

中信证券资管刘琦:

# 追求“模糊的正确” 看清长期价值趋势

□本报记者 吴娟娟

刘琦,具有17年行业从业经验,曾长期从事行业和上市公司研究,先后在天相投资顾问有限公司、中信证券资产管理部工作。现任中信证券资产管理业务投委会成员、研究部负责人、中信证券红利价值产品的投资主办人。

## 追求“模糊的正确”

刘琦表示,在长期趋势上,精准并不是他追求的。相反,他追求“模糊的正确”。因为如果事事追求精确,则很可能导致“精确的错误”。“我尽力看清楚将来三年、五年的趋势,在此前提下,尽量屏蔽阶段性扰动。”

“弄清趋势的过程常常是曲折的。有时候你看清楚了规律,市场不一定马上就沿着你的判断走。”他举例说,2018年四季度,他买了很多农业股。“当时就觉得猪价肯定要涨。尽管早已看清了猪价周期,但期间仍经历了一段纠结的心路历程。2017年年底,因为上一轮猪的价格周期在2014年启动。根据经验,四、五年就会形成一个周期。2017年猪价还在回落过程中,我当时预测2018年7月、8月可能拐点就到了。可是到2018年7月、8月,猪价价格虽然已经低了很多,但似乎还没有到底。我们在四季度配置了一些农业股票,但猪价一直没像我想象的跌得那么透。”

“事后我们反思,随着规模养殖比例的提高,养殖户抗风险的能力提升了,所以产能出清就相对没那么彻底。”反思投资过程,刘琦认为,他把握了猪价的长期趋势,但是这一投资机遇具体什么时点兑现却没有办法准确把握,“你越想算得精准,越可能事与愿违,最后可能变成精准的错误。”

当自己的判断没有兑现时,基金经理会承受很大的压力。在长期高压下,基金经理的动作就可能变形。但是过度迎合市场,又可能会乱了阵脚。

这时该怎么办?

刘琦说他从仓位控制和行业分散两个角度对冲风险,降低压力。“根据经济周期

和货币周期的规律,我倾向于以仓位控制组合整体风险。例如,2018年10月,我看到社融数据有见底趋势。一般来说,社融数据见底之后,经济大概率会在两三个季度之后触底。与此同时,货币周期往上走,趋势显现了,我们认为市场风险可控,于是我们就选择把仓位加上去。”

“最头痛的是另一种情况,即你买了汽车股,但是家电股在涨;你买家电股,而银行股又涨了。我们的原则是行业分散,个股集中。通过配置不同行业来对冲组合风险,缓解基金经理压力。”

2019年上半年,消费蓝筹股上涨很快。刘琦表示:“看到这些公司股价上涨,我也注意到银行、地产、保险、家电估值比较低,这个时候,我选择在组合上进行调整,于是增加了对汽车和家电行业的配置。”

“如果你组合里高高在上的资产价格突然阶段性下跌,你会很难受。但是,我们看到这些资产基本面趋势向好,我们认为这些资产价格届时会涨。”刘琦表示。

无独有偶,不与市场“硬杠”是很多专业投资者的选择。以逆向投资闻名的淡水泉曾表示,会在组合中布局不同成长阶段的股票。一个组合中,既有即将兑现的股票,也有潜质有待市场发现的股票,这样一来,基金经理就不必长期处于煎熬中。刘琦表示,他通过行业上的对冲,避免孤注一掷,而控制风险也让自己的心态比较平和。

他表示,这样一来,他既能坚持对大趋势的判断,同时也可以根据各个行业的估值和基本面趋势对组合进行调整,保证产品净值增长比较平滑。

## 鲜明的价值判断方法论

一切的投资理念都要落实到具体的股票上,同样,价值投资要落实到可操作的方法上。

如何判断一家公司的价值创造能力? “我的体会是短期看公司财务状况:公司有没有盈利? 盈利有没有增长? 盈利增长的质量高不高? 这些方面显示短期内一家公司创造价值的能力; 中期要看企业的市场拓展情况。企业是在成长过程中创造价值的,客户拓展状况显示了企业发展潜力,企业的价值最终体现在它为多少客户创造了多少价值; 长期则看商业模式。公司赚钱的逻辑是什么? 生产什么? 提供什么产品和服务? 怎么把这种产品和服务卖出去? 怎么把钱赚回来? 这些问题决定了一个企业的商业模式和盈利模式。此外,它是不是有壁垒,有没有形成品牌,有没有形成垄断,有没有很高的护城河,盈利能力是不是能够保持比较高的稳定性等等,这些都是判断一家企业长期价值的基础。”刘琦认为,理清这些思路后,价值投资就变得可理解,可操作。

他在组合构建上有三条原则:明价值、辨周期、保活力,每一条原则背后又有一些细分的可操作性规则。

对于2019年四季度和2020年上半年的市场走势,刘琦认为:“经济不会出现大幅度下滑,流动性趋向温和,股指可能维持温和震荡。从中期看,我是比较乐观的,原因是居民的资产配置到了一个拐点。投资买房,如果房价不涨就是亏本生意。所以,现在新增资金对房地产青睐度下降。”他认为,未来一部分买房的资金会分流到金融市场,“如果有一部分流入权益市场,我觉得就很好。”此外,外资还在源源不断地流入。再者,监管层对直接融资的重视程度提升。综合来看,我们有理由对未来股票市场保持乐观。

记者观察到,刘琦面对采访问题从不回避,哪怕是记者提的问题很尖锐,也能娓娓道来。他认为这是性格使然,而在投资中,他也追寻个性与投资方法的统一。在此过程中,不断修正和提升自己。



## 从周期视角思考

10月11日,中信证券红利价值一年持有混合型集合资产管理计划获批,同日,该产品的净值也创出历史新高。刘琦自产品设立时就开始管理这只产品,这一管就是8年。Wind数据显示,截至10月18日,中信证券红利价值2019年以来收益率达36.23%。不过,如果拉长时间来看,该产品的业绩更为出众。例如,过去3年,该产品收益率为49.92%,排在619只同类产品的第23名;成立8年来,该产品累计收益率为175.81%,排在同类70只产品的第11名,同期沪深300仅上涨37.16%。

八年磨一剑。刘琦表示,随着投研经历的增长,他的投研体系越来越稳定。

得益于年金组合管理经验,他很早便形成了自上而下的分析思路。谈及年金管理经验对管理券商大集合的帮助,刘琦表示:“年金规模很大,很稳定,投资经理可在稳定的环境中去思考资产配置,这有助于投资经理形成自上而下思考的习惯。此外,年金、养老金都是老百姓的养老钱,管这样的钱,重任在肩,投资经理的投资决策必须非常理性。由于资金的期限比较长,基金经理要从较长的时间内看企业的投资价值。”

刘琦对投资组合实现价值创造的路径有清晰认识。关于“价值创造”,他有自己的理解。他认为,投资机会来自三个方面:一是经济周期。过去20年,工业化、城镇化、全球化是我国经济发展的大周期,大周期下很多产业突飞猛进,随之产生大量的投资机遇;二是货币政策,货币周期中,货币宽松推升资产价格。此外,他认为还可以关注结构性的机会。

理论如何落实到组合构建上?

刘琦解释,在目前环境下,前两种机会的钱都不那么容易赚。“这个时候要赚结构性的钱。而要赚到结构性的钱,就要理解产业周期。2009年以来最大的产业周期是移动互联网,智能手机从无到有,再到现在成为每个人生活中不可或缺的部分,成为一个大产业。此外,消费升级也是近年来最显著的趋势,化妆品、高端白酒等行业获得发展机遇,例如高端白酒的盈利大概就占整个白酒行业盈利的80%以上。”

弄清楚产业周期就解决了结构性问题,接下来就是择优选股。

刘琦说,投资方法与个人的性格相关,他天生更关注长期的、规律性的、底层的东西,不喜欢追逐瞬息万变的东西。如今,人工智能投资大行其道,刘琦认为深入思考、抓长期趋势是人相较于机器的优势。机器擅长处理海量信息,快速反应,但它在预测长期趋势和深入思考方面,暂不敌人类。

按照2018年发布的资管新规要求,券商大集合需要在2020年底之前完成公募化转型。作为券商资管行业的领头羊,中信证券在大集合产品转型上也走在行业前列。截至2019年10月11日,中信证券上报的两只券商大集合转型安排已经获批。而随着一批券商大集合产品变身公募基金,这些产品背后的投研人士也渐次进入公众视线,刘琦便是其中之一。

日前,在北京亮马桥中信证券大厦的一间会议室里,记者见到了中信证券资产管理业务投委会成员、研究部负责人刘琦。这是这位具有17年金融行业从业经验的投资老将首次接受媒体采访。作为一名价值投资选手,刘琦向记者阐释了他的价值追寻之道,他认为,对长期价值趋势的判断是追求“模糊的正确”。