

投资者信心快速恢复

五大行业处于产业趋势上行状态

□农银汇理投资部总经理 张峰

一些具有长期历史业绩的基金经理领衔的新基金,受到了市场资金的追捧,一日超额募集现象更点燃市场情绪。一直以来,笔者注重用更稳健的方式管理基金,避免给投资者带来不良的投资体验。

追求中长期优秀回报

今年的新基金募集情况足以证明,优秀的公募基金产品,已经越来越受到市场认可。同样也说明市场上并不缺乏资金,基金经理应该做好自己投资研究,为持有人提供持续稳定的超额回报。

如何去实现长期投资的初衷,我想应该从投资之前的布局中,就做好更长维度的规划。作为基金经理要买入好的资产,并且不能盲目追高、追热点,这样才能从长期投资的视角去管理自己的基金产品。

我们欣喜地看到,随着资本市场全面深化改革的推进,A股对投资者和资金越来越有吸引力。中国结算2月17日公布的数据显示,A股市场1月新增投资者80.07万人,期末投资者人数为16055.30万人,首次突破1.6亿人。此外,截至2月18日(下同),北向资金在开年短短28个交易日中,净流入资金也已接近800亿元。

回看近期市场,情绪层面已经淡化了春节期间的疫情影响。Wind数据显示,春节后的交易日中,除2月3日外,A股已连续11天放量拉升,日成交额均突破7000亿元,其中有5个交易日突破9000亿元。2月18日,成交额近万亿元,再创今年以来新高。市场量价齐升,投资者信心快速恢复。

政策方面,鼠年开市后利好不断,也提升了市场投资预期。2月14日,再融资新规正式落地。再融资新规适度放宽非公开发行股票融资



规模限制、支持上市公司引入战略投资者,并且对非公开发行股票定价和锁定机制、发行对象、批文有效期等条件均有所放松。

事实上,在春节开年的与客户交流中,我们都坚定认为,疫情对股市的冲击是短暂的,真正决定市场走势的是经济中长期增长和企业盈利情况,作为基金经理,更需要逆流而上,扎实研究经济和企业基本面情况,挖掘优质个股布局。

布局“新五朵金花”

当前,市场受机构主导的特征越来越明显。2019年以来,被动配置资金贡献了较大增量,随着各大指数纳入A股扩容最快的阶段过去,2020年主动型资金或成为增配力量。

在主动配置层面,国内基金话语权较外资更强,2020年公募基金发行或成为A股最大的增量资金来源,当前的新基金发行市场情况进一步说明,这一现象正在发生,预计未来成长风

格、细分行业优质公司股票将更加受益。

在此时点布局未来,我们将继续通过研究和发掘经济周期趋势、产业趋势和市场流动性趋势,再采用“自上而下”和“自下而上”相结合的方法构建投资组合,这是我一贯的中观维度的投资方法论。

大类资产配置方面,综合考虑经济、流动性、风险偏好等因素变化进行行业配置和主动择时操作;行业方面,通过“自下而上”分析产业逻辑进行交叉验证,把握行业趋势,优选景气度提升或改善的行业进行配置,从而为投资者带来良好回报。

在经济基本面、流动性和风险偏好的组合压力下,产业趋势上行的成长类行业将会是市场更加热捧的投资方向。笔者认为“新五朵金花”值得期待,计算机、新能源、电子、传媒和医药,这五大行业目前都处在产业趋势上行状态,未来将是市场最热门的几个投资方向。

疫情催生了更大的信息化建设需求,刺激短期远程办公、短期及中长期医疗信息化、工业互联网、物资溯源和跟踪等行业发展,对于本身就处于成长上升期的信息化建设行业,产业趋势将会出现加速。

在特斯拉带动下的新能源汽车板块,以及国内需求明显提升、新技术推动下的光伏板块,后续都会有比较好的表现。

半导体行业和消费电子中的苹果产业链依旧会维持相对较高的景气度。传媒行业方面,内容端机会将兴起,新兴的媒介传播模式将促进以化妆品为代表的一些行业的发展。

此外,医药行业的优质子行业和优质公司产业趋势仍在持续的过程中,未来两到三年仍是较好板块,值得长期关注。

笔者将兼顾投资标的稳健性和成长性,重视研究,强调基于中长期产业趋势的投资,努力

迎接量化投资 精细化管理时代



□摩根士丹利华鑫基金 余斌

2016年以来,A股市场的价格形成机制和投资者结构发生了显著变化,有理由相信此类变化是长期而深远的。一方面,市场分化明显,价值股一枝独秀,具体体现为具有竞争优势的龙头企业的价值重估和高估值公司不达预期后的理性回归;另一方面,市场投资者结构发生大幅变化,机构投资者占比显著提升。以MSCI为代表的外资机构逐步增加A股配置,社保养老金入市,保险资金提高A股投资比例均使得机构投资者行为对市场生态和定价机制产生深远的积极影响。

从量化角度来看,A股的动量效应非常明显,集中体现为少数个股“强者恒强”,传统的反转策略不再奏效,量化选股胜率开始走低。其背后反映出在当前商业环境下具有长期竞争优势企业被系统性重估,其股价被逐步兑现,也反映出配置思路下优质资产的高度稀缺和投资者对短期波动的选择性忽略。从统计角度来看,过去三年个股收益率分布的厚尾现象明显,使得量化选股策略背后所依赖的“大数定律”难以发挥出相对基本面选股的比较优势。

立足当下,未来已来。处于变革之中,量化投资已然进入精细化管理的时代。精细化管理意味着精细化地度量投资组合的收益和风险,选择在胜率和赔率有利的方向增加投资,相反则在胜率和赔率无效的方向降低配置,通过提高投资机会的确定性进而提升整体组合的业绩表现。传统的多因子选股框架在判断胜率和赔率方面具有一定的局限性,在精细化管理时代,量化投资需要有新的投资框架和算法来对传统方法进行必要的补充。尽管部分投资人为弥补传统模型的局限而加入基本面主动判断,但是没有能力圈支撑的基本面主动判断与量化投资背后的思想是违背的。量化与主动并不对立,更合理的做法应该是以量化方式对基本面投资思维进行表达,尤其是应形成高效稳定的算法以利于重复使用。

精细化的投资管理包括精细化的收益预测和精细化的风险管理。精细化的收益预测是在传统量化因子模型中加入非结构化的数据分析方法,从而进一步提升收益水平。传统量化因子模型本质上是对Alpha规律的把握。然而,Alpha规律的长期属性和高值属性是不能同时兼顾的,我们可以找到长期稳定但一定很薄的Alpha。例如,流动性较差的公司会存在流动性补偿,流动性较高的公司会存在流动性溢价,因此,流动性从长期来看也是稳定的Alpha来源,但是此类Alpha水平不可能维持在很高水平。其原因是市场的定价是有效的,市场自身的运行机制会因拥挤交易逐步降低Alpha水平。因此,为了提升因子的Alpha水平,必须要在结构化的传统因子模型中融入非结构化的数据分析方法。我们在这方面也做出了很多创新成果。

此外,精细化的风险管理不再满足于波动率和风险暴露的控制,还应体现为对收益预测的及时调整和纠偏。量化选股模型无法保持很高的胜率,意味着组合中必然存在表现较差的股票。精细化的风险管理应力求对错误选股的纠偏,以最大可能控制整体组合的尾部风险。在精细化的投资管理框架下,收益和风险融为一体,其目标是不断提升投资机会的确定性并通过分散化的组合构建方法获取稳定较高的业绩表现。

我们相信量化投资在中国市场仍然具有广阔的发展空间。随着股票发行数量的不断增加,量化方法对信息的高效处理手段将发挥巨大优势,量化方法可以极大地拓宽投资的认知边界,发挥出投资研究的“探照灯”作用。如果能够精细化地考量收益和风险,将会极大提升投资组合的长期复合回报。此外,A股仍然存在很多长期Alpha规律,而A股市场的长期投资价值亦正在显现。通过长期Beta和长期Alpha的结合以及投资方法的创新,量化基金的发展前景将十分广阔。

从逆向思维出发 把握企业成长拐点

□广发聚瑞基金经理 费逸

查理·芒格曾经在哈佛大学的毕业典礼上做过一次非常精彩的演讲,阐述了一名毕业生如何做能保证自己过上痛苦的生活。这一看上去很荒谬的话题,却正是芒格智慧的体现。“要是知道我会死在哪里就好啦,那我将永远不去那个地方。”他用逆向思维的方法让听众记住,也许我们不知道如何得到幸福,但我们可以避免让自己陷入痛苦当中。

笔者近来重温这篇演讲,依然受到很多启发。对于投资人而言,我们总是在研究企业如何做大做强。然而,正如查理·芒格所表达的意思,逆向思考能让我们更容易探究到事物的本质。当我们埋头寻找企业成长机会时,也许我们想一想企业是如何衰败的,可以帮助我们可能发生的风险尽量排除掉,最终留下的大概率都是机会。

寻找企业成长拐点

Tenbagger,一个激动人心的名词。这个由彼得·林奇提出的英文单词是每一位成长股选手的终极目标。但真正基业长青的公司,屈指可数。绝大多数时候,我们支付了极高的估值,最后却等来成长股衰败的拐点。如果我们反过来想,哪些内外部因素或者条件出现时,会破坏一家公司的成长,是不是能给我们挑选公司提供新的思路?关于破坏成长的手段,我们最容易联想到的一点,是切断公司融资渠道,让它耗尽现金。

任何一家公司,在快速成长长期时,总是资金饥渴。他们需要大量的资金投入新的项目,以更好地满足不断增长的需求。例如,它需要更多的厂房和机器设备来扩大产能,即固定资产投资需要现金;需要招聘更多的管理人才和基层员工,即增长的人力成本需要现金。此外,因为企业还处于由小到大的成长过程中,它对上下游缺乏足够的溢价能力,没办法



占款,而随着生意的做大,存货应收等营运资本的投入也需要现金。

因此,如果我们观察到一家公司的财务杠杆已经上升到一个极限,而自身现金流的产生能力又不够强,如果没有新的股权融资,那么大概率公司难以维持之前的增长速度,进入到成长的拐点。也许,我们无法精确地判断一家公司的成长拐点,但至少在企业融资链条出现问题时,就要提高警惕,对市场过于乐观的预期留一份清醒。

由此也可见,为什么成熟市场的投资者,非常看重自由现金流的创造能力。杠杆总有尽头,融资也会摊薄原有股东的权益,而唯有自我造血能力,才是成长的源泉。亚马逊即使没有账面盈利,但因为强大的自由现金流创造能力,依然可以维持长期的收入增长,从而驱动股价的上涨。

给风险留足安全边际

在日常调研上市公司时,反过来想也会有意想不到的效果。一位在投资和实业领域都有实践经验的朋友曾给我提过一个建

议。他说,公司管理层总是在一定程度上会乐观看待自己,投资经理的提问也都是竞争优势在哪里,他建议我多问公司产品有什么缺点,哪里不如对手,公司的风险在什么地方。如果公司回答不出来,可以去问他们的竞争对手,问产业链上下游,如果谁都说不出来的地方,那表明至少暂时风险比较小。

记得2017年的时候,苹果当年要发布iPhone X,大家憧憬着换机潮,国内的各品牌商也变着法子搞创新发布新机。那年消费电子的公司业绩爆棚,股价如火如荼。调研C公司时,管理层说,“我们的优势在于快速开发、快速响应的能力,现在国产品牌发布新机的频率越来越快,留给供应链的时间很短,谁能够最快做出来,谁就能够拿到订单。”当时笔者听完觉得管理层讲得很有道理,逻辑成立,公司核心优势突出。但之后公司的业绩却一路下滑,股价也是如庐山瀑布飞流直下。问题出在哪里?

后来,笔者在调研企业的竞争对手时找到了答案。当时,这家竞争对手也有很强的快速开发能力,却选择不跟C公司抢订单。背后的核心原因在于制造业讲究规模效应,生产的批量越大,越能降低成本。在2017年底,智能手机渗透率见顶,所以国产品牌靠加快发布新机型来抢夺存量客户,发布频率变快,每一个机型的销量都不大。而供应链初期需要大量的开发投入,生产良率刚爬坡上来,还没开始上量,就又要换产品,这样企业自然无法赚到钱。由此导致的结果是,供应商开发速度越快,赔钱越快。

回到投资中来,我们每天都在盯着市场寻找新的投资机会。而逆向思维告诉我们,排除掉风险,剩下的就是机会。因此,如果我们能换一个角度去看这个市场,把能想到的风险都考虑到,给想不到的风险也留足足够的安全边际,那么大概率我们收获的都是机会。