

周期股投资机会转向需求端

存在感知 认知 决策 ——星空下的投资思考

□华宝兴业资源优选基金经理
蔡目荣

进入2017年以来,周期股热闹纷呈,不管是水泥、钢铁、化工还是工程机械,都有阶段性的不俗表现。但在当前时点,市场各方对于周期股下一步的表现也有较多的分歧,不能简单地一概而论。

2017年春节前,工程机械、水泥、化工、钢铁等周期性行业产品出货量及产品价格呈现了“淡季不淡”局面,春节后公布的1月份重卡、挖掘机销量数据证实了这些行业1月的销量数据同比都出现了大比例增长。良好的数据导致春节后市场对周期股的关注度快速提升,此后一阶段水泥、钢铁、工程机械板块指数涨幅明显领先市场。2月中旬出台的1月份信贷数据以及部分省市出台的2017年固定资产投资计划再次让市场对2017年固定资产投资增长产生了美好憧憬,市场投资周期股的热情进一步高涨。2月底以后,由于下游需求启动缓慢(主要是天气因素所致),一些周期品价格也有所回落,市场再次对周期股投资产生动摇,前期上涨周期品板块出现了明显调整,市场对周期板块投资再次产生分歧。

本轮周期板块行情始于2016年,是多个因素叠加影响供需所致:其中重要的一个因素是供给端收缩。国内经济持续疲软,导致周期品行业景气不断下滑,企业盈利明显恶化甚至亏损,导致一部分行业产



能投资不断收缩,部分市场化程度较高的周期性行业供给端受到抑制甚至收缩;同时2016年政府开始推进供给侧改革,对部分产能过剩行业的产能和产量进行了压缩,优化了相关行业供需结构。周期板块受到关注的另一个重要因素是需求端出现了好转势头,2016年在国内房地产销售持续火热以及基建领域PPP项目不断落地带动下,周期行业需求端开始出现好转。供给收缩以及需求好转带动了部分周期品行业产品价格上升,增加了市场对周期品行业的关注。另外,特朗普上台也让市场对美国投资产生了较好预期,对整个大宗商品类下游需求预期明显好转。很多周期板块个股经过连续4-5年调整,估值相对处于低位,也具备了投资价值,因此2016年国内搞得红红火火的供给侧改革

给煤炭、钢铁等周期性板块带来一定的投资机会。

不过,随着春节后周期板块连续上涨,加之下游需求启动缓慢,让市场对周期品行业投资出现分歧,又有很多投资者开始担心再次出现前几年的“旺季不旺”。市场分歧的核心是对需求端的分歧,前期乐观者认为,地方政府换届完成以后具有较强的冲动去搞投资,因此今年投资增长将会十分明显;而悲观者认为,由于现有的基础设施建设基数较大而优质项目较少,因此未来增长有限,同时房地产由于受到调控而销量将会持续下滑,进而影响到房地产投资。

笔者认为:对于需求端不应过分乐观也不应该过分悲观,预计2017年需求端是平稳小幅增长状态。站在目前时点,对周期品行业未来投资机会不

能一概而论;相对而言,笔者更看好供给端刚性甚至会收缩,而需求端稳定增长的周期性板块的投资机会。

2017年在周期性板块投资中,笔者认为需要重点关注两类机会:一是前几年由于行业盈利下滑而自然出清的行业,或者因为2016年供给侧改革供需结构明显好转的行业,这些行业2017年可以看到利润明显恢复;二是目前供需结构可能还比较差,但未来可能会通过供给侧改革明显改善供需结构的领域。

笔者认为,煤炭行业是2016年供给侧改革变化最大的行业,相对而言2017年供给侧改革方面难有超预期的表现,但行业内公司盈利回升是2017年投资重点关注点之一。2017年供给端可能会收缩的行业可能主要集中在有色(尤其是小金属、电解铝等)、化工、钢铁以及火电等领域。通过环保手段控制过剩产能可能是供给侧改革一个重要抓手,过去几年粗放式的发展产生了众多环境问题,日益严峻的大气、水和土壤污染已经成为老百姓提升生活品质的重要障碍,通过淘汰有环保问题的落后产能、解决行业过剩问题确实值得密切关注,也可能会为我们提供一些重要的投资机会。

另外,2017年周期性板块国有企业众多,国企改革也需要重点关注,通过国企改革可能会带来行业集中度提升或者企业运营效率提升,有利于企业盈利回升,增加其投资价值。



□光大保德信基金经理 陈栋

夜,未央。仰望星空,在我们看到耀眼星光时刻,可曾想过那光线可能已经被引力透镜所扭曲,星体的实际位置并不在我们认为的那个方位;在星体发出的一系列电磁波谱中,我们肉眼所能看到的仅仅是很窄的一段光谱。

茶,正浓。俯首沉思,既然宏观层面的观测都可能存在位置、频率/波长、时间等偏差,且受人类感知能力的局限,更何况在微观层面还受到量子不确定性的制约,那如何确保我们对客观存在的感知是真实、及时和完整的?我们平时用来作为投资决策的各种信息呢?哪些是真实可靠的?哪些又是有偏向性或误导性的?

因此,如何消除感知偏差是我们投资研究中需要面对的第一个问题。这其中,除了避免信息的二次甚至三次传递,还需要有合适的“分光镜”去过滤和提取有效信息。而从感知到形成认知,从投资角度而言也往往存在“锚定原理、羊群效应、思维定势”等认知偏误,这就需要全面观察、系统思考和独立思考,并适当逆向思维。

除了对客观世界感知和认知的深度、广度、多角度、多维度来说,沿着兼并重组、整体上市及分拆上市主线,我们通过分析公司的主营业务、规模和股权结构等数据,寻找最具可能性的上市平台;沿着混合所有制改革和股权多元化主线,我们从股权激励、定向增发、高管增持、公司增持等事件驱动的角度,结合各类事件特有的指标去精选个股,寻找治理结构优化的国企;沿着经营业绩改善主线,我们通过分析公司财务数据寻找在改革中盈利能力提升的国企;沿着改革预期下的资产重组主线,我们从上市公司估值数据中挖掘具有估值安全边际的标的。最后,在我们整个组合的管理中,对于每一条投资主线我们都有相应的多个投资策略,通过对这些策略的风险收益特征和当前市场风格的分析,我们挑选出部分策略进行配置,形成最终持仓。

笔者管理的博时国企改革是一只标准股票型基金,至少要保持80%以上的股票仓位,因此在资产配置方面我们主要还是以股票资产为主,通过选股来做超额收益。特别之处是我们用的是量化多策略的管理模式,它不依赖于基金经理个人精选个股,而主要依靠团队开发的多个量化策略。

在投资研究过程中,通过将不同学科的思维模式融合起来建立融会贯通的思维格栅,再把多层面的综合感知信息纳入到上述的分析框架,进行综合比对、交叉验证,确认哪些信息是可以相互印证的,哪些是矛盾的,无疑可以让我们更加接近客观真相。

落实到投资决策层面,总量思维帮助我们静态的理解世界的全局,而边际思维则帮助我们动态的抓住机

会:政策、行业、个股、事件、逻辑、情绪等等各种层面的边际变化均有可能是投资的信号;而除了关注变化(一阶导数),我们还需要关注“变化的变化”,类似货币政策、流动性方面的二阶导数。

投资最重要的是寻找超预期,超预期可能来自于更多的信息与数据,也可能来自于更好的逻辑与方法,也就是认知偏差,而大的投资机会通常来自于共识可能有偏差的领域。以人口老龄化为例,市场的第一反应是从需求端出发寻找制药行业的机会,但从医保资金供需的总量层面而言,老龄化导致缴费人群减少、老年报销人数增多(当前老年人口比例15%,消耗了70%以上的医保基金),这将使得医保体系收支失衡,在严重老龄化的国家,医保的资金总额甚至会陷入负增长。在绝大多数制药企业的收入来源于医保的情况下,面对有限的医保资金,需求的增加只会导致行政性降价压力加剧,这对制药行业绝非好事。

回到问题的本源,我们真正需要的是什么?毫无疑问,我们的终极需求其实是健康,而非药品。这就需要我们从供给侧入手,通过基于算法和数据驱动的个性化健康管理和早期诊疗,预防为先、降低发病率、提高生存质量,在有限的资源水平下、降低后期的医疗资源消耗,才是应对人口老龄化的上策。

得益于人工智能(AI)技术在近年来的快速进步,细分领域的进展已从实验室逐步进入应用阶段,例如英国通过AI来预测心衰的发生时间,其准确率已高出医生平均水平,有助于提前选取恰当的治疗方案。而到了后期治疗阶段,通过AI提升诊断和治疗的效率,也是值得重点关注的方向。基于AI的算法进化和模型迭代与日俱进,各类应用将不断涌现,从技术和产业创新的频率、广泛性、投入产出比而言,远非以年为单位的传统临床试验药品研发所能比拟;当然,AI也将大大加速基因靶点的发现和药物分子筛选与研发。这将是中国在医疗健康技术领域弯道超车的良机,一如互联网领域中美并驾齐驱,必将有一批中国企业借助“AI+”受益于这一伟大的变革。

改变,正在发生,我们不能视而不见。那么,我们的主要投资方向是什么?应该已经显而易见。

上医治未病,将不再是梦想!

四主线掘金国企改革主题

□博时国企改革股票基金经理
林景艺

2017年以来,大盘在震荡中走出了一波“暖春”行情。笔者认为,从宏观上看,近期防风险成为政策主基调,金融监管趋严,货币难以宽松。对于A股市场,防风险的主基调叠加再融资和大小非减持等因素,将从资金面上压制市场的上行动能,部分股票的估值依然在历史中位数以上,股市仍处于挤泡沫过程。不过,微观上的投资机会依然存在,部分产业的盈利在复苏,一些行业仍然有高速增长的空间。

混改料成突破口

多个省份已明确将进一步推进国企改革列为2017年重点工作。企业层面,中国联通、中国石油、中国船舶等多家央企近日表示研究混改也印证相关工作正在提速。因此我们预计:2017年“混改”或将成为深化国企改革的突破口,后续多个央企的混改方案将有持续进展。

在政策和企业层面,国企改革今年会有很多实质性进展,也是政府工作的重点之一,我们有理由相信国企改革行情会成为市场关注的热点。2017年初混改概念股获得市



场的高度关注,也得到一些资金的追捧,这种热度是否能够持续最终还是取决于企业能否通过混改实现价值的提升,这需要对企业混改方案进行具体分析以及对其改革进程进行持续跟踪。

关注电力、石油等板块机会

根据2016年中央经济工作会议的要求,按照完善治理、强化激励、突出主业、提高效率的要求,混合所有制改革要在电力、石油、天然气、铁路、民航、电信、军工等领域迈出实质

性步伐,预计今年会有越来越多的央企乃至地方国企将加入混改的队伍,其中也会蕴含着事件投资的机会。同时,我们也需要理解改革过程难以一帆风顺,具体企业的改革方案从设计到实施都会有不确定性,股票市场又有其自身的市场风险特征,各种宏观经济、政策、行业趋势变化都有可能引发相关价格的波动。

在选股策略上,我们主要运用量化方法,围绕兼并重组、治理优化、业绩改善和资产重组四条投资主线,设计多个量

化策略,进行多策略配置。具体来说,沿着兼并重组、整体上市及分拆上市主线,我们通过分析公司的主营业务、规模和股权结构等数据,寻找最具可能性的上市平台;沿着混合所有制改革和股权多元化主线,我们从股权激励、定向增发、高管增持、公司增持等事件驱动的角度,结合各类事件特有的指标去精选个股,寻找治理结构优化的国企;沿着经营业绩改善主线,我们通过分析公司财务数据寻找在改革中盈利能力提升的国企;沿着改革预期下的资产重组主线,我们从上市公司估值数据中挖掘具有估值安全边际的标的。最后,在我们整个组合的管理中,对于每一条投资主线我们都有相应的多个投资策略,通过对这些策略的风险收益特征和当前市场风格的分析,我们挑选出部分策略进行配置,形成最终持仓。

笔者管理的博时国企改革是一只标准股票型基金,至少要保持80%以上的股票仓位,因此在资产配置方面我们主要还是以股票资产为主,通过选股来做超额收益。特别之处是我们用的是量化多策略的管理模式,它不依赖于基金经理个人精选个股,而主要依靠团队开发的多个量化策略。