

扩大能力范围 克服人性弱点

——查理·芒格的投资秘诀

□广发基金研究发展部 孙尔谦

查理·芒格曾经说过：“在投资领域中，若没做过扎实的阅读工夫，我不认为你可以成为真正优秀的投资人。”凭借广泛而深入的阅读，芒格不仅将其他领域的知识、概念迁移到投资领域中，还建立了研究中的100种思维模型以及lollapalooza效应（好几种力量共同作用于同一个方向）。

笔者研究了查理·芒格关于做人、生活、投资决策的经验总结，发现查理·芒格的成功在于其形成了一套科学的决策框架，并坚决执行这套框架，最终通过一次次的正确决策不断积累个人财富、形成良好的人际关系和更好的心态。

保持良好心态 努力扩大能力圈

查理·芒格的决策框架分两步，第一步明确自己的能力圈范围，只在能力圈范围内做决策；第二步，通过不断地学习和总结，扩大自己的能力圈。

针对第一步，芒格认为成功投资首先要拥有良好的心态，因为大多数人总是按捺不住，或者总是担心过度；良好心态包括有耐心、有大量的求知欲，如果能长期保持，则关注现实的能力将会逐步得到提高。笔者理解这段话的意思是，当你能逐渐认识到事物的本质时，你就会有足够平和的心态过滤掉短期波动，同时也有足够的底气坚守自己的能力圈，不需要再额外承担在那些看不懂的机会上的风险暴露。

针对第二步，如何扩大自己的能力圈，芒格着重讲述了他的多元思维模型。他认为，能力圈是你的知识储备和熟练掌握的常识，而知识不仅仅是单纯书本上或者你的专业本身，而是全市场各个行业的集合，有时他们在一起会形成非常强大的规模效应，即lollapalooza效应。

芒格把多元思维模型分为两类，一类来源于他认为可靠性很强的“硬科学”，如数学、物理学、化学、工程学、生物学等；第二类是他认为的软科学，虽然看起来不太可靠但同样重要，如微观经济学；同时他着重强调了心理学的重要性，认为这是一个在决策过程中重要性最被低估的学科。笔者认为，芒格提到的不同学科思维模型在研究中均有很好的应用。



例如，物理学的断裂点理论是关于城市与区域相互作用的一种理论。该学说认为，一个城市对周围地区的吸引力，与它的规模成正比，与它的距离的平方成反比。从定义看，断裂点是高度非线性性的，系统在某个点被“引爆”产生突变，一个很小的改变就会产生巨大的影响，即从量变到质变，而质变一旦开始不可逆转。断裂点现象在研究中同样得到应用。例如，2018年，某白酒品牌在安徽市场迎来爆发，此时距离该品牌进入安徽已接近十年，期间该公司一直在默默地做品牌和产品渗透工作，培养核心消费者和消费氛围。通过掌握“断裂点理论”叠加紧密的跟踪，我们能发现其到临界点前的一些征兆；或者退而求其次，在临界点到来之后，我们能更加确定地判断这一趋势已经不可逆转，进而转化为坚定的投资决策。

虽然查理认为微观经济学没有那么可靠，但微观经济学蕴含着世界运行和人性的基本规律，其中微观经济学中最经典的模型之一是规模效应模型。规模优势包括规模垄断优势和规模效率优势。在规模垄断优势中，代表性案例是日报。在美国，除了少数几个大城市之外，所有城市都只有一家日报，而当一家报纸拥有大量的广告和发行量时，慢慢就会出现赢家通吃的

局面；在效率规模优势中，连锁企业得到了较好地应用，例如，沃尔玛连锁店在采购上有巨大优势，叠加其还有一套完善的制度，以及其规模做大后，有足够资金去研发自身的系统，使其效率更高，能够取代小城镇的零售商，大企业在一定规模范围内，在采购、研发和运营效率上有巨大的规模效应。

克服人性弱点 认同坚守能力圈

查理认为心理学是最被低估的科学，尤其是在实际决策时，我们往往因为不理性的心理误区而执行错误的决策；而这背后都有心理学规律可循，通过了解这些心理学规律，我们可以努力地掌控他、规避他，从而更好地执行决策框架。

查理一共总结了24+1条误导人的心理倾向，最后一条就是经典的lollapalooza效应，即通过几条不同的错误形成的协同效应，最终自我强化或弱化到极致。例如，避免不一致倾向。从生理和进化角度，避免不一致倾向能帮助我们应对外界的变化时快速做出决策，形成肌肉记忆；但也容易惰于思考和迭代，形成路径依赖。在生活中，我们发现，改掉坏习惯难于养成好习惯，因此，最好从一开始就养成良好的生活、学习和思维习惯，如定期锻炼、终身学习、批判性思维等。

同样，还有社会认同倾向，即从众心理，如果一个人自动依照他所观察到的周围人们的思考和行动方式去思考和行动，那么他就能把一些原本很复杂的行为简化。而且，这种做法往往是很有效的。因此品牌消费品企业紧紧抓住这一点，利用明星代言人的形象，突出产品的品牌和效果，通过利用同龄消费者的社会认同心理，吸引其购买自身产品和服务，形成消费氛围带动更多销量。

可见，正确的利用这些心理能帮助我们提高效率、规避错误。笔者相信，通过学习查理·芒格等投资大师的理念和经验，我们能形成一套正确的框架去认知事物运行的逻辑，扩大自己的能力圈；能有效地克服并利用自己的弱点，心态平和地坚守自己的能力圈；最终形成自己的决策体系并坚决的执行下去，真正从内心认同价值投资的理念和思维方式。



□南方基金 杜才超

2018年，债市走出了一波牛市行情。对于2019年的债券市场，笔者预计上半年宏观经济和货币政策环境都对债券市场较为有利，利率进一步下行的动能依然存在，债券价格仍有上涨空间，债券基金将有较好的表现。

从海外来看，全球经济增长的均衡性已经下降，一些主要经济体的增长速度可能已经触顶，货币环境收紧、新兴市场脆弱性加大等不利因素造成全球经济增长面临下行风险，复苏进程将受到阻碍。预计2019年全球经济增速将放缓，美国同其他经济体的增长差异将逐步收敛。考虑到外部环境具有不确定性，预计2019年外部需求对国内经济的拉动将会较2018年减弱。

从投资端来看，地产方面随着三四线城市棚户区改造高峰过去，三四线城市的需求景气将在2019年明显回落。预计地产投资以及新开工面积增速均会在2019年出现下降。基建投资方面，预计在各项政策推动下，2019年基建增速将加快，但受制于资金来源和地方政府积极性约束，基建的反弹力度可能有限，上行空间需要关注专项债发行量和发行节奏。

通胀方面，预计2019年CPI总体走势前高后低，PPI中枢预计继续回落，边际上取决于国内限产力度和石油价格。综合CPI和PPI来看，2019年通胀水平不高，如果PPI超预期下行，则GDP平减指数会显著走低。

综合来看，预计2019年全球经济增长趋缓，国内出口和消费继续下滑，投资取决于基建的边际拉动。结合通胀来看，2019年名义增速大方向继续向下。大类资产配置方面，经济下行压力增大，通胀水平不高，宏观环境仍然整体有利于债券资产。

利率债方面，中长期下行的时间和空间都还存在，但短期受到地方债发行提前影响，或存在一定挤出效应。此外，经过2018年四季度快速大幅的下行，利率债绝对收益水平已经显著低于历史均值，进一步下行的空间可能会受到限制。信用债方面，年初信用债配置需求较高，前期信用债下行节奏较利率债偏慢，存在一定利差收窄的空间，目前来看仍具有较强的配置价值。

在具体投资策略方面，笔者建议关注以下几方面：第一，关注投资信用债为主的基金。由于当前利率债绝对收益率处于低位，下行空间有限，利率债波段操作的难度有所加大，上半年信用利差、期限利差压缩或许会成为债券基金收益贡献的主要来源。预计2019年信用债基金收益会高于利率债基金和货币基金；第二，关注攻守兼备型的债券基金。2019年虽然是债券牛市下半场，但由于绝对收益率处于低位，预计波动会有所加大，2018年大比例投资10年期及以上债券的策略在2019年将面临较大的波动风险。操作上应控制组合的久期风险，以防出现类似2016年的牛熊转换。第三，建议投资者选择经历过完整牛熊周期的基金经理。只有经历过牛熊周期，才能更深刻感觉到牛市下半场的风险因素，并做好相应的应对措施，避免组合在风险来临时出现大的回撤；第四，建议投资者选择风险控制较好的基金公司。

白酒板块中长期仍具配置价值

□招商基金全球化投资部副总监 侯昊

年初以来的白酒行情持续强势，截至2019年2月19日，中证白酒指数年内涨幅达到24.6%，在各行业板块中均处于领跑地位。白酒板块在经历去年下半年的回调后重新强势崛起，笔者认为，春节是传统的白酒旺季，加上QFII等外资推动，带来了今年以来白酒板块的估值修复行情。对于后市，短期来看，需要进一步观察白酒行业供需的相关情况；中长期而言，白酒板块估值依然不贵，主要龙头企业2019年动态估值在16-17倍，拉长视角来看仍有修复空间，在外资持续流入预期下，白酒板块仍有中长期配置价值。

业绩和外资双重助力

在经历去年下半年的回调后，白酒板块重新强势崛起。笔者认为，当前白酒板块的表现主要基于三点原因：其一，白酒板块基本面相对确定，多数符合市场预期。近期，白酒板块上市公司业绩捷报频传，多家公司发布业绩预增公告，首张年报成绩单净利润同比增长138%；其二，增量资金主导，1月份北上资金净买入创单月新高，而在MSCI所有板块中占比11.66%的食品饮料板块最为受益；其三，在行业景气度和业绩确定性下，经历过前期回调的白酒板块估值和股息率都具有相对吸引力。

结合春节前后各地调研情况，白酒春节销售整体符合预期，价格带两端的高端和中档酒表现尚可，次高端在高基数和高目标下有一定压力。现阶段来看，白酒行业呈现企业积极、渠



道谨慎的特征。今年各家企业均制定了2019年两位数增长的计划，但是应该看到在面临四季度库存微增、涨价预期下降后，渠道经销商尽力保持正常库存的措施，不可避免带来的结果就是品牌竞争加剧后的表现分化；高端和百元以下较好，次高端承压，价格整体回落；酒厂加大费用投放力度，主要酒厂均增加了渠道和终端的费用投放力度，让利消费者，刺激渠道进货积极性和消费需求。总体来看，回款情况普遍达到春节既定的比例，一季度报表增长有保证。

中长期仍存配置价值

短期来看，我们维持旺季消化高增长预期

的行业判断，行业高增长目标预期仍需1-2个旺季消化，后续需继续跟踪淡季库存及批价情况，关注直营渠道放量、营销改革等可能发生的重点事项。3月份迎来年报及糖酒会验证，如果白酒全年估值修复空间被压缩，板块超额收益空间可能会不及预期。

对于波段操作的投资者来说，需要进一步观察供需的相关情况。春节后白酒企业的基本面即将进入验证期，到底是真旺还是虚火，还需要从企业回款环节向终端动销环节验证。后续还需要进一步跟踪白酒行业真实需求情况，以及龙头企业是否、何时及如何通过增加直销比例放量，不排除短期存在回调和不确定事件的可能性。

中长期而言，虽然今年以来白酒板块涨幅已经相当亮眼，但白酒板块估值依然不贵，主要龙头企业当前动态估值在16-17倍，拉长视角看仍有修复空间。同时，在外资持续流入预期下，白酒板块中的主要龙头股作为确定性更高的高分绩优标的，或将持续获得外资青睐。因此，整体来看，白酒板块中长期仍存配置价值。

对于普通投资者，如果对白酒板块的动销数据、产业政策不甚了解，不熟悉行业轮动的模式和风险，想长期投资消费板块尤其是白酒板块较好的方式是定投估值。时间会证明消费板块长期的盈利能力和估值提升空间，白酒是一个不断向龙头集中、品牌效应不断放大的行业，强者恒强的逻辑下一定有好公司能够享受企业盈利和估值提升的溢价，好公司在未来大概率也是好公司，选好赛道，坚持下去有望获得超额收益。