

刘彦春:独立思考 只赚能力圈内的钱

□本报实习记者 余世鹏



刘彦春,北大管理学硕士,现任景顺长城基金总经理助理、研究部总监兼股票投资部基金经理,曾有券商卖方研究经历和博时基金等买方从业经历。

投研体系初长成

从2002年进入投资圈算起,刘彦春的从业生涯已有17年。与多数基金经理路径类似,刘彦春最初是在卖方担任研究员。千禧年之后,恰逢中国人世,内地资本市场在对外开放中迎来新一轮扩容,优秀的投研才俊,则成为各大机构竞相争夺的对象。很快,刘彦春就去了外资背景的香港中信投资研究有限公司。

日后来看,这段经历恰是刘彦春“自下而上”投研框架的源头所在。

“刚进公司的几个月里,就是自己动手搭建财务模型,主要是运用三张报表,然后专门有人来指出错误,我再进行修正。”刘彦春对中国证券报记者回忆说,当时建模和写报告很辛苦,但这却让他对企业经营的理解有了迅速提升。“当时A股市场的研究还没开始做模型,但外资机构在定价上比较讲纪律,而且看得比较长期。一直到现在,我都很受益于当时打下的基础。”

财务模型是对企业“成本-收益”的直观量化,在这基础上,刘彦春很快就建立起基于资本资产定价模型(CAPM)的价格判断视角。

在西方古典金融理论中,CAPM模型颇具开创意义,其从统计学中导入“方差”和“期望值”对投资风险与收益进行数量刻画,认为市场的期望收益是无风险收益加上风险溢价(即期望收益与“贝塔系数”存在正相关关系),只有当投资者预期风险资产的期望收益可弥补风险时,才会持入该风险资产。该模型兴起于20世纪60年代,至今仍是主流资产定价(如公募基金评级)的理论基石。

在刘彦春看来,回归CAPM模型并用常识来指导交易,是在错综复杂的市场环境中保持专注的不二法门。

“资产定价模型是最基础的投研框架。企业未来的现金流、无风险利率的变化、风险偏好的变化等因素,都可以纳入该分析框架。”刘彦春说,CAPM模型会提供一种多因素思维,能有效避免因单因素波动带来的操作失误,“不少投资人或散户投资者,很多时候只看单一指标,如企业经营景气好一点就买,差一点就卖,这个就很容易出错。”

不仅如此,刘彦春还基于丰富的实战经验,逐步构建起个人投资能力圈。

他对记者直言,长期看市场会存在较好的获利机会,但有时会因情绪化和阶段性的错误操作而发生亏损。因此,“我们不仅要建立起基础的投研框架,还要具备很好的逆境抗压能力。在面临各种噪音,甚至一些看似很专业的建议时,一定要有自己的独立思考能力,做好能力范围内的事。”

这在他对宏观分析的谨慎态度上,表现得尤为明显。他对记者说,他是自下而上的投研路径,宏观并不是交易的主要因素。“宏观分析做到真正理解或深入认识,并不容易。我更多的是用宏观来指导微观,很少把某个宏观预判当作构建投资组合的主要因素。因为微观是高度分散的,即便出错也不会对整个组合造成毁灭性打击。”

资本市场乱花迷眼,欲求长期盈利者,要懂知识,更需有智慧,因为“知识的岛屿越大,无知的海岸线就越长”。优秀的基金经理往往深谙“知止后得”之意,他们自省、节制、睿智,基于自身禀赋一步步廓清能力圈,然后在圈内辛勤耕耘,直至浇灌出一朵又一朵时间的玫瑰。

在这方面,刘彦春表现出足够的恭谦和敬畏。然而,这并非一蹴而就,漫漫路上,他也曾交过学费,夜半梦醒辗转反侧。回看来路,既有风雨也有晴,而今迈步从头越,只是脚步更从容了些。

2005年,刘彦春从卖方转战公募,正式开启买方投资之路。14年来,A股历经牛熊跌宕,刘彦春走在这条路上,自然是“既有风雨也有晴。”“刚管钱的时候,越不懂的领域越敢买,因为很难看到它的风险。”刘彦春对记者说,管理产品组合有很大的压力,历经大涨大跌后往往容易失眠。“经常会半夜醒来,一醒来就想到组合里的一只只股票。”他回忆说,2011年时市场信用紧缩,但年初的产业开工景气度很好,大家就基于简单判断往周期板块里冲。“当时我们持仓的股票表现很差,于是就调仓买进周期股,但很快就发生亏损。”

“总是交了学费才会有认知。”随着交易经验的不断增加,刘彦春逐渐意识到,影响标的涨跌的因素很多,但就自下而上框架来说,最终要回归到标的定价上来。“我不会因为它是一个热门题材就去买,更多要看它在

只在能力圈内获利

微观经营层面的决策是否合理,定价是否已超过了现阶段发展,以此来调整组合去适应风险偏好。”同时,刘彦春特别提到:“我的组合没有特别的标签,更多是基于对财务指标、估值和 risk 的理解做出选择。但切记不要太贪心,想清楚你的能力圈,在这范围内赚到钱就好。”

如今,在10多年市场交易基础上,刘彦春将投资分为两类。第一类是通过提高公司的经营效率为股东实现回报。“如果公司经营得好,净资产也会不断增厚,这必然会推动市值扩张。因此,盈利的过程也就是陪伴公司一起发展的过程。”刘彦春还对记者分享了看公司的方法论。他首先会看这个行业的容量,(在容量前提下)如果行业的竞争格局相对稳定,他认为优势企业的扩张一般也是可以持续的。“只要他的发展是有效率的(比如主业能力和市场地位足够支持企业发展),我们都

愿意做他的股东,但会对企业的跨行业经营能力保持谨慎态度。”

第二类投资则是通过估值波动获利,比如买入估值20倍的标的,希望到25倍卖掉获利,但也有可能跌到15倍。刘彦春表示:“这需要对宏观趋势、大类资产配置和市场风格驱动力有很强认知,还涉及流动性、监管环境等各个方面因素,操作起来并不容易。”

刘彦春认为,长线投资者应该把更多精力放在第一类投资上,因为其风险相对可控。“在向下周期中,盈利的增长未必能抵消估值的收缩,但一旦周期回到一个均衡水平,基本就能连本带利还给你。拉长长时间看,通过公司的经营提升可实现不俗回报。”刘彦春释然般地说:“我现在只愿买熟悉的东西,我知道它的风险在哪里。也正因为这样,我现在的睡眠质量好很多了。”

以高成长股稳健盈利

权益市场持续震荡反弹,但企业的经营层面并没发生变化,只是市场的预期和 risk 偏好正在发生变化,市场估值也因此改变。”刘彦春分析,今年3月份PMI重返扩张区间升至50.5%,从经验来看,今年3月份的PMI回升幅度比往年要大。“综合各种领先指标来看,这轮经济企稳是比较确认的,社融数据也延续回暖趋势。”

刘彦春观察到,经过一段时间的修复,A股市场估值已基本回到合理水平,市场整体 risk 溢价也回到历史均值状态。“但一般来说,市场不会停留在中间位置,还会继续摇摆。因此,这个阶段的投资决策不能完全考虑估值扩张因素,它有可能进行两侧波动,甚至会使市场进入一个长期不赚钱乃至亏损的状态,所以要重新聚焦到企业的基本面上来。”刘彦春如是说。

“整体而言,今年的选股难度会比去年小很多。”刘彦春说,从过往经验看,各类投

资主题会在估值扩张阶段盛行,如近期的工业大麻、边缘计算之类行情。“这些题材与企业经营业绩并无明显关系,我的风控能力不足,所以不会参与这轮行情。但随着估值持续修复,行情会重新聚焦到企业基本面。我们会继续做好风控,从企业基本面出发,把组合做得更加稳健些,适当降低集中度。”

同样,稳健风格还体现在他对排名的看法上。他对记者表示,他的公募组合基本上是出于绝对收益考虑。“我更多是考虑如何让组合更好地表现,进而增加持有人回报,主观上不去追求排名,或者说不因排名因素去改变投资思路或调整组合。”刘彦春说,“我会买入具备高投入产出和高成长潜力的企业。这类企业经营有效率,一般会持入并长期持有。但本质上我追求的是合理回报,并不要求一个组合一年能赚到50%或60%的高收益。在 risk 可控情况下,有15%的回报也是令人满意的。”