

华夏未来刘文静:

破除价值投资迷信 做“周期的朋友”

□本报记者 吴娟娟



刘文静,华夏未来资本创始人、总经理。刘文静拥有24年从业经验,历任平安保险债券投资部投资助理、平安保险全国社保债券组合基金经理、华夏基金副总经理(分管投资)、华夏基金投委会主席等。

驾驭周期

刘文静重视周期。在过去两年,A股中“核心资产”被机构争相持有,通道变得异常拥挤。随着资产拥挤度提升,风险持续提升。在刘文静看来,机构集中持有某些股票并非新鲜事。A股市场的历史就是一次次“抱团”“抱团瓦解”的历史。尽管历史没有简单重复,但是在演进过程中显示了类似的规律。

他认为,机构抱团背后是大量的趋势投资者。这些趋势投资者在股价上涨的时候会反过来去用基本面来解释股价的上涨,于是,更多的趋势投资者跟随进来,进一步推动股价上涨。索罗斯的“反身性”原理体现得淋漓尽致。

机构每次抱团的股票不同,但抱团、瓦解、寻找新的目标,进入新一轮抱团,市场演化的范式不变。由于收益和风险带给投资者的心理感受不对称,亏损100元比赚取100元留给人的印象更深。因此,一般说来,市场形成抱团的时间长,抱团瓦解时间很短。

在此过程中,部分公司由于具备高确定性,成为了

市场的风向标。例如,贵州茅台一向被机构投资者认为是权重股的风向标,一荣俱荣,一损俱损。贵州茅台一调整,权重股也闻风而动。在刘文静看来,每个阶段市场都会在特定的行业或者股票中寻找风向标。在2014年、2015年,市场风向标是互联网相关公司,一段时间内,上市公司粘上互联网一词就涨,再之前的金融、地产、钢铁、有色、煤炭五大行业被称为“五朵金花”,也扮演了风向标的作用。市场风向标不会一成不变。想清楚这一点,就不必受制于线性思维,明眼人被追捧的公司不会永远被追捧。

刘文静的做法是在周期的轮回中去找风险收益比较好的公司。他认为,当前银行、券商、保险等大金融板块风险收益比已经比较有吸引力。此外,市场风格方面,2014年、2015年之后A股市场风格从中小市值切换到中市值,很多中小市值公司被市场抛弃。但是,中小市值公司里有部分的公司质地不错,目前也显示出了配置价值。

价值投资是小概率行为

在今天的A股市场,很多人标榜为“价值投资者”。刘文静却认为,虽然价值投资理念深入人心,但是在市场当中真正能运用价值投资赚到钱的投资者少之又少。这是一个令人尴尬的状况,原因在于:一是投资者对价值投资本身存在广泛的误解;二是对于价值投资所隐含的前提缺乏了解。

按照公司的价值增长曲线,他将所有的公司分为四类,价值长期增长型、价值阶段增长型、价值稳定型、价值破坏型。不同类型的公司在这个市场中的比例是不一样的。有的公司能增长3、5年就已经很不错,这种公司占的比例是最高的;真正属于价值长期增长型的公司比例可能不到5%。

“一般来说,价值投资者心目当中似乎都存有一个幻象,即认为他所投资的公司应该存在一条持续上升的价值线,它的价格不过是在围绕这条长期价值线波动。所以,如果我们能够

忽略这些短期波动的话,我们就可以凭借价值增长线的持续上升而获得比较高的长期回报率。这就是以选股穿越周期的概念;或者像有人说的所谓做时间的朋友。一旦买入这样的公司,时间就似乎永远站在我们这边。”他说。

但刘文静认为,要做时间的朋友,首先要选对公司,由于适合做价值投资的公司本身非常少,选对公司是很困难的。此外,即便选对了公司,它的股价也可能在相当长一段时间内都是不涨的。他说,一旦投资者确立了价值投资的理念和方法,最先应该意识到的事实就是:这是一个基于小概率的投资,而不是一个大概率的投资。这也是为什么很少有人依靠价值投资赚到钱的原因。

投资是长跑。市场并非线性演进,而是在周期往复中以似曾相识的模样不断重现。在刘文静看来,认识周期、驾驭周期是在这场长跑中决胜的关键。

华夏未来创始人、总经理刘文静和他的投资团队似乎每次都能在市场见顶之前抽身。

2007年、2015年和2021年,他和团队三次成功逃顶,管理的基金回撤显著低于指数和策略均值。他如何判断出市场即将见顶,又有哪些秘密武器?

日前,驰骋资本市场20多年的投资老将刘文静接受中国证券报记者专访时表示,逃顶并不是技术问题,而是价值观问题。因为虽然没有人能够准确预测顶部,但是有经验的投资者不难看出市场是处于高风险区域还是低风险区域。在高风险区域是选择刹车减速还是继续狂奔,则取决于投资者的价值取向——要赚什么样的钱,愿意承担什么样的风险。秉承追求“绝对收益”,为投资者创造长期稳健回报的信念,他选择在高风险区刹车减速。

三次成功逃顶

2021年农历新年后A股持续调整,与节前市场表现大相径庭。华夏未来资本提前减仓,持股结构转向防守,规避了本轮市场调整的大部分风险。

这并非偶然。

2006年、2007年间,上证综指一路狂飙猛进,在接近5000点的时候,时任华夏基金研究总监的刘文静和当时华夏基金团队克服了排名压力,降低仓位,成功规避了后期的市场剧烈调整。

时间来到2015年,6月市场见顶前,时任华夏未来资本总经理的刘文静再次决定用股指期货对冲仓位,并逐步减掉多头股票仓位,再次规避了后续的大幅调整。

成功逃顶一次可能是运气,但三次成功逃顶就很难简单归于运气了。刘文静是如何做到的?

刘文静说,2015年的市场行情受到流动性推动,以主题与概念为核心特点,表现为单线条发展而非行业轮动的特征。因此,跟踪主题与概念的演进情况成为他的重要观察视角。5月起,前期推动主题性行情快速上涨的几大创业板龙头股票开始走软。他认为这是一个值得警惕的信号。因为,此类行情的特点就是在行情启动初期,代表新兴商业模式的龙头公司最先获得市场追捧,打开估值空间,进而带动主题和概念向二、三线品种蔓延。在行情临近结束时,龙头股票往往率先调整。6月初,他注意到部分股票停牌后再复牌,即便贴上了热门的互联网标签,涨幅也已经大大低于预期,进一步印证了自己“行情已经进入后期”的判断。

谈及2021年初的“逃顶”,华夏未来资本在微信公众号上写道,年初以来,华夏未来的模型显示股票市场整体估值高企且局部已达极值。随着两年半

市的盈利效应推动,投资者情绪高涨,机构重仓股票估值处于历史最高水平。基金连续爆款发行—继续推高“抱团”股票—基金净值不断创新高,正向反馈效应将市场热度推向了顶点。这种情况下,如果流动性出现拐点,低利率环境被打破,资金的正循环逆转,这些板块将面临踩踏风险。基于这种判断,春节前华夏未来系统性减持了估值处于高位的“核心资产”板块股票。

对市场所处周期的准确洞察是成功逃顶的关键因素之一,不过在刘文静看来,要做到这一点,技术不是最关键的,价值观才是。

“虽然很少有人能准确地预测顶部,但是判断出市场是否处于高风险区域并不难。问题在于,处于高风险区域的市场通常也不会马上下跌。因此,判断出了市场处于高风险区域后,投资者要决定是否继续冒险,这才是最难的。”他说。

他选择不在高风险区域冒险。他援引《黑天鹅》作者塔勒布的话,解释这背后的逻辑。假定一个家庭养了一只火鸡以备感恩节食用。平日主人好吃好喝伺候它,临近感恩节的某一天,主人会把它杀掉。随着感恩节临近,火鸡面临的风险会逐渐升高。刘文静认为,随着时间推移,火鸡面临的风险是不对称的。

市场有周期,投资者面临的风险也是不对称的,高风险区域的风险收益比和低风险区域的风险收益比无法相比。刘文静说,选择在高风险区域规避风险与他华夏未来的定位有关。2013年,刘文静和昔日搭档离开华夏基金,创立华夏未来。创业之初,他和团队就确定追求绝对收益为目标,希望让投资者“不心惊肉跳”,就能获得长期稳健收益。在这种价值观指导下,他拒绝追求短期高收益,重视风险管理,不铤而走险。