

【基金经理手记】下一阶段市场方向与配置方向（下）

刘 瑞

核心资产交易是否拥挤？

还清晰记得，2016 年我还在做策略研究员负责行业配置的时候就经常被问及某个行业是否机构超配、交易过于拥挤的问题，当时的研究发现，某类投资品的中长期收益率与交易集中度并没有显著的相关性。

“机构超配、交易拥挤”到“股价大幅波动下跌”这个逻辑链条的推导并不严密，其中少了：

- 1.由于投资者短期集中涌入某类投资品，导致估值短期泡沫化
- 2.后续该投资品基本面被证伪、不及预期

如果少了上述两个环节，仅仅简单地认为“机构超配、交易拥挤”就认为股价将“股价大幅波动下跌”，那么就面临着由于基本面不断向上超预期而踏空的风险。

举个形象具体的例子。估计现在没人记得阿里 2010 年双十一的销售数据，那时候只有 9.36 亿，当时线上消费在消费品零售总额中占比可以忽略不计，其用了 8 年时间在 2018 年双十一实现了 2135 亿销售额，8 年 228 倍，当前线上消费在社零总额中占比近 20%。没有人会否认过去近十年阿里业绩成长给投资者带来的巨大收益，但若以“超配、拥挤”这样的视角出发的话，多年前肯定不会重仓持有至今。投资者无不追求企业业绩长期持续高速成长的圣杯，然而，若一个企业或者行业果真如此，那么十年后其空间和份额必将相比于今天大幅扩张，那么，今天的“超配”在多年后必将是低配的，真正的成长股站在明天看似合适的配置比例回头看今天一定是超配的。

在我们的投资分类中没有所谓的“核心资产”一说，既然市场这么称呼，我们这里也借用。

市场近期对于核心资产有种以前看不起，后来看不懂，现在追不上的观念，低配核心资产的投资者对于其甚至狠得咬牙切齿。我们的想法是，投资不能看后视镜，如果仔细研究查看当前一些核心资产的价值的话，会发现在同一估值水平下，很多价值蓝筹的实际价值显著高于几年前。

举个例子，上世纪 90 年代中国出现了近 15% 的存款利率，此外还有国家给储户还有额外的对抗通胀的储蓄保值补贴也在 15% 左右，这样，那时候的利率高达 20-30%，这也就给 90s 的寿险挖了后面需要用二十年填补的大坑。我们看到，经过近二十年对于 90s 窟窿的消化，龙头寿险公司的偿付能力大幅提升，经过连续多年重新厘定假设减值，龙头寿险的内含价值被做实，因此，今天某保险股 h 股 0.5x 的 PEV 相较于多年前 0.5x 的 PEV 是大幅低估的，可能仅相当于多年前 0.2-0.3x 的 PEV。

同样的例子也发生在银行领域，几年前某股份制行的拨备覆盖还仅有 180% 左右，经过近几年行业向上周期不断将利润填补到拨备上，当前的拨备覆盖率大幅提升到 300%+，同样的 PB 对应了不同的实际价值。

因此，估值不是一个简单的 PE、PB、PEV 或者 PEG 的数字，而是其背后真真切切所对应的价值为几何，切不能简单因为过去历史估值最低点是 0.7 就说当前 0.8 还有近 12.5% 的下跌空间，如果这样那投资也过于简单了。