

陈玉辉:坚守投资的安全边际

□本报记者 张昊



陈玉辉,2014年金牛基金经理、创金合信基金投资总监,经济学硕士,5年实业、5年化工行业研究、5年买方研究主管,曾任招商大盘蓝筹基金经理,招商基金研究部总监。

坚守安全边际

对于一个价值投资者而言,安全边际是不可逾越的红线,特别是在市场下行的过程中,坚守安全边际会始终处于相对从容的境况。

陈玉辉认为,短期看,中国进入后工业社会,制造业普遍缺少了叠加产能扩张的成长性周期,而景气、萧条的小周期导致短期整体多空的意义越来越小,把握局部结构性投资机会成为投资的主要矛盾。中国股市和其中的投资者大多伴随工业化成长起来,习惯于盈利即EPS驱动的市场;而从中长期周期看,则会如同国际发达国家市场一样,主要转向由货币政策导致的利率中周期变化驱动的市场,这是未来需要在投资实践中逐步学习和认识到的一个根本性变化。

与5年来欧美市场上涨由经济危机后初期的盈利反转驱动逐步转向后期零利率环境下的“类债估值”驱动相似,中国叠加经济萧条预期所形成的蓝筹股和周期股低市盈率(PE)、低市净率(PB)现状,如压紧的弹簧一样提供更高的中长期投资回报率。随着未来国内货币政策为对冲实体经济压力进一步趋

向数量和价格宽松,低估值蓝筹股局部性、阶段性甚至趋势性投资机会的市场环境正在形成。

除了一些传统行业公司,陈玉辉也关注到一些个性化的中小市值股票,这些股票也跌回了两倍净资产,在他看来这样的股票已经接近投资的安全边际。如果只是从市盈率上看,价值股8倍、10倍的市盈率,已经接近安全边际。而对于短期无利润和难于用市盈率估值的中小市值公司而言,因为没有业绩支撑,两倍净资产之内一般是一个投资的安全边际。“我注意到,这一类个性化股票也逐渐出现了一些投资机会,基本上将来还是以个股超额收益为主,个股投资的选择标准不是只看绝对涨幅要大,也不是说绝对跌幅要小,选股的主要标准是风险收益比高,如此,个股选择构建的组合会有更高的信息比。其实20多年来以不同的身份和角度参与A股市场,逐渐感觉到所谓价值投资或成长股投资,其实没有一个绝对的标准。对个股的评估对应的评价标准就是风险收益比,风险收益比就是说一个股票的预测潜在涨幅除以它的潜在跌幅,如果

这个比值大于3,最好是大于3,这样才有更好的组合投资回报。”

即将发行的创金合信沪深研究精选灵活配置混合型基金,拟由陈玉辉出任基金经理。对于未来H股的投资机会,陈玉辉也有自己的见解。他认为,港股市场跟随两个市场,一个是境外市场,一个是A股市场,其实是一个影子市。因为对投资而言主要追求的是大概率事件,因此港股投资优选的就是跟随A股的行情,比较典型的H股金融板块走势一般跟随A股的行情。

陈玉辉认为,未来港股的风险在于美国加息,所以港股可能会面临来自境外投资者的抛压,因为港股现在境外投资者占比较高。“另一方面,内地也正在面临争夺港股定价权的问题。在争夺定价权的过程中,港股要么跟随A股,要么出现独立的行情,因为很多港股比A股很多股票都便宜10%-30%。作为价值投资来说,或者从风险收益比优化角度,港股增加了投资组合的自由度,会阶段性提供改善组合整体风险收益比的机会。”

敬畏市场规律

贯穿多轮牛熊之后,在陈玉辉的眼中,本轮股市调整是市场机制的自然调整,近期市场教给投资者的经验与教训再一次证明,必须敬畏市场规律。

“导致股市会反弹,或者会在一定程度出现上涨的有利因素在哪里呢?”陈玉辉认为,股票市场有它自然均衡的机制。当股票缩水的时候,存量资金相对于快速缩水的市值就越来越多。“不需要新增资金,原来1万亿元可以撬动10万亿元的市值,但是如果这10万亿元跌去一半,变成5万亿元,那么1万亿元就更容易撬动这5万亿元的流通市值”。这就是股票市场的自然均衡机制和震荡趋势形成原因。

陈玉辉判断,未来市场进入震荡走势是大概率事件。他表示,根据不同类型资金参与者的现状,未来个股会出现分化。“眼下很多公司的反弹幅度都达到了30%,累计跌幅也收缩了30%。对于一些公司来说,基本面相对坚挺,配资参与相对比较少,或者机构资金关注度较高,其股价可能仍然会比较强势。而基本面情况一般,又没有特别的机构资金关注的股票,其股价可能要逐步回归基本面,进入下降走势。”

整体来看,中小市值股票虽然数量众多,但对主要大市值指数的影响较小,但是这些公司的集体下跌会导致市场恐慌,预计未来中小

市值股票会逐渐进入分化。“经过一轮强劲反弹之后,能涨得动的个股会越来越少,然后就逐渐进入震荡的过程中。”

陈玉辉将他的投资策略概括为两句话。第一句话就是,底部的时候多看基本面,少看技术面,除非是因为组合保本或绝对收益要求被动止损。第二句话是,高位的时候适当多采用技术面方法,适时做止盈止损操作。“因为股票的估值波动区间是非常大的,所谓合理估值其实很难界定,比较典型的就是白酒板块,市盈率极低可以被压到8倍,高可以到80倍,中间这10倍的区间到底哪里更合理?如果说在30倍合理,跌到8倍就跌掉70%,涨到80倍就有170%的收益。”正是出于这样的判断,陈玉辉认为从当前阶段看,现在市场中小市值股票仍处于历史上估值偏高的位置。

“股票投资最大的问题,不在于挣钱难,而在于锁住收益难;不在于上涨难,而在于显著回撤后要想回本更难。股价从1元到2元,正常市况下涨1倍很难。但是从2元跌回1元只需要50%,也就是说投资是一个向上和向下完全不对称的游戏。股市中第二个不对称是投资本金不论从短期还是长期看,都是不断地在进行高位追加,从而加剧了涨跌不对称的负面影响,这也是市场中很多投资者亏损的原因。”

2015年7月的A股市场风云变幻,全体市场投资者都在经历着一场资本市场的大课。在成长股的高估值遭遇严峻挑战之后,价值投资再一次显露出贯穿牛熊的实力。作为价值投资的坚守者,创金合信基金投资总监陈玉辉此刻更加确认,他一直以来坚持的价值投资理念的生命力。作为常年的价值投资坚守者,陈玉辉认为,不管是成长股还是蓝筹股,在安全边际的范围内寻找投资价值都是必须恪守的准则。

类债行情提升估值空间

受国内、国际经济周期的影响,陈玉辉预计国内实体经济和虚拟经济仍将处于通缩式调整通道中。目前货币政策方面量的宽松已经比较充分,后面价格宽松特别是真实无风险收益率下降还有空间。近期最重要的影响是网上打新收益超过20%的无风险收益率暂时消失后,其支撑的银行理财等真实市场无风险收益率和银行资金成本将会快速下降,驱动低风险偏好的资金被迫进行重配置。银行等低估值、大市值蓝筹股显现出一定程度上的债性,这类似于2008年金融危机后美、欧、日股票市值持续因零利率环境上涨。受积极财政政策和环保、产业政策影响,持续低迷的周期性行业也会出现局部供需关系改善和盈利超预期增长,产生了阶段性投资机会。

对于今年下半年的市场,陈

玉辉表示存在局部行情的机会较大。其中,他最看好国企改革主题。“我比较看好的机会主要就是国企改革,中小市值的机会可能更多是局部和个性化机会,而非去年中期以来的全面上涨行情。”陈玉辉说。

对于即将发行的新基金,未来操作上将倾向于阶段性风险收益比较高的低估值蓝筹股和中等市值消费股,并结合研究可辨识能力,自下而上选择风险收益比尚在合理范围内的中小市值成长型个股适当配置。

“大部分人不愿做价值股的原因是,价值股特别是其中的大市值指标股行情普遍时间短暂而快速,其余大部分时间需要耐心蹲守,这样的投资需要耐得住寂寞。但耐心最终是有超额回报的,股市中风险收益比最高的机会可能也需要耐心,因为低估值价值股在大部分市况中向下

回撤的风险和幅度一般较低,但向上的涨幅却往往超过预期。做价值投资,成长投资、消费投资其实均有类似之处,都包含心理博弈。”

陈玉辉总结道,股市中的大机会和便宜货都是非理性跌出来的。在中长期价值已经确定的情况下,股票的超额收益主要来自以更低的价格买入。从乐观的角度看资本市场有其内在的均衡机制:股价越跌资金反而越多,至少相对于逐日快速缩水的市值是这样。未来机会首先是国企改革主题,预计待市场稳定后会主流热点。第二类是消费类白马股,主要在医药、消费、汽车、家电、食品等行业。第三类是个股性机会,特别是一些中小股票已经跌回2倍净资产的合理估值之内,风险收益比提高,未来将因基本面超预期变化而出现个性化机会。