

记者 |&nbsp;李健

“我们是在未知中摸索前行。”经历过2000年互联网泡沫破灭和2008年金融危机的世诚投资总经理陈家琳，在接受《红周刊》记者采访时承认，他和团队对疫情之于经济和社会的影响，只能且走且看。对于日前美国发生的暴力事件，陈家琳表示，“A股不会因为美国的社会问题而直接受益，短期内也不会有大量资金因此而流入A股，在投资上还要心无旁骛做好自己的事。”

因为全球经济复苏“看不清楚”，陈家琳在配置上降低了一些高杠杆、高负债的标的，在仓位上也有所保留。陈家琳依然看好消费、科技和医药等几大赛道，并认为这些赛道的中长期投资逻辑没有发生变化，唯一变化的是当前的估值，他对部分标的做了减仓处理。具体来看，他认为小家电已经具有较好的配置价值。

美国社会问题激化

A股市场放弃进攻思维 转入防御思维

《红周刊》：上周美国出现了严重的社会问题，不确定性增加。相比之下，A股6月1日大涨，您认为A股的比价优势如何？您有近25年的投资经历，经历过1997年亚洲经济风暴、2000年的互联网泡沫破灭和2008年全球金融危机。这次疫情引发了全球一连串危机，您有何思考和认识？

陈家琳：

A股不会因为美国的社会问题而直接受益，也不太可能因此而有短期的大量资金流入。只要心无旁骛地做好自己的事情，包括A股在内的中国资产就能成为全球范围内的优质资产，而不是所谓的避险资产。年的投资历程看着挺长，其实很短暂。89岁的巴菲特从11岁开始做投资，已经做了78年，他对当前的新冠疫情带来的冲击的评价是“平生所未见”。

《红周刊》：您有近25年的投资经历，经历过1997年亚洲经济风暴、2000年的互联网泡沫破灭和2008年全球金融危机。这次疫情引发了全球一连串危机，您有何思考和认识？

陈家琳：

25年的投资历程看着挺长，其实很短暂。89岁的巴菲特从11岁开始做投资，已经做了78年，他对当前的新冠疫情带来的冲击的评价是“平生所未见”。

我们团队对“疫情黑天鹅”的观察是：无论疫情本身，还是疫情对市场、经济和社会的影响，都是前所未见的。历史经验能借鉴一些，但更多的还是需要我们在未知

中摸索前行。我们只能做一些情境分析，根据不同情境拟定相应预案，然后根据实际情况做出响应或做出及时修正。

《红周刊》：当下，投资者该怎么做投资组合？

陈家琳：

先别想着进攻，优先做好防御、保住本金，之后才能有机会获取收益。我们目前比较关注抗风险能力强的公司，减仓了一些高杠杆率、高负债率的公司例如金融企业，同时寻找低杠杆、低负债的公司。我们还关注龙头公司和受益于中国庞大内需市场的公司，也看好线上经济相关公司。对上述这些领域做交集或并集，都能找到在目前环境下相对受益的行业和公司，同时能够规避一些可能面临损失的板块。

《红周刊》：今年的政府工作报告中没有确定GDP增长目标，但“六稳”“六保”本身就有稳经济增长的内涵，您怎么判断全年经济增长情况？

陈家琳：

这是2002年之后政府工作报告中首次没有公布GDP增长目标的，说明经济复苏面临较大的不确定性。但不设量化目标不等于我们目标不明确，我们的目标被分解到很多重大工作中，例如“六稳”、“六保”，这些都要求我们的经济增速保持在一个合理的范围内。但我认为各个行业的复苏速度会出现较大差别，有些行业已经出现明显好转，例如快递业，中国4月份快递业务单量同比增速超过30%，是最早修复到疫情前水平的行业。我们预计，5月份中国快递业务单量增速或超过40%。又如线上经济相关企业，也受到了“在家隔离”的带动，线上消费和娱乐的习惯不是疫情过后就消失了，这种改变是一种持久、深远的改变。

从受疫情明显冲击的行业来看，例如航空业，中国正常执飞的国际航班数量目前只剩下1%左右。航空业的复苏进度主要看国际疫情的控制情况，如果未来一段时间，美国都像现在这样每天有3万多确诊病例，航空业地恢复会非常缓慢。

因此，每个行业的复苏曲线不同，制造业走得快一点，酒旅等行业还会在底部徘徊很长一段时间，把这些行业加起来看整体经济的复苏趋势，我认为会比现在市场预期的慢一些。

消费、医药和科技投资逻辑未变

但目前需要在仓位方面保持灵活

《红周刊》：因为中国应对疫情得力，有观点认为A股会成为全球资金避风港。

陈家琳：

我觉得这个说法低估了中国资产和A股市场的潜力，所谓的避风港是在危机时大家找到的一块安全资产，但A股不乏优质资产，而不仅有避险资产。

现在的A股能避险吗？我认为不见得。中国资本市场在全球资本市场中还没有发展到这个程度，我们毕竟还是一个新兴加转型的市场，A股的容量还相对有限，全球几十万亿美元的股票市场，A股的外资规模只有3000亿美元左右。但我相信中国这么大的经济体，有广阔的内需市场，一定会诞生很多可持续发展的行业和优质公司。

我们公司在2008年发行第一只产品，当时上证指数是3100多点，今天上证指数不到3000点。但投资不是要投全部市场，而是投中国经济体里最核心的一部分资产。

《红周刊》：您一直看好金融、泛消费、医疗服务和周期企业，疫情下，您对这四大领域的研究逻辑是否发生变化？

陈家琳：

没什么变化，例如医疗服务行业，其短期、中期、长期的逻辑都在。短期来看，很多细分板块的公司受到疫情的刺激出现了一波上涨，这种刺激因为海外疫情还未结束，所以逻辑依然成立。中期来看，医药服务属于中国公共卫生体系补短板的重点领域，国家新近又出台新政策，要加强公共卫生体系的建设。长期来看，中国人口老龄化为医疗服务企业带来了很高的成长空间。所以医药行业的持续发展不会有任何变化，只不过目前市场资金涌向医药板块，推高了相关股票的估值，我们结合企业基本面和估值进行了灵活调整，但配置逻辑没有发生变化。

科技领域中，我们看好计算机、云计算和半导体这三个细分领域，看这三个行业就够了，不需要关注太多，我们持有不超过6只科技股。具体来说，计算机软件行业面向内需市场，受海外市场冲击较小，而且这类公司都是轻资产模式，负债率、杠杆率在一个可接受范围内。在自主可控的发展机会下，国产计算机龙头公司会明显受益。

泛消费企业也一样，中国拥有14亿人口，庞大的内需市场是全球的稀缺资源。我们目前在仓位上做了灵活调整，但中期、长期逻辑没有变化。周期股也一样，如果我们今年想打赢脱贫攻坚战，老基建要发挥相当重要的作用，所以我们看好和传统企业相关的建筑材料、工程机械等企业。

我们一直看好这几个板块，3个月后我们可能还看好这几个板块，只不过根据当时阶段的宏观环境和企业估值，权重会有所调整。比如，我们从年初以来，降低了大金融板块的仓位比重，因为在宏观环境不确定的情况下，金融企业的负债率相对较

高。我们将大金融的权重调下来，分给消费和医疗服务企业。目前，我们仓位中占比最高的消费企业，权重超过20%；其次是科技成长企业；再后是医疗服务企业；最后是金融和周期企业。

在必选消费上保持谨慎

小家电有较高性价比

《红周刊》：目前很多消费龙头企业的估值站上了历史高位，您怎么看这些消费龙头的价值？又怎么看估值还相对较低的二线消费企业？

陈家琳：

现在一些必选消费的估值相对可选消费要高一些，所以我们也相对谨慎，仓位没有打得太满。短期内，这些涨幅较高的大龙头股价很有可能出现回调，但优秀公司股价的长期趋势仍是向上的。

疫情是一块试金石，能检测企业应对危机时能否有效调整战略，并快速执行落地，因此帮助我们区分出了哪些企业的发展是享受了行业红利，哪些企业靠自己打拼出来的。比如白酒、调味品领域的龙头公司，本身他们就具有宽厚的护城河，还在疫情中积极、主动地调整战略，这类公司未来的成长空间一定更高。

对于二线消费企业，我们认为存在很多机会，例如我们看好的家电行业，之前投资家电行业时，我们都说白电龙头是不二选择。但在疫情冲击下，我们在仓位上做了一些调整，将一部分仓位调整到小家电企业上。为什么这么调整呢？因为大家电可能受到地产产业链的影响，也会受到出口被限制的影响，同时也会受到杠杆的影响，而且大家电的线下门店的销售额占整体比重较高。而小家电更接近于快消品，和地产的关联度相对较低，且以内需为主，出口的占比又较小，受海外不确定性的影响也较低，线上销售占整体销售比重较高。所以不管是已经公布的一季报，还是二季度和下半年展望，在短期和中期内，小家电企业都显现出了比大家电企业更高的性价比。

《红周刊》：怎么评判小家电企业的竞争力？

陈家琳：

这要落实到公司层面上，我们会关注公司的治理结构、发展战略，包括财务状况、股票估值、投资者结构等很多方面。例如我们看好的一家小家电企业，原来在消费者心中的定位很单一，但最近几年，企业通过对消费者教育，让大家认识到公司在厨房、小家电领域有很多优质产品。在公司最近一次统计数据中，很多人第一次购买公司产品，这说明公司在拓展新客户方面取得了长足地进步，而且公司主要面向

年轻消费者，也为后面持续发展奠定了很好的基础。

《红周刊》：除了估值因素，您还会在什么情况下做出卖出决策？

陈家琳：

在看错的情况下，我们会选择卖出，实际上这种情况不在少数。比如我们去某公司调研了很多次，和公司董事长、财务总监来回聊了好多次，我们认为看清楚这家公司了，但事后发现不是那么回事。我们之前重点关注过一家国有企业，业绩表现一直很好，但后面我们发现自己低估了企业治理方面的问题，虽然这家公司处在一个优秀的赛道上，也有很好的资源，但公司管理层不作为，也不能作为一只好股票进行配置。

另外一种情况是，当我们认为宏观因素、估值因素会导致股价出现50%的下跌，当股价下跌20%的时候卖出是可以接受的，因为我们要考虑客户希望获得一个风险更小的投资组合。但如果不了解企业而在股价下跌20%时卖出，是我们不能接受的。（本文已刊发于5月30日的《红周刊》）