

赚企业成长的钱

# 追求长期稳健的绝对收益目标

□博时基金 蔡滨

目前宏观经济、企业盈利增速仍处下行趋势,尽管呈现出结构性差异或机会,但整体偏弱;市场估值处于历史均值以下,横向国际比较也处于低位;流动性方面,货币政策相对宽松,资金仍将长期流入市场;市场情绪处于偏谨慎的状态。笔者认为,虽然权益市场短期底部振荡的概率较大,但随着改革转型推进和产业周期的变化,A股中长期可以更乐观,关注企业的成长性机会。

理解成长 关注企业成长性

企业发展通常要经历创业、成长、发展、壮大、成熟到衰减的全过程。在二级市场做偏成长的投资,和一级市场创投是完全不同的投资逻辑。二级市场上的成长更准确的是投资企业青壮年时期的成长,比较明确的特点是:成长的天花板较高、在收入或利益端有较好的名义增速、产品或商业模式相对竞争对手有优势、这个企业或行业的成长对社会发展有正贡献。

投资就是要为持有人获得收益,这个收益来源不应该主要来自交易、市场主体或是市场对个股的错杀和误判,而应该来自于企业市值增长的钱,即企业成长所带来的价值积累、提升。笔者认为,要持续从产业升级和改革转型方向挖掘优质投资标的,在分析框架中关注成长公司的天花板,也就是它的成长空间。

在投资中,要保持对行业个股的持续研究,看到成长性。除了成长之外,要从整体上进行研判,关注合适的价格,并在进行持续跟踪后构建组合。

整体来看,国内经济下行压力及外围市场波动,使得权益市场短期底部振荡的概率较大,但随着改革转型推进、产业周期的变化,权益市场中长期可以更乐观。笔者认为,A股相对于全球市场较为便宜,一些优质企



业也具备更好的成长性。因此,2019年的机会相比2018年依然较多。

投资就是为相信买单

投资说到底就是为相信买单,对笔者而言,投资逻辑来源于四个相信:相信产业发展趋势的力量,相信企业家精神,相信市场是长期有效的,相信时间的价值。

相信产业发展趋势就是相信行业与行业之间会有不同,相信企业家精神就是相信企业和企业之间会有不同,这在投资中反应为行业的比较、行业的周期分析,以及在企业个股精选上。同时,也要相信市场是有效的,市场最终会给发展良好的企业、优秀的公司合适的定价和价值的体现。而这个价值的体现需要用时间来实现。笔者认为,这也是“四个相信”作用到投资的全过程。

从宏观层面来看,劳动力成本上升,人口老龄化是我们需要面对的现实,这些方向会带来包括智能制造、医疗设备等投资机会;未来可能要更多关注新能源的发展,会涌现出环保等方向的一些行业或者公司机会;信息技术的进步是持续的,这些不仅带来To C的消费需求,包括新媒体、电商等行业,未来对于To B信息化和工业化的结合也是智能制造、产业升级、制造业升级的助力,这些方向也会有更多的投资机会涌现。

笔者认为,从产业升级和消费升级方向出发的优势企业的投资机会是经济发展到这个阶段的必然结果,未来需要有新的产业驱动力,以创新技术驱动、研发驱动、工程师红利驱动、品质消费驱动、品牌消费驱动这些方向的一些产业都将会在未来有更多的发展机会。

关注组合风险收益比

关注优势企业投资机会的过程中,也要注重组合风险收益比。在找到行业优质公司后就要回归合适的风险收益比,笔者表示,即使找到优质公司,在价格不合适时也不会买或拿着不卖,而是要在组合调仓时,适时平衡风险收益率。这就要遵循两个原则,一是看错了公司投资逻辑,要迅速止损或止盈;二是实现了投资逻辑,个股风险收益比不再具有吸引力,则要止盈。

其次,调整风险收益比预期也较为重要。近年来随着市场的变化和经济发展的阶段变化,面临高质量的增长,很多行业的增速都在放缓。就笔者而言,可能以前想赚20%或者更多的年化收益率,而目前因为整体的经济环境,发现只要确定性足够高,其实10%-15%的年化收益率也不错。关注风险收益比的同时,投资中也要适当保持行业分散、个股分散,当然,分散投资可以减少风险暴露,这对于组合的回撤控制是有效的,但也会减少组合的弹性。

把握指数基金  
“扩容潮”内核



□建信基金 叶乐天

中国市场上第一只指数型基金诞生于2002年,迄今已有17年的历史。经过多年来的发展,指数基金逐渐受到投资者的认可,市场蓬勃发展。Wind数据显示,截至2019年6月底,中国市场的指数基金超过650只,总规模超过8300亿元。那么,如何在数量众多、类型多样的指数基金中“优中选优”,找到适合自己的那只基金呢?

指数基金本身具有策略透明化的特点,因而受到投资者的青睐,那么它的评价体系也应该是透明的,方便投资者进行比较和优选。目前,市场上对于纯被动指数型基金的评价指标主要是跟踪误差,而对于指数增强型基金的评价指标则是跟踪误差与超额收益。

每只指数基金都有自己明确的基准指数,目的就是为了让基金最大限度地贴近基准指数的表现。通常,基金表现与基准指数间会表现出很高的相似性,相似性的高低用“跟踪误差”来衡量,跟踪误差越低,相似度越高。指数基金的管理人在构建投资组合时,会购买该指数的全部或部分成分股,并力图使投资组合的变动趋势与基准指数相一致,以取得与基准指数近似的收益率,也尽量避免管理人由于主观判断的偏差导致基金表现异于指数表现的风险(也是一种“主动风险”),尤其是基金表现落后于指数的风险。所以说,跟踪误差越大,也就意味着基金持有人承受的风险越大。

而衡量指数增强型基金的标准除“跟踪误差”外,还有自己独特的评价指标,即超额收益。投资者有可能不满足于收益仅仅与指数持平,指数增强的“增强”两字就体现了投资目标的变化——不再仅仅被动跟随,而是要力争战胜指数。顾名思义,超额收益是指基金收益超越基准指数的部分。超额收益越高,代表投资者除指数收益外,获得了更多的额外收益。但是,要获得超额收益就意味着投资组合必须与指数构成之间保持较明显的差异,就是要承担“主动风险”。对于指数增强型基金而言,承担的这种“主动风险”是有约束条件的,体现在跟踪误差必须被限定在一定范围内,这样,即使基金管理人的主观判断出现偏差,基金的实际表现落后于指数,但由于上述约束的存在,也不至于相差太远。

投资者在选择指数基金时,可以首先考虑市场状态以及自己对后市的判断。如果投资者看好某些主题、行业或者板块,可以在对应的指数基金之中进行选择。

针对纯被动指数型基金,可以参考基金历史的跟踪误差,选择跟踪误差较小的基金。换句话说,可以把基金的净值曲线和标的指数的曲线叠加在一起,两者贴合越紧密越好,因为这样的基金通常可以更好地满足投资者预期的配置需求。

针对指数增强型基金,则需要综合考量,既要看它能否像预期中战胜指数,也要看它能否稳定地战胜指数,即超额收益平稳积累,超额收益的波动率没有大起大落。整体而言,投资者需要衡量基金在战胜指数时,承担了多少风险——相同超额收益之下,跟踪误差越小越好;相同跟踪误差之下,超额收益越大越好。有个通用的指标可以衡量跟踪误差和超额收益的关系,叫作“信息比率”,就是用超额收益除以对应期限的跟踪误差。信息比率越高,意味着基金在承担同等“主动风险”的情况下取得更高的超额收益,所以信息比率越高越好。投资者可以依据上述三个指标的过往表现,选出适合自己投资偏好和风险承受能力的指数基金进行配置。

目前,国内的指数基金市场正在逐步完善中,主要的风格指数、行业指数都已有不少对应的产品,指数基金正在向热点主题、ESG以及不同的Smart Beta策略类型完成进一步的覆盖。在不久的将来,相信会有更多不同风格、不同类型的指数基金出现,为投资者提供费用低廉、运作透明、纪律性强的投资工具,满足投资者更多元化的资产配置需求。

# 资产价格运行是资产价值创造的结果

□鹏华基金 赵强

在资本市场,如何认识资产价格是投资者必须修炼的第一课,而对于通过资本市场进行养老规划的投资者则显得更为重要。

其一,养老规划时间跨度比一般性投资行为长远得多,如果对资产价格如何运行没有基本、科学的认识,则规划无从谈起,更遑论坚持。一个典型的例子就是基金定投。根据鹏华基金以及业内同行的数据,超过18个月的定期投资者寥寥无几。在市场出现持续调整的时候,大多数账户在坚持定投数月、没有看到账户盈利后,都会停止投资,从而在市场后续出现反弹、牛市来临时错过底部建仓的大好机会。

其二,养老规划关系到退休后的生活质量,认知不清大概率会导致投资效果不达预期。在这两年频频爆雷的P2P平台跑路的众多案例中,我们看到,不少投资者把养老的钱悉数投资到年化20%以上甚至40%的项目中,最后血本无归。那么在以上案例中,投资者对资产价格的运行存在何种偏差呢?

诚然,无法坚持定投是人之常情,行为金融学告诉我们,人都是厌恶损失的,而持续的损失更是不能容忍。在第一个案例中,人们将资产价格的向下波动视为损失,殊不知只有当投资者押宝一只股票或者细分行业时,向下的持续波动才有可能永久的损失,而当养老投资者定投一篮子资产配置平衡的组合时,这种波动长期看只是个来回往复的周期运动。认清这个原理,坚持定投,坚持在资产价格调整时逐步买入,这才是养老投资者应有的操作。

在投资超高收益P2P项目的案例中,投资人首先在资产价格的收益上犯了认知错



误,20%-40%的刚兑投资收益就如同购买一只近乎破产评级的垃圾债券,血本无归的概率极大。其次,投资人在资产价格的风险上也有严重的认知偏差。投资人认为平时不用为所投产品的净值波动担惊受怕,殊不知,如此高收益的资产必然伴随着高波动,P2P项目资产价格最大的波动恰恰出现在兑付的那一瞬间,兑付则欣然,跑路则血本无归,这种波动的惊险程度从价格图形上看堪比跳崖。

其他对资产价格认知的表述不一而足。以人们最耳熟能详的股票为例,有的人视其为庄家操控的工具,那么应对的策略必然是短炒、跟庄;有的人视股价为历史规律的简单

重复,那么相应的投资必然是K线大法、道氏波浪。可是每次盛宴过后,依靠追涨杀跌、线里乾坤的冲浪者,有多少人不是伤痕累累、欲哭无泪?

这些认知的偏差实际上是犯了盲人摸象的错误,庄家是有,但庄家也无法脱离基本面全身而退。历史是会重演,但K线的似曾相识只是表象,本质还是公司、行业,乃至宏观环境的基本面相似使然。

资产价格运行的逻辑还是在于资产本身基本面的运行轨迹,本质还是研究资产如何给投资者创造价值,而价格本身的运行只是结果罢了。

以A股为例,其未来5年给投资者带来的基本价值收益可以拆分为分红收益和盈利增长,依据2.5%的分红中枢,5%-6%的实际GDP增速和3%的通货膨胀估计,不考虑上市公司的优势效应,则A股未来5年基本面的名义价值增值至少在10.5%-11.5%。

虽然看起来股市每年的价值增值不菲,但这种实打实的价值增值反映到股价运动上大约每天只有万分之四。由于股市每天波动巨大,连指数都是一天1%以上的振幅,那区区万分之四根本感觉不到存在。但这正是股票价格运行的逻辑,即长期收益平均到每天后是非常小的,每天的波动却是占据了绝对的主导。进一步深入分析,这微小的日收益恰恰是我们通过勤奋研究可以获得的,而每天的波动虽然看起来精彩,但却是夹杂着各种偶然事件的碰撞,如抛硬币般难以猜测。

对资产价格运行的逻辑有了理性认识后,我们在为养老储备做投资时便有了基本的航向,从而在航行过程中解决所涉及到的投资的长期性、配置的多样性(全球配置和多策略配置),以及养老金的左侧交易等问题。