

# 逆向思维 不断进化

——读《约翰·聂夫的成功投资》

□广发基金研究员 王瑞冬

记得刚入行时,某次讲座上一位业界前辈展示了一张表,表格列举了众多海外投资大师的业绩和从业时间。那时我从业经验尚浅,只知道巴菲特以及富达基金的彼得·林奇和安东·尼波顿,他们的复合年化回报在20%-30%之间。而当时威灵顿资产的约翰·聂夫则以13.7%的年化收益率排在表中非常不起眼的角落,没有引起关注。

后来随着自己在公募从业时间越长,才知道持续战胜市场的困难。标普500指数从1932年大萧条后的历史大底至今,86年间上涨了626倍,但复合年均增长率(CAGR)大约只有7.8%;从1974年美国经济危机的底部至今,44年间上涨44倍,复合年均增长率(CAGR)也只有约9%。看似遍地20%-30%预期收益率的机会,能兑现的却少之又少。

## 约翰·聂夫的选股准则

聂夫是一名优秀的长跑大师。他于1964年加入威灵顿资产,31年内20次战胜市场,期间管理的温莎基金规模从7500万美元增长至110亿美元,累计收益率超过55倍,复合年均收益率为13.7%,而同期标普的回报率约为10.5%。

《约翰·聂夫的成功投资》是聂夫关于自己职业生涯的一本自传,是聂夫在1995年退休后完成的,分三部分介绍了聂夫的成长经历、投资理念、历年投资回顾,其中包括大量的投资案例和反思,是一本可读性很强,很坦诚的投资书籍。

关于该书的读后感很多,大部分读者都会提到温莎基金的选股方法和股票分类标准,其中选股有七条标准:低市盈率(聂夫选择的很多个股的PE都在个位数);基本收益增长率超过7%;股息率要高;企业的利润增速+分红收益率小于等于股票的市盈率(10%的增长+5%以上的分红是温莎基金常见的投资案例);除非从低市盈率得到补偿,否则不买周期性股票;成长行业中的稳健公司;基本面好。

根据上述七条选股标准,温莎基金将股票划分为四类:高知名度成长股、低知名度成长股、温和成长股、周期成长股,其中后三类股票合计占90%仓位,而属于经典成长股的第一类股票,温莎基金的配置常年在10%以下。

上述的七条选股标准和四种股票的分类型



法贯穿了聂夫31年的投资生涯。如果把聂夫放在A股市场,他会是一个看似保守的少数派。在聂夫所叙述的温莎基金的众多投资案例中,你很少会看到彼得·林奇那样的“成长股猎手”抓到的Ten Bagger,更多的是市盈率个位数、分红收益率大于5%的上市公司,经营层面两年内发生了反转,而温莎基金会底部买入,获利50%-100%后卖出,投资周期一般在1-2年,很少超过5年。可见,我们所奉为经典的持有5年以上,耐心享受企业利润增长带来股价增长的案例似乎并不多。

## 低市盈率是表象 逆向思维是本质

市场或许会因为聂夫喜欢便宜股票而将他划分到价值派选手中,但笔者认为低PE的背后隐含的是逆向投资的思维。如果不考虑择时因素,股票给投资者带来的长期回报会趋近于ROE。长期ROE维持在15%以上其实是一个非常苛刻的指标,按照这个粗略的指标筛选出的公司很多都是长期牛股。考虑到买入的部分股票可能会没那么优质,那么最终整个组合平均回报落在10%左右区间其实是一个很正常的结果。如果想在上述基础上获得更高回报,要么在选股层面做得更好(即选到长期业绩增长更快的公司),要么更好的择时(对特定个股确定更好的买点 and 卖点)。聂夫的很多投资案例中股价的涨幅都超过了标的公司利润的涨幅,超标的部分是市场预期的扭转,这是一种择时的贡献。

我们常说,在成长股上赚业绩增长的钱,但股价增长简单等于公司业绩增长的现象其实是市场无效的一种体现,这种机会会有,但一定是少数的,而且未来会越来越来少,因为市场会越来越

聪明。我们经常预期成长股会给组合带来30%的业绩增长和相应的股价上涨,而现实中,屡见不鲜发生的是在预期高位买入,后续企业成长空间或者护城河被证伪(二者的任何一种情况发生都会让公司进入杀估值阶段),企业业绩增长但估值进入下降通道,投资人被迫面对成长股投资最痛苦的一种情形。

聂夫并非不买经典成长股,而是不愿为成长股的乐观预期支付溢价。1972年麦当劳80倍PE时,聂夫选择回避,而在10年后,当麦当劳估值合理时再买入。股票在低市盈率时,股价中隐含的绝大部分是悲观预期。未来基本面上的边际变化更大概率会是你的朋友而非敌人,在低市盈率时买入会让你在市场预期层面上处在一个相对主动的位置,而基本增长率大于7%、基本面好、持续增长行业的稳健公司这几条标准会让组合不至于犯大的错误。如聂夫所述:“遭冷落时,我买它们;遭宠时,我卖它们”。此外,他坚持“不要因为自己的选择和别人不同而沾沾自喜,逆向投资和顽固不化只有一线之隔”,可见便宜并不是买入的充分理由,核心是发现市场定价的错误,而对这种可能的定价错误需要敬畏市场,小心论证(毕竟大多数时候市场还是有效的)。

## 和市场赛跑 不断进化

如何持续战胜市场,是每个主动型资产管理机构和基金经理必须回答的问题,市场表现是众多投资者参与产生的结果,有人跑赢,就有相应比例的人跑输。无论是相对考核保证自己的长期业绩处于全市场的前1/2,还是绝对考核实现10%以上的绝对复合回报率都是非常具有挑战性的事。

聂夫从1964年开始掌管温莎基金,1995年退休,31年中共有20次战胜市场,11次跑输市场,这11次中有7次都发生在聂夫从业的最后10年(1985年至1995年),聂夫也承认在后期寻找符合温莎选股标准的个股难度已经越来越大。温莎基金超额收益大部分来自于90年代之前(类似的现象也出现在彼得·林奇掌管的麦哲伦基金和巴菲特的伯克希尔哈撒韦上),这可能说明市场在不断变得更加聪明和有效。笔者认为,世上没有一种能持续带来超额收益的选股标准,作为投资管理人的我们只能不断克服自己人性上的弱点,不断学习和进化,这是资产管理行业的压力所在,也是乐趣所在。

# 以社融数据为逻辑 把握债市投资机会



□融通债券基金经理 王超

今年以来,机构投资者对于债券的市场表现判断时有分歧,所以全市场债券基金业绩表现首尾相差也很大。牛市往往就在半信半疑中走出创新高,债券市场也一样。我们认为,今年以社融数据为主要的逻辑链条可以把握住债券市场的投资机会。

社融既直接反映了实体经济需求,又是经济的领先指标,我们认为,只要社融连续大幅回落,就预示着经济增速可能下降,那么货币就可能宽松,利好债券。所以后市如果实体经济需求得不到改善,债券市场就一直有配置价值。

我们来简单回顾一下今年以来的债市表现。事实上,今年年初在“备战”2018年时,我对债券市场的全年的走势也是雾里看花。债市的不确定性风险较大,从基本面来看,海外发达经济体经济表现强劲,A股市场赚钱效应明显导致债市资金分流。春节前油价上涨,市场担心通胀预期之下,美国会提高加息频率,而国内央行在通胀压力和外围加息环境下有可能上调基准利率。彼时,市场对利空预期作出的反应是:10年国债收益率仅仅小幅上冲至5.07%后企稳。

转折出现在2月初,国家统计局公布了1月宏观经济数据:两大制造业PMI一跌一平,外贸增速大幅回升,发电、重卡和挖掘机增速也均有回升,经济开局平稳,但受春节错时因素影响,经济改善存疑。其中,最值得一提的是,1月新增社融总量3.06万亿,同比少增6367亿,为近三年的最低水平,与此同时,资金面和比预期宽松很多,导致债市有所修复。

考验出现在三季度,利率债收益率整体震荡上行,“宽信用”政策预期、通胀预期升温叠加地方债供给增大等因素施压债市。但我认为投资者对各种悲观的因素反应过度,并且在三季度继续提升了久期。

回顾三季度的基本面,经济下行压力继续显现,基建投资增速继续回落,房地产市场拍地现象增加,开发商资金回款压力增大,金融数据则反映了“宽信用”政策助力与实体经济维持疲弱之间的分歧;央行货币政策基调从“合理稳定”转为“合理充裕”,并于7月份再次实施了定向降准,在资金面可能出现紧张的时点明显加大了公开市场净投放力度,资金价格基本维持稳定。

时至12月,展望后市,从债市空间而言,信用收缩环境下经济下行的逻辑未变,后续伴随房地产链条景气度的加速下行,或可见经济下行压力的加速显现,同时通胀压力将会逐渐证伪,为长端提供下行空间;同时,货币政策在内外环境扰动下,在回归中性后偏松方向比较确定,流动性的合理稳定也较为明确;此外,全球经济的逐渐下行和美国顶部区间的过热回落,或在未来降低整体市场风险偏好,同时也从利差角度为国内债市打开空间。

整体来看,参考历史经验和逻辑依据,从调整时间和调整幅度来看,债券走牛或仍在半途。同时需要注意的是,未来稳增长政策权重在市场走势中仍会继续上升,但整体政策托而不举,旨在缓释经济下行陡峭度,需紧密关注政策的松紧变化及其影响在远期间时的边际效应。

总之,目前实体经济缺乏加杠杆的动能,需要利率下行来降低企业成本,在融资需求回升前,债券相对具备较高配置价值。潜在风险仍然是低资质信用债的信用风险,经济结构优化过程中必然会淘汰掉一些落后的企业,在债券市场上则体现为债券违约。我们判断债券行情未来仍大概率持续。

# 低估值成长股龙头机会凸显

□华宝服务优选基金经理 楼鸿强

2018年已行近尾声。对绝大多数投资人来说,今年都是异常惨淡的一年。很多时候,市场参与者总是喜欢找各种理由和逻辑来解释市场正在发生的现象,似乎也都能自圆其说。然而,用更长更高的眼光来看待宏观问题,用更细更深的研究来考察投资标的,会是更具性价比和可持续的投资方式。从这个角度来看,对于即将到来的2019年,我们有充分的理由更加乐观一些,特别是在优质成长股领域。

## 复盘2018年:轮动快 赚钱难

过去的这几年,A股市场整体都是处在一个不断快速轮动的状态之中。2013-2015年,传媒计算机等成长板块涌现了大批牛股,成长风格基金在排名中遥遥领先。到了2016-2017年,市场风格转换到了价值股,茅台、恒瑞成为了大家追捧的对象,抱着龙头白马的投资者也赚得盆满钵满。

回顾即将结束的2018年,市场风格变化较以往更快,快到很难及时做出有效的反应。从年初的金融地产大蓝筹,到一季度末的计算机、电子等TMT行业,再到二季度的医药、食品饮料等消费行业,三季度又轮换了大金融板块。但是到目前为止,今年还没有任何一个板块有持续的超额收益,更多的时候是轮动完就进入了下跌阶段,整体来看板块间收益率差距较小。

## 成长龙头值得期待

历经近40年的改革开放,中国正处于快速



增长向高质量发展的转型期。应该说,宏观数据是发展的结果而不是真正的决定因素,在几个关键因素上,我们都可以乐观一些。首先,我们拥有全世界最勤勉上进可爱的劳动人民,特别是世纪之交高校改革以来的大量优秀大学毕业生,工程师红利持续释放。其次,我国庞大的内需市场正在启动,消费升级和生活质量提升,会带来经济活力的深层次改变,经济增长不再过度依赖投资和出口,会更具有韧性和深度,也是创新迭代的基础。再次,我国大量的市场资源仍处于半管制状态,随着改革开放的深化,市场化带来的制度红利,会是很好的加速器和催化剂。

从微观层面,行业的进化和企业的分化从未停歇。在庞大的市场和大量技术人才的基础上,一定会不断出现新的行业和优秀的公司,创新型投资机会不会缺乏。另一方面,在传统行业领域,强者恒强的格局越来越明显,这是价值型

投资机会的主要来源。相应的,投资者需要不断自我进化,用更新的角度和更细的研究,来抓住分化过程中真正的机会。

从10月中旬开始的反弹行情已经持续了一个多月时间,整体上有两个比较明显的特点:一是成长板块表现更好,创业板50、中证500等成长指数跑赢沪深300、上证50等价值指数;二是受政策改善影响的行业明显跑赢,涨幅相对靠前,如地产、通信、电力设备、新能源、券商等板块。究其原因,经济基本面预期向下且国际环境不确定性较大的背景下,政策持续改善推升风险偏好。

明年宏观经济下行压力依然较大,支撑今年经济的房地产投资和出口可能会出现下滑,再叠加明年供给侧限产因素边际上可能有所放松,在这种情况下上游的资源品价格将有较大的概率会下跌。另一方面,随着名义GDP增长的放缓,人均可支配收入的下降,明年消费增速也可能继续下滑。

与此相对应,流动性的改善是比较明确的,目前国债收益率不断下行,货币政策有望从适度紧缩走向适度宽松。经过三年多的市场调整,目前中小板和创业板的估值都回到了历史的底部区域,开始体现出其性价比,持有这些股票有望在未来给投资人带来不错的收益。

总的来讲,从大的宏观背景来看,未来一段时期可能出现的情形是:宏观经济向下、流动性宽松、政策持续改善,这种环境整体有利于成长股的表现。但是成长板块也会出现较大的分化,估值合理的龙头公司值得重点跟踪。