

中国基金报记者 方丽 陆慧婧 张燕北

距离2021年全年股市行情“收官”只不到两周时间，公募基金即将开启征战2022年的序幕。

年底A股市场震荡起伏，市场出现了明显风格切换，如何看待市场的这种变化？在投资上该如何调仓换股？2022市场会如何演绎？后市A股还有哪些投资机会和需要关注的风险？

针对上述问题，基金君采访了：



长城基金副总经理、投资总监杨建华



平安基金经理神爱前



汇丰晋信研究总监、汇丰晋信研究精选拟任基金经理陆彬





恒越基金投资副总监、权益投资总监高楠

这8位绩优基金经理，共同把脉股市后市走向和结构性投资机会。

基金君整理了他们的金句如下：

郑澄然：站在当前时点展望明年，在今年热门板块已经有较大涨幅的情况下，预计明年的结构性行情可能会演绎得更加极致，今年是行业和行业之间的结构性差异，明年这种涨幅差异可能会细化到行业内部，甚至是同一方向的不同细分板块之间都会出现很大差异。

杨建华：站在当前时点展望明年，经过一年的修正，市场整体上回到了一个相对均衡的位置，明年会是偏震荡整理的格局，需要自上而下挖掘一些相对于今年有显著改善的、估值合理的个股。

李晓星：成长股投资就是投变化，投资变化最受益的方向。不是壁垒，而是壁垒形成的过程。从整体的产业变化来看，正在发生三大变化：能源结构的变化、地缘政治的变化，以及反垄断的背景下，互联网产业也会发生新的变化。

神爱前：对明年的总体思考是，结构性行情，分化收敛。总体的调仓方向是，持仓更加偏均衡化，对于电子、半导体等TMT板块、消费板块持仓有所增加，在电子、半导体、光伏、电池、消费、汽车零部件等方向偏均衡布局。

韩创：明年风格会更均衡，不会像去年或今年这么极端。若明年要出现比较明显的风格切换，则需要有比较大的政策背景，比如地产相关政策出现明显变化或者为了稳经济出台一些强有力政策，有可能会促成风格转换。

陆彬：明年投资主题是价值回归、优质成长。价值回归里，以房地产龙头公司为代表的价值股，明年可能会有估值提升的机会。优质成长会在新能源、医药、TMT里面去找基本面和估值更匹配的行业。

韩广哲：展望明年，核心还是在于找到在自己投资框架之内，行业增速较快、个股市占率领先的中大市值公司，争取能够取得持续的增长。这样的机会也是长期值得布局的，不会依据过于短期的情况影响到自己的组合。

高楠：未来一个季度，宏观政策环境预计是“宽货币、结构性宽信用、宽财政”，期间宏观流动性充裕、经济预期企稳，A股整体估值提升概率较大。风格上，宽货币利好成长股、宽信用利好价值股，预计是成长与价值的平衡。

## 2021年演绎“分化”行情

中国基金报记者：2021年已经接近尾声，今年大盘两度突破3700点后回落。站在年末，你如何评价今年的市场行情？

郑澄然：“碳中和”是今年市场当之无愧的主线，不管是做加法的新能源，还是做减法的周期行业，都有较好的表现。如果把所有这些行业特别是中游比作一根弹簧，弹簧的下端连接的是这个行业的需求，上端连接的就是它的原材料成本，今年市场反映的现象是上游成本端越来越重，在这个挤压过程中可以看到有些弹簧出现问题，像地产链相关的行业、工程机械、家电等等，要么是需求萎缩，要么是盈利水平出现下滑。而经受住这种挤压、表现出很强韧性的行业像新能源、军工等等，则属于需求比较景气、盈利能力还不错的板块，所以走出独立的结构化行情。

杨建华：今年是一个行情极端分化的年份，分化严重程度超过了过往任何一年。这主要体现在，一是不同行业间的分化明显。一方面，景气度比较高的新能源全年表现突出，偏上游的强周期个股全年走势比较强；另一方面，受疫情影响，过去两年涨幅较大、估值较高的消费、医药等核心资产今年以来的调整时间和调整幅度较大。

二是表现在大小盘风格的切换上。今年以来，小市值个股整体表现明显优于大盘蓝筹股。经历了过去两年的接连上涨，所谓核心资产的估值已经偏高，虽然这些公司的经营业绩表现不错，但股价走势远远超过了业绩增长水平。在景气度切换、疫情因素影响、宏观经济层面扰动及外围市场干扰下，大小市值个股出现了高低互换。

三是产业链上下游的分化。上游大宗原材料类个股今年表现较好，而偏下游的消费类个股表现较差，这主要跟经济的基本面、国家出台的双碳政策和疫情有关。

李晓星：回顾我们年初提出的今年的市场观点，“聚焦比较优势，回避犀牛风险。”比较优势指的是科技和消费里面的优质公司，犀牛风险指的是地产链条相关的风险。

我们应该说可以看对了一句半，科技涨幅居前，地产链跌幅居前，消费也有过高光时刻，但是全年维度看，消费表现总体并不出彩。今年的市场和2015年特别像，宏观经济压力较大，主要压力来自以下几个方面：一是房地产的压力，二是基建投资不及预期，三是疫情的反复。在此背景下，流动性相比去年更为宽松。宏观经济下行叠加流动性宽松的组合，天然更适合小市值股票，此外，小市值股票还有“专精特新”的加持。这就像2015年，在“大众创业、万众创新”的助推下，叠加流动性宽松，小市值股票涨幅非常大。

和2015年一样，今年市场是科技股比较好做的一年。科技股估值弹性大，格局不太稳定，但大家对短期景气度更推崇，与宏观经济相关性弱。在流动性推升的市场里，中小市值的科技股往往表现更为亮眼。对消费股来讲，和居民收入、一些行业政策都密切相关，面临的挑战也更多，总体表现一般般。

陆彬：其实今年整体比我想的预期要好。

第一，新能源行业的基本面其实是超预期的，包括碳中和、美国政策的各种加强；

第二，周期也比较超预期。我们本来也看到了今年周期的大机会，也有布局。今年是在碳中和方向下影响的周期行情，烈度和弹性也比预期的要大；

第三，中小盘今年整体表现业比较超预期。年初的时候茅指数情绪比较高，我们就说今年可能是比较困难的，要翻石头，要赚辛苦钱，要注意风险。

今年好在我们抓住了几次大的机会，虽然说没有那么极致。不过我在做决策的时候，是同时考虑风险和各方面的情况，尤其是在今年这种环境下，肯定需要考虑风险。因此哪怕让我重新再做一次也是，不可能不顾风险在一个方向上做得非常极致。

韩广哲：2021年的市场是沿着各个行业景气度的情况发展的，只要这个行业需求好，价格有上涨，包括一些供给相对紧缺的环节，比如说煤炭、有色，或者新能源汽车里面的一些材料等，这些行业的表现都是非常好的。

而那些相对估值经过去年的上涨后，比较高的一些方向，比如说消费，或者是受到成本上涨，受到冲击的一些消费品种表现是一般的。

整个从全年来看的话，延续着需求向好，景气度比较有保障的行业，表现是比较突出的。

神爱前：今年下半年以来市场分化较大，但实际上2017年同样分化很大，都属于市场风格再平衡的过程。2017年修正的是2012-2015年过于偏TMT成长的风格，今年修正的是2016-2020年过于偏消费医药的风格。今年在机构主流股票中，业绩增长因子起的作用最大，流动性对估值的扩张作用在弱化，是典型的一种业绩驱动股价上涨的市场阶段。

高楠：近几年尽管信用并未有明显扩张，但因为流动性的持续流入，A股市场延续了赚钱效应，但资金的流入方向也是结构性的，所以今年的行情结构分化特别明显，板块轮动节奏较快，叠加各类产业政策影响，有鼓励也有限制，一些高景气度的赛道脱颖而出，成长风格相对占优但也有回撤分歧，部分核心资产受基本面压制仍

未显反转。相比指数的点位变化，我们的投资策略始终坚持自下而上精选确定性最高的优质成长股，所以更关注产业前景和具体上市公司的盈利增速。

动态调整最具性价比标的

中国基金报记者：近期市场出现了明显风格切换，如何看待市场的这种变化？今年最后十几天，是否会进行调仓？调仓方向大概是什么？

郑澄然：今年市场风格来回切换，对大基金的管理增加了难度。这也从侧面反映了投资者的分歧比较大，大家对某些影响因素持截然不同的看法，并在市场上有比较极致的体现。我对目前组合的持仓结构还是比较满意，比较有信心应对明年的市场。

杨建华：市场总愿意去寻找那些性价比最高的投资机会，等某个板块涨到一定程度，吸引力不足时，市场就会去寻找新的机会，下一个新的机会很可能就会重新轮转回来。今年年初低估值的板块，现在已经基本上上涨到位，明年的预期应该不会太高。而年初高估值的消费、医药等核心资产，现在基本调整到位，目前市场的估值差已经收敛到较窄位置，市场对疫情防控的悲观预期也反映在股价中，风格面临再度切换的状态，未来相当于重新开始。

李晓星：我们不太会关注市场的风格飘向哪里，最核心的还是行业景气度、公司业绩增速、公司质地和估值的匹配度，因为最终还是要靠业绩增长来赚钱的。我们会是根据性价比来进行一些调仓，但是不会因为年度的变化而调仓。相比于往年，我们今年消费的配置偏低，明年我们会比今年更均衡一些。

神爱前：市场本身运行有着自己的一些波动规律，在年末年初市场出现一些风格博弈、市场波动，十分正常。但短期的风格博弈，并无太多中长期的意义。真正的中长期趋势，一定是由业绩周期、产业趋势、业绩估值性价比决定的，所以对于短期的风格博弈，我一直是淡化处理。我管理基金的调仓，不会站在最后十几天才考虑明年的布局，我一般在9-10月就会思考并布局明年。

陆彬：我们会不断去动态衡量上市公司基本面和估值，选择出最具性价比或风险溢价较高的投资机会，并以此为依据结合市场情绪、基本面变化、风险情况等等因素进行调仓。年末与否不是我们考虑的因素，我们会保持既有的投资节奏。

韩广哲：对这种风格的变化，比如说大小盘或者行业的变化，我觉得市场从来都是这样的，也是比较正常的现象。

对于我在年末的投资方面，还是会沿着景气度比较好的方向去精选行业，精选个股

。在年底的这段时间里，针对明年的行业做一些布局和调整。

## 淡化短期排名

### 注重长周期考核

中国基金报记者：与往年相比，今年年底的基金排名战似乎不是很激烈，对此您怎么看？您自身是否有排名压力？

郑澄然：今年市场结构性演绎比较极致，到现在接近年末，市场反倒回到了一个平淡的状态，各个板块都以震荡为主，所以相对排名基本进入稳定状态。我不太在意短期的涨跌，也没有短期排名的压力，公司更加注重的是长周期的考核。

杨建华：这是市场逐渐成熟的表现，过于关注短期排名并不利于行业发展。我个人不太关注排名，更多思考的是市场机会、个股机会地挖掘和投资者的长期体验。

李晓星：我们的资本市场逐渐成熟，更多的基金公司已经变成了业绩的长期导向，相比于之前的只看1年的排名，转而看3-7年的业绩表现，基金是否给持有人赚到了钱，是绝大多数基金公司和基金经理更为追求的事情。对于我个人来讲，毕竟管理的年限也不短了，短期排名压力并不是很大的，而对于长期，更多追求的是给持有人赚到更多的钱。

韩广哲：从我自身而言，并不太会去关注排名。主要还是以中长期的视角去管好组合，做好收益，给持有人带来收益才是我们长期追求的目标。

神爱前：我这几年越来越淡化排名的考量。持有人利益是第一位的，合理控制风险的情况下，持续为持有人赚取超额回报、优秀回报，是我最主要的追求，排名、规模只是业绩的附加物。

高楠：基金经理还是把关注点放在研究和投资管理上，排名是水到渠成的过程，短期排名就更不可控了，我们追求可复制的中长期稳健的超额收益，评价导向也更倾向于三年乃至更长周期。

## 2022年风格或更均衡

### 宏观政策、流动性、中美关系等成关注度

中国基金报记者：展望明年，您对宏观经济和市场环境有何看法？结构性行情是否会延续？影响市场的核心因素有哪些？主要风险有哪些？

郑澄然：前段时间大家谈论“滞胀”比较多，最近谈论比较多的是明年流动性相对宽松。大家对宏观的预期会随着政策的出台而不断动态调整。我个人对明年市场环境仍然比较乐观，主要是基于流动性宽松以及部分行业企业盈利的良好预期。

站在当前时点展望明年，在今年热门板块已经有较大涨幅的情况下，预计明年的结构性行情可能会演绎得更加极致，今年是行业和行业之间的结构性差异，明年这种涨幅差异可能会细化到行业内部，甚至是同一方向的不同细分板块之间都会出现很大差异。明年市场的主要风险可能还是来自美国加息政策对国内宏观环境的影响。

杨建华：明年应该是机会、风险和挑战都存在的一年，从中央经济工作会议的措辞和表述来看，经济下行压力蛮大的，稳增长力度也比较大。从财政政策和货币政策来看，新能源通稿中的措辞非常具体和到位，对于明年的经济增速应该有一定的期待，所以明年应该是充满希望的一年。

综合考虑当前各个板块之间估值水平的差别、行业景气度的差别、大小盘个股估值结构上的差别，以及宏观经济的形势，我们初步判断明年上市公司整体业绩增速不会太高，因为今年的基数比较高，但是流动性非常宽裕，所以明年整体来讲机会比较多。

站在当前时点展望明年，经过一年的修正，市场整体上回到了一个相对均衡的位置，明年会是偏震荡整理的格局，一些主题板块也会有一定热度，会吸引很多资金的关注，但个股上的机会应该更多，需要自上而下挖掘一些相对于今年有显著改善的、估值合理的个股。

李晓星：展望明年的话，我们对于经济比今年更为乐观一些。今年因为房地产市场的风险，消费的低迷以及疫情的反复，叠加去年的基数效应，整体走势是前高后低，这个对于顺周期标的的投资是非常不利的。

现在我们可以看到高层提出六稳六保，各个行业的稳增长措施在相继出台，我们相信在明年会逐步发挥作用。我们可以看到，高层对于中小微企业的支持是最为明显的，中小微企业解决了90%以上的就业。市场往往认为上市公司里面的中小企业就是中小微企业的代表，其实这个是错误的，能够上市的企业基本都不在中小微企业的范畴。那中小微企业对应的投资标的是什么呢？我们认为是消费相关，今年整体消费不好的原因就是中小微企业的经营困难，我们相信中小微企业的经营改善会带动就业和大众的收入，从而提升大众消费的能力，最终带动经济进入到良性发展过程中。我们对于消费比市场多一份信心。

今年的大小盘股票表现差异很大，今年跟2015年的市场很像，不乏优质的中小市值公司通过自己的努力经营使得业绩快速增长，但不可否认的是，也有相当数量的公

司，上涨只是靠一些逻辑和预期。这样的市场走势，后面的背景是异常宽松的流动性、龙头反垄断和经济调结构。

我们认为看两年维度，经济一定会向上走，流动性也会逐步回归正常。核心资产里面都是各个行业的龙头，而各个行业的龙头跟经济的相关性是更大的。在经济上行流动性下行的背景下，核心资产的超额往往是更大的。我们近期行业调研的结论是，龙头公司在过去一年的领先优势并没有减小，在很多行业反而是加大的，然后有很多公司的估值反而在行业内变得是便宜的。优质公司的表现时间迟早会来临，就像2015年之后，流动性潮水退去的时候，就是优质公司表现的甜蜜时光了。

陆彬：明年市场我觉得相对于今年来看，对于投资来说可能会更加“友好”。

首先是宏观层面。由于明年的经济增长压力可能会变大，高层会议释放出来的信号至少都是以稳为主。明年又有二十大，非常重要的一年。这样的一个大背景下，其实宏观环境对股市应该是会比较友好的，有宏观政策和财政政策的托底。明年经济有一定压力，PPI大概率下来了，就像猪价也在历史低位。明年大家对于流动性其实是不担心的。在这样一个大环境下，可能不是大牛市的环境，但对股票应该还是比较温暖友好的。除非明年我们看到海外出现大的金融危机或者大的风险，但这个谁都不好预测。

其次，从中观来看，A股市场的许多白马行业，比如医药、消费，由于估值和基本面等因素，今年以来表现是偏弱的。但现在业绩增长或者股价下跌基本消化了大部分的估值风险。而且在风险释放过程中，也没有看到特别明显的反身性。所以我们认为，明年市场的结构会更友好的。

2022年结构性行情或将延续，预计景气度较好的行业与今年相比会有所减少。例如煤炭、有色、化工等行业在今年的表现比较出色。但明年来看，上述行业的表现可能会相对弱于今年。在景气度较好行业或将减少的大环境下，明年的结构性行情可能会更加明显。

明年影响市场的核心因素，还是要看经济上的政策安排，包括财政、货币、降准、降息等。

主要的风险比如，超预期的外部事件、我国经济进一步下滑等。

神爱前：我觉得目前宏观经济压力比较大，流动性适度宽松，但对流动性也不宜过度预期，当前PPI、CPI处于偏高位置、海外流动逐步收紧。但目前我没看到系统风险，很可能会维持结构性行情。市场的核心因素还是看盈利。如果说风险，可能需要关注海外流动性收紧的节奏，但大概率也是一种波动风险。

韩创：第一预计明年风格会更均衡，不会像去年或今年这么极端。一方面，诸如消费之类的行业估值回调了不少；另一方面，明年大市场背景以及政策环境，相对比较有利。若明年要出现比较明显的风格切换，则需要有比较大的政策背景，比如地产相关政策出现明显变化或者为了稳经济出台一些强有力政策，有可能会促成风格转换。

至于明年风险方面，一是地产政策的调整，如果调整不及时，或力度不够，有可能地产在明年出现明显下滑，导致整体宏观经济压力较大。二是中美关系或出现波动。

高楠：近期政治局会议、中央经济工作会议先后召开，明确2022年宏观政策基调和线索，会议重提“经济建设为中心”，稳增长诉求较强，预计2022年财政会加快落地、节奏前置，结构性宽信用也将随之启动。宽财政仍面临“坚决遏制新增地方政府隐性债务”硬约束，主要投向可能是以“城市管道老化更新改造、农村安居等”、保障房为代表的民生领域，以及“减污、降碳、新能源、新技术、新产业”为代表的新兴产业。宽信用预计在边际放松优质头部房企融资、支持刚需之外，将主要投向小微企业、科技创新和绿色领域。

市场对“宽货币”会否进一步加码存在分歧，部分观点认为明年存在1季度降准、上半年降息可能。市场预期明年经济增速经济目标会定在5%-5.5%左右，政策会发力确保经济不低于5%，节奏是前低后高。中观层面最重要的信息是双碳目标达成路径的重新部署，强调当下双碳重点是做加法（加快发展新能源）而不是做减法（过快抛弃破除传统能源），要统筹发展不可偏废。

未来一个季度，宏观政策环境预计是“宽货币、结构性宽信用、宽财政”，期间宏观流动性充裕、经济预期企稳，A股整体估值提升概率较大。风格上，宽货币利好成长股、宽信用利好价值股，预计是成长与价值的平衡。进入二季度，若经济反弹力度较小、稳增长政策力度边际收敛，成长主线可能仍将单边占优，尤其是结构性宽信用政策投向的行业。

主要风险方面，仍需跟踪全球新冠疫情的发展对产业链供需的影响以及对国内内需消费修复的影响，同时也需关注海内外货币政策节奏的变化、国内宏观经济下行是否超预期等。

聚焦消费升级和制造业升级

新能源、半导体、军工等主题被看好

中国基金报记者：当前是否已经开始规划明年的布局？更看好哪些产业领域及赛道



的投资机会？

郑澄然：每一个阶段都需要思考下一阶段的布局和方向，我没有以年为单位去做这样的划断。下一阶段我关注的方向集中在今年表现出很强韧性的高端制造领域。

杨建华：就我个人而言，明年的布局仍然会沿着消费升级和制造业升级两大主线展开。明年消费整体上应该比今年机会更多。首先，压制消费的宏观因素明年会出现好转，相信明年的疫情防控不会比今年更严格，对于散点爆发的控制力和对经济的影响都会比今年更小。其次，今年的消费基数比较低，明年应该是恢复性增长，明年消费类公司的盈利会比今年有所好转。再次，消费板块经过今年近一年的调整，短期来看估值已经调整到比较有吸引力的位置，当前已迎来介入时机。

制造业升级方面，中下游制造业发展形势在明年可能会变好，因为明年制造业的成本等因素对生产经营活动的干扰会有所减少。此外，在汽车智能化趋势下，信息安全、网络安全、产业链安全也是值得关注的方向。

李晓星：成长股投资就是投变化，投资变化最受益的方向。不是壁垒，而是壁垒形成的过程。从整体的产业变化来看，正在发生三大变化。最大的变化就是能源结构的变化。在这个变化中，发电端（包括光伏、风）电，以及用电端（新能源车相关）是变化最剧烈的两个方向。从发电端来看，今年出了很多政策，但政策都有周期性，明年大家对于新能源发电端的预期是否有变化，还需要进一步观察；从用电端来看，汽车消费结构的变化就是新能源汽车消费的加速，这个方向我们认为没有问题。第二个变化是地缘政治的变化。未来，包括芯片、军工等产业我们都要拿到自己手中，这是硬科技方面的变化。第三个变化是在反垄断的背景下，互联网产业也会发生新的变化。在科技方面，明年新能源、半导体还是最主要的投资方向，我们也认可军工股的投资逻辑，但买入的前提是我们能把公司研究清楚。

如果说科技投资的是变化，那消费给我们提供的就是确定性和稳定性。整体来看，明年消费投资是需要不同品种间切换的市场，而不是同一品种从年初拿到年尾就可以躺赢的市场。从收入端和利润端来看，消费品公司明年业绩将回归正常经营状态，同时也出现了估值切换的空间。因此，对整个消费品行业明年收益率较为乐观。具体到细分板块，我们更为看好高端消费和可选消费。今年业绩承压的大众消费品、大众食品，预计从明年二季度开始，盈利的拐点就会出现。

从明年全年看，消费品都有机会，但不同板块会在不同阶段表现出轮动效应。对于医药行业，我们也不悲观，当政策的密集期过去之后，明年上半年医药依然会迎来不错的投资机会。往未来看，医药这个大板块中有很多细分子行业，要更多地自下而上去寻找个股机会，选择一些更有成长性标的来抵御政策带来的压力。

陆彬：我们看明年的机会主要是两个词——价值回归和优质成长。新能源行业肯定是优质成长里面的重要组成部分，那么价值回归我们可能会去看两个行业：保险和房地产。

保险行业，我们做了PB-ROE测算，给了非常中性和保守的假设，PB的水平我们参考海外市场保险龙头公司，同时给一个比较保守的新业务价值的增速水平，目前来看行业还在一个基本面偏左侧的阶段，但从估值和长期隐含的复合回报角度来看，目前已经是比较有吸引力了。

房地产行业，未来一两个季度，可能会迎来一次政策的积极变化。从行业的格局来看，尤其是过去半年供给的快速出清，还有行业基本面右侧的变化，比如拿地、溢价率等，从常识角度判断，如果政策没有太大的变化，明年的经济压力会非常大。这很类似2019年四季度我们投新能源行业时的情况。

即便没有政策变化，龙头公司未来3~5年的隐含回报率也是非常高的。现在行业大概是20万亿的产值，我们给一个跟市场一致的悲观预期，假设以后行业需求下滑到10万亿，同时调整龙头公司的市场份额，再推演出龙头公司未来的价值和利润的体量。行业在竞争格局改变以后，可能会从以前的房地产行业、转变成竞争格局集中的公用事业行业，所以说不管是盈利还是和估值的中枢，可能都会在2022年迎来重构。

在优质成长行业里，我们还看到了一些机会。计算机行业里不少公司的PE和PS都在历史非常低的位置。不少To B和To G业务的计算机公司对应2022年的PE是在20倍附近，很多产品驱动的计算机公司的PS也是历史比较低的位置。以计算机为代表的TMT行业，可能在明年宏观经济的背景下，也会有比较明显的机会。

最后是关于周期的观点。今年我们是超配周期，从PPI的趋势和历史的经验，如果我们假设，明年经济比较弱的话，周期股的机会已经接近尾声。

我们会密切关注跟猪相关的周期供应链的变化，因为猪周期会有明显的规律，在明年二季度末和第三季度的时候，猪价可能会有较大的拐点，资本市场肯定会提前反应，所以我们会更多关注买点。

总结下来，我们的主题是价值回归、优质成长。价值回归里面，以房地产龙头公司为代表的价值股，明年可能会有估值提升的机会。优质成长我们会在新能源、医药、TMT里面去找基本面和估值更匹配的行业，这是我们明年的投资策略。

韩广哲：我认为投资是一个连续的事情，与年底年初的关系其实并没有那么大。只是说会按照季度、年度的连续时间维度，不断地去做组合的调整和优化。更好的行

业、更好的公司会不断地纳入组合，同时剔除掉那些性价比已经没有那么好的行业和公司。

相对来说，明年在产业领域或者赛道的选择上，需要做进一步的聚焦。比如景气度好的，像新能源汽车、光伏，还是比较看好的方向。其他的细分行业中，可能整个行业都非常好的并不多，还是要区分来看。如果疫情得到较好改善，受疫情影响比较大的消费、免税、出行、航空等领域，我认为可能都会有机会。

再拉长一点时间来看，我们对制造业也是非常重视的。从供应链安全、产业不断升级的角度来说，制造业对未来中国整体竞争力来说是重要的。更细分的制造业赛道，或细分行业里的投资机会还是会有一些的。

韩创：明年看好三个方向，第一是制造业，这一行业比较优势最为明显，会持续挖掘这一块的机会。第二是“双碳”方向，目前正在演绎的电网投资方向以及一些高耗能行业等都值得关注，尤其是一些高耗能行业经过一轮的回调，很多个股隐含预期较低，只要明年价格中枢不下降，孕育不少机会。第三是财富管理方向，这是大势所趋。此外，也会关注金融行业投资机遇。

总体来说，持仓都是从中微观角度做了深入研究之后去配置，而非基于宏观去做的配置。

神爱前：我一般在9-10月份就开始规划明年的布局，对明年的总体思考是，结构性行情，分化收敛。总体的调仓方向是，持仓更加偏均衡化，对于电子、半导体等TMT板块、消费板块持仓有所增加，在电子、半导体、光伏、电池、消费、汽车零部件等方向偏均衡布局。

高楠：明年的市场很可能不会像2020年核心资产占优、2021年成长风格占优这么极致，同一领域里不同公司的质地也千差万别。

我并不会局限在哪几个赛道或行业板块，而是更关注筛选哪一类公司，看它的商业模式、它的管理层、护城河等。我觉得能够掌握自己命运的公司才可能成为优质的成长股，能够掌握自己命运的公司一般具有以下特点：产品需求特别好，原材料涨价等因素带来的成本增加可以容易地转嫁给下游客户；品牌特别强，征收消费税也可以转嫁给消费者；可以忽略外生变量的公司。我更倾向于寻找这一类高确定性、盈利可以维持三年快速增长的公司。在具体赛道上会相对均衡布局。

明年新能源领域出现分化

光伏、储能受重视

中国基金报记者：新能源板块今年表现突出，您如何看待该板块目前的估值与未来的上涨空间？

郑澄然：今年的新能源板块是普涨行情，估值在系统性提升。展望明年，风电、光伏、新能源车、储能可能都会面临一个分化的局面，在一个更高估值起点上，有些业绩能超预期、基本面比较好的公司，通过业绩消化估值后，有望打开新的空间。有些缺乏扎实的基本面作为支撑的公司，也许会出现股价下跌来消化高估值。我个人比较关注的是光伏和储能。

陆彬：新能源行业，过去两三年的涨幅也都非常大。站在当前看明年的估值，我觉得过去两三年的涨幅只是反映了整个行业的基本面。过去三年行业的变化翻天覆地，渗透率从个位数上升到现在接近20%，因此我们认为行业的估值和未来的成长空间和增速是非常匹配的。尤其是新能源车行业，可能在未来几个月会迎来一次系统性的估值中枢上移的投资机会。

整个行业的投资背景是由产品驱动的，持续时间会非常长，能看到未来非常大的成长空间和政策匹配度。我们也做了行业的需求预测，发现这是非常难得的，至少可以看到2025年到2030年的复合增速非常快的行业。

现在有很多观点，企图用一个非常低的估值去买入，我觉得也不是特别现实，因为明确的看到了未来5~10年的行业的确定性增长。在市场预期比较一致的情况下，我们或许很难看到整个新能源行业的估值出现特别大的回调。

未来我们会发挥主动研究的能力，去优选行业里面各个环节，结合需求和供给的情况，找到它里面业绩弹性最大的、估值最匹配的环节，做结构性的分布和配置。

韩广哲：估值以板块来看，可能会掩盖其中的一些个别估值比较高的情况。我认为，去看细分子行业，或者每个不同环节的龙头公司估值，代表性可能会更高一些。目前各个细分子行业龙头公司的估值，相对还是在合理的中枢范围之内，并没有特别夸张，还是可以接受的。

同时，如果按照2022年的动态估值来看，有些公司是在合理的位置上，未来的上涨空间，至少有盈利增速的保障，至少可以赚到盈利增长带来的收益。从行业发展的角度来看，比如随着新能源汽车渗透率的进一步提升，光伏装机较为快速的增长，相关这些行业的公司，尤其是大公司的估值可能还会再向上一些。所以未来，新能源板块的上涨空间还是保持着不错的吸引力的。

韩创：新能源行业是长期方向。不过现在这个“超强赛道”也积聚了较多投资者，交易比较拥挤，明年选择个股的重要性提升。这一板块今年持续上涨可能是因为新

能源是高景气度板块，受到了市场追逐，不过，我认为追逐景气度前提是要求行业景气度不断加速，比如说今年行业增长10%，明年增长20%，后年增长30%，新能源能不能如此增长还是需要观察的。而且我们要看到，部分公司股价没有调整，如果不匹配良好的竞争格局，恐难以持续。但新能源行业是长期发展方向，如果明年有调整或带来较好布局机遇。

神爱前：新能源从渗透率等角度看大趋势没问题，依然是未来几年十分重要的产业方向。但短时间，它面临两个问题，一是，有部分环节，可能商业模式、竞争格局不太好，供需格局会逐步恶化，这部分环节和公司，在明年有可能会有风险释放。二是，部分长期竞争力、盈利能力维持比较好的环节和公司，估值对明年的反应比较充分，如果短时间再大幅上涨，可能需要切换到后年的业绩估值了，节奏有点太快，可能需要适当时间消化一下。但从2-3年的维度，我们认为新能源仍是可以挖掘超额收益的重要方向，但分化会加大，节奏和波动也会增加难度。

高楠：今年新能源板块的投资主要借鉴了消费股的投资方法，我会重点观察产品渠道、消费者反馈，去理解为什么新能源车在今年爆发以及未来延续性强不强。除此以外，也会从周期视角出发去把握投资机会，今年新能源很多环节都是缺产能的，往后看不少环节盈利是很难维持这样的水平，还是要从格局和周期视角判断哪些环节的景气度会维持，在蛋糕扩大的过程中，哪些公司可吃到更大份额。从能源革命更高的视角出发，能耗指标、未来5年装机的规划等意味着新能源的生命周期还没有走完，还具有发展空间。估值的高低不是最重要的，新能源领域优质的成长股可以快速消化估值，公司的成长性和市场空间最重要。

明年有一条线索可能有持续性，即市值中小但新业务拓展到了新能源领域的公司。新能源本质上来讲属于制造业，行业体量巨大，但壁垒没那么高。公司有产能、通过了认证就可以参与，且参与了就能获得业绩，所以可能有一些中小市值的公司，其原来的业务不是做新能源，但现在借这个机会拓展了相关业务，叠加小市值因素，其整体的业绩弹性可能可以维持明年和后年两年的增长。

经过估值消化

消费领域或投资机遇

中国基金报记者：消费、医药等白马蓝筹板块2021年表现欠佳，明年一季度是否会迎来春天？

郑澄然：消费、医药等白马板块的龙头公司在业务层面并没有显著低于大家的预期，只是大家在产业政策上有一些担忧。我个人认为核心因素是这几个板块经历过去几年的估值提升后没有进一步超预期的基本面或事件刺激的背景下，相关标的需要

有个估值消化的过程。

杨建华：短期来看，今年受到种种因素的影响，比如疫情在7、8月份旺季时出现，对消费的压制作用比较明显，再加上过去两年消费被过度看好，估值有一定透支。经过最近接近一年左右的消化，它们的业绩也在增长，从当前时点来看，估值水平已到非常合理的区间。

从我们调研的上市公司来看，这些公司明年年初的经营数据都值得期待，如果市场不发生其他系统性风险的话，明年取得开门红的概率比较大。

从未来一两年甚至更长的维度来看，消费应该都有非常大的机会。从历史复盘来看，消费股中出的大牛股是最多的，这是有其内在原因的，大家要开放地看消费这个事情，不管是搞基建、做投资还是做研发、做创新，本质上是为了满足消费的需求。所以只要国内消费升级没有达到终点，大家对美好生活追求的欲望没有得到满足，消费机会就在进行当中。

韩广哲：我认为还是要区分来看，很难从板块角度上下定论。而是要从板块中的细分子行业、子领域的公司具体情况来分析。比如消费中的一些大众消费品和科学消费品，其实区别还是比较大的。在今年，消费和医药相对面临了一些压力。明年来看，经过今年一年对估值、成本上涨等情况的消化，明年有些公司的盈利增速和估值还是相匹配的。从中长期配置的角度来说，消费、医药板块中，有些公司还是值得去配置的。

神爱前：消费板块总体估值已经不是太贵，估值不是一个主要的问题，主要是现在需求比较差，业绩比较疲软，但结构性机会我认为仍值得挖掘和重视。但我们在关注一些变量，比如说疫情明年会不会出现一些变化，明年下半年经济会不会出现回升等，如果出现一些变量，消费明年的表现可能会更好一些。医药对比下来，主流医药公司现在估值还是处于一个偏贵的状态，仍有消化估值的压力，我认为投资时点可能需要再等待等待比较好。

高楠：医药板块目前相当大一部分资金集中在少部分标的上，导致出现一定程度的高估，未来医药整个行业分化格局会加剧，更考验精选个股的能力。以前中国的药企的创新动力不足，这几年药物从小分子创新走到大分子创新，研究模式发生改变，需要看医药公司远期的价值。

消费行业明年大概率有所恢复，消费建材类公司业绩和估值双升的概率较大。白酒板块有的公司是处于区域品牌向全国扩展的阶段，处于渠道扩展以及提价的过程中，未来几年的成长性还会比较好；但是有的白酒行业的公司已经完成全国化，随着竞品增加，公司增长稳健，但是增长就比较慢，需要衡量市值和成长性。我会优先

去买未来增长性较强的公司。

编辑：舰长