

2022年上半年国内外宏观环境复杂多变，短期与长期因素相互交织，俄乌冲突、美联储加息

、疫情反复等事件持续对市场造成扰动。下半年国内在稳增长措施持续发力的情况下，市场行情将如何演绎？有哪些值得关注的投资热点？新华基金基金经理赵强，在“风正·扬帆”新华基金2022年中期策略会上为大家带来三季度市场展望，分享在波动市场中，如何选择长期投资目标。

一、上半年市场回顾

最近的市场瞬息万变，大家也感受到了今年的深v的行情。市场经过5、6月份的反弹，近段时间有些震荡走低，我们觉得很正常，毕竟这一波反弹的力度是非常猛的，斜率非常高的。我们觉得在这要消化一下估值这些压力。有些热门的板块已经回到前期高点，甚至创出历史新高了，6月份的信贷也出现了一个比较好的迹象。的确在短期的不确定市场中，市场波动非常大。作为专业的机构投资者，虽然很难把握一些短期的机会，但经过长时间的深入的研究和分析，我们在中长期的市场中还是能找到一些确定性收益的标的。

二、投资方法和选股逻辑

1. 投资特点：高质量选股+逆向投资

我主要的投资特点是两点，第一个是高质量选股，即通过分析公司长期的一个竞争优势和它的格局和壁垒，选那些能给公司带来长期回报的优秀公司进行长期投资。第二个是逆向投资，我不太追市场热门的一些公司，因为太热门的公司估值比较贵、预期差比较少，很难取得太好的一个超额收益。

关于如何进行长期选股。我用一个非常重要的一个指标，就是ROIC来衡量公司的质量好坏，即看这个公司投在实业中的盈利的一个高低。如果一个上市公司长期投的项目非常挣钱，那作为二级市场股东来讲，长期你就能取得比较好的回报率。虽然A股市场短期波动大，有一些投机的氛围，但其实长期也是非常具有投资价值的。因为长期很挣钱的公司，复利累积会给投资者带来非常好的回报，为我们提供一些确定性的收益机会。

高回报率不简单等

同于高增长。有些公司虽然高增长，
但加权平均资金成本

较大，股价不是涨的，反而是跌的。只有增长率大于资金成本，才会实现高回报。高回报率的公司，它的向上的弹性很大，很多出现在消费、医药等行

重资产

行业，甚至一些科技类的政策鼓励的行业。它资产比较重，它自然它的利润对收入和价格非常敏感，你稍微收入提升一点，价格提升一点，利润就会涨很多。但是股价向上的弹性不大。所以我们看到有些公司可能市值涨得比较快，但是是靠融资、是靠股东不断往里砸钱推动的增长，而不是靠股价带动着市值的增长。我们买高回报率的公司，说实话，长期来看是不吃亏的，它有一个巨大的向上弹性，如果你找到一个边际的利润加速的时候，它会能给股东带来很大的一个价值，也会估值很贵，它的股价自然涨很多。这就是我们做长期投资一个很重要的一个切入点，也是给我们做长期投资一个很重要的一个信心。

所以投资一定要把增速和回报率两者结合起来。高增长、高回报的企业，哪怕贵一点也可以接受；高回报率、低增长的企业，只要它估值便宜我们也可以买；高增长、回报率低的公司，要谨慎考虑。如果回报率以前低、以后高，我们还可以考虑，但是如果一直低，只有靠资本推动的高增长，我们叫资本瘾君子，或者叫伪成长公司，这种公司是不值得做长期投资的。

对过高的估值我们要心存敬畏，因为DCF

的模型估值，有几个前提假设，即每年盈利预测、未来的估值、贴现率、WACC值都能判断的准。就算能判断的准，买一个很高估值的公司，实际上拿到的回报率就是分母端的贴现率，就

是WACC

，也就是大概六七个点，或者高七八个点。但是一旦业绩低于预期的时候，就面临戴维斯双杀，股价就会有巨大的向下的弹性，会亏很多钱。除非一种可能性，就是你预测每年50%的增长，但实际做到80%的增长。像前两年一些新能源的公司，包括之前的一些很多热门的公司，的确涨了很多，它就是因为业绩不断超预期，虽然估值很贵，但是股价还是能涨。但我们要给市场泼一

点冷水，
更理性地去看待市
场的估值的问题。我们统计了目前上
市A股

的4000多家公司，发现4000多家公司连续保持5年30%以上增长公司，实际上是凤毛麟角的，5年以上的公司基本是没有。即使我们把这个标准降低到20%，其实也仅有一点几，也并不多。所以说这个表统计告诉你，真的高增长的公司是非常稀缺的。所以我们买这些目前你认为高增长的公司，特别让他估值贵的时候要谨慎再谨慎。现在目前来讲，50倍以上高估值的公司大概占1/3，有1400多家，所以这些公司里真正能兑现高增长的其实并不多的。

总结一点，我们长期地去选些高回报率的公司，实际上是能给股东带来好的回报。但是有一点很重要的，就是高回报率的公司是公司优秀与否一个重要的标准，但是它的变动趋势大家一定要重视，变动趋势代表了股价的边际的方向。

2.五个维度来诠释高质量、长线牛股的选择方法

第一，选那些能挣钱、回报率高的企业。

第二，你挣的钱不能都是应收账款和存货，一定要是那些真金白银，特别是要经营活动是现金流好。

在他成长的初期，它的资本开支大，自由现金流可能不一定很好，但是至少要经营现金流好。经营现金流不好的公司容易爆雷，历史上这种案例其实是非常多的。

第三，最好选些资产比较轻的公司。

资产轻的公司它先天它的毛利就高，它的回报率就高。同时资产轻的公司，退出壁垒比较低，就是说当你比较强的时候，你的竞争对手打不过你，他就退出了。如果资产很重的时候，你的竞争对手他退不出来，他一定会给你打价格战，最后大家内卷，都不挣钱。

第四，需求长期稳定的行业，历史上大牛股多数都是稳定行业中跑出。

第五，供给格局好。

我们看历史上几十倍、上百倍的牛股，很多是在这需求稳定的行业中出来的。当然大家都喜欢需求爆发的增长，但需求爆发增长，如果供给格局好，壁垒高，那当然好，但是大部分行业它是壁垒没有这么高。当需求爆发的时候，它的供给也会增加很多。供给没有出来，需求爆发的时候，行业会增长的非常快。可是一旦供给出来的时候，需求没有这么快的時候，就会面临很大的一个竞争，特别是尤其重资产行业，这时候就更会面临带来很大的竞争。

最后大家内卷

的结果就整个行业绝大多数不挣钱。所以如果你要选长线牛股，一定要在供给格局上去选，而不是仅仅关注需求，一定要选那些壁垒高的，你做得好，别人竞争不过你，你才能保持长期的回报率高，这是在我们长线牛股的五个方面。

三、三季度市场观点

1. 稳增长政策下，预期相对乐观

我们觉得三季度整个稳增长的政策出来之后，三季度的数据会相对比较乐观的。

根据申万的一个预测，我们看到消费行业是3季度和4季度改善最大的，三季度边际改善大概是30%。到四季度，因为它去年四季度基数也低了，同比数据就非常乐观了。所以如果疫情能控制住的情况下，我们觉得三、四季度的消费可能复苏的力度会最大的。

其次是制造业，因为今年的成本下来比较多。目前我们也统计了一下整个利率还是非常充裕的。这种我们用短期的和长期的叠加起来，我们看到都很低，3个月的SHIBOR

和10年的国债，在国内我们都处于近十年的一个低位。用剩余流动性来衡量，我们现在剩余流动性其实现在也处于近几年一个非常高的一个位置，所以整体现在市场是比较宽松的。

2. 美股大概率不会出现大的熊市

最近一段时间美股的波动对国内的市场还是有很大的一个影响，也造成了我们波动比较大。当然他在加息的初期，加的非常猛的时候，可能大家担心经济会下来，可能市场会跌。实际上美股的长期走势还是跟他的经济基本面相关的，跟利率相关性反而不是很大。最近大家对美股关注比较多，我们也做了一下简单的一些研究。现在大家认为美国通胀可能已经在高点附近了，可能大家担心的不是特别多。最近我们看到一些大宗的价格也出现了回落，压力不是很大。

但是现在大家担心的就是美国的经济衰退会不会使得经济持续的下降，甚至于出现像2008年这样的一个危机，造成美股的大幅波动。短期A股跟美股有个独立的走势，但是长期来看，两个国家的相关性还是很强的。如果美股出现一些系统性风险，肯定会至少传导

到港股

，也会间接传导到A股。所以我们对美股还是要有一些判断，否则的话很难对A股后市的走向做一些判断。

我们判断美国经济也许是一个轻微的一个衰退。但是我们觉得有一点比较确信的就是美股至少不会像2008年出现这种大的一个危机，或者走一个大的熊市。

为什么这么说？我们实际上看一下它的估值。美股的估值特别纳斯达克现在整体估值还处于历史比较低的位置，比我们的创业板

还是要低很多。一旦美国经济下降的时候，房地产泡沫破灭的时候，就会面临一个系统性风险。但是目前

来看，我们看到杠杆的水平是非常低的，处于近十年的比较低的一个位置。所以即使经济出现了一些下降，或者说房价出现一些下跌，我们看到它不会被迫抛售资产。所以未来其实美股不具备系统性暴跌的一个风险，这给我们一个比较好的定心针。

所以最近短期来看，长期中美两国的利率走势呢其实还是相似的，我们看到为什么短期两个国家脱钩？美股的利率一直向上的，但是上面是我们的利率，实际上是稳中趋降的。当然长期来看中美两个国家利率方向还是一致的，所以我觉得短期因为利率的一个不同的方向，所以两个国家在脱钩，但是长期是一致的。

3.三季度看好的板块

简单做一个市场的判断，三季度整体经济还是比较良性的，我觉得在经济这种比较好的情况下，市场我觉得也不具备系统性的一个下跌的风险。我们觉得三季度可能是一个震荡调整一段时间，去继续走高的一个态势，我们觉得还是偏暖一些的。

目前这个市场的位置也并不高，我们觉得长期来看还是具备比较好的一些投资价值。当然短期风险偏好波动很大，有些板块涨得很高，会造成了波动很大，大家要习惯。三季度市场的一个走势，我们认为可能新能源前面已经领涨，后面医药消费可能会有一个补涨的机会。所以最后我再讲一下我的看好这三个方向。

第一，新能源。

其实我们在市场底部的时候也买了一些细分赛道的一些公司，是符合我们高回报率、行业壁垒

高、增速快的一些行业。比如说储能

、逆变器、像光伏

的核心配件、金刚线这些公司，这两三个月表现是非常好的。这些个板块我觉得未来可能还有些机会。

第二，如果疫情能控制住，我们相信消费会有些反弹。包括医药跟自身的估值比也是比较低的，政策边际

上不会再收紧。

而且很多公司的业绩还是比较超预期的，所以医药我们也比较看好。

第三，三季度基建的力度会比较大，我们也比较看好跟基建相关的稳增长的板块。

当然这个板块可能只是中短期的机会，长期的逻辑可能不是很顺，但是短期毕竟它估值比较便宜，三季度边际改善也比较大，我们也比较看好。

- END -

风险提示及免责声明

基金有风险，投资需谨慎。公开募集证券投资基金（以下简称“基金”）是一种长期投资工具，其主要功能是分散投资，降低投资单一证券所带来的个别风险。基金不同于银行储蓄等能够提供固定收益预期的金融工具，当您购买基金产品时，既可能按持有份额分享基金投资所产生的收益，也可能承担基金投资所带来的损失。本基金管理人承诺以诚实信用、勤勉尽责的原则管理和运用基金资产，但不保证本基金一定盈利，也不保证最低收益。本基金的过往业绩及其净值高低并不预示其未来业绩表现，基金管理人管理的其他基金的业绩并不构成对本基金业绩表现的保证。本基金管理人提醒您基金投资的“买者自负”原则，在做出投资决策后，基金运营状况与基金净值变化引致的投资风险，由您自行承担。本基金管理人不对基金投资收益做出任何承诺或保证。请在投资前仔细阅读《基金合同》、《招募说明书》和《产品资料概要》。特此提醒广大投资者正确认识投资基金

所存在的风险，慎重考虑、谨慎决策，选择与自身风险承受能力相匹配的产品。投资基金可能遇到的风险包括市场风险，基金自身的管理风险、技术风险和合规风险、巨额赎回风险等。