

现在进场中长期盈利是大概率事件

——对话汇丰晋信 2026 生命周期基金拟任基金经理蔡立辉

◎本报记者 周宏

伴随着 A 股市场跌入 18 倍市盈率区间,基金经理的观点也在缓慢地从悲观情绪中走出来,而越是资深者似乎在目前越是乐观,正如他们在 4000 点、5000 点更加谨慎那样。

有着 8 年投研经历的汇丰晋信 2026 生命周期基金拟任基金经理蔡立辉即是其中之一。他坚持认为,目前的市场估值已经进入历史低位,可以开始考虑选择结构性的投资机会了。

“股市的历史经验告诉我们,市场是不会‘死’的。在低位买股票,中长期赚钱总是大概率。”蔡立辉如此对《上海证券报》记者表示。

记者:你可能是业内对目前市场最乐观的基金经理之一,这个结论背后的依据是什么?

蔡立辉:相对乐观的原因之一是目前的市场估值已经到了一个很低的水平。

自上而下来看,目前经过市场的调整 2008 年沪深 300 指数降到了 18 倍,考虑到明年还有 20% 左右的盈利增长,我们认为,2009 年沪深 300 指数的市盈率可以降到 15 倍;从沪深 300 指数的历史情况看,当市盈率在 15 倍以下时停留的时间非常短,只是在 2005 年,上证指数跌破 1000 点时大概停留了 5 个月,从那之后整个市场的上涨幅度非常大。

同时,目前 A 股市场的估值也已经低于美国标普 500 的市盈率水平。如果把 2009 年 15 倍的动态市盈率和 20% 的盈利增长放在全球的资本市场上比较,属于估值偏低增长最快的市场。当然,市场短期的波动还是会存在的。

投资的关键在于把握“大概率事件”。能够在低位买入,中长期盈利就是大概率事件,亏损就是小概率事件。相反在高位买入,盈利的概率就大大缩小。

当然,目前我们需要关注的是更多结构性的机会。即便是在对经济整体前景预期转淡的现在,我们也仍应把注意力放在研究具体的行业和公司上。

记者:有人认为 A 股市场的估值体系在全流通时代会有新的变化,这会不会影响你对估值区间的判断?

蔡立辉:A 股市场的估值体系在全流通时代肯定有变化。市场估值会由两部分人群决定,首先是证券市场的投资者,其次是越来越多涉及市场的实业投资者

证券市场的投资者在考虑 A 股市场估值时,看重的是股票为代表的风险溢价的报酬率和债券为代表的无风险回报之间的关系。在中国市场,债券的长期收益率大约在 4.5% 左右,而股票市场的长期平均市盈率水平是 30 倍。根据倒数理论,在不考虑业绩增长的情况下,30 倍的市盈率只对应 3.3% 的年回报率。在今年业绩增长前景不断调低的情况下,肯定是站不住脚的。

那么现在的估值呢?如果考虑复合增长 20% (2008 年预计增长 25%,2009 年预计增长 10~15%) 的平均水平。2009 年对应的只有 15 倍市盈率。这意味着 12 个月以后,A 股市场市盈率对应的回报率大概在 6.6%。这个水平就明显大过 4.5% 的债券回报,当然其中还要考虑股票市场的风险溢价。无论如何,估值的合理性相比过去都有很大的提升。

全流通后最大的变化是实业投资者对资本市场的影响日益加大。那么实业投资者是如何估值的呢?

据我观察,实业界的估值是不考虑市盈率的,而是更多地考虑市净率。实业中最普遍被认可的价格区间就是 1.5~2.5 倍 PB。而目前 A 股市场的估值水平是 2008 年 3.1 倍净资产,2009 年 2.5 倍净资产。已经接近实业估值的上限。

如果考虑以下几个因素。沪深 300 成份股历史上最便宜时的净资产倍数也在两倍以上;过去几年上市公司有大量的隐藏资产升值,因为历史计价法而没有计入报表;沪深 300 成份股都是行业的领头羊公司;上市公司有壳资源价值;财务抗风险能力比较强;那么,目前的估值水平在实业界也应该是合理区间的范围了。

记者:大小非减持的冲击一直让二级市场非常担忧,你怎么看?

蔡立辉:我觉得大小非减持完全不必担心。

实业投资者也有他的估值思维,在股价过高时,他是流通股东的对手,当市场跌到一定位置时,他就成了流通股东的“友军”。2005 年时,多少上市公司和大股东拿出钱来,在二级市场上买股票?这就是证明。

在大小非减持的背景下,实业投资参与证券市场的方式就是根据估值作理性的决策。如果估值(市净率)太高了,大量的实业投资会通过种种渠道到二级市场上来抛售股权、



蔡立辉简历

汇丰晋信 2026 生命周期基金拟任基金经理。武汉大学工商管理硕士,管理学博士研究生,中国注册会计师(非执业),国际注册内部审计师。蔡立辉先后任职铁道部第四勘测设计院运输经济研究所工程师、国元证券股份有限公司投资研究中心和资产管理部高级研究员、万家基金管理有限公司研究部研究员和基金管理部基金经理、汇丰晋信基金管理有限公司投资部高级研究员。

投资格言:研究创造价值,研究做好了,投资就成功了一多半。

或者融入资金。而如果估值下降到低位,大量的实业资金会又回到二级市场来吸收股权。

所以,很多人现在视大小非减持为洪水猛兽,其实没有必要。

记者:两年牛市涌现出很多新的基金和投资风格,你未来管理的 2026 生命周期基金更倾向哪一类的投资风格?

蔡立辉:我管理的基金会坚持比较稳健的投资风格,也会注重研究的作用、深入研究公司,对我来说,研究做好了,投资就成功了一多半。

另外,我的基金会和投资团队的整体理念相融。汇丰晋信强调投资流程、深入研究公司、注重投资组合的分散度和相对均衡,这也是我们外方股东汇丰投资多年来投资经验。

比如,在投资流程方面,我们强调新进入股票池的重点公司都必须“过堂”。就是通过全体投研团队的讨论和质疑,并取得一致意见,才能进入股票库。这样,不但杜绝了基金经理“消息股”的操作方式,而且通过流程也控制了投资的随意性和情绪化的反应。

在投资组合的比例上,我们不仅有单个个股的持有上限,对单个行业的配置偏离度也要求不得超过基金基准上下 5 个百分点,占基金净值 5% 以上的重点公司合计不能超过基金净值的六成。

通过上述组合比例的控制,进一步强化组合风险的管理,杜绝赌博式的操作。

记者:即将掌管的汇丰晋信 2026 生命周期基金建仓会参考哪些因素?

蔡立辉:由于 2026 基金是个股债比例随时间变化自动调整的基金品种,在初始五年里,它的股票配置比例达 60~95%,很接近一个股票型基金,以后收益风险比会逐步下降,成为更稳健的配置型基金乃至债券型基金。所以一开始该基金的股票持有比率将会较高,我想在目前市场估值水平达到相对合理区域的时候,基金的成立时机是有利的。

建仓的过程还要考虑国家的宏观经济因素,包括银根的松紧、通胀率数据的变化以及在不确定因素较多的环境中对企业盈利预期的修正等。当然,我会比较多的自下而上从企业投资价值方面来决定投资的过程。

记者:是否预期下半年从紧政策会弹性松动?

蔡立辉:我们看到,相关部门一直在严格执行紧缩的政策,至今还没有松动过。6 月 10 日央行又上调存款类金融机构人民币存款准备金率 1 个百分点,近期央行连续大幅提高存款准备金率的举措,是继续有效地收紧市场的流动性,提升 1% 的存款准备金率后,银行的充裕资金面将出现一定程度的紧张。近期的债券市场受此影响,开始出现下跌,就是这一情况的基本反映。

从中长期看,如果 CPI 连续上涨的幅度不能被有效的遏制,下半年从紧的政策就难以松动。但从另一方面看,正因为这样的提前预防,未来中国经济出现类似金融波动的可能性也在不断减小中。

不过,我们判断 CPI 在未来一段时间可能会有回落的态势,特别是由于基数抬高效应,国家对某些大宗产品的价格管制会对 CPI 的上升起到抑制作用。但是,考虑到 5 月份的 PPI 继续上升,以及国际能源价格高涨的背景下,进行成品油和电力等资源价格改革带来的价格上涨,通货膨胀压力仍然较大。尽管目前仍然处于负利率水平,鉴于央行已经大幅提高存款准备金率 1 个百分点,近期加息的可能性有所下降。

记者:目前看好哪些行业和板块?

蔡立辉:在 CPI 出现阶段性下降、油价屡创新高、电力供应紧张局面显现的背景下,政府正在推动一些物价管制政策的松动或予以补贴。在此背景下,2026 基金将考虑择机增加受益于政策预期利好的石油石化和电力股;能够抵御通胀的上游资源品种、垄断的基础设施和受益于节能环保主题的品种也在本基金的考虑范围之内,还有下游的具有定价能力的消费品、医药等等。我们相信即便宏观经济发生不利的变化,这批真正有竞争力的企业也将会在考验中脱颖而出。

此外,近期一些事件可能成为推动资产整合和整体上市主题的催化剂,我们也将积极关注后续资产注入和整体上市相关的板块和个股。

我相信研究决定投资,所以在策略上,更多地从企业的长期发展,也即企业价值的角度考量投资。对我个人而言,更愿意去挖掘一家公司,然后看着这家公司一步步成长,这个过程中很有意义的事情是“价值发现”,做基金经理只是把“价值发现”在过程中进行实施和证明而已。