

访谈纪要 | 景林资产蒋彤：宏观经济风险已释放 均衡配置三大机会

一、基金经理观点分享

2023 上半年国内复苏强度显著低于预期，投资信心低迷，地缘政治干扰加大，国际资金流出，造成中国资产出现显著低估，日、韩、中国台湾等市场承接这些流出的国际资本而显著受益。上半年在不同市场的有效配置使得我们能投资于当下全球最有竞争力的公司，显著帮助到了组合净值的回升。

首先和大家简单聊一下近期的 AI 热潮。

自 Chat GPT 引发全球关注之后，全球尤其是中美对算力的需求激增，经过深入研究和测算，我们前瞻布局了这些优质资产（尤其是美股）、做的不够的地方包括对光模块、对 A 股 AI 标的的趋势性把握不足。

AI 提效的作用显而易见，不过我们花费了一定周折来思考大模型对既有 IT 企业的影响，最终得出结论是大模型作为 PAAS（私有化部署则可以视同垂直小模型）帮助占据现有场景和客户的 IT 企业增强了能力。

我们判断这一轮 AI 会带来显著商业价值，这使得算力、模型投入在商业上可以持续，呈现了健康的态势。

其次，再和大家沟通一下当前全球化的一些问题。

目前来看，商业行为受到了地缘政治的显著干扰，但是企业积极应对，我们看到更多企业谋划全球布局，包括北美、欧洲、中东和拉美市场，大部分企业反馈海外毛利率显著高于国内，而人民币汇率、运费、大宗原材料回落都帮助了出口。

这些受益的公司主要是机械或者装备制造类，也包括电动车和商用车。我们会花费很多时间去跟踪研究这些中资跨国企业。贸易交换的意愿、具有性价比的产品和优质的商品，本身都能超越各种贸易与非贸易壁垒，商业的原则依旧奏效，我们对中国制造业和中国商品的信心依旧充足。

再和大家分享一下景林投资研究的国际视野。

我们强调多年的国际视野、全球化研究及对比今年开始奏效，并将持续帮助我们横看成岭侧成峰，跨越国别、历史阶段的鸿沟，把组合构建在走高的山脊上。就此我们乐此不疲得投入研究资源，获得更好地对前瞻趋势和行业的理解。

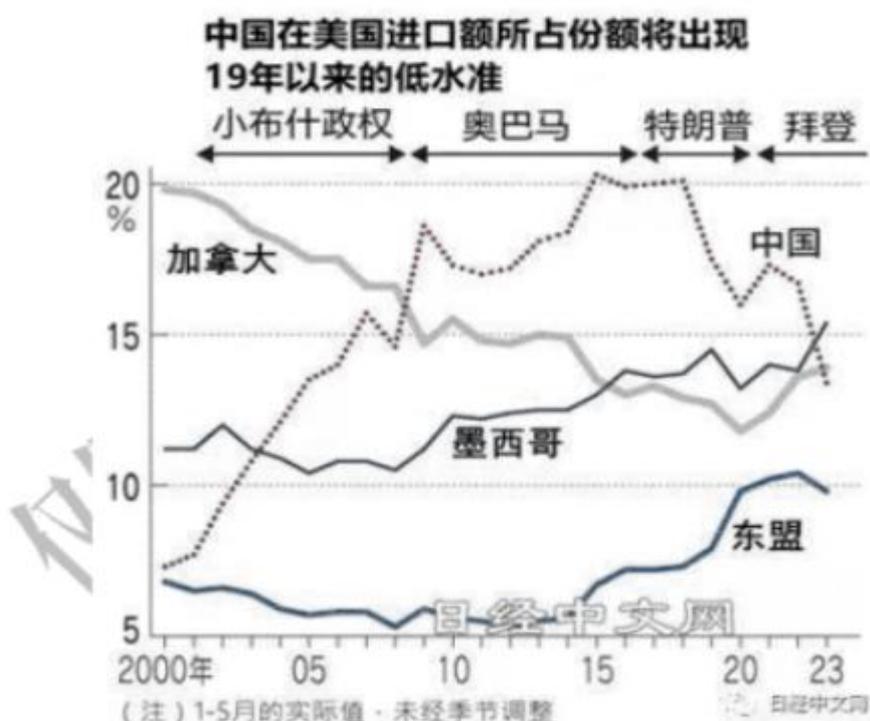
坚持对高确定性、低估值、高分红的资产加以布局，由此获得组合一定的稳定性，这样的组合具备内在的力量和潜能。

二、基金经理问答

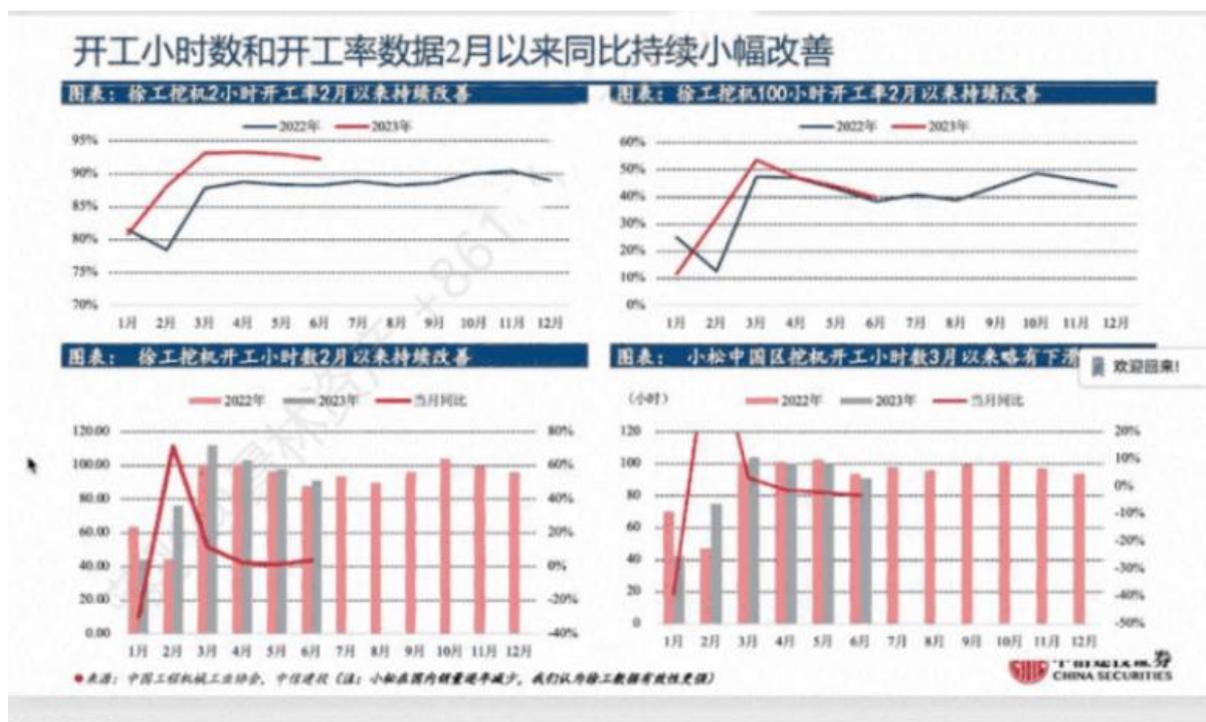
1、疫情后中国经济恢复低于预期，美元下半年存在2次加息预期下，如何判断市场存在的后续宏观风险？

蒋彤：目前的基本判断是，宏观经济风险有所降低。虽然中国还在漫长的经济动能转换期，股票市场已经逐渐适应；美国加息周期处于顶部区域，美元加息对全球经济影响风险释放。

国内经济政策特别有定力，创新、先进制造业备受支持；对房地产土地财政以及化解金融风险很坚持；企业加速全球化布局，中短期内效率降低，表现为资本开支加大，成本提升；长期来看，效率有望回升。借用一位德高望重企业家的话来说，把根（包括研发、自动化设备、材料等）留在国内，全球开厂，实现了全球贸易的再平衡。



中美乃至其他国家和地区的宏观风险已经释放，美国 CPI 见顶，中国房地产贷款 6 月下降到新增贷款的 3.5%，新低也意味着深度调整告一段落，对全球股票资产价格有支撑作用。



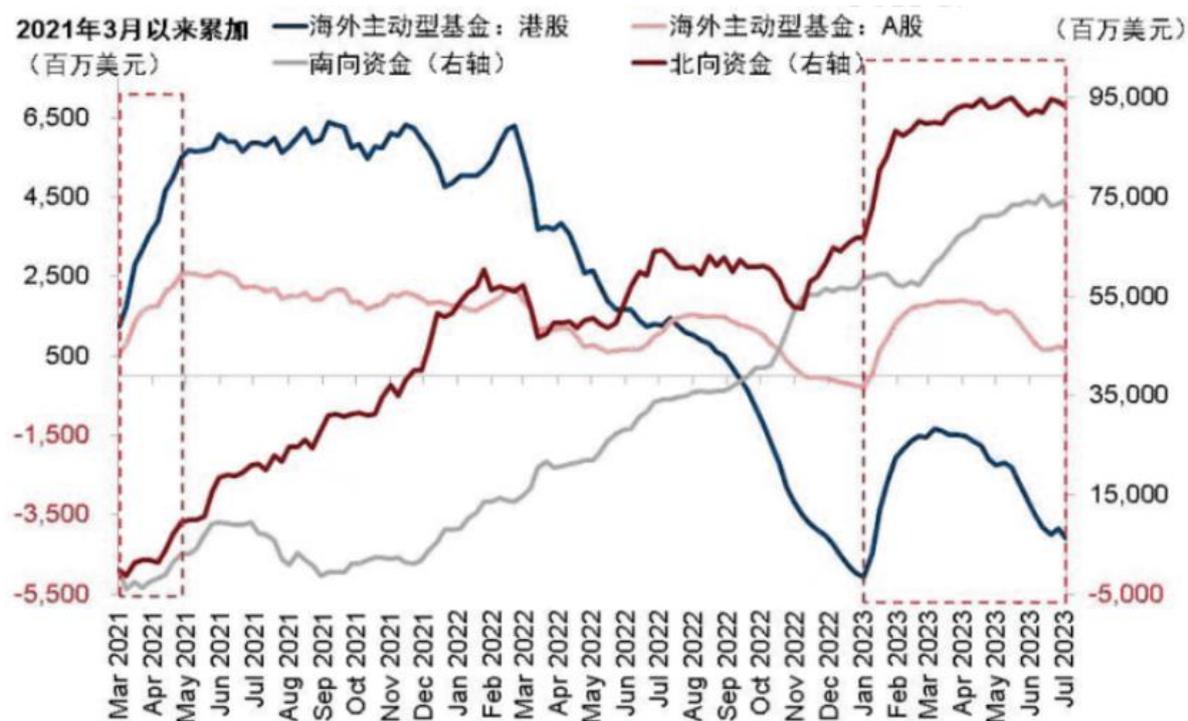
稍微展开来看，美国经济强劲，科技进步带动，同时有制造业振兴计划，使得美国乃至全球劳动生产力大幅提升。尤其关注 GPT 4.0 数字大学毕业生带来的未来生产力的

改善。与之对应，中国出台生成式 AI 管理暂行办法，既鼓励自主创新也鼓励国际合作，尤其是走出去，合理回避美国的限制对保持中国竞争力的帮助很大。

2、去年十月以来，外资呈现流出态势，当下外资对中国资产的看法如何？从中期来看，可能会对定价产生哪些深远影响？

蒋彤：从外资持仓中概股和港股数据来看，确实持仓比例在持续下降，海外公募基金持仓处于历史性低位，反映了海外投资者对中国资产的信心持续走弱。日韩和中国台湾地区股市则承接了不少这些外流资金，从而表现上乘。

外资净流出没有具体口径，只有北向资金情况还有券商在估算海外主动管理型基金港股 A 股的数据。有意思的是，从北上资金来看，其实今年资金流入并不少。过去 3 年，即 20—22 年北上资金净流入分别为 855 亿、1937 亿和 940 亿，而今年以来 6 个多月，北上资金已累计净流入 1006 亿，超过了去年全年。尤其今年 1 月为最，北向资金净流入 1,410 亿元，创历史最高单月值，后面是小幅流出。而海外主动管理型基金对港股的净流出比较明显，从 2021 年初的月度 65 亿美元净流入到 2023 年 1 月月度净流出 50 多亿美元。



资金流量对不同市场的影响是非常显著的，决定了估值水平、流动性或者低估程度，资金流动对定价的影响必须评估。

3、景林的跨市场投资经验丰富，您在月报中也提到景林多年强调国际化视野和全球化研究，可否展开给我们讲一讲，比如以 AI 为例，您是如何把握机会的？在不同的市场，是否有方法论和方向的区别呢？景林主要关注 AI 的什么细分领域？景林对 AI 的估值怎么判断？

蒋彤：非常高兴客户这么了解我们也不断勉励我们！我们坚持全球视角做国际比较很多年，这次借助对 AI 方面的研究，使我们这种能力得到了体现和提高。我们也是集中了优势力量对 AI 的原理、能力、可能的应用、所需要的算力搭建、生态做跟踪研究，使得上上下下都能基本同步了解。按照最林 360 度调研的要求，对产业链做访谈跟踪，尽量去伪存真，做出独立而适度前瞻的判断。所用方法论没有改变，只是这次整合了景林境内外的资源，全球一体化研究，使得研究更有效率。

这次 AI 技术突破带给龙头企业和平台非常大的发展机会，这种机会是罕见的，个别公司业绩基本上立杆见影，十分适合做基本面投资。

宏观来看，由于 AI 作为生产力工具即将得以应用，它不单单是 2C 的助手，更是 2B 的提效工具，应用面非常广泛而且需求旺盛，特别是在中国，有望带来由高算力投入到高收入回报的良性循环。在布局平台类资产以及算力产业链之后，我们会更聚焦于应用，包括投资回报率的情况。

AI 在办公、编程、个性化教育、药物与材料研发、陪护与个人助理、商业智能，都是非常值得期待的。应用层面还没有完全展开，未来会更精彩。

从估值方面来看，还是基于 DCF 模型最合适；或者可以阶段性以核心业绩 PE 来估值（历史对比中考虑行业格局与竞争地位）。这次 AI 算力算法都是高度集中，后续会逐渐扩散，要关注这种变化，给合适的估值水平。

4、彤总今年上半年在金融行业的投资占比略有增加，可否展开介绍一下对金融板块的观点。

蒋彤：主要是布局了保险和证券类资产。

保险保证利率相对银行理财和存款具有吸引力，带动保费同比高增和新业务价值转正，目前 5 年期存款利率 2.5%、余额宝约 1.8%，而保证利率为 3.5%；且银保监会新规

使得承保利润清晰呈现，投资收益的影响也比较一目了然，减轻了大家对负利率保单的担忧。长期来看自保率应该有提升空间，目前估值也便宜。

证券类资产主要是在之前看好被动资产（ETF 产品）的基础上（证券公司是资管类公司的大股东），看好 IT 能力强（有能力自研中等 AI 模型）和风控强的公司。看好这些公司竞争力增强后，盈利能力的稳定增长，并且港股整体估值较低。

5、我们从月报中了解到今年上半年稍微减持了一些化工和材料板块，具体是出于哪些考量，可否分享一下？

蒋彤：兑现了原油类和化工类资产，国内经济恢复弱于预期。目前也在重新布局大炼化类资产等基础化工，存在产品低库存下的补库需求，且目前来看安全性也高。

6、如何看待能源革命的进展以及其中的投资机会？

蒋彤：绿色通胀之后，新能源继续在全球范围内提高渗透率，随着产能释放，光伏电池价格下降，渗透率进一步提升；与之相伴的输出消纳问题、平衡电网也得到重视和解决，储能、电站回报率显著提升。此外关注新技术包括光伏环节，连续拉单品、TOPCON，各种 BC 电池、PP 复合铜箔、集流体的进步等。

这里会考验基金经理对估值、周期阶段的把握能力。

7、对消费行业（包括白酒），未来投资机会怎么看？

蒋彤：集中在细分行业第一名，只要它还在明显攫取市场份额。行业大盘停滞多年，未来也无法看到确定性增长。逐步变成典型的价值类标的，对估值要求也会更为严苛。

8、如何看待中概互联网公司未来的投资机会与风险？

蒋彤：上半年个别中概股对我们的组合形成拖累，主要是外资对中概股的信心问题，资金持续流出；行业成长放缓，竞争激烈，估值也被压制。策略上转变为更加积极管理，围绕基本面敢买敢卖，适当通过波段增加收益，相关标的的总体持仓也有所控制。

国家对平台经济治理基本完成，宣布分拆和特别分红的公司具备高回报，可以继续捕捉机会；游戏、教育受益于回归常规管制和大模型的帮助，回报能力提升。

整体来看，目前风险不高，有可以捕捉的机会。

9、中特估在上半年受到了广泛的关注，在景林的选股审美中，其实不乏相关公司的身影（如电信服务板块相关持仓），具体咱们是如何看待这个现象的？

蒋彤：我们欣喜的看到一些央企、国企更加关注股东回报，积极分红、回购和股权激励，促进股东利益一致化，这与A股被诟病的重融资轻回报相反，这些公司在治理上有可喜的变化，使得这些原本优质的资产估值提升。我们喜欢这样的企业。

但这类企业也面临挑战，包括宏观经济放缓下其收入放缓、是否能赶上大模型的发展满足需求等。

10、基金经理怎么看待近两年市场没有增量资金，只有存量博弈下的考验，这种市场行情下怎么选符合既定标准的优质个股，是否要改变对个股的判断标准或者说分析逻辑、交易策略。

蒋彤：虽然没有增量资金，但由于外汇管制，国内资金存量还是比较充裕。且只要有赚钱效应，资金还是会回到市场里来的。选股的标准一般不会轻易改变，大家都还是基本面驱动。我们只有专心寻找，前瞻分析出哪些是处于有利竞争格局，有第二生长曲线的公司，还是能找出阿尔法。

目前我们的投资方法没有变化，对好公司好股票的评价也没有变化；但在个股投资上考虑适当增加波段。

11、可否请彤总谈一谈未来半年到一年会重点关注的投资方向，可能会有哪些投资主线？

蒋彤：首先会关注AI落地带来的商业机会；

其次投资有全球竞争力的、制造业业绩持续增长的公司；

也会积极布局地产产业链龙头公司：市场还是足够大，竞争者剧减，刺者面临有利的市场环境且业绩回升，龙头公司不多且当前处于低估值。

整体而言，会均衡配置。

12、市场经历了过去几年的大幅波动，内部投研体系是否有迭代？在控制净值回撤上是否有新的措施？

蒋彤：我们内部采用了更为严格的考核和淘汰制度，同时大力引入有国际经验的分析师，内部有类似工程师文化。目前已加大对美股研究和日韩、中国台湾地区股票的研究比较。方法论上仍保持一致。未来难以精准预测，但还是有脉络可循。

内部风控上股票回撤有提醒机制，今年迄今为止并未出现极端情况，并未出现强制止损。

13. 我们有观察到今年以来，您管理的契约式产品相较于沪深 300 和恒生指数均有不俗的超额，可否分享一下主要业绩贡献来源于哪些行业？对于投资范围不含美股的产品，接下来主要会关注哪些机会？

蒋彤：收益互换工具给了我们全球配置的机会，使得我们可以选择全球最好的公司。不能采用收益互换工具的组合虽然可以通过 ETF 布局海外资产，但是这些工具不够纯粹，选择余地也较为有限。下半年的改善机会大概率来自反弹（低库存、开工率提升），具体会来自我上面提到的投资方向。