

价值投资是一场人生的修行

□广发消费品精选基金经理 李琛

十多年来的投资经历,对我的性格产生了潜移默化的影响:我的思维模式更加理性客观,我的心态更加淡定从容,排除短期市场波动等外在因素的干扰,倾听自己内心深处的声音。

十多年的基金经理工作,也是我在投资领域的一场修行。牛熊更替、风霜雪雨,我逐渐领悟到价值投资的真谛,投资理念变得更加成熟,投资框架变得更为完善。在选择投资标的时,更加重视企业的长期价值,更加关注投资的安全边际,努力让每一笔投资从企业价值低估的角度出发,在时间的河流中收获价值回归带来的收益。

搭建契合自己的投资框架

价值投资理念在海外已有多年的实践,并涌现一批长期回报可观的投资大师。刚入行时,我潜心阅读投资大师的著作,发现他们总结的经验非常实用。例如,巴菲特谈“好生意”和“护城河”,强调以合理的价格买入最好的公司;塞思·卡拉曼强调安全边际,买入价格越低,安全边际越大;费雪执著于成长型投资,看ROE、看管理层、强调集中投资。

这些投资大师的思维偏自下而上,他们关注如何选公司,很少提到宏观经济的研究。刚开始担任基金经理时,我也向大师学习,自下而上选择好企业持有,希望这些企业可以穿越牛熊周期。但在投资实践中,我发现宏观经济有自身的周期性,在趋势向下的市场环境中,好公司也无法抵御宏观大势的波动。例如,2008年、2011年、2015年下半年就属于市场系统性风险较大的时期。基于此,我意识到,A股投资不能忽略周期性,需要将自上而下宏观分析与自下而上优选企业相结合,把周期性的因素贯穿在投资的全过程和各个层面当中。

第一层是自上而下对宏观经济环境的判断。每一年,我们要对宏观经济的状态进行深入分析和研判,包括经济增速的变化、市场流动性、市场风险偏好等。如果经济增速下滑,股市整体表现不会太好,就需要做好仓位控制。

自上而下配置的第二层,是做行业基本面对比。历史来看,A股比较有效的是做景气度周期。很多投资者喜欢在行业高景气时买股票,但



我更喜欢景气度底部复苏的周期或者是从小到大的周期。这是因为处于景气复苏底部的公司,估值相对便宜,安全边际更高。同时,企业盈利改善,长期向上空间较大。例如,2015年白酒处于景气度底部复苏期,行业下滑趋势变得平稳,盈利逐渐走出低谷。

第三,自下而上选公司。公司也有自身的周期,如产品周期、库存周期等。再好的公司,也会有经营中的高景气度和低景气度。因此,我们要对公司产品做出判断,是否处在新生阶段还是老化阶段;是否有新的产品放量还是产品已经成熟。笔者更偏好于选择那些有新产品放量,处于新的上升周期的品种。而如果产品已经老化,估值又比较高,通常不会列为关注标的。

形成一套成熟的投资理念

如果说搭建契合自己的投资框架是多年积累的经验之一,那么,树立成熟的投资理念也是我迈向专业投资人的关键一步。

还记得刚入行时,我与大多数新手基金经理一样,都是以相对收益思维为主。这种思维方式有两个特点:一是投资偏向于博弈,喜欢追热点的行业板块,往往会对某些高景气度的板块进行较高比例的配置;二是选择品种偏向于高弹性标的,例如,同一个板块中更偏好市值较小、短期增速更高的标的。

在市场环境向好时,采用相对收益的思维,基金短期业绩往往表现较好。但在市场出现波动或者行业景气度向下时,会导致出现比较大的亏损。慢慢地,我意识到从相对收益出发有两大弊端:一是组合的风险暴露较高。盈亏同源,高收益意味着组合的风险暴露较高。二是组合的净值波动较大。每年追着市场热点走,在行业和热点之间进行轮动,很难做到在每一个板块都踩准节奏,基金净值容易大起大落。

更重要的是,跟着市场走很容易脱离自己的投资框架,也与自己所秉承的以好价格买好公司的投资哲学不符合。经过反复思考,我认识到,如果将投资时间拉长,不太在意短期的东西,更重视企业的长期业绩,最终获得的收益率也会比较稳定。因此,我在几年前开始转向用绝对收益思维做投资,追求在风险可控的范围内去获得稳定的收益率。

投资理念的转变,不仅体现在我的投资意识中,也反映在基金组合的配置上。首先,我会更注重持仓股票的风险收益比。巴菲特一直强调“本金安全”这个道理,我做资产配置和个股选择中,都会时时提醒自己,到底承担了多少风险,组合的风险收益比如何,这些动作能不能保证本金安全。

其次,配置最优秀的龙头公司。从基金组合看,我管理的基金持仓主要以龙头公司为主,细分行业中的三四线公司很少。当市场从底部上行时,中小型公司的弹性的确更大,但这些企业的增长质量以及可持续性仍需要审慎研究。因而,我更愿意选择最优秀的公司进行配置,追求确定性更高、持续时间更长的价值成长。

第三,敢于在股价高估时卖出。最好的公司也有自身的成长周期,从数据回溯来看,优质企业长期业绩增长确定,但在行业景气周期和企业自身库存周期影响下,估值和股价还是会有较大波动。而我的目标是追求绝对收益,因此,当一家企业处在景气高点,价格大幅偏离价值时,我更愿意选择留存收益,避免净值“坐过山车”。

十二年来牛熊更替,十二年来初心不忘。于我而言,这不仅是价值投资理念的塑造,更是一场人生的修行,时间是投资最好的朋友,也是修行路上最好的老师。

把握MSCI 纳A核心“基”会



□银华MSCI中国A股ETF基金经理 周大鹏

A股逐步国际化是不可逆转的潮流。5月14日早间,MSCI宣布,将指数中的中国大盘A股纳入因子从5%提高至10%。26只A股将被纳入MSCI中国指数。其中,同花顺、爱尔眼科等18只来自创业板,这是创业板股票首次被纳入。此番指数审议结果将在5月28日收盘后生效。

MSCI如期扩容,除了为A股带来增量资金以外,也会对A股的投资文化造成潜移默化的影响。MSCI是一家具有全球影响力的指数公司,入摩是中国对外资本市场开放的一个标志性事件。MSCI纳入A股分步走,也意味着外资流入会是一个长期的主题性投资机会,MSCI中国A股指数是捕捉该机会的较好标的。

在MSCI指数家族中,共有四只“纯A”指数。其中,MSCI中国A股指数是最全面的、是MSCI中国全股票指数中的所有A股股票(剔除不在互联互通机制下的)。而MSCI中国A股国际通指数,跟踪被纳入MSCI新兴市场指数的那部分股票。中盘A股今年11月份才会首次被纳入20%,因此目前只有大盘A股。

MSCI中国A股ETF所跟踪的指数成份股均为已纳入和未来将要纳入MSCI指数的股票,是未来外资流入的重要标的,截至4月8日共有386只,以大中盘的行业龙头和优质成长股为主,其中231只与沪深300指数成份股相同,141只与中证500指数成份股相同,兼顾价值与成长风格。

近期港交所宣布设立MSCI中国A股股指期货则进一步为外资继续进入中国市场提供了便利和保护。随着国际投资者不断增加对A股的投资,他们的风险管理需求日益迫切,推出MSCI中国A股指数期货,符合其“有保护地买入股票”的投资习惯,能够让他们更加放心地投资A股,同时也增加了外资机构投资A股的可能性,有利于引导长期资金入市。

外资机构考核期较长,价值投资的理念较为浓厚。MSCI在推出MSCI中国A股指数的过程中,与外资机构做了反复沟通。外资机构认可该指数作为MSCI旗舰指数的定位。17年来,外资对股市的投资文化形成了潜移默化的影响,不同行业之间的PB-ROE关系在逐渐收敛。

来看两个重要指标,第一个是股息率。MSCI中国A股近12个月股息率为2.51,高于中证500的1.38、沪深300的2.46。股息率是一段时期(一般是一年)总派息额与当时市价的比较。如果每年公司的股息率是稳定的,股息率就可类比为银行利率、债券利率,可以提供稳定的分红收入。由此可见,MSCI中国A股成份股基本面良好,具有持续稳健增长的潜力,即符合海外基金长期配置需求,也是值得普通投资者长期持有的标的。

第二个是ROE。MSCI中国A股2018年度、2019年一季度的ROE分别为11.95%、3.23%,均高于中证500、沪深300。ROE是净利润与平均股东权益的百分比,反映股东权益的收益水平,用以衡量公司运用自有资本的效率。ROE越高越好,代表公司可以用同样的股东权益赚到更多的钱。

对于普通投资者而言,ETF产品非常高效便捷、低成本,具备多重投资优势。首先,可以无缝跟踪指数走势。其次,通过组合投资分散风险。再次,费率低,充分降低交易成本。

坚持正确体系和方法赢得长期收益

□汇丰晋信大盘基金、动态策略基金 基金经理 郭敏

投资是一场旷日持久的修行。而大家在“比抗压力,赛耐力,拼勤奋”的同时,方法体系却是投资的核心要素。就类似于各种前沿科技,如无人驾驶、人脸识别、人工智能等的核心是算法,有合适的算法才可能有新的突破。现代科学发展得如此迅速复杂深入,大家会发现单兵已很难突破,需要各方协调合作才能慢慢有小的进展。投资亦是如此。

过去良好的业绩归功于统一的体系以及方法流程,以PB-ROE(估值-盈利)体系为核心,期望为投资人持续打造“可解释、可复制、可预测”的业绩。如果坚持正确的体系和方法,相信将会赢得长期可持续的超额收益。

四字概括投资理念:逆向+趋势

在投资决策中,笔者更强调面临的风险在哪里,而不是去看能获取多少收益。最后的业绩是一个结果,并非事先决策的过程。如果尽可能的将风险考虑清楚,长期收益就不会差。

PB-ROE其实是一个强调风险的体系,内核是风险,而非收益。通过框架体系,能清楚地知道组合承担了哪些及多大的风险。这里说的风险,是指一种广义的风险,不仅仅是市场下行风险,还有上行风险,以及大小盘风格的风险、行业超配低配的风险、个股的风险等。

PB-ROE其实是一种逆向价值策略,通过相对更低估值、更高盈利的“价值”带来保护。通过PB-ROE的全市场散点图和回归线,能更清楚地了解到投资的个股是否被市场错误定价。我所说的逆向投资,精髓并不在于择时,更重要的是选出被市场错误定价的股票,并等待



其均值回归。可能有人会质疑,这些被错误定价的股票如果涨不起来或者行业属性很差怎么办?这其实需要结合对中观行业和“自下而上”个股基本面的研究,会大概率改善均值回归的“时间”以及“幅度”问题。

在趋势方面,主要是看行业趋势。现在笔者判断行业的好坏主要看供需差和竞争格局。首先是尽可能找到有十年左右长期趋势的好行业,这些好行业的特征往往供需差很大。比如地产、白电、消费电子等行业就有这种特征。如果找不到10年的,3年也可以。其次就是行业自身的竞争格局,龙头公司的护城河是否足够强,是否占有足够的市场份额,类似于一些品牌消费公司和互联网巨头都属于护城河很强的企业。如果这些公司在周期内市占率不断增大,就很可能成为牛股。未来我们也会继续致力于寻找

这类个股。

自下而上寻找高性价比资产

当前,市场由于内外部因素的影响调整较多,从市场的风险溢价角度来看,各大指数的风险溢价又重新回到历史均值上方。从中期的角度来看,笔者认为当前权益类资产的性价比比较高。从基本面出发,今年整体的宏观环境以及流动性好于去年,比如2019年一季度社融总量和增速均好于去年,整体货币中性的环境明显好于2018年去杠杆的货币环境。从企业盈利角度,2019年二三季度或是企业盈利增速的低点。从A股资金面来看,由于A股纳入MSCI指数且权重不断提高,使得外资加快流入A股市场。

正是由于A股整体基本面与流动性好于2018年,因此,虽然有国际关系的不稳定因素扰动,但不看空市场,如市场出现极端估值,则是中期布局机会。从3-5年的周期来看,目前权益资产是最有吸引力的资产之一。

在行业和板块偏好方面,目前我们会从PB-ROE角度,“自下而上”去寻找具备风险收益比的资产,如周期性行业,尤其会重点关注技术和成本已经形成壁垒的公司;对于成长行业,会关注市场空间及技术壁垒;对于金融行业,更看重估值/盈利的性价比;对于消费行业,更关注品牌和渠道带来的高ROE的持续性。相对来说,从PB-ROE角度,目前偏好新能源、TMT、金融等行业。我们会选择PB-ROE点阵图拟合线以下的一些股票,同时希望这些股票的ROE在15%以上、PE在15倍以下。接下来再衡量ROE的情况,若ROE水平可以维持并且未来成长前景可视,那么这样的股票就会成为较好的标的选择。