

宏观逆境中探寻稀缺投资机遇

□景顺长城中小盘基金经理 杨鹏

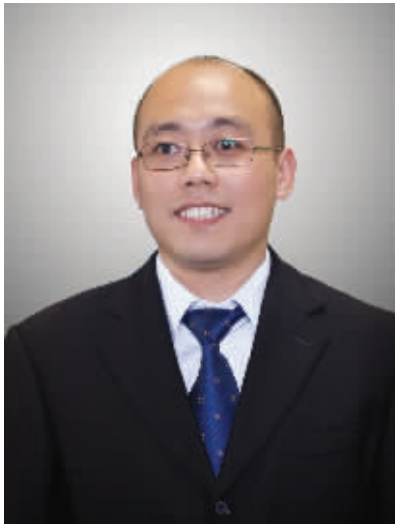
2016年被称作“最困难”的一年。回顾过去几年,其实“困难”这个词频繁出现。从2008年以来,真正一帆风顺的好日子屈指可数,每一年都会冒出些新问题和新的担忧。2016年确实需要重视风险和困难,投资决策上需要更加审慎,但谨慎之余,我们能否突破眼前困境的迷障,去发掘新的投资机遇,与中国改革共同进步呢?

积极拥抱改革带来的价值中枢抬升

资金持续涌向转型、新兴行业,“成长”和“价值”的分化加剧,引发巨大分歧,我认为不应只看到成长与价值的矛盾面,更不应据此推演出少数投资者理性高冷、大众投资狂热盲从的偏颇结论。成长与估值的矛盾本非不可调和,假以时日,两种选择殊途同归。眼下价值股持续低迷和成长股持续高估的共同根源就是改革进入深水区,旧经济积弊难复,新经济巧妇难炊。但这种困难是暂时的和可以克服的。从市场表现看,如果一定要把拥抱低估值定义为理性,我们认为对旧经济彻底放弃幻想、坚定的拥抱改革拥抱转型是更高层次的理性,更大的正能量。

试想转型轻而易举,改革又是普遍受益的帕累托改进,恐怕A股市场早已遍地高大上的FACEBOOK或苹果,何愁新兴行业估值居高不下、只见公司转型试错业绩下滑,却难见企业崛起如GOOGLE;试想供给侧改革成功推进,“朱的”腾讯、百度、京东早已荣归祖国,众多主业清晰、成长高速的创业公司早已在A股遍地开花,贡献出一个十倍百倍股,何愁利润全靠并购重组、独角兽低调转型。

改革和转型,当然离不开展望和想象,但市场波动难免引发对故事和概念泛滥的担忧。如果能通过强化法制建设,进一步杜绝坐庄操纵、内幕交易、违规资金等因素,创新的故事更容易变成未来的现实和经济增长的翅膀,而非不法者短线牟利的工具。成长即价值的共性会更纯净,其单纯的估



值风险也更容易消化,估值相关的社会批评和关切也会淡化,资本市场对经济资源的配置作用也会更正面突出。

我们认为近期人民币汇率的波动并不意味着中国故事的结束,也绝不代表中国竞争优势的丧失,如果我们承认汇率波动主要源自国内居民财富再配置,则不应只悲观的看到居民向境外转移财富的压力,更应该看到由这种财富支撑的需求潜力——这是投资侧改革的前提。

展望未来,中国是成功实现转型实现新的飞跃,还是自此陷入中等收入陷阱,我们选择坚信前者,这是我们保持大局乐观的信仰基础。映射到股市,我们认为A股市场会在成功改革和经济转型的推动下,实现中枢依次抬升。其中,成长型中小市值公司将成为改革红利释放的最大受益者,民营经济的活力必将得到释放,会有一大批中小市值公司成长起来。

宏观逆境中探寻稀缺投资机遇

那些充满活力的成长型中小市值公司

会集中在哪些行业?我们从2014年财富榜上可以看出一些迹象,富豪集中的领域不再专属传统的房地产行业,中国依靠其人口优势,在营销、游戏、电影、教育、保险等新兴行业,正在成长成新的世界第一,成就一批80后的上榜富豪。我们找投资机会也是基于这样的线索找这样的行业。

首先是休闲娱乐行业,人们闲置的时间多了,智能手机普及了,在手机上打游戏,一个日本的手游公司仅靠一款“智龙迷城”游戏,实现盈利增长近50倍,市值暴增70倍。这在人口大概2.3亿的国家,当时有1/10的人在玩这个游戏。而中国有13亿人,会不会出现同时1亿人玩游戏,一年产生100亿收入的游戏公司呢?我们认为逻辑上都是成立的、未来也一定能够看到。

同样实现逆势大增的还有电动车。电动车去年实现了3倍的增长,短周期看政府有较高积极性扶植电动车行业推动经济增长,长周期看,智能电动车有利于提升劳动效率、解决中国能源安全等诸多问题,潜力巨大。

医改也是值得关注的领域。一些上市公司已经用颠覆的方式解决药费高企,与政府合作直接把医院配送包下来,价格是原来的1/3,而不是降1/3。然后借助媒体的优势,将这一经验推广到全国,这也是可以看到的。还有精准医疗,基因测序成本下降速度很快,最初测一个人的基因要30亿美金,现在是1000美金,30亿美金到1000美金这个下降速度比计算机芯片的摩尔定律还要高。

环保曾被不少企业放在成本端看作不情愿的负担,而现在随着房地产投资跨过高峰、钢铁企业需求下降,环保产业成了这些企业转型创收的重要收入部门——原来卖给钢铁企业的焦炭,通过更加环保的深加工、煤化工做成了油,没有销路的问题了。这意味着一解决了环保问题,二解决了收入问题,在越来越困难的经济环境中,环保从他们原来成本的考虑变成了收入考虑。这是在经济困难时能够找到的转型方法、也是真正有益的供给侧改革。

披沙拣金 挖掘内生增长动力强的优质企业

□广发聚优基金经理 唐晓斌

3月以来,市场风格快速轮动,前一日周期股领涨,次日热点又切换至成长股,市场的高波动性特征凸显,很多投资者感慨进退两难。对此,笔者认为,今年宏观经济增速下行,人民币汇率与全球经济增长的不确定性加大了A股市场的投资难度。今年投资需要更加注重个股的安全边际,精选更稀缺、内生增长动力较强的优质个股。

A股仍处于弱平衡格局

经济基本面是今年资本市场关注的焦点之一。从宏观经济各项指标看,2月份制造业PMI指数为49%,环比下降0.4个百分点,连续两个月在荣枯线以下,这说明宏观经济景气度依然较差。PMI分类指数中,新订单指数为48.6%,比上月下降0.9个百分点,这主要与春节因素有关,我国制造业仍处于寻底的过程。

但从2月份以来,原油、铁矿石等大宗商品价格底部反弹明显,原油从底部反弹超过40%。国内大宗商品价格也随同海外市场出现了较明显的涨幅。供给侧改革,以及补库存是当前大宗商品涨价的逻辑。同时,资金从虚拟经济转移到实体经济也推动了资源品价格的上涨。从基本面看,当前房地产去库存、钢铁煤炭供给侧改革的效果能否使得大宗商品的价格持续上涨仍需观察。因为3月底开始,北方地区相继开工,能否有效拉动需求有待验证。

在上述周期性板块中,房地产可能是周期行业看得最长的板块。从政策角度看,下调二三线城市的首付比例,以及调

减契税,都提高了消费者的购房热情。有业内人士担忧,近期深圳、上海等一线城市房价上涨过快,可能会导致政府出台较严厉的政策。笔者认为,需要分区域来看待房地产市场,二三线城市的销量预计仍有较快的增长。不过,需要注意的是,房地产去库存与新开工是两个概念,只有新开工出现明显增长之后,钢铁、煤炭等周期品才能受益。

综合来看,虽然我国经济2016年仍处于寻底阶段,但是供给侧改革政策的推进与稳增长政策的实施,使得未来并不悲观。淘汰钢铁、煤炭等行业的过剩产能,减少低效重复投资,使得我国经济未来变得更加健康,也为经济转型腾挪出空间。就A股市场而言,经历三个季度的调整,当前A股市场仍处于弱平衡格局,蓝筹股和成长股均有投资机会,短期策略是控制仓位、均衡配置,挖掘具有较高安全边际的成长股和较高防御性的低估值蓝筹,在防守中求进攻。

关注内生增长动力强的优质企业

过去三个季度,A股市场波动加大,市场情绪谨慎,部分投资者对未来极度悲观。笔者认为,从估值角度看,年初以来的下跌让市场一度虚高的估值已经得到明显消化。创业板年初静态估值约为70倍,目前则为55倍左右;而沪深300的估值约为11.5倍左右,与2011年水平相当,已经处于较为合理的区间范围内。不过,暴跌后市场信心仍然不足,需要时间恢复。

2015年是成长股的盛宴。但今年以来,市场偏好转变,成长股在年初出现了较大幅度的下跌。很多伪成长股的业绩并没有跟上估值的上涨,仅仅通过讲故事、描绘预



期等方式已经无法唤起市场的热情,市场更加关注上市公司内生性的增长。目前已经有小部分成长股进入到了长期投资区间:即估值合理,内生性增长在30%以上,行业增速未来三年超过20%。这类标的主要集中在新媒体、新能源汽车、集成电路、移动支付等行业,这些也是广发聚优关注的成长行业。

此外,虚拟现实(VR)、无人驾驶、云计算等新兴行业也是笔者关注的方向。虽然这些新兴成长公司目前估值较高,但这些行业代表了未来社会发展的趋势,具有广阔的发展空间。目前这些行业还处于萌芽阶段,还无法准确辨别真正的龙头企业 and 行业爆发时点,但是根据我们与产业界的交流,潜在龙头和行业发展的脉络已经逐渐清晰,未来一两年内有望爆发,值得长期跟踪。

投资中的加法和减法——写在围棋人机大战之后



□六禾投资投资总监 徐志云

近期最受瞩目的公众事件当属李世石和谷歌AlphaGo的五番棋人机大战,结果有些出人意料,虽然谷歌AlphaGo上来连赢三局提前获胜。但让人感到绝望的不仅仅是AlphaGo在盘面上展现出的统治力,而是当人类棋手还在审视回味多年以来传承下来的行棋框架和手筋定式时,AlphaGo已经基于胜率开创出一套新的体系超越人类,而且还在不断地学习进化中。

在任何一项高复杂度游戏中,短暂的领先落后并不重要,保持正确方向并持续进化的能力才是最可怕的!围棋如此,投资亦然。

证券投资入门简单,要真正做好却是一项复杂度极高、讲究能力圈的游戏。投资者不仅要清楚地知晓自己的能力圈,更要具备不断拓展能力圈的能力。和海外相比,国内资本市场发展时间不长,加之中国处于大国转型期,转型模式并无很好的参照样本。上至宏观政策、货币环境、资本市场制度,中至新的行业、新的商业模式,下至微观企业的传承重组、并购转型,再加上新兴市场估值体系的高可塑性,当前的A股市场充满着各种变数和想像力。资本市场在各个方面都对投资人提出了更高的要求,倒逼着专业投资者不断地做加法,突破自我,扩展能力圈。

彼得·林奇是投资领域做加法的极致。在对自己管理麦哲伦基金的生涯回顾中,他曾提到“我每年要访问200家以上的公司和阅读700份年度报告,一年行程10万英里,早晨6:05乘车去办公室,晚上19:15才回家,路上一直都在阅读。每天午餐都跟一家公司洽谈,每个月要对将近2000个公司检查一遍,头寸中大约有1400种证券,管理基金期间买过的股票数量超过1.5万只。”彼得·林奇的投资几乎涵盖了所有行业、商业模式和逻辑类型,一套完备的投研体系和方法论也许会让这些工作显得有些机械化、程式化,但彼得·林奇如此广泛的涉猎,以及十几年如一日持续做加法的能力确实令人赞叹。

但人毕竟是人,人工智能可以像一列火车在封闭轨道上无边界地前进,人却很难。彼得·林奇13年璀璨但略显短暂的基金经理生涯,最终也逃不开托尔斯泰笔下贪婪农夫式的无奈。

投资如同长跑,专业投资者在这场长跑中不仅要懂得做加法,更需要适时地做减法。

巴菲特是投资界做减法的楷模,其对能力圈的经典阐释已为世人熟知。了解并恪守自己的能力圈,避免在不熟悉的领域犯灾难性错误,在投资过程中做好减法是其业绩数十年长青、持续获取超额复利的秘诀。曾有位朋友评价,彼得·林奇的成功可以模仿,但巴菲特却无法复制。

个人深以为然,但认为更准确的说法是,投资人做加法的路径可以借鉴,做减法的历程却无法复制。投资中的加法是对客观世界的不断求索,对历史兴衰的回溯,对逻辑数据的验证,对商业行为的预判,甚至市场中不同参与者的博弈方式都能从金融行为学中找到诸多端倪和线索。做减法的历程则是直面自己的内心,认识自身能力的边界,直面压力、情绪以及各种潜在的约束,并最终找到最适合自己的投资方式。客观世界的求索历程可以复制、分享、团队进化,但个人内心的舒适平静却是如人饮水、冷暖自知。正如巴菲特的成功之路,其早年师从格雷厄姆,后来又受芒格、费雪等人影响,这一段做加法的心路历程一定很有价值,等到后期巴菲特已经做足减法,进入到一生只愿意挥动20次球棒的状态,我们能做的恐怕只有静静欣赏、致敬。

机器学习进化的方式同样是有加有减,计算机既要有深度搜索、遍历局部最优的加法能力,更需要评估全局、剔除冗余选择、降低计算复杂度的减法能力。和计算量大、但规则和目标清晰简明的围棋相比,股票市场的运行机制更为复杂。股票市场背后是所有市场参与者决策的汇总,是一个典型的多因子、互相反馈、且需要实时决策的混沌系统,任何交易策略最多只能部分解释股票市场的交易行为。应对这类复杂度更高的系统时,减法将展示出更多的魅力,受过良好加法训练但更善于做减法的人脑会比机器更具优势,专业投资者只要持续地做好加法减法、不断进化,仍将拥有持久的生命力。