

■ 高端访谈·知名基金理论市系列之一

【编者按】2019年以来,A股市场迎来估值修复行情,赚钱效应明显,市场人气高涨。经过一季度的上涨,市场热点将如何变化,科创板等制度创新将如何影响投资?针对市场关心的热点问题,中国证券报记者专访多位资深投资人士,帮助投资者把脉市场走向。

邱国鹭:价值投资“数月亮不数星星”

□本报记者 王辉

邱国鹭,高毅资产董事长兼CEO。具有20年基金业投资管理经验,曾任南方基金管理有限公司投资总监和投委会主席、普林瑟斯资产管理公司基金经理、奥泰尔领航者对冲基金合伙人、美国韦奇资产管理公司合伙人等职,所著《投资中最简单的事》及合著《投资中不简单的事》均曾登上金融投资类畅销书榜首。



规避五个价值陷阱

中国证券报:在具体选股方面,你做价值投资更偏向于什么样的个股?

邱国鹭:对于我来说,选股一定要有产业思维,要找那种能够“一美遮百丑”的,而且要够便宜。因为“只有买得便宜才能卖得便宜”,否则就只能等到有“更大的傻瓜”愿意以更高的价钱买你的股票,这就变成一种“博傻”的游戏了。但是也不能是基本面很烂的公司,那样又会掉入价值陷阱。比如,优质银行股过去三年就比同行业其他质地普通的银行股多涨80%到90%。我投资是数月亮,而不去数星星。我更愿意在那些比较成熟的行业中挑选胜负已分,而且赢家的竞争力量明显且可持续的这种“月亮”。尤其对于许多变化太快的新兴行业,可能“天上的星星有几千个”,要去判断哪个星星会变成月亮,对于我来说可能就在能力范围之外了,这个太难。我是属于比较后知后觉的,一直比较“迟钝”。相对于寻找“能够改变世界的公司”,我更愿意寻找“不被世界改变的公司”。

另一方面,长期来看,任何一个市场发展到最后,其实龙头公司的优势都是越来越明显的。特别是在当前的高科技时代,各种现代化科技手段对于提升大公司的管理效率会有极大的助力。随着产业互联网的推进,“大中台、小前台”会是不可逆的趋势,只有龙头公司才有实力投资强大的技术中台,从而保持规模效应和效率优势,这一点在类似中国和美国这样的大型经济体中表现得更加明显。

目前我主要看好的领域,还是集中在金融地产、品牌消费、先进制造这三大板块,以

及消费升级、产业升级两个主题。而且我个人认为,目前A股市场的大金融板块、优秀的银行股和保险股,依然被市场显著低估。

中国证券报:你提到规避价值陷阱,那么哪些是价值陷阱?

邱国鹭:最近几年我对于规避价值陷阱,也有了更多新的认识。规避价值陷阱的核心还是要认识清楚,便宜只是必要条件而不是充分条件,不能仅仅因为便宜而去投资一只股票。如果将时间拉长,你就能发现,其实基本面的作用才能决定时间是不是你的朋友。具体而言,规避价值陷阱应当注意以下几个方面:

第一,了解公司所处的行业是不是夕阳行业;第二,如果公司所在的行业是周期行业,那么不能是处于行业的景气顶点;第三,不能有不诚信的企业管理人,或者在应收账款等财务方面有会计欺诈的迹象;第四,公司基本面不能很快被外部科技变化所颠覆;第五,公司不能处于一个高固定资产的产能过剩的行业。这些价值陷阱我们比较早就总结出来了,但是最近几年也在不断加深认识。价值投资人有时候也会被“便宜”吸引,误投价值陷阱。

最近几年我看好很多高估值的优质金融股,也正是规避价值陷阱的一个体现。因为金融是一个15倍杠杆的行业,每一个错误都会被放大15倍,很多估值看起来较低的金融股只是“假便宜”。所以,一定要规避那些表面看起来便宜的公司,而要真正认识到一家公司的内在价值。最近几年,随着对产业认识的深入,我们在这方面有了进一步的成长。

估值 流动性 基本面

中国证券报:今年以来A股市场从2018年的低迷中快速复苏,对本轮行情的短中长期运行如何看?

邱国鹭:我本人对A股市场中长期的看法还是比较乐观的。我很少做短期行情的判断,更注重的是分析背后的逻辑:市场的现状是什么?影响市场最主要的因素是什么?市场是怎么到这里的?我分析市场主要看三个方面:估值、流动性和基本面。

举个例子,2018年年底A股的估值已经接近上证综指在2005年998点和2008年的1664点的估值。一般来说,A股在高估值的时候,如果又碰到流动性收紧,就会出现熊市;如果是低估值的时候碰到流动性放松,就会出现牛市。就基本面来看,短期内基本面的波动估计不会特别大,今年下半年可能会逐步企稳回升。一般来讲,基本面的变化都会落后于政策的改变和流动性的放松。2018年A股市场之所以表现不太好,关键就在于2017年和2018年上半年经历了长达18个月的去杠杆,A股市场的流动性比较紧张。但流动性政策的拐点其实在2018年6月就出现了,当时央行说去杠杆取得阶段性成果,要从去杠杆转向稳杠杆。我比较看好的金融板块在去年7、8月份就已经见底了。券商是最晚的,大概在去年9月底到10月份就见到底部了。有的优质银行股虽然去年12月份出现一次补跌,但都没有创新低。流动性政策的放松,真正力度加码是在今年的1月份。

所以做市场判断,我觉得最关键的还是分析清楚市场是怎么走到这里的、现状是什么样的、主要影响因素是什么。这样你就知道了去年为什么跌,今年为什么涨。这其中虽然许多投资者的关注点在于中国的贸易环境变化,但其实这个因素只是对市场情绪有负面影响,对去年实体经济的影响是很小的。

另一方面,历史研究也显示,A股的市场其实主要是由剩余流动性决定的。所谓剩余流动性,就是货币供应量的增长超过名义GDP的那部分。所以,我对A股中长期比较乐观的原因,主要还是基于当前市场估值比较低、流动性是从紧往松走。如果未来流动性经历了长期的宽松,政策开始收紧,可能就要谨慎一点了。

过去五年间,A股经历了三轮大起大落,资管行业大浪淘沙,最终沉淀下来一批优质的基金管理人。高毅资产在2015年初正式发行产品,近五年经历市场从5000点到3000点的反复震荡,五年磨一剑,成为市场公认的头部落私募。公司发展引人注目,不失为值得研究的标杆企业。日前,高毅资产董事长兼CEO邱国鹭接受了中国证券报记者专访,分享了过去五年高毅资产在投资方法和公司管理等方面的心得体会。

谈到市场判断,邱国鹭认为,基于对当前市场估值比较低、流动性由紧往松变化的分析,市场中长期前景比较乐观,但是他不做短期择时,主要追求通过选股获取收益。邱国鹭在国内长大,曾在美国读书和工作多年,对中外资本市场及经济社会均有深刻了解。从历史的角度观察,他对中国经济长期前景一直保持乐观。他曾在2018年下半年表示“对股市前景不悲观”,较早看好金融板块。在2019年1月市场信心处于低谷时呼吁“站在历史的角度看没有过不去的坎”,“相信中国经济的韧性”。

在行业偏好上,邱国鹭的思路是“数月亮不数星星”,在比较成熟的行业中挑选胜负已分、赢家竞争力明显且可持续的“月亮”,是典型的价值投资风格。他这几年以及未来几年一直看好金融地产、品牌消费、先进制造三大板块,以及消费升级、产业升级两个主题。

更好的研究能够带来更好的回报

中国证券报:高毅的特点之一是投资实力强,从第三方排名来看有很好的表现。根据格上研究中心、私募排排网等第三方数据统计,对比2015年-2018年这三年各家大型私募的情况,高毅资产整体表现突出。高毅是怎么做到的?有什么经验可以分享?

邱国鹭:高毅过去几年取得了一些成功,主要是体现了人才的价值和制度的力量。当然,运气也占一定成分。

高毅平台上有六位经验比较丰富的基金经理,平均从业年限约20年,每个人都有自己的成熟稳定的投资体系和擅长的投资领域,长期持续地做投资、做研究,充分发挥了人才的价值。我们用一套符合基金经理需求、符合持有人利益的机制,将优秀的基金经理团结在一起。同时,高毅作为一个平台,以服务基金经理为导向,提炼基金经理需求的共同点,然后在运营、市场、客服、研究、交易、合规、风控等各个领域聘请能力较强的专业人士来负责,让基金经理能够把90%以上的时间专注于投资。

顺着规律做事,就会比较轻松。至于取得的成绩,都是水到渠成的结果。我们并不比别人高明很多,我们只是在自己的能力圈范围内尽量精益求精地做事情。

中国证券报:优秀基金经理都很有主见,把他们“和而不同”地聚起来,高毅是怎么做到的?

邱国鹭:核心在于创造一种“求真知”的文化,我们希望创造出研究型机构的文化氛围。高毅有多位经验丰富的基金经理,我们能够从深度产业研究和自下而上的角度,对任何一个事物、一个行业、一个公司、一个新的科技,进行多角度、全方位的研究和讨论,有可能更快、更深、更远处认清一个投资对象的本质。投研团队中间经常进行激烈讨论,从来没有任何行业,我们所有人的观点一致,但是在观点的碰撞中,真理越辩越明。每个行业都有一两个人懂得更多一点,可以互相取长补短。

同时,我们又会保持决策的独立性,在整个平台之上,共同研究,独立投资。有一句话是这样说的:对知识分子最好的管理方式就是不管。在高毅平台上,每位基金经理对于自己仓位多少、买什么不买什么,在风控允许范围内,都有充分的决策权。

我们在共同研究中可能知道对方喜欢什么,却不知道对方买了什么,我经常是在上市公司季报后看到媒体报道,才知道某位基金经理持有的是什么股票。但是这些股票可能只是因为市值小所以才使得基金显示在十大流通股中,它们真正占基金净值的比例可能很小。

我们追求深度研究。对于我们而言,研究要有广度,但更要有深度,“宁打一口井,不挖十个坑”。“更好的研究能够带来更好的回报”,这是我们强调的一个主张。