

A股中长期价值显现 寻找未来十倍股

招商先锋基金经理 付斌

A股市场经历近半年的波折,当前各大主要指数估值水平已处于历史较低位。从财政政策和货币政策来看,节奏和力度纷纷加强,A股中长期投资价值显现。但从今年市场来看,投资者可能较难赚到估值扩张的钱,能赚到的大概率是上市公司利润增长的钱。事实上,如果把时间维度拉得足够长,驱动股价的核心要素就是业绩。历史上标准的十倍股几乎都成长于上市公司利润规模持续向上的过程中。因此,未来市场中仍然相对看好成长股,看好大消费板块,包括食品饮料、医药生物、农林牧渔、电子、家电等行业中估值合理品种,相对偏好大行业中坚守主业的龙头公司,期待这些公司能成为未来的十倍股。

中长期价值显现

站在宏观的角度来看,经济方面,下半年经济增速依然会小幅下滑,前期较为紧缩的信用对下半年的经济影响将大于上半年。投资增速在地产、基建增速下滑的情况下依然偏弱。消费存在被地产挤出的效应,因此实际消费增速小幅下滑。货币政策依然会维持中性偏松的状况,资金面维持充裕。但货币对信用的传导在没有别的政策推出前,可能依然面临不畅的状况。未来财政政策的变化也是市场关注的焦点,货币政策配合财政政策可能对经济有较明显的影响。

目前A股市场估值相对处于历史低位,预计A股中长期价值显现。在招商先锋的投资方面,二季度行业配置与一季度相比,增加了业绩稳定的食品饮料和医药股,减持了家电和新能源板块。在笔者的方法体系中,趋势比估值重要。当公司成长和估值相匹配时,会更看重利润增速,倾向于买一些估值可能高一点而增速



也更快一些的品种,景气度向上的行业远远好于景气度向下的行业。估值方面最好PEG小于1,这一类公司容易聚集在食品饮料、家电、建材等细分行业中。

因此,未来市场中仍然相对看好成长股,消费也是值得配置的方向。看好大消费板块,包括食品饮料、医药生物、农林牧渔、电子、家电等行业中估值合理品种,其它还关注低估值的银行、公用事业等行业中优质个股。同时,自下而上继续挖掘成长价值股,关注今年二季报和去年业绩增速较高且估值较低的绩优品种。

寻找自己的十倍股

就个人而言,相对偏好大行业中坚守主业的龙头公司,期待这些公司能成为自己的十倍

股。在投资上,笔者对业绩增长确定性和景气度要求高,希望赚企业盈利增长的钱,而非依赖估值扩张。任何公司都有由高成长到中低成长的过程,利润放缓时估值会打折扣,这个过程发生时估值会向下走。在今天的市场上,估值扩张的钱更难赚到,投资者大概率只能赚利润增长的钱。以更长的时间维度为单位看,业绩就是市值增长的充分必要条件。

通过研究历史上牛股的特点,笔者发现标准的十倍股几乎都成长于上市公司利润规模持续向上的过程中。驱动股价的核心要素就是业绩。短期来看,股价受影响因素越多,而时间越长,影响股价的因素越少。股价涨幅和利润上升的幅度在长周期维度来看是完全匹配的。

在寻找潜在的十倍股时,笔者认为首先要看行业增速和行业集中度。如果行业是萎缩的,那么行业内个股肯定不能碰。空间大、增速快的行业,或者增速不快但集中度较低的行业,才能产生长期看好的公司。比如家电行业就同时具备空间大、增速快、行业集中度提升等特点。其次看体制和机制。挑选上市公司时主要基于两个考虑,一是企业想不想做好,二是企业能不能做好。有些公司看起来逻辑很顺,但拉长来看,管理层似乎并没有把公司继续做大做强动力。除了战略方向以外,还要关注执行层面的细节,如人员招聘、企业文化、营销措施等。

研究一个好企业,涉及方方面面,不论战略或者细节,都要经受得住考验。不同公司的关注点不同,例如白酒行业可重点关注应收款,建筑股关注现金流,消费股更关注收入增速。我们可能不需要关注非常细节的财务数据,但要注意看公司的变化,尤其是公司治理、管理层、经营层面变动导致的财务数据变化和未来可能产生的变化。

别猜了 你永远搞不清 市场为什么下跌



中欧基金 曹名长

每次下跌之后,总有许多文章描述最近市场为什么下跌。这些文章看起来都很有道理,但大家想过没有,如果这些作者如此了解市场为什么下跌,那么他们为什么不市场下跌之前,就做空市场呢?这样岂不是作者自己就可以赚得盆满钵满了?

很显然,一般写“为什么市场下跌”这种文章的人,其实并不了解市场为什么下跌。这种“其实大家基本搞不清为什么市场下跌”的现实,在1987年以美国股市崩盘为开始的世界市场崩盘中,表现的淋漓尽致。当时,美国股市最先开始毫无理由的暴跌,一天之中下跌将近30%。紧跟着,全球市场恐慌弥漫,香港市场更是直接跌到被迫休市。但是,当时什么事情都没有发生,既没有恐怖的古巴导弹危机,也没有神户大地震,更没有贸易摩擦。美国最著名的共同基金基金经理彼得·林奇,就在自己的几本书里反复表示,自己当时完全不了解为什么下跌。

那么,这种下跌有什么实际意义呢?完全没有意义。1987年的暴跌被证明是一次完全无厘头的暴跌(虽然美国股市在一天之内跌了将近30%)。在1987年暴跌之后,当时的点位被后来的历史证明,是一个极好的买点。可惜的是,在那种弥漫全球的恐怖氛围之中,没有几个人还敢出手。

当然,这里所说的预测市场下跌没有意义,并不是说在所有的情况下,预测市场是否会下跌都没有意义。在市场特别贵的时候,预测市场可能下跌,仍然有非常大的意义。比如,在2015年年中、创业板指数达到150倍PE(市盈率)的时候,预测这样的市场没有长期持有价值,是非常有意义的。

不过,当前的A股市场并不属于这样的情况。上证综合指数已经回到2015年以来的最低点,一些优质、低估值公司的估值,甚至低于2015年的最低点。类似的标的在香港市场也比比皆是,有时候还有比A股市场更低的估值。在这种时候,投资者应当看到更多的机会,而不是恐慌。

世事轮回,沧海桑田。如果有人还记得,在将近20年前、就是2000年的时候,当时A股市场的PE(市盈率)估值高达60多倍。当时,人们热衷于投资股票,在A股和H股同时上市的几家公司,A股的股价居然平均是H股的15倍之多。反之,当时人们并不喜爱房地产,上海市房价和年租金的比值只有10倍出头,以至于上海市要通过出台“买房送上海户口”的政策,来刺激房地产。十几年过去,今天的市场变成了“买房要上海户口”,而股票市场变得人人避而远之,真是让人唏嘘不已。

但是,再往前看,在1990年到2000年的10年中,股票市场从100点上涨到2000点(上证综合指数),足足涨了20倍,房地产市场却上涨了大概只有1倍(1990年北京部分商品房卖到2000元左右每平方米,2000年只卖到4000元)。又是一个轮回,不同的结果,对应的却是同样的哲理。

正如人必须先蹲下才能跳的高,拳头必须先收回来才能打出去一样,每一个大牛市的开始永远是一个大熊市。森林燃烧以后产生的肥料,孕育了下一代树木的成长。人们对于某种事物的极端痛苦,会导致社会在这方面的改进。可惜的是,绝大多数投资者难以参透其中的奥妙,难以忍住自己躁动的内心、难以抗拒旁人喧嚣的呼喊,结果总是难免追涨杀跌,永远在这尘世的浪潮中身不由己,起起伏伏。

养老FOF渐行渐近 建设个人投资养老新力量

广发稳健养老FOF拟任基金经理 陆请昶

养老正在成为各行各业关注的热点问题。国家统计局数据显示,2017年底,我国60岁及以上老年人口2.41亿人,占总人口的17.3%。预计到2050年前后,我国老年人口数将达到4.87亿,占总人口的34.9%。笔者身边一位即将步入40岁的中年男士感慨:“2050年,我也从分母去到分子了。”可见,对于中年人而言,养老得从当下开始规划和思考。

国内即将推出的养老目标基金正是为养老而生的一类公募基金。对于国内投资者来说,养老目标基金仍然是新事物,但在海外,它是经过市场检验、普通投资者养老不可或缺的理想投资工具。从投资角度来看,养老目标基金采用FOF运作,配置多元化资产可以分散风险,为更好的实现养老目标服务。

养老目标基金发展空间广阔

目前我国人口老龄化速度快,社会养老基金收支压力大。目前养老体系第一支柱提供的替代率仅为40%左右,如果以社会平均工资为参照,养老保险制度不做改革,本世纪末替代率会降到20%左右。加上第二支柱企业年金覆盖面较小,所以第三支柱个人养老基金是实现美好退休生活的必要补充。

养老FOF作为第三支柱的一种方式,是海外养老资金的重要来源。以美国为例,养老金第三支柱——个人养老账户(IRAs)是美国养老金持续增长的主要动力,截至2017年底,IRAs账户规模达到8.92万亿美元,在养老金体系中总规模达到32%。值得一提的是,在IRAs计划8.92万亿美元资产中,投资共同基金的占比48%,规模达到4.29万亿美元;投资银行和储蓄存款占比6%,投资保险5%,41%投向其他资产。

养老目标基金在美国发展最为成功,原因在于美国目标风险、目标日期基金在资产配置时充分考虑了投资者的风险偏好和生命周期,基于类型丰富、风格鲜明的底层资产,凭借科学的基金筛选体系、自上而下的风险管理体系,为个人养老金投资者实现了长期稳健的回报。

对照海外养老目标基金的经验以及我国资本市场的特点,笔者认为,基于基本养老保险替



代率逐渐降低、企业年金覆盖面小的短板,通过养老目标FOF进行个人养老补充非常必要。针对投资者不同的年龄、风险偏好,养老目标FOF可以用不同的产品和投资策略来匹配,更有针对性的满足投资者的个性化需求。

稳健回报是养老投资首要目标

从产品看,首批养老目标基金主要采用目标日期和目标风险两类策略。其中,目标风险采用静态资产配置锚定风险,以满足不同风险偏好的投资需求;目标日期采用跨时间的动态资产配置,以满足不同生命周期阶段的投资需求。如果把目标日期视为长期的、动态的生命周期投资管理,那么目标风险就是在每一个生命周期的节点进行静态配置。在美国,目标风险策略得到率先发展并壮大起来,随后目标日期策略快速增长。

为了方便投资者理解和选择,目标风险基金的风险水平通常直接体现为股票的配置比例,由高到低的股票投资比例,对应了激进、成长、平衡、稳健、保守五个不同的风险特征。例如,广发稳健养老FOF的权益资产配置比例不会超过30%,属于目标风险系列中的低风险产品。而目标日期则会在产品名称上标明目标人群对应的退休日期。

无论是哪种策略,稳健都是养老目标基金的要义。要实现这一目标,首先,做好自上而下的资产配置工作。目标风险、目标日期产品均采用了FOF形式运作,资产配置是投资管理的核心。以

目标风险基金为例,其是在特定的风险约束下,追求投资效用最大化,由此确定大类资产配置的比例,并基本保持不变。其次,底层资产覆盖面要广,多样性要充足,才能有利于寻找有价值的资产进行投资并分散风险。再次,基金管理人在选择资产的过程中层层联动颇为重要。例如,如果发现某个经济指标或者某一个市场发生异动,整个组合都需要一起动态调整,否则,资产配置还是有失效的地方,难以起到防御作用。

养老投资贵在长期

需要指出的是,养老投资是一项长期投资,越早开始,越有机会享受到时间的复利效应,积累更多的投资回报。任何长期的工程都需要坚持和与原则地执行,投资者可以考虑定投的方式,并且不要高频买卖,损失时间成本和金钱成本。

在海外曾有机构做过投资者行为研究,结果显示,个人投资者的业绩与其盯着电脑屏幕的时间有直接关系,盯着屏幕的时间越长,长期业绩反而不佳,其背后反映的原理在于过于关注市场的短期变化,投资者想做决定的冲动就越强,犯错误的概率也越高,拉长时间下来,总体的回报反而不是很高。与此相反,那些秉承长期投资,将资金持续投入到养老目标基金的投资者,却能获得不错的年化回报。

笔者建议,不同年龄段、不同风险偏好的投资者可以将自身的工资收入按照一定的比例持续定投于养老目标基金。国际上通行的看法是,退休时的收入相当于退休前的70%及以上时,能够支持除基本生活开支以外的旅游、保健、购物等支出,投资者可以参照这一水平确定投入金额。按照美国401k退休计划的最高服务提供商先锋集团的观点,个人养老投资每年投入的资金应占个人年收入的9%至12%,更理想的状况是12%至15%。如果市场波动较大,加之未来社会基本养老金和医疗保障等改革的不确定性,投资者也可以适当考虑加大投资金额,未雨绸缪。

在产品选择上,建议对自己风险偏好认识清晰的投资者,可以选择目标风险策略基金,而没有时间或者精力进行资产管理的投资者,则可以依据自己理想的退休日期,选择相应目标日期策略基金,将管理任务交由基金管理人进行长期管理。