

诺安低碳经济盛震山:有舍有得 追求确定性

□本报记者 姜沁诗

庞杂的市场环境中,要看清脉络并非易事。获得2017年度开放式股票型金牛基金的诺安低碳经济股票基金经理盛震山认为,投资要不断做减法,力争抓住确定性更高的行业和企业的机会。他不做主题投资,也不参与短期热点的炒作;倾向于少做交易,更愿意从选股层面来发掘价值。盛震山告诉记者,做二级市场投资需要借鉴一级市场投资的思路,更多地从商业常识的角度看待一家上市公司。

取舍之中提高投资效率

盛震山认为,投资首先要选一个好公司,而且不论中间经历多少波动,也要坚持拿住。“你的内心要足够强大,可能某一年或者相当长时间内没有机会”他说,“只有着眼于基本面,定位中长期,才能在投资道路上走得更远;对很多投资人来说,形成一个有效的投资框架以及走在正确的路上并不难,真正难的是持续学习和修正自我的能力。”

“从流动性溢价的角度来说,几十亿甚至只有十几亿市值的小公司会越来越边缘化。对于规模大的基金来讲,市值小的企业,买少了不赚钱,同时也意味着更高的交易成本。从长期来看,挖掘一个二三十亿市值的公司,等待它成为十倍牛股,成功的概率和投入产出比会非常低。”盛震山告诉记者,从投资效率的角度来看,他现在更偏向于“从大市值公司里选择以前做得好、未来有很大可能会越来越好的佼佼者”。一方面市值规模要足够大,另一方面从经营周期的角度业绩要保持向上,盈利增速则不一定很高。

在盛震山的投资理念里,学会取舍非常重要。在个股层面,他倾向于少挖掘所谓的“黑马”;在行业研究和覆盖层面,他会选择性地舍



盛震山,硕士/MBA,曾任职于中国电信、中国移动,后任职于光大证券,从事行业研究工作。2012年1月加入诺安基金管理有限公司,任研究员。2015年9月起任诺安低碳经济股票型证券投资基金基金经理。2018年1月起任诺安益鑫灵活配置混合型证券投资基金基金经理。2018年3月起任诺安安鑫灵活配置混合型证券投资基金基金经理。2018年6月起任诺安策略精选股票型证券投资基金基金经理。

弃一些行业和板块,例如光伏、新能源汽车等热门行业。“虽然放弃便意味着无法享受这个行业或板块上涨带来的正面贡献,但一个人的时间精力是有限的”他表示,这样可以节省出很大的时间和精力,专注于市场化程度更高、不受制于产业政策取向的行业和领域。

深耕基本面追求确定性

盛震山选择投资标的十分严格,需要具备多方面的确定性优势:行业空间广阔、竞争格局有利、公司的商业模式健康可持续、产品和技术竞争力突出、业绩增长可持续,同时兼具卓越的企业家经营团队以及优良的治理结构等等特点。在盛震山的持仓组合里,股票可以分为两大类:一类是公司还在业绩增长的良性轨道上,希望它能持续兑现业绩增速,对这些公司,良好的商业模式、竞争格局是必要条件,但还不是全部;另一类持仓则是,目前的行业环境或经营可能暂时缺少亮点,但长期来看,基本面有反转的机会且当前的估值有足够吸引力。

值得注意的是,被盛震山列入投资“黑名单”的公司也有不少。一是基本面研究不清楚的公司。“公司逻辑很好、产品核心竞争力强,但公司的业绩可见度相当差,不清楚它今年收入会有多少、终端出货多少。典型的是以企业和政府为目标客户的商业模式,这类公司的在手订单往往规模惊人,但很难判断是否具备施工或交付条件,这些你都不知道。”盛震山举例说。

二是那些在过去三至五年间,依靠外延扩张实现规模增长或主业转换的公司,一方面他们的原有主业可能由于产业环境变化遇到了很大障碍,另一方面过度扩张往往面临被收购企业业绩不达预期、治理结构变化导致管理和决策混乱等问题;三是业绩已经很

差,未来由于外部环境或自身改变有可能会触底反转,但从研究角度难于证实的公司;四是一直缺少成熟、有效的商业模式和盈利模式的公司。“当上市公司的往日辉煌无以为继时,可能会通过引入新的商业模式以图走出经营困境从本质上来说,这就是在做商业冒险,等同于创业投资,而投资创业企业往往意味着很低的成功率”他说。

市场方面,盛震山表示,二季度中后期市场出现了较大幅度的调整。我国宏观经济在2016年后半期至2017年期间经历了投资、消费和进出口的全面复苏。进入2018年二季度,一方面投资、消费有所走弱,另一方面,外部环境的相关因素相对不可控。从估值角度看,以中小市值公司为代表的成长类公司的估值泡沫尽管已大幅收缩,但从长期看仍然未落入可接受的水平,更可能面临流动性的持续枯竭;与此同时,大蓝筹也处于业绩增速和估值“双高”的阶段。上述各种因素,导致权益市场在面临不利的外部环境时出现调整。

盛震山表示,当前时点,政策取向对市场会有短期影响,但放松的效果和可持续性较难判断,且今年还有可能会遇到更大的外部挑战。相对来说,更有长期吸引力的机会可能在于那些假设政策不会放松,集中度反而有可能继续较快提升的行业。一个公司长期生存和发展能力最终会体现为业绩增速及估值水平。

“从基本面角度,外部环境的变化要求我们必须对一些上市公司的关键假设做出调整,同时需要重新审视投资组合中隐含的风险偏好,”盛震山说,越是大公司,更需要努力的研究,从企业的多个链条、渠道上去调研,争取得出的结论跟真实情况更贴切。“勤勉的研究才能贡献价值。”他表示,当前也在积极梳理重点行业和上市公司,力图在泥沙俱下时把握有投资价值的标的。

银华信用四季红邹维娜:

债市投资 先追求Beta再做Alpha

□本报记者 姜沁诗

“要认识自我,有所为有所不为。”在银华信用四季红债券基金经理邹维娜的投资理念中,了解自己是十分重要的一门课题。“要对自己有一个明确的认识,不能觉得自己比市场聪明,做投资还是要花一些笨功夫,要不断向市场学习”她说。

邹维娜表示,投资是很难的事情,在获得投资收益的喜悦之前,必须要经历一段漫长的研究、思考的时间,十分考验基金经理是否具备耐心。付出总会获得回报,在积累了十年的债市投资经验之后,邹维娜所管理的银华信用四季红债券在今年再度获得三年期开放式债券型持续优胜金牛基金。

坚持配置思路

“要把评估风险放在首位”这是邹维娜投资框架中最重要的部分。虽然是做固定收益投资,但是这并不意味着固定收益市场的收益就完全固定,风险一样无处不在。“投资始终要在风险与收益之间寻求平衡。未来总是由各种概率的情形组成,如果某一种高风险情形发生的概率已经很大,只是感觉时间尚早,也应该及早躲避”她说。

邹维娜认为,急于求成是人的本性,然而在投资中多点耐心才能收获惊喜,这也是她多年投资经历中最深的体会。不用一味追求赚取价差,要坚持以配置的思路做投资,并对债券投资的安全边际有清晰认识。

其次,既要敬畏市场,也要敢于逆向操作。她表示,债券收益率走势主要受到宏观经济和货币政策大周期的影响,往往表现出较强的趋势性,多数时候债券投资跟风不会出大错。然而当市场预期过于一致时,则要冷静地对市场风



邹维娜,历任国家信息中心下属中经网公司宏观经济分析人员,中再资产管理股份有限公司固定收益部投资经理助理、2009年起任投资经理。2012年10月加入银华基金管理有限公司,任银华信用四季红债券型证券投资基金等多只基金的基金经理,兼任固定收益部副总监、董事总经理。

险进行充分评估,在做出决策时必须要有逆市场而为的勇气。“要坚持独立思考,若想要超越市场,则需要在某个方面、某个时间段争取走在市场前面半步。”她说。

邹维娜表示,要学会在信息的全面性和决策的冒险性之间寻找平衡。她更倾向于在获得相对足量信息的基础上抓住主要矛盾、聚焦重要指标的走势变化,及时作出投资判断。不仅如此,还要避免频繁波段操作。她表示,“在对市场的研究上,方向比幅度和转折点更为重要,与其把精力放在猜点位和转折点上,不如踏实做好基本面研究。”

据邹维娜介绍,她的投资收益来源可以拆分为三个方面,其中很重要的一部分就是用宏观分析来决定债券基本配置。最早开始做宏观研究的她认为宏观基本面研究是债券投资的根基。对宏观大方向的正确判断能够保证组合在市场上涨时能够获得一个市场平均的收益水平。她认为能够充分获取Beta收益非常重要,而债市中并不是那么容易做到,甚至在人们过分自信去追求Alpha的时候可能还会丢掉贝塔。获取贝塔需要能力和耐心,也取决于对大方向的预判和把握。

第二部分则是重视资产比较,做好品种切换以获得主要的超额收益。及时而全面地跟踪品种间的相对利差,不断挖掘出价格洼地,在适当的时候进行债券品种之间的切换。实际操作中,这需要投资经验相对丰富、对债券市场所有品种都非常熟悉为前提才能做到。这是她获取超额收益的主要来源。

第三部分则是“面包渣”对投资收益的贡献。邹维娜说,债券收益很多时候就像“面包渣”,本质上是来自于市场对个券的偏离定价,在一级和二级市场中都是可以挖掘到的,“债市的体量是很大的,积少成多,无数‘面包渣’汇集到一起,就会带给客户很大的收益。”

流动性宽松有望延续

邹维娜回忆到,早在今年年初,她就早于市

场绝大多数同行,对债市做出了债“牛”的判断。她认为去杠杆、防风险的强监管整体框架基本成型,市场对于强监管预期也基本消化,这种环境有利于货币流动性保持平稳,资金面在边际上会逐渐改善,便选择积极配置。据wind数据统计,截至8月3日,银华信用四季红债券今年以来收益为5.47%,而同类型中长期债券基金的平均收益为3.91%。

回顾今年的债市,邹维娜表示,表面上看,今年政策变化较大,但从年初开始政策就开始转向,货币流动性相对宽松。但邹维娜认为,到银行层面,信贷紧缩的形式仍存在。因为除去政策影响之外,信贷仍有多方面因素制约,还存在资本约束,同时要求贷款主体要达到内部审核的标准等等,银行也有盈利的诉求;很难以仅通过政策层面的放松而完全实现信贷的宽松。

同时,邹维娜表示,当前债市仍然十分“火爆”,这是由于上半年包括近一个月,债市上涨较多,是对前期很多市场判断的验证。但她也表示,正由于前期上涨较多,后市的情况会有些复杂。展望三季度,宏观层面来看,邹维娜认为通胀方面,年内通胀仍较为温和,货币政策已微调至中性偏松。金融强监管环境仍将延续,节奏上更为平稳,未来在防风险的过程中,既会考虑市场承受度,也会考虑各资本市场之间的联动性,避免发生处置风险的风险。

基于上述分析,邹维娜表示,长久期能赚多少钱很大程度上要寻找预期差。短久期的投资机会相对确定,风险不大,资金面较松的环境下,下半年货币流动性的宽松格局基本不会有太大变化。收益率的陡峭化仍会是一个趋势。短期来看,债市或将出现一定波动,但长期来看,债市市场“牛”的趋势仍然会延续下去,邹维娜表示,她将维持适度杠杆水平,采取中短久期,在严格控制信用风险的前提下,对组合配置进行优化调整。