

简单但并不容易

——读《股市真规则》有感

□广发基金研究发展部研究员 郑婕

《股市真规则》的作者帕特·多尔西是世界顶级评级机构晨星公司股票研究部负责人,他在书中讲了一个故事:在参加巴菲特的旗舰公司伯克希尔的年会时,他无意中听到一个与会者抱怨说,再也不想参加伯克希尔的其他会议了,因为巴菲特每年都讲同样的话。但帕特·多尔西认为,拥有一个投资哲学并予以坚持是他的全部观点。他在《股市真规则》中揭示了真正的投资之道,道理非常简单:就是寻找具有强大竞争优势的公司,在其具有安全边际时买入,长期持有就可以获取很好的回报。投资逻辑看起来很简单,但要做到却并不容易。

成功投资股市的五项原则

关于此书的读后感很多,大部分读者都会提到成功投资股市的五项原则。在帕特·多尔西眼中,成功选股的基本原则并不依靠那些难以理解的选股工具,也不是昂贵的软件和分析报告,而是五项非常简单的原则,包括做好功课、寻找具有强大竞争优势的公司、拥有安全边际、长期持有、知道何时卖出。

“做好功课”是指在买股票之前,要花时间调查了解这家公司里里外外的情况,除非对它的情况了如指掌,否则不要买它的股票。这个原则和巴菲特所提的能力范围、不熟不做的原则一致。“寻找具有强大竞争优势的公司”提出如果投资者“能识别出一家公司能阻挡竞争者,并且能找出持续产生高于平均水平利润的原因,你就已鉴别出了公司竞争优势的源头。”“安全边际”是指股票的市价与我们对股票估值的差值。“长期持有”所表达的是“股价从低估到合理、从合理到高估,需要一个过程,缺乏耐心,就等不到收获。”关于“何时卖出”这点,帕特·多尔西认为,影响股票价格的是公司的未来,这是决定是否要卖出股票的依据,如果我们能抛开股票过去走势的所有图表,大多数人可能成为好的投资者。

七个应当避免的错误

帕特·多尔西说:“投资像打网球,致命的发球和大力的反手球都能赢得很多分,但这些技术带来的任何优势都可能被加倍的失误和自己的错误抵消掉。”书中介绍了多数投资者



常犯的七个错误。

首先是虚幻的目标。很多投资者期望找到下一个微软、下一个可口可乐以获得巨额收益。但从数据看,小的成长股是长期持有类股票中收益最差的一类。1927年起,小公司年平均收益率9.3%,低于标准普尔500的10.7%。在一家公司的起步阶段,预言它是否成为未来的微软相当困难。

二是相信这次与以往不同。我们必须成为市场的学生,才能弄清股市的未来。不了解历史是一个重要的障碍。

三是陷入对公司产品的偏爱。这是投资陷阱中最容易掉进去的一个。在研究股票时,我们应当问自己:这是一个有吸引力的生意吗?如果我买得起,我会买下整个公司吗?如果答案是否定的,放弃这只股票。

四是在市场下跌时惊慌失措。股票最有吸引力时,通常是在没有人想买的时候,这也是他最便宜的时候。如果我们善于独立思考并从别人遗弃的市场上捡到便宜货,就会成为一个好的投资者。

五是试图选择市场时机。市场择时并不是一个持续可行的策略,受困于小的波动,往往会让我们迷失方向,忽略大的趋势。帕特·多尔西认为,“市场时机的选择是一个空前的神化,没有一种策略能够持续不断地告诉你,何时该入市,何时清仓离场,而且也没有人能够做到这一点,否则就会有市场选时服务机构向你兜售生意了。”晨星公司追踪数以千计基金

的研究也表明,没有任何一家基金在过去20年中能够持续不断地选准市场时机。

六是忽视估值。我们买入股票的唯一理由就是你认为这家公司现在的股价有投资价值,而不应该认为会有一个更大的傻瓜乐意在几个月后花更多的钱来接你的盘。

最后是依赖盈利数据做分析。我们在分析的时候,至关重要是现金流,而不是盈利。如果公司的经营现金流停滞或者收缩的同时,盈利却在增长,很可能某些事情正在变坏。

如何分析一家公司的竞争优势

关于如何分析公司的竞争优势,帕特·多尔西从盈利能力、行业竞争结构、财务分解等维度进行了分享。首先,我们要评估公司历史盈利能力。能否持续创造稳定收益是一家公司是否建立竞争优势的试金石。我们需要重点考虑其是否产生自由现金流、净利润、净资产收益率等,评估时间最好能达到5年,如果可能的话,数据最好能倒回去10年。

其次,如果一家公司具有持续不断的盈利能力,我们需要评估公司利润的来源,可能的因素包括:通过出众的技术或特色创造真实的产品差异化;通过一个信任的品牌创造可感知的产品差异化;降低成本并以更低的价格提供相似的产品和服务;通过创造高的转换成本锁定消费者;通过建立高壁垒将竞争者阻挡在外面。此外,我们需要评估一家公司能阻挡竞争者多久,这是该公司竞争优势的周期。

最后,我们应该分析行业竞争结构。行业内的公司怎样和其他公司竞争?这是一个很有利可图的、有吸引力的行业,还是一个参与者都在痛苦挣扎的过度竞争的行业?

利用财务数据对企业进行基本分析的过程分解为五方面。首先,成长性。销售增长和进入一个新市场带来的高质量成长,比单靠降价和会计作假带来的低质量成长更有可持续性。第二,收益性。通过ROA、ROE、ROIC以及自由现金流等指标评估收益的持续性和收益的质量。第三,财务健康状况。权益负债率、已获利息倍数、流动比例和速动比例能帮助我们评估公司的债务负担风险。第四,风险/负担情况。列举所有的潜在负面因素,如果多重因素发生,会发生什么。第五,公司管理。高管薪酬在行业中的水平、高管的性格以及公司运作方面的稳定性。

寻找市场“确定的东西”



□国泰基金 周伟锋

整个市场的情绪随着今年以来股市的波动显得越发悲观,越来越多的投资者开始关注股市的不确定性。

事实上,回顾我的投资经历,走上投资岗位5年多以来,上证指数从上任初始的2100多点经过几番轮回,又回到了离出发点不远的2600点之下。但大量的数据可以说明,在这样的轮回之中,市场是在曲折前进的,赚钱效应还是存在的。

基金赚钱,但持有人不赚钱,已经成为行业的一个难题。这其实从一个侧面说明,长期坚定持有、长线布局的重要性。

在当前市场中,投资者情绪比较低落,这更需要我们坚定自己的投资逻辑,精选行业和个股,等待价值的“花开”。从投资的角度,对公司未来发展和业绩增长的判断,必须基于长期正确的投资逻辑,需要给企业一些时间。从市场的角度,发现并认同一家企业的价值,也需要一个过程。当下,对投资逻辑的坚守和对时间的信仰尤为重要。

虽然,今年以来市场持续震荡,近期市场更是进入一个交易连创地量的“静稳”状态,于投资者而言,这样的状态或许是沉闷和相对悲观的。但是“万物皆有裂痕,那是光照进来的地方”,当前投资者需要去发掘一些有光的东西,即确定的东西,市场也确实有确定的东西存在。

首先,虽然经济短期面临一定的调整压力,但目前市场估值已经达到或接近历史极低的水平,如果说投资的风险主要来自于估值的下降与基本面的下行,那当前估值的下降应确定为风险较小的因素。

其次,从中长期基本面来看,虽然面临外部经济环境的不确定性,但我们更应该看到的确定性是,中国目前是融入全球贸易体系最充分的国家之一。中国企业的竞争优势更多地来自于大市场与产业链集成的环境、来自于优秀的企业家与勤奋的劳动群体,这使得许多“中国制造”的产品优势短期内无法被替代。这一点,从我们投资的一些上市公司也能够得到确定答案。

再次,虽然经济增长率短期面临一定的不确定,但确定的是,在经济与各行业增长放缓的时候,优势企业的竞争力将更加突出。未来较长的一段时间,将是各细分领域龙头公司由大变强,由中国的行业龙头变成全球行业龙头的过程,而我们的部分上市公司将是这些公司的典型代表。这种环境会使得各个领域细分行业在向头部集中的进程继续加快。机会将更多地出现在行业内部,特别是受益于社会阶段发展、产业导向明确、管理科学精细的优秀企业在未来的持续性优势将更加突出。也只有出现更多的优秀企业和企业家,我们经济的竞争实力才会全球更加凸显。

很多投资者看到了外部较为严峻的形式,但是外部的压力并不可怕,在近期政策的推动下经济或在不久的将来获得明显的效果。时间将会给中国经济这样的改革、创新、升级以应有的回报。

于我而言,投资就像一场越野赛,是一个耐力赛,而不是排位赛。赛程中不宜一味用力过猛,需要根据复杂多变的投资环境,调整自己的投资节奏,这一过程,孤独而不易,但坚守之后,自然乐在其中。等待是寂寞的,但选对了方向,并持之以恒,等待就是值得的。这样的投资心得,希望分享给投资者,让大家在震荡调整的市场中,静下心来、沉浸下去,研究和发掘市场确定的东西,以及经得住市场考验、能够获得时间回馈的投资机会。

养老FOF多层次风险管理

助力养老投资长期稳健增值

□汇添富基金 蔡健林

大量研究表明,投资者在投资过程之中,其投资决策往往受市场预期收益率驱动,具有非常明显的顺周期特征。由于长期投资目标缺失,往往会根据资本市场中短期走势的分析判断做出短期收益目标和投资决策。

从投资结果来看,这种倾向容易造成业绩由市场趋势决定而呈现不稳定状态;且容易造成投资动作变形。当实际业绩难以达到短期目标时,通过放大风险来博取短期收益,或者当实际业绩达到短期目标时,采取保守策略,放弃市场投资机会。然而养老投资是贯穿整个生命周期的长期投资,能否为投资者创造较高的中长期收益,是评判其投资质量的最重要标准。因此投资目标的长期性使其投资决策可以改变过往短期预期收益导向,转变为采用风险管理为导向。

首先,对客户要有清晰的风险偏好定位。投资者在不同年龄阶段的风险承受能力具有差异,年轻的时候可以多承担风险,年老的时候需要少承担风险。养老目标日期FOF在产品设计过程中,根据不同投资人群的年龄、收入、健康状况、家庭生活需求等因素,定位养老资金性质和风险承受能力,结合对各类资产的历史长期风险收益特征刻画,采用各种优化模型科学地设计下滑曲线,逐年降低高风险资产配置比例,增加低风险资产配置比例,实现养老



投资随年龄增长风险递减的目的,满足不同年龄阶段的养老投资需求。下滑曲线的设置,确立了中长期的战略资产配置比例,确保投资者退休后养老储蓄在风险可控下的收益最大化。

其次,对各类资产的风险特征识别。由于市场变化,需要动态识别不同风险资产蕴含的风险特征;如果当前各类资产的风险特征跟下滑曲线设计模型的参数假设具有明显差异,就需要动态微调下滑曲线设置的资产配置基准比例;另外,由于国内市场波动率相比成熟市场更大,在实际投资管理中需要使用各种风险控制模型辅助动态调整,在合规允许的各类资产上下浮动比例范围内适度动态调整。

再者,养老目标日期FOF在策略配置层面实现风险分散。采用FOF的管理形式,可以在不同区域市场和不同细分策略领域,寻找到低相关性的资产达到分散风险的目的。并且,对于细分策略的战术配置,采用“核心—卫星”再分配的组合管理方法。“核心”持仓提供基础收益来源,“卫星”持仓随市场脉络动态更新,达到增强收益的目的。权益类资产精选投资价值观正确,风格稳定,组合配置均衡,选股能力突出,注重风险管理的基金经理作为核心持仓;固收类资产精选专注债券票息持有收益,注重信用挖掘,风格长期稳定的投资经理作为核心持仓。核心持仓风格特征的中长期稳定,使得战略资产配置和策略配置更加可靠。

随后,通过FOF投研系统日常监控,风险控制模型辅助实施风险管控。FOF管理人动态跟踪资本市场变化,评估各类资产的风险收益特征,通过系统监控基金组合风险特征,采用各种风险控制模型达到管控风险的目的。

最后,在产品运作的不同阶段,根据不同的收益累积情况采取攻守兼备的操作。当前市场估值水平较低,长期配置价值突出;同时也考虑到短期市场的不稳定性,建仓期坚持稳健起步,控制回撤的整体思想,根据净值的积累逐步提高权益类资产比例至下滑曲线确定的长期配置基准比例。当产品运作很多年积累了丰厚收益,可以对下滑曲线确立的权益类资产配置基准做适当的向下偏离,守住前期积累的养老收益。