



李迅雷：关于 2022 年资产配置的思考





境外中资股股价未来一定会与 A 股接轨。

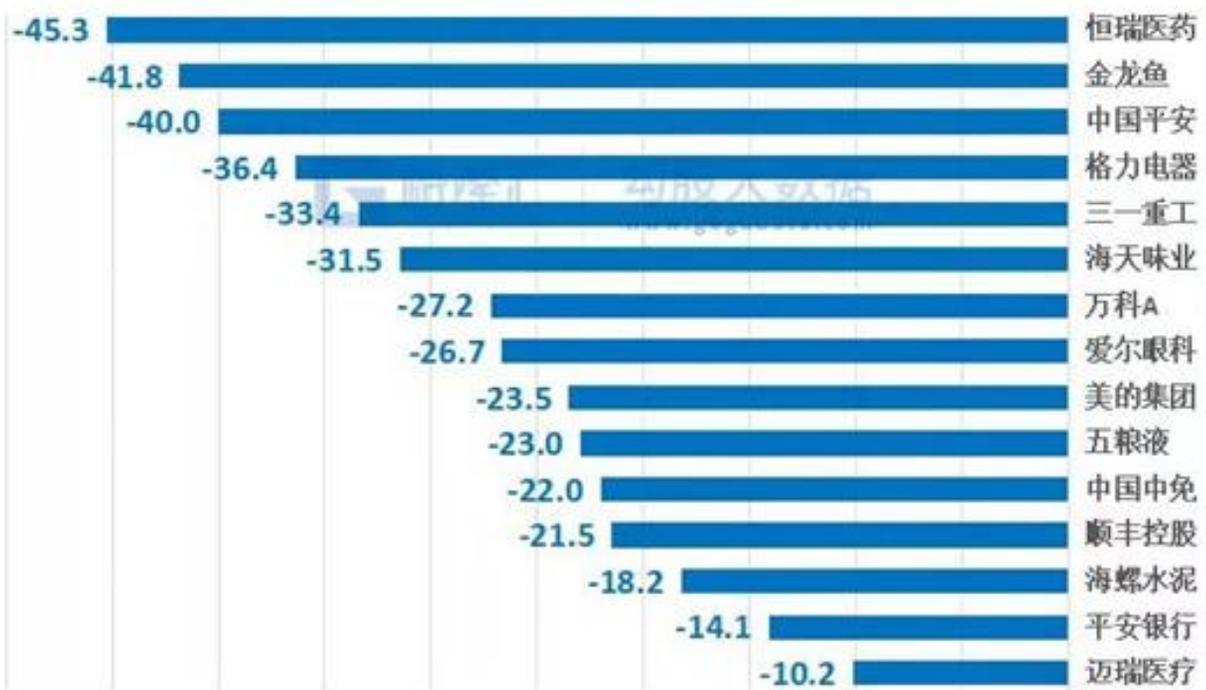
把时间拉长了看，才能发现趋势

2020 年开始，流行的一个词叫赛道，好赛道上的投资收益率会比较高。但好赛道上的投资标的都是好公司吗？于是我在 2020 年 9 月份写了一篇文章质疑，叫《好赛道上跑的究竟有多少匹好马》。

2020 年公募基金的业绩非常好，仅上半年股票型基金的平均收益率就达到 24.21%。从行业 ETF 的净值变化看，医药生物、食品饮料、半导体等行业的投资回报率名列前茅，成为令人羡慕的“好赛道”。不过，2021 年过完年之后，基金在好赛道上的“抱团”就解体了。喝酒吃药的行情在经历了两年风光之后，2021 年风光不再。我看到格隆汇的一个数据统计，2021 年 15 大白马股的平均跌幅达到 27.6%，其中不乏医药和白酒股。

-27.6%

十五大白马股平均涨幅



数据来源：Wind 数据库 (www.wind.com.cn)

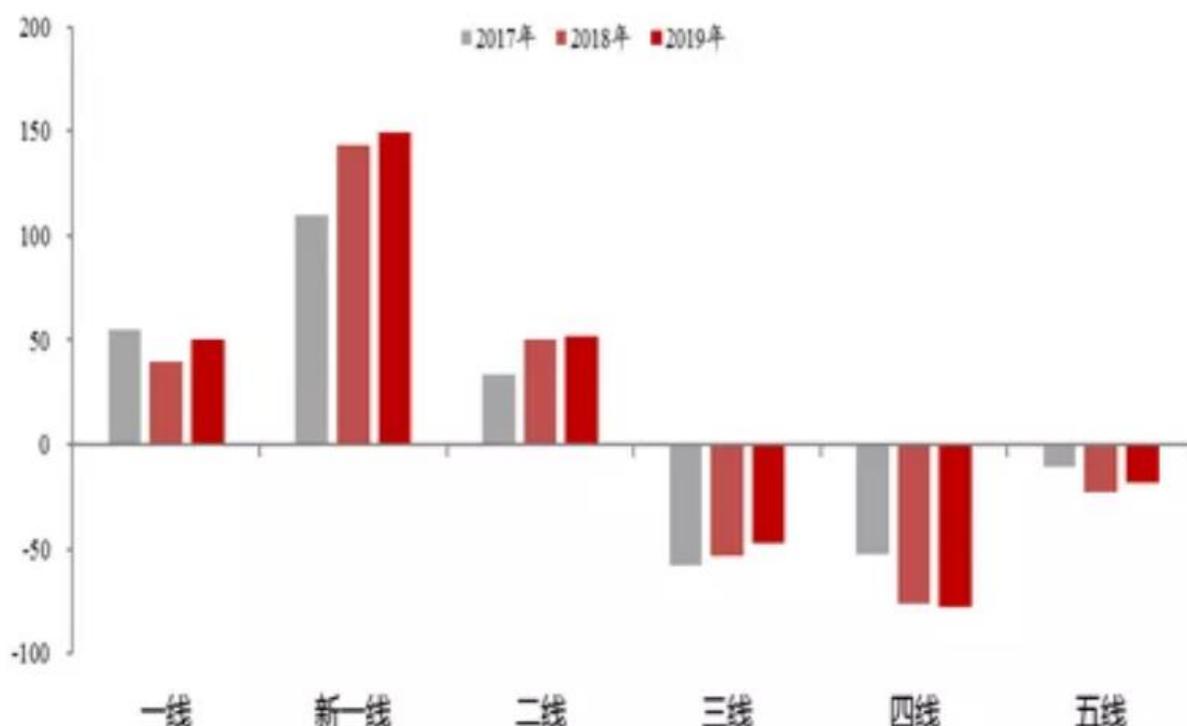
不难发现，这些下跌幅度大的，实际上都是行业头部企业，故医药和白酒（高端白酒）中的头部企业的长期投资逻辑是成立的，因为人口老龄化和消费升级是大趋势，即在需求不断增长、消费份额不断上升的行业中，选择头部企业可以获得超额收益。但从短期看，2019~2020 两年的累计涨

幅过大，故 2021 年出现调整也很正常。

关于长期和短期资产价格的走势如何演变，我曾经提出过这样一个观点：短期走势符合辩证逻辑，即涨多了要跌，跌多了要涨，实现均值回归；长期走势符合形式逻辑，即取决于基本面，从而形成趋势。因此，短期走势无非就是围绕着长期趋势线作上下波动而已。

所以，找准大方向，追随大趋势很重要。例如，在过去 20 年，大类资产配置中，重配房地产的逻辑是成立的。因为中国开启了城市化进程，大量农民涌向城镇。但随着农民工进城数量的减少，中国开启了大城市化进程。大约从 2015 年开始，三、四、五线城市的人口出现了净流出，一线、新一线和二线城市的人口净流入。

2017-2019我国人口净流出（流入）变化



来源：国家统计局，中泰证券研究所

中国的大城市化率的提升空间应该还比较大，也就是说，中国的房地产进入了结构化时代。即便是大城市，也不是所有的区域房价都会涨，而是与教育、文娱和医疗资源的配套有关。我过去经常喜欢用圆的面积计算公式来解释核心地段的稀缺性： $S = \pi \times r^2$ 。

根据该公式，离圆心的距离缩短一半，则面积将减少四分之三，也就是说，买房的时候，离核心地段越近，土地供给越少，而且呈现几何级数减少，反之亦然。如在上海，外环线以外的地方，土地供给就非常充裕，今后农民的宅基地都可以用来作为建设公共住房的租赁用地。

从主要靠农业人口转移来实现的城镇化，到如今的主要靠存量人口流

动的大城市化，意味着房地产的总需求增速在下降。因此，从大趋势看，房地产作为资产的配置比例应该降低了。根据麦肯锡公司的研究，中国的净资产从 2000 年的 7 万亿美元增长到 2020 年的 120 万亿美元，增长了 17 倍。同一时期，美国的净资产翻了一番，达到 90 万亿美元。全球净资产从 156 万亿美元增加到 514 万亿美元。

也就是说，过去 20 年中国的资产（主要靠房地产）增长幅度超过美国的一倍多。从而使中国成为全球财富规模最大的国家。作为人均 GDP 水平还低于全球平均水平、只有美国的六分之一的经济体，怎么可能位居财富规模全球第一？显然，从总体看，我国的房地产不仅存在泡沫，而且过大了。

相信大城市的核心地段房价还会坚挺，但性价比应该不大了，资产配置是着眼于未来的价值提升空间，那么，未来十年，全国的房价还能涨一倍吗？而还能涨一倍的资产应该很多。国内投资者在权益类资产的配置比例太低了，大约只有美国投资者的十分之一。那么，好的金融资产多吗？应该不少。

例如，扩内需和消费升级是大趋势，全球几乎所有的国家都是消费主导的，而且，随着中国居民收入水平的不断上升和人口的老龄化，消费升级会越来越明显，如高端消费、服务消费的占比会不断上升。所以，吃药喝酒的头部企业依然可以长期看好。今年 PPI 与 CPI 之间剪刀差将缩小，那么，上游的盈利会减少，下游的成本会下降，而且还有涨价预期。

最近中药股涨了，在消费升级和涨价的大背景下，中药股具有自主定价权，其估值和盈利的提升应该都还有空间。

服务消费中，如果今年疫情缓解，则机场、航空、旅游休闲、文化娱乐等都会出现恢复性增长，尤其是传媒行业中的短视频产业链和元宇宙产业链更值得看好。伴随 2022 年苹果等主流厂商或推出元宇宙概念类相关“爆品”，将开启“元宇宙元年”的序章，而“虚拟人”等的应用又将解决传媒等行业艺人成本风险高的行业痛点。这将带来 2022 年 A 股相关的消费电子、传媒等板块估值提升的机会。

消费升级中，智能汽车（电动车）取代传统汽车（燃油车），应该是今后 20 年的大趋势。就今年而言，下游行业补库存很可能成为拉动后续经济增长的重要力量。以汽车行业为例，受供给端芯片短缺的制约，经销商库存系数自 2021 年 5 月以来持续下降，10 月和 11 月虽略有回升，但也只有 1.29 左右，远低于过去三年同期水平。如果芯片短缺问题得到逐步缓解，汽车行业有望迎来一轮补库期。

今后拉动经济增长的另一个动力是自主创新和制造业的产业升级。因此，高端制造业中的头部企业值得看好，就今年而言，如果原材料成本下降，限电不再继续，则高端装备制造、电子通信、军工等有望迎来盈利的显著增长。而且，国家为了推动制造业的投资增长，也可能推出一些新项目。如“十四五”期间会启动一批产业基础再造工程项目，激发涌现一大批“专精特新”企业。其中工业 5G 可能获得大规模投资，值得关注。

此外，一个长期趋势已经形成，即新能源领域的投资迎来井喷式增长，相关产业链具有较高的中长期投资价值。新旧能源替代是大趋势，围绕“双碳”的投资机遇，在“碳中和”目标驱动的产业变革中，新能源产业链的景气度或持续保持高位。记得我 2015 年到常州的天合光能（此时该公司还是在美国上市）调研，回来之后很兴奋地写了一篇文章，叫《李迅雷：为何 100 倍市盈率股票比 20 倍更有投资价值》，如今，这家公司已经成为科创板中的大市值公司了。

中概股大幅下跌背后：隐含另一个长期趋势

2021 年美股中概股年内累计总市值减少 8598 亿美元，换算成人民币也有约 5.6 万亿元，这差不多等于 2021 年 A 股总市值的新增加量。其中，仅中概股中的教培三巨头市值蒸发就超过 6000 亿元人民币，而阿里巴巴的股价跌去了近一半。

与中概股同病相怜的是港股市场，2021 年的港股累计蒸发市值 10.6 万亿港元，恒指全年收跌 14%，恒生国企指数跌 23.3%，表现在全球主要市场中垫底。大部分人可能会把美国中概股和港股的大跌看成是欧美资本

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_35648

