

预测与投资

——从英国脱欧事件说起

□上海长见投资管理有限公司
总经理 唐祝益

“只要你愿意,你可以随时向民意调查员撒谎,但你不会对博彩公司撒谎。”这是大家相信博彩机构赔率预测意义的重要理由。同样,大家更相信资本市场对事件的预测,认为真金白银作出的判断比官方统计机构更加可信,逻辑是一样的。

上周四英国的脱欧公投,“Smartmoney”似乎都做出了傻傻的选择。虽然民意调查显示“留欧”和“脱欧”双方的概率很接近,但博彩公司Paddy Power的押注显示,“留欧”几乎没有悬念。公投前一天,英国脱欧的赔率下降到2/9,一周前该赔率为2/7,三周前为1/3,这意味着英国82%的概率将留在欧盟。资本市场的反应也几乎一致,投票之前,欧洲股票市场连涨五天,黄金持续下跌,英镑连续上涨。

投票结果却是结结实实地打了市场一记耳光。结果渐趋明朗的过程中,英镑跌幅最大达到11.2%,黄金的涨幅最大达到7.8%,都创了2008年以来的最大纪录。“Smart money”的信念再次受到挑战。

脱欧事件对市场的冲击再次提醒投资者,预测是不可靠的,投资不能完全依赖预测,预测不到的且影响巨大的“黑天鹅”事件总是存在的,但是在价格信息中没有体现,一旦出现就会引发剧烈的市场反应。这提醒我们要承认认知是有限的,预测对投资的作



用是有局限性的。

首先,准确预测是很难的。每个投资人都期望自己能预知未来,我们也学习各种方法来分析数据,预测未来。实际情况是让人沮丧的,我们知道的越多,反而发现自己越无知。影响未来的因素永远无法预知,而我们大量的预测方法是采用了历史经验值,这些经验值可能来自某部分人群,而影响事件的是另外的人群。比如本次脱欧的样本值,在牛津与剑桥的调查显示70%的人支持留欧,而这些社会精英又经常占据媒体的主要位置,给人的感觉是大部分理性的英国人支持留欧。

其次,事件的影响是难以预测的,本轮脱欧事件中,大家的关注点都在欧洲资本市场,而从市场反应来看,日本无辜躺枪,日元大幅升值,日元兑美元当日最大涨幅超过7%,日经指数最高下跌接近8.5%。

另外,即使市场预测的正确,

按照市场普遍预期去投资是没有超额收益的。再以脱欧事件为例,如果我们相信博彩机构而且博彩机构的判断也确实是正确的,在脱欧前一天买入英镑或者卖出黄金,那么当结果公布的时候可能就是获利回吐的时候,做多英镑或者做空黄金都不能获得超越市场的收益。

再者,市场害怕不确定性,一旦坏事确定了,坏消息的影响也就结束了。如果我们现在再依靠英国脱欧结果这样的历史信息去投资,做多黄金做空英镑,估计短期是没有超额收益了,如果有超额受益,那也是出现了其他连锁反应导致的,影响价格的因素永远是未来的因子。

因此,投资只依靠预测是不够的,投资需要制定周全的策略,一个好的策略能够让我们应对不确定的未来,即使出现预测错误也不会产生不可挽回的影响。

一种方法是预测大概率的事件,承认市场会受到极端事件影响,而且市场存在噪音交易,留出充足的头寸来对抗不确定性带来的干扰。美国数学家克劳德·香农是信息论的鼻祖,后来他对投资产生了浓厚兴趣。香农认为需要高效率的运用数据信息,就要区分什么是噪音,什么是有效信号,而只有在熟悉的领域内才能正确提取有效信号,因此投资者需要充分利用自己的能力圈,同时还要抵抗噪音的工具,那就是现金。香农提供了一种很独特的方法,采用了始终半仓的持股方式,来解决震荡游走市的赚钱问题。

1986年8月美国《巴伦周刊》报道了1026家共同基金的长达30年的业绩,其中香农基金的利润位列第一名。30年间,香农的股票投资组合的收益率大约为28%,比巴菲特还要高出1%。

另一种方法是从不确定性中获益。纳西姆·尼古拉斯·塔勒布被世人熟知是因为他的畅销书《黑天鹅》,他认为黑天鹅无处不在,人们并非无所作为。他观察到很多组合下跌空间可控,上涨空间无限,一旦看似不可能的事件发生,收益巨大。他不仅仅是一个倡导者,还是一个践行者,他创建了自己的投资公司,来从不确定性中获益。他在2001年“9·11”事件发生前大量买入行权价格很低、无价值的认沽权证,“9·11”事件发生后而一夜暴富。无独有偶,他在美国次贷危机爆发之前重仓做空,大赚特赚了一笔。上周五,朋友圈流传的一个与脱欧相关的投资段子是典型的塔勒布式组合:在公投前,同时运用400倍的杠杆上限做多、做空英镑与日元,消息公布之后,做多的交易亏光,而做空的交易获利58倍,整体投入资金可以盈利接近30倍。

英国《经济学者》周刊曾列举了影响2016年经济的十大事件,有几个是有时间节点的,比如英国的脱欧公投,与此类似的是美国的总统大选,时间点是确定的,结果是不确定的,各种结果对市场的影响是有明确预期的,我们可以关注一下事件前后市场的反应,制定出相应的投资策略,看看能否从中获益。

重拾对A股的信心



□丹阳投资首席投资官 康水跃

从一月的熔断暴跌到二月的猴年伊始震荡,从三月的“春江水暖”到四月的“激情消退”,从五月的“砸黄金坑”到六月份的“多事之夏”,股市里人心惶惶,大多数人没有了投资方向。然而却又有不少股票异军突起,自一月份以来升幅在60%以上。相对于惨烈的大盘而言,这些股票的表现非常抢眼,可惜品种过少,多数人发现不了。众多投资者只能眼睁睁看着它们从自己面前飘过。

大众投资者投资做不好,主要是因为受了舆论影响:一会是注册制,一会是MSCI,上周有英国脱欧,接下来还有深港通等诸多因素,纷纷扰扰。所以,做好投资的第一步就是要远离市场噪音。

上证综指从5178点下跌至2638点共历时154个交易日,再度大规模暴跌的几率很小。我们应当从现在开始,准备一场较大规模的战斗,力求捕捉周线级别的买入讯号。那么怎样才能把握这个机会呢?重要的是要有信心。在这个节骨眼上,不能被大盘指数的一时暴跌吓坏了,吓得一点信心都没了。其实大可不必。从今天开始,重新拾起信心来。

在上一波牛市中,全通教育从后复权角度看,最大升幅超过二十倍;在独立的牛市周期里,山东黄金自2005年7月至2010年11月的五年时间升幅接近百倍。把具有代表性的这些牛股重新挖出来,就是为了在股市低迷、投资者迷失方向之际,提振一些信心。

买入股票的人经常会被行情的剧烈震荡搞得晕头转向,心态大乱,会担心短期见顶,随后暴跌。于是乎,上证指数见到2638点之后,不少人把每一次反弹都当作是逃命的良机。可见,股灾的阴影仍然留存在人们的心中挥之不去。

股票投资者智商多数不会太低,投资时间越长经验也会逐渐丰富。但成功者少,失败的人居多。如果你不能确定你在市场上一定能成为赢家,那么你将来一定有很大的亏损。那些以30%为盈利目标的人十有八九会以失败告终,因为一次像样的跌幅就足以粉碎这个目标。只有实际盈利保持在30%以上,才可以轻松应对,在回撤时不被套牢。

对于任何行情而言,任何人无法控制过去,也不能控制将来,能控制的只是此时此刻,所以见到不好的兆头或卖出讯号,就应该立即处理。许多人偏好短线,认为自己能否把握住未来几天微妙的波动。如果对未来充满担心焦虑,喜欢做短线,分析决断能力又不好,那只有远离股市才是安全的。

“股神”巴菲特曾说:“如果一只个股你如果不敢持有它十年,那么你一分钟也不要持有”。我也来告诉你另一句话“如果一只个股,你不想让它在你的手中翻升10倍以上,你最好别碰它。”

什么样的个股可以做到十倍呢?首先看行业。要向资源垄断、价格垄断、信息垄断和技术垄断等独门行业靠拢,新兴产业、朝阳产业、具备规模效应的行业优先。然后再看过去有没有形成大底,可以捕捉那些在“千年大底”的股票。比如那些满足以下两个条件的股票:第一个条件是股价至少跌到原股价的1/25,比如中鼎股份从1999年的25元跌到2005年的0.94元。第二个条件是从最高跌到最低超过48个月。如果是次新股,基本没有那么低的底部,那判断的标准就要自己做一些调整了。

关于下半年的行情,笔者预计整个下半年都会大概率出现宽幅震荡,至少有三个月份能收红,但点位价格上的攻城略地会十分艰难。上证指数每上攻100个点都将消耗大量的时间,因为3000、3100、3200、3300点都是前期套牢筹码比较集中的地方。3400—3500点之间发生的多空争夺最为激烈,攻破的难度极大,预计这次月度级别的反弹到达3400到3500点的概率不到三成。

把握产业变革 坚守成长创新

□国投瑞银基金经理 张佳荣

自从医药工业销售收入增速于2011年达到峰值并逐年下滑之后,对医药行业的悲观预期逐渐增强,曾经尽享二级市场医药板块持续高速增长红利的拥趸们也开始产生动摇。对此,我们认为,受经济大环境的影响以及产业升级、制度改革的需要,医药板块正在经历阵痛。不要因为一时的波动而轻易动摇,应该继续关注改革进程,把握发展方向,坚守成长和创新。

创新是医药企业的灵魂

医药行业有很高的专业门槛,一家医药企业一旦拥有“创新”的标签,不但在产品上具有很强的排他性,随之带来很强的市场竞争力和社会效益。方兴未艾的新一代细胞免疫疗法、基因编辑技术等治疗方法的出现,不但引起了业界的关注,而且由于它们对疾病治疗的革命性作用,也吸引了更多的风险投资。因此,尽管相关研究多数还处于临床早期甚至临床前,并不妨碍市场给予相关龙头企业极高的估值。另外,一些具有很好临床效果的药物,不论是新靶点首创药物还是仿效药物,在进行相应的学术推广之后能够很快放量,说明无论是药物的本质还是疗效,临床用药端仍然存在很大的优质药品的用药缺口,这是靠营销、公关无法替代的。

可惜的是,在过去很长的时间内,国内很多企业宁愿在竞争激烈的低端仿制药或原料药市场“红海”中“白刃相见”,也不愿意加大研发投入进行新药创制。究其原因,一方面,国内企业多数体量较小,无法承受新药创制的长周期、高投入和高风险;更重要的,还是企业对创新收益的预期较低。尽管国内企业实力相对有限,但是重磅新药的出现举世瞩目,优秀的创新性药企可以通过分享海外新药权益、引进战略合作伙伴等手段来摊薄风险,尽快回笼资金,反哺研发管线中的其他项目。最关键的是,企业对创新收益的预期也在逐渐增加,这是因为目前我国的医药大环境正在发生很大的变化。

政策红利推动新药创制

医药行业在经历21世纪前十年的审批红利、医保扩容红利和基药红利的政策暖风带来的高增长之后,又遭遇了医保控费、控制“药占比”等趋空政策的影响。尤其从目前各省的招标采购情况看,二次议价、药交所模式、各省价格联动等都将不可避免推动多数品种价格的螺旋下降,占药品销售主要渠道的医院端药品价格将长期承压。这其中创新药或将得以“豁免”,成为新的亮点。

首先,创新药竞争格局好,相比众多药企扎堆的低端仿制药采



取的“竞价模式”,创新药的“议价模式”在招标采购时降价压力小得多,而且很多省份在招标时进行“质量分层”,创新品种也会获得更高的层次,提高价格自主权;其次,在医院端,由于创新药疗效明确,可替代性弱,不仅不会受“药占比”控制的影响,反而会因此获得更多的处方。第三,自去年以来,药品注册审评制度改革、仿制药一致性评价、药品上市许可持有人制度试点等药政的颁布,都是为即将正式发布的医药“十三五”规划中的“新药专项”做铺垫,推动新药创制也将成为医药“十三五”规划的重点。可见,国家正在进行医药领域自上而下的全局布置,推动创新药在我国的发展。或许在不久的将来,我们也能看到我国药物销售额排名靠前的品种中,能有疗效可靠的单克隆抗体、靶点明确的化学

药和新型的诊疗技术应用。

迎风起航的医药商业

创新之果非一日之功,除此以外,我们密切关注处于产业变革核心位置的细分子行业,如医药商业的机会。从“两票制”整顿流通环节的乱象,“处方外流”如何在零售端承接医院端流出的药品销售,都给医药商业提出了巨大的机遇和挑战。“医药分家”清议多年却始终未能落实,说明“处方外流”带来巨大的市场转移,这块蛋糕如何分配还存在较大的分歧。乘着改革的东风,具有分销能力的零售商显然更具优势,既有能力承接这部分市场,又能和医院的对接工作做好。特别是全国或者区域性龙头,前者分销能力更强,后者能将销售网络下沉得更深,在本区域内和医院的合作或许更密切。

随着“处方外流”的深入,医院也会适当提高医疗服务价格以尽量弥补药品业务的损失,同时也就给“分级诊疗”、“医生集团”带来了想象的空间。所以在这样一个变革、创新的时代,在对待医药行业这一个长期增长较快、细分子行业多的领域,首先我们要有信心,其次一定要有大局观大视野,动态地观察其中的变化,捕捉其中的机会。在把握行业机会的同时精选个股,坚守成长和