

# 投资核心资产的“门道”

□兴证

在当前的中国股票市场,通过持续研究,笔者发现了一个重要的变化趋势,即在整个中国经济从高速增长走向高质量增长的过程中,行业竞争格局大幅优化,供给侧改革加速行业大小分化,环保等产业政策与市场监管政策等合力,加速了优质企业壮大与落后企业退出的步伐,使得龙头企业集中度快速提升,竞争力不断增强。在这些合力作用下,具备核心竞争优势的龙头企业,即本书定义的核心资产股价不断攀升,且大幅跑赢大盘及行业指数。

通过系统性研究海外资本市场核心资产的历史表现,结合中国股市逐步进入成熟理性的长牛投资阶段,我们得出结论:核心资产持续表现的时间周期会很长,投资者越早把握这一规律,获得的超额收益就越多。

## 核心资产的价值

投资是科学和艺术的融合。完善的投资框架、深入的研究分析、勤奋的调研思考和正确的投资理念往往能够提高胜率,这是投资的科学性之所在。但不同时间影响市场的主要矛盾不同,如何把握特定时间内影响市场的主要矛盾仁者见仁、智者见智,即使是投资高手在同一时间也往往观点不同,这就是投资的艺术性之所在。有些矛盾变化带来的投资机会往往稍纵即逝、难以把握,有些矛盾变化持续的时间则更长,带来的投资机会也更多。比如中国经济高速增长期的“五朵金花”,美国20世纪70年代的“漂亮50”,其高回报率都维持了数年甚至更长时间,给投资者带来了长期、持续的超额收益。

2019年底,如果从上证综指来看,10年前和10年后都是3000点不到,但是如果我们聚焦核心资产,如贵州茅台、万科、恒瑞医药、格力电器等,其股价早已超过2015年大盘5000点时的股价。

仅仅最近3年,立讯精密、恒立液压、爱尔眼科等一批代表新产业或者新模式的公司,也创造了巨大的超额收益。在港股市场,如果一位机构投资者没有投资腾讯,那么几乎可以肯定其收益跑不赢恒生指数;而在美国股市,如果投资者没有投资以FAANG为代表的核心资



出版社:机械工业出版社  
作者:王德伦、李美琴、张兆、张勋等  
书名:《投资核心资产》

产,那么其收益也几乎不可能跑赢迭创新高的纳斯达克指数。

笔者认为未来10年将是新核心资产大量诞生及核心资产加速表现的时代。抓住核心资产这一主要矛盾,无论对机构投资者还是个人投资者而言,都具有其他投资策略无可比拟的价值。

## 什么是核心资产

本书分为上下两篇,上篇是宏观视角,着重于理论和各板块都适用的共性分析,下篇是微观视角,着重于实践与各板块不同特质相结合的个性分析。在上篇中,首先明确了股票中

核心资产的定义,并对其特质进行了清晰的分析,作为进一步分析讨论的基础。

核心资产是在整个国民经济中占有最重要地位的行业企业。从企业层面来说,核心资产是拥有持续性创造超额收益或竞争优势的企业;从二级市场层面来说,核心资产就是全市场中最具成长性或竞争优势的代表。

在第2章里,从行业格局“重构”的内部推力和全球资产配置格局“重构”的外部催化两方面,论述了为什么中国股市会在当前阶段诞生核心资产,为什么核心资产在长期会实现很好的超额收益,而现在只是这一长趋势的开始。在第3章中,把视野放宽到全球,分析韩国、日本、印度、巴西、南非、俄罗斯等资本市场的

历史经验,可以明显看出各地股票市场中的核心资产都是全球资产配置中的“香饽饽”。但是,非常可惜的是,优质公司的定价权却往往“肥水外流”,巨大的投资收益并没有被本地投资者享受到。

中国正处于金融大开放的进程中,在全球流动性泛滥、资产荒的情况下,中国优质资产在全球是非常好的选择,全球配置会带来长牛。有了前车之鉴后千万不可重蹈覆辙,需要与全球投资者“抢夺”核心资产定价权。在第4章中,从外资视角出发,由静态分析转为动态分析,从美国股市“漂亮50”近20年(1970-1990年)的演化视角,以及印度股市30年的长牛行情,比较分析中国股市所处的阶段及投资启示。

## 如何筛选核心资产

本书下篇旨在解决如何筛选各板块的核心资产这一难题。由于经济结构的复杂性,不同行业的差异性非常显著,对核心竞争力与关键资源的要求并不一样,不存在单一的尺度,需要根据不同行业的特点来筛选行业中的核心资产。

根据中国股票市场行业的特点,分别针对消费品、周期品、制造业、科技成长(电子、计算机、通信及传媒)、金融地产5大板块,结合每个板块的特点,详细分析了为什么这些行业会诞生核心资产,以及如何有效筛选出该领域的核心资产。在分析中,结合了大量海外资本市场成熟的龙头企业核心资产案例,其中不乏大家耳熟能详的明星公司,也有不少知名度不高但是收益率颇高的隐形冠军,运用历史纵向研究、全球横向比较的方法,为读者全方位挖掘并展示了核心资产的魅力。

在海外货币流动性泛滥、陷入资产荒的时刻,全球最好的资产在中国。未来是一个全球配置的时代,是一个机构配置的时代,亦是一个居民配置的时代。“三重配置”会推动A股市场步入长牛。全球会有越来越多的资金配置中国资产,银行、保险、养老金、企业年金、职业年金等掌握巨量资金的机构也将越来越大比例地配置中国权益资产。同样,中国居民也会像美欧等发达市场的投资者一样,越来越多地提高权益资产在财富中的比重。

## 管理财富应弄清认知型偏差

□郑渝川



书名:《财富管理的行为金融》  
作者:[美]迈克尔·M.庞皮恩  
出版社:中信出版集团

通常,银行、证券公司、基金公司等金融机构为了满足合规要求,要向客户发放风险容忍度调查问卷。这一问卷确实可以帮助金融机构掌握投资者风险承受的一些基础信息。但在美国投资专家、美世投资咨询公司合伙人迈克尔·M.庞皮恩看来,风险容忍度调查问卷的有效性受到许多因素限制。首先,只要稍稍改变一下问题的提问方式,答案就会不同;其次,大多数风险容忍度调查问卷只做一次,但每个人的风险容忍度会因生活变化发生明显变化;第三,问卷结果的解读往往过于表面化。比如,客户表示能容忍的最大损失是总资产的20%,这并不表明适合客户的理想组合的损失会达到20%,投资顾问应当通过设置投资组合参数,让客户在任何给定期限内,都不会达到可容忍的最大损失。

庞皮恩在其所著的《财富管理的行为金融》一书中指出,要判断客户的风险偏好、风险倾向和容忍度,并因此设计最佳资产配置方案,需要在投资者财富水平基础上,区分情感型偏差和认知型偏差。

## 情感型偏差

情感型偏差是指基于受感觉或情感影响的推理,源自冲动或直觉,是感性推理导致的决策偏差。常见的情感型偏差包括损失厌恶偏差、过度自信偏差、自控偏差、现状偏差、禀赋偏差、后悔厌恶偏差。这一类型的偏差可能会使投资者做出次优选择,且较难加以修正。

损失厌恶偏差十分常见。投资中,经常会出现投资者拒绝出售表现不佳的股票,拒绝承认失败,本能地想继续持有到回本,但许多亏损股票几乎没有反弹可能。另一种表现则是,损失厌恶可能会让投资者过早卖出盈利股票,这样有可能降低投资回报。作者建议投资者要对自己的投资列出止损安排,比如当某只股票出现10%或15%的损失,就立即出售。相反,为避免过早卖出盈利股票,投资者应建立卖出机制,即当盈利股票出现估值进入与资产基本面相匹配的区间,才考虑卖出。

过度自信偏差如其名称一样,指的是投资者过度高估自己的直觉判断和推理,从而在股票估值中容易出现忽略负面信息、预警信号而高价、过多地买入,过于频繁地交易,低估投资组合的下行风险,建立较为单一的投资组合。作者建议要根据投资者自己或是具体的投资机构、基金公司过去两年的交易记录,计算投资回报,从而客观地衡量选股水平,衡量是否存在频繁交易;通过学术和实践的案例分析强化自己对市场波动性的认识。

相比常见的现状偏差、自控偏差,后悔厌恶偏差很多时候不被列为认知偏差、决策偏差,但这一偏差在投资中带来的负面影响丝毫不亚于其他偏差。后悔厌恶偏差会导致投资者无论在牛市还是熊市都难以采取果断行动,因而错失出售股票的好机会,也会浪费及时止损的时间。更重要的是,在市场行情处于低谷时,投资者完全可能以较低价格买入较高估值的股票,却仍然担心“没有跌到底”。

作者称后悔厌恶偏差导致投资者主观上偏好好公司、名气更大的企业股票,因为即便因此出现投资亏损,也可以减轻内在的后悔。但无论是巴菲特还是世界上最著名的对冲基金,都曾押过错误的赌注,所以投资者如果自测具有后悔厌恶偏差,就应当尽可能多地深入了解行为金融学的基本原理。

## 认知型偏差

认知型偏差主要基于错误认知的推理,与基础统计、信息处理、记忆误差有关。本书详细列出了13种认知型偏差,并详细讨论了每种偏差对于财务决策的影响以及对应的修正建议。相对情感型偏差,认知型偏差一旦被意识到,有可能予以纠正。

认知型偏差分为观念执着型偏差和信息处理型偏差,前者指的是新信息与过去的观点、认知相悖,人们感受到心理不适,所以克服不适倾向于只关注感兴趣的信息,包括认知失调偏差、保守性偏差、确认性偏差、代表性偏差、控制错觉偏差、事后偏差。信息处理型偏差则是在财务决策中,投资者对信息的处理和运用呈现非逻辑性或非理性。

投资者在建立资产配置方案,或是投资顾问为客户提供资产配置服务时,首先应当根据资产情况来确定是减轻还是适应既有的偏差。具体来说,投资者的资产情况越好,资产配置方案就应当越适应行为偏差;如果资产状况相对较差,就应当减轻行为偏差。

作者认为,对投资者行为类型进行分类,有助于金融市场参与者快速而深入地测出哪类偏差主导了投资者决策。作者将投资者分为保守型、跟随型、独立型和积累型四种,并分析了这四种类型投资者在损失厌恶偏差、现状偏差等典型偏差中的投向,分析了其风险承受能力,并给出了相应的改善建议。

■ 财富书架

## 未来全球金融治理



作者:[新加坡]尚达曼、朱民等  
出版社:中信出版集团  
内容简介:

2017年,当年的二十国集团主席德国倡议建立一个“全球金融治理名人小组”,由时任新加坡副总理尚达曼担任主席,16位来自不同国家的经济金融专家通过一系列高强度的调研、分析、辩论,形成了一份题为“让全球金融体系服务未来全球金融治理”的报告,这本书便是这份报告的中译本。

作者简介:

尚达曼,新加坡内阁资政、二十国集团全球金融治理名人小组主席,曾任新加坡副总理、财政部长、国际货币与金融委员会主席。朱民,现任清华大学国家金融研究院院长,世界经济论坛董事会常务董事,彼得森国际经济研究所董事会董事。

## 走过低谷,见过高山



作者:[美]阿曼达·斯坦伯格  
出版社:中信出版集团  
内容简介:

本书作者阿曼达·斯坦伯格曾年薪百万,却由于不注重管理与规划,背上沉重债务。后来凭借对金钱管理和财务规划的重新认识,重新找回生活的平衡和人生的高点。阿曼达通过自己的一手经验和身边女性理财高手的金钱故事,发现了女性在财务管理观念及方法上的问题与困境。她认为女性应该通过掌控自己的财务来为自己和家庭提供保障和自由。

作者简介:

阿曼达·斯坦伯格,美国知名财经媒体和教育平台DailyWorth.com的创始人兼首席执行官,女性财务规划领域明星教练。在进入财务管理领域之前,她是一名成功的计算机程序员,并创办了自己的公司。

## 战略三环



作者:王钺  
出版社:机械工业出版社  
内容简介:

本书提出的战略三环方法论,融合了战略咨询与企业内部战略管理的实战经验,并提供大量真实案例和工具指引。首先梳理了关于企业战略管理的整体思路,同时也能让读者形成或优化自己的方法论;其次帮助企业高管团队形成共同语言,便于他们在企业战略管理过程中高效沟通与达成共识。

作者简介:

王钺,曾在国际管理咨询公司工作,现自己创立管理咨询公司。擅长集团化企业战略管理、商业模式构建与优化、组织与人力资源变革、领导力等领域。

## 我的经济学思维课



作者:张军  
出版社:东方出版社  
内容简介:

本书从个人决策、商业逻辑到宏观大势,作者把对经济学和经济现实的独到理解,融入到45堂课程中,从现象到原理,深入浅出,为读者搭建起经济学的思维大厦。

作者简介:

张军教授,经济学家,“长江学者”特聘教授并入选国家“万人计划”。现任复旦大学经济学院院长、中国经济研究中心主任。

## 日本失落了吗



作者:[日]橘川武郎  
出版社:浙江人民出版社  
内容简介:

日本能够较早地搭上经济高速增长的列车,二战之后20多年便一跃成为世界第二大经济体。但进入20世纪90年代后,日本经济又黯然失色,如今又该如何走向新生。日本知名学者橘川武郎从经营史角度分析了日本经济、日本企业的兴衰,同时也描绘了活跃在日本经营史上的涩泽荣一、土光敏夫、小林一三等企业家群像。

作者简介:

橘川武郎,1951年生于和歌山县。经济学博士,东京理科大学研究生院经营学系教授。

## 短线狙击手



作者:[美]乔治·安杰尔  
出版社:机械工业出版社  
内容简介:

本书介绍的狙击交易法,可以应用于股票、期权、期货、外汇的短线交易,资深交易者乔治·安杰尔将分享三大交易操盘秘诀:阻力与支撑、时间与价格空间、周内特定交易日。本书解密了证券市场走势中神奇的时间与价格空间的对称特性,动态剖析了阻力和支撑的计算过程,并独家披露交易圈内鲜为人知的周内特定交易日走势风格。

作者简介:

乔治·安杰尔,狙击交易法创立者。拥有30多年的交易经验,曾担任10年场内交易员。