

# 知名基金经理看2020:科技和消费仍是两大主线

先扬后抑的2019年结束了,上证综指在年末再度站上3000点的关键点位,为新年留下了一丝期待。展望2020年,A股是否会持续释放红利?哪些领域更具备投资机遇?“核心资产”还能买吗?为此,证券时报记者专访了广发基金成长投资部总经理刘格菘、景顺长城基金总经理助理刘彦春、中欧基金基金经理周应波、银华中小盘基金经理李晓星和信达澳银权益投资总部副总监冯明远。

这些基金经理对2020年宏观经济的判断总体是“稳”,大幅超预期及快速滑落的概率不高,市场存在结构性机会,相对更看好5G产业链、新能源汽车、品牌消费等领域,并建议投资者要降低收益预期。

证券时报记者 方丽 李树超 应允佳



广发基金成长投资部总经理刘格菘



景顺长城基金总经理助理刘彦春



中欧基金周应波



银华中小盘基金经理李晓星



信达澳银权益投资总部副总监冯明远

## 宏观经济保持平稳 结构性行情为主

证券时报记者:2019年A股市场已经有一波上涨了,你对2020年的宏观环境和市场机会有何看法?A股市场是否能有较好的表现?

刘格菘:2020年宏观经济基本面将保持平稳,市场流动性环境相比2019年边际宽松,尤其是一季度,但全年很难有大水漫灌行情。从经济周期来看,2019年四季度是上一轮库存周期的尾声,2020年一季度将开启库存周期向上的新阶段,不过新库存周期不会出现以前那么大的波峰,会是一个缓慢补库存的过程。综合来看,2020年经济基本面还是以调整结构为主,企业盈利或略逊于2019年,目前还看不到企业盈利全面回升的趋势。

因此,我预计2020年A股将以结构性行情为主,投资最好选择市场需求比较稳定、不太受宏观经济周期影响的行业。例如,在大消费领域中寻找一些估值和业绩增速相匹配、没有估值泡沫的品种,在科技领域寻找景气度高、业绩持续加速向上的品种。

刘彦春:预计2020年宏观环境大体平稳。持续的逆周期政策调整下,商品价格出现反弹,经济初步呈现企稳迹象。预计政策面继续在稳增长和降风险中寻求平衡。市场估值水平已经回归到近几年均衡水平,部分领域已经呈现泡沫化迹象。对2020年股票市场整体偏谨慎,力争获得正收益。综合目前市场定价水平、经济增长态势,以及可能的政策动向,市场估值进一步扩张难度较大,更多需要自下而上寻找阶段性投资机会。

周应波:回顾2019年,整体A股市场上涨幅度较大,股票型公募基金也取得了非常好的回报,主要原因并不是上市公司盈利的增长而是市场估值的提升。展望2020年,A股市场经过一年的上涨,市场整体估值基本回到了历史中位数略低一些的水平。如果从行业分化角度看,结构性差异会更大,部分长期前景较好的行业估值更贵,例如消费、医药、电子通信等,部分房地产周期相关行业的估值包含了较多的悲观假设。

对2020年宏观经济的判断总体是“稳”,不太可能大幅超预期,但也不太会快速滑落,上市公司的整体盈利增速预计和2019年类似,整体在5%左右。因此,对A股市场2020年的表现谨慎乐观,市场整体表现平淡的概率比较大,结构性机会相比2019年更少,需要更多地从自下而上的角度去寻找个股机会。

李晓星:2020年比较确定的一点是基金收益率应该不会比2019年更高,去年是基金投资非常好的一个年份。2020年市场的机会主要来自业绩增长的钱和赚价值因子均值回归的钱,赚像2019年市场的高净资产收益率公司提升估值的钱将会非常困难。整体

上市公司的盈利增长区间应该在5%~10%之间,同时,判断市场估值波动区间不会发生大的变化,指数有上升空间但幅度有限,市场依然会呈现出结构性的行情,好的基金管理人仍然有望提供超越市场表现的收益水平。

冯明远:产业升级、消费升级是一个中长期的过程,相关企业的发展也会持续很多年,我们并不在意股票市场短期的波动,希望能抓住企业长期发展带来的投资机会。

## 美国大选、经济走势、CPI等需关注

证券时报记者:2020年会有哪些核心因素影响市场波动?市场有哪些潜在风险?

刘格菘:2020年的春季行情值得期待,目前正是布局的阶段。2019年电子、医药、食品饮料三大板块涨得比较好,预计2020年春季行情将继续沿着业绩主线演绎。2019年年报、2020年一季报盈利超预期的行业和公司将有望受到市场关注。不过,每年的1月是机构换仓时点,市场的波动有可能加大。2020年市场可能存在的潜在风险点有几个:一是2020年美国大选,可能影响市场的风险偏好;二是市场预计经济上半年企稳回升,如果出现地产投资快速下行等情况,经济处于底部的时间可能会延长;三是估值的大幅波动。2019年,核心资产出现业绩和估值提升的戴维斯双击,部分公司的股价已经反映了对2020年业绩较高的成长预期,如果业绩低于预期,可能出现估值和业绩向下调整的增长风险。

刘彦春:经济如果超预期走强可能引发政策收紧。我们对此并不确认,仍然需要观察。

周应波:如果考虑2020年市场的风险因素,一季度末前后的通胀数据可能是一个较大风险点。如果除猪肉带动CPI上涨之外,原油、工业金属等大宗商品价格上涨也带动PPI上涨,那么,通胀的压力或将制约货币政策的宽松空间,A股市场的估值水平也可能受到较大压制。展望未来几个季度的经济走势,市场可能会存在分歧。但如果展望5年以后中国经济的“新常态”,大家对高速增长转向高质量增长”已经没有分歧。

李晓星:市场估值难以继续提升,但也没有大幅下降的风险;第一,从流动性上来讲,历史上的每一次通胀都和猪周期有关,在CPI高位上行的阶段,流动性宽松的加速度提升难度很大;第二,从外资流入的速度来看,在去年11月26日MSCI上调权重后,未来将是MSCI等指数公司的观望期,半年内继续上调权重的概率很低。去年流动性大幅宽松和外资的持续流入,是市场估值提升的重要因素。目前看,在未来半年内,这两个因素边际弱化,虽然流动性不会变得更加宽松,但在全球的低利率环境下,中国的利率在全球范围内已经处于较高的水平,流动性的收紧也不会发生,市场的估值不会有大幅下移的风险。

## 看好5G、新能源车、品牌消费

证券时报记者:2020年更看好哪些产业、领域的机会?目前是否已有所布局?

刘格菘:从目前跟踪的行业数据看,2020年行业盈利增速差异较大,将是结构性分化的一年。如果能找到需求保持稳定,尤其是需求逆势扩张的行业,会有比较好的配置价值。

刘彦春:我们更看好5G手机和消费电子产业链的机会。第一,5G手机和消费电子产业链的机会。5G产业链的景气周期可能会比4G建设周期延长,消费电子的每次换机潮都会带来一两年以上手机换机增速提升,相关的5G产业链公司、消费电子公司也会有较好的投资机会。下一步,随着5G后应用时代到来,还会看到云计算、云安全、云游戏等行业的需求向上。

周应波:信息安全和国产电脑、操作系统的投资机会,这是3~5年长周期需求爆发的行业。第四,新能源汽车领域。目前市场预期新能源汽车政策改变,叠加新能源汽车产量仍处于较好位置,未来这一板块可能复制去年10月份光伏板块表现,不过幅度不会那么大。其中,动力电池产业链也有很好的配置价值。

冯明远:在核心资产领域,需要在消费、医疗服务领域优选成长比较稳定、估值合理的品种,2020年还是能赚到业绩增长的钱。

刘彦春:消费服务、科技创新是我们持续关注的领域。具备核心竞争力、成长路径清晰的公司股价表现有望继续超越市场。估值上升,市场波动必然加大,特别是一些高估值的股票对流动性和短期业绩兑现要求提高。在需求端前景尚不明朗的情况下,现阶段我们更愿意下注供给侧,重点关注行业结构清晰、产品差异化显著,可以通过主动调节供给实现利益最大化的企业。

周应波:从大的行业机会来说,2020年我们关注新型服务业、品牌消费品、5G下游应用、电动与智能汽车等领域。从消费角度看,纯物质消费总量见顶,服务与体验式消费逐步成为新的增长点,同时,三四线城市的品牌下沉还在继续。从科技进步角度看,2020年中国会形成全球最大的5G应用人口(8000万~1亿人),5G应用会催生新的商业模式,值得关注。我们观察到,汽车行业的电动化与智能化趋势明确,在Model 3等爆款电动汽车的推动下,2020年可能是全球电动汽车行业重要的转折点。

李晓星:我们的组合随时动态调整,如果能看到2~3年的景气度,同时业绩增速和估值相匹配,我们都会进行投资。总体对于2020年均衡布局,科技、消费和价值里的优质公司都会有机会。科技里看好电子、传媒和新能源,消费里看好白酒、家电和必选消费品,价值里面看好银行、地产和汽车。

冯明远:高端制造业在中国有广阔的发展前景。特别是近年全球科技、装备、新材料领域竞争加剧,中国也为这些领域相关企业提供了良好的经营环境。对A股来说,像TMT、电力设

## 看好港股表现

证券时报记者:当前港股市场估值较低,从A股和港股市场来看,未来更看好哪个市场的投资机会?

刘彦春:我们对A股、港股一视同仁。在过去的一年中,港股和A股市场类似,优秀公司普遍大幅上涨,估值处于高位。不过,港股市场可以和A股互为补充,港股市场上互联网、教育、医药、电子、物业管理等领域存在较多优秀公司,值得深入研究。

李晓星:我们更加看好港股市场的表现,因为一个上市公司的价值只取决于未来现金流的折现,而跟上市地点没有关系。目前我们在港股可以找到大量收益空间较大的股票。

## 消费和科技仍是两大主线

证券时报记者:2019年,科技板块和消费板块涨幅明显,如何看待科技和消费板块2020年的投资机会?

刘格菘:若接下来外部贸易环境稳定,不再出现反复,市场对2020年偏悲观的消费预期可能需要调整。消费可以布局估值较低、业绩和估值匹配的资产。我在2020年会围绕科技和消费来进行布局,将以科技为主,选择大消费中的部分核心资产做一些配置。而周期更多是脉冲性机会,很难有大的趋势性的机会。

刘彦春:长期来看,消费和科技还是比较好的赛道。尤其是消费领域,社会财富分配逐步向居民倾斜,消费扩容、消费升级趋势明确,而且,消费领域竞争格局较为清晰,优势企业具备持续发展潜力。我国正处于产业升级、向高质量发展转型关键时期,科技领域发展空间巨大,相信不断会有企业脱颖而出。不过,对于股票投资而言,科技领域投资难度较大,特别是在一些技术快速更新领域,对企业家的眼光和能力要求更高。行业内鱼龙混杂,大量公司严重高估,适合那些行业理解深入同时可以精准把握市场情绪的投资者。

周应波:在过去的3年多时间里,A股市场风格偏向于“核心资产”、“漂亮50”;2019年,科技、消费两大方向呈现出更多的投资机会。这一现象的背后,一方面是外资持续增配A股、国内资金机构化等带来的市场结构变化;另一方面,更为重要的是,当前正值经济从高速增长到中等增速的转轨期,2019年A股市场已呈现出较多的中长期因素Price-in,不同属性行业之间的估值差异也较充分地反映出行业长期基本面差异。因此,总体来说,为年末市场追捧部分热门板块而感到担忧,在2020年的投资中,也建议投资者规避部分高估值板块个股可能的大幅下跌风险。

李晓星:科技和消费这两个板块,阿尔法是非常显著的,并不认为板块性机会会有2019年那么好,但是只要在这两个领域里各选出10~20只有核心竞争力、估值有性价比的个股就好。

冯明远:科技行业发展具有周期性,比如通讯技术的更新换代,从2018年末起,就是伴随着5G时代来临的一个新周期的开始。由于5G还没有规模化起量,各类终端的渗透率还在低位,各

类应用也还没有充分挖掘,因此,未来三至五年都可以持续受益5G产业链放量的红利。

## “核心资产”要仔细甄别

证券时报记者:2019年不少领域龙头股等“核心资产”涨幅较大,你认为未来市场还会集中追捧这些核心资产么?

刘格菘:过去三年“核心资产”持续表现,到目前阶段,整体估值水平已经不低,部分品种反映了对未来比较高的成长预期,后续存在估值波动的风险。若是预期业绩上升带来的估值提升较容易为市场接受,可以通过时间慢慢消化估值。但如果后续业绩低于预期,则很有可能受到业绩下调、估值回落的双重冲击。从微观调研来看,目前电子代表的科技领域的供需格局非常好,需求旺盛,预计2020年还是会维持较高的增速,龙头公司的动态估值与国际同业相比,估值并不算贵,如果股价有适当回调,可能会迎来比较好的投资机会。

刘彦春:我甚至不知道哪些公司被归类为“核心资产”。只要公司具备给股东持续创造价值能力,且估值合理,我们就会考虑买入并持有,市场其他人的看法我们并不在意。

李晓星:从发达国家的经验来看,当经济的发展从高速增长阶段进入到稳定发展阶段,各行业都会表现出龙头集中的趋势。以前一个行业要30~40家公司,之后可能就只需要3~4家,行业龙头的增速会显著快于行业,这些胜者为王的公司,就是我们平时所说的核心资产,我们认为拉长时间维度的话,这些资产是会持续跑赢指数的。

冯明远:核心资产股价上涨是其价值的体现,不应理解为“追捧”。未来会不会取决于股价是否正确反映企业价值,这需要逐个公司分别考察。

## 外资流入会延续

证券时报记者:如何看待外资持续流入对市场风格的影响?这种流入的方向及速度还会持续么?

刘格菘:2019年是外资加速流入的一年,在全球经济增速放缓、无风险收益率下行的环境下,海外资金在全球市场中寻找增长确定、估值合理的资产获取回报,A股仍是性价比较高的选择之一。2020年若外部贸易关系稳定,人民币大概率是升值为主的趋势,外资仍将出现持续流入的状态。

刘彦春:境外资金作为边际力量肯定会有较大影响。从过往海外资金持仓看,投资风格更偏向价值一些,对A股市场风格有一定的引领作用。相比海外市场,A股性价比比较高,相信海外资金会持续流入。

李晓星:外资流入还会延续,在不久的将来,外资的持仓市值会超过公募基金。这对A股的投资方法会有深远的影响,A股的机构投资者也越来越关注现金流、护城河以及行业格局,市场已进入了以基本面研究为主导的机构时代。2020年流入的方向不会改变,但是流入的速度可能有所减慢。因为指数公司目前还没有继续上调比例的时间表,被动资金的流入可能放缓,但随着市场对于全球经济回暖更有信心,主动资金的流入可能加快。

冯明远:近几年确实有一些变化,特别是外资持有A股的比例越来越高,他们的投资偏好、市场行为、资金波动规律确实发生了一些变化。在这方面,我觉得日本、韩国以及中国香港地区的历史经验和历史是可以参考的。投资应该回归到上市公司的企业价值,考察核心标的是否具有真正的竞争力。国内目前二级市场的讨论与国外类似。外资的流入丰富了A股投资者类型,有利于中国资本市场长期发展。

(本版制图:吴比较)