

# 准确分析环境变化 筑造自己的能力圈

□南方基金 毕凯

“知行合一，不为外物所迁；内道自胜，不以穷达为意。”在面对不断变化的宏观环境和纷繁扰动的市场环境时，主动投资基金经理的使命应当是发挥自己的专业能力和理性判断，为投资人创造长期相对市场的超额收益。在这个过程中，基金经理需要利用自己对于外在环境变化的理解能力，形成独特的投资视角，扎实研究精选个股，以取得长期稳定的投资收益。

## 关注投资本源

超额收益来源于股票市场的错误定价，而市场最大的错误定价就是基于历史数据的线性外推，基金经理需要时刻留意外部环境的变化，比如底层科学技术、社会运行形态、消费者生活方式的变化，不能简单的认为过去发生的事情同样适用于未来，否则将对上市公司的市场空间、行业竞争格局、以及核心竞争力发生严重的误判，导致投资失误。十五年前，如果没有感知到消费者对于照片分享功能的喜好，就不会预感到数码相机机会被手机彻底取代的命运；2009年运营商推出3G业务时，如果没有理解3G/4G技术对移动网速的根本提升，就会错失整个移动互联网时代的投资机遇；当前，如果没有关注到AI技术进入新药分子的筛选过程，就可能错过新一轮生物科技的浪潮。基金经理需要对于社会与各行各业长期的趋势有着深刻的理解，紧密跟踪核心的变量，在长期趋势中适时投资，以取得长期的超额收益。

在资本市场中，股价反映了企业的股权价值，而企业是否有价值在于其是否为客户创造了价值。基金经理在选择个股时，不能被投资者情绪、管理层短期目标甚至行业竞争格局所迷惑，需要时刻遵循投资的本源，深入的进行行业分析、市场调研、财务审视、企业家访谈，判断企业是



否拥有独特的、可持续的核心竞争力，企业在发展过程中是否拥有能形成“护城河”的网络效益和规模成本优势，创业者是否拥有可以抵御市场变化的企业家精神，这些基本因素决定了企业长期的发展前景。同时，基金经理还需要理解“好公司”与“好股票”的区别，要理解企业价值与公司股价的关系，判断企业创造的价值是否能够归属于本公司的股东，还是流向了社会、公司管理层或者是上下游企业。

## 保持理性与谦逊

股票市场中，数千家上市公司的存在和高频的价格变动会创造大量的投资机会，在这样的市场环境下基金经理很容易陷落在海量信息的陷阱中；在投资过程中，无数的券商研究员路演、企业调研、行业专家电话会和同行交流也很容易使得基金经理迷失方向。此时，投资人员就需要认清自己的能力圈，不要把众多宝贵的时间浪费在小波段、小机会的抓取上面，集中“时间”资源进行有选择性的深入研究，选取拥有长期价值的好公司，被市场

大幅低估的好股票，抓取更大的alpha（超额收益），以深度研究的少量个股实现组合长期价值的最大化。正如伟大企业集中资源不断巩固自己的护城河一样，在这个过程中，基金经理也将不断加深自己的能力圈，实现超出市场平均水平的认知力，从而实现长期的超额收益。

长期收益来自于人性在时间维度上的复利效应。在投资过程中，基金经理时刻面临着大量的噪音，短期的市场情绪、内外部考核制度的压力、自身状态的起伏都会对投资决策产生很大的影响，此时，基金经理需要固守本心，保持理性分析，关注投资的本源——企业长期创造现金流的能力与其市场价格的关系。比如互联网泡沫时，当很少人再使用最传统的“折现现金流”的估值方法，也标志着很少人关注这些互联网公司未来盈利的可能性，投资人只是在市场中进行博弈游戏，此时的狂热投资基本都血本无归。同样，当2008年金融危机到来之际，巴菲特进行了理性分析，保持了自己的投资哲学，在短短18个月内投入800亿美元购买拥有稳定现金流的铁路、食品、汽车、保险公司的次级债券、可转债和股权。同时，目前基金销售过程中对于基金经理的过度包装，使得基金经理很容易被短期的荣誉所迷失，这时需要基金经理时刻保持谦逊的心态，做好收益的归因，勇于正视自己的成功和错误，防范投资策略的变形，正如巴菲特在股神之名下仍然可以保持对投资理念的坚守，每次都能成功规避市场狂热带来的金融危机，这才是其投资组合较强的安全边际。

在产业升级和金融改革的大背景下，股市将逐渐发展成为中国居民资产配置的核心组成部分。作为专业投资者，主动投资基金经理需要深入理解产业变革的源动力，坚持长期的价值投资理念，不断加深自己的能力圈，规避人性的弱点，抓住历史机遇，为投资者创造长期、稳定的超额收益。

# 立足基本面 追求长期稳定Alpha收益

□广发沪深300指数增强基金经理 赵杰

相较于主动权益投资和被动投资，量化增强指数基金是基金行业一个相对小众的品种。笔者认为，未来随着资产配置型机构投资者的壮大，养老基金、FOF基金等长期资金进入市场，量化基金的投资价值会更加凸显，量化投资将有较大的发展空间。在实际投资中笔者从量化和基本面角度出发，建立多因子选股体系，从而追求长期稳定的Alpha收益。

## 期待长期慢牛行情

今年以来，A股市场受政策支持、场外资金流入等多重利好影响，主要指数均出现了明显的上涨，其中沪深300指数年内上涨超20%。虽然短期涨幅超出很多人的预期，但笔者仍看好沪深300指数的中长期表现。

首先，为更好地服务经济转型和实现资源的更有效配置，资本市场的地位和作用在不断被重视和提升，这将长期提升市场的信心和估值。可以期待未来资本市场将成为中国经济非常重要的一个环节，长期慢牛行情值得期待。

其次，虽然沪深300指数自低点以来已有一定涨幅，但目前估值水平仍处于中枢偏低位置。截至3月18日，沪深300指数估值（静态PE）12.64倍。纵观指数过去十年的估值水平，市盈率低于11倍只出现过四次。与此相对的是，沪深300指数牛市时期的PE均超过20倍，如2007年10月、2009年8月、2015年6月的估值分别为44倍、23.4倍、19.2倍。横向对比来看，美国标普500指数估值20倍。因此，虽然沪深300指数自低点以来的涨幅达到20%，但仍处于中枢偏低位置，仍具有一定的估值优势。

第三，外资对中国A股的增配空间巨大。明晟公司（MSCI）前期宣布将A股纳入因子的权重从5%提升至20%，预计2019年有4000亿元海外资金配置A股。从过往数据分析来看，外资偏好配置新兴市场的大市值行业龙头股票。在此背景下，作为大盘蓝筹的代表性指数，沪深300最为受益。



## 挖掘基本面与量化共振的有效因子

与国外市场机构投资者为主不同，A股市场个人投资者仍占据较大的比例。个人投资者的大量交易使得国内市场非理性现象长期存在，也给遵循一些长期有效规则、进行理性投资的投资者提供了获取超额收益的空间。这类投资者既包括以价值投资为理念的基本面投资者，也包括从数据和模型出发挖掘股票统计规律的量化投资者。

每只股票涨跌的影响因素千差万别，量化投资的主要逻辑是抓住决定股票收益最主要、最普遍的因素，如行业、市值、估值等，将这些因素通过量化手段转化为因子进行统计分析，从而将难度巨大的对股票收益的分析比较，变为难度相对较小的对因子收益的研究。

从因子驱动股票收益的逻辑出发，量化模型致力于寻找对股票收益具有较高解释度的因子。在这些因子中，假如因子的未来表现可以通过模型进行较准确的预测，那么该因子就是很好的选股因子，量化模型在该因子的暴露可以带来稳定的超额收益。反之，如果因子表现波动剧烈很难预测，同时对股票影响又很大，那么更适合作为风险因子进行约束。

由于金融市场的影响因素众多，同时也不断发生变化，在实际的投资研究中可以发现很难有量化模型能够持续对因子及股票收益做出准确的预测。为解决这一问题，一种选择是提高模型的迭代速度和频率，追求对短期股票收益进行较准确的预测，而另一种选择将数量模型与基本面理念有机结合，对那些从量化和基本面角度来看都有效的因子进行长期的组合和配置。

笔者在实际投资中更多采用后一种方法进行管理，团队从量化和基本面角度两方面出发，建立多因子选股体系。体系既包括各类符合逻辑的量化选股因子，捕捉高收益股票的共同特点，如盈利能力强、成长性好、财务状况良好、估值低等，又包括行业、市值等风险因子，通过控制组合在该类因子的暴露以降低整体的波动。

具体到因子的选择，笔者除关注因子在国内的表现之外，还会关注在海外的表现情况，这是因为A股的投资逻辑正与国际接轨，向价值投资演进，应尽量选择在国内外表现都相对较好的因子。从这个角度来看，预计估值、盈利、红利、低波等因子在未来仍能保持比较好的表现，值得保持重点关注。

# 5G时代来临 TMT板块值得关注

□招商深证TMT50ETF基金经理 苏燕青

今年以来TMT板块涨势突出，wind数据显示，截至3月20日，深证TMT50指数今年涨幅达45.34%，TMT中的四个主要板块均获得不同程度涨幅，申万一级行业中通信、电子、计算机、传媒行业指数今年分别上涨35.09%、40.39%、46.85%、33.27%。笔者认为，TMT板块年内领涨受益于政策、产业自身变化、资金面等多重利好，而即将开启的科创板预计不仅不会分流现有TMT龙头资金，反而有望形成相互促进的良性互动。在5G时代来临这一通信技术升级换代的重要窗口期，TMT板块值得投资者长远关注。

## 三大因素推动TMT板块领涨

今年年初TMT板块的上涨，笔者认为有三个方面的原因：首先，随着宏观经济政策企稳，货币和信用双双触底后有边际改善迹象。随着脱虚向实支持民营经济、减税政策超预期、产业政策强调高科技企业等利好逐步落地，TMT板块中的细分领域均成为受益于边际改善的领域。

其次，TMT板块中电子、通信、计算机等偏硬件的细分产业，自身有一定的周期性。投资提速、需求增加、技术升级换代能为产业底部抬升提供动力。与此同时，传媒板块随着游戏版号正式重启发放，也给市场注入信心。最近密集出台的类似4K/8K相关产业发展政策等，也让整个板块的预期逐步提升，不断呈现出投资热点。

此外，近期以MSCI为代表的国际指数公司逐步纳入A股市场的中小盘个股，TMT板块中的细分领域头部公司相当大



比例被纳入成分股。市场预期会有相当规模的境外资金流入新纳入的这些成分股。此外，2019年以来，市场整体交易相比2018年更为活跃，也为板块的上涨提供了良好的资金面依托。

近期有些观点担心科创板上市的TMT公司可能会分流现有TMT板块的资金，但是笔者认为，根据历史经验和产业逻辑，科创板的推出对现有TMT龙头公司而言，不但不会产生分流资金的影响，反而会在科技创新大主题下，表现出相互促进的特征。

早在创业板发展初期，市场也曾有过类似担心。但事实上，中小板相关上市公司表现并未受到创业板的负面影响，反而促进了板块的价值发现。从科技创新行业的市场规模来看，发展空间依然巨大，当前存量资金分流的可能性不大。从产业集群上来看，科创板的优秀上市公司如果获

得市场认可，大概率会促进现有TMT上市公司的业绩增长，带来股价的合理重估。整体来说，笔者认为，科创板和当前的TMT板块会出现良性互动，且正向互动远超负向抑制作用。

## 技术换代窗口期行业空间巨大

每一轮科技创新，“领头羊”通常都是通信技术。从马车到铁路，发展到电报电话等无线电通信，再到光纤光缆的信息高速公路，逐步发展到当前的5G时代，通信技术升级换代。在这一重要窗口期，TMT板块发展空间巨大。

从成熟市场经验来看，美国市场的纳斯达克100指数中，权重最大的上市公司如苹果、谷歌、亚马逊、脸书、微软、英特尔、思科等均属于TMT板块，这几家公司占了指数权重的一半左右。在我国实体经济规模巨大、庞大的消费市场不断升级换代的大背景下，TMT板块必将获得长足发展，A股市场也将不断涌现出一些科技巨头。

纳斯达克100指数中的这些科技巨头，在较短的时间内市值规模就实现了数十倍增长，与此同时，这些新兴板块的上市公司数量也呈现出指数级增长的特征。A股市场的TMT板块可能也会出现类似的情况，长期而言，TMT板块值得进行战略配置；短期来看，板块弹性强、热点不断，适合进行战术操作。

值得注意的是，投资者也需注意板块相应的风险。TMT板块中细分行业的具体政策制定与落地进度也值得关注，例如牌照发放、投资规划、行业应用等各个环节均有可能出现不同程度的预期差，这些也会增加市场定价的波动性。