

鸿道投资孙建冬：

# 静待杜鹃啼鸣 迎接美丽新世界

□本报记者 吴娟娟



孙建冬,鸿道投资基金经理、投委会成员、投资总监,从事证券研究和投资工作21年。曾任华夏基金管理有限公司基金经理、投委会成员、投资副总监,担任华夏红利、华夏复兴的基金经理。2010年创办鸿道投资。

## 急涨行情结束

7月17日,记者在北京鸿道投资的会议室,见到了公司创始人、投资总监孙建冬。在长达三个半小时的采访中,他将投资方法、对市场的看法一一道来。言谈中,旁征博引,政治、历史、哲学典故信手拈来,展现出他平日广泛涉猎又融会贯通。

此前一天,A股刚刚经历了7月连日大涨之后的第一次深度调整。对于基金公司来说,市场急速变化时,往往是最紧张的时候,基金公司需要决定此次市场给出的是噪音还是信号,自己的投资策略需不需要调整。

话题由此展开。

这位在市场耕耘21载的投资老将将怎么看当天的大跌?

孙建冬单刀直入——7月以来急涨的行情基本结束。

他在市场调整的前一周已经逐步置换了券商等行业股票。他认为本轮急涨背后是投资者大幅提升的风险偏好。尽管流动性充裕常常被用来解释7月以来A股市场高涨的投资情绪,但是孙建冬认为,这说不通。因为在过去很长时间,A股市场的流动性一直很充裕。而进入二季度,从10年期国债收益率来看,流动性有时还有趋紧的态势。7月突如其来的市场大涨,孙建冬认为背后与其说是由流动性驱动,不如说是抬升的风险偏好驱动的。

在市场深度调整前一周,“我们内部讨论比较久,结论是市场将从贝塔转成阿尔法。前期我们也配了不少券商股,但现在我们认为上证综指和券商股可能短期空间并不大,我们就逐步置换了券商股。”孙建冬说。

这背后其实是他对于A股市场长期趋势的判断,这与他的新旧世界更替的看法相关。他认为,未来的新世界将带给新兴成长股广阔的空间,风险偏好推升的行情不过是市场在通向新世界道路上“开了个小差”。

许久之后,A股市场投资者回头会发现,此刻他们正踏在历史的转折点上。

鸿道投资总监孙建冬如是说。

在他看来,新旧世界正在交替,在即将展开的新世界,新兴成长股将开启长期的牛市。不过,在此途中,他要顺着“市场先生”的性子,随它走入美丽新世界。

在信息爆炸,“的哥”也能扯上几句国际政治、经济局势的今天,市场上并不缺“大趋势”。但是洞悉大趋势,并不断修正它,使它逼近真相,并用它来指导投资的人凤毛麟角。

2019年10月,孙建冬发表文章指出:“也许正是2019年7月30日的高层会议是新世界与新兴成长股牛市的确认与开始。”孙建冬认为,从宏观大势的视角来看,中国经济将进入2001年加入WTO以来从未经历过的中长期良性调整与通缩的新世界。

孙建冬写道,与经典意义的通缩定义有所不同,首先,这次是良性的中长期调整。非良性的调整是“水多了和面,面多了加水”,它是周期性的。良性的调整则是有力度的“房住不炒”和供给侧改革带来的结构性调整。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。

其次,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”的大政方针持续,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会逐步放缓。

经历了长期的高速增长,对于中国投资者来说,这将是一个全然陌生的世界。中国的经济增速下降,但市场主体活力提升;新兴成长行业进入“美丽新世界”;银行、地产、寿险乃至于高端白酒行业面临“结束的开始”。

他借用《百年孤独》开篇的表达方式在文章中写道:“也许,许久之后,投资者回想起2019年7月30日的高层会议,才发现这是新世界与新兴成长股牛市的确认与开始。”

认识到新世界来了能帮助我们做好投资吗?

孙建冬的答案是肯定的。

他是科学哲学家卡尔·波普尔的拥趸。遵循波普尔方法论,他认为单纯提出“新旧世界交替”理论是没有用的,最关键的是要有分析的方法框架和检验信号。“伴随新世界而来的,是房地产在

## 新世界徐徐展现

中国经济发展中的作用下降,资源将从地产和传统基建转向新兴行业尤其是硬核科技。在这个过程中,房地产不再是刺激经济的主要工具,房地产投资的韧性将逐渐下降。”他说。

“今年的疫情是非常重要的一个测试。今年2月疫情肆虐,经济学家对包括中国在内的全球经济增长预期相当差。不过,即便在这种情况下,‘房住不炒’的政策也是贯彻得比较彻底的。近期深圳收紧房地产调控政策,也进一步表明监管‘房住不炒’态度坚决。”

监管层的表态之后,孙建冬对自己的“新旧世界更替”判断底气更足了。

不过,他认为,新旧世界的更替不会一蹴而就。目前,房地产投资的韧性还超出大家的预期。他认为这背后可能源于长期的惯性,而历史惯性何时才能打破,他并不能给出明确的答案,这需要不断地用信号来测试。房地产韧性没有打破之前,不仅要为新世界的来临做准备,也要应对不时蹿出来的“旧世界”。

## 恪守投资“心法”

投资方法。

以投研团队宏观研究与产业研究为前提和基础,再分别依据三个寻找趋势性机会的维度,鸿道投资在2017年一季度投资了新能源汽车行业和高档白酒行业,2019年一季度投资了投行龙头券商、生猪养殖行业、TMT行业中信创板块,2019年8月底9月初全面加仓信创、云服务行业,国内疫情过后加仓港股互联网消费服务的龙头公司与海南板块。从投资方法和交易风格看,当市场出现趋势性投资机会时,鸿道投资的判断往往有一定的前瞻性,且通过多次加仓提升仓位的方法,实现了较高的超额收益。

2020年,在这套投资方法帮助下,鸿道投资在几个关键节点都做出了重要的决策。

“2020年初,我们投委会综合判断科技股会有一波加速上涨的大行情,但在1月20日左右,我们又担心新冠肺炎疫情的发展会逆转市场的风险偏好。不过,当时市场极其乐观,投资者几乎未意识到新冠肺炎疫情的风险,我们认为,市场需要一个明确的自上而下的事

件作为‘信号’来引发群体迅速对新冠肺炎疫情风险进行再认识。1月22日晚,武汉宣布封城,我们判断,这可能将成为推动市场风险情绪的‘信号’。因此,我们继1月21日、22日减仓之后,在1月23日开盘果断大幅减仓。在春节后第一周上证指数大跌3.38%的情况下,有效控制了风险。”

“2020年2月底3月初,在资金面和市场情绪的交互加强下,科技股加速上涨,出现了些泡沫化的苗头,我们投委会判断,资金面已成为科技股涨跌的关键矛盾。2月27日,部分基金公司自我限制基金申购,3月初,我们注意到关于科技ETF发行受限的一些信息。综合上述情况,我们判断已经出现了推动科技股上涨的主线——资金面已经出现一些转变的风险信号,因此我们大幅降低了股票投资的仓位,并在之后的一个多月时间里维持低仓位,从而在3月中下旬的市场剧烈调整中控制了回撤。”

在几个关键节点都做出了正确的决策,鸿道投资旗下的产品在过去几年取得了不错的业绩。

## 静待杜鹃啼鸣

的潜台词(投资理念)是我比市场强大,对市场采取的是强硬态度;丰臣秀吉的‘我诱其鸣’,隐含的意思是我比市场聪明;德川家康的‘我待其鸣’则是一种顺应市场规律,尊重市场的态度。”他说。

德川家康的“我待其鸣”与孙建冬的投资方法不谋而合。“假设—检验—修正”的投资方法同时也是在投资过程中就可以实施动态风控的方法。从观念

人行21年,见惯了市场的波诡云谲,当被问到投资中最难的是什么时,他引用了日本战国时代的一个典故作答。

“据记载,日本战国三杰织田信长、丰臣秀吉、德川家康有一次对答。有人问他们:杜鹃不鸣,何如?信长云:我令其鸣。秀吉云:我诱其鸣。家康云:我待其鸣。”

“这背后对应了三种典型的投资理念。织田信长的‘我令其鸣’,它隐含

上,假设—检验—修正是内在假定投资者永远可能犯错,需要不断的基本面与市场走势的检验,其本质属于尊重市场、顺势而为的投资方法与风控方法。从风控的级别和时间点来看,对于重大投资,如果投资之前找不到过程中可以证伪的信号,我们会选择放弃此项投资。”孙建冬说。

如果杜鹃迟迟不叫怎么办?孙建冬说,那就搬个板凳,慢慢等。