

源乐晟资产：

打开“双碳”新周期，新动能产业蕴含重要投资机会

2021年，市场上热点不断，指数层面波澜不惊，但行业和个股层面波澜壮阔。很多热点事件也对市场产生了影响，比如很多行业政策的出台。我们认为，今年很多政策的出台其实是2018年的延续。2021年的国内政策环境和2018年是类似的，即经济状况相对较好的时候，各部门希望出台一些用来解决中长期问题的政策。2018年，从医药“带量采购”、降低光伏新能源车的补贴力度开始，到史无前例地延续多年的地产调控、一些大型民营金融机构的定向爆破、碳达峰、碳中和，以及对教育培训行业的调控，互联网反垄断，背后是一整套的政策逻辑，即中国经济已经到了从不计成本追求效率的阶段转向追求公平、追求共同富裕的阶段。所以，一切外部性的盈利模式都将得到纠正或纠偏，例如以牺牲环境来获取自己发展的模式、以压低员工福利来提高利润率的模式，靠简单粗暴的销售来堆砌医药盈利的模式等等。很多行业政策的出台，就是要慢慢消除这些行业的负外部性，对相应的行业是非常不利的，可能还有后续风险待进一步释放，同理也适用于那些景气度下行的产业。而对于景气度比较好的产业，如果因为大量投资者短期的悲观情绪而出现下跌，从中长期视角来看，是很好的布局窗口期。从更长维度来思考，优秀的企业总能顺应并把握好经济发展的方向，所以当这些优秀的企业估值出现大幅度下移，释放了短期风险，也酝酿着投资的机会。

我们判断后续的货币政策会开始逐渐转向，“宽货币”应该是大势所趋；从边际趋势上看，经济可能略有下行，但是整体上相对平缓。在这样的宏观背景下，发生系统性风险的概率不大，重点依然是挖掘结构性机会，积极主动选股依然大有可为。

在中长期的维度上，中国资本市场的发展其实一直反映着整个中国产业转移或产业升级的方向。过去十年是中国地产周期，经济波动几乎都能被地产销售的波动解释，也催生了大量建筑建材等相关产业链的投资机会。随着政策坚定推进长期去地产化的同时，又提出了2030年“碳达峰”和2060年“碳中和”的双碳目标。我们认为，过去一年已经对中国经济和资本市场产生很大影响的“双碳”政策，在接下来的十年中，将持续产生深远的影响。这几年是中国经济发展新老动能转换的阶段，从产业的角度，老的经济动能，需要尽早调整；新发展动能里的产业，应该尽早拥抱。

在实现双碳目标过程中，压降化石能源消耗是必经之途，碳排放指标会成为未来重要的资源价格，同时会造成传统上游行业价格中枢整体上移。而降低能源消耗最主要的方式就是：一方面，提高技术水平，降低各个环节能耗；另一方面，将各个行业电气化，改变发电结构，从而实现用清洁能源替代化石能源。如果将实现“双碳”目标理解为一场能源革命，中国众多新兴产业将会在下一个十年的“双碳”周期

孕育出足以与过去十年房地产行业相媲美的投资机会。“双碳”周期大背景下产业转移与产业升级的趋势将给光伏、新能源汽车和化工行业等重点受益行业打开更大的发展空间。尤其是对能耗的控制、以及未来“双碳”的实施过程会对中国各产业产生巨大的影响，蕴含着进入双碳周期后的重要投资机会。

公司简介：源乐晟资产管理公司成立于 2008 年，为国内存续时间最长的私募之一。专注于投资A股、港股和美国上市的中概股，管理规模超百亿，为中国证券投资基金业协会首批资产管理类会员、中国证券业协会会员。公司核心成员曾晓洁、吕小九、杨建海分别来自国内最大规模的资产管理机构和国内具有影响力的研究机构，优势互补，投研一体。

远望角投资曾实：景气赛道的再思考

年年市场皆不同，今年的不同是什么呢？我认为是行业的景气变迁，这个变迁程度猛，范围广，不同行业或受益、或受损，从而导致各行业投资效果苦乐不均的极大差异。

今年各行业景气波动的幅度大，持续时间长，范围广，基本上构成了今年市场的核心关注点。

首先是新能源行业及半导体等新兴行业的变化。

光伏行业方面，近两年，可以说全球范围内已经达到了平价上网，这是一个临界的阶段。我们可以从装机总量居前的国家看出来，如印度、越南等发展中国家，它们近两年的装机总量基本上都能够排进前十，而在过去这些发展中国家完全不是光伏的目标市场，这在很大程度上说明全球的平价上网市场已经形成。但是在硅料价格大幅上涨的影响下，今年的光伏行业市场出现了很大的结构性差异：出口强，内销弱；分布式光伏强，集中地面电站弱，从而形成了非常显著的结构性的机会。

新能源汽车领域，市场在今年进入了产品供给端的极大繁荣。无论是特斯拉、国内的新势力、欧美传统车厂，都意识到了今明两年是不能缺位的关键阶段，新能源汽车的产品供给极大丰富，消费者认同也逐步形成。其结果是今年的5-8月份，新能源汽车的月度销量数据屡屡大超预期。1-7月份国内新能源汽车销售量148万量，超过去年全年水平。国内外车厂的产能扩张计划也更加积极，导致动力电池行业的中上游出现了超级景气周期。

其次是周期类行业。其变化幅度超出了过往10年来的最大波动幅度。从中上游资源品价格来看，煤炭、钢铁、玻璃、纯碱等多类资源品在今年创下了历史新高，相关的行业板块股票也因此形成了可观涨幅，但是近期也出现了很大的震荡。

期货市场上，煤炭价格、钢铁仍然处于历史高位水平，但是近日的股票价格出现了很大的回撤，市场需要对目前处于高位的资源品形成长期的逻辑。不同的投资者形成不同的展望。一种观点认为：周期品未来不再是资源品，更多了一层公用事业属性，其盈利可以长期保持高位；对立的观点则认为：最终周期还是会回归周期，无论短期的势头多么强劲。

对于成长赛道的光伏、新能源汽车，一方面是考虑股价短期是否透支，另外一方面有不少环节同样是隐含较强的供需错配导致的周期属性，那么在估值上怎么把周期性的成长与高壁垒的成长做估值区别就是下一步需要考虑的问题。

回顾我们自身的投资，今年年初，针对去年反复强化的抱团市场风格，我们的组合主要是自下而上精选个股构成，同时一些低估的价值股也是我们的标的。我们认为市场不存在系统性风险，因此虽然对今年年初的市场结构隐隐有些不安，但是并没有降低仓位，甚至我们还把自己的组合美其名曰为“抱团瓦解受益股组合”。二月份的市场调整来得比预期的还剧烈些，但是我们的组合调整幅度的确不大，显著地跑赢了市场，似乎市场要进行一次风格再平衡。

每年投资人都会面临挑战，甚至面临内心的煎熬，随后的4-5月份对我们来说即是这样。市场反弹了，但是我们的很多偏价值类股票被市场选择性忽略，陷入阴跌。在市场急跌的时候我们感觉良好，在市场企稳反弹后我们却面临最大的挑战。

市场有效还是无效，听自己的还是听市场的？过往我们的投资风格始终是：与市场保持独立，但不是对抗。尽管仓位比较满了，但是我们的心态不能满，我们还是需要尽可能地去权衡市场的所有潜在投资机会，同时也把这些行业的备选标的和我们的组合的现有品种进行一次再比较，截至目前来看，5-6月份的组合调整到目前来看还是有较好效果的。

未来市场的预期方面，我们认为目前国内的流动性环境展望仍然可以保持乐观，未来市场投资环境可以期待。

经济总体增速方面并可能会有一定压力，出口的高增长势头可能会有所回落，政府固定资产投资相对克制，而目前的频频限电可能会影响制造业投资的热情。消费增速目前仍然低于预期，可选消费中，乘用车销量增速和白电消费已经连续2个年度以上低于增长预期，也许在地产政策改革初见端倪后，非商品属性的住宅大规模供应可以对地产产业链形成大的修复。

未来的投资主旋律还是在总量增速降低的背景下去选择高质量增长的细分行业。双碳是一个未来需要重视的主旋律，新能源所涉及的领域不仅仅是电动车和光伏、风电，配套的各类储能，新型的电力系统等等也许都是可以研究的角度。

此外，过去2年多时间里一直被忽视的诸多领域，也是可以不断跟踪推敲的，也许长期的偏见逐步在孕育机会。

远望角投资曾实简介

远望角投资创始合伙人兼投资总监。厦门大学管理学硕士，拥有27年从业经历，2014年末创立远望角投资，此前曾先后就职于工银瑞信基金专户投资部、平安证券研究所、平安保险投资管理中心、联合证券资产管理部、厦门国际信托投资公司担任研究投资管理工作。

星石投资副总经理，首席研究官方磊：

消费、周期、科技投资机会在哪里？

今年以来尽管大盘指数表现平平，但板块轮动较快，整体来看市场主线经历了3次大的切换：第一阶段是春节前，得益于国内宽裕的流动性环境，市场延续了去年以来由大市值龙头股主导的“茅指数”行情；第二阶段是经历了节后至3月底的调整，二季度开始行情主线切换到了以“宁组合”为代表的高景气赛道股上；第三阶段是7月下旬开始，赛道股逐渐“恐高”，叠加缺煤、限电等供给问题开始发酵，周期股成为新的主线。总结而言，今年前三季度在经济复苏节奏偏缓的环境下，高景气行业相对稀缺，因此资金在景气度相对较高的高估值成长股和受益于供给刚性的周期股中轮换。

展望四季度，我们预计市场仍以板块机会为主，但风格将更为均衡。

从经济基本面来看，增长动能由外需向内需切换的进程略显青黄不接，但经济数据最差的阶段正在过去。三季度以来受局部疫情反复、洪涝灾害、限电限产、地产调控等诸多因素扰动，使得本处于修复进程中的内需进入青黄不接的阶段，8月生产、消费、投资数据大幅回落并显著低于市场预期，仅有制造业投资仍在加快修复。

往后看，四季度预期边际改善的动力主要来自两方面：一是随着稳信用诉求提升，财政政策加快发力方向已经比较明确，目前已经观察到8、9月份政府债券明显加快发行（单月融资额均接近1万亿），年内基建增速回升也是可以预见的，能够对经济起到一定的托底作用；二是国内疫情快速受控，目前76%的疫苗接种率已经接近形成群体免疫屏障，疫情对消费的影响大概率趋于衰减。随着稳增长政策发力，越来越多的行业景气度有望迎来边际改善。

宏观流动性仍处于合理充裕状态，但宽松逻辑边际弱化，前期累积了较多涨幅的高估值资产波动可能放大。

从海外来看，9月份FOMC会议显示美联储大概率今年11月宣布Taper，全球货币宽松的有利窗口逐步缩窄，叠加美国3.5万亿财政支出方案临近落地，目前10年期美债收益率也已经较8月份低点反弹30bp左右。

从国内来看，货币政策取向维持偏宽松态度，但无风险利率下行趋势可能趋于结束。历史上看PPI与10年期国债走势高度正相关，但在PPI已经快速攀升的背景下，二季度以来10年期国债收益率却持续下滑，与PPI趋势明显背离，表明价格中已经计入了较多宽松预期。随着政府债券加快供给，叠加PPI高位震荡，预计利率继续下行空间有限。

