

# 景林精选FOF私募证券投资子基金DC3期投资月报

更新日期：2024年07月

本材料仅限于本产品的客户和销售渠道查询

## 景林精选FOF私募证券投资子基金DC3期(子基金)运作情况

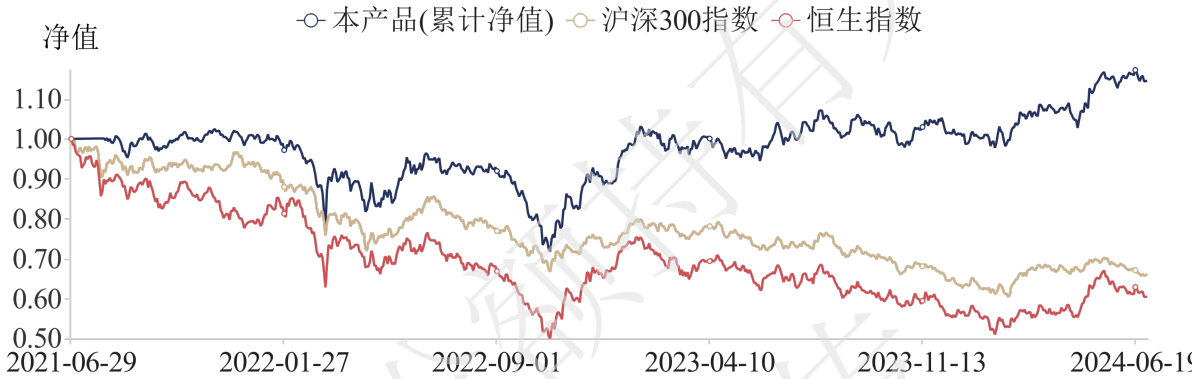
### 景林精选FOF私募证券投资子基金DC3期月度收益率

产品名称	成立日期	净值披露日净值	月度收益率	基金经理
		2024/07/01	2024/06/04-2024/07/01	
景林精选FOF私募证券投资子基金DC3期	2021/07/20	1.0856	0.25%	田峰

## 景林精选FOF私募证券投资基金(母基金)产品业绩

	景林精选FOF私募证券投资基金(母基金)	沪深300	恒生指数
本月	0.39%	-3.08%	-3.72%
今年以来	13.81%	2.71%	5.54%
成立以来	14.57%	-33.77%	-39.46%

### 景林精选FOF私募证券投资基金(母基金)业绩走势图(2024-07-01)



### 景林精选FOF私募证券投资基金(母基金)月度收益率

时间	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月	年度	累计
2021						0.01%	0.21%	-0.23%	-0.91%	1.09%	0.35%	0.13%	0.64%	0.64%
2022	-2.05%	-3.73%	-3.57%	-4.93%	3.03%	5.85%	-2.80%	-0.25%	-11.36%	-8.02%	18.12%	2.20%	-10.04%	-9.46%
2023	13.84%	-2.97%	0.60%	-3.95%	-0.75%	5.93%	5.33%	-1.73%	-2.30%	-3.21%	4.67%	-3.29%	11.19%	0.67%
2024	-1.89%	8.02%	0.78%	4.80%	1.29%	0.39%							13.81%	14.57%

母基金成立日：2021年06月29日

注：您持有的产品主要投资于母基金，母基金收益率并不完全代表您持有产品的实际收益，产品相关费率以合同约定内容为准。



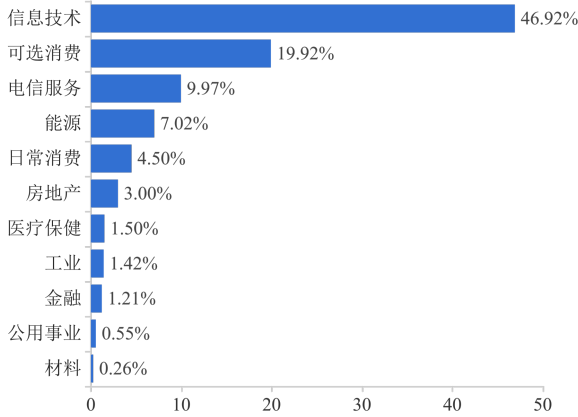
微信扫一扫

风险提示及免责声明：本报告仅面向风险承受能力在C5级的合格普通投资者或专业投资者，请咨询销售机构事前完成相关认证流程。任何媒体、网站或个人未经授权不得转载、链接、转贴或以其他方式复制发布。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供本报告所针对的客户作参考之用，并不视为对客户任何形式投资建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表达的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何入因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。基金业协会登记编码：P1000267。投资须谨慎。

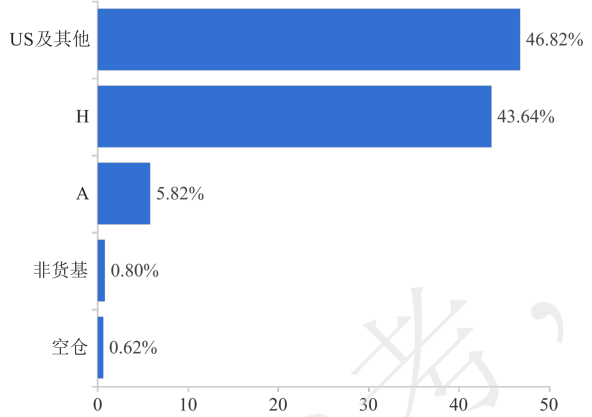
Greenwoods 景林

## 母基金投资组合比例以及行业比重

主要行业占比



大类资产配置



注：行业分类采用 wind一级行业分类，穿透至个股标的（含境外市场）

## 基金经理回顾与展望

### 一、2024上半年市场回顾：

上半年全球主要股票指数表现：根据WIND数据，2024年上半年台湾50、日经225、纳斯达克、标普500、恒生国企指数、印度Sensex 30、德国DAX、英国富时100、韩国综合指数、恒生指数、沪深300、上证综A指、恒生科技分别+39.3%、+18.3%、+18.1%、+14.5%、+9.8%、+9.4%、+8.9%、+5.6%、+5.4%、+3.9%、+0.9%、-0.3%和-5.6%。

### 中国高股息股上涨VS美国科技股上涨。

中国高股息资产上涨：在申万31个子行业中，上涨主要集中在银行、煤炭、公用事业、家电、石油石化、通信和交通运输行业，分别上涨17%、12%、12%、8%、8%、4%、3%和3%，其中涨幅最大的主要是高股息品种，反应了市场避险情绪较浓；而其他行业全部下跌，且其中一些行业跌幅较大，房地产、医药生物、传媒、社会服务、商贸零售、计算机和综合分别下跌20%、21%、21%、24%、25%、25%、33%。市场风格来看大小市值股票分化显著，以大市值股票为主的上证50和沪深300分别+3.0%和+0.9%，而以中小市值股票为主的北证50指数、中证2000、中证1000为代表的分别下跌34.5%、23.3%和16.8%。

美国科技股上涨：2024年上半年，美国纳斯达克和标普500指数分别上涨18.1%和14.5%，标普500涨幅中约3/4来自前十大公司（8家科技公司），其中英伟达一家公司贡献了1/3的收益。



微信扫一扫

风险提示及免责声明：本报告仅面向风险承受能力在C5级的合格普通投资者或专业投资者，请咨询销售机构事前完成相关认证流程。任何媒体、网站或个人未经授权不得转载、链接、转贴或以其他方式复制发表。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供本报告所针对的客户对象作参考之用，并不构成对客户任何形式投资建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表达的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。基金业协会登记编码：P1000267。投资须谨慎。



(1) 6月下旬以来，高频数据显示，新房市场销售回暖，二手房延续此前改善的趋势。中指和克尔瑞等第三方机构的数据也显示，头部房企销量环比增长。

(2) 化债方面，6月底河南拟发520亿元新增专项债券用于化解存量债务，化债政策已经出现边际变化。近期政府债发行显著加速，按照“确保按时偿还、不出风险”的要求，地方化债工具拓展加码的概率也在加大，政府投资可能会略超预期。

(3) 外围市场来看，美国可能在9月首次降息，给中国央行降息提供空间：美联储主席称美国近期通胀下降成果显现，叠加近期美国经济数据开始有走弱迹象，市场对美国9月份降息的预期明显上升。截至7月5日，利率期货隐含9月降息概率为73%。一旦美国开始降息，中国央行很可能开启新一轮降息的窗口。

#### 4、7月的重大会议是市场关注的焦点，但近期政策预期可能过度悲观

7月将重点关注两场大会：7月15-18日将举行三中全会，按惯例月底将召开政治局会议。7月政治局会议既是三中全会结束后政治局第一次开会，同时又将对上半年经济进行总结和重新部署。关注宏观政策以及地产、化债政策新表述。

自房地产市场下滑以来，一些投资者希望的较大力度政策刺激仍未出现，导致该等投资者对政策力度和效率感到失望，对7月重要会议的额外刺激和重大改革突破的预期亦变得非常保守，甚至对消费税上调和其他收缩性财政税收政策表示担忧。考虑到近期经济走弱，政治局会议后出台的政策可能会好于市场过度悲观的预期：

- 首先，尽管外需短期具有韧性，但地产、消费等内需仍在趋缓。若要实现年度GDP目标，下半年财政等增量政策工具有望出台，按照“确保按时偿还、不出风险”的要求，地方化债工具拓展加码的概率也在加大，下半年财政政策方面可能会好于预期。
- 其次，由于房地产市场的持续疲软和近期经济的疲软，预期近期针对地产方面的宽松力度会有所加码，收储、收地和保交房政策将进一步放松，按揭利率亦有望进一步降低。

5、市场近期表现可能过于悲观，基于以下因素，坚持精选个股。以目前的价格投资于一些优质的中国公司，其长期风险回报具备吸引力。

(1) 近期日均交易额降至6000亿元，按自由流通市值衡量的换手率水平降至2%左右，也接近历史阶段性底部时期的换手率水平，反映当前资产价格可能已经反应过度悲观预期。

(2) “国家队”的买入已为股票市场设定了短期底部，5.17标志着中国地产政策的重大转向，为房地产市场“救市”构筑一个“底”，考虑到海外投资者对中国经济最为担心的就是房地产的“硬着陆”，地产政策重大转向，为中国股票市场估值提供了底部。



(3) 政策可能会好于过度悲观预期：市场可能过度悲观，政治局会议后出台的政策可能好于预期。

(4) 目前海外机构仍然大幅低配中国资产，关注海外机构仓位的再平衡：年初全球共同基金对中国的配置低配4-5个点之后，4月中旬以来有所缩窄，但近期低配幅度再次扩大，目前仍低配3个点上，仍处于历史区间的低端。

(5) 中国股票相比新兴市场的估值折扣仍有25%左右，具备较好的吸引力：截至2024年5月31日，MSCI中国相比MSCI新兴市场的估值折扣约25%，估值具备明显的吸引力。根据高盛预测，截至2024年6月30日，目前MSCI中国和沪深300指数交易在9.3x和11.5x 12个月forward P/E的水平，MSCI中国指数处于过去10年平均均值1.3倍标准差以下，而I/B/E/S（机构经纪商预估系统）对MSCI一致预期的2024-25E EPS增速分别是12%/14%、对沪深300 EPS增速是14%/13%，估值仍具备明显的吸引力。

## 6、主要关注的风险：

- 投资者对地缘政治担心有所上升：即将到来的美国总统大选及其对中国的影响是投资者最关心的问题，需关注美国大选临近可能带来的地缘政治风险持续上升的风险。
- 关税风险：最新的民调暗示，前总统特朗普在11月份的选举中获胜的概率在上升，而特朗普明显倾向于对中国采取更具限制性的贸易政策，导致市场对中国出口到美国产品关税上升的担心；此外，近期欧盟针对中国的电动汽车进口征收临时反补贴税，印尼贸易部长表示，印尼将对从鞋类到陶瓷等进口产品征收100%至200%的保障性关税。
- 市场担心目前出台的房地产刺激政策的力度，仍不足以扭转房地产市场的风险
- 市场担心上市公司盈利继续下调的风险
- 宏观经济复苏持续性的风险：收入预期偏弱下，消费继续低于预期的担心。

## 三、行业分享-消费

2024年1-5月份，社会消费品零售总额195237亿元，同比增长4.1%。其中，除汽车以外的消费品零售额176707亿元，增长4.4%。分城市结构来看，城镇消费品零售额169418亿元，增长4.0%，乡村消费品零售额25819亿元，增长4.7%。5月单月社零总额、社零餐饮收入、烟酒类零售额及饮料类零售额分别同比变动 3.7%、5.0%、7.7%、6.5%，除烟酒外，增幅环比扩大。二季度进入尾声，当前无论是CPI还是社零等数据显示，二季度消费恢复速度较慢。



微信扫一扫

风险提示及免责声明：本报告仅面向风险承受能力在C5级的合格普通投资者或专业投资者，请咨询销售机构事前完成相关认证流程。任何媒体、网站或个人未经授权不得转载、链接、转贴或以其他方式复制发布。本报告所载的资料、工具、意见及建议仅供本报告所针对的客户作参考之用，并不视为对客户任何形式投资建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表达的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。基金业协会登记编码：P1000267。投资须谨慎。



## 仰望星空，低头算账

## 2024年中给投资者的一封信

各位投资者大家好：

2024年的一半时间就这样在跌宕起伏中过去了，看指数变化似乎波澜不惊，但是回顾过去六个月每个月的市场变化，都几乎是波动巨大的。中国股票市场经历了一月的流动性危机后逐步企稳，然而劣质公司的边缘化和被淘汰已经是不可避免的了。这让在A股市场浑水摸鱼和各种轮动的资金面临系统性风险。中国股票市场终于有机会出清一批公司，产生一批真正意义的蓝筹公司，说不定从此以后，投资者会面对更容易的市场环境。在流动性充裕、信心充足的情况下，海外市场总体上表现积极。但是，由于很多公司估值不低，一旦出现业绩或者业绩指引低于预期，也造成股价大幅下跌，真正有赚钱效应的公司数量少而集中。

今年上半年，中美市场都只有一条主线能让投资者持续产生正收益，中途离开这两条主线的投资者无不后悔不已。这两条主线分别是中国市场的大宗商品或公用事业类高分红公司以及美国市场的AI核心资产。

我想把AI这条科技方向比作人类仰望星空，努力探索的未知未来。那么也可以把投资于稳定经营、有较高分红收益率的公司归结为对风险承受度降低之后的脚踏实地。其实从金融学的基本概念也能解释的通这两条主线持续表现突出的原因。在无风险收益率5%左右的市场，只有投资于更具增长潜力或者改变现状的公司才能获得足够的风险补偿。而对于无风险收益率已经降到2%左右的市场，任何经营确定性比较高，大于3%以上分红率的公司都有提估值的空间。以上两个策略有效的期限已经不止一年，相关公司的市值也都创下新高。站在现在的时点，如何继续把握仰望星空的机会？如何发现简单计算就能得出的投资机会？如何永远保持逆向投资的警觉？这些思考，构成了下半年我的投资思路和策略。

先谈谈仰望星空的机会吧：笔者刚刚完成了一趟美国西岸的调研之旅，感慨颇深。大部分美国科技公司都呈现出信心充足、言必谈AI、谈AI必谈GPU的状态。他们已经确认了这是未来科技发展最重要的方向，都积极投入资源进行军备竞赛，都怕自己落后于这一轮的科技革命。在硅谷，已经比较完备地形成了大学培养人才、人才进入科技企业或者创业、风险投资和并购投资发达活跃、上市公司业绩和市值双升、员工由于股票升值而阔绰置业并大胆消费的良性循环。越来越多的亚洲投资人不远万里来到硅谷，想找到投资科技股的圣杯或者给AI的信仰充值。

但是，每一天忙碌的调研结束之后，我都会困惑于几个问题：

- 1、某一种科技产品能真的被一家公司长期垄断吗？
- 2、现在砸大钱投入之后，未来明显可以货币化的应用在哪里？



微信扫一扫

风险提示及免责声明：本报告仅面向风险承受能力在C5级的合格普通投资者或专业投资者，请咨询销售机构事前完成相关认证流程。任何媒体、网站或个人未经授权不得转载、链接、转贴或以其他方式复制发布。本报告所载的资料、工具、意见及策略仅供参考，并不构成对客户任何形式投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。基金业协会登记编码：P1000267。投资须谨慎。

3、苹果产品和ChatGPT的结合，推出了AI手机的新雏形，以后会不会每一款智能手机都是和大语言模型结合的，智能手机已经进入了AI时代。但是，售价能提高多少？后面的软件收费会是突变增长还是渐进增长？

每一天都带着这样的疑问去走访AI产业链里的公司，可是答案不易获得。在行程的最后一天，有机会来到这一轮雪球滚起的地方：OPENAI。这是一个门口logo都没有的办公楼，但是安保甚为严密。科学家们大多是毕业没几年的年轻翘楚，都怀抱着一定能改变世界的理想和科技必须向善的理念。不过就算在这个AI浪潮起源地的交流讨论，得出的答案依然是：前途是光明的，过程有很多不可知性。对于泛数据安全需要严格监管甚至需要全新的法律与之适应。作为生产力工具，AI已经在一些数字原生态的新公司中被积极采用，但是传统大企业的进程是严谨而缓慢的。反观股票市场，龙头公司的股价却是只争朝夕，我遇到的同行也是言必谈持有这些龙头公司。这就到了一个有趣的时间节点，产业发展的规律和投资者预期是不是会在未来有一定的不一致性？是不是应该从仰望星空的角度慢慢回看一些数着手指算起来就显而易见的、低估的公司和行业呢？

有一类中国企业，他们基本上都在中国香港或者美国上市交易。这样的格局造成对他们的定价权并不在最熟悉他们的中国投资者手中。所以无论是地缘政治的问题、行业监管的问题、过度竞争的问题，都会最终体现在这些公司的估值里。在过去三年，这些公司的估值由于以上提及的原因一降再降，现在已经接近文章之前提及的公用事业高分红公司的水平。但是我们再仔细研究这批公司的基本面，会发现一些共性的东西：他们都是普通中国人生活中不可或缺的基础平台，基本涵盖了娱乐、社交、购物、旅行、餐饮、生活服务等各方面。

如果说水电煤网是基础设施，那么这些公司是让普通人的生活变得比较愉快和便利的基础平台。经历了曾经的过度竞争，无边界扩张，股价大幅下跌和预期更务实之后，这批公司在经营上呈现出以下特点：

- 1、更谨慎的资本开支；
- 2、更聚焦核心主业的发展；
- 3、更好的股东回报计划。

这批公司在经历了过度竞争和发散式扩张后，发现其实核心业务也许才是属于自己的那块蛋糕。做好这块蛋糕，回报好投资人才是需要脚踏实地做好的功课。

所以我们看到这些核心业务估值水平处于8-16倍PE的公司，核心业务逐步恢复了增长，利润比收入增长更快，拿出大部分自由现金流回购股票或者分红。而且基本都大量在手净现金、几乎无有息负债的资产负债表。如果我们对比海外类似公司的合理估值水平，考虑到目前中国经济增速放缓的大背景对此给予一定折扣，这些公司的平均估值也应该在目前基础上增长20%-30%。再考虑未来三年年均业绩增速约等于15%左右的可能性，加上平均每年4-7%的分红回购率，简单的数学就能算出100%左右的未来三年股价潜在空间，甚至不需要太多惊喜。



微信扫一扫

风险提示及免责声明：本报告仅面向风险承受能力在C5级的合格普通投资者或专业投资者，请咨询销售机构事前完成相关认证流程。任何媒体、网站或个人未经授权不得转载、链接、转贴或以其他方式复制发布。本报告所载的资料、工具、意见及建议仅供本报告所针对的客户参考之用，并不构成对客户任何形式投资建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表达的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。基金业协会登记编码：P1000267。投资须谨慎。

当然有人会质疑，现在这样的环境，谁会买他们的股票呢？答案是：公司自己！这些公司把自由现金流的大部分用来回购自己的流通股，如果连续做几年，相当于每年会减少4%-5%的总股份数量，EPS会有显著提升。现在这些机会很像三年前的中国神华、中移动、中海油等。如果时光倒流回三年前，很多人会后悔没有看见那些显而易见的便宜资产。此时此刻，又到了不用纸笔就能算出价值的时候了。

确实很多人担心中国宏观经济的长期低迷，但我想说，很多的所谓信心，实际上是由充足的流动性和稳定的预期给的。在经历了两年的大力度降杠杆之后，从今年开始，中国经济的流动性会逐步改善。5月17日关于房地产首付比例下降和房贷利率的调整，应该看作最重要宏观经济政策的拐点。中国经济现在虽然依然艰难，就业形势严峻，居民收入增长乏力，但是随着各种宏观政策的转向和经济体本身的韧性，下半年开始，我们可以期待很多数据会出现向上的趋势。各项经济政策、产业政策在未来一段时间的稳定性、确定性也会显著比前三年要好。如果当下的国内外投资者对中国宏观经济不悲观，很多龙头公司也不至于出现这么便宜的估值，这样的机遇很多年才会出现一次。

最后分享一个比较，也许能给大家对中美实际GDP的统计差异有所管窥。在上海点一人份麦当劳早餐套餐送到家，大约20元人民币，而在美国同等级别城市，同样套餐同样距离送餐到住址加上小费后的总费用大约是20美元。如果分别计入两国之间的货币汇率，就有7倍的差异。实际上，一样的食物一样的劳动甚至更低的效率。这也是为什么从购买力平价角度计算，中美的GDP差异早在2014年已经逆转了。

在仰望星空方面，我们应该奋起直追，不仅学习技术也要学习源源不断产生技术和科技的土壤环境。在长期国力对比方面，我们也无需妄自菲薄，一份快餐就是一份快餐，不能因为价格差距7倍就能多给几个人吃饱。

祝大家身心愉快！

高云程

2024年6月30日

## 2024年中 写给持有人的半年总结

尊敬的各位投资人：

上半年总体机会不少，我们也抓住了一些机会。

科技进步一直是推动人类社会进步的力量，我们明显可以看见IT 基础设施正在变革，加速计算带来显而易见的生产力提升。主要包括：



微信扫一扫

风险提示及免责声明：本报告仅面向风险承受能力在C5级的合格普通投资者或专业投资者，请咨询销售机构事前完成相关认证流程。任何媒体、网站或个人未经授权不得转载、链接、转贴或以其他方式复制发表。本报告所载的资料、工具、意见及策略仅供本报告所针对的客户参考之用，并不构成对客户任何形式投资建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表达的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。基金业协会登记编码：P1000267。投资须谨慎。

Greenwoods 景林

1、计算机仿真帮助到工业设计中的协同与精益制造，从造船、飞机制造到半导体代工厂先进节点的迭代都从中获益；

2、通过在数字孪生世界加入物理世界知识得到合成数据进行模型推演，自动驾驶与机器人在加速、药物发现在加速。

3、加速计算使得推荐算法普遍变得精准，使得互联网企业争先恐后拥抱加速计算。

4、AI助理下生命更为智能和高效。

在这个新基础设施建设、新工具被采纳的过程中，出现结构性和系统性的机会，给我们的投资组合带来勃勃生机。

科技进步不单单发生在加速计算，我们看到平台技术迭代包括电动车三电系统、多晶硅拉晶、siRNA 平台连续成药等。技术迭代+良好的商业化= 好的投资结果。

从价值投资角度来看，我国上市公司股东回报意识高、回报股东能力强的公司非常受欢迎。这类公司的估值在持续恢复，并逐渐达到溢价。

海外通胀接近尾声，大药企、建筑建材、汽车销售等耐用品销售、天然气页岩气类资产开始纳入我们的视野并逐渐纳入组合。

显然，我们也关注到一些负面因素，主要有：

1、国内通缩：经济调整期对消费者心理与行为存在影响，高端消费承压。

2、产能过剩与供应链重塑：放在地缘政治的背景下，供应链切割、贸易保护主义抬头，我国部分产业产能局部过剩，压力加大，供应链急剧调整。从computex到光伏展，企业苦乐不均，从供不应求到亏现金成本并存。

3、AI安全性：相关争议以及对AI 失控的担忧渐起，以及存在AI 反垄断的影响。

景林始终注重研究能力的培养，坚持基本面投资。我们感觉自身对市场机会把握的能力在逐渐提升，有机会在后续向投资人继续呈现较好的投资效果。

感谢信任！

蒋彤

2024年6月30日



微信扫一扫

风险提示及免责声明：本报告仅面向风险承受能力在C5级的合格普通投资者或专业投资者，请咨询销售机构事前完成相关认证流程。任何媒体、网站或个人未经授权不得转载、链接、转贴或以其他方式复制发表。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供本报告所针对的客户作参考之用，并不构成对客户任何形式投资建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表达的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。基金业协会登记编码：P1000267。投资须谨慎。

Greenwoods 景林

## 2024年中给投资者的一封信

尊敬的各位投资人：

2024年上半年，中国资本市场仍然在低位震荡寻底，投资风格趋于理性，市场分化十分明显，高分红的价值股得到市场青睐，没有盈利支撑的中小股票遭到市场抛弃。香港市场在经历了4年连续下行后出现了一些回暖迹象。不少海内外投资人在一季度极度悲观，甚至演绎出了“香港是国际金融中心废墟”的悲观论点。物极必反，否极泰来，资产价格便宜才是硬道理，港股在3-4月份开始走出了凌厉的反弹行情，不少高分红、自由现金流强劲的央企不断地创出历史新高，典型的如中海油、中移动和中国神华等。行业地位突出的互联网大平台企业也纷纷反弹，这些公司尽管增长放缓，但自由现金流十分强劲，开始注重股东回报，加大回购或者分红力度，典型的比如腾讯和美团。

上半年美国通胀压力放缓，美国经济依然较为强劲，美国股市指数继续创出新高，尤其是以英伟达为首的AI行业依然是市场关注的焦点。英伟达、微软和苹果的市值均突破3万亿美金，美股3巨头的市值总和与我们A股市值差不多，充分阐释了科学技术是第一生产力。目前美股总市值已占全球股市的60%，A股则占10%，在中美贸易战大背景下，“中国制造+美国消费”的模式受到挑战，中国制造业内卷加剧，利润率承压，导致A股制造业盈利和估值双杀，尤其是前几年固定资产投资疯狂的光伏和新能源汽车产业链。

作为一个理性的投资者，肯定是要寻找低估的资产，所以我们也看到“北水”在今年上半年大举南下，半年南下的资金已经超过去年全年。我也加大了港股的配置力度，而且重点配置股息率高和自由现金流强劲的品种，在上半年取得了一定收益。

其实我也一直在思考，这些赚到真金白银的企业背后的逻辑是什么？其实无非就是有效的壁垒，要么就是技术壁垒，要么就是资源壁垒。目前大部分中国企业仍然无法完成有效的技术壁垒建构，工程师红利仍有待发挥，比如华为、比亚迪等企业靠海量工程师去攻坚克难，靠资金和人才的大力堆积，未来是有可能实现“大力出奇迹”的。资源上的壁垒则相对容易一些，比如占有一座富矿、占有一条水能丰富的河流、拥有全国的移动网络基站、占有一条黄金运营线路和一座巨型码头等等，这些都是有可能实现可持续、稳定利润的生意。

我们的制造业为什么一直毛利率不高，本质上还是没有形成有效的壁垒，没有行业壁垒的后果必然是造成大家一哄而上，最后大家都没钱赚，这也是我们A股平均ROE不高的主要原因。以前靠加杠杆还能把社会整体ROE提升一些，现在房地产这个核心杠杆玩不下去了，很多行业的回报率必然跟着下降。这也是今年上半年制造业估值重心不断下移，而具备资源壁垒的企业，其估值重心不断上移的重要原因。只有制造业完成真正的技术创新和突破，形成有效壁垒后，实现高毛利及高ROE，才有可能实现资本市场的风格转换。



微信扫一扫

风险提示及免责声明：本报告仅面向风险承受能力在C5级的合格普通投资者或专业投资者，请咨询销售机构事前完成相关认证流程。任何媒体、网站或个人未经授权不得转载、链接、转贴或以其他方式复制、传播、分发。本报告所载的资料、工具、意见及建议仅供本报告所针对的客户参考之用，并不构成对客户任何形式投资建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表达的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何入因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。基金业协会登记编码：P1000267。投资须谨慎。

美国“纳指100”的股票里，平均ROE在20%以上，本质上也是通过这些公司的技术壁垒实现的。这次黄仁勋在台湾电脑展的演讲，有句话令人印象特别深刻，大体意思就是好的市场和好的技术一定要互相促进和反馈，更好的技术和应用广泛的市场一定是正向循环的，更好的技术才能赚更多的钱，赚更多的钱才能吸引更多的人才，才能有更好的技术，相互促进。这也是我们内地企业家必须认真思考的，毕竟更好的技术和更好的产品才能引领未来发展的方向，才能真正地实现强大的竞争壁垒，过去那种靠政府补贴的方式不可能实现真正的企业竞争优势。

中国资本市场为什么出现目前的风格转换，我想可能有以下原因：

(1) 在经济追求高质量增长的大背景下，各行各业继续加杠杆的空间已经不大，有些行业甚至在去杠杆，比如房地产及相关产业链，去杠杆阶段利率中枢只能逐步下移，比如10年期国债收益率已经降至2.5%以下，货币基金收益率降至1.5%附近，这样高分红品种的性价比就体现出来了。

(2) 咱们的优势产业在高度内卷的背景下，不少行业出现了大面积亏损，比如光伏和新能源汽车及其相关产业链，从而导致资金撤出相关行业，等待行业产能出清后才会重新介入。

(3) 大消费行业受到消费疲软的压力，无论是食品饮料还是医药医疗，这两年其实都受到去杠杆的影响，无论居民还是政府都在去杠杆，楼市的低迷导致居民财富缩水和土地财政模式无以为继，政府和居民大手大脚花钱的时代已经一去不复返。

(4) 老龄化时代已经来临，年轻人在经济总体蛋糕没有做大之前，就业压力突显，没有可持续的收入保障，年轻人参与股市的热情在下降，所以体现在股市上就是投资行为趋于保守，毕竟理性投资机构和中老年人在主导这个市场，拼搏的不再是手速和价差，而是更多的关注股东回报。

其实无论市场风格如何切换，作为投资人来说，还是要永远坚守价值投资的理念，对所投资的企业一定要有个价值判断：即重仓投资未来自由现金流强劲且注重股东回报的企业，只有这样才能在投资领域立于不败之地。无论是科技成长还是传统行业的资源垄断带来的盈利增长，其实最终目的是股东长期回报；只有与这些领域里的优秀企业共成长，也才能给投资带来可观的长期回报。

金美桥

2024年6月30日



微信扫一扫

风险提示及免责声明：本报告仅面向风险承受能力在C5级的合格普通投资者或专业投资者，请咨询销售机构事前完成相关认证流程。任何媒体、网站或个人未经授权不得转载、链接、转贴或以其他方式复制、传播、分发。本报告所载的资料、工具、意见及策略仅供本报告所针对的客户作参考之用，并不构成对客户任何形式投资建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表达的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。基金业协会登记编码：P1000267。投资须谨慎。