

倪明 牛市没有终结迹象

□本报记者 曹乘瑜



倪明, 经济学博士。曾任职于大成基金管理有限公司从事研究分析工作, 历任债券信用分析师、债券基金助理、行业研究员、股票基金助理等职, 并曾任大成创新成长混合型证券投资基金的基金经理。2011年4月加盟银华基金管理有限公司, 担任银华核心价值优选股票型证券投资基金及银华领先策略股票型证券投资基金的基金经理。

牛市未现终结迹象

5月28日, 上证指数暴跌逾6%, 近40只股票型基金跌幅超过7%。5·30的魅影又至, 5000点关口的走势令人担忧。但倪明坚定认为, 从中长期的角度来看, 并没有看到牛市终结的迹象, 同时通过分析这轮牛市的核心驱动因素, 也可以发现驱动力并没有发生根本性转变。

中国证券报: 怎么看待市场的延续力度, 其中的动因是什么?

倪明: 首先, 资本市场作为直接融资平台的重要性凸现。过去15年到20年的时间, 中国的经济增长主要是依靠银行这样一个间接融资平台。但随着经济的快速发展, 不管是银行的资产质量, 还是企业的负债水平, 包括地方融资平台和国企, 都面临很大问题。而在这样的背景下, 通过繁荣资本市场, 不仅能够解决这些问题, 同时能形成巨大的财富效应。

其次, 居民财富的再配置, 尤其是高净值人群的资产配置变化, 是催生这轮行情的重要因素。房地产在过去的15年时间里是一个单边上涨的大牛市, 房地产市场沉淀了中国最巨量的财富。但是从去年到今年, 可以看出, 房地产牛市的上涨空间已经终结, 在资本逐利的驱动下, 这部分资产配置转移将对股市形成较大的增量。

第三, 为了对冲经济的下行, 不断释放流动性, 货币宽松将是繁荣牛市的基础。

第四, 转型预期成社会共识, 改革创新不仅仅是中国经济的主题, 也是资本市场的主题, 相关的个股未来空间巨大。

从去年四季度开始, 我们就认为牛市行情已经出现, 到目前为止, 通过紧密跟踪市场情况, 我们认为, 上述核心驱动因素没有发生根本性转变。

看好二线滞涨蓝筹股

布局未来, 面对“神创板”的诱惑, 倪明表示, 不如看好二线滞涨蓝筹股。具体到行业, 他继续看好新能源、军工, 同时高端制造和大消费未来也值得关注。

中国证券报: 为什么看好二线滞涨蓝筹股?

倪明: 创业板继续上涨当然没有问题。但是问题在于, 如果出现连续两个放量跌停, 该买还是该卖? 这就是问题的关键, 我们已经找不到创业板的安全边际。

这也关乎投资理念: 既然主动基金的管理是要赚取超额收益, 那么意味着作为基金经理, 在某个方面的能力应该要超过市场平均水平。对于创业板的某些股票, 如果你在它涨了3倍、5倍之前都没有认识到其价值, 那么在这个高位上, 你对它的认识程度能够超过市场的平均水平吗?

二线滞涨蓝筹股中, 有的个股有新的变化, 或者是未来有新的上升空间, 他们目前的涨幅和市值都不如创业板, 但综合考虑它的安全性和预期空间仍具备吸引力, 我们会在资本市场

中国证券报: 为什么本轮蓝筹涨幅小于创业板?

倪明: 本轮牛市不同于2007年。2007年, 经济快速发展, 银行、地产、煤炭、有色等能够拉动GDP的权重行业上涨也快。而当前经济下行, 这就意味着和经济周期密切相关的行业找不到逻辑支撑上涨。

中国证券报: 虽然牛市没有终结的迹象, 但是过高的估值、过快的上涨以及注册制等因素横在眼前, 怎么看待调整?

倪明: 如上所述, 我们没有看到牛市终结的迹象, 对于中小创, 目前我们也没有看到出现拐头的迹象。但是政府确实希望的是一个慢牛, 而不是快牛, 另外, 涨幅过大后市场也会自然形成调整。

市场趋势相对容易把握, 但是把握节奏很难。所以, 我们在相对的右侧做判断, 通过结构调整去稳定组合, 但不会贸然地在某一个点位上做空。比如当前位置上, 我们不会再去净增加在创业板上的比例。

中小创板块出现的重组并购主题, 短时间也不会发生变化。即使注册制推出, 也不会有较大影响, 因为注册制不会一步到位, 还会有比较严格的审批流程。即使高度自由化如香港市场, 上市公司壳的价值, 这些年也在不断上涨。我们不认为一个政策推出就会改变这种现象, 但从投资角度出发, 需要注重这种运营模式的风险。所以我们在行业上集中, 但是个股持股分散, 个股持仓不会超过七个点, 在经历了大幅上涨之后, 即使依然看好, 我们也会减持。对于涨幅已经非常大, 但是有效流通盘很少的个股, 我们会选择避开。

相比于拐点判断, 我们更看重组合的合理性和抗风险能力。

不断寻找这些性价比较高的品种, 更新组合。

中国证券报: 看好新能源、军工、高端制造的逻辑是什么?

倪明: 新能源方面, 虽然光伏已经有较大涨幅, 但是风电等仍有巨大空间。而军工方面, 虽然结构上会有一些调整, 但整个行业依旧值得布局。

新材料研发和应用在内的高端制造方面, 属于国家大战略, 越是大的战略, 它发生变化的可能性越小。目前国家在这块已经大力度投入, 包括半导体新材料、稀土、石墨烯等。

此外, 伴随国民消费观念的变化和生活质量的提高, 大消费方面也会有较好的投资机会。即使这些公司处在创业板, 同样值得挖掘, 可以从行业龙头、涨幅、行业格局来挑选。我们并不是不认同创业板, 只是会选性价比较高的品种。这些股票可能没有“最猛”的股票表现得好, 但是仍会有很好的表现。更重要的是, 它是在一定的安全性或者一定的风险水平下取得的收益。

10倍秘诀不在于最高收益率

据统计, 截至5月26日, 银华价值优选今年以来的回报率虽不是最高, 但是也在翻倍基金的名单中, 收益率达到102.86%; 其最近一年总回报为166.33%, 位于同类排名前1/3; 而最近两年、最近三年的总回报也始终位于同类排名前1/2。

倪明表示, 长期投资能力取决于在调整时比别人少亏损多少。因此, 他的投资逻辑是, 尽量寻找“预期收益率+安全边际+确定性”的结合点。

中国证券报: 能否介绍一下核心的投资逻辑?

倪明: 投资者在选择股票时, 看的更多是收益率, 但我们试图选择的是: 预期收益率、确定性和安全边际, 这三者的结合点。因为拉长时间来看, 复合收益率并不主要取决于牛市时比别人多赚了多少钱, 而是取决于当市场调整时, 你能够比别人少亏多少。

既然寻找的是结合点, 就一定不是预期收益率最高的品种。但是最后呈现到投资业绩上, 无论市场上涨或下跌, 我们的收益率都能够稳定在前1/2到1/3的水平, 这样长期下来, 基金回报率相对较高。

中国证券报: 什么样的股票是具有安全边际和确定性的?

倪明: 我们特别强调对行业要有深入的理解和研究, 把握住行业性机会, 就能提高安全边际和确定性。首先, 作为百亿规模的基金, 如果个股持仓过于集中, 冲击成本较高, 可能稍微有些风吹草动, 市场上就会有反应。要尽量避免这种情况, 就要在好的行业里尽可能分散投资。其次, 行业大逻辑在短时间里不太会发生变化, 所以把握住行业性机会本身就是提高个股的确定性和安全边际。

打听个股内幕信息, 不如把握行业。例如对一些重组股, 虽然成功后股价可能翻倍, 但是重组成功的概率很低, 二者相乘, 你会发现其实收益率也并不高。但是如果一个行业的整合是大趋势, 那么就能相互印证, 提升个股重组的确定性, 这就是板块效应。

行业集中度高、个股分散度高, 这是银华价值优选的持股特点。翻阅一季报, 可以发现我们重仓光伏行业, 占基金净值比7.91%和6.11%的第一、第二重仓股均与光伏有关。重仓光伏, 是因为我们首先认同行业逻辑——改变环境问题的核心是改变能源结构。国家已经推出大量政策, 虽然推进的节奏和力度会发生一些变化, 但是大方向不会变。所以我们布局了新能源和天然气, 这些组合今年以来的表现并不逊于互联网板块。

Wind数据显示, 短短半年, 今年以来已有167只基金净值翻番。但是5月28日, 上证指数暴跌逾6%, 近40只股票型基金跌幅超过7%, 似乎2007年“5·30魅影”又至, 之后或许又是一波中级调整。市场再度以其凶狠, 提醒投资者更应当关注能在牛熊转换中保持业绩稳健的老基金。

2015年5月11日, 又一只净值达到10元的基金诞生——银华核心价值优选。在牛短熊长的A股市场, 十年十倍回报, 可以说是奇迹。在全市场3000余只基金中, 仅有3只基金创造了这一奇迹。

成立于2005年9月的银华核心价值优选, 在银华基金四位基金经理的接力棒下, 截至5月26日, 其净值增长率为1136.12%。“第四棒”基金经理倪明自2011年9月26日接管以来, 任职期间基金收益率为148.38%, 市场同期平均收益率水平为105.20%, 沪深300指数同期上涨94.75%。

对于长期跑赢市场的诀窍, 倪明总结为: “我们力争在市场上涨时, 收益率稳定在1/2到1/3, 而在回撤时, 仍旧能够维持这个水平。这样长期下来, 我们的收益率就会相对较高。”

虽然年轻, 但是倪明在投资上并不冒进。他认为, 强调与个股公司的“亲密接触”, 不如强调对行业的把握; 押宝最高收益的个股, 不如在“行业上集中, 在个股上分散”——寻找“预期收益率+安全边际+确定性”的最优组合。

对于后市, 他表示, 虽然有调整担忧, 但牛市没有终结迹象, 创业板也没有拐头迹象。此时应对风险的方法, 就是调整组合结构, 而非在某个点位上做空。