

东方红资产管理周云:

理解价值 敬畏市场 构建概率优势

□本报记者 徐金忠



周云:上海东方证券资产管理有限公司基金经理。清华大学生物学博士。曾任东方证券资产管理业务总部研究员,上海东方证券资产管理有限公司行业研究员、投资主办人。

从价值和市场出发判断真实盈亏比

投资需要“忆往昔、看今朝、望未来”的历史纵深感。周云对投资的观察,具备时间维度上的广度和深度。

以史为鉴。观察美股领涨行业变化,从上世纪60、70年代“漂亮50”崛起,80年代服务消费领涨、其后世纪之交科技股兴盛、到00年代金融能源备受瞩目、再到10年代以来科技再次引领,背后都是经济发展和产业周期的驱动。因此,伟大的公司都是时代的产物,投资要以产业趋势的视角去看待公司的卡位。

价值投资在时代发展大势上,必然是而且只能是顺势而为的。但是,价值投资在具体的实践中,不是随波逐流,而是有自己的判断和坚守。价值投资实际是在一个更大的趋势中做逆向投资,在这个大趋势没有破坏的情况下,每次逆向都将迎来市场的回归,但是大趋势改变时,逆向投资可能面临价值陷阱。

回到A股市场,同样能看到一个变化的市场,对投资应变的方法体系不断提出新的要求。

在周云的观察中,之前,机构投资者所青睐的一些行业和企业处于投资较为舒适的状态,可以享受市占率增加、竞争格局优化、利润率好转和估值提升所带来的时代红利,这在2019-2020年期间表现得尤为明显。

而时至今日,其中很多行业已经进入存量市场竞争阶段,这批公司所处的历史环境已经悄然改变。例如部分白酒、家电等龙头企业,开始面临高股价、低增长或者低成长空间等问题,投资性价比与当年有很大差异。

周云通过理念和方法的不断更新升级,应对市场的持续变化。

梳理周云管理的东方红京东大数据混合

A的定期报告可以发现,周云在早期特别强调“自下而上精选个股”,而后逐渐增加了对时代背景的剖析。在2021年四季报中,周云曾这样写道,“过去我们更加偏重于自下而上的选股,未来我们会尝试加入自上而下的宏观与产业趋势视角来完成组合的构建”。

周云认识到持续以静态的视角看公司内在价值,可能会产生刻舟求剑的结果。他也从早期的强调“自下而上精选个股”,逐渐增加了对时代背景的剖析,动态地看待企业的内在价值变化,在投资实践中不断进化升级。

此外,除了企业内在价值,周云认识到,人性趋势下的市场趋势是投资中另外一个重要维度。资本市场的参与者是无数鲜活的人,人性的“贪嗔痴”从来没有改变过,也塑造了市场的周期。

在人性的驱使下,股票市场总是以非线性方式运动,有时候正反馈,有时候负反馈。宏大的叙事在资本市场极易传播,由此导致的股票市场的自我加强与自我反馈周而复始,所以股票市场周期的产生、发展与破灭具有内在的必然性和规律性。

例如A股“漂亮50”风格在2021年春节时达到了顶峰,彼时许多人试图论证50多倍市盈率的白酒龙头依然未被低估。2021年来市值下沉的风格越来越被投资者接受,各大排行榜也常常被小微盘市值风格所占据,而核心资产被许多人弃如敝屣。市场总是以周期和趋势的方式来回摆动,且摆过中点之后并不会马上停止,往往从一个极端摆向另一个极端。

内在价值为基础,感受标的在产业周期和市场周期中所处的位置,并将人性的变与不变考量入内,周云的价值投资体系,越发具备包容性、应变力以及自我革新的活力。

构建有概率优势的均衡组合

应着组合投资的方式方法。

观察发现,在近年来的投资中,周云将组合配置得更加分散。这不是为了分散而分散,而是带着组合思维去主动分散。这种分散不仅是指行业上的分散,也包括风格、周期位置、风险暴露因子的分散。在实际的组合管理过程中,周云希望把自己把注意力放在每一笔投资的盈亏比和仓位的合理性上,让组合整体处于一个有概率优势的状态,涨跌都交给时间去演绎。这种状态让周云得以用更加全局和高阶的方式去看待组合,他已经能做到不因某一笔亏损而担惊受怕,也不因某一次盈利而沾沾自喜。

当然,每个人核心的投资哲学都是长期思考、不断实践得来的结果,唯有在实践中不断总结反思,形成可复用、可持续的方法论,不断增强自己对于规律的信心。为了建立更客观的概率体系,减少对现实的扭曲,周云正在投资实践中持续进化。

近日,由周云管理的新基金——东方红智享三年持有混合基金(A类019773、C类019774)正在发行,周云希望通过构建有概率优势的均衡组合,助力投资者低位布局。进化中的周云,带着进化中的产品,将直面变化中的市场,朝着“剔除运气成分后能够稳定地盈利”的不变目标,前进。

在当下这一时点,许多投资者处于混沌和煎熬的状态中。核心资产的深度震荡让许多人对价值投资的信仰面临挑战,甚至不乏观点认为现金流折现法(DCF)的根基已经动摇。

但上海东方证券资产管理有限公司基金经理周云认为,“要避免在周期底部线性外推,在当前这么低的预期下,如果预测未来比大家预期的还要差,可能看上去去保守,实际是很激进的假设。”

周云表示,价值投资有资本逐利的底层逻辑作为保障,是一种正确的思维方式。但是价值投资只是众多投资方法中的一种,并不是投资的终极目标,没必要对它过于神化,更没必要为了批判而批判。投资的终极目标只有一个,就是“剔除运气成分后能够稳定地盈利”。

周云拥有15年的证券从业经验和10年的投资管理经验,在多轮市场牛熊转换和投资实践历练之下,周云对周期演变和人性“贪嗔痴”有了更深刻的洞察,他以企业内在价值为中心,逐步将产业和人性作用下的市场周期纳入自己的投资半径,不断丰富投资工具箱,持续进化自己的投资体系。

在投资实践中进行自我反馈

投资是一件很复杂的事情,很关键的一点在于很难得到正确的反馈。好比蒙着眼睛投篮,投中了能听到计分器的声音,但却因为看不见,很难根据结果来调整自己的动作。股票市场被很多随机因素影响,结果也是存在概率的,做正确的事情不一定能得到满意的结果。

在周云看来,价值投资的意义在于把多维度的复杂投资世界变得相对简单,将对股价的预测转化为对公司自由现金流的预测,一定程度上实现了认知上的降维,也使得预测的环节变得可跟踪、可解释、可反馈。这样即便预测错了,也可以知道错在哪里,才可能在之后的实践中得到修正。只有建立了这种自我反馈机制,在投资实践过程中才能积累经验、不断进步。

周云自己的投资经验,也经历了这样的自我反馈和积累进步。

观察发现,周云早期的观点和操作很符合大家对经典价值投资者的固有印象。

彼时他对价值投资的理解更偏向公司质量和静态价值,寻找市场非共识的正确,具有明显的深度价值特征。其投资方式可以概括为“以低估值为抓手,在相对较好的公司里面做逆向投资”。

但是,市场的变化,冲击着他的投资体系。

在2019-2020年,尽管一些白马股已经享受了很多风格溢价,但其二级市场表现依然高歌猛进,估值快速提升,同时其他个股整体下跌。甚至一度出现估值越贵的标的越容易上涨,越便宜的标的越容易下跌。在这样的市场环境下,偏好低估值的周云经历了一段漫长的煎熬过程。

这段经历也让他反思“单纯而理想”的低估值策略的局限性。这时的周云,已经清楚地意识到他作为基金经理,在价值投资理念的基础上,还需要结合市场规律和自身性格不断进化。

痛则通,通则变,变则达。

如今的周云,对价值投资理念依然抱有高度的信心,同时又放下了很多执着。

在周云看来,价值和市场都可以是投资概率优势的重要来源,只专注单方面而忽略另一方面,胜率可能都会降低。更重要的是,这两个因素往往交织在一起,导致很难分清收益到底是来自市场博弈还是来自价值兑现。

因此,需要在投资中,抓住其核心,顺应其变化。当下,周云对投资的理解已经有了两个关键的变化:第一,经典的价值投资案例容易让人产生一种静态的世界观,但是世界唯一不变的就是变化本身,企业内在价值是动态变化的,价值投资也需要将这个大前提纳入考虑。第二,归根结底,价值投资是方法而不是目的,除了内在价值维度外,市场周期也是一个非常重要的维度。

周云的投资体系和方法,更加通达。