

相信股票只会越来越好！今年收益或更多依靠精选个股

盘京投资 2022-02-01 08:11



编者按：2022开年以来，A股出现了较大幅度的调整。盘京投资执行事务合伙人、资深基金经理庄涛先生于近期与各位投资人进行了深度且坦诚的交流，线上交流会以发言和问答形式展开。本文依据交流的具体内容梳理成文，主要包含庄涛先生对本轮A股剧烈波动的看法、2022年行情判断和问答等三个部分，供各位投资者参考。

01 均值回归的修复或是引起本轮A股剧烈波动的重要因素

“对于A股大盘剧烈波动的原因，我总结了4个理由。第一个原因可能占60%以上的权重：过去三年市场风格过于极致，成长风格表现突出，基金收益颇丰，均值回归是市场的必然规律；二是市场风向朝“保增长”发生了预期转变，但对应板块缺乏系统性行情；三是美股和港股等外围股市表现不佳，对A股造成了一定的影响；四是当下市场缺乏蕴藏大机会的赛道和潜在牛股。”

第一，过往几年市场风格演绎的过于极致，极致的回报就会有一个均值回归修正性的行情发生。这种修正幅度可大可小、时间可长可短。价值投资者在过去三年饱受摧残，从投资基金经理的角度看，其实是坚守了价值投资的理念，只不过与市场风格无法匹配，从投资的角度实际是没有任何问题的，这就是A股的偏好而已。

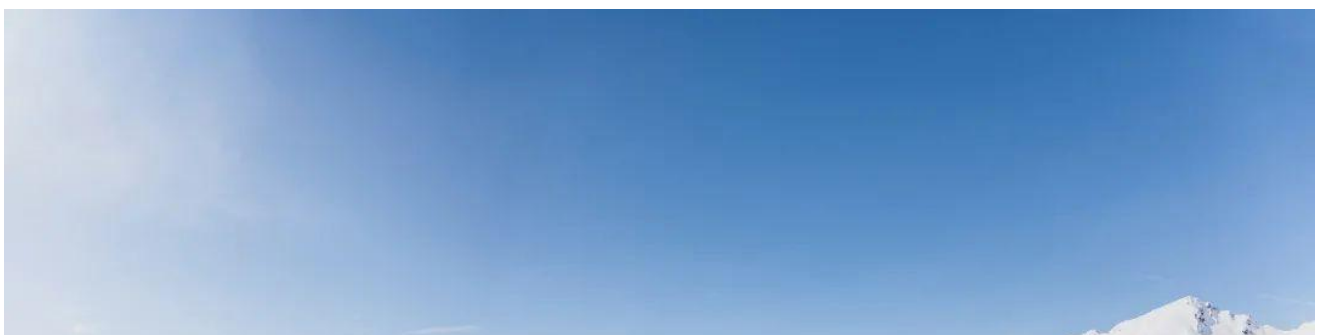
均值回归的现象在以前也发生过，去年年初A股市场出现了一轮较大的波动，实际上就是均值回归的力量在起作用。这两年的成长赛道，尤其新能源赛道发展的非常好，对应收益也很高，去年算是电动车真正的“元年”，但在一季度对应板块表现的非常差，并不是因为基本面或自身有什么问题，而正是由于均值回归的修正。

其次，市场风向朝“保增长”发生了预期转变，但对应板块缺乏系统性行情。有一个通常的现象，当与一个市场较热的板块不太相关、甚至属于对立的板块出现机会后，抱团板块往往就会形成松动。例如2009年，在“保增长”下，市场认为地产板块见底，大市值的金融和周期类股票出现机会。当资金注入了这些板块，就会影响持有成长性赛道股票的投资者情绪，进而尝试切换风格，致使热门赛道股的下跌。

疫情以来，整体经济增长的压力还是很大，中央政府再次提出“保增长”，且我们也相信国家有相当的能力实现它。但是本轮“保增长”下，金融地产类股票又缺乏系统性行情的条件，涨幅都不大，就进而导致了整个指数的下跌。

第三，外围股市，尤其是美股和港股表现不佳。美股的行情总是让人担心，因为过往十余年涨幅巨大，且估值也不低。这些年以来，每年都有各种大势预测，认为美股将会大跌，可能至少现在看，今年貌似是成功预测了，这就会从心理层面上给大家带来一些困扰，尤其是对港股的冲击。但即便如此，我们认为外围市场的调整，可能对A股的影响只占10%左右。

最后，当下缺乏蕴藏大机会的赛道和潜在牛股。这个原因非常关键，因为A股在历史上有绝对回报的年份都存在共同特征，即当年都有获利效应明显的赛道和牛股。例如，2012年相对回报偏差，公募基金的平均回报勉强为正，但那一年依然产生了一批市值较大、行业地位较高的牛股，且这类股票让投资人也非常容易参与；2013年创业板超大行情，2014年前三个季度是成长股，四季度降息点燃大盘蓝筹，公募基金平均回报33%；2015年上半年高歌猛进，但是到2016年完全没有成长赛道的板块，当年整个公募基金的回报都比较差。





02 2022年行情类似2016年，但今年不具备形成单边熊市的条件

“A股历史上四次大级别的熊市基本都和紧缩有关，全部是由于经济层面引致的。目前来看，中国货币环境处在宽松的起点，A股市场在这个局面下不具备形成单边熊市的条件。”

因为年初的情况，大家都担心，尤其是很多年没见过大熊市了。目前，2022年公募基金跌了大概10%。开盘的涨和跌并不代表全年的涨跌，没有必然联系。例如，2015年互联网炒的很夸张，但实际上那一年最开始涨的股票是美的电器。2016年开盘就熔断，但实际上熔断了2个月，后面涨了10个月。2017年白酒又被炒的很厉害，但当年开盘涨的是军工，后来军工却成了全年最熊的板块。

A股历史上系统的大熊市，是在2004年、2008年、2011年和2018年。这种大级别的熊市，全部是由于经济层面引致的，基本都和紧缩相关，是在货币环境非常不友好情况下产生的熊市。高善文博士在15年前有一篇文章《下半场通常没有好下场》，当牛市进入到估值结束，开始炒EPS的时候，通常结果都不好，货币条件对股市的负面影响，远远大于经济上行EPS上升对股市的正面影响。所以过去4次大熊市，别无二致，全部是由于货币紧缩所导致的。2008年还叠加了全球金融危机，和对个别行业的调控和限制，但主基调都是紧缩。

而2022年不仅没有紧缩，而且正好相反，我们强调经济保增长，货币只能宽不能紧。现在只是货币宽松的起始阶段，步调比较慢，还没有到全面宽松的时刻。整个经济环境，降息只是时间的问题。尤其人民币汇率在去年走强，对出口打击较大，这时对人民币汇率的贬值已不是羁绊，所以现在降息宽松货币毫无压力，所以目前的货币环境和前四次正相反。

在货币宽松的大背景下，中国股市和美国股市处在两个完全不同状态中。也就是说，**美国股市的下跌，和中国A股相关性没有那么强，货币环境完全不同。对中国A股而言，现在货币环境处在宽松的起点，A股市场在这个局面下不具备形成单边熊市的条件。**

“开年行情基本上是由于估值所导致，颇似2016年，但今年的情况比2016年要好。”

今年有个特征，就是看不到哪些赛道有潜在的大牛股，甚至哪些是中等以上市值且机构投资者可参与的机会，至少在年初并不明朗。这种情况酷似2016年，都是在前几年涨幅巨大，获利巨丰后，当年找不到有大行情的赛道和股票。2016年的行情比较差，那年公募基金的平均回报为-15%左右。在过去20年里面，单纯由估值所导致的，也就是不由经济层面所导致的熊市或者偏熊市行情，只有2016年A股市场。

但2016年的经济基本面很弱，并且严重受制于人民币汇率。2015年817汇改带来人民币汇率大跌。**2016年初的熔断就是由于人民币贬值导致的，并不是单纯的估值因素，而且与货币政策无法宽松、人民币汇率压力密切相关。**而今年人民币汇率没有压力，而且还是宽松的起点，这一点和2016年完全不同。



03 今年A股将逐步经历“见底-企稳-震荡-分化”四个阶段

“今年可能是一个全年窄幅波动的行情，A股又进入一个选股的赛道。过去几年在A股赚到超额的回报，在今年明年可能不会出现了。中长期来看，稀缺性是唯一能确定给投资者赚钱的方向。”

去年量化基金对A股的中证1000和中证500指数起到了推波助澜的作用，这些基金的量很大，年初它们杀出来也会加剧市场下跌，但这些都是短期的，它们很快就会被出清。今年以来，机构投资者的负收益基本上已经见底了，前提是没有黑天鹅事件。等一季报及社融企稳，全年可能走出震荡分化行情。

震荡指今年A股市场难以出现单边上行，会有比较长时间震荡缩量行情。分化是指好公司永远稀缺，机构投资者将找到投资的脉搏，哪些是有获利空间的，有中长期前景的，慢慢的都会显现出来。20年前，A股只有600个股票，缺乏好公司，好股票。然而，现在市场4000多个股票，市场的厚度和深度，已经不可同日而语，所以公募基金和私募基金，还是能找到一些股票来挽回损失。

短期来看，虽然保增长可能还是主流，但可能无法维系太久，今年将是拼选股的一年，甚至明年也是。比如说有多少项目要落地，地产会不会松动，货币是否要宽松，不排除还会有周期股的躁动。但从中期来看，这个板块可能也不再有大机会。因为此时此刻的保增长和2009年截然不同，如今受限条件比较多，地产政策对于整个地产已经毫无空间，这是中国经济基本面的第一大要素。从2003年到2021年，18年以来的量价齐升结束了，地产周期的结束是中国经济基本面最重要的因素。地方政府加杠杆的能力与2009年也是天壤之别，居民部门杠杆水平也到了较高的极限。只要坚持房住不炒，坚持财政纪律，不无意义地放大杠杆，保增长主要就是起到“托而不举”的作用。所以就算炒基建一个季度，下个季度热点可能就不是它了。2009年强力推大基建，然而下半年最好的板块是医药。

所以中期来看，还是要回到成长赛道。可能很多投资者觉得基金抱团买新能源、军工不好，但在经济下行压力较大的背景下，还能够保持高行业景气度的赛道是极度稀缺的。投资的第一要素就是稀缺，这种股票集中在过去的热门赛道里，像新能源、军工。但是成长股不止它们，还有别的成长股。在未来这类股票不仅重要，而且可能是基金经理唯一能确定给投资者赚钱的方向。所以今年是纯拼选股，甚至明年可能也是。过去几年在A股赚到超额的回报，在今年明年可能不会出现了。

04 当下和中期的风险仍然存在，但不影响我们保持信心

当然判断过于乐观也是有可能的，所有的判断都基于没有黑天鹅事件。如果有黑天鹅事件，容易让市场超调，包括地缘政治风险和需要高度关注的疫情，疫情如果阶段性失控，可能会对信心产生比较大的打击。

但是如巴菲特先生讲的一句话——股票只会越来越好。这句话的背后一面就是，有中央银行以来，货币只会越来越多，尤其在宽松大背景下，哪怕是黑天鹅事件所导致的市场超调，哪怕地产见顶、经济偏弱，只要国家是稳定的，我们就能够找到阶段性的好公司、好股票。由于稀缺性，这类股票就会被市场热捧，就能给投资人带来绝对回报，尽管不一定很高。这种信心大家还是应该有的。

此时此刻恐慌的理由不充分，希望在春节以后，市场能站稳脚跟，在一季报之后，市场开始有序上涨。在今年下半年预计2023年业绩和估值的时候，一批成长股将走出独立行情，我们

希望用今年全年的时间把年初的下跌夺回，希望后面也能够通过精心选股，把年初的损失降低抹平，甚至赚钱。

问答环节



#1

医药赛道具有长期投资价值



对于医药行业有什么具体看法？行业未来的空间如何？哪些细分领域是您更看好的？

庄涛：未来基金投资希望在医药赛道中可以多做一些文章。医药赛道在去年是很熊市的，今年年初又遭到了大的下跌，每次下跌大家都会说它不行。2018年12月初，当时是带量采购，跌得一塌糊涂。其实医药赛道是唯一一个供给创造需求的赛道，再也没有第二个赛道，这个赛道长期价值不言而喻，直到人类永生之前，医药这个行业都是景气的。虽然短期来看确实机会还不大，但是只要在选股上有点耐心，还是能找到品种的。

现在问题在于由于支付政策的局限，加之为应对疫情，政府医保压力更大，所以带量采购政策，将对医药板块的影响还将持续。但这种现象在中期可能对医药创新貌似有些影响，这种影响，体现在很多股票的大跌并传导到至一级市场的冷却，这些都会汇总到管理层，相信最终国内的支付政策还是会有一些新的规则出台。短期之内我们正处在寒冬之中，但是那句话叫“冬天来了，春天还会远吗？”。在这个时候建仓，甚至做在右侧，机会只会更多。所以千万不要对这么大空间的赛道悲观，这是我们对医药股偏正面的看法。

#2

通过对冲工具来适度降低波动



在过往的投资中，如何灵活运用对冲工具？

庄涛：其实效果最好的是2019年，因为很多股票在高位。但现在很不好做，比如就个股做空而言，对于很多基本面较差的股票，我们是想融券，但借不到券。2019至2021这三

年，我们等于通过做空买了保险，例如2019年，全年大概只花了两分钱，保住了70%的收益，2020年也是花了两分钱，保了80%的收益，但在2021年花了4分钱，却仅保住了20%的收益。今年行情整体偏弱，所以我们主要还是以股指期货为主，个股做空为辅。希望大家知道我们不是一个标准意义上的对冲基金，我们只是希望对冲工具来降低波动。我们很少出现极致的下跌，但阶段性下跌也经历过，像2021年下半年我们就遇到了很大的麻烦，当时好几个股票同时出现黑天鹅，中概股又崩盘，那段时间很难对冲，所以压力也非常大。

#3

港股和美股走强也比较难，较去年最多是边际改善



目前在港股和美股的配置比例是怎样的？未来对这两个市场的看法？

庄涛：港股和美股其实给我们留下了非常痛苦的经历，去年一度跌了二十多个点。那为什么还要买港股和美股呢，因为买的很多都是中国股票，也是龙头股，从基本面来看，性价比都非常好，包括很多互联网龙头。但去年没想到的是各种黑天鹅的出现，很多行业政策，造成了我们的持仓损失很大。从目前看，我认为港股和美股很快走强是比较难的，较去年最多是边际改善。因此我们在港股和美股的比例也降了许多，加在一起大概六到八个点。当然未来当我们觉得基本面和大环境都很好的情况下，会再度出击港股甚至中概股。

#4

相比新能源汽车，光伏现在还处于行业早期



半导体、光伏、新能源现在处于行业周期的哪个阶段？哪些细分领域在2022年会有更大的投资机会？

庄涛：半导体目前还处在国产替代比较初期的阶段，中国作为制造业大国，巨量的进口芯片甚至会影响国家安全的，所以进口替代在中期肯定是一个大的方向。现在的关键问题是，这些股票估值太贵。对我们来说也比较纠结，因为现在市场偏弱，如果是一个主题基金经理，不考虑估值因素，只看行业景气度，是没问题的，但是个股投资的角度，还是要看估值。因为半导体目前还处于比较早的阶段，我觉得估值有点问题，所以也稍微谨慎一点，配置比较低。

光伏的量比较大，也处在早期，但是身处阶段相对于新能源汽车稍微往后一点，这个板块β属性比较强，几家龙头公司比较同质化，今年炒硅料，明年炒硅料下游，有点泾渭分明，整体看依然是结构性机会，预计硅料价格下跌，可能还有放量，甚至有点内卷，所以目前配置不多。

新能源汽车依然是比较看好的，属于非常早期的位置，新能源车和智能车先天联系在一起，美国的特斯拉和中国的小鹏的智能化远远超过传统车，如果考虑到未来自动驾驶L4，现在新能源汽车渗透率比较低，这是一个十几年一遇的超大赛道，没有理由不出现一批大牛股。更重要的是，赛道中的很多龙头都是和中国公司有关的。特斯拉2021年卖了100万辆，2030年要卖2000万辆车，是一个20倍的空间，那么特斯拉在中国的供应链公司，也有20倍的空间，这都是巨大的成长型赛道。大量的创新都是特斯拉引领的，现在不是需求问题，是供给问题，加上智能驾驶，是改变人类生存方式的。因为原来自己开车两小时是非常无聊的，但有了智能驾驶之后，可以在一定程度上将人类的生命延续两小时，这对人类生活的改变是非常深刻的。每隔一段时间就会有一个大主题，上一次是在2008年，智能手机元年，这一次是智能汽车，不知道10年过后是什么，但这一次大潮流是绝对不会衰退的，只是起点而已。

-全文完-

