

# 刘彦春:独立思考 只赚能力圈内的钱

□本报实习记者 余世鹏



## 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,恰逢中国入世,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。”

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。

## 只在能力圈内获利

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

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、估值和风险的理解做出的选择。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

美籍哲学家艾茵兰德曾这样评价财富,她说“财富是一个人思考的产物,但却不会听命于配不上它的大脑。”而另一方面,人类所谓的理性思考,很大程度上只是基于自身成长、经验和环境的“有限集合”。因此,刘彦春“在能力圈内获利”所表现出的恭谦与对市场的敬畏,则散发着价值投资者向往但国内又相对稀缺的“保守主义”光芒(保守主义是20世纪欧美主流思想传统之一,指对理性与核心原则的“保卫”和“坚守”,并非“抱守残缺”之意)。

数据显示,刘彦春现掌管基金资产规模约90亿元,任期的最佳回报已超过100%。就今年而言,得益于市场的持续反弹,刘彦春旗下的4只产品累计收益均在45%以上。其中,景顺长城内需二号混合与景顺长城新兴成长混合的近三个月收益分别为48.16%和47.66%,同类排名均进入前25。

“从去年10月见底以来,

权益市场持续震荡反弹,但企业的经营层面并没发生变化,只是市场的预期和风险偏好在发生变化,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,市场整体风险议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。这类企业经营很有效率,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。在风险可控情况下,有15%的回报也是令人满意的。”

**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。**