

# 坚信长远价值 风物长宜放眼量

## 2019年权益市场将破茧重生

□广发基金研究发展部研究员 张溢

投资中有两个看似南辕北辙的流派，一个是“趋势追随，永远不要逆大势而为”，另一个是“逆势而为，逢低买入”，前者的代表人物包括技术分析大师利弗莫尔，后者的代表人物是价值投资大师沃伦·巴菲特。研读两种学派的著作和案例会发现，从投资标的、时点选择、持有周期来看，“技术流”和“价值流”都有相当大的区别。

技术分析的理论基础在于对投资人行为模式的统计学分析，认为价格的波动往往大于内在价值的波动，主要是受交易层面追涨杀跌行为影响。技术分析认为，价格像流水，总是向着压力较小的方向流动，哪怕是基本面发生变化，在一定时间内也不能阻止价格的上涨。笔者认为，技术分析更适用于分析交易活跃度高，信息随时都会被价格反映的市场，例如期货市场。

价值投资的理论基础根源于经典的投资学，认为价格最终会回归标的内在价值——即未来现金流的折现值。而投资机会恰恰蕴含在价格偏离内在价值的时期中——你可以以更低的价格买到“好东西”，逆势布局。对于标的高度差异化，流通盘较小的股票市场，技术分析所需要的样本量不足，回归价值本身的投资策略更容易在长期中获得胜利。

### 寻因由，溯流而上丈量经济护城河——从竞争壁垒着手选股

《巴菲特的护城河》的作者帕特·多西是晨星集团股票研究部负责人，采用案例形式深入浅出地描述价值投资核心——经济护城河理论。

全书围绕着“经济护城河”而展开，即讨论确保企业在更长时间内为投资者创造更多的经济利润的核心要素。多西将护城河分为四种——无形资产、客户转换成本、网络经济和成本优势，并展开详细论述。



从财务指标来看，ROE和ROA是识别护城河存在与否以及护城河高低的综合性指标，但是需要更加深入的分析解读和更多客观数据描述才能得出最终结论，因为短期的高ROE可能产生自先优势，但是如果不能形成可靠的经济护城河，则很快就会随着竞争加剧而下降。

不过，确定了一家公司的经济护城河，并不代表我们找到了一个投资的好标的——过高估值的“好公司”可能比低估值的普通公司更糟糕。

### 比耐心，风物长宜放眼量——投资需要价值信仰

在一次次牛熊交替中，市场不断涤荡和锤炼投资人的信念，指引人们从关注短期的烈火烹油、鲜花着锦，逐渐过渡到重视企业的长期发展。2015年年中，千股齐飞，泡沫飞涨的牛市到了末期，人们从“买故事”的万丈豪情中冷静下来，其后两年，随着茅台、美的、格力等龙头公司股价大幅上涨，“价值投资”被频繁提及，投资人的注意力集中在行业和公司基本面。而回顾历史，从长期维度看，持续超越市场的股票往往不是当年的明星和牛股，也许只是温

吞但持续上涨的行业龙头。

多西的书中对于宏观经济的变化给股市带来的影响未多做着墨，宏观经济下行期，即使是拥有宽护城河的好公司也不免经历业绩波动和大幅度的估值下调。受市场环境的影响，人们容易受线性思维束缚，在市场景气时对短期的基本面好转过度乐观，也容易对短期的基本面恶化过度悲观，从而错误地对股票进行估价。

2018年，宏观经济小周期迎来拐点，在金融去杠杆等多重因素叠加影响下，市场从欣欣向荣的“白马崇拜”中快速转向对内忧外患的极度悲观，“戴维斯双杀”效应显现。即使是拥有宽护城河，过去持续快速成长的好公司，在业绩预期落后后跌势也非常凌厉。

经历一年的调整，沪深300等主流指数已进入历史低点区域，但基于经济周期下行和企业盈利下滑，很多投资人对新一年的市场依然抱着悲观的态度。笔者认为，在市场钟摆过度摆动的环境下，重新品读《巴菲特的护城河》，有助于我们在市场河流中披沙拣金。我们可以对照着重新审视自己的组合，经过市场洗礼后，持仓标的是否获得更大的市场空间？所在的行业是否迎来更好的竞争格局？放眼一到三年，公司经营的情况是否好于市场预期？

巴菲特所提倡的价值投资精髓是“逆势而为，逢低买入”。知易行难，投资的困难在于逆人性——我们需要建立长效的投资策略，并严格遵循这一策略的纪律。在当前市场极度低迷的环境下，我们更多的机会以便宜的价格买到拥有护城河的好公司。比起持续膨胀，毫无逻辑的“牛市”，或许理性的投资者更应该对百花凋零，草木枯萎的“熊市”更加心怀感激——市场非理性的下跌，正是我们未来的超额收益产生的要素。笔者深信，时间是价值投资最好的回馈。只要我们选择的是拥有经济护城河的好公司，并以便宜的价格买入，长期回报大概率不会差。



□鹏华基金宏观策略分析师 张华恩

全球经济从2017年同步复苏到2018年走向分化，2018年欧洲、中国、日本及多数新兴市场经济增速普遍放缓，但美国却一枝独秀。从历史周期看，全球经济共振走弱，美国很难长时间“独善其身”（历史上这种背离很难超过2年），2019年美国难以避免遭受全球其他经济体的拖累。

目前美国部分指标已呈现走弱迹象：一是金融条件收紧对地产成屋销售、核心耐用品订单的冲击，增速已开始见顶回落；二是税改刺激效应的消退，2019年对经济的拉动逐步走弱。

展望2019年，全球经济可能从2018年的分化再次走向同步，但大概率是进入共振下行阶段。美国经济走弱和美股波动加大，避险资产如黄金、日元等预计将相对占优，新兴市场（包括A股、港股）短期跟随美股有调整压力，但考虑估值相对低位，后期压力将有所缓解。相对2018年“强美元+强美国资产”的组合对新兴市场构成了巨大的资本流出压力，2019年这种格局的缓解，全球资金对于相对稳定的新兴市场或重新加大配置力度。

### 稳增长节奏开始加快

2018年10月托底政策已开始逐步推进，2019年地方专项债发行也将提前到1月开始，伴随前期项目储备，稳增长节奏开始提前。

货币政策方面，本轮金融去杠杆以来，国内金融条件快速收紧，实体经济的融资获得和融资成本均有所恶化。2019年经济增速面临下滑压力，为确保货币供应增长大体稳定，预计存款准备金率有进一步下调的必要（假设外汇占款全年持平或略负），全年预计将下调3-4次（每次50个基点）。基准存贷利率考虑信号意义和外部约束（尤其上半年）较强，预计下调顺位相对靠后，利率调整更可能会在银行间市场以下调公开市场利率的方式进行，12月TMLF已是调整信号。

财政政策方面，一是减税、降费稳定微观预期，激活微观活力。二是实施真正意义上的财政政策，稳住实体需求。预计以2017年为界，基建投资将告别接近20%的持续高速增长，未来回到个位数增速将为新常态。

2019年经济“前低后高”几乎已成市场一致预期：一是因为2018年上半年基数高，三、四季度基数较低；二是市场对政策稳增长仍有一定期待。2019年重要的政策观察窗口主要集中在一季度前后。

### 利率与风险偏好驱动新契机

展望2019年，破茧重生。2019年市场仍需突破两重“茧”：一是盈利继续下修的痛苦阶段，二是外围风险资产波动带来的拖累。但破茧之后，新的契机也将逐步酝酿。契机一在于经济压力倒逼和外部制约缓解，央行降准和公开市场利率调整，流动性进一步宽松；契机二为减税降费激活微观活力、部分改革措施落地；契机三在于资本市场政策的再平衡，交易层面更多回归市场，建设层面给予更多支持（科创板等）。中性假设下，预计上证50（价值）、创业板综指（成长）、中证800（全市场）均有望实现小幅正回报。

震荡市个股为王，主动管理再次凸显价值。指数缺乏系统性机会的行情下，自下而上精选个股的策略将更为有效，历史上类似行情（2010-2013年，2016年，2018年）均是主动管理型产品跑赢市场的阶段。2019年，主动管理类股票型基金相对市场有望取得更好的超额收益，预计全年股票型基金回报率中位数同样将较2018年有所回升。

风格趋向均衡，真成长弹性更大。2019年相对业绩、流动性与政策监管等利于成长风格，但需等年报商誉减值风险的集中释放，真成长公司弹性将更大。对于价值蓝筹，外资流入+资金青睐，预计同样有所表现。上半年在全球风险资产波动加大的背景下，避险类资产（黄金等）将受追捧。

行业策略上，优选景气度上行的重点子行业：上中游。周期景气度趋势向下，低估值高壁垒成长股价值初现，关注政策刺激受益板块阶段性机会+自下而上优质成长股；下游消费行业。重点关注养猪产业链、休闲食品、禽链、小家电、TMT行业。政策周期和企业转型，重点关注5G、游戏，精选个股。

## 《2018年中国资产管理行业报告》节选

# 海外养老金第三支柱建设的经验与启示

□泰达宏利基金管理有限公司·宏利金融

根据发起人的不同，海外养老金一般分为公共养老金和补充养老金。公共养老金是由政府发起设立并强制实行，以全民覆盖为目标，由政府设立专门的养老金机构负责管理和运营。补充养老金通常是由雇主或个人发起，包括职业养老金和个人自愿养老金，是对公共养老金的补充和保障。从发展趋势和国际经验看，补充养老金在个人养老保障方面将发挥越来越重要的作用。

### 海外养老金计划资产管理经验

补充养老金是多支柱养老金体系的重要组成部分，一般采用基金积累制，即参与者在在职期间通过自己和雇主的缴费建立养老金计划，委托给专业的资产管理机构，通过投资逐年积累，退休后再以积累的养老金和投资收益作为养老金补充，以提高退休后的保障水平。

从海外成熟国家补充养老金市场来看，大部分国家没有专门设立养老型产品，通常投资于市场上现有的金融产品，但也有部分国家或地区为引导投资者选择适合的长期养老投资产品，出台了相应的制度安排。比如美国401(k)计划中，一方面可选产品过多，投资者往往难以理解产品的风险收益特征导致投资者难以抉择使得养老金闲置，另一方面投资者因行为偏差等因素导致养老金投资与生命周期阶段不符等诸多问题，致使参与率较低，发展缓慢，未充分发挥补充养老功能。

为此，美国劳工部于2006年出台的《养老金保护法》中推出了养老金合格默认投资选择（Qualified Default Investment Alternative，以下简称QDIA），帮助投资者克服“惰性”和“选择困难”，引导将长期养老金投资于长期养老投资产品，以提高参与率。QDIA主要包含目标日期基金、目标风险基金和这两种策略相结合的一些特殊形式的产品。

### 目标风险参与者收益更高

目标风险基金是指投资人根据不同风险承受能力进行资产配置，在持有期间，投资组合的风险基本固定不变。根据风险等级不同，目标风险基金可分为积极型、稳健型和保守型。从积极型到保守型，目标风险基金的风险依次递减。目标日期基金则是根据不同投资者的退休年龄为时间节点，随着退休日期逐渐临近，其持有的权益类资产占比逐步下降，而固定收益类资产占比逐步增加。

目标风险基金通过结合不同相关性的资产类别，达成风险分散的效果，将投资组合的波动率维持在相对稳定的水平。宏利金融集团一项十年（2004年-2013年）的研究显示，目标风险基金能有效的便于投资者评估风险。目标风险参与者较倾向于选择适于他们年龄的投资策略，而非目标风险参与者无论年龄分组均较倾向于选择风险两极的（保守型与积极型）投资。

同时研究也显示，将所有缴费投入单一目标风险基金的参与者（目标风险参与

者），比选择其他投资策略的参与者获得较好的投资回报。在十年研究期内，目标风险参与者的平均年回报高出非目标风险参与者1.72个百分点。这样的回报差异，在40年的养老储蓄期间，期末累积的养老金差异将超过50个百分点。

### 权益类资产配置比例提升

养老金作为长期性资金，其长期投资能力主要体现在资产配置上。资产配置是养老金实现长期投资目标和控制风险的重要手段，发挥着控制风险和稳定收益的重要作用。从国外养老金投资来看，资产配置是核心，是影响长期投资回报的关键因素。从海外公共、补充养老金配置趋势看，有如下几个特点：

首先，权益类资产配置比例在逐渐提升。一方面，虽然公共养老基金更注重资金的安全性，但是养老金作为长期资金，在权益投资中，可以通过时间换空间减少波动，实现长期稳健回报；另一方面，在增值压力不断增加的情形下，公共养老金必须通过增加权益类资产的配置比例以提高收益率。

其次，另类资产占比逐步上升。金融危机之后，随着利率的持续下行、公开市场收益的走低，为了分散风险和获取更高的投资收益，补充养老金资产配置逐渐从传统资产类别向另类资产转移。另类资产投资具有长期投资回报高，与其他传统资产投资相关性较低等优势，对于规模大且具有长期投资特性的养老金资产来说，能提供更好的风险收益匹配。