

寻找年化回报20%的实现路径

□广发基金国际业务部基金经理 余昊

纵观各位投资大师,既有索罗斯、保尔森等凭借超然的主观判断艺术称名于世,也有西蒙斯和大卫·肖用科学的量化投资方法取得长期稳定的超额收益。投资到底是科学,还是艺术?

对于笔者来说,投资一方面是主观的艺术,另一方面是客观的科学,其是一项科学的艺术,是两者取长补短的统一。这或许跟笔者的专业背景和从业经历有关。笔者求学7年一直主修运筹学,而后回国从事公募基金投研工作,自然而然地就会将运筹学中统计概率和随机过程的客观原理,应用在主观的选股过程中。而在每一个选股买卖的决策中,每一个加仓减仓的判断中,笔者所追求的不是短期翻倍的梦想,而是长期年化回报20%的投资目标。

寻找科学路径

笔者将长期年化回报20%的目标拆成三部分:首先,作为基金经理,首要目标是获得基础资产的长期平均年化回报。其中,权益资产的长期平均回报约为实际GDP增速的两倍左右,债券资产长期年化回报约为GDP增速1倍附近。对于投资中国的权益类基金经理而言,笔者认为这个数字约为10%较为合适。

那么,如何才能让投资组合实现年化10%的目标呢?最简单的方法是将选股范围聚焦在高质量的优秀公司,这在统计上可将组合长期跑偏的概率限制到很低的概率。因为优秀公司在几十年的范围内仍在健康发展,体量的成长将显著高于整体经济的增速,作为股东享有的收益分配又将大幅优于债券投资者。纵观市场中的行业龙头公司,在几十年的周期中带来的收益大幅超过同期GDP两倍。为此,笔者认为,找到优秀而稳定的公司,是获得长期权益资产收益的核心。

其次,在优秀公司中,再根据各行各业



不同的行业周期,选择周期上行行业、回避周期下行行业,这样将有望在10%权益资产收益的基础上,再获得5%的超额收益。比如2016年,笔者在多年未碰产能过剩的周期行业情况下,研究发现造纸行业在环保压力和多年固定资产投资下滑的情况下,几乎恢复了正常的供需平衡,最终在本身就很有优秀的企业中,赚到了周期上行的回报。

最后,结合自上而下地宏观的研究,择机对股票仓位进行调整,有望增加额外5%的长期年化收益。笔者并不认为仓位调整是趋利避害的魔术,而是进行风险控制的工具。笔者的目标是通过调整仓位保持整体波动率的稳定。在有宏观不确定性来临时,单

位波动性提高,只有降低仓位,才能保持整体波动性不变,最终体现的效果是笔者并不去赌博宏观事件的结果,而是选择提前降仓,规避大的系统性风险。比如2015年股灾期间,笔者坚持没有赌博抄底,反而在8月第二轮股灾中取得正收益。

艺术和科学的结合

从以上分析可知,“优秀公司+周期上行+宏观避险”是笔者心中长期年化收益20%的公式。但正如前文所言,投资一方面是主观的艺术,另一方面是客观的科学。“知行合一,忍耐坚持”是笔者在这三方面努力追求回报的坚守。因为决策的艺术,需要建立在对公司深入的研究、对行业的把握和对宏观的跟踪这三项客观的工作上,而基金经理在决策中不可避免存在着情绪化和随机性,例如,因为短期涨跌打乱的心绪,没能按照基本面的指向去操作;再比如因为基本面的指向较长时间没有反应在股价,没能熬住对时间的忍耐。这都是早前初涉投资时笔者内心经历过的煎熬,但得到知行合一和忍耐坚持最终带来的超额收益后,越发对投资中艺术和科学的结合有更深理解。

著名作家沈从文先生有一句名言:“文学之于我,不仅是兴趣,而且是信仰。”因为有时仅仅靠兴趣是撑不住的,而且兴趣是可以转移的,但一旦兴趣成为你的信仰,那就是真正的“釜不换”。

笔者以为热爱、好奇心和工匠精神是投资管理的乐趣。这是一份特别能满足人好奇心和求知欲的工作,每个公司和行业就像熟悉的老同学,对它的各种细节如数家珍,熟知它的过去和现在,能预判它的未来。而谦逊、隐忍和坚持是投资管理之德,对每一位卖方分析师、销售、同行和上市公司,都保持谦逊学习的态度,对每一次股价波动都坚持基本面判断的隐忍。因此,对于笔者而言,专注做研究和投资,追求每年20%以上的长期复合增长率,就是最大的目标和信仰。

结构性机会风起云涌 将向上期权交给时间



□光大保德信基金经理 何奇

回望2016,所谓一场牛市一场梦,梦醒时分再回首,或感慨创业板的估值透支了业绩,或抱怨美联储加息引发金融去杠杆……尽管这些解读层出不穷,但是不外乎围绕着资产定价理论阐述的三大维度展开:企业盈利、无风险利率和风险偏好。

这三维空间的研究体系固然经典,但往往容易忽视了时间的价值,从而幻想经济转型迅速完成而不断抬高创业板泡沫,漠视传统产业去化而错失龙头股盛宴。资本市场,追涨杀跌易,理性独守难。有鉴于此,笔者试图引入时间要素构建投资的四维空间,重点从时间轴的维度挖掘投资机会。

重视时间,是对收益和风险的深刻理解。匆匆十年,A股太多的昙花一现,太多的酿久弥香。复盘回望,从一个长期的视角来看,无论阶段性股价如何惊险回撤,真正收益率靠前的多是具有核心竞争力的公司。这些公司或行业高速增长,或企业家禀赋极佳,这两大价值均随着时间不断发酵并最终得到市场认可。展望2017年,经过利空的反复打压,在大数据、信息安全和智能制造等领域,部分行业高速增长且管理层能力优秀的中小创公司已经跌入了估值和业绩增速基本匹配的区间,我们将精心挖掘估值已经调整到位的重点公司长期持有,享受业绩增长带来的股价提升。与此同时,在经历了供给侧收缩的传统行业,依然可以在化工、机械、轻工等领域寻找到供需格局即将改善的细分行业,我们将在深入研究后耐心等待行业供需的拐点。

重视时间,是对人性和概率的深刻理解。从某种意义上说,投资是透过自身研究体系的盲人摸象行为,因此再成熟的投资策略也会造成观察结果的偏差。北宋大家王安石在《游褒禅山记》中写到:“夫夷以近,则游者众;险以远,则至者少。而世之奇伟、瑰怪、非常之观,常在于险远”。这段话转而用于我们理解A股市场也颇有启发,它深刻地阐述了好的投资机会往往在人迹罕至的地方,因为人人都在盲人摸象,参与的人越多,股价偏差往往越大。当市场上涨的方向、时点和幅度往往不可兼得时,放弃时点的组合投资策略是我们提高胜率的不二之选。展望2017年,我们认为市场在经历了几轮股灾后,系统性风险已经充分释放,很多公司估值的底部区间已经很难击穿,这有力保证了我们左侧布局的安全性。今年我们将在前述重点关注行业中,选择市场关注度低而机构持仓少的公司集中配置,在确保组合向下风险可控的情况下,将向上期权交给时间。

重视时间,是对基本面和股价的深刻理解。“遛狗理论”是投资高手对于股票价格与内在价值的一个经典比喻。当白酒股在价格上调前拔地而起,小狗走在了人的前面;当水泥股在价格不断上涨后惊艳崛起,小狗走在了人的后面。“遛狗理论”深刻地反映了市场的“投票器”和“称重机”双重属性;而基本面和股价转换的关键就是时间。展望2017年,我们自上而下选择出的可能存在于预期差的机会在于:一是当前基本面可能企稳回升而股价相对低迷的券商股。随着大盘企稳反弹,券商股利空基本已经落地,未来可能存在着政策利好或基本面改善预期;二是后期基本面可能逐步企稳而股价会先行反映的地产股。房地产销售低迷对经济的杀伤力将逐步释放,并通过房价下跌影响通胀和货币政策,今年不排除会出现行业性买点。

尽管2017年伊始,全球资本市场的大趋势仍扑朔迷离,但笔者坚信A股市场的结构性机会将风起云涌。我们将以时间钥匙打开投资的四维空间,并在里面积极寻找风险收益比高的品种,期待着时间的玫瑰催生出的价值的芬芳。

市场化机制孕育环保行业投资机会

□鹏华环保产业股票基金经理 郑川江

2016年下半年以来,北方大部地区多次遭遇严重的雾霾侵袭,重新唤醒了人们对于环境保护问题的重视。尽管我国的环境治理前期取得了一定的成效,但仍任重道远,环境治理刻不容缓。

从2010年起,政府把节能环保作为一项战略新兴产业、民生工程进行重点扶持的时候,更多的是依靠行政的力量去推动行业的发展,同时是从一些体量较大、解决起来难度较低的项目入手,但近年来市场的力量正逐步凸显,环保行业的一大特点是资金驱动,环保企业多为工程类公司,需要稳定持续的项目融资,资本市场恰好契合了这一特点,相信资本市场将在未来环保行业的发展中扮演越来越重要的角色。

PPP新政助力行业变革

去年12月26日,国家发改委、证监会联合印发了《关于推进传统基础设施领域政府和社会资本合作(PPP)项目资产证券化相关工作的通知》。《通知》明确了资产证券化PPP项目的范围和标准,同时要求各省级发展改革委于2017年2月17日前,推荐1-3个首批拟进行证券化融资的PPP项目,报送国家发改委。今年2月3日“新水源PPP资产支持专项计划”在机构间私募产品报价与服务系统成功发行,成为市场首单落地的PPP资产证券化项目。

环境保护工程,近年来正在通过PPP的形式,将企业与政府连接起来。环境修复这样的大项目,一般的环保企业很难参与,那么市政基础设施就成为了环保企业涉足的



热门领域。市政基础设施是推行PPP模式的排头兵和主战场,环保是继交通、能源领域之后的新兴产业,前景十分可观。

招商证券指出,就环保投资而言,PPP将是极其重要的抓手,一方面以整体打包形式解决各个区域的综合性生态环境问题,具有协同治理、统一规划的系统性优势;另一方面,较大的投资体量,使引入资产证券化、社会资本多元化参与等创新金融模式成为可能,盘活社会存量资本。环保的后投资属性加PPP的金融杠杆催化,可以推演出环保行业的大投资时代、大公司时代必然到来。

市场化带来盈利机会

通过对环保行业的长期跟踪,笔者发

现,环保企业的商业订单正在从政府过往的突击式订单开始逐步扩大,覆盖的领域也在不断拓宽,如大气治理从电厂逐步扩大到水泥、钢厂;在能源结构上不断调整,比如在煤炭的运用上,清洁煤的利用技术和集中技术不断提高煤的利用效率,降低源头排放,同时也蕴育了大量的商业机会;与全球能源结构的变化相呼应,非煤能源的运用也有明显的提升,如天然气和电动汽车的运用,都在不断地快速发展。另外在水资源的处理上,许多企业一改往日仅仅依靠政府补贴的思路,开始从商业的角度出发进行项目的运作。

因此,近年来在大环保领域能够看到局部往系统延伸的趋势,行为机制逐渐向市场化迈进完。大部分的环保公司在过去的几年里订单和盈利情况都非常不错。截至2017年2月3日,已有51家环保上市公司发布2016年业绩预告,其中有35家公司预告增速超过30%,12家公司公告预减,环保行业整体景气较好。

展望未来,环保行业2017年有望维持平稳发展,一些有技术、管理溢价的企业将凸显竞争优势。在大的商业化、市场化模式下,需求水平在不断抬升,此类公司未来将会获取更多的市场机会,效益也将会不断提升。

总体而言,笔者认为2017年权益市场出现明显系统性机会的可能性不大,更多的可能体现为结构性或者个股的机会。环保产业作为受益于我国经济结构调整的行业,投资机会料将不断涌现。我们将一如既往地坚持深入的行业和个股研究,力求不断为投资者创造超额收益。