

牛市进入中段

# 绝对回报插上复利之翅



□上海长见投资管理有限公司总经理  
唐屹益

当前市场非常火热, 由于巨大的赚钱效应, 许多没有投资经验的人也蜂拥而入, 市场成交量维持在高位, 但新进投资者承受风险的能力往往比较弱, 所以监管层才会频频提示风险。今年以来, 市场经过了两个多月的上涨需要修整, 调整是正常的, 但牛市中的调整多以比较剧烈的方式进行, 投资者需要对此有心理准备, 不要让前一波赚的钱在震荡中被侵蚀掉。同时, 这也涉及到我们一直在讲的“绝对回报”理念。

我一直认为, 绝对回报是非常重要的, 减少波动才能发挥复利的作用。如果三年里, 有两种模式, 第一种, 先赚一倍、再亏50%、再赚一倍, 总收益是100%; 第二种是每年赚30%, 总收益接近120%。第一种看起来跌宕起伏、酣畅淋漓, 但是对于投资者而言, 收益率不及每年30%的收益率高。所以, 尽量减少亏损是投资的前提。但绝对收益不等于没有波动, 在有一定的安全边际情况下, 我还是追求能够有一定的弹性, 这样才能更适应中国的市场环境。

绝对收益在中国一定要利用资产配置的手段, 一般的公募基金契约对这种方式的限制较大, 排名方式决定了公募基金经理不太可能在资产配置上做比较大的动作, 大家在比选股能力, 但仅仅靠选股是很难实现的, 我们的市场往往体现出同涨同跌的特性。不过, 现在私募迎来前所

未有的发展机遇, 市场上也有了更多金融衍生工具可以选择, 实现绝对收益的手段越来越多, 这对机构和投资者来说都是好事, 复利的作用可以在更大程度上得到发挥。

就目前的市场而言, 我觉得还处于牛市的中期阶段, 判断的依据主要有五点。第一, 本轮行情的核心逻辑是资金推动, 而现在无论是利率水平、存款准备金率都还处于比较高的位置, 同时中国经济处于通缩的过程中, 实际利率水平还需要显著下降以应对经济衰退的局面, 流动性释放周期仍未结束。

第二, 从估值的角度来看, 目前, 沪深市场的总市值在50万亿左右, 占2014年全年GDP总量的75%, 如果以上轮牛市的顶部130%作为衡量标准来看, 还有不少上涨空间。

第三, 股票市场未来一段时间内都会成为居民资产配置的新方向。目前居民财富大概在200万亿元左右, 以流通市值20万亿元来看, 股票资产占比不足10%, 随着其他财富贮存手段的收益率不断下降, 股票资产的配置地位会不断提升。

第四, 本次国有企业改革的重要方式就是混合所有制, 如何实现改革目标又不导致明显的国有资产流失, 股票市场无疑是最好的工具和手段, 从这个角度来说, 股票市场的地位大大提升。

最后, 随着多层次资本市场的完善, 股票市场作为推动创新体制的重要一环, 牛市格局可能被呵护, 有可能改变中国历史上牛短熊长的局面, 以促使资本市场在国家创新与改革过程中发挥更大的作用。

我们常说, 投资要走在正确的赛道上, 符合产业方向的行业与公司总是会获得更多的机会。所以我们总是在思考, 在接下去的几年, 什么行业会得到更快的发展。中国经济进入创新驱动的阶段, 中国人口红利基本结束, 资本要素价格与劳动要素价格此消彼长, 创新、改革是下一个阶段中国经济的内在驱动力, 常见的投资主要围绕这些背景与主题展开。

首先, 一切与创新相关的领域都值得我们关注, 互联网、大数据、云计算, 在“互联网+”的背景下, 我们工作生活方方面面在被改造, 互联网类的公司获得了发展, 网络加速、网络安全等

公司也受益匪浅。

其次, 围绕后服务的市场机会值得深入挖掘。投资以人为本, 人的需求在哪里, 投资机会就在哪里。中国经济从增量阶段过渡到了存量阶段, 在这种背景下, 我看好后市场为代表的服务业领域。

第一是汽车行业的后市场, 我们有了1.4亿台左右的汽车存量, 汽车文化开始形成, 包括汽车的二手车交易, 汽车租赁、汽车维修、汽车保养等这些市场在互联网的思维下, 许多领域会以崭新的业态、野蛮的方式来成长起来。

第二是房地产市场的后市场, 我们现在上市公司基本以新房建设为主, 而美国今年一手房成交50万套左右, 成屋销售是10倍, 约500万套, 我们的市场也会过渡到这个状态。像二手房交易, 二手房装修, 物业管理等领域一定会有新公司涌现出来。再者是人的后市场, 上海马拉松报名情况确实让我惊讶, 原以为像马拉松这样无聊的运动一般人不会喜欢, 没想到很多年轻人参与其中。体育产业在代际更替、年龄变化等合力作用下开始爆发, 大家不再比谁赚钱多, 而看谁活的更健康更阳光, 随着对健康的需求增长, 体育、健身、美容等等这类需求也渐趋爆发, 但是我们目前还没看到这样的公司成长起来。

最后是财富的后市场, 传统的卖房子、简单加工业赚钱的方式已经一去不复返了, 存量财富管理成了重要的课题, 我们会看到这个市场需求在爆发。因此我们看好后市场为代表的服务业, 这会是今后投资的重点领域。

另外, 我们应该看到利率水平下移、资本价格下降是一个会维持几年的趋势, 那么那些收益稳定, 估值水平低的行业以及个股应该值得拥有。

最后, 混合所有制无疑是政策红利, 只是在把握投资的时点上要更多关注政策, 把握节奏。

总而言之, 投资是买未来的, 但没有一个人能够准确预知未来, 那怎么能在未来获得收益呢? 这就需要投资者一方面具有看得见未来的视野和格局, 另一方面找到合理实现这样预期的逻辑, 并找到可跟踪的数据来验证这样的逻辑。这样, 选好你所选、坚持你所选, 让复利在投资中发挥让人惊叹的作用。

## 投资最大的敌人是自己

□深圳菁英时代投资公司董事长 陈宏超

中国股民从最初的懵懂参与到对财富的狂热追求, 他们于众多的挫折中, 困惑、期待、迷茫。一条K线图记录了股民们的心情起伏, 它既是一条优美的曲线, 同时又是一条要命的枷锁。据不同时期的调查统计, 参与市场的投资者中70%以上是亏损的。周立波曾调侃道: 宝马车进, 自行车出! 为什么普通股民赚不到钱?

过去二十多年股市重融资轻回报、监管不到位、制度设计不合理、市场庄股盛行、违法违规现象不断, 导致普通股民的利益得不到保障, 年轻的中国股市落入了“赌场论”的巨大漩涡。除了股市制度不健全的客观原因外, 有没有股民自身原因呢?

首先, 进入股市心态不对, 风险意识薄弱。80%的股民都是冲着一夜暴富的心理进入股市的, 在社区我们时常可以听到这样的讨论“隔壁张大姐昨天赚了6000块, 楼上年轻小伙不到半年就赚了10万, 就要买车买房了, 大哥你还在等什么?” 股市从来都是收益与风险共存的, 而我们的股民往往只看到收益却忽视了风险, 在游戏规则都不懂的情况下, 就带着真金白银冲进去了。

其次, 追涨杀跌, 频繁操作。不少投资者都习惯于频繁操作, 什么涨就追什么, 什么跌就抛什么, 于是资金不断缩水, 即使偶尔捕捉到了好股, 但是, 由于心态不稳最后过早出局又去买了另外的股票被套。回顾一整年下来, 白搭不少手续费, 几乎没有正收益。

再者, 追逐市场热点, 缺乏主观判断。在

短线操作盛行的股市, 大家讨论最多的是K线的技术走势, 最近的市场热点是什么等话题。市面上技术分析的书籍也格外畅销, 而真正有关投资理念的书却是鲜有人问津。普通投资者容易受到市场热点的影响, 什么热买什么, 完全没有从趋势发展、行业前景、公司基本面等方面进行分析, 找内幕听消息的心态, 非常严重。由于市场的热点是非常难以把握的, 结果是捡了芝麻, 丢了西瓜, 空嗟叹!

最后, 不愿承认错误。“昨天我在股市中抓了一个涨停, 今天好运还会继续降临在我身上。” 沉浸在自己的“英明神武”中, 却不去分析股票涨停的原因是什么。此其一, 盲目乐观, 过分夸大自己的判断力。其二, 对下跌的股票坚信自己没有看错, 不愿承认自己看走眼, 越跌越补, 盲目坚持自己先前的判断, 在过程中不做动态跟踪与修正。其实上市公司根本性的因素已经发生变化, 却依旧不放手越陷越深。注重面子, 不愿承认错误是大多数人的通病。其实学会认错是一种智慧, 错了从头再来, 方有东山再起的机会。

什么是投资? 从人性的角度看, “投资是一种通过认真分析研究, 有望保本并能获得满意收益的行为。不满足这些条件的行为就被称为投机”。投资之于投机的本职区别在于: 投资是建立在敏锐的对数量进行有客观根据的分析的基础上, 而投机则是建立在突发的念头或臆测之上。投资者寻求合理价格购买股票, 而投机者试图在股价的涨跌中获利。

相比于发达国家而言, 中国的证券市场起步比较晚, 虽然经历了二十年的发展, 但是

在很多方面还显得很稚嫩。在证券市场的起步阶段, 我们的投资者甚至顶层设计师都显得困顿而茫然, 作为一个虚拟经济市场, 不像实物市场存在实际的供需体现和众多的交易规则, 证券市场更像是“一个数字游戏, 而我们的投资者更像是“投机者”, 对“消息”和“庄家”的追逐近乎狂热, 当然市场的日趋成熟, 我们也在不断受到西方成熟投资理念的影响, 如“技术投资理念”、“趋势投资理念”、“组合投资理念”、“价值投资理念”、“成长投资理念”。不同的投资理念, 有着各自不同的追随者, 成功的运用每种投资理念, 都能获得投资上不同程度的斩获, 所谓, “不管黑猫白猫, 能抓到老鼠的就是好猫”, 但是能抓到老鼠的同时, 能不能长时间抓到老鼠? 能不能每次看到老鼠就能准确地抓到? 投资也是如此, 各种投资理念泥沙俱下, 鱼目混珠, 令多数投资者无所适从。

纵观世界投资大师, 如格雷厄姆、费舍尔、巴菲特等, 无不是通过实践运用“价值成长”而获得巨大成功, 其中以“股神”巴菲特的影响为甚, 作为价值成长投资的集大成者, 其既是卓越的理论家, 也是丰富的实践者, 可以说, 巴菲特的投资历史就是一部“价值成长”的红宝书。

价值成长, “价值”界定“成长”, 重价值, 更重成长, 主体是“成长”。价值成长投资, 投资那些公司内在价值不断增长之中的股票。在考察公司当前内在价值的同时, 更需注重分析公司未来的成长能力。只有这种在未来能获得高速成长的公司, 才是需要考虑的投资对象。

基金配置

## 长期顺政策短期观投资

□上海证券 刘亦千

近期的数据显示全球经济维持较为温和的复苏, 但短期经济数据浮现阴影。其中欧元区受益量化宽松和全球大宗商品下跌带来的积极影响, 内需持续走强, 经济温和复苏, 但希腊违约和退出欧元区的风险正在不断上升, 给欧元区经济复苏趋势和金融市场稳定带来威胁。美国短期出现疲态, 市场普遍预期美国加息将较预期延后, 对美国乃至全球市场带来支撑。受累全球需求不振、新兴市场整体经济疲软, 各国政府不断加码政策宽松以呵护经济。

中国2015年首季GDP增速回落幅度超出市场预期, 未来经济继续面临较大压力, 但市场普遍预期不会“失速”。疲软经济现状明显施压全球需求和大宗商品价格, 但也将给政策制定者带来更大压力, 政策天平有望加速向放松一端倾斜。4月19日中国央行宣布降准1%, 幅度为2008年以来的最大, 更大力度的宽松措施、积极政策和改革措施受到市场的普遍期待, 在此支撑下, 短期股市波动不改市场趋势向上。

但市场的持续上涨已使得风险积累, 这使得市场的根基变得脆弱, 预期以下四大风险点如果发生, 市场向上趋势或被破坏: 第一, 政策放松步伐所推动的股市资金流入速度跟不上市场的上涨; 第二, 经济触底企稳导致市场预期政策放松力度削弱; 第三, 政策管理层呵护股市上涨的态度发生转变; 第四, IPO注册制实施的进度超市场预期。

我们维持“经济疲软所迫使的宽松政策加码将助推股市继续走强, 股市持续上涨带来市场结构性风险正在凸显”这一观点, 并指出市场向上的根基已经变得脆弱。继续建议投资者理性对待市场走势, 高风险偏好的投资者仍可顺势而为, 维持较高权益型基金配置比例; 但高风险投资者和交易型投资者应当密切关注有可能破坏市场趋势向上的因素, 侧重配置流动性较佳的投资品种; 中低风险投资者应当逐步回避市场波动风险和结构性风险, 逢高适当降低权益型基金配置比例。

权益基金方面, 当前股市愈发脱离基本面, 政策和流动性的影响更加显著, 股指振幅和个股分化程度均将显著加大, 市场环境放大了主动权益类基金顺势捕捉市场热点、可灵活择时和注重选股的投资优势。建议投资者侧重关注兼具择时能力和选股能力、善于市场热点捕捉且注重政策主题投资的主动权益型基金, 适当回避指数型基金。从投资主题来看, 长期而言“一带一路”、“国企改革”和“经济转型”等政策主题仍将是未来数年的投资主线, 建议投资者长期重点关注重仓收益相关概念的基金; 短期而言在政策制定者可选的方案中投资仍然是最直接且短期最有效的方案, 投资加码有望成为短期政策制定者的主要手段, 重仓金属、交运设备、工程机械等低估值低市净率的顺周期蓝筹板块的绩优基金有望迎来短期优势。建议投资者重点关注。基于对市场结构性风险的担忧, 已经创业板或面临业绩证伪, 建议投资者对重仓创业板的基金加大回避力度, 逐步减仓。

固定收益基金方面, 预期前期债市的调整已充分消化利率债供给扩大给长期券种带来的负面冲击, 进一步的货币宽松是大概率事件, 市场利率下行是大势所趋。短期来看, 天威债违约事件追踪获得建行贷款表明管理层呵护债市稳定的态度鲜明, 同时为了确保地方债置换计划的顺利实施, 管理层有足够动力推动债市走强, 从而推动信用利差收窄。因此, 债市收益尽管难以延续2014年的盛况, 但仍将维持乐观趋势。建议低风险投资者加码投资债券型基金。在配置品种上, 侧重配置重仓期限偏向中长期、债券评级偏向低评级的债券型基金。

QDII方面, 我们维持前期策略, 继续看好全球由流动性推动的资产牛市, 建议投资者继续跟着各国央行政策和货币流向选择QDII产品, 重点关注高配欧洲和日本市场的QDII、中性配置美股QDII, 美国市场QDII中REITS-QDII具备比较优势; 受益A股估值溢出资金南下, 港股QDII有望短期走强, 中国股票QDII影响更为直接。全球需求不振给大宗商品价格带来的短期下行压力仍将大于中长期大宗商品价格向上修复的动力, 建议投资者继续低配大宗商品QDII, 但长期投资者和高风险投资者可以从逆向投资的角度出发逐步布局大宗商品QDII。