

# 新世界新蓝筹与新投资方法论

□北京鸿道投资管理有限责任公司合伙人、投资总监 孙建冬

对于8月份以来A股市场的走势,很多投资者不明觉厉,尤其科技股堪称凌利的走势颇有些百年孤独开篇句式的感觉:也许,许久之后,投资者回想起2019年7月,才发现这是新投资世界与新兴成长股牛市的确认与开始。

7月30日,政治局会议明确定调“不把房地产作为短期刺激经济的手段”。这是影响未来二十年全球经济与中国大类资产配置最重要的政策拐点,这也为中国股票市场进入长期结构性牛市奠定了政策基础与宏观环境。

## 新世界机遇与挑战并存

从宏观视角来看,中国经济将进入到2001年加入WTO以来从未经历过的中长期通缩的新世界。与经典意义的通缩定义有所不同,文中所谓的“通缩”有几层含义:首先,这次是良性的中长期通缩。尽管经济增速下降,但市场化经济主体的活力却得到了保护。第二,通缩式宽松与物价上涨并存,市场化利率有中期震荡下行的趋势。尽管短期地产韧性较强,有观点认为现在商品是紧平衡,但如果“房住不炒”的大方针持续,中国经济通过房地产来创造信用的主渠道受压制,社融增速和总需求的增速也会相应乏力。果真进入这样的新世界,市场化利率震荡下降的时间周期可能会超出投资者基于过去历史经验的预期。

近期央行表态“尽量长地延续正常的货币

政策空间”,但与此不矛盾,只要房地产市场与房地产价格归于平寂,市场利率下降的政策担心就会消除。从房地产市场的情况看,尽管近期仍表现出超出预期的韧性,但市场转向平寂只是一个时间问题。房地产市场转势的过程,同时也是股票市场熊牛转换的过程。在这个过程中,股票市场的波动率可能会先大幅放大再逐渐收敛。

2001年加入WTO以来,除了2008年9、10月份,中国投资者完全没有“缩”的经历,而未来将是一个陌生的充满巨大机会与风险的新世界。这是一个最好的时代,这也是一个最坏的时代:对于新兴成长行业,这是一个“新世界”;对于银行地产寿险乃至货币通胀载体的高端白酒,这是“结束的开始”。

## 新蓝筹:硬核科技脱钩大背景下的“少数行业”牛市

过去二三十年的全球化趋势正遭受重大挑战,其核心在于技术、知识、专利的脱钩,尤其是硬核科技的脱钩。这并不以我们主观愿望为转移。

从以房地产为中介的间接融资体系转向直接融资体系,资源从地产和传统基建转向新兴行业尤其是硬核科技,就像一艘高速航行了很久的航空母舰要掉头,刚开始的时候,只有船头最前面的部分先掉过来。同样,刚开始的时候,基于政策支持、机制、资源、积累等多方

面的原因和约束条件,只有少数的行业先进入到景气度向上加速的轨道。因此,对于股票市场而言,进入新世界之初,基本面进入到牛市的行业是少数。在这个阶段,资金与股票的供求关系容易出现失衡。

因此,如果房地产被压制但又不至于引起信用危机,市场利率开始步入中期下跌的通道,基本面明确向上的新兴成长行业和股票的估值中枢会阶段性地失灵。

## 新兴行业的投资方法论:基本面趋势投资与非决定论

新兴行业的投资方法论第一个方面是基本面趋势投资:

考虑到算法技术的发展与市场监管环境的放开,即使从委托客户比较选择的角度看,传统的股票多头受托人把产品做成类固收类产品的风险收益率,与量化交易包括高频量化交易相比,也未必有优势。

如果市场未来进入到有大的投资机会的阶段,一个主要的投资风险就是机会成本的风险。因此,从投资观念与投资方法论上去寻找基本面有大的趋势性机会的行业和公司就成为首先要考虑的问题。

新兴行业和新兴成长公司,基本面有大趋势,有可能来自于以下几方面的原因(最完美的趋势是几方面原因同时都具备):

第一,反身性:A股市场第三次反身性的建立。反身性是指证券价格的变动会改变市场或上市公司的基本面。股票的正向反身性是指股票价格的上涨和下跌会推动市场上上市公司基本面的同向变化,正向反身性是一个正反馈的过程。

股票市场或上市公司至少可以从再融资或换股收购两个方面获得反身性。2005—2009年6-7倍PB的龙头地产上市公司就是通过再融资获得反身性的典型案例。ROE不到20%的地产公司,如果没有再融资带来的反身性,EPS的增速等于ROE,但通过持续的高PB的再融资,免费给老股东增厚了每股净资产。在市场环境经营能力、ROE不变的情况下,EPS的G(增速)超过了30%,在A股市场一直以来的PEG定价体

系下,持续获得了市场的高估值,从而进入到高估值—高价融资—业绩高增长—高估值的持续过程。茅台是极优秀的公司,但茅台并没有反身性,因为,茅台股价上涨再多也不能通过再融资或换股提升公司的价值。(有些不具备反身性的趋势也会很大,比如2016年以来的茅台,但本文的着眼点在于从投资方法的角度去寻找“点”之上的投资机会。)

最重要和最大的正向反身性是整体股票市场的反身性。过去十几年,A股市场经历了两次反身性带来的大趋势,与此相对应,这其中也相应出现了一批十倍股。第一次是2006—2009年地产银行龙头为代表的公司以再融资构建的反身性,第二次是2013年4月至2015年6月创业板公司通过换股收购构建的反身性。创业板公司之前为何没有产生大趋势,那是因为之前证监会监管部门以“三高”为由暂停了创业板公司的现金再融资,而2013年4—5月,两家传媒行业的上市公司率先公告了换股收购的方案,从而启动了市场的反身性和一波牛市。

尊重市场、尊重法治、重建生态系统的整体改革,正在构建A股市场的第三次反身性。总体而言,尊重市场将促进以市场化再融资为纽带建立反身性,而尊重法治可以遏制2013—2015年纯讲故事的套路,从而给A股市场带来良性的正反馈。单就此而言,投资者需要同时从资本消耗型、再投资空间、再投资回报率三个维度选择行业和公司。

第二,成长性与周期性的正向共振。成长性与周期性不是排斥的,成长性行业也有周期,传



孙建冬,北京大学经济学博士。原华夏基金管理有限公司基金经理、投委会成员。现任北京鸿道投资管理有限责任公司合伙人、投资总监。

统行业或周期行业中的优质公司也会有阿尔法的机会。比如,2017年初的高端白酒行业,除了通货膨胀和消费升级的成长性之外,茅台基酒供应增速的下降也给当时的高端白酒行业叠加了周期性向上的推动力量。

不同时期、不同情况下,行业或公司的周期性来自于多方面。对于中国的新兴成长行业,行业政策对行业阶段性的发展和景气度影响往往很大。回顾过去几年,新能源汽车行业政策周期的波幅较大;而展望2020年,安全可控行业与新能源行业的政策周期方向可能会有所不同。

第三,净利润非线性增长。最大的净利润非线性增长的机会来自于构建了生态系统的公司,其次来自于平台型公司。

某些阶段,新兴行业中会有净利润率出现跃升从而在收入增长的同时导致净利润指数化增长的商业模式,这是投资者在选择时可以给更高权重的。

新兴行业的投资方法论第二个方面是非决定论:

打个比方,传统行业的竞争结构分析像分析单个恒星的太阳系,行星的运行轨迹可以用微积分准确地算出来,如果海王星的运行轨迹出现了偏离,那也不是物理学公式有问题,而是旁边有其它未发现的星体。而新兴行业也许更像三体世界,需要用微分方程的工具去描述,初始条件与较小的外界干扰就会导致迥异的结果。

对于传统行业,不少情况下,品牌、技术或渠道的竞争优势差异非常明显。比如高端白酒行业,没有巨大的颠覆性因素,行业第二要想赶

上第一是非常困难的。因此,就像上世纪60年代末美国股票市场投资漂亮50,比较研究清楚后,直到基本面反转、泡沫破裂之前,采取“买入持有”策略是较优的策略。

但对于新兴成长行业,行业的竞争格局复杂多变,诸多因素会颠覆行业方向与行业的领导者。甚至,就像三体小说里二向箔的故事,对于行业内的绝对领导者,最大的风险不是来自于行业竞争者和政策,而是来自于生态企业的降维打击。

因此,非决定论的投资观念更适合对新兴成长行业的分析。相对于投资上一劳永逸和市场营销更通俗易懂、深入人心的买入持有策略,“假设—检验—修正”的动态调整策略更符合未来的新世界。

投资方法需要跟随宏观大势的变化而与时俱进,但也许,投资者大多是因势成事,是历史惯性中飞镖游戏的幸运儿。如果说,2015年、2016年棚改货币化造就了2016—2018年“价值投资”的一枝独秀;7月30日之后,新世界与新蓝筹随之而来,证券投资的方法也应顺势而变。

按非决定论的投资哲学,任何大的拐点或熊牛的转换只有在事后才有定论,“不识庐山真面目,只缘身在此山中”。一家之言的价值在于其对未来思考的启发性。至少,开放的心态、非决定论与勇于调整和认错的观念、多维的分析框架、政治经济学与制度经济学的分析工具,对于我们迎接新的投资世界都将具有不可或缺的重要价值。以此为基础,依据基本面趋势投资的方法寻找大的投资机会其重要性也将随之上升。