

无常胜之高峰，亦无永恒之低谷

盘京投资 2024年01月23日 15:53 北京



序言

疫情放开的第一年，我们恢复了以往的出行、旅游，人与人之间的互动和联系又再一次紧密了起来。在去年初，市场普遍认为随着经济复苏和企业盈利增长，A股或许将迎来好的投资机会。但现实情况与投资者的预期存在一定的差距，一些行业仍然受到了滞后影响。

这一年市场的不确定性使得投资决策变得更有难度。市场的每一次波动，都似乎在诉说着中国社会、经济以及科技的变迁。我们深刻感受到了A股市场的变化与挑战，也给我们提供了一个重新审视市场、调整投资策略和思考长期发展机会的契机，从某种程度上对我们的投资思路有深远的影响。

在这个过程中，我们开始更加注重企业的基本面和长期价值。不断寻找那些在疫情中表现出强大韧性和成长潜力的企业，这些企业可能在未来有更好的发展前景。同时，也更加关注宏观经济环境和政策变化。此外，我们也更加注重风险管理，谨慎地评估投资风险，并采取措施来降低风险敞口。

01

“上涨的熊市” ——充满割裂感与复杂性的舞台

2023年的A股市场，是一个充满割裂感与错综复杂性的舞台，不仅要应对国内经济在宏观与微观层面上的各种挑战，还要面对全球海外市场在整体走势和投资者信心上与A股的巨大差异。

在2023年，随着全球经济复苏的迹象逐渐明显，海外主要股票市场大多呈现上涨态势。例如，美国的道琼斯工业平均指数、纳斯达克指数以及欧洲的Stoxx 600等均录得不错的年度涨幅。

而23年A股市场呈现了一种罕见的特殊形式——“上涨的熊市”，即主要指数整体呈现下跌趋势，但WIND全A指数的跌幅并不大。这种差异背后，除了宏观经济和政策因素的影响外，A股市场的割裂现象也是不可忽视的因素之一。

从宏观角度看，中国经济正处于转型的关键期。2023年一季度疫后复苏，PMI快速回升，4-8月制造业PMI一度低于荣枯线，反映2023年年初以来，经济恢复波浪式发展、曲折式前进的进程。

一方面，与经济相关度较高的房地产、消费以及产能过剩压力的新能源跌幅较大。整体企业盈利修复速度偏慢，截至11月工业企业利润总额累计同比仍是负增长。另一方面，又有新兴的科技行业迅速崛起，成为推动经济增长的新动力。这种经济结构转型期的割裂，使得A股市场的投资逻辑变得复杂化。

其次，从市场层面看，A股市场的估值体系和流动性也存在着巨大的割裂。一方面，小微盘风格演绎到极致且主题轮动极快，受到投资者的青睐，获得较高的估值溢价。另一方面，机构、外资重仓的标的则成为投资的“反向标”，存在估值折价的现象。

这种估值体系的割裂导致了市场对企业价值的判断存在差异，使得市场资金在选择标的时候更加谨慎，呈现较明显的存量博弈交易特征。短期热点成交集中度波动得更加极致，比如23年TMT板块成交占比最高达到50%，突破2013—2014年的历史高点，但又很快下降到20%—30%的正常成交占比水平，主题切换频率和相对涨幅差异巨大，短线节奏难以把握。

从行情持续性来看，热炒的主题缺乏盈利支撑，导致了暴涨暴跌。TMT+电子四行业2023年涨跌幅排名居前，但是从2023Q3业绩来看，与年内收益极不匹配，除传媒外，其他三个行业均出现了明显负增长，若2023Q4和2024年成长兑现若不及预期，则可能出现一定程度的调整。

此外，我们还不得不面对海外市场的复杂影响。随着中国资本市场的逐步开放，海外投资者和资金对A股市场的影响越来越大。虽然北向资金一度大幅流入，23年全年净买入仍达到437.04亿元，但下半年流出明显也对市场情绪和资金面造成了一定负面影响。跨国资本的流动、地缘政治的变化等，都或多或少对A股市场造成了冲击。

02

“大暑之后必要大寒”

回顾这三年的起点，2021年抱团股瓦解也存在一定周期性质，一个共识的强化和极致演绎很有可能是一个趋势高点的出现，如70年代美国的漂亮50，一旦抱团的因素出现变化，趋势难以为继。市场仿佛有意在提醒投资者，要意识到市场周期的波动性，在繁荣时保持警觉，在萧条时寻找机会，保持冷静和理性。

我们必须承认中国经济处在一个调整期。这个调整期是为了摆脱对房地产的依赖，这是一个正常的调整，有些行业在表观增速上有所下降。在这个背景下，市场的反应过于强烈，对中国经济的看法有点过于负面。**调整期需要时间，对于中国经济的长期看法我们应有几点共识：**

- 1. 中国经济金融安全性很高，不存在金融危机等。**
- 2. 系统性风险的概率比较低，中央政府能力非常强。**
- 3. 作为专业投资者，我们很清楚中国企业竞争力很强，有大量的工程师红利以及规模效应。**

同时，我们也要认识到这批核心股票估值过低，从中长期角度看已经具备一定的胜面。对于长期看好的赛道，成长性并不会短期消失，只是正在经历一段时间的黯淡时期。资

本的潮水退去之后会出现一些逆境反转的机会。

相比2023年，今年大概率不会出现单一板块、主题或资产大幅吸金导致其他优质个股和板块大幅调整的态势，这为选股特别是成长股带来了相对稳定的基础。尽管国内投资者风险偏好的恢复和投资、消费增长仍需要一定的时间，但政策层面上预计会比较宽松，不利于经济增长和投资环境的政策的出台预计会比较谨慎。监管层也在加大对违法违规上市公司的打击力度，从源头上提升A股上市公司的质量和治理。这些都有利于结构性的投资机会。

03

“ 大模型能力日新月异，AI重塑各行业

2023年最引人注目的变化无疑是全球AI技术的广泛应用和高速发展。在A股市场中，AI概念股备受追捧，但很多是泡沫，不具有真实价值。其中也有优秀的公司，需要去发掘和看好。

从算法来看，大模型在参数量、训练数据量以及训练轮数方面均有提升，新一代多模态大模型如GPT-4V和Gemini拓展了大语言模型的能力边界，展示出多样化任务的处理能力；

从算力来看，AMD CEO Lisa SU预测AI加速器在2023年的市场规模将达到450亿美元，将2027年的数据中心加速器的市场规模预期上修至4000亿美元，对应70%的年化复合增长率；

从应用来看，AI重塑各行业应用，商业化落地已逐步兑现，随着多模态大模型推出，各种应用带来的企业服务收入有望持续提升，例如办公、视频、教育、医疗、自动驾驶、人形机器人等等。我们高度关注人形机器人板块，可能会成为AI领域第一个落地的大行业。

“ 经济转型期的投资参考

生育率、老龄化等人口总量和结构问题成为关注的焦点。随着社会经济的发展，人们的生育观念也在发生变化。同时，高昂的房价和教育成本也增加了生育压力。教育水平的提高意味着人们更加注重孩子的教育和未来发展，这导致无法保证优生优育的前提下，年轻一代的生育意愿相对较低。

这些人口结构问题对A股投资带来了多方面的影响：随着老龄人口的增加，与中药、医疗保健、养老服务相关的产业可能会得到更大的发展空间；随着生育率的下降，人口红利的逐渐消失可能影响经济增长的速度和模式。人口结构的变化要求经济增长动力进行转换，从依赖高强度劳动力投入的模式转向更依赖技术进步和创新驱动的模式。

在这一问题上，中国和日本经济转型期有很多的相似，老龄化率程度相似，都面临房地产放缓后经济转型的局面，也都具有全球有影响力的制造业。以史为鉴，转型期日本四类明星股的，对于目前A股投资具有一定的参考意义。

(1) 美股科技股映射。受益于互联网浪潮，信息与通信板块在日本90年代整体具备最高平均涨幅，90年代日本的IT企业股价取得亮眼的表现，如雅虎日本为90年代最强涨幅股。从A股2023年走势来看，TMT指数也与纳指高度相关，AI的真实价值调整后可以择机参与。

(2) 制造业出海。对于制造业定价核心在于全球竞争力，是90年代日本10倍股中占比最高的领域，日本90年代出口优势行业：电子（ROHM、TOKYO SEIMITSU等）、汽车（丰田等）、机器人（有信精密）等；中国目前具备全球竞争力行业如光伏、新能源车、精密零组件、小家电等等，还有很多新兴出海领域，如创新药等，我们看到了越来越多有竞争力企业在海外市场保持强劲增长。

(3) 消费追求性价比。90年代为日本消费平替的加速阶段，平价及高性价比为重要助推因素。1990-1999的十年间，日本消费股出现较大涨幅的基本均分布于平价高性价比

的国牌，如平价服饰（迅销）、平价餐饮（泉盛、萨莉亚、松屋）、平价美护（花王、FANCL）。而近来中国的性价比消费也在崛起，如名创优品、蜜雪冰城、瑞幸咖啡等一系列优秀国货品牌在消费者更加追求性价比消费下获得较快的增长且仍有发展空间。

（4）高股息股票。90年代日股股息率跟目前A股股息率类似，一般公司股息率2%左右，高股息公司5%左右，考虑到股息收益，日本高股息组合持续跑赢，适用于配置。对标国内，煤炭、石油、电力、运营商、金融等是具备盈利稳定、低估值和高分红品种。

05

“ 海外资本市场的配置机会

目前A股的问题是市场资金层面大概率仍会是存量博弈，财富效应较差，投资者普遍比较谨慎，新增资金特别是长期资金可见度仍不清晰，阶段性资金可能持续流出。宏观经济政策的实际效用仍需观察，经济数据的大幅好转以及转化成上市企业盈利大幅增长仍需要时间。

此外，地缘政治的博弈仍有变数和风险，可能会在相当程度上压制和影响投资者的风险偏好和信心。从风险角度看，今年国内影响A股投资者风险偏好的负面因素要小于国外的因素。

因此在估值水平合理的前提下，我们仍然会持续关注海外资产的配置机会。从全球货币政策来看，对于经济的负面冲击结束，全球性的去库存，高通胀，紧货币所带来的负面冲击走到尾声，2024年进入正面贡献的区间，全球经济压力最困难的时期逐渐过去，欧美经济有望实现“软着陆”。

目前按照市场交易的隐含通胀预期和联储货币政策预期，未来12个月联储预计降息3—4次25个bp，通胀压力回落，流动性趋向宽松。前瞻指标LEI（美国世界大型企业联合会发布的领先经济指数）增速已经触底，S&P利润增长开始反弹，美股2024年盈利有望持续回升。

结束寄语

“做生意不是要比谁赚得多，而是要比谁活得长。”电视剧《繁花》中的台词也给我们带来了思考。做投资不仅仅是为了追求一时财富或短期利益，“活得长”，也不是纯粹指时间的长度，而是要活得明白，明白什么是最重要的东西。

对于我们平凡的大多数，只有健康才是拥有一切的基石。对于投资，它也提醒我们要坚守投资策略和目标，保持平和的心态，走过市场的起伏和挑战。没有哪个高点可以永驻，也没有哪个低谷不会过去。

回望23年的投资历程，对于投资人而言，我们发自内心地感谢各位对这几年投资不易的理解与信任。对于投资过程中所遇到的挑战和结果的不尽如人意，我们深感歉意。

对于我们而言，我们一如既往地默默前行。这一年，我们在持续跟踪和坚守A股投资的同时，加大了对海外科技产业链和中国出海企业调研，拓宽了选股的思路。为了更深入地研究AI板块的机会，投研团队在稳固的基础上进一步强化了电子、半导体等领域的研究力量，为2024年投资做好了充分的准备。新的一年，我们会不断努力，为信任创造更好的回报。



— 免责声明 —

在阅读本资料后, 务必请您细阅此重要声明。

- 请确认您或您所代表的机构是一名“合格投资者”(参照中华人民共和国证券、基金相关法律法规认定要求), 并将遵守对您适用的司法区域的有关法例及法规。
- 本资料所载内容仅供参考, 并不构成广告或分销、销售要约, 或招揽买入任何证券、基金或其他投资工具的邀请或要约。
- 投资涉及风险, 投资者应详细审阅本公司基金产品的发售的文件以获取进一步资料及了解有关投资于股票及衍生品或股权等市场所涉及之风险因素, 并寻求适当的专业投资和税务咨询意见。基金的股份或单位价格及其收益可升可跌, 而过往的基金表现数据并不预示基金未来的表现。
- 本资料所提供的信息并非投资建议或税务咨询意见, 投资者不应依赖本资料所提供的信息作出投资决策。
- 上海盘京投资管理中心(有限合伙)及雇员不对本资料所提供信息之任何错误或遗漏承担任何法律责任。您在任何情况下均不得复印、复制或再分发本资料的全部或其任何部分, 或对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改, 或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。
- 与本资料有关的所有版权、专利权、知识产权及其他产权均为上海盘京投资管理中心(有限合伙)所有。本公司概不向浏览本资料的人士发出、转让或以任何方式转移任何种类的权利。

修改于2024年01月23日