

以大历史观指导投资

□上海倍霖山投资管理有限公司
总经理 高杉

很多人问我，公司怎么起了一个拗口的名字，字面看好像是生财的意思。但其实倍霖山源自哈耶克创立的新自由主义经济学团体——朝圣山学社(Mont Pelerin Society)，出于对伟人的敬畏，我采用了近似音译。没错，新自由主义学说，尤其是供给学派理论是我们宏观的主导思想。

以大历史观指导投资

我们的业绩来自于以大历史观为指导的宏观前瞻，以及与产业高度结合的微观深度研究。

在我看来历史不会简单的重复，中国的镜像不是历史上的自己，而是历史坐标上的美国、日本等国。因此，我可以鲜明地把上一轮牛市定义为婴儿潮一代和深度工业化的红利，类似美国的1960年代，也就是那个年代诞生了“漂亮50”。

然而任何一种经济学流派都有它成功的历史时期，凯恩斯主义在罗斯福新政期间走上神坛，从那时到卡特总统被迫选择放松管制，凯恩斯主义被奉为圭臬长达三十多年。1944年1月，罗斯福总统向国会阐述了他为战后美国社会描绘的蓝图，那将是一个由社会和经济方面的公民权利来定义的社会。

此时哈耶克的《通往奴役之路》刚刚出版，新自由主义却毫无立锥之地。直到1970年代，经济政策的转变是一个非常复杂的过程，经济极度恶化迫使卡特政府和英国的卡拉汉政府不得不采取某些货币主义学派的政策，并开始取消行业管制、推荐公会改革，这些政策后来成了特洛伊木马。前人栽树，后人乘凉，新自由主义成就了里根和撒切尔夫人。中国也一样，邓小平时代是中国改革



的1.0版，2009—2012年中国的资本形成和政府消费压过了居民消费，利率高企，市场活力弱化，当是重回自由市场经济。

经济史学者吴晓波用中央与地方财权来解释中国历代经济变革得失，这些得失在当今中国依然潜移默化地发挥作用，我研读历史，则选取最适合国情的部分，提炼出中国所处的位置，找到投资方向。

在此基础上，我在2014年7月提出“牛市前夜”的概念。在这之前，我主要用供给学派的思路看待货币政策，认为那个时候上货币政策应该转向，债券收益率会显著下降，从而带来股市估值乘数的恢复性扩张。

中国在互联网渗透率方面，进程比美国快得多，其对普通民众的生活面貌产生了巨大影响。在市场一致认为中国经济毫无亮点，增速持续向下的时候，我看到中国的产能过剩恰恰是新经济的温床，如果没有制造业的配套，就

不会有小米、大疆等等以核心软件技术找代工厂批量生产所造就的奇迹。因此，我认为当下中国是供给改革和新经济的结合体。

5000点后我倾向“慢牛”格局

我们在投资实践上，也坚决贯彻了这个思路。年初中小市值成长股的确存在非常好的建仓机会，到了3月份之后，我们主动减少了创业板的配置。在选股上，我们则跟产业界高度结合，我承认医疗、教育、房地产、汽车的存量市场与互联网结合会产生大的机会。

我们走访了海外上市的中概股、产业界，认定了几个重要方向，一个是大宗商品居间交易商、二手房电商、电商供应链、廉价航空等，比如某家从事大宗商品居间交易业务的公司，让我们获利近十倍，其前提是人们对能源巨头嘉能可公司(Glencore)做了深入研究，证明这种基于控制力的期货和现货结合的商业模式盈利能力可持续性很强……

当然，我们也对某些刻意为之的案例保持距离，典型的是汽车后市场，我们在这个领域跟产业链深入合作，了解了行业的痛点和壁垒。因此，我们对跨界参股后市场电商的公司敬而远之，比如某成立四年A轮融资都没拿到，净资产负一千多万，却拿了一家不相关的上市公司3000万增资的公司。

以创业板、新三板为代表的新的繁荣，有其合理性，但我们对高估值表示敬畏，回归生意的本质看待公司，而不是用PE/VC的角度做二级市场投资。

水至清则无鱼，泡沫是经济转型的必经之路，2000年后的科网股泡沫也是如此，胜出的公司现在大名鼎鼎，消失的公司就是社会进步的铺路石。当下中国，万众创新的成功者对整个社会都是一种正能量。

对于5000点之后的市场，我倾向于慢牛格局。目前的总市值已经与静态GDP相当，美国股票市值与GDP比重在0.8—1.2之间波动，但我们的市值构成是以牺牲低估值蓝筹股为代价的，这个长期来看也不可持续。

均值回归从不会缺席，只会迟到。考虑到2018年中国的GDP，理论上上证指数应该摸到一万点，对应90万亿的总市值。届时，被低估的银行股可能获得重估。中国的银监387号文，实际类似美国1985年后放松银行管制，赋予了银行多种资产经营的能力，银行的业务模式和业绩会分化，我看好的是不良高峰后银行的表现。

我注意到近期国债期货已经反映了诸多预期，中国降息的空间已经不大，下半年的CPI会回到2以上，货币政策宽松边际效应递减，且我不认为中国有必要搞QE，PSL也只是压低长端利率的扭转操作。

此外，我预计随着房地产成交恢复，四季度的新开工可能会恢复，尽管这只是个暂时性恢复，2017年之后中国房地产的销量将下滑到7亿—8亿平米，房地产对资金的吸纳将大大减弱。

因此，下半年的市场资金供需上，我倾向于平衡状态，不再是上半年的明显的供不应求，而长期看居民资产配置的转换远未结束。

美国居民家庭与非营利性组织直接或间接持有的股票市值近20万亿美元，美国平均约有12%的个人消费支出是由净财富的增加引起的，中国转型必然提高消费和服务业的比重，股市的财富效应拉动消费，甚至以股养老都可能实现。

本质上，美国在全球战略收缩与中国的崛起都是历史的必然，中国仍有很大的改革空间和内需潜力，我们将迎接一个中国经济新的黄金时代的到来。

不要忽视基金之间的相关性

□招商证券 宗乐

今年以来，A股市场震荡向上，各板块轮动上涨，权益类基金收益颇丰。数据显示，股票型基金今年前5个月平均涨幅高达69.8%，混合型基金也取得了接近40%的平均收益。

从去年下半年到今年一季度，很多基金投资者发现持有多年的老基金终于回本了，欣喜之余赶紧赎回。在经历了长达7年多的熊市之后，牛市来得如此之快令很多投资者感到突然，甚至有些措手不及。但在赎回之后，投资者发现自己似乎赚早了，踏空了后面的牛市行情。就目前来看，投资者又该如何操作？

我们认为牛市还在途中，远未结束，但由于指数涨幅过快，因此市场的阶段性震荡幅度将会加大，而且个股和板块之间的差异也会不断加大。基金投资者应如何构建或调整基金组合才能获取更高收益呢？笔者认为可根据有效边界理论构建符合自身风险偏好的基金组合。

俗语说：“不要把鸡蛋放在同一个篮子里”。如果把这句话应用到投资上，就是不要进行单一投资，而要通过分散配置来降低风险。尽管基金已经是一种分散投资的理财产品，但每一只基金往往都有特定的投资范围和投资主题，例如金融地产基金、医疗卫生基金等。也就是说，如果只投资一只或两只基金则很有可能达不到分散风险的目的。此外，如果两只基金所投资的方向高度重合，则很可能出现同涨同跌的情况，也不能达到分散风险的效果。因此，组合内最好加入几只相关性较低（甚至负相关）的基金，从而更好的分散风险。

有效边界理论是一个有关建立最优投资组合的重要的金融学理论。基金经理的工作重点就是如何将其投资组合的风险回报值落在有效边界曲线上，那些还没有达到或接近有效边界的组合可以采取多元化投资在不增加风险的情况下提高回报率，或在降低风险的情况下不降低回报率。

衡量两只基金之间相关性的最常用的指标是相关系数，该系数的取值范围介于-1至1之间，相关系数越接近-1，代表两只基金的变动方向越倾向相反，分散风险的效果越好。为了更清楚地解释“了解相关性对构建基金组合的重要意义”，我们用4个行业指数基金（上证金融ETF、上证医药ETF、上证材料ETF、上证消费ETF）和1个债券指数基金（中证50债ETF）来构建基金组合，这5只被动指数基金可分别代表各细分类别的平均收益。

数据显示，这5只基金在过去3年的周收益相关系数介于-0.08至0.75之间，相关性不高，可以用来构建一个基金组合，并较好的分散风险。

假设某位投资者的风险承受能力较低，想把组合的波动率（即标准差）控制在1.5%以下，那么有效边界模式计算出的最佳组合比例是配置46%的中证50债ETF、45%的上证医药ETF，和9%的上证金融ETF，其他基金不占任何比例。这个最佳组合比例过去3年每周的平均回报是0.38%，即每年回报20%左右。如果投资者想把组合的波动率控制在1.5%之下，所有其他组合比例的回报都不会高于上述最佳组合的20%。如果投资者的风险承受能力更高，比如把波动率的最大容忍度设在3%，那么最佳组合比例就是配置100%的上证医药ETF，获取0.68%的周平均回报，相当于35%的年平均回报。

需要注意的是，这些结果都是基于历史数据而做出的计算，投资者不能做静态的投资，而要结合动态分析来不断优化基金组合。但是，尽量挑选相关度低的基金构建组合，是在任何市场环境下都适用的投资方法。

过去三年各指数基金周收益的相关系数

	上证金融 ETF	上证医药 ETF	上证材料 ETF	上证消费 ETF	中证50债 ETF
上证金融ETF	1.00	0.33	0.62	0.44	-0.02
上证医药ETF	0.33	1.00	0.61	0.75	0.03
上证材料ETF	0.62	0.61	1.00	0.73	-0.05
上证消费ETF	0.44	0.75	0.73	1.00	-0.08
中证50债ETF	-0.02	0.03	-0.05	-0.08	1.00

市场波动暂无虞 紧抓改革创新主线

□博时裕隆混合基金经理 丛林

6月4日，A股盘中完成宽幅震荡，指数最终基本收回，结合最近的市场走势，我们认为：本轮行情并未终结，期间或许因为某些传言与其他因素，不可避免地存在宽幅震荡，我们认为最重要的是紧紧抓住本轮行情最重要的主线——改革与创新。

牛市增长三大引擎： 创新、改革与流动性

本轮牛市增长的动力主要是三个关键词：创新、改革和流动性。

新兴产业的创新是本轮牛市的唯一主线；改革是传统产业保持一定活力的必要手段，是本轮行情蓝筹估值修复的基础；无风险利率的下降给本轮行情带来充裕的流动性，牛市的关键条件全部具备。

本次行情值得关注的新现象主要有以下几点：第一，这次行情是在经济增速下滑，经济结构转型的过程中起步的，因此我们要关注的重点应该放在结构转型上，特别是关注经济结构转型的方向；第二，本次行情是在无风险

利率下降，其他投资渠道萎缩的背景下发生的，导致更多的资金短时期涌入股市，同时各种渠道的配资以及加杠杆，使得行情的上涨比较快，因此后期到了一定位置，股指的波动预期会比较大；第三，预期新兴产业方向的泡沫会比之前历史上每一次都大，因为这些产业代表了未来经济结构转型的方向。

从股票资产配置的角度来看，改革和创新是两个最重要的主题。改革的主题，裕隆主要配置了军工，主要是基于改革预期，科研院所改制和资产证券化率提升三个方面，未来2—3年，他判断军工会有一大批千亿元市值的标的出现。创新方面，裕隆重点配置了TMT板块中的互联网相关板块，具体是三个子行业：互联网金融、互联网医疗、网络信息安全。我们认为这是贯穿本轮行情主轴，全年都会有良好的表现。

泡沫尚未大到该恐惧之时

流动性只是推动本轮行情快速上涨的一个因素，而非本轮行情背后最根本的逻辑。所以我们认为转型的预期才是吸引流动性



最根本的原因，这也是很多新兴产业成为泡沫堆积地的根本原因。

不同的产业、不同的标的有不同的估值方法，创业板的估值是否能用PE来简单的估算和比较？应该具体按照行业拆分分析，而不是简单粗暴的估算。20—30倍PE的建筑公司与80—100倍的互联网公司，到底哪个估值贵，应该不是简单比大小的问题。

假设我们认定创业板估值过

高、有泡沫，那背后的原因是什么？我们认为在经济结构转型的大背景下，经济需要新的增长点，高估值、泡沫堆积的产业实际上是转型过程中资源有效配置的必然过程，没有产业资本的追逐和堆积，新兴产业如何能够走出来？有泡沫堆积的产业不一定全部走出来，但是最终走出来的新兴产业一定是从泡沫中走出来的。

因此，对于后市的判断，我们认为重要的是找准结构转型的方向，其次以新兴产业为代表的成长股后面还有相当大的空间。市场还没有到把泡沫吹到让我们恐惧的时候。

我对接下来的市场趋势仍然坚定看好。主题投资机会方面，建议关注四个子行业：互联网金融、互联网医疗、网络安全、军工。

从市场转向的可能性因素出发，应该重点关注以下几类事件：一是越来越多的成长股实际控制人开始大比例减持股份；二是大批转型的公司被证明转型失败；三是预期比较高的新兴产业被证明模式是失败的；四是估值得到大幅提升的蓝筹股开始大比例融资或者减持。