

将资源和精力放在投资回报最高的领域

□鹏华基金权益投资二部总经理
王宗合

查理·芒格曾说：“如果知道我会死在哪里，那我将永远不去那个地方。”从研究到投资，从自己做投资到管理部门，从业13年间，看了很多基金经理的沉浮。这是一个淘汰率高又很残酷的行业。为什么这么多经过严格训练、非常优秀的人才，竟然也会有这么高的淘汰率，投资这件事情，很值得反思和警醒。

在投资中“活着”很重要

纵观国内外股票投资，被历史长期验证的规律性的、可重复的、成功的理念方法其实是很少的。如果将全市场的投资策略画成一个二维坐标，竖轴代表长期、中期、短期的基本面；横轴代表市场情绪，可以将两个维度之间所有范围视为不同的投资策略，比如预期差投资、信息差投资、博弈式投资、趋势投资、GARP策略等。投资中应避免那些大量的、没有被验证过的、出于自己主观的判断和想法衍生出来的投资策略，那是容易“死人”的地方。在少数被历史长期验证的规律性的、可重复的、成功的理念方法之上，再看执行这种方法、理念需要匹配什么样的认知能力、执行力和能力圈，在执行过程中，哪个地方容易“死人”，避开容易“死人”的地方，去获取成功的投资。

笔者在投资初期也曾阶段性尝试过不同的策略，包括自然轮动、解读市场情绪、逆向投资等，之后才逐步形成现在相对成



熟的理念。在管理组合时，笔者的优先策略是选择严格符合巴菲特和芒格标准的股票，即高壁垒、ROE可持续性强、有显著的复利效应，然后长期持有。次优策略是投资三到五年可以看到明确趋势的公司，其中最好还有逆向因子及较好的成长趋势，估值也要足够便宜；如果估值较高，基本面就要足够优秀，不会在高估值上赌成长。

选择有持续赚钱能力的行业和公司

回顾美国资本市场的发展历程可以发现，当市场进入存量经济以后，大概只有20%的股票在引领市场，有显著的正回报，其余80%的股票对指数贡献较微。存量经济的含义是，只有头部行业、头部公司在推动经济上行。美国进入存量经济时代后，

引领市场的牛股主要集中于两类，一类是以人群为核心，赚全世界人的钱，比如苹果等；另一类是赚创新的钱，比如医药、科技行业。目前中国还有一个具有明显优势的制造业，制造业走向全世界过程中将带来较大的市场增长空间。

在我国过去三十年的增量经济中，各行各业都有发展机会，但随着我国开始进入存量经济，A股市场必然会呈现“二八分化”，只有头部行业、头部公司才会持续为投资者赚钱：首先，对行业、个股的精选，要筛选领先行业和龙头公司，龙头行业和公司的共性在于拥有较高壁垒，未来盈利的稳定性、波动性的可预测性非常强；第二，在投资的行业和上市公司中，相对于市场平均水平，必须做到研究领先，要做到公募基金业中数一数二

的研究能力；第三，对上市公司估值衡量要非常严谨，做到不被市场短期情绪波动所左右。

坚持自己的投资理念

唯有经历过市场长时间考验，形成成熟、坚定的投资理念和方法的人才有机会穿越市场牛熊，收获长期胜果。在A股，符合强壁垒、ROE可持续性强、有明显复利效应的标的凤毛麟角，同时还受限于每个人的能力圈。对于部分优质公司而言，高壁垒和持续性都会具有很强的持续性，投资逻辑不会轻易破坏。但是很多通过次优策略筛选的个股，“卖点”出现的信号往往是其中期基本面逻辑失效或高速成长期已过，这时可能就要考虑卖出。

在巴菲特和芒格看来，一只好股票最好是没有“卖点”，其核心思想就是“买卖同源”。对于一只股票，你可以一直用壁垒、持续性、复合回报率等指标去判断，只要它的ROE仍维持较高水准、始终具有很高的壁垒，且盈利持续性强，能够看到明显的复利效应，就不能因为短期估值过高而卖出。正如巴菲特一直强调，市场定价对他来说并不重要，因为它内心对于企业有着自己的定价。

规律的往往是简单的，简单的往往是长久的，长久的往往是很难坚守的。市场或风和日丽，或惊涛骇浪，在其中航行的我们，既要听得惯风的温柔，也能听得惯风的怒吼。无论是“取巧”或“守拙”，愿我们都能找到投资的胜利之匙，实现自己的梦想与意志，成就有价值的人生。

扩大能力圈 以绝对收益为长期目标



□建信基金 邵卓

股票市场是个复杂的系统，股价由短、中、长期的各种因素共同作用并驱动。价值投资者、趋势投资者、交易高手都可以从这个复杂的系统中找到可复制的盈利模式。也正因如此，做好投资又确实不是件简单的事情。

从长期来看，宏观经济周期所处的位置在相当大程度上决定了A股整体走势，同时可能的政策应对也将对股市产生阶段性影响，毕竟逆周期政策调控是对市场惯性方向的一种反作用力。中观上，对30余个行业的基本面研究，决定了行业比较的结果和行业轮动的顺序，进而通过组合的配置结构决定了基金管理人能否在市场排名中脱颖而出并取得相对收益。从短期来看，市场心理和交易策略又是影响交易效果的关键因素，理解市场、把握金融规律才能使交易对最终收益产生正贡献。

发挥机构投资者优势

三个层次上的积累是机构投资者能力圈建设的关键。宏观经济变量多而且经常互为因果，想在这个层面获得超越市场的判断，对投资人员专业能力的要求很高；但同步市场预期去理解宏观经济以及政策应对的底层逻辑，是机构投资者的优势。中观层面的行业比较，可以通过周期、消费、金融地产、TMT等板块划分来归纳总结；在流动性总体水平一定的情况下，各个板块之间基本斜率的比较结果，决定了各个行业板块之间的此消彼长；对数量众多的行业基本面进行跟踪、判断、比较，也是机构投资者投研优势体现最充分的环节。交易技巧的训练，相对不依赖机构投研团队的配合，在相对独立的维度上对业绩表现起作用，则是机构投资者第三个层次的积累。

投资首先是面对一个变化的世界，机会、挑战乃至乐趣都来自于变化。对变化的捕捉来自于对行业和上市公司生命周期所处阶段的认知，在此基础上形成对上升空间和上升斜率的判断，进而形成对投资机会量级上的判断。

某种程度上，所有的股票都可以看成是周期股，因为除了基本面因素以外，股票都必然同时受到流动性和市场情绪的影响，这些因素都有周期起伏的特点。

结合当前A股市场，长周期能做出判断的趋势包括：人口老龄化的开始、工程师红利的延续、消费升级和消费品全国性市场的形成、外资持续流入对A股估值结构的影响等。相对而言，5G对通信和消费电子领域的带动、猪周期、甚至最近一轮房地产周期，都是中周期上的一些重要因素。

不变的方面，主要来自从变化的市场和股市中抽象出来的应对规律，比如价值股、成长股的估值方法和投资逻辑表面上区别明显，PB/ROE、PE、PEG、PS等，但本质上并没有太大差别，都可以统一到自由现金流折现模型中去，在企业基本面上，股价和估值方法的变化更多地来自流动性和风险偏好的波动。以同理心来理解市场不同群体的行为特征，保持谦卑的心态和对低估值的偏好，也是在充满不确定性的市场中提高胜率的永恒要求。

以绝对收益为长期目标挖掘阿尔法

虽然刚经历了一季度市场整体的快速上涨，但我们认为这主要是对2018年大幅下跌的正常修复，市场整体并没有进入高估值的泡沫状态。立足当下，内部经济状况转稳，给深层次机制和制度改革创造了机会，这种变革有望带来全要素生产率的提升。沿袭这个脉络，在科技创新和产业升级方向受益的科技研发和制造业领域，都能找到空间大、能力强的优势品种。另一方面，在制造业竞争力恢复的局面下，消费升级的空间将会被进一步打开。

基金持有人的真实潜在需求应该是以绝对收益为主。基于“自上而下”和“自下而上”相结合的投研体制优势，争取挖掘更多的阿尔法，重视对回撤的控制，实现绝对收益的长期目标。

敬畏市场 用三年时间定义优势企业

□博时优势企业A拟任基金经理
王俊

弹指一挥间，今年已经是笔者在证券市场上拼搏的第11年，公募基金行业的核心是受人之托、忠人之事，客户把钱交给我们，是希望我们能够帮助客户努力争取最大的收益，同时尽可能地规避风险。所以，笔者对自己的核心能力定位是持续地战胜沪深300，或者市场宽基指数，这样从长周期维度看，能够最大化地享受复利回报，享受长期投资的优势。

三年维度吸引力显著

从历史统计发现，沪深300在10-12倍市盈率之间时，一个完整的三年里面获得正收益的概率大概是87%，而平均每年的收益率大概有9%；而当沪深300在12-14倍市盈率的时候，一个完整的三年获取正收益的概率大概是60%，而这里面平均的收益率也是差不多9%，所以在当下这个时点上股票是不贵的，获取正收益的概率是比较大的。（数据来源：Wind，截至2019年4月12日）

我们的投资环境是在持续改善的。第一，经过改革开放40年的不断演进，A股上市公司的质量相较以前有了明显的提升，整体投资环境也有了比较大的改善。不论是硬科技的引领，还



是软实力的创新，国内都涌现出一大批全球领先企业。

第二，监管对于投资者利益的保护也是历史上前所未有的。目前监管层明确表态，未来的监管要尊重市场规律，这意味着中国证券市场监管模式将发生根本性转变，A股未来投资环境和投资者保护机制都在趋于改善。

第三，随着外资不断增配A股、资管新规等规定不断促进银行理财通过净值化模式投资权益市场，以及企业年金等资金的入市规模不断提升，越来越多的投资周期更长、预期回报更低的中长期资金正在加快流入A股，这些都将有助于市场长期稳定发展。

三维选股

在做投资决策的过程中，笔

者一般从三个维度去思考：买的股票好不好？买得贵不贵？整个市场在发生怎样的变化？

投资特别需要做的事情就是在估值上作比较。第一，从风险溢价和股票的估值角度来看，要思考当下环境是否有利于支撑估值。第二，从历史上来看，估值是怎样波动和变化的，而这些波动的背后蕴含的行业增长和商业模式的变化是需要理清楚的。第三，需要做跨行业的比较。事实上，我们一直强调估值理念背后是有着核心的逻辑——相信均值回归。

基金经理的压力来自于内部和外部，仅是不同周期的业绩排名就常常让人神经紧绷。有人说，成熟的基金经理和一个老练的德州选手一样，需要

懂得如何赢得投资者的信任。所以笔者也有着自己特别坚守的“底线”——不懂的股票坚决不买。2015年的时候笔者刚开始管理公募基金，对新经济行业的准备并不充分，导致业绩排名一度落后，这在竞争激烈的基金投资圈是一件让人焦躁不安的事情，有人会选择踩着热点追一波，但对于我来说，不懂的东西是坚决不会去买的，组合跑输了可以归咎于能力问题，但如果是自己不懂的东西却跟风去买，我觉得是投资品行的问题。

《投资最重要的事》对我的投资理念影响颇深，虽然已经精读了两遍，但还是经常会拿出来翻看，这是价值投资里面一本重要的颇具实战性的书籍，里面强调了很多在投资过程中要坚守的ABC原则，也是我要坚定去做的。

这个行业需要持续学习，这很符合人类发展的规律。有人说，投资的结果=认知能力的变现+运气，我比较认同，也一直在努力扩大自己的认知，从更广的角度上去思考。最近我在听一门课叫《医学通识》，帮助我补充知道这门生意做什么怎么做，不同于周期品种等比较容易了解的行业，医药行业有点复杂，因素比较多，所以可能需要从最基础的东西开始。