城基金经理周寒颖，这已经是我们系列直播的第三场了。前面我们邀请内部的同事和外部的券商朋友讲了教培行业、互联网平台这两个大家非常关注的话题，这一期我们非常荣幸的邀请到了天风证券科技首席执行官孔蓉女士和我们一起分享讨论从去年到今年，大家关注的中概股话题。

在接下来的直播中，我们将详细聊一聊中概互联网政策和未来走向，以及今年港股美股的投资策略，也请孔老师跟大家打一声招呼。

孔　蓉：各位下午好，我是天风证券的孔蓉。我们看境外投资市场，包括港股和美股，包括我们也研究前瞻的科技趋势，今天非常高兴能跟大家一起讨论中概股，这也是从去年以来整个市场非常关注的一个主题。

周寒颖：是的，中概股从去年 2 月 8 日的最高点，到今年 3 月 15 日的最低点，跌了 60%。从 3~4 月的双底部到现在，也就反弹了 25%，距离高点仍然有 50%以上的空间。所以在今天的直播间，我们主要想讨论一下风口浪尖的中概股，是否已经迎来了新监管政策。

2022 年以来我国政府一直在不断强调数字经济健康发展的战略意义，我们也可以看到监管的步伐和倾向也发生了巨大的变化，请问孔老师，您是如何看待过去的互联网监管政策，对未来监管政策的走向有怎样的预判，监管在未来的支持方向方面是始终偏紧，会起来还是维持现状？谢谢。

孔　蓉：谢谢寒颖总，关于互联网公司的监管，也是从去年以来大家讨论的非常多的话题，我们看到媒体上从去年以来的讨论也非常多，大家也非常关注。互联网这个行

业经历了近二十年的发展，前期是一个快速野蛮式的生长，前期有一批在全球市场都是非常优秀的公司成长起来。但是另一方面也带来了一些负面的效应，所以这样一些监管，我们觉得是利于这个行业未来持续健康发展的，也会促进整个互联网公司未来有更多创新的中小公司不断涌现。所以从整个监管的发展和监管的基调上，是利于行业的发展的。

当然了，我们再回顾一下从去年年底以来，可以看到政府的高层也在不断表态，数字经济其实是未来十年我们国家一个非常重要的战略布局。平台经济作为数字经济非常重要的组成部分，未来也会支持整个数字经济的健康发展。从今年的 1 月再到今年“429”的非常重要的高层的政治局会议，都提到了支持平台经济的健康发展。而且我们看到在今年的 4~5 月，政府高层也是比较密集的在对平台经济积极定调，这对我们未来看待这个行业它的监管，以及评估它整个的价值，是会回归一个相对平常和理性的心态的。这对我们投资者来说，未来的可预期性也是在逐步增强的。这是我们在监管层面看到的目前的进展。

刚才还提到了非常重要的一点，是未来我们看这个行业的监管会怎么样。因为大家关注的是去年一年的互联网监管情况，可以看到我们步入了监管的常态化。未来这个行业的监管是不是会趋紧，或者是它会以什么样的形式出现，我们能够看到的，并且前面也在强调的是，平台经济和互联网公司作为数字经济非常重要的组成部分，是有非常重要的战略意义的，它们在数字经济发展的过程中，有很重要的人才储备、资源储备、技术储备的作用，这些都为我们国家发展数字经济提供了非常有利的前提条件。

所以我们觉得未来整体的监管的确会步入一个常态化，未来监管和发展也应该是并重的。对整个行业，比如大家都很关注，下半年的监管基调会怎么样？我们觉得刚才提到的两点总结一下，监管的可预期性其实是在提升的。在市场逐步消化监管和政策的影响之后，未来大家更多关注的是基本面，以及整个行业的价值回归。

周寒颖：是的，这一点我也非常赞成，我们看国家“十四五”规划里面，数字经济作为实现中国经济高质量发展是上升到了一个战略过程，在数据作为第五大生产要素，对于整个国民经济的赋能，效果是非常明显的。在两大生产力里面，产业数字化和数字产业化，共同构成了推动经济发展的两大力量，其中互联网公司只是作为数字产业化的一部分存在，它在整个 GDP 的占比不超过 20%，但它过去的增速非常快，接下来我们看到数字经济的主要推动力是产业数字化，包括传统第一产业、第二产业、第三产业的数字化的过程。

我理解现在数字经济里面这些互联网公司的监管，其实是对于生产关系的梳理，先把蛋糕的切分给做好了，后面再一起做大蛋糕，所以对整个互联网参与的数字经济的角色扮演来说，我觉得是至关重要的，是不可缺失的一环。

孔　蓉：没错，我再稍微补充一下，刚才讲到“622”深改委的会议里面也提到了，未来要支持平台经济，服务中小企业，以及在国内外的双循环下，体现更重要的价值。对未来的监管，市场已经逐步了解了，更多的还是看在国家整个大战略之下，它能够发挥什么样的价值。

周寒颖：是的，我们看到中概股在游戏版号方面，已经在满帮和 BOSS 直聘恢复新用户注册，APP 上架方面也已经呈现了非常积极的变化，这些股票也体现出非常强大的估值弹性，从底部反弹了 30%。接下来可以预测的一些监管利好的变化有哪些呢?

孔　蓉：从监管上来看，大家非常关注的就是对金融科技平台公司整体的处理。从 6 月 22 日我们看到非常重要的深改委的会议里，对金融科技平台公司有一个比较明确的定调，会把它纳入监管，也认同它未来是支持整个经济活动的非常重要的组成部分。所以这样一个定调之后我们也在期待，它整体的整改什么时间可以完成，未来是否可以重启大家非常关注的整体上市，这个也是我们在今年的下半年以及明年非常关注的问题，这也是市场上从去年以来大家就非常关注的话题。

对未来，整个监管和政策里面我们还关注一的环，就是关于满帮和 BOSS 直聘的新用户的注册，这个也是进一步增强了市场的信心，对平台经济监管政策前期的梳理也到了一个新的阶段，这些是我们接下来要逐步期待的。

当然还有一点需要补充，对游戏版号大家也非常关注， 在今年的 4 月和 6 月一共发放了两次，未来大家也很关注，从今年的下半年是不是也会步入一个游戏版号的常态化的发放，毕竟对于游戏公司，对于互联网公司也是一个非常重要的市场信心的提振。

周寒颖：是的，上市公司受到版号延迟发放的影响，对他们游戏当期的影响还是有一些的。像中概股的这两家公司，新用户注册暂停了一年的时间，所以截止到中报我们看到新用户注册、收入增速都还是会受到影响。但是从三季度往后看，应该会能够恢复正常。

孔　蓉：刚才寒颖总也提到了游戏版号发放，数据安全审查等一系列政策的变化和影响，能否请寒颖总也为我们详细地讲一讲，这些措施是如何影响互联网的基本面的?

周寒颖：我们通过对游戏公司的研究发现，生命力长的、用户数多的常青树游戏，能给游戏公司提供非常长期的现金流，让他们的估值维持在高位。在历史上头部的游戏公司也是因为大的游戏生命周期的波动，呈现了估值的波动。在接下来我们如果能拿到版号，相信也能让我们看到新用户、用户时长，包括游戏的变现能力的提升。海外的业务估计最快在明年的上半年也能够看到积极明显的变化。

除了游戏以外，数据安全审查最早就是去年的 7 月滴滴上市，把满帮和 BOSS 直聘一起带上了数据安全担忧的范围。但是数据安全其实是分类管理的，如果是涉及到地理信息系统、敏感性的数据，那这些审计底稿确实是不能在美股披露，给到 PCAOB，这可能就会面临退市的危险。但是像满帮、BOSS 直聘，它的数据就不是那么敏感，在接下来它们在审计底稿提供的这些数据，经过中美双方当局的认定，可以维持上市的话，其实也不太受影响。所以我们觉得中概股的监管是可以分类看待的。

前面我们主要讨论了中概股的新监管政策，接下来我们想再讨论一下中概股退市方面的进展。

孔　蓉：刚才寒颖总从开篇就提到了美股市场，特别是中概上市审计底稿，在前期引发了 3 月中概股大幅的下跌。那中概目前的审计监管、政策进展是如何进行的，这也是市场非常关注的问题，也想请教一下寒颖总。

周寒颖：我们看了一下最新披露在美国 SEC 官网上的官方底稿，美方在披不披露这个事情上的态度是属于原则性不让步的，但是怎么披露，什么时间披露，选择什么样的公司披露，不披露又怎么样，在这一点分类管理上，在中美合作方面其实是有洽谈的基础和空间的。我们参考了一下法国和德国，他们在美国上市的这些股票其实也经历过所谓审计的风波，最后是通过双方当局进行一定的磋商，在披露问题上进行分类管理解决的。

我们相信后面双方的沟通，也能够按照中国监管部门倡导的，从解决问题的目标出发，以专业的方式开展平等磋商进行。我们对协商的展望是乐观的，在时间点上大家认为最早是 2024 年的 3 月年报的时候要全部披露完，在去年年底拜登签署的一项法案里面，市场预期提前到了 2023 年的 3 月，但我们觉得更大的概率应该还是会放到 2024 年的 3 月，这是我们的判断。

大家可能会问，中概股审计监管的 PCAOB 是一个什么组织，它是一个什么法案，现在有多少家公司纳入了名单呢?

孔　蓉：关于 PCAOB 前期的讨论也比较多，它其实是一个美国的会计组织。在 2019 年的时候，美国的参议院也提交了一份美国公司的问责法案，在 2020 年的 5 月和 12 月，参议院和众议院通过了这个法案，在 2021 年的 12 月，外国公司问责法就正式生效了。在去年年底，整个 SEC 也通过了最终实施的细则，进入了执行阶段。所以在今年的 3 月 8 日是 SEC 首批将 5 家中国公司列入无法调查的暂定名单。

虽然这是一个政策的执行步骤，市场也有一定的预期，但是当时对市场也有一定的冲击。现在我们看到在暂定名单里面还是有一批中国公司列入了名单，我们期待这些问题能够得到解决，我们对这个问题相对也是比较乐观的。

我们观察到美国国会也有一些安全立法，里面提到了刚才寒颖总提到的将交易禁令从三年变成两年，如果发生一些极端的情况，是不是有什么其他的选择呢，对美股上市的中概股还有什么其他的解决路径呢？

周寒颖：我们了解到现在的展望还是比较乐观的，有三种方案帮助中概股解决这个退市担忧的问题。第一个就是先在美国直接私有化，然后再到港股上市，有这样一个方案，但是我相信大部分的上市公司不会选择这一种，因为这个方案的成本比较高、时间也比较久。

第二个就是双重上市，在之前像小鹏汽车已经体现得很明显了，它纳入港股通的速度是非常快的。但是现在美股港股均是第一上市地，在互不联通的情况下，像对百济神州、小鹏的审计审核的严格程度，跟港股的 IPO 是一致的，很多公司都在采用这种方式登陆港股。像我们前面关注的贝壳、哔哩哔哩，他们之前上港股是用第二上市的方式，最近也在积极申请双重上市，最快 10 月最迟明年 3 月就能纳入到港股通的名单。

第三种是二次上市，像之前的京东、网易、阿里都是用的这种方式，它的优势就是上市速度快，缺点就是由于快，门槛比较低，所以要纳入港股通。这个标准还可能进一步提高，起码在现在来看，二次上市的公司是暂时不能纳入港股通的。

未来我们相信大部分的中概股都会选择双重上市或者以二次上市的方式回到港股，ADR 和港股市场的普通股之间可以进行完全兑换，一次性的抛压可能也只会局限于少部分交易不活跃的股票。我们之前看到的阿里、网易、京东，现在他们的 ADR 转换到港股的比例已经超过了 50%，中国香港已经成为了他们实质意义上的第一上市地，这一

块的口径能否放开，使他们纳入港股通？我们觉得也是存在一定的可能性的，只是现在还有一定的不确定性。

我们刚才对中概股的新监管和中概股退市进行了短时间的讨论，接下来我们想看看针对流动性方面的冲击，请孔老师简单介绍一下中概回港的历程，长期和短期来看，市场普遍关心的流动性的问题要怎么解决？

孔　蓉：前期我们看到了，陆续有很多中概公司准备回港。因为在过去这么多年，有非常多优秀的互联网公司登陆了美股的中概板块，受到了非常高的关注度。它们也是一批非常优质的公司。接下来如果回港，大家可能又会关注另一个问题，就是会不会有流动性的冲击，以及这个流动性的冲击对港股市场是怎么样的。

如果我们回顾一下 2018 年港交所修订的上市规则之后，就会发现从那时起就有一批公司在逐步回港了。包括最早的百济神州。到了 2019 年，我们看到阿里，包括 2020 年京东、网易也开启了回港的步伐。在 2021 年看到百度、哔哩哔哩也开启了回港的二次上市。

刚才也说到了，他们回港的二次上市和传统意义的港股上市有所不同，他们主要的上市地还是在美国。相当于可以这样理解，他们更多的是把一部分股份放在港股市场进行交易，相当于是一次增发。所以从整个交易上来说没有入通，这样南向的资金是没有办法配置的，所以大家也非常关注这些公司未来能不能入通。他们能通过什么样的方式入通，刚才寒颖总也提到过了。关于这一块我们也做了一定的测算，未来可能有 64 个中概公司也符合二次上市或者双重上市的要求，这些公司如果回港，我们的观点认为还是应该动态地看待这个问题。

一方面因为港股市场的流动性，可能会带来更多的增量资金，如果回顾过去我们也能够看到，更多好的优质资产登陆一个市场，它会带来更多的增量资金和全球投资人的关注，这些公司我们可以看到的确是优质的公司，如果从动态的视角来看，未来不论是

从南向资金的配置，以及全球资金的配置，可能也会带来更多的增量进入港股市场，我觉得这是一件非常好的事情，所以其实对于流动性的问题，倒不用过度的担忧。而且整体也会提升市场的活跃度。

而且现在能看到，很多中概公司把回港当作一个非常重要的战略的选择，这也是今年下半年以及明年可以持续期待的。

周寒颖：是的，活水养活鱼，我感觉好公司上港股，能够活跃整个港股的投资氛围、交易量也会明显提升，也能获得多元化的投资者结构。刚才您提到有 64 只中概股符合回港的标准，那您有没有测算过，在这方面他们的融资额有多少，能帮我们量化一下吗？

孔　蓉：我们看不同的统计口径，如果是双重主要上市，可能现在是有 50 多将近 60 只股符合基本条件，合计市值在 1750 亿美金，占比 87%。如果是第二上市可能有 21 个中概公司符合基本的要求，合计 1190 亿美金，这些公司在未来一段时间可能是符合条件的。但是具体登陆按照什么样的时间节奏，可能对市场会有不同的影响。当然这是我们一个初步的测算。

接下来想请教一下寒颖总，与之前的躁动和焦虑相比，市场还普遍担忧以目前港股的体量和流动性，能否支撑这个庞大的中概回流，这其实还是关于流动性的问题。所以想请教，如果从以往港股市场扩容，对于恒生综指流动性的影响是怎么样的，如果产生这样的冲击，有什么样的渠道可以缓解？

周寒颖：如果我没记错，中概股现在有 250 多只，有一些是国企有一些是民企。其实像中国海洋石油这样的国有企业，已经通过回 A 股上市解决了中概股退市的问题，并没有选择港股的原因是因为它原来已经在中国香港上市了，所以中概退了之后又直接回到了 A 股。

而对广大的民营企业来说，我相信回港还是会成为第一选择。但是我们也看到，像阿里、京东、网易、百度、蔚小理这样的公司，他们虽然都已经回到了港股，但他们的增发新发的比例并不高，也就是 5%到 8%。如果用这个模板推算未来的潜在融资需求，整个中概股回港的需求大概在 700 亿到 1100 亿港币之间，跟我们担心的总体 1 万多亿的市值来说是不一样的，因为只有 5%到 8%的融资需求。

另外我们也想强调流动性的双向性，好公司能引来更多的投资人和流动性的资金，所以这些好公司在经历了这么大的政策监管和自身盈利瓶颈之后，还能重新回归到一个高增长的状态。回到中国香港上市，一定会迎来更多的投资目光，吸引到新的投资者，所以流动性是双向的，好的标的会迎来更多的流动性资金配置。

总结一下，一方面分国企民企，另一方面分增发的比例，第三方面就是有好的标的能引来南下资金长期的投资资金注入到港股市场。所以综上所述，我们觉得风险在短期来看是可控的。

孔　蓉：对，我非常认同寒颖总的观点，我们在前期交流的时候，大家对流动性的影响还是非常关注的。但是如果从动态的视角去看这个问题，好的资产必然会引来更多的资金去配置，因为钱也想生钱，所以我们觉得未来因为整个资产质量还是在不断提升的，港股市场的机会往后我们还是比较看好的。

周寒颖：刚才花了这么多的篇幅介绍中概股的新监管、退市和流动性的冲击三个方面，第四方面我们想进入到大家比较关心的阶段，就是后续港股也好、中概股也好，上涨的核心动力的解析。

港股、中概股是否已经迎来了属于他们的投资机会?

孔　蓉：市场也有观点，我们看到大家一直以来都会说港股很便宜，长期也有一个折价。另一方面大家也会说便宜有便宜的原因。那么您是怎么看待过去五年港股处于低

估值的原因的呢？特别是港股市场也比较特别，一方面它受到内地经济的影响，又因为它是一个国际市场，所以另一方面它也受到全球经济市场的影响，您作为一个非常资深的港股专业投资人士，您认为港股指数的决定因素有哪些，它历次上涨的核心动力都来源于哪里？

周寒颖：这是大家普遍关心的问题，我想从三个方面阐述我的观点，首先我觉得港股的流动性是大家需要非常关注的点，因为不同于 A 股市场，港股的离岸市场中，欧美资金长期占比比较高，而且受海外流动性的影响比较大，所以海外金融环境的收紧，会对流动性产生明显的影响。

在市场好的时候，大家会把估值的倍数放到 2025 年，三年以后，再按 10%的折现折回来。市场流动性缩紧的时候，大家就只看当年，甚至当年的 PE 都能跌到 0.5 倍的 PEG，或者是低于净现金的程度，所以我觉得流动性是影响港股估值的一个最深层次、最主要的β因素。

第二个方面，从市场结构的角度来看，之所以说港股低估值，我们要把它分成两个板块来看，一个是新经济，一个是老经济。老经济像金融、地产、工业、能源、公用事业这样的行业，它常年的估值都是偏低的，常年呈现价值股的状态，在市场最底部的时候，他们的股息率比较容易用来衡量他们的低估值的状态。在今年的 3 月 15 日，港股历史低点，PE 静态恒生指数达到 6.8 倍的时候，这些高股息的传统经济呈现出了历史最高的股息率的状态，确实是低估值的。

另一方面像新经济这一块，主要是医疗保健、可选消费、信息科技，这一块是港股最具有成长性的新经济，这些标的估值是处在历史的底部。过去这几个行业经历了非常大幅的估值波动，现在看来确实是处在历史的底部，这个是我们需要分别看待港股成分的角度。

第三点我想从盈利的角度来讲，盈利是驱动股价中长期增长的一个最主要的因素，中长期的盈利预测决定了他们长期的估值倍数，短期的盈利决定他们相对的短期 PE 变化。港股有很多早中期的股票，成长股早中期，像创新药、互联网，他们都呈现出一个亏损的盈利表观，但是从中长期来看，他们的商业模式决定了他们实际是有一个比较高的盈利能力的，所以早中期的成长股在港股的盈利变化不如他们的估值变化大，估值又是由市场的流动性决定的，所以我认为在港股投资，无论是低估值还是高成长的股票，我们都应该首先关注流动性，第二再关注他们长期盈利的增长态势。

现在我们看港股确实是在历史的底部，中枢恒生指数应该是在 11 倍的 PE，现在是在 8 倍左右的 PE，最低点在 3 月 15 日达到了 6.8 倍的历史底部的区间。如果放在港股整个 PE 分位来看，现在的恒生指数、恒生科技指数也是处在一个相对历史底部的位置，所以我觉得现在港股的低估值是受到了流动性的影响。

今年以来港股的流动性是有明显好转的基础的，第一是国内的经济增速企稳回升，二季度是最低点，三季度比二季度要好，四季度比三季度要好，而且这个盈利好转能持续到明年的上半年。另一方面中国的经济增长和美国的经济增长已经走出了明显错位的周期，所以这一轮港股跟 A 股反弹的幅度，明显要多过美股下跌的幅度。

我们这里看到最近一个月恒生科技指数涨了 8.9%，近三个月涨了 7.1%，这两个数据明显好于纳斯达克指数-8 和-21 的幅度的，这也充分说明，在经历过暴跌之后，恒生科技指数，包括医疗板块这些高成长的个股，都已经体现出了相对独立的行情，我们预计这个行情还会持续。

说到全球环境，也想跟孔总探讨一下，现在美股从高点下来也跌了 25%到 30%了，现在这个表现您觉得是已经全部见底了吗？如果后面美股继续下跌，对港股和 A 股的影响会比之前更大吗？复盘过去港股的走势，您对现在港股后市预期怎么样？

孔　蓉：从去年以来我们看到自从美联储开启了加息步伐之后，整个市场的反应也非常激烈，有很多非常好的美国科技公司，在整个美股的表现，前期回调特别多，所以一直有很多投资者问，什么时候是布局美股的机会。前期美联储的股息我们也提到了，可能大家也非常关注它未来一段时间对加息的表态，所以我们觉得美股可能未来还会有一个调整和波动。

在这样一个背景下，怎么去看港股以及 A 股就特别重要。首先是 A 股，因为今年中国的整个经济政策是一个相对宽松向好的状态，也是底部回升的状态，所以今年 A 股市场从 3 月以后，整个的表现是非常独立的，前期的反弹力度也非常高。再到港股，一方面有着来自美股的影响，可能是一个相对有一些持续波动的影响，另一方面我们又看到，因为 A 股非常强韧，所以也影响到了港股这段时间的表现，以及美股中概的表现会产生什么样的影响，我们也一直在紧密跟踪。

我们发现今年非常特殊，能够看到的是整个港股市场随着刚才寒颖总提到的，前期一直是在反弹，而且是体现出了优于纳指的表现。在未来大家会更关注，今年美股市场以及全球的经济环境，或者是美国的经济周期是否会跟中国不一样，未来港股市场作为受境内和境外两个市场都有影响的比较特殊的市场，它会怎么表现。其实从历史上看，一般港股跑赢美股和 A 股的时候，主要是在全球经济危机之后，比如 1998 年的亚洲金融危机，2000 年纳斯达克泡沫的破灭，2009 年的金融危机，所以港股主要受益于整个基本面的修复和全球流动性的扩张，它往往更有弹性，我觉得这一点也是需要强调的。

一方面大家一直提到港股非常便宜，原来的表现看起来也同时受两边市场的影响，但是另一方面我们觉得还是要看到它本体更强的属性，这可能也是中美两国的货币政策的错位产生的结果。所以在未来我们也有一个看法，就是只要人民币不大幅贬值，美联储的加息对港股市场就会相对可控。我们觉得可能会有波动，但是整体的影响还是一个向好的趋势。

所以如果是看今年的下半年和 2023 年，港股可能也会作为一个非常重要的避险选择，获得资金的流入。一方面这个市场比较特殊，它有中国经济非常强的支持，另一方面也由于前面提到的更多的优质中概和好公司进入港股市场，所以对港股来说，我们对下半年的展望还是相对乐观的。

从基本面的角度来看，可能更多的关注点也在于疫情后的稳增长政策的落地，消费需求的复苏，以及企业在降本增效方面获得的一些成效，所以其实美国的通胀并不是主要的影响因素。这一段时间能够看到港股市场的表现也是相对独立的，而且前期从 5 月以来的反弹，一方面是由于互联网监管的可预期性提升之后迎来一波反弹，另一方面通过近期的表现我们也能看到，整个市场的关注度也在持续扩散，由原来的互联网公司，扩散到港股更多的行业，包括被低估的和受前期滞胀影响的一些板块。所以对今年来说，我们觉得还是处在历史的低位，港股的配置时机已经到来了。今天也很高兴，在这样一个时间点和大家做一个交流。

在今年的宏观背景和政策面下，刚才我也提到了，这里也想再请教一下您，您对今年下半年的港股怎么看，从短期您怎么判断港股投资和互联网的基本面，如果中概回港之后，港股市场整体的地位会怎么样，包括互联网整体的政策方面又怎么看？刚才我说了一下我的观点，现在也想跟寒颖总再请教交流碰撞一下。

周寒颖：孔总的问题有好几个，我一个一个地尝试回答。

首先您问到港股是否迎来投资机会，我觉得站在今年的角度来看，市场的 W 底在上半年已经看到了，3 月 15 日和 4 月 20 几日，两次都没有再创新低，那时候是整个市场基本面预期最差的时候，也就是国内疫情严重的时候。在那时候大家预期的二季度基本上是泡汤的，到现在我们看到 6 月的 618 还有复工复产的进度，特别是生产端的封闭式的管理，让我们看到 6 月能迅速赶超 4 月和 5 月的拖累，所以我觉得上半年政策底在

3~4 月已经看到，基本面底现在大家一直预期在二季度可以看到，三季度会比二季度要好。市场底相信在今年的 3 月和 4 月也已经看到了。

三季度会不会再出现一轮新的下跌？目前看来这些上市公司的股价从底部反弹了 20%多，多的一个月反弹了 30%多，那是因为他们在过去的下跌幅度也是非常大的，下跌了 70%到 80%，这样的股票反弹力度相对大一点，反弹得少的可能在前期是比较扛跌的。在今年 8 月我们会看到上市公司的中报，相信中报的业绩将会是接下来行情分化的一个分水岭。

站在一季度我们跟踪的互联网公司业绩表述里面，他们已经提到了二季度经营环境是比较恶劣的，盈利的增长也是比较困难的。但是他们通过费用管控、新业务关停并转证明能够实现盈利的稳定。所以我们相信二季报会看到这些上市公司的盈利可能会略好于我们在 3~4 月担心的最差的局面。到三季度可能会看到更明显的费用节约带来的盈利增长，到四季度，由于基数的下移，可能会看到收入和利润两个指标更加显著的好转，一直持续到明年上半年。这是我们对政策、基本面和市场节奏的判断。

影响港股的因素还要看中美的关系，以及今年 11 月中概股提交审计底稿这两个事件的影响。中美关系在之前大家预期是会很差，这是没办法在短期内修复的。不过最近我们看到中美的领导人进行了通话，当然我们现在不知道通话的内容，但是我们看到中国驻美大使也换成了秦刚，还是表明在重大问题上我们不希望金融脱钩，还是有继续探讨的空间的。所以我们对这方面觉得是有相对较好的预期。

您刚才提到除了这些超级巨头，行情也在向低估值、滞胀的行业个股演化，这一点我是比较认同的。因为疫情和通胀这两个主线是交织在一块，构成了今年整个市场风格的主线。从 6 月国内疫情好转之后，我们看到更多的消费回流，工厂复工复产也加快了进度。所以无论是对服务业还是对制造端，都是一次难能可贵的行情追赶，只要疫情不

发生重大转向，我们相信低估值和滞胀向全方位行业渗透的影响，应该是能够看得到的。我们在配置上也会更加注重把握，提前布局这些行业的龙头。

整体来看，未来我们觉得港股这些互联网也好、科技、医药也好，都是作为 A 股的一个行业延伸，它具有很明显的补充效应。对于喜欢成长的基金经理来说，港股是一块新的天地。现在从配置上来看，南下资金配置还不算高，从交易占比来看也不算热度很高，跟去年的高点，2 月份的成交热度相比，现在仍然维持在一个相对底部的环境。所以我们觉得随着基本面的改善，中美关系的改善，流动性回流到新兴市场这样一个大的背景下，港股是具有一个明显的估值洼地被填补的效应的。

刚才我们对中概进行了非常多的解读，我们再讲一讲短期的一些数据吧。刚刚过去的 618 电商购物节的数据大家都或多或少的有一些了解了，请教一下孔总，怎么解读 618 各平台的战况，以及电商行业的竞争格局。

孔　蓉：谢谢寒颖总，大家非常关注整个 618 的数据，因为二季度是非常特殊的一个时期，我们有疫情的影响，大家对消费端的需求前期还是比较担忧的。但是我们从 618 整体的战报和前期的一些平台透露出来的数据能够看到，整体的 618 比大家想象中的要好。特别是我们看到一些综合性的平台，虽然有疫情的一些扰动，但是它整体还是保持了正向的增长。

这中间肯定是有所分化，比如我们看到直播电商表现更为突出，有一些平台是翻倍的增长，这里面也是体现了电商行业的一个结构性的机会。特别是原来大家也会讨论电商行业好像特别卷，会不会有一些新的机会，我们看到一些新的机构的机会是有所表现的，特别是像直播电商。

另外在综合性的电商平台，我们看到天猫的岱山刚才也提到了，他们今年的整个 618 也是一个正向增长，虽然有疫情的扰动因素。另外除了天猫以外，像京东、拼多多

都是比较大的综合性的平台，他们的增长也是比大家预想的要好，前一阶段的数据分别是 5%和 8%的增长。

像京东本身也有自有的物流体系，在整个疫情期间也支持了一些城市的抗疫行动，保证了很多物流端以及发货的需求。拼多多在疫情期间有一部分居民用的也比较多，所以整体上前期虽然市场对二季度非常担忧，而且在股价上前期也有很多悲观的预期，但是我觉得很多悲观预期在前期的股价中已经反映了。我们从数据当中能够看到，中国的经济还是相对有韧性的，我们也是比较期待在下半年的三四季度，疫情缓解经济复苏之后，消费端以及电商需求的表现。

周寒颖：感觉互联网电商行业就是整个消费大盘的一部分，在今年 618 里面还是体现出了消费的韧性，这点比我们预期的要好。刚才您提到的个股，我们也想在本次直播里面重申一下，我们提及的个股仅作为举例说明，不作为具体的投资建议。

我再追问一下孔总，您了解像抖音、快手这样的直播平台在 618 的情况吗？

孔　蓉：刚才我们也提到了，在整个 618 期间，很多平台也做了促销，力度也非常大。比如我们看到快手整个也是一个翻倍的增长，抖音在疫情期间做了比较多的流量中心化的分发，也给市场带来了比较重要的一些新的内容，包括我们在前期看到的健身达人刘畊宏，包括新东方旗下的东方甄选，一方面能够看到大家对这种知识类达人做直播带货是有认可度的，另一方面从结果看来，他们也带来了新一波直播电商的增长。

所以我们觉得抖音在整个 618 期间也获得了非常快速的增长，而且还带动了一波全民的关注，也看到东方甄选，从原有的知识类达人变成了直播带货；对于直播电商内容的供给端来说，可能也拓宽了知识付费类达人的带货，而且也有一些新的规则的树立。这一些是接下来一段时间直播电商的一些亮点，大家也可以持续关注。

周寒颖：像抖音这样的平台，它也是从一个靠纯电商加载率、广告加载率开始向一个高品质内容输出的渠道去切换发展目标，所以我们看到了更具有高质量的发展方向。

刚才提到了电商，请您讲一下游戏版号发放恢复常态化之后，游戏行业会迎来哪些新的变化，长期的增长空间和驱动力在哪里？

孔　蓉：今年 4 月游戏版号已经发放了第一批，6 月份也发放了一批，4 月的时候发放了 45 个，6 月份的时候发放了 60 个，数量上也是在增长的。所以整体上我觉得也是在期待整个游戏版号的发放可以持续常态化，这对我们的投资来说也会有一个非常重要的预期的提升。在目前版号的分配上，可以看到更多的是分配给了中小游戏厂商，这应该也是从鼓励中小企业发展的角度出发的一些举措。

另外大家可能也比较关注，暑期来临，未来一段时间游戏市场会有什么样的变化，在暑期期间大家可能也比较期待的是，游戏的流水能整个大盘的增长，以及整个游戏付费端的增长。所以我们觉得，这也是到了一个属于游戏的暑期黄金季，再加上游戏版号目前处于一个估值的低位，在未来可以预见的版号常态化发放之后，再有中长期我们大家关注的游戏出海的力推，可能基本面和估值有望有一个双方的修复。

另外对于长期的增长空间跟驱动来自于哪里大家也非常关注，关于这个问题我也一直有跟不同的投资者进行交流。我觉得其实主要有两块，一个是市场，一个是技术的迭代。从市场来看，整个中国的游戏市场已经发展得非常好了，游戏公司也非常具有竞争力，往外走能看到有一批比较好的公司也跑出来了。包括我们看到的像米哈游，像腾讯和网易，在海外业务也布局了很多，而且也有一些非常好的游戏产品受到了全球用户的广泛欢迎。

跟过去十几年的发展不同的是，我们的游戏行业从东南亚市场打入了欧美的主流市场，所以我们也期待着整个游戏产业，特别是在海外业务中的长期增长。而且这还承担

了中国文化出海输出的使命。包括我们有一些比较优秀的游戏公司，也带着中国的文化，受到了全球用户的喜爱。所以对这一块我们觉得还是一个中长期相对能见度比较高的增长方向，这是对游戏的海外业务的一个看法。

第二个点我们对游戏产业比较关注的是，目前阶段手游的发展比较迅猛，下一个阶段游戏跨时代的创新会在哪里，我们觉得可能是在类似 VI 或者是元宇宙，这其实是非常重要的游戏的下一个时代，这是我们对游戏中长期发展的看法。

我想请教一下周总，我们看到本地生活领域的一些平台前期也发生了一些变化，如何看待这个板块的一些机会？因为可以看到其中一些平台在前期反弹的过程当中表现也是非常突出的。另外关于广告，这也是互联网领域非常重要的一个板块，今年也有经济下行的一些压力，大家关注的是广告行业今年的情况会怎么样。

周寒颖：孔总问到了一个是对本地生活领域的平台的看法，还有一个是对广告的看法。其实我觉得本地生活作为零售的一部分，未来的空间是非常广阔的。我们当时对比过日本的老龄化社会，以及日本当时像外卖这样的渗透率，如果像日本家庭一半一半，就是家庭饮食和外出就餐各占一半的情况来看，他们外卖的比例是占到了整个比例的 50%以上。

中国现在作为 5 万亿的餐饮市场，我们的外卖也就是 20%，1 万亿的渗透率，还不包括家庭用餐。从人顿数的指标来看，我们人均 2.5 次除以一个月 100 次外出就餐的机会，我们的渗透率还是有很大的提升空间的。另外进入到老龄化社会，整个社会对服务行业的需求，像外卖、闪购、物业管理、医疗服务等等，这一类服务型的需求，结构性占比提升是非常清晰可见的。

第二就是从结构来看，本地生活除了送外卖，还有闪购这样送花、送药、送任何你想尽快拿到的商品，现在的单量只占了整体单量的 10%，也就是 4000 万单里面只有

400 万单是闪购，而它现在的增速是 50%，是超过整个外卖行业的增速的，所以我们认为它未来的占比一定是会提高的。

第三点从到店合作这个角度来讲，现在在全国有 1000 万家商户，真正花钱买到店服务的商家也就是 270 万家，所以现在这个行业的渗透率应该也是有很大的提升空间的。

最后从 UE 模型来看，这样的需求其实是培育出来的。过去两家龙头公司用了 3%的补贴来击穿市场需求，从一线二线到三四线，UE 模型从过去来看一直处在一个稳步提升的轨道中，像一季度也就是 5 毛钱不到的单均盈利，二季度可能更高，从今年全年来看，也就是 5 毛、6 毛钱的单均盈利。未来我们觉得一单 1 块钱的指标是非常确定的，一定能在 2025 年实现。

所以本地生活市场的数字化提升空间非常可观，现有的业务和新业务之间也会出现更多的协同价值，随着渗透率的提升，龙头平台的竞争体系也会更加完善。刚才您提到互联网广告，在今年一季度里面我们看到龙头公司的互联网广告的市占率下滑了 18%，明显弱于短视频平台的广告。主要也是跟去年以来教育行业、互联网行业遭受行业监管，广告需求直线下行有关。

真正唯一增长的领域是电商内循环广告，也就是在短视频里面，从信息流转向电商的这样一个主动投放的行为，带动了电商广告的占比提升。这一块的增速在两家短视频龙头的业务构成里面看得非常清楚，我们觉得这个趋势应该还会延续，因为从转化率来讲，短视频平台的广告依然是非常有性价比的，能够带来 GTV 的提升。

经历过经济下行触底之后，我们相信新的行业需求也会不断被激发出来。最近我在微信平台就经常收到汽车行业的广告，像理想汽车，我点了预约之后，就给我推送各种不同品牌的汽车。所以我们觉得像新能源车销售这样的行业需求，也会通过广告成为广告业的 KA 大用户，能提供一个寒冬里的一把火。

我们前面已经分享了电商、游戏和本地生活以及广告，最后我们想请孔总帮我们总结一下，国内互联网产业中长期的成长性和投资机会。

孔　蓉：谢谢寒颖总，我们看到这一次从 5 月以来，很多互联网公司也有了不错的一些市场表现和反弹，但是我们在交流的过程中也有很多人会问，对中长期怎么看待他们的成长，特别是在中国互联网流量似乎见顶之后，这些公司是不是没有成长性了，还是说他们就属于价值股。对这样的观点，其实我觉得我们可以看这些公司的成长，其实他们都是从极度竞争之下跑出来的公司，而且是在整个竞争环境非常激烈的过程中发展出来的，也不是靠外部的支持，也没有原有的牌照优势，更多的还是靠高效的组织和运营能力，和技术的先进性，以及有的公司有算法的先进性，而成长和跑出来的。

所以往后看，我还是依然乐观，因为当前互联网板块的企业都有着比较强的组织力、战斗力，以及有可能原有的人才储备，包括技术的积累。对未来主要是看几个方向，第一个方向在于往外走，也就是前面提到的除了游戏公司出海，其实我们看到包括短视频领域有 Tik Tok 在海外的发展，在全球也是非常领先的一个平台。另外我们看到还有一些零售类的公司和一些电商公司，他们做跨境电商，目前在全球发展的也挺好。

也就是说在国内非常激烈的竞争环境下，他们的竞争性非常强，所以在做全球生意的过程中，中国的这些互联网公司也非常有竞争力，所以往外走我觉得是非常重要的一点，可能大家在这几年也逐步关注到了。

第二个是往 B 端看，在前面我们也提到了中国未来十年要发展数字经济，它是我们非常重要的战略布局。其中产业互联网如何发展，这些互联网公司能做什么样的业务，能赋能或者在整个产业互联网发展过程中，有什么样的价值体现等，都是非常受社会关注的。我们看到这些大型的互联网公司，从 2018 年，甚至 2017 年就在产业互联网领域不断布局，这样的市场相较于 to C 的消费级的互联网，可能有着 4 倍以上的市场空间，所以这个产业未来的机会也是巨大的。

第三方面就是我们能够看到，科技的进步又会给行业带来一些改变。因为可能科技的创新，是可以穿越宏观经济周期的。往后我们也会非常关注包括在 VR、AR、元宇宙等新的科技领域，这些互联网公司能够有什么样的新的创新。以及包括在硬科技领域，他们又会有什么样的布局。从前面的这些新闻能够看到，包括在芯片领域、VR、AR 和元宇宙领域，这些互联网公司其实并没有停止创新。所以我们对这些国内的互联网公司中长期的成长性，未来还是的预期还是比较高的，而且相信投资的机会也是非常大的。

周寒颖：谢谢孔总的分享。最后我做一个总结，也想给大家分享一下我们景顺长城港股团队对中概股，对港股科技的投资框架。

从短期来看，我们主要看重企业的盈利增长和格局，从竞争格局来看是否日趋稳定，从盈利增长来看，二季度是盈利底，三季度是否会环比回升，四季度会看到明年是否会出现一个盈利的拐点。

中期我们是看行业监管，政策底已经在 3~4 月见到，我们认为后续的监管是常态化的，后续也比较期待像金融控股集团这样的牌照发放落地。长期我们是看互联网公司作为数字经济的一部分，怎样发挥更加重要的产业作用，能够从数字产业化转向产业数字化，如何利用垂直云、政务云的落地，更好地融入传统产业的上网上云的发展机遇。

另外我们也关注区域管辖，像中概股退市、中概股监管，这些我们觉得会在接下来的 11 月陆续看到进展，我们的观点是比较偏利好的，分类管理是大方向。从海外映射来看，中美周期的不同步，决定了互联网公司不会再像以前一样跟着美股再有大幅下行的空间，反而我们是独立于美股行情，走出中国经济增速稳定回升的预期。

从流动性和估值的角度来把握节奏，我们觉得三季度美国的美债收益率见顶回落是大概率会发生的，通胀将会在三季度见顶之后回落。至于会不会面临国内流动性的收紧，我们觉得即便有也会是一个温和的收紧，不会对长期趋势产生质的影响。

从股指来看，我们觉得现在仍然处在历史的底部位置，从最近反弹的幅度来看，指数只反弹了 20%多，仍然是非常便宜的位置。在中报和三季报之后，我们的盈利大概率是有上调的空间，而不会再继续下调，所以我们对未来整体中概股、港股科技的投入是偏乐观的。

以上就是我们今天交流的全部内容。时间也非常长，有一个多小时了，这里非常感谢孔总在上海参加我们的直播，感谢屏幕前的各位听众。本次直播中提到的个股仅作为举例说明，不作为具体的投资建议，今天的直播就到这里，谢谢大家，请大家关注我们的第四期分享，谢谢。

9、易方达范冰：全球视角寻路港股

作者：@易方达范冰

时间：2022-07-14

学姐：易方达指数通，指数投资易方达，今天我们直播间的主题是“全球视角，寻路港股”，我是今天的主持人学姐。今天我们直播间十分荣幸地邀请到了易方达指数投资部的高级基金经理范冰先生，在中国香港和我们远程连线交流，欢迎范老师。

范冰：各位投资者朋友大家好，很高兴能够在中国香港从线上参与，和大家交流。

学姐：最近香港迎来了回归中国 25 周年的纪念日，25 年以来无论是本地的生产总值、人均 GDP 还是财政收入、进出口总额、外国直接到港投资数、港股市值等等，都

体现着香港的成长。对普通投资者来说，港股也是实现跨地区资产配置的理想场所，在今天这场直播当中我们就一块来聊一聊港股市场的投资价值。

首先请范老师跟我们聊聊大中国的股票市场。

范冰：好的，大中国股票市场，整体中国上市公司从全球范围来看，散布在 A 股市场和境外两块。A 股市场主要是我们熟悉的上海、深圳和现在新成立的北交所。境外市场主要就是中国香港市场，除了港股市场还有在美国上市的 ADR，另外新加坡市场上也有一些中国的上市公司。整个三地市场来说，它们的总上市市值是 16 万亿美元。从总量来说，中国的上市公司市值在全球范围内是只仅次于美股的。美股我们都知道总市值 50 万亿美元，排名全球第一，整个大中国市场是大约 17 万亿美元，排名第二。

我们经常说上市公司是 GDP 的反映，这里面经常用到的一个指标就叫作证券化率，也就是上市公司总的市值除以这个国家的 GDP。作为我们大中国市场来看，现在 A 股上市公司的总市值接近 13 万亿美元，它的证券化率如果对比 2021 年的 GDP 大约是 70%，如果加上境外上市的中国的这些上市公司，证券化率接近 93%，这可以看出上市公司和整个中国 GDP 的水平是比较匹配的，大概是百分之百 1 比 1 的关系。

同样的对比国外发达国家市场，我们的证券化率还相对偏低，所以整个中国资本市场未来的发展，应该说还有一段发展的距离，但同时发展的前景还是非常可观的。

学姐：刚才范老师简单地总结了大中国股票市场主要包括的阵地，包括了 A 股、港股以及美国中概股。从经济增长的β机会和新经济板块的α机会来看，范老师，这三个市场有哪些值得投资者关注的机会？

范冰：这三个市场由于历史和制度的原因，上市的优势行业相对来说各有各的特点，比如在 A 股上市的公司，原本是以传统经济为主，近年来有越来越多的新经济，尤其是以科技为代表的上市企业，也开始陆续跟大家见面。尤其是在创业板和科创板开通之后，

在海外上市的公司中，港股市场的优势行业包括生物医药、物业管理、中概互联网龙头，一些科技股和在线教育公司。在美国上市的公司，这些 ADR，很多是跟互联网相关的，搜索引擎、电子商务、社交网站等等。

随着近年来在美国上市的 ADR 公司纷纷回中国香港再次上市，很多优势行业也慢慢向港股集中，所以现在港股市场越来越成为他们的第一选择。这是因为第一是国内投资者很多稀缺的投资标的都在港股市场，第二在港股市场上新经济公司的占比也越来越高，所以成为了投资中国新经济板块一个很重要的投资阵地。

学姐：同为大中国股票市场，港股和 A 股可以说是一衣带水，血脉相连。范冰老师，能不能给我们聊一聊这两个市场当中到底有什么样的联系？

范冰：这两个市场第一从港股市场的上市结构来说，港股市场里上市的公司中，总市值大约 80%都是大中国的上市企业，因此港股市场目前的结构是非常依赖整个大中国经济的基本面的，这是第一。

第二在港股上市的公司里面，很多都是 AH 两地的公司。也就是说同一家公司同时在 A 股和港股上市，同一只股票的价格又不太一样。所以观察港股，大家经常用到的一个指标叫作 AH 折溢价率，就是衡量 A 股相对于港股到底是折价还是溢价的水平。

从 2014 年港股通开通以来，整体 AH 折溢价率大部分时间都是 A 股比港股要高，主要是两个原因造成的，第一是港股相对 A 股来说流动性不如 A 股市场。我们经常提到的就是 A 股的流动性是要有溢价的。第二就是因为在港股市场，投资者结构其中有很大一部分是外资的机构投资者，当外资的机构投资者投资港股的时候，它对这个市场的风险溢价，或者这个市场系统性的风险计入的要比境内的投资者要多，因此就造成了不同的投资者对两地市场上市的同一家公司的不同股票，给的价格不太一样。这应该是两个最值得跟投资者朋友分享的特点。

学姐：了解了大中国股票市场大概的情况，我们再把目光聚焦到今年。今年以来全球表现最好的大类资产是以原油为代表的大宗商品，其次是以巴西为代表的新兴市场资源国，然后是中国资产，包括了港股、A 股以及中概股。大中华市场开始跑赢主要的境外市场，背后我相信有非常多的原因，这些原因还是请范老师来给我们一一分享分享。

范冰：好，谢谢学姐的问题。今年以来整体的市场表现，我们先看一个大数，因为现在正好是一个半年的阶段，很适合做一个半年的盘点。今年全球的大类资产表现就像刚刚学姐提到的，第一表现好的是大宗商品和以大宗商品为代表的这些国家的市场，这也可以理解，因为今年以来我们面临的是一个高通胀、高利率的全球环境，其中高通胀很大一块就是因为全球的大宗商品价格，尤其是以原油为代表的大宗商品价格贡献的。相应的与大宗商品相关的，能源、材料和一些相关的上游制造业，它们的表现比较好。第二块值得重点介绍的就是大中国市场，这里面包含了港股和 A 股市场。

如果我们把今年半年的行情分为两段来看，第一段是 1 月到 4 月，第二段是 5 月到 6 月，在 1 月到 4 月的时候，如果我们分开看，大中国市场是全球表现最差的大类市场之一，因为今年一些政策方面的原因，国际上地缘政治的冲突，包括中美两国的一些摩擦，也包括一些疫情对基本面的冲击。

在 4 月当时的大中国市场到了一个历史阶段，从横向和纵向看，估值都相当底部的一个位置。从 5 月开始我们看到，随着中国疫情形势的好转，中国投资的情绪开始修复，而且随着一些政策层面对新经济包括民营经济一些支持性政策讲话的推出，整个市场情绪的修复，带动了估值的修复。5 月到 6 月期间，整个大中国市场明显跑赢了全球其他的主要市场。

因此整体今年来看，现在的大中国市场已经跑赢了欧洲和美国市场。

学姐：我们聚焦港股可以发现，影响港股走势的原因一般包括中国经济的基本面，美联储的货币政策，以及中美关系，甚至是相关产业和监管的政策。这些方面能不能再请范冰总展开给我们聊一聊？

范冰：好的，千人千面，看港股一千个人有一千个分析框架，我们如果把它抽象来看，主要认为它分为三大块，一块是基本面，一块是货币政策，尤其是美联储的货币政策，一块是中美关系及相关的产业和监管政策。

这三块怎么影响港股的走势呢？作为基本面来说，像之前介绍的，现在港股绝大部分的市值是国内的公司构成的，收入来源主要来自于国内，因此中国经济的基本面对港股上市公司的基本面是有非常大的影响的。

第二块是美联储的货币政策，美联储的货币政策主要影响的是港股的估值和流动性，因为港股目前主要参与资金还是以欧美的国际机构资金为主，在他们的眼中，港股市场其实是全球配置中的一环，因此港股市场是全球配置中的港股市场，在这个时候它就会考虑一些市场投资的相对情况。在美联储货币政策处在一个加息周期的时候，这时候一般情况下资金会从新兴市场回流重新回到美国市场，这时候对港股有一定的压力。

另一方面就是中美的关系和相关的产业和监管政策，这一部分影响的主要是投资者的风险偏好。尤其是当港股的上市公司大部分市值属于新经济企业的市场的时候，这时候对相关的产业政策会比较敏感，同时也会受到中美双方政治局势和监管政策的影响。

另外我们看港股走势的时候，有时候也会用一些资金流，还有包括情绪指数，一些辅助指标来观测市场的热度和投资者的情绪。但我个人更倾向于认为，这些指标其实是一个结果的反馈，反馈的是一个结果，从原因的角度来说，更多的是我刚才分享的前三个原因。

学姐：很多朋友提到港股都会想到两个词，一个是机遇一个是压力。像刚刚范老师说的，港股市场确实由于各种各样原因的影响，确实是压力和机遇是并存的。范老师，您是怎么样看待当前港股市场的一些估值，以及现在如果投资者投资布局，这个时点您觉得是不是一个相对比较适合大家关注的时点呢?

范冰：我们分析这个问题要回到刚刚提到的三块主要的分析框架，第一块是中国的经济基本面。如果我们从一个比较长的视角，从 20 年的视角来看，决定 A 股或是港股的走势，主要就是靠基本面盈利水平驱动的。如果我们把收益拆解成盈利、估值和利润率来说，对大中国市场的贡献，主要来自于盈利，这一点和美国有很大的区别，美国除了盈利之外，它的利润率也有很大一块的贡献。

从基本面来说，今年影响中国基本面很重要的因素是疫情的走势，如果我们统计一下全国城市中风险和高风险地区，它们占全国 GDP 的比例，其实在今年的 4 月~5 月的时候达到了一个峰值，目前这个形势明显得到了好转，而且我们看到相关一些线下的行业板块，与消费相关的，与实体经济相关的板块，目前也已经出现了复苏的迹象。

经济的基本面在今年确实是面临着一定的压力，但是这个压力已经反馈到了估值上，估值上今年的大中国股市，尤其是港股市场，相对的估值已经来到了一个比较合理，甚至某种程度是低估和困境反转的位置。如果我们观察历史，我们发现当中国股市相对全球股市出现折价的时候，尤其是当折价来到大约 20%的时候，这时候我们会看到比较明显的反弹和抄底资金，这个在 2011 年、2013 年、2015 年、2018 年都得到了验证。

今年我们说比较极值的水平，就是今年最低的时候，中国股市相对全球股市的估值来到了-35%左右，这都是一些共同原因共同因素作用的，这就是首先横向来看，中国股市相对全球股市的估值低估的水平。

另外纵向来看，如果我们回顾一下以港股为代表的 MICI 中国指数，它在过去二三十年的时间里回撤幅度超过 30%的次数，历史上有六次，包括 1997 年的亚洲金融危机、

包括科网泡沫、全球金融危机、2015 年中国股市调整、2018 年中美贸易摩擦和我们正在经历的今年股市的回调。

在底部位置的时候，它们的估值水平最低的当然是在 1997 年亚洲金融危机的时候，底部估值位置可能只有 5 倍，今年在最低位置时候的估值是 9 倍左右。但是 1997 年股指的成分和现在有很大的区别，1997 年的股指基本没有现在的新经济公司，而在现在的 MICI 中国指数，已经有接近一半都是新经济企业。

另外我们来观察估值还有一点，就是看相对强弱，比如今年的港股市场另一块受影响的因素，是对中概股在美国退市可能产生的风险的一些担忧。如果我们观测一个指标，比如观测恒生科技指数和纳斯达克金融指数的比值，因为恒生科技指数里面都是港股，而纳斯达克金融指数里面都是在美国上市的 ADR，它们的强弱就是相对的。在恒生科技指数走强的时候，证明大家对美国的 ADR 退市的风险比较担心，而这一点从去年 3 月以来，我们看到的就是恒生科技相对的走势一直在走强。

但是在最近一个多月的时间里，这个趋势已经走平了，证明市场已经比较充分的计入了这些第二上市的公司，就是这些 ADR 被释风险的计入，而且这些主要在美国上市的 ADR，目前也都在港股完成了第二次上市，基本我们认为这个 plan B 已经得到了实施，所以整体来看，我觉得现在的中国香港市场虽然面临着一定的压力，比如刚才提到的基本面或者政策面或者加息面的压力，但同时它的机会就在于，它的这种压力已经通过估值得到了一定程度的释放。

学姐：谢谢范老师的分享。在我们直播的第一个部分，给大家分享了港股市场的一些投资的逻辑，以及跟大家分享了许多范老师对港股市场的看法。

第二个环节投资终究是要落到投资路径上的，范老师也是我们指数的基金经理，对各个市场的代表指数十分有研究。接下来我们还是请范老师给我们简单介绍一下，A 股、

港股还有美国中概股有哪些代表性的指数。范老师，今天您给我们带来的是一个什么样的指数分享呢?

范冰：正如今天的直播主题，叫全球视角，寻路港股。我们经常说我们自己的指数产品，它就是一个“土木工程”，为大家逢山开路、遇水搭桥。我们下面就来谈一谈目前作为我们自己，为大家提供了哪些桥梁。

现在比较多的投资者投资港股市场一般是通过两个途径，第一个途径是通过港股通南下投资港股的个股，这个只要用户能够满足开户的要求，资金量达到一定的水平，是可以直接参与港股个股的投资的。另外一块就是通过境内的公募基金来投资，当然最近随着 ETF 互联互通的开通，也多了另外一条投资的渠道。

我今天主要就是来关注在国内上市的这些公募基金，尤其是指数类的公募基金。从我自己来看，我看港股的视角一般分成三个层次，第一个层次是通过港股宽基的视角，我们叫港股 1.0 的视角，这个时候我虽然对港股不是特别的了解，但是我想整体把握港股的一些投资机会。这里面大家主要会谈到的指数，包括恒生综合指数，恒生指数、恒生国有企业指数。这里面有很多有代表性的 ETF，比如我司就发行了恒生 H 股指数，这也是目前在境内最早和最大的跟踪恒生国际指数的 ETF，代码是 51090。除了这个之外，随着陆港通的开通，也发行了港股通的宽基指数，比如我司的港股通 100 指数，代码是 159788。

第二层就是如果把港股分为新经济和传统经济这种二元维度来看，等于在一个市场里面先进行一个第一个层次的风格，新经济就是我们经常提到的类似科技、医药、消费、先进制造等等这些，这些企业是大量的被归在新经济里的。而新经济领域从过去的历史业绩来看，它在一个中长线确实能够提供超过行业平均水平的收益。在这个方向上我们也布局了港股通新恒生经济的 ETF 产品，代码是 51330。它从某种意义上非常像港股的数字经济，因为它同时捕捉了核心层、应用层和外延层的投资机会。

当然另外一块就是传统经济，比如在港股也有很多传统的上市公司，例如金融类的企业，像银行、保险、券商，还有包括能源类的企业和电信类的公司等等，还有公共事业等很多行业，这是传统经济。

另外我们说到最后一个层次就是更细维度的，进入到行业主题的层面。这个里面大家经常讨论的主题是科技主题、医药主题、消费主题，甚至包括中国香港的证券主题。在刚刚提到的这四个方向上，我们自己也都有指数产品布局，比如我们的恒生科技 30 这个 ETF，513010。我们也布局了港股通医药 513200 和港股通的消费 513070，另外我们自己也有一个 ETF 产品，代码是 513090，所以相对来说我们的产品线是兼顾了宽基、大颗粒度和细颗粒度这样一个布局的体系。

学姐：刚刚范老师提到的几个重点的指数，包括中概互联以及恒生科技，这两个指数也是聚焦于港股互联网科技行情的指数。说到科技行业，它是 2020 年以来全球资金流入最多的行业，但是许多投资者可能会认为，这个科技赛道是不是里面的这些公司难以甄别，部分公司估值过高？也有许多投资者依然青睐科技赛道，您觉得这是什么原因，您对科技赛道是怎么看的？

范冰：投资者青睐科技赛道是可以理解的，因为整个经济的发展，人类社会的进步，尤其是在第三次工业革命以来的第四次工业革命，很多都是科技驱动的，应该说人类社会是能源+科技两条重要的驱动往前走的。科技相关的领域一定是大家关心的领域，作为中国自己的发展来说，科技赛道在国内市场上，伴随着产业生命的周期发展，不同的科技细分板块也在不同的产业周期上。

比如在一些偏成熟的产业周期上，像电子商务，我们的搜索引擎，像社交媒体等等这些，相对来说发展比较成熟的赛道，这里面诞生了很多公司，在全球都非常有竞争力。也有很多新兴产业的业态和行业赛道，是在一个萌芽期、初创期，比如人工智能、生物科技、颠覆性的科技，还有云计算等等，这些都是新科技，这些赛道都是大家非常关心

的赛道。不过科技赛道有另外一个特点，就是它的波动相对比较大，因为它潜在的收益率很高，它的波动率也会很大。

今年整个大中国市场在年初以来的下跌中，很大一部分原因也是一些新经济的企业受基本面、政策面和国际形势的影响，估值出现了非常明显的下跌，整个股价有一个非常明显的回调。我们之前分享危和机总是并存，我们现在看到的就是当回调达到一定程度的时候，有一些聪明资金已经发现了一些潜在的投资和布局的价值，并且已经开始慢慢重新布局。

这个我们在全球范围内也可以看到，比如刚刚学姐提到的中概互联产品，这是我们投资新经济的拳头产品之一，在全球范围内类似主题的产品，不光是国内有，在海外其他的市场，比如美国市场上也有。我们观察到一个比较共通的投资特点或者习惯，就是当股价下跌的时候，ETF 的投资者反而体现出了一定的越跌越买的特点。这个特点也是在科技赛道中大家投资的过程中，比较有意思和典型的一个投资习惯。

学姐：说到特点，投资者更关心的还是它的历史收益情况，还有这几年抗风险的表现。从历史表现来看，中概互联、恒生科技指数在过去这几年表现得如何呢？

范冰：如果不看今年，过去这几年它们的走势应该是比较明显的，还是能够战胜整个中国名义 GDP 的。作为一个投资，无论各种类型的投资，什么策略的投资，最重要的目的是让收益率与名义 GDP 匹配，如果更高一点，甚至收益率比名义 GDP 走得还要好就更好了。但是这个是在中长期的角度。

短期之间它会出现一些大幅的回调，类似今年的情况。今年确实是新经济企业回调比较明显的一年，我这边也可以给大家举个例子，比如收益和风险波动率总是匹配在一起的，如果我们以恒生国企指数、港股通新经济指数、恒生科技指数或者中概互联跟踪的指数，这三个最主要的代表作为样本，来看宽基大颗粒度和细颗粒度对比，今年年化波动率是从 20 到 30 到 40 不等，正好是根据颗粒度做了一个分层。

如果我们去观察在过去一年、三年、五年的收益，它正好是反过来的，就是说相对颗粒度更细的科技行业，它们的收益相对更好。所以对投资者来说，它的意义就在于要根据自己的投资久期，和根据自己能够承受的风险范围，自己的风险画像选择自己合适的投资品。

学姐：说到投资者要选择好适合自己的投资品种，我们要怎么样参与投资呢？据我所知，对于这些指数，在我们易方达基金，我们易方达指数通目前也都是有布局的。

范冰：没错，刚刚提到的产品，我介绍的这些风险收益指标，其实它的每一个指数后面都有相应的指数产品，这边可以再跟大家分享一下，我们有宽基的恒生 H 股或者是港股通 100，我们有新经济和传统经济的恒生新经济，在行业主题上我们有以恒生科技和中概互联为代表的行业主题的投资。相对来说整体比较立体，这些产品各位投资者也可以通过相应的渠道，无论是在线上官方的投资网站还是来关注我们公司的官网信息，都能够找到相关的信息。

学姐：说到易方达指数通的产品线，布局广是我们的一大特点，这一点范老师能不能再帮我们介绍介绍，我们易方达指数通除了在产品线布局广之外，还有没有其他的一些特点，还没有被投资者关注到?

范冰：我们指数整体的实力分三个层次，第一个层次是我们大家能看到的，像冰山浮在水面上的部分，就是我们的产品线。现在整个易方达的指数业务线已经有接近 100 只产品，其中包括 ETF 和普通的指数基金，所以产品广这是第一点。

第二点就是我们的产品线布局，一直以来我们都是以产品创新作为一个非常重要的抓手的，所以我们很多产品都是在同类基金里面首批发行，这个可以通过我们自己的业务看到。2006 年我们就上市了第一只的 ETF 产品，16 年走过来，我们基本上在每一年都有一个自己的重要产品发行，其中包括今天提到的恒生 H 股，是同类中的第一个产品，包括我们的中概互联网产品，也是同类中的第一个产品，包括我们的恒生科技 30，还

是我们的首批产品。近期我们也刚刚发行了我们碳中和的一只代表性的产品，也是同类首批的产品之一。A 股里面包括科创 50、双创这些很多，包括 MICI A50，我们都是属于走在业界比较前的产品，这是第二块。

第三块就是我们自己产品的管理团队，我们易方达自己的指数团队有 20 多位成员，是业界比较大、比较全的指数管理团队之一，成员都是有非常多元化投资经验的复合人才，团队成员分布也比较合理。易方达作为头部的基金公司，我们自己的管理，也是依靠整个公司的平台实力，来支持我们的指数业绩。所以我们自己从运营、交易、产品设计、营销，IT 等等各个领域，各个环节上，都可圈可点。这一切的努力，最终的目的就是为了让我们的指数通，我们指数通下的产品线，能成为大家指数投资的一站式解决方案的提供者，尽我们最大的努力，为大家提供指数投资的好工具。

学姐：是的，除了提供好工具之外，我们易方达指数通也像刚刚范老师说的，能给大家带来许多立足于投资者的好的服务，我们也是会定期的用我们这种直播的形式，邀请到基金经理给大家分享我们旗下的这些不同的指数。

在直播的最后，我们还是给大家划一划重点，总结一下今天学姐和范老师重点聊到的两只产品，一个是易方达中证海外中国互联网 50ETF，以及易方达恒生科技 ETF，请范老师来给我们做个总结。

范冰：好的，今天跟学姐一起与各位投资者分享了港股市场的概况，包括它的市值，代表性的这些行业等。第二我们也大体分析和回顾了一下今年以来大中国市场，尤其是港股市场的走势情况。第三我们也介绍了在投资港股的过程中，我们相对比较立体的产品线，最后为大家重点的强调一下我们的两只比较有代表性的相关产品，我们的恒生科技 30ETF，和我们的中概互联网 ETF，感谢大家。

学姐：最后直播间的朋友还是十分踊跃，朋友们都说想要配置港股型的基金，但是不知道该配置多少，因为相比 A 股，港股可能受到全球市场的影响会更大。他们很担心

一旦美联储超预期缩紧了货币政策，发达国家将会陷入大规模的经济衰退或者是滞胀，可能都会对港股市场造成一些影响。

在这样的背景下，在这种机遇与压力并存的冲突下，港股指数基金到底应该怎么样配置？在自己合理健康的配置组合当中要占多少的比例？也请范冰老师根据个人投资的情况，给大家做一个分享。

范冰：好的，历史表现不能代表市场未来的走势，但是我们对未来的分析首先是要从历史开始看起。我们也看过在历史上美联储加息比较快，和美股发生比较大回撤的这些历史时期，当时的 A 股和港股是怎样的走势。这里面我们观察到的历史数据有两个特点，第一点就是在美联储加息的环境下，尤其是快速、高斜率加息的环境下，整体来说，包括中国市场在内的走势，在绝对收益方面是面临一定的压力的。

同时我们观察到，中国市场在历史相似的情形下，相对美国市场也体现出了一定的独立行情的趋势，尤其是相对美国市场，通过分析历史，有一定的超额收益，所以这两个是结合在一起的，相对的超额收益和绝对收益上的压力。对我们投资者来说，它就意味着在港股投资的过程中，一定要冷静，带着一定对未来的希望，意思就是说对未来市场要看好整个大中国背景下的，整个中国市场未来的投资机会，同时在实践的路径上保持冷静，注意仓位的控制，要把仓位的暴露控制在自己能接受的波动率的范围内。

学姐：好的，谢谢范老师，本期“全球视角，寻路港股”的节目就到这儿结束了，学姐再次给直播间的朋友们提到的，易方达恒生科技 ETF 的这些代码给大家画个重点，首先第一个易方达恒生科技 ETF 的场内交易代码是 513010，在我们公司内部评级是中风险 R3 等级，适合风险等级为 C3 以上的投资者投资。

另一个提到的产品是易方达中证海外中国互联网 50ETF，它的基金代码是 513050，在公司内部的评级是中高风险，R4 等级，适合风险等级为 C4 以上的投资者投资。

大家一定要关注基金的投资风险，选择到匹配自己风险承受能力的产品进行关注，也提醒大家，以上所有内容仅代表范老师和学姐的个人观点，不构成任何投资建议。易方达指数通，我们下期再对你进行陪伴，下期见，谢谢范老师。

10、南方基金骆帅：基金经理手把手教你选股

作者：南方基金骆帅

时间：2022-08-09

糖糖：Hello 大家好，欢迎来到南方基金直播间，大家可以在我们直播的过程当中多多关注南方基金。当然您有任何的问题，也可以在评论区下方跟主播聊点什么，跟我们进行交流和互动。

我们今天邀请到了南方基金骆帅总来到直播间，跟大家进行分享和交流。简单介绍一下骆帅总，他是 2009 年加入南方基金，是清华大学管理学与工程专业硕士，具有基金从业资格证。骆帅总很多产品大家可以点击下方进行关注。欢迎骆帅总来到直播间，可以跟大家打个招呼吗？

骆帅：大家好。

糖糖：谢谢骆帅总，大家今天可以看到我们直播题目是“基金经理手把手教你股”，也是大家比较关心的问题，大家也想学一下我们如何选择优质的一些企业，今天有这个机会让骆帅总跟大家进行这方面的交流。如果您想听任何其他的解读，也可以在评论区下方说点什么跟我们互动，我们有机会跟骆帅总进行交流。

今天我们的主题是“基金经理手把手教你选股”，首先想请问一下骆帅总，在 2022 年这样相对来说市场环境比较复杂的年份，今年您会比较关注哪些板块的投资机会？

骆帅：我们看每一个年度表现比较好的板块都有一个共同的特点，这样的板块一般在当年盈利增速应该在全市场都是比较靠前的，从这样的角度出发，2022 年增速最快的行业是以新能源为代表的风电、锂电池、储能等，以及包括新能源的各个环节，从上游的矿产一直到下游的电池，包括风电的整机、线缆等等，这是非常大的一块。

第二方面我们觉得是下半年的消费，因为上半年疫情非常严重，在 6 月开始社会生活基本上恢复到一个相对比较正常的状态，所以消费在下半年的复苏，叠加上去年的基数，消费在下半年应该也是比较值得期待的板块。

如果往明年去看，我们的经济增长靠什么拉动？目前看起来地产的增速是比较乏力的，更多要看基建，以及跟自动化、新能源、出口相关的产业。这时候我们看到很多机械板块，它的上游是大宗商品，比如螺纹钢或者铝材等等，这些价格在迅速下跌，一方面它们的需求在扩张，因为经济复苏，一方面原材料价格在下跌，所以加工制造业下半年到明年应该会有一个不错的机会。

糖糖：刚刚骆帅总提到了很多板块的投资机会，包括新能源这种大家比较关注的板块。其他包括基建、稳增长这条线大家也可以关注一下。大家可以关注一下骆帅总的产品。同时大家如果有其他板块的一些问题，也欢迎大家在评论区下方跟我们交流，点击“南方优选成长”，大家可以加一下自选，长期关注。这是我们说到整个 2022 年大家可以在哪些板块进行关注和发力，同时我们看到有一位投资者问，他今年在上半年市场震荡的时候，自己的投资表现不是特别好，持仓经历也不是很满意。在这样比较煎熬的时候，应该怎么处理，我们应该怎么调节自己的投资心态呢？请问骆帅总如何调节投资中的心态。

骆帅：如果是自己买卖基金，应该是一个长期持有的态度，要看到我们的股市长期是向上的，在阶段性表现不好的时候，可以考虑补仓或者做定投。如果自己进行一个相对比较主动的投资选股，我觉得这跟性格是有关的，可以多看看巴菲特老人家的一些经典的语录，包括他的一些书籍，巴菲特、芒格，你说他是心灵鸡汤也好什么也好，他们都是九十多岁的老人，经历了风风雨雨，都是智者，这个时候用这种方式给自己能量是比较好的。

如果确实是压力太大，因为 A 股波动确实很大，可以考虑把一部分资金在基金上更多布局，没有必要因为这个事情导致生活上有太多的压力，或者心态上比较大的起伏，因为大家并不是职业的投资者，归根到底还是希望在市场上赚到收益，如果已经影响到自己的心态，这就得不偿失了。

糖糖：我们刚刚也跟大家提到，大家在投资的时候不要赌单一的赛道，可以分批进行布局，或者是在低位的时候适度布局，如果大家实在拿不准，开启定投或许是比较好的方式，这是我们建议大家在投资方法上如何进行调节。

当然大家有任何其他的问题，可以在评论区下方跟我们进行交流，我们也会跟骆帅总一起进行关于如何投资，或者如何选基的交流。刚刚给大家说到了今年的市场情况，我们应该怎么做投资。当然在整个投资的过程当中，也希望大家多多关注一下南方基金，南方基金也有很多基金经理的直播可以跟大家交流，大家可以多多关注，给我们点点赞。

刚刚骆帅总提到了两个板块，也是大家比较关注的，特别是新能源近期反弹比较多，大家也很关注新能源反弹之后，后市应该怎么投，或者我们应该怎么看，想请教一下骆帅总，您怎么看新能源这个板块？

骆帅：如果大家去看新能源，无论是光伏还是新能源车还是风电，回顾过去这几年可以发现它有一些特点，首先最大的特点肯定是盈利增长都非常迅速，拉长时间线，可

以看到它们的股价表现都非常好。第二个特点就是波动率极高，它可以三个月跌 50%，三个月再翻一倍地涨回来，由此可以看出，第一是要长期关注，第二是不要怕错过。

因为它的波动太大了，一旦涨得比较多，比如最近这两三个月，公司上涨了两到三倍，这个时候整个交易的活跃度在历史上非常高，我们无法判断绝对的顶部，但这个时候往往是交易非常拥挤的时候，它的波动率也会加大，这时候不能怕错过了，心态非常焦急就赶紧上车，一旦有点波动，你的心态就会首先极大的影响。还是希望要冷静地看待这个问题，在它有所回调的时候再择机买入。特别是当有坏消息发生的时候，当有比较不利于这个板块的消息出现的时候，一方面可以积极关注下跌的幅度，再一个就是要相信这是一个非常大的浪潮，很多短期的利空并不影响这个板块长期的上升。应该是要对这个板块的波动性有充足的认识。

在新能源里面也是分不同的领域的，这些领域之间在节奏和空间上都是不太一样的，比如我们看到今年以来锂电池下游的盈利比较差，跌了很多，上游的锂资源就非常好，如果这个赛道将来有一个更加平衡的表现的话，大家可以自己思考。板块里面不可能某个环节一直不好，一直不好的话这个行业就无法进行下去了，这个时候可以再深入考虑一下。

现在这种涨幅反映的是上半年的情况，如果往明年看，还有哪些细分领域增速会比较快，比如像风电里面的海风，还有电池里面的储能，都是属于在新能源已经比较快的领域当中，它们的增速是更快的，这个时候可能在标的的选择上也可以进行鉴别。所以我觉得第一是把握节奏，第二还是要找细分方向上增长最快的领域进行重点布局。

糖糖：感谢骆帅总，刚刚骆帅总提到了我们在这个时候要谨慎追高，大家不要盲目追高。在回调或者您真的看好的情况下，在低位适度布局是比较好的投资方式。刚刚给大家解读了大家比较关注的新能源板块，当然大家还有其他想关注的方向或者投资问题，

可以在评论区下方跟我们进行交流。今天难得有骆帅总交流的机会，大家可以多多评论区下方提出问题。

当然了，我们希望在整个对话过程当中，大家可以给我们多关注、多点赞，关注相关产品南方优选成长，一键打包优质成长公司，大家也可以多多关注。

刚刚给大家解读了新能源板块，新能源可以说是一个高成长的代表，刚刚骆帅总也提到了一个稳增长的板块，就是基建地产，在下半年您如何看待高成长和稳增长?

骆帅：这两个板块并不矛盾，如果我们看过去几年的市场风格，在成长和价值之间是有轮动的。再往前看，2017 到 2019 年更多的是价值蓝筹，2019 年到 2020 年更多的是偏成长的领域，最近这两年价值股跟成长股都有轮番表现，所以我们很难说下半年是成长风格更好，还是价值风格更优。如果最近一两个月某一个风格特别有超额收益，那么可能在接下来一个季度，另外一种风格会赶上来。这是第一点。

第二点，我们看成长股更多的是看它未来的空间，稳增长的股票更多的是从价值的角度。因为它的增速肯定就是这样了，不会太快，更多的时候是要关注它的估值是不是到了一个历史上比较极端的位置，还是要冲着它的便宜去买，而不是要冲着它的增长。

因为我们说稳增长，其实稳增长里面也包括很多新能源相关的项目，比如电网的建设、充电桩的建设，或者储能的基础设施的建设，都是属于基建和稳增长的部分，这种稳增长反映到真正的增长点、发力点上，还是在新能源领域，所以它互相之间是有一个交织的。从成长的角度来看肯定还是要选增速最快的，不能说从成长的角度选稳增长，这是有问题的，这是两个相悖的逻辑，因为稳增长再怎么样，它的增速也很难超过那些高增长的板块，所以稳增长这个板块我们更多的是看相关的一些标的板块，是不是估值已经处于历史上非常低的位置，股息率非常的吸引人。同时它又有一个边际向上的改善，这个时候会有一定的表现。

在稳增长这个领域里，我们还是要再去细分，地产依然是比较难发力的，因为地产有赖于居民加杠杆，居民加杠杆与否是一个很难进行精确调控的事情，但是更多的可以控制的，或者稳增长真正能发力的，还是在基建领域。在基建里面我们可以看到装配式建筑，或者在厂房建筑领域里面的 BIPV，或者叫光伏式的屋顶，它们是在基建板块里面，又是细分出来一个增速最快的领域。

我自己的风格还是偏成长的，所以即便去看稳增长，依然会在低估值里面找到那些相对更快的一些领域。

另外工程机械以及相关的板块，在稳增长里面是值得单独提一下的，因为中国的工程机械，像挖掘机、叉车、装载机等等，在过去这一年多的增长是非常缓慢，或者是负增长，但是它们出口的增速非常快，所以它们本来就是增长在一个相对比较低的水平上，一旦下半年国内的基建起来，国内的增速由负转正或者变平，再叠加上出口的高增长，就会在现在这样一个非常低的 10 倍左右的估值上，看到一个二三十的增长。再叠加上原材料端的下降，所以我们看到在工程机械领域是值得重点关注的，它既有稳增长的边际上的变化，又有一个长期出口份额增加的逻辑，所以这个领域还是值得重视的。

糖糖：谢谢骆帅总，跟着骆帅总学到了很多新知识，大家可能之前认为稳增长板块没有成长性，其实不是的，刚刚骆帅总跟大家说了，稳增长里面也可以找到一些成长性的细分的子行业，所以大家根据个人的投资计划和资金情况，风险承受能力，进行选择。

希望大家多多关注南方基金，本场直播主要是由基金经理给大家手把手教您选股，我们的直播嘉宾是骆帅总，南方基金权益研究部的执行董事，大家可以多多关注骆帅总的产品，多多关注一下，加一下自选，关注一下长期的表现，谢谢各位投资者对我们直播间的支持，您有任何其他的问题，也可以在评论区下方跟骆帅总进行沟通和交流。

再次谢谢骆帅总，回到今天的主题，就是刚刚说到基金经理手把手教您选股。刚刚您提到了新能源、基建等板块，在您关注的这些板块当中，也提到了它的上中下游的投

资机会，这可能是比较专业的投资者会做的一些区分。个人投资者如何区分一个产业链的上中下游的投资机会的呢？比如看好新能源，我更看好上游中游还是下游？这些专业的知识也想请教一下骆帅总。

骆帅：如果从相对比较长期的角度，直接选择您认为上中下游里面哪个领域里面最后会出现空间最大的投资就行。比如以新能源车为例，从最开始到现在涨幅最大的，全球来看应该是特斯拉，它就是属于下游的领域。如果您看好某一个具体的标的，它在上游也好中游也好下游也好，您有一个确定的预期空间都是没有问题的。

大家更多的时候关心上中下游，往往是想做行业轮动，往往想知道每一年是上游更好中游更好还是下游更好，这个时候可能更多的要看哪个环节更加紧张。因为在一个成长性的领域里面，经常会面临的是产能不足、供给不足，供给的不足出现在哪个领域，哪个领域阶段性的涨幅就会最好。

比如我们看到从去年到今年上半年，新能源车里面最紧张的环节应该是锂矿，所以我们看到上游的资源，各种生产锂辉石或者盐湖，这种资源型的公司上涨的最好。往未来几年去看，随着锂资源慢慢没有那么紧缺，可能下游的表现会更好。

从上中下游的角度而言，长期看来没有绝对的好与不好，第二点从每个阶段而言，我们还是要看里面哪个环节是供给最紧张的，供给紧张表现最突出的就是涨价，它能够涨价说明它供给是紧张的，这时候有议价能力的环节进行重点布局，从行业轮动的角度是合适的。

其实不同的行业从长期来看，上游中游下游哪个环节更好，这是没有一个定论的。比如我们看到有的行业最开始是上游，比如芯片定义了一切，像手机也好、汽车也好，芯片阶段性的会非常紧张，但是有的整车厂，比如特斯拉开始自研芯片，它自己的自动驾驶用自己的芯片，我们看到苹果它手机上的主处理器，用的是自己的芯片，都是自己研发的。

这种企业可能它就是把垂直一体化做到了最上游的领域，这时候你无法区分，因为它本身是下游，现在又兼具了上游的角色。所以这里面很多时候是相互转换的，要具体问题具体分析。但是一般我们提到上中下游的时候，更多的是从我刚才说的行业轮动。那么很简单，你就看哪个环节短期最紧缺，议价能力最强，涨价幅度最大，这个环节就是要去重点布局的。

糖糖：谢谢骆帅总，我们关注一些比较稀缺的行业，大家可以多多关注起来。同时大家有什么其他的问题，可以在评论区下方跟我们进行交流。

在这里给大家做一个风险提示：

本次直播内容仅供参考，提到的个股仅做示例，不构成任何投资建议，市场有风险，基金投资须谨慎！

大家在购买自己选择的基金产品时，一定要根据自己的风险承受能力进行适配和选择。再次感谢大家对我们直播间的支持，欢迎大家来到南方基金今天的直播，“基金经理手把手教你选股”，我们邀请到了南方基金权益投资部的执行董事骆帅总跟大家进行分享。这是一个很好的交流机会，大家不要错过，在评论区下方跟我们多多交流，也希望大家给我们多多点赞，多多关注南方基金，谢谢大家。

刚刚给大家分享了很多内容，一个是对板块的看法，一个是对我们选择基金、选择股票的一些方法的分享，同时有很多投资者朋友会说，有一些股民朋友自己也炒股很多年，他们会自己去成长，再到去了解专业投资者的方法，如果他们对一只股票进行关注或者投资，哪些角度或者哪些维度的数据他们可以多多关注呢？请教一下骆帅总。

骆帅：我没太明白这个问题，大概是哪些维度？

糖糖：我们自己去做一些投资和个股的选择可能会比较茫然，没有时间盯盘，或者作为一个个人投资者，不像基金经理那么专业，如果是基金经理选择优质的企业或者股票的话，会关注哪些维度的数据？

骆帅：其实就是选股的框架或者逻辑，这确实是比较大的一个问题。对每个投资者而言，这个问题的答案应该是不一样的。有的投资者朋友想要买完了之后就再也不看了，或者需要非常少的关注就可以，这个时候你可能持股周期非常长，可能好几年都不会去买卖一次股票。

这个时候肯定是要找行业变化相对缓慢，公司竞争力非常强，行业也没有什么颠覆性的创新，它能以一个每年跑赢 GDP 的幅度，为您带来稳定的收益的公司。这个时候可能更多的应该去选择奢侈品或者是有品牌的一些消费品，或者是在大的浪潮里面那些最优秀的公司，比如在新能源车里面最优秀的就是特斯拉，没有之一。不管它在短期是什么样的表现，从公司的能力而言，全球最强的就是特斯拉，这是一类，如果说买完了之后想能睡得着觉，买完了就再不怎么看了，这是一种。

还有一种就是有的投资者朋友希望能有更高的收益，我就是喜欢研究不同的东西，这个时候他的持股周期可能会相对短一点。我们看公募基金行业也是这样的，我们也有考核的压力，所以肯定还是希望能找到在两三年维度之内增长最好的一些方向，这时候要关注的就是公司的增长速度和公司的质地。

其实最可怕的不是没赚到钱，最可怕的是公司管理治理上出现很大的问题，可能亏很多钱。对非机构投资者而言，信息优势往往是相对滞后的，这个时候找到一个靠谱的公司就非常重要。什么样的公司靠谱，其实跟人一样，这个公司历史上没做过什么损害中小股东的事情，在行业低谷期、转型期都能够很好地适应，这样的一些公司就是比较靠谱的公司。

再加上这个公司所处的行业赛道还不错，行业增长速度肯定是要高于 GDP 的，最好是要高于 GDP 1.5 倍到 2 倍以上，行业增长百分之十几或者二十，这样的一个增速的企业，同时又是这个行业里面的龙头，第一名，这个是值得大家去关注的。

因为可能很多投资者朋友喜欢弹性更大的公司，所谓的行业里面的老二、老三、老四，这个风险是比较大的。因为对大部分行业而言，后面的公司要想反超第一名不是很容易，因为第一名有很多优势，有资金优势、有规模效应优势。总结起来我们要在一个好的赛道里面找第一名的公司，而且是要找历史上没有很多劣迹的，公司治理结构、公司管理层的历史记录比较良好，没有污点的公司，然后再在当中去寻找合适的买入时机。

精准的买点和卖点我觉得任何人都很难找到，最高点最低点这个都是事后才能知道的，只要不是在市场非常狂热的时候去买就可以了，买入的时候不要因为市场所有人都在谈论这只股票，所有人都在谈论这个赛道，电梯里面上下班的时候大家都在谈论这个东西，那个时候一定要小心一点。但是一旦这个市场开始冷却的时候，这个时候买进去，又是优秀的公司，那长期来看亏钱的概率是不高的。

糖糖：优秀的公司，壁垒也比较高，盈利能力、估值等等大家都可以综合评估一下。大家还有什么选股方面的其他的问题，在评论区下方跟我们进行交流。

有朋友说到，看三年维度，确实我们是比较鼓励大家长期关注，或者长期持有的。所以大家可以多看看它的一些长期表现，比如大家关注骆帅总的一些产品，可以加自选，多多关注一下长期的表现。本场直播是由南方基金权益投资部执行董事骆帅总带来的，“基金经理手把手教你选股”，如果你有选股或者一些板块的问题，我们在评论区下方进行交流。

刚刚骆帅总说到了自己的投资框架还有投资理念，当然了也听到骆帅总说，我们就算去买一些热度比较高的板块，也要注意其中一些高估值或者波动的风险，对风险和收益骆帅总怎么看，您会把哪一块看得更重要一点？

骆帅：大家认为的高风险高收益，其实是一种数学统计上的概念，它并不一定真实存在。举一个简单的例子，还是举特斯拉好了，因为它是美股，不涉及到我们讨论个股的问题。这个公司在历史上曾经一度运营不下去了，因为它的交付能力是有问题的，资金流也有问题，后来他在中国上海建立了工厂，在那个时间点上，它的风险非常低，潜在收益非常高，所以我觉得很多人对风险和收益的理解有点问题，并不是说风险越高收益就越高，一个公司风险越高收益就越高，这肯定是不对的。

而且这个风险也有不同的定义，很多时候大家谈到风险，会认为是本金损失的风险，这个是我们内心想到的，这个风险就来自于我亏钱的风险，其实在数学上风险的定义是波动，波动率是高还是低，往往是当你的热度非常高，或者很多人交易的时候，潜在的未来看不太清楚的时候，它的波动率是很大的，但是波动大并不意味着潜在损失的概率就大，波动率大只意味着它每天上蹿下跳，但是并不意味着它可能会大幅损失本金。

还是刚才说的例子，我们也可以看到某一个中国的造车新势力一度也是面临破产，但是后来有了政府的注资，给它提供代工厂和场地，给它提供很多的条件，那时候它至少是死不了了，不会破产。那时候它又是处于股价非常低的位置，那它的风险和收益就处在一个黄金的位置上。

我们应该要找的是风险低、潜在收益高的买点，而不是承认没办法了，如果想要高收益，必然承担高风险，我觉得这是错的。在现实世界里，并不是像教科书上那样去运作的，我们还是应该寻找这样一些时刻，一些无论是对市场还是对行业还是对个股而言，它的潜在收益是非常高的，潜在风险是非常低的黄金时刻。这种时刻不是我们能主动控制的，它是等出来的。

你可能要像非洲草原上的狮子或者猎豹一样，要在草丛里等待很久，等待一个最大的猎物离你最近的时候。之前要保存体力，对应在投资里面就是要保存你的本金，要有

一定的仓位。一旦这个黄金时机出现的时候，你要敢于押上去，这是我对风险收益的理解。

糖糖：学到了新知识了，并不是收益越高风险越高，两者并不是成一个绝对的正比。但是大家在购买基金或者股票的时候，还是要根据自己的风险承受能力进行选择，所以大家可以在一些刚刚骆帅总说的波动性比较大、爆发性比较强，脉冲式增长的板块，以定投或者分批布局的方式分摊成本，同时也是平衡一下自己的风险，这是刚刚我们给大家提到的风险和收益怎么看。大家如果还有其他的一些问题，欢迎大家在评论区下方跟我们交流，也欢迎大家多多关注南方基金，多多关注骆帅总，给我们点点赞。新进来的投资朋友可以关注、点赞和评论。

刚刚说到了选股或者选基的一些方法，同时很多朋友会比较关注市场，因为很多朋友其实还是蛮关注下半年的市场环境的，骆帅总您在下半年的市场当中关注哪些板块的投资机会？

骆帅：我们现在重点关注的，首先这个赛道空间要比较好，格局要比较好，另外也希望它能在未来的几个季度增长速度比较突出，我们现在看的第一是储能，新能源里面的动力电池和储能领域。今年以来储能的爆发主要是因为欧洲市场，我们想看国内的项目有没有进一步启动，欧洲市场的需求会不会继续延续。同时上游的价格确实很难掉下去，但是它也很难再往上走很多，所以下游的电池领域是我们要重点关注的。因为过去一年它也下跌了不少。

第二个是风电里面的海风环节，从现在开始到明年，海风可能是一个逐渐放量的过程，装机量在 2023 年的增速会非常快，现在已经是 2022 年的下半年了，所以我们思考很多问题都要面向 2023 年，海风这个领域也是我们比较关心的。

再有就是下半年跟原材料价格下降以及国内需求回升这两者结合起来的一些领域，比如刚才说的工程机械，或者泛工程机械的领域，它的原材料端在下降，需求端在回暖。

还有消费也是，我们看到啤酒领域，上半年肯定受疫情影响比较大，下半年随着消费场景慢慢修复，它的价格也已经提上来了，同时原材料也在往下走，这样的一些领域可能会出现量升，利润率也在加速修复，这样的一些领域是比较好的。

今年上半年受影响最大的领域，在明年上半年相对同比的增速就会非常快，除非疫情有进一步的变化，比如又出现传播速度非常更快的变种，同时出现大城市疫情比较严格的管控，可能会使消费的修复出现一些波折，但是总体上我们看到的是在很多二三线城市，消费场景已经复苏得还不错了，很多夜生活的场景，包括餐饮的需求复苏也还是可以的。

新能源里面的几个细分方向，还有消费，和我们刚才说的跟基建有一定相关性的，跟出口有一定相关性的工程机械的领域是我们今年关注的重点。

糖糖：好的，给大家总结一下，新能源的一些细分子行业，还有消费基建，大家在下半年都可以多多关注。当然大家也可以多多关注南方基金，因为我们还有很多的直播，有我们基金经理跟大家进行交流，你有任何其他的问题，在评论区下方可以跟我们多多交流。

本场直播是“基金经理手把手教你选股”，在选股方面有任何疑问或者想学习的地方，都可以在评论区跟我们交流。

我们刚刚说到了下半年的投资机会，在这个机会当中骆帅总也提到了大家比较关注的消费板块，消费板块近期也是有一定的回暖，大家想知道整个大消费板块这一次是反弹还是反转，这是大家还蛮关注的问题，大家都在说消费板块可能现在到了一个比较便宜的时间点，这个时候要不要上车呢，所以再请教一下骆帅总，能不能给我们再展开讲一讲消费。

骆帅：所谓要不要上车这个问句里面隐含的是一个相对短期的机会，并不是一个从长期持有的角度去考虑的。我个人觉得消费还是偏向于适合长期持有的，但是如果一定要讨论中短期的问题，其实下半年的消费是有不确定性的，它有希望修复，但是疫情的变化不是我们能控制的，也不是我们的政府能够控制的，因为像新变种的出现和传播都是有一定的偶然性的事件。

如果从下半年的角度来看，消费不一定会修复，只是说它性价比不错，如果站在两三年的角度，那现在的性价比还是很好的，但是如果从半年甚至三四季度到明年上半年的角度，我不是非常肯定，它一定会有很好的机会，这是从整个大的领域里面。

如果从细分的环节来讲，即使是在一个消费没有那么好的趋势里面，还是有部分领域能看到趋势是比较不错的。比如有很多领域出现了高端化，比如酒类，无论是啤酒还是白酒，我们的消费量每年都在下降，这个是有数据的，但是消费结构是在逐年上升的，所以这个时候我们就会看到其中做得比较好的公司，即使是在疫情当中，它的增长也有两位数。即使是疫情没有特别好的好转，它还是能做出增长，如果一旦疫情有一个很好的修复，那这时候它的弹性会非常大。

所以我们在消费里面更多的是看那些能够进行高端化的，它的产品价位能够往上走的产品。而且这种往上走不是通过大幅度投入营销费用，而是通过产品的升级，通过不断在渠道上精耕细作，让这个品牌深入人心，慢慢地做出来这样一种产品结构的升级，这样消费的品种是进可攻退可守的。退可守的意思是说，即使下半年消费像上半年一样，或者像 6 月一样，不能像 4 月一样，像 4 月那样实在是太差了一点，如果像 6 月这样，还是有增长的一些消费公司。

直接回答要不要上车这个问题，我觉得不要把弹性押在这里，这些都不好讲。

糖糖：明白，我们不去预测市场短期的表现。当然大家也都知道，大消费是长坡厚雪的赛道，大家一定要从一个较长的时间维度去看待这个板块，特别是大家在做投资的时候，消费也是希望大家可以长期持有。

当然如果你有这个耐心，又非常看好它后续的机会，可以这样做。如果您确实非常想要短期的机会，那么消费板块可以先关注一下，也不一定要急着上车，这是我们给大家提示的一些机会和风险点。

有很多新的投资者朋友进入直播间，大家可以多多关注我们直播间，多多给我们点点赞，也希望大家关注一下骆帅总。

刚刚骆帅总提到了很多选股或者是选基的知识点，我自己也学到了蛮多。特别是很多投资者朋友有一个心结，有的板块他确实很看好，比如新能源，但是它确实已经涨了很多了，很多投资者朋友问，已经涨了这么多我还能不能买，或者已经这么贵了，我还要不要买。我们也想请教一下骆帅总，在投资的过程当中如何考虑投资的成本，或者估值跟成长性之间的关系？对一些盈利表现比较好，但是估值又很贵的公司，您怎么看？这样一个专业的问题也想请教一下专业的投资者，请骆帅总给我们分享一下。

骆帅：如果从统计学的角度来讲，一个公司的估值和它未来 12 个月的表现之间没有必然联系，这可能是比较反直觉，大家觉得贵了是不是未来的收益一定会差，但是从短期的角度来讲其实是没有太大影响的。当然短期涨了非常多，走势跟后面的表现之间也没有特别直接的影响。

相信大家问短期要不要上车，肯定不是从长期考虑的，肯定就是想赚这一波钱，说白了就是这样一个心理。如果抱着这样一个心理，那要小心一旦它涨得特别多之后，确实有可能还会继续上涨，但是无论涨还是不涨，它的波动性一定会大大增加。比如你买入之后，它第二天突然跌停了，你要做好这个心理预案，在心里预想一下，如果出现这种情况，你有没有定力，或者有没有一个很好的决策机制。

因为跌停或者下跌你可以选择继续加仓，如果跌完了之后更茫然了，涨这么多突然下跌，不知道是该卖还是该买，如果是这种情况，可能一开始就不应该参与。因为可能您对这个板块的理解和把握还没有到那个程度，这个时候是不太适合进入的。

但是如果仅从短期涨了多少非常定性的去看，那确实短期涨多少跟它后面涨多少没有一个统计学上的必然联系。更多的时候如果从机构投资者的角度，我们更多会看这个板块成交的活跃度，在历史的区间上处于一个什么水平。如果它在历史区间上每天成交额或者换手率已经非常高了，那这个时候是要等一等的。这就是统计学的意义。

但是我觉得可能大部分的投资者不太会关注这样的一个数据，机构投资者如果希望在这个板块布局，如果短期它的成交和换手率极高，那我可能是要等一等，等到它有一个调整回调之后，我觉得可以接受了，这个时候再去进行买入，这个是买入时机的问题。

如果您希望要买入一些，因为不买入看着太难受，如果后面再涨 20%我再冲进去，可能就更差了，这个时候我个人建议从您的心态上可以找到这个板块的龙头公司，所谓的龙头公司就是这个趋势里面最强的标的，可以先做一点布局，这个时候可能您的心态会好很多。

投资者做投资的时候，要把自己作为这个系统的一部分，你不能只考虑股价，还要考虑自己的心态。狙击手跟手里的枪是一体的，跟目标也是一体的，在考虑的时候要把自己的心理，以及自己心理可能出现的变化都考虑进去。比如这个时候你买的是龙头的公司，一般来讲即使板块有调整，龙头的调整应该也是更少的，所以大概是这样两个问题。

这个问题其实是一个千古难题，因为是就短期而谈短期，没有一个正确的答案。但是我觉得尽我所能吧，机构投资者可能更多的是看换手率，或者您说技术分析也可以，我们也会看技术分析，可能不是所有人都看。技术分析有没有效果？肯定有效果，但是技术分析也是一个长期积累的过程，每个人要考虑自己的能力圈。这个问题实在太难了。

糖糖：谢谢骆帅总的分享，确实在我自己投资的过程当中也有这样的感悟，一些板块我真的看好了，那我要不要买呢？我会以悲观的心态去做预想，但是以乐观的心态面对市场。

骆帅：还有一个问题，刚才这样回答可能大家听了也不知道该怎么办，其实还有一种方式，您刚才也提到了上中下游，可能我们可以做这样一个逻辑上的推演，比如这一波上涨是因为什么，如果是因为需求的爆发，那您可能会考虑到如果这个需求爆发，它可能会带动什么需求的爆发，我们不是说找一个次优的高点，而是说从逻辑上推断，下一步这个演化可能会是一个什么样的情况。

比如我们之前看到的能源价格大幅上涨，它带来的是欧洲用电成本的急剧上升，因为欧洲人用电主要是靠天然气，这个时候会带来光伏和储能这样一种替代产品的需求大幅上升，这个逻辑是可以这样推理的。如果一定想根据趋势的上涨做一些决策，那我觉得更好的决策是从逻辑的链条上，找到下一个可能会爆发的板块，去观察那个板块，在那个板块刚刚启动的时候提前布局，可能效果会更好一点。

糖糖：确实今天学到了很多，投资者朋友对如何真的去做投资，或者是选股选基，还有任何的问题，可以在评论区下方跟我们进行交流，今天直播的时间也不多了，所以大家有问题就尽快提问，同时也是希望大家多多关注南方基金。刚刚我们讲了很多根本的逻辑，如果大家觉得有收获，可以给我们多点点赞，谢谢大家来到我们的直播间。

本场直播的主题就是“基金经理手把手教你选股”，您在选股上有哪些困难，有哪些疑问，我们都可以进行交流。当然今天也非常高兴请到了南方基金权益投资部的执行董事骆帅总，来给我们进行一些选股上的分享。

最后还有一个问题想请教骆帅总，您在做投资的时候，特别是结合 2022 年的市场环境，您会做均衡还是做集中，很多朋友可能会赌一些单一的赛道，但是有的朋友说，

我稳增长也配一点，高成长也配一点，分散一下行业，来分散我的风险。我们想请问一下骆帅总的投资风格是怎样的。

骆帅：我的风格还是偏均衡的，这个其实没有绝对的好坏之分，是均衡更好还是集中更好。均衡的优势在于，因为它有不同的板块、不同的领域，所以波动率相对更小，作为一个基金产品，我们更多是开放型的接受大家的申购赎回，这个时候如果波动率更低，是有利于投资者的持有体验的。

集中其实也没有什么问题，只是它的波动率更高，但是这并不意味着它的风险一定更高，只是说它在集中之后，每天的波动会比较高。这个时候如果大家可以自由申购赎回，可能会在持有的心态上会是一个考验。

我自己的风格还是偏均衡的配置，这是一个个人定位的问题，因为每个人可能会对自己的产品有一个定位，我的定位大概是这样的。

糖糖：好的，谢谢骆帅总。很多朋友对止盈或者落袋为安也有一些疑问，有投资者朋友问，如果有的板块，像消费，它就是长期持有的板块，长坡厚雪的赛道，我在投资的过程当中，特别是投一些产品，有一定的盈利以后，这个时候要不要止盈做落袋为安，还是说要继续长期持有，进行一个更长期的选择？这也是我们投资者朋友比较关注的问题，请骆帅总跟我们分享一下您的经验。

骆帅：如果你持有的是一个你了解非常深刻的标的，而且这个标的是一个长坡厚雪的品种，其实不太存在特别的止盈的问题，除非是在特别大的牛市里面，你判断流动性可能会出现大的拐点，这个时候短期减仓也是没有问题的。但是这个前提是你关注宏观、关注流动性、关注股市大的周期，这个时候是可以做一些操作的。因为毕竟在泡沫时期，大部分的股票都会出现泡沫，它可能会透支掉未来几年的上涨，这是第一点。

第二点，如果您对这个标的不是特别了解，只是从一个行业的趋势出发，如果已经赚了钱的话，是可以去做止盈的。因为其实所谓的止盈止损，最后是不是成功的，很多时候取决于这个标的本身是不是也有基本面的变化。比如有的标的就是基本面不断超预期，长期的空间非常大，但是如果你对这个标的本身不是特别了解，它出现变化你也不能特别及时的把握到，那这个时候谈不上根据它基本面的变化做出反应，这时候如果说已经有了不错的盈利，见好就收是一个很好的选择。

如果你是一个个人投资者，自己去买卖股票的，还是希望你更多关注自己持有的这些标的，如果你是一个行业内的人士，比如是做医药行业的，你买的是一个自己非常熟悉的医药公司，这个时候不存在止盈止损，你对这个公司非常了解，对这个行业也非常了解，你是可以根据基本面的变化去做这样一些操作的，就谈不上止盈或止损，更多的是根据自己对它的定价，对它价值的估计做出一些选择。你做波段也好或者怎样也好，都是可以探讨的。

如果说你是买入一个一揽子的投资，买了一个指数，而且不是定投，可能觉得有行情，这个时候还是建议您多关注我们流动性上的一些政策上的转向，因为在大的拐点之前，政策都会有所变化，就是流动性的政策，央行银根的收紧或放松，包括政府的表态，都会对股市产生比较大的影响，而这种影响往往是半年或者一年以上的。所以根据您不同的投资方式，包括您的专业背景、行业的背景，应该是有不同的选择的。

把它简化为止盈止损不是特别好，因为我觉得没有一个固定的说法 20%止盈就一定更好，因为您不一定每次都是 20%，可能有时候就下跌了，那怎么办呢？这是在统计学上，在数学而言，这不是一个必胜的游戏，更多的时候很难通过这样简单的规则就可以不断盈利，这是一个神话，我个人是不太相信的。还是要有一些对于宏观也好，对于行业也好，对于个股也好，有更多的认识，胜率会更高一些。

糖糖：谢谢骆帅总，今天确实学到了很多，做投资还是要回归最原本的逻辑，您是否真的看好它未来的投资机会，您对这一块的研究是否深入，引用局长的一句话“认知等于回报”，大家不管做任何的投资，一定要对这些板块、个股或者行业有一定的研究。如果实在不知道怎么研究，你可以来南方基金直播间，跟我们多多交流，多多跟我们的基金经理进行交流。

同时希望大家在做投资的时候，不要追求最好的投资，追求一个最适合您的投资，可以跟基金经理一样搭建自己的投资框架和逻辑。今天非常感谢骆帅总来到直播间给我们进行分享，再次感谢骆帅总。

骆帅：谢谢大家的关注。

糖糖：谢谢大家，大家可以多多关注一下骆帅总，关注一下骆帅总的产品，我们进行长期的关注。同时本次直播内容仅供参考，不构成任何投资建议，市场有风险，基金投资须谨慎！大家在做个人投资的时候，一定要根据自己的风险承受能力，选择适配的产品。

今天的直播到此结束，再次感谢骆帅总，再次感谢来到直播间的所有投资者朋友，喜欢我们直播间，关注南方基金，我们下期再见。

骆帅：再见。

风险提示：上述文章所涉及个股仅供参考，不构成投资建议，据此买入风险自负。更多优质内容可以登录雪球免费查看。