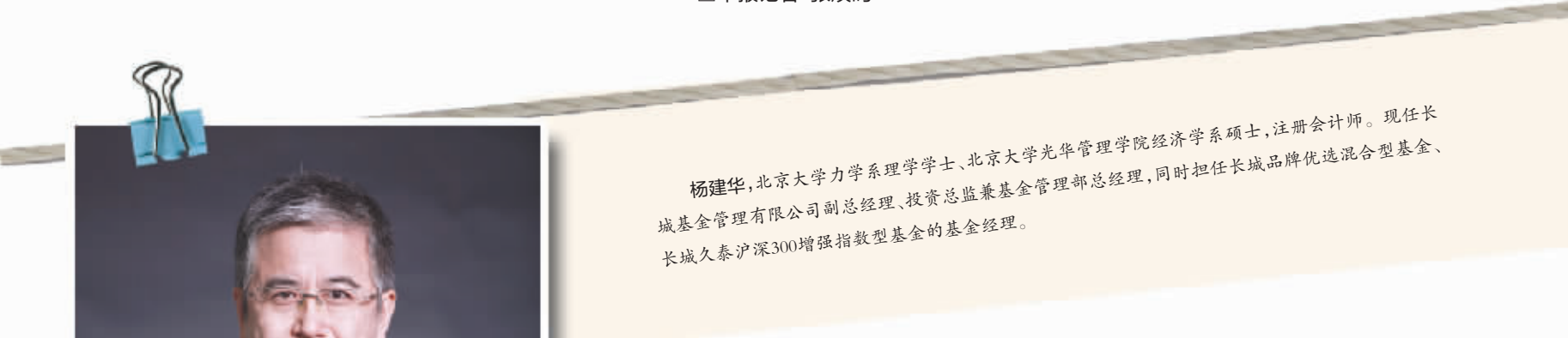


杨建华:长期投资的春天正在来临

□本报记者 张焕昀



杨建华,北京大学力学系理学学士、北京大学光华管理学院经济学系硕士,注册会计师。现任长城基金管理有限公司副总经理、投资总监兼基金管理部总经理,同时担任长城品牌优选混合型基金、长城久泰沪深300增强指数型基金的基金经理。

生态改善 春天将至

近年来,A股市场的整体投资生态发生了很大变化。在杨建华看来,首先是A股IPO发行日趋常态化。在这样的背景下,“真正质地优秀的企业会成为稀缺资源,也会促进整个资本市场格局的变化。”

杨建华指出,如果未来注册制进展积极,同时退市制度严格落实,整个资本市场一定会变得更加成熟、规范。在监管的引导与规范化的要求下,上市公司自身也会严格要求自己,类似于壳股炒作、忽悠式重组等侵害中小股东利益的现象就不会出现。

“因此,从大的发展趋势上来看,投资者的注意力一定会向真正优质的企业集中。将来,投资就是买好的公司,而买好的公司就是买优质的企业经营者。”杨建华说,整个资管行业会进一步回归本源,回归价值投资,回归基本面投资,这实际上是利好主动投资者的。

另一方面,杨建华认为,随着MSCI指数、罗素指数等国际指数和QFII额度的扩容,以及A股市场的不断开放和北上资金的持续流入,A股市场在世界范围内的影响力不断提升,将给A股的市场格局带来不容忽视影响。长期来看,中国对外开放的大趋势会持续,外资对于中国这样体量的经济体的关注度会持续提高,投资中国的权重也会越来越高。外资加仓A股的规模越来越大,一定程度上也影响着A股的投资生态。外资的配置主要集中在蓝筹股以及行业龙头股,以具有核心竞争力的品种为主。这种偏价值的投资偏好,也在逐渐影响着A股投资者的认知。

展望2019年的市场,杨建华表示,2018年A股市场深度调整是多种因素共振的结果,包括国内经济面临下行压力、外部扰动因素、汇率波动、金融去杠杆背景下暴露出来的信用违约、股票质押爆仓等等。站在去年年底的时点来看,市场普遍预期这些因素难有好转的迹象,市场情绪较为悲观。但投资机会往往就孕育在一致的悲观预期中。“一方面,一旦这些悲观因素出现了缓和或进展好于预期,那么对于市场来说,就有可能转化成为一种利好;另一方面,外资的持续流入确实在带来增量资金。”

“在一个预期悲观的市场环境中,增量资金的流入往往意味着有很大机会出现估值上的修复。A股市场有很多具有全球竞争力的企业,所以还是有很多的机会的。”杨建华表示。

坚持定投 长线投资

20年来,公募基金行业投研体系越来越完善,产品线布局也越来越全面。然而,不容忽视的事实是,虽然公募基金整体规模快速上升,但真正权益类产品的比重却有所下降。同时,虽然有部分权益产品业绩优异,但是真正赚到钱的投资者似乎并不多,投资体验的提升空间也很大。

为什么会出现这样的情况?在杨建华看来,这一方面与不少投资者“追涨杀跌”有关,另一方面也与基金公司的发展模式有关。历史上,每当市场处于底部的时候,大家往往不愿意买基金,反而在市场处于顶部的时候蜂拥而至;与之相对应的是,公募基金“好发不好做,好做不好发”的情况也一直存在,在市场和基金经理业绩好的时候,产品发行量提升,基金公司也有动力借机做大规模;在市场和业绩不好的时候,投资者纷纷赎回,基金发行也陷入低谷。

杨建华坦言,虽然经历了这么多轮的牛熊转换,这种现象仍然屡见不鲜。尤其是权益类产品,发行最好的几次都出现在牛市的顶点。

如何改变这种状况?杨建华认为,机制的引导与投资者教育非常重要。

杨建华表示,近年来,行业在反思,监管也在引导。比如公募力推三年封闭期的基金产品,也是希望通过锁定投资期限,让投资人长期持有,被动减少犯错几率,从而获得更好的投资体验。在监管举措方面,则加大市场开放力度,扩大QFII额度,鼓励发行锁定期限较长的养老FOF产品等,都是希望引入更多的长期投资者,引导市场参与各方树立长期投资理念。

“总的来说,基金行业还是要继续坚持不懈地做好投资者教育,鼓励投资者坚持定投,长期持有。”杨建华表示。

价值长跑 大巧不工

复盘A股多年以来的K线,历史上围绕估值的剧烈波动屡见不鲜。在这其中,贪婪与恐惧使得不少投资者迷失方向,盲目操作,最终亏损严重。杨建华认为,波动背后是人性使然。即使是在所谓成熟市场的美国,2000年前后互联网泡沫时期,也出现了太多超出想象的疯狂。

如何在接近20年的时间跨度中,长期为客户创造收益?杨建华坦言,方法并没有什么特殊之处,就是要坚定地走价值投资的道路,赚企业盈利增长的钱。

“股票投资的收益归根结底来自于上市公司的业绩增长,而非股价波动。坚持投资那些业绩持续增长的公司,才会持续带来收益的增长。”杨建华表示,股价短期内的大开大合,如果放到一个更长的时间周期中,则会显得不那么重要。

而价值投资的前提是选择优质企业。那么,如何找到好公司?

杨建华表示,挑选好企业并不是一件容易的事,做投资这么多年,也并不能保证自己不会看错股票。言谈之间,能感觉到他对投资本身始终抱有的敬畏之心。在他看来,挑选好企业的方式可能是千变万化的,标准也可能不尽相同,但做好企业研究依然是最本质的方法。他认为,做企业研究没有秘诀可言,还是要从最基本的证券投资学、财务管理、企业经营以及行业研究等方面做综合研判。一般而言,他会从财务报表、卖方研报等途径发现线索,“优秀的企业首先一定会在财务报表上显现端倪,例如较高的ROE(净资产收益率)、毛利率等特征。”

多年的投资是否会形成特定的投资偏好?杨建华坦言,相对会偏好发展模式透明、业绩增长路径清晰、盈利比较容易预测的企业。在此基础上,选择一些ROE比较好、内生增长状况较好的公司,尽量规避那些概念很多、发展前景看似广阔但业绩兑现路径不清晰的企业,以及那些需要频繁再融资,或者需要持续依靠外在补贴的企业。

企业产品的核心竞争力也是杨建华关注的重点。对于重视研发投入的企业,他会更加青睐,而对企业市值并没有特别强烈的偏好,并不完全排除小市值公司,但会更倾向于选择流动性好的公司。

在他看来,牛股一般出自“消费”。他表示,长期来看,所谓真正的大牛股,无论是从投资理论或者投资经验来看,更多还是来自于消费品种。

按照这样的选股逻辑,一些传统意义上的蓝筹白马股会成为杨建华组合持仓中的重要标的。在他的持仓中,有不少都是来自于白酒、家电、汽车等行业内针对大众消费市场的品牌企业。回溯历史来看,品牌消费确实为他的基金净值贡献良多,例如2005年-2006年的家电、白酒以及2016年以来的蓝筹股等。

当然,“估值也很重要。”杨建华表示,通常情况下,即使再优秀的企业,如果估值过高,也要谨慎对待。但他同时表示,估值高低并不是绝对的。如果是初创性质的企业,例如国外的创新药公司,在前期研发阶段可能没有盈利,一直处于融资阶段,但一旦药品研制成功,则可以很快消化高估值。

关于估值,杨建华认为,有时市场会受到投资者情绪、风险偏好等非理性因素影响,导致优质公司的股价遭到错杀。但“真金不怕烈火炼”,一旦市场回归常态,优质公司的价值就会凸显,股价也自然会迎来修复,“选择估值出现修正的时机介入,赚估值修复的钱,也是一种价值投资。”

从业近20年,杨建华坦言,每个季度、每一年都做到市场排名前列确实很难,他也从不会去押宝某一板块,而是选择坚守投资理念,稳健应对每一次风格转换。

“尽管短期来看,业绩排名可能不是特别靠前,但如果坚持正确的理念,长期来看一定会有比较好的结果。”杨建华表示。

“投资是一场马拉松长跑”、“做时间的朋友”,在股票投资市场中,这些耳熟能详的话语似乎总在人们耳边萦绕,但真正能做到的人并不多。

时间是最公平的。Wind数据显示,在可统计的1917位公募基金基金经理中,基金经理年限超过10年的有60人,占比不足3%。而超过14年的仅有5人,长城基金副总经理、股票投资总监杨建华在其中排名前三。

从业绩来看,杨建华掌管的投资组合的年化收益率也位于全行业前列:几何平均年化收益率排名行业前8%,算术平均年化收益率达到22%,排名全行业第5位。

更难能可贵的是,杨建华从2001年起一直任职于长城基金,可谓不忘初心的典范。

行船A股,历经多年风浪,杨建华始终奉行大道至简的投资理念,大巧不工。而以接近20年的时间刻度来衡量,也证明了价值投资的理念颠扑不破:“从基本面出发挖掘优质企业,赚企业盈利增长的钱,看得更长远一些。”

对于资本市场的发展,杨建华表示,随着监管部门的持续引导和规范,行业的不断反思和进步,以及外资流入带来的投资生态格局的重塑与改善,他相信,长期投资的春天正在来临。