

以价值投资为本 实施稳健收益策略

□广发基金成长投资部基金经理 刘玉

提到稳健收益策略，很多人想到的大多是收益曲线比较平缓，上涨和下跌的幅度都不大，但笔者认为，理想中的稳健投资，应该是向上弹性相对大一些，而向下回撤控制较好。在市场行情较好的时候，基金经理能把握住投资机会，净值表现跟上市场；但在市场下跌时，则要严格控制风险和回撤，净值的波动幅度小于市场。这也是笔者一直努力探索的方向。

实现稳健收益的两大核心

如何在波动的市场中努力实现稳健回报？笔者认为，关键在于两点：一是要在市场上涨时赚取胜率最高的那部分钱；二是在市场波动时控制下行风险。

我们都知道，约翰·邓普顿的一句名言：“牛市在绝望中诞生，在怀疑中成长，在乐观中成熟，在疯狂中死亡。”落到投资实践时，我们通过很多客观指标对市场趋势和股票表现进行分析，判断其所处的大致位置，赚取怀疑和乐观部分的钱即可。相对而言，这两个阶段是风险收益比较好的阶段，第一阶段容易买到左侧，第四阶段则是泡沫化阶段，第二、第三阶段是更容易挖掘公司合理价值的阶段，也是胜率最高、风险最小的阶段。也许有人会说泡沫阶段才是赚钱最容易的阶段，但这段也是风险很高的阶段，很少人能在泡沫幻灭之前全身而退。

当然，A股市场有其自身的特点，有些板块适合赚取业绩的钱，有些板块更多是赚取估值的钱，笔者并不排斥赚取估值的钱，但要知道市场处在什么位置，风险在哪个阶段，收益在哪个阶段，赚自己能



力范围内有把握的钱。

当市场出现波动时，控制下行风险、降低回撤是关键。控制好下行风险，才能在收益层面实现复利，否则很可能在股市中坐“过山车”，那就不能算是稳健收益。

从最近十年来看，沪深300指数复合收益率很低，只有个位数。但假设有投资者在指数下跌阶段控制好下跌幅度，那么复合收益率远不止5%。简而言之，如果市场下跌时，组合的跌幅与市场一样，也很难谈稳健投资。

坚守三大原则

向上跟住市场上涨，向下控制风险，这是大部分投资人以及持有人追求的“稳健收益”目标。那么，如何实现这样的稳健收益，笔者认为，需要在投资策略上有严谨的原则和框架，按照既定的原则框架进

行操作，赚取收益风险比最高的那部分钱。从操作层面来看，笔者将其归纳为三大原则。

第一，在投资理念上，将持有人利益放在第一位。因为一个人的目标决定了一个人的行为，对于喜欢稳健型产品的持有人来说，他们希望看到的是在市场上涨时候收益不算低，市场下跌时回撤能小一点。当然，也有风险偏好高的持有人喜欢波动比较大的基金，这并不属于稳健型产品的目标客户，我们暂不考虑。因此，按照“中长期稳健向上、回撤小一点”的目标，制定的策略才是稳健投资的策略。

第二，选长期景气向上行业为主要持仓，景气改善行业为补充。对于如何构建稳健的投资组合，笔者认为，大部分资产应该配置在稳健的板块和稳健成长的公司，少数部分配置放在增加弹性的品种。例如，

在整个组合中，七成核心仓位是具有长期持续稳定增长特征的板块，三成是行业景气向上的板块。

结合行业的景气度、盈利的稳定性和持续性，符合稳定行业特征的板块可以包括食品饮料、医药、家电、大金融。关于行业选择的出发点，是站在未来五年甚至更长的时间维度内看，行业具有持续稳定的增速，财务指标上表现为整体ROE相对较高，未来3-5年ROE或ROIC排名靠前的行业。

关于组合中的弹性板块，可以选取景气度向上的行业，例如：行业供给或需求端发生较长时期的变化导致行业基本面发生转变；行业定价策略导致行业产品利润率有大幅提升；行业产品升级更新换代导致需求快速扩张等因素。

当选好重点关注的行业后，在具体标的的选择上，笔者倾向于选取行业或者细分行业龙头、具有一定壁垒，在品牌、渠道、产品类别、研发、市场定价等方面都具有很强的竞争力，管理层治理能力优秀，现金流良好的公司。

从另一个角度来看，在经济平稳增长的背景下，每经历一轮小的行业周期，往往龙头公司的份额得到不断提升，因此大部分行业选择龙头或者细分行业龙头进行配置。

第三，投资操作要灵活。如果要让组合得到适当的弹性，并且控制好回撤，那么操作一定要相对灵活，不同的板块采取不同的操作手段。我们每天都会面对纷至沓来的各种信息，必须要有自己的投资框架，把这些情况分成不同的类型，将这些信息归类到自己的框架中去，才能更快更好地做出决策，并且将犯错误的损失尽可能降到最小。

不忘初心 坚守价值



□永赢基金 晏青

14年前的春天，笔者正式成为一名研究员，开始了典型的Seven-Eleven陆家嘴生活。

从入行初期关注TMT行业，到后来的消费、地产、汽车等行业，看到这些行业过去十多年在不断成长，优质公司市值在不断增大。特别是管理相对收益产品期间，追寻高成长的策略很有效，只要集中精力选对成长股，收益率惊人对组合贡献大，自身心理的满足感极大，也不用太在意组合的仓位管理。正是有了这些经验，笔者也越发相信相信投资成长股便是投资之道。这其中的挑战在于，研究新行业或新公司，难点在于对未来的判断，几乎没有公司的成长是线性速率和路径清晰的，过程充满曲折，尤其是在不断波动的股票市场环境中，市场预期与公司基本面之间常常脱节，股价波动会加剧。这需要与时俱进地学习，不断提高认知水平，加强对未来的洞察力，让投资决策更加笃定。

后来涉足绝对收益产品的投资，因为有了止损线，需要做波动性管理，纯粹追寻高成长股的投资方式无法从应对极端的市场环境。高成长股波动较大，对组合的波动性管理形成较大挑战。如果在组合内择机布局一些显著被低估的传统价值股，在市场向下时能帮助控制回撤，而市场向上时这些仓位会使组合具有一定弹性。更重要的是，这类股票持仓对管理组合的心态有帮助。只是，投资低估值股要有耐心，也要控制好持股周期。

有了相对收益和绝对收益的经验，使得笔者对企业投资价值的理解有所加深。无论是传统行业还是新兴行业都有价值。经典的理论是，企业价值是企业生命周期现金流的折现。从对企业的理解来说，企业本身是一个组织，虽然行业所处阶段不同，公司的历史长短不同，但如果经营高效，即便在传统行业里面也能不断堆积“护城河”，创造出相对于竞争者更好的回报。而新兴行业，如果竞争环境比较恶劣，利润率被压得更低，反而很难产生出色的利润。我们可以从多个维度，比如企业家抱负、团队的能力、成长性、竞争优势等多个维度来对企业的价值做出评估。

笔者认为，个股价值投资的决策基于三个核心角度。一是资质，从长期投资之“道”来说，还是要找到一些伟大的公司来构建长期组合，这些公司不断创新、不断建立更深的“护城河”，它们在创造巨大社会价值的同时，也创造巨大的商业价值，为股东贡献持续的回报。二是估值，需要通过各种维度去评估一个企业的价值，以此为尺度评估这个标的的风险收益比，最终选出最具性价比的投资对象。三是确定性，股票投资的主要收益来源于确定性，这种确定性或来自于对公司未来高成长的准确判断，或来自于对公司深入研究后的价值评估，也可能是洞悉了不为市场所知的业务中的核心能力，正是把握了这些确定性，才能在市场波动中坚定持有股票，最终因其投资价值被市场所认同而取得回报。

在本次新冠肺炎疫情中，国内防控得力疫情好转的迹象比较明显。海外开始扩散，形势相对严峻，因为国内采取了史无前例的防控措施。同时，一系列的经济政策推出，将有利于抬升股票市场的整体估值，后市我们依然需要关注疫情的扩散情况和各国防控的进展。

投资之路是一条修行之路，不忘初心，方得始终。不管处于怎样的市场环境，笔者都会秉持一贯的追寻价值之路，在市场中找寻那些最具性价比的上市公司，为投资者获得持续的稳健回报。

避险情绪加剧 港股配置价值凸显



□招商资产管理(香港)有限公司总经理 白海峰

新冠肺炎疫情逐渐在全球蔓延，对全球资本市场的影响比较大，国际资本市场正在不断消化吸收对这场疫情的认知和预期，但笔者预计调整幅度不会太大，时间不会太长。从基本面来看，A股市场已经部分消化了疫情带来的影响，港股的价值优势在估值回调后更加突出。

此次疫情对全球产业链有一定的影响，但是如果对比历史上其他重大疫情，这个影响将是短暂的、脉冲性的，对制造业、物流等行业的工作节奏和原料成本的价格影响可能比较明显，对全球产业链很难造成根本性冲击。

参照历史来看，短期疫情对制造业、物流等行业的工周期节奏和原料成本的影响较为明显，但对全球产业链的冲击是相对有限的，因为全球的产业链分工格局的改变是一种长期活动，短期内很难扭转。

疫情在全球范围内扩散的风险在不断加大，需要关注海外疫情扩散对于海外经济的影响。如果本次疫情在全球范围内流行，全球经济在2020年会受较大的影响，尤其是对服务业和消费行业的影响更加明显。而发达经济体，例如美国和欧元区或陷入技术性衰退之中。

此外，海外疫情的加剧对基本面的影响开始逐渐显现，市场避险情绪加剧，股价大跌，美债利率创历史新低。受疫情影响，韩国的高频出口数据下行明显，出现负增长。美国的服务业和制造业PMI出现大幅下滑，部分经济体已下调2020年的经济增长预测。

市场的避险情绪加剧，全球多个市场出现下跌，欧美权益市场下跌最为明显。

总体来讲，本次疫情对全球资本市场的影

响比较大，推动了黄金等避险资产价格的上升，但我们预计调整的幅度和时间不会太长。

如果疫情进一步超出投资者预期，市场风险偏好或产生一定压力。但与此同时，市场对美联储降息和欧洲央行、日本央行后续量化宽松政策反应的预期也愈发强烈，这将起到一定的对冲作用。我们需要进一步关注疫情进展，如果疫情得到了有效缓解，流动性宽松的预期和投资者风险偏好的恢复将带来一些机会；但若疫情扩散超出市场预期，美股估值或进一步走低。从

基本面来看，美股过去十年长牛的趋势并未发生根本性转变。

相对于海外市场，A股市场已经部分消化了疫情带来的影响，流动性的宽松预期和逆周期调控政策等宏观背景变量对A股形成了较好支撑。实体经济还在陆续复工的过程中，资本市场流动性仍处于较为充裕的状态；今年以来创业板与大盘分化的行情中，科创公司估值明显高于权重股，但涨幅较大的也正是这些弹性高的板块，体现了部分投资者风险偏好的上升。对于后市，受益政策扶持、估值相对合理、真正有业绩支撑的、代表新经济的个股，仍然值得关注；此外，可关注受益于逆周期政策加码以及赶工需求的周期性板块的估值修复机会。

港股市场的配置价值凸显。随着内地疫情的逐渐好转，港股市场对于疫情已经有了较为充分的反映，无论是估值还是盈利预期已经做了充分的调整。海外流动性继续宽松将有助于港股的估值修复，同时内地经济逐步恢复有助于港股的盈利企稳。从基本面来看，中资股在中期逐渐复苏，港股当前具有的高股息、低估值和高隐含风险溢价优势未发生根本改变。在利率下行的周期中，港股的高股息策略优势明显。港股的价值优势在估值回调后更加突出，关注超跌行业。