

守正出奇 做企业价值发现者

□平安基金权益投资总监 李化松

炎炎夏日,A股持续“高温”。短短不到一个月的时间里,上证综指一度站上3400点,A股日均成交额连续13个交易日突破1万亿元(数据来源:Wind,截至2020年7月20日)。在我国改革红利释放、基本面好转、流动性宽松大背景下,叠加海内外机构增量资金不断入市,以科技创新为驱动力的产业升级和经济结构转型是支撑起新一轮A股向上的最大动力。短期内市场风格或较为均衡,投资更要看基金经理的自下而上选股能力,做企业价值的发现者。

多因素支撑A股持续向好

站在当前时点,我们对中国经济和A股市场充满信心。

从基本面来看,6月经济数据继续向上修复,二季度GDP增速、出口、地产、工业生产等方面超出市场预期,基建维持强势,消费低于预期,目前经济修复态势良好,且对海外出口增加。预计下半年经济继续复苏,也将带动A股持续向好。

从政策面来看,中国加速改革开放,积极完善制度环境,使得经济体更加健康,可持续发展能力更强,也使得投资者对中国和A股市场的信心持续提升。此外,资金持续流入的趋势难以逆转,无风险利率或在较长时间内处于低位,股息收益差位于十年来较低位置,股票相对于



固定收益和理财产品的投资价值更明显。目前中国企业的估值水平相比其他市场依然偏低,在历史上也处于较低水平。相比于中国经济的体量,外资配置A股比例偏低。

我们相信未来全球资本将会加速流入A股市场。面对时代的潮流,我们能做的唯有顺势而为,把握机遇。

行业板块方面,我们将长期关注内需修复的大消费行业和国家战略支持的大科技行业。一方面,我们处于新一轮科技创新周期的起点。以5G、云计算和人工智能为代表的科技产业处于爆发初期,存在巨大成长空间。去年以来的外部压力和今年的疫情,将会加速创新步伐,积极适应环境变化。

这将会促进中国优秀企业成长为世界级的企业。另一方面,中国正步入品质消费升级时代,消费增长趋势明朗。此次疫情深刻地改变了消费者行为模式,各种新兴业态的线上服务消费正在兴起,加速消费升级的趋势。

三大维度优选好公司

在当下的投资圈,“价值投资”理念盛行,但每个人对此的理解各不相同。

我们认为,买股票就是买企业,企业才是创造价值的,基金经理的作用就是去发现蕴藏在其中的价值——价值投资就是要投资具有中长期价值的企业,找到其中的核心资产。不盲目跟风行业,而是对市场及企业有自己的判断

标尺,相信企业的价值最终会转化为投资的价值,给有眼光的基金经理以回报。

如何选到好企业?笔者认为,可以从三大维度入手。一是看产业趋势,从景气度高的行业中优选公司;二是看企业质地和管理层,优选企业文化、管理流程、管理层能力优秀,现金流和分红良好,能够持续提高竞争力的企业;三是看盈利模式,优选具有规模优势、品牌定价权、网络效应等,盈利模式好的企业。

在投资组合的构建上,我们秉持“守正出奇”的原则。“守正”是指把握中长期盈利模式好的价值成长公司,“出奇”是在对技术创新周期深入理解的基础上,积极拥抱新兴成长行业,价值成长和新兴成长动态调整,以控制行业偏离,降低组合波动和回撤。

具体而言,价值成长股方面,消费、高端制造等行业中有较多盈利模式非常好的优质公司,未来盈利模式有望持续优化,长期持有可以带来稳定的回报;新兴成长股方面,创新驱动的TMT、新能源、医药等领域有较多新的机会,传统行业因为供给侧结构性优化也有很多成长机会。

做价值的发现者,知易行难,是很多投资者一生的修行。“自下而上精选优势企业”,这是笔者作为基金经理在修行路上需要为持有人一直恪守的原则。

市场波动加大 量化对冲策略优势凸显



□广发基金量化投资部总经理 陈甄璞

今年以来,基金的赚钱效应带动了投资者的热情,在爆款基金频发的背景下,关于牛市的讨论不绝于耳。然而进入7月中下旬以来,受疫情形势和外部环境的影响,A股市场表现出震荡市中行业、主题轮动的特征,投资者浮盈出现一定程度的回调。在当前震荡的市场环境中,因为能够实现分散投资、对冲风险的效果,具有绝对收益特征的量化对冲产品,受到越来越多投资者的认可。

发挥量化对冲策略独特优势

量化对冲基金通过量化模型精选优质个股构建股票现货组合,同时再利用股指期货空头对冲市场的系统性风险,从而使得基金产品的业绩主要来自于选股的超额收益,而不会受到市场涨跌的影响。

量化对冲策略是一种长期稳健的较低风险策略类型,其业绩表现与股票市场、债券市场等无关,对于偏好稳健收益的投资者是非常好的选择。量化对冲基金具备净值波动性较小、回撤可控的特点,本质上是因为对冲产品的收益主要来源于超额收益。对于很多基金经理而言,选股的绝对收益受到市场行情的影响会存在波动,但超额收益是可以做到比较稳定的,由此使得对冲产品的净值稳定性很高。

今年上半年,市场表现出明显的结构分化现象,市场风格抱团在医药、消费、科技等行业,持续贡献了超额收益。但进入7月份,金融地产的上涨使市场风格出现切换,市场表现出震荡市中行业、主题轮动的特征,在这种市场环境下,量化对冲产品受市场下跌影响较小,只要对冲策略的模型能够及时捕捉市场行情的数据变化,选股组合能战胜指数,那么净值就能上涨,因此,收益的相对优势会比较明显。

而近期投资者需求的增加也证明了此类产品的优势。今年以来,公募基金整体投资收益表现优异,已经配置了主动权益类公募产品的机构投资者普遍已经获得较好收益,在当前时间节点上,此类投资者有意愿把配置重点从高波动的股票类基金转换到具有绝对收益性质的量化对冲基金上,以此来实现兑现收益的目的。今年以来,受宏观经济形势影响,配置了固收投资的机构投资者收益相对而言比较低,加之量化对冲基金同样具有波动较小的特性。因此,此类投资者也有意愿转为配置量化对冲基金。

量化对冲策略发展前景令人期待

从需求层面来看,随着宏观经济形势的改变,市场上对于阿尔法的稀缺性存在着普遍焦虑,货币基金收益率持续下行,银行理财也面临着净值化转型的需求,能够剥离贝塔风险并获取阿尔法收益的产品,必然会得到市场的高度认可。作为一种具有绝对收益特性的产品,量化对冲基金的发展,有望为部分银行理财产品的转型提供新的承接路径,行业发展前景令人充满期待。

从政策层面来看,中金所自2017年2月、2017年9月、2018年12月、2019年4月,分四次放宽股指期货交易有关限制,当前股指期货交易规则已经接近于2015年9月份以前。此外,逐步松绑之后,股指期货交易大概率将更加活跃,股指期货的移仓成本降低,对冲策略的资金容量也将大幅扩大。事实上,股指期货负基差自2018年下半年以来已经大幅收敛,当前的对冲成本已经消失,对冲策略有望获得更好的收益表现。

研究创造价值

□农银汇理基金 赵伟

2020年,公募基金继续发挥各自的优势与专长,为持有人带来可观的投资回报。未来,基金是否仍能持续展现近两年的优异表现?笔者认为,只要恪守为持有人创造利益的根本原则,长期持续地研究和发掘,总会为持有人寻找到持续的超额收益。

投资功夫下在买入前

在近十年的投研经历中,有一点支撑着笔者这些年的投资道路,那就是清晰认识自己的能力范围边界,在认知的基础上做投资,不参与投机行为。

投资,更需要注重从产业视角看待公司发展与价值,企业基本面不会瞬息万变,投资应该是一种更长期的行为。我们通过较长期的持有来赚取公司业绩成长的价值,不断找寻自身能立足于产业趋势的优秀公司,基本面边际变化是公司买入和卖出的唯一依据。

如何才能真正做到长期持有?不是草草买入之后盲目持有和等待股价上涨。

前期工作是重点,比如买入前做详尽的调研工作,包括对上市公司自身、竞争对手访谈、经销商以及客户的调研,更加客观全面去了解这家公司的真正价值。通过研究工作,找到产业的增长以及个股增长的核心变量,作为买入的重要依据。

这意味着在挑选投资标的时,细分行业中认真做事的龙头企业是第一个门槛。做出买入决



策后,就是陪伴优秀公司的过程,在公司赚取稳健增长的业绩时,基金会得到相应回报。

寻找产业趋势下具有成长性机会的优质公司是关键,长期持有更是关键。

研究会创造价值,好公司最终一定会有好价格。基金经理的使命不能以寻找“好股票”为目标,单纯的“好股票”会因为市场环境、流动性等因素发生改变,好公司终究不断成长凸显价值。回看2015年大幅波动的市场,更容易理解投资中最重要的事就是不断寻找优秀公司,发掘价值。

回撤是投资中不可回避的投资裂缝,如何才能尽可能控制?笔者认为,前期工作是地基,只有基础稳固才能控制回撤。但公司永远在发生变化,投资不是一成不变的盲目死守,这其中的变与不

变,是投资的平衡。

医药价值在未来

今年以来,疫情增加了全球经济不确定性,具备确定性业绩的公司更加稀缺。但疫情又如一针催化剂,检测、设备、疫苗、药店等公司业绩确定性强,推动了医药板块估值上涨。

医药股的真正价值并不在于短期催化,而是长期的价值增长。医疗医药的成长确定性时间相对较长,我们要挖掘持续增长的公司。从A股和美股市场来看,能够成为长期牛股的公司中,医药企业占据一定比例。

站在产业升级的视角,医药投资至少要看2-3年的时间维度,从创新产业升级逻辑出发,梳理医药投资机会。除了受益于疫情的医疗器械之外,这两年业绩和

股票表现较好的是仿制药企和创新医药服务,这类企业未来还有1-2年的放量空间。

但若将眼光放得更长远一些,创新药市场逐步通过产品的迭代,管线的深度布局,保持自身在大病领域核心的竞争优势,将更有发展潜力。

单纯从静态估值衡量,投资者是否会觉得目前医药板块估值较高?作为长期持续成长行业,后续空间要看行业自身的成长性。中国人口体量巨大,未来中国健康产业消费的成长空间不可限量,基金经理要做一名优秀的长跑选手。

个人投资者如果直接投资股票,可能会面临选对行业但没选好个股的风险。这是因为医药板块不仅对专业知识要求更高,选不中“龙头”标的风

险也在加大。在医药主题基金中,主动和被动产品业绩差别较大。目前医药指数的失真性较大,个人投资者想投资医药板块,医药指数并不是最好选择。直接投资医药指数基金可能会大幅落后于主动型医药主题基金的表现,基金经理的专业化优势在强化。未来,随着医药个股的两极分化,指数失真情况会加大,医药主题基金投资建议选择主动管理型产品。

选取优秀的黄金赛道,用时间换取收益,把基金和股票投资作为自身资产配置的一部分,以专业和长期作为投资选择。

如果将投资期限拉长,看透创新药企背后强大的成长性,投资者可以对当前的医药投资更有信心。