

平安基金张晓泉: 不押注单一赛道 赚取“超预期收益”

□本报记者 余世鹏



张晓泉,清华大学材料科学与工程专业硕士研究生,曾任广发证券研究员、招商基金研究员、国投瑞银基金经理,2017年10月加入平安基金,现任研究总监和研究中心研究执行总经理,同时担任平安新鑫先锋混合型证券投资基金等产品的基金经理。

通过认知变现来赚钱

中国证券报: 您在投资上会有着所谓的风格或者赛道倾向吗?

张晓泉: “风格化”的确是这几年公募基金的发展特点,但我并不关注这些成分。

在一个有效的市场环境里,我不认为存在一条普适的必胜选股公式,也不可能存在某个永远能让你做出阿尔法的真理。因此,我虽然坚守价值投资理念,但选股不局限于某些固定的选股方法,不会机械地参考PB、ROE、现金流折现等估值指标,也不会从行业配置出发去做投资,更不会押注单一赛道。相反,基于上述的投研框架,我会通过不同行业和公司投资价值的相互对比,结合市场环境变化,灵活应对,从而力争在组合上为投资者创造正收益。

以2021年的情况来看,虽然市场的极致风格较为明显。但我的组合里既买了很多周期股,也买了很多新能源股票,既有新经济属性公司,也有老经济属性公司。我们不会为了塑造某个风格而坚持。只要个股的价值被低估,或者未来成长空间足够大,都可以进入到我们的研究视野。最终我们关注的是买入的个股能否有较大的几率上涨。

中国证券报: 您是如何判断股票买卖点位的?

张晓泉: 这个预判是动态的、偏艺术成分的,并没有一概而论的依据。

从本质上讲,投资是为了在低估时候买入,在高估时候卖出。但从理论上讲,不可能每次都能精准预判到波段的高点和低点,所以才要结合基本面研究

对股票投资价值进行预判,在把握确定性前提下进行投资。比如,要仔细甄别个股价值是否被低估,被低估的标的中哪个具备更高的确定性和更大的向上空间。

市场环境总是处在变化之中,价值投资的核心就是从个股的价值判断出发买卖股票。在这个过程中,要做到尊重市场、敬畏市场、适应市场,不偏执偏信,仔细衡量每一只优秀个股的投资价值,寻找出能够超越市场认知的优质标的,最终通过认知变现来为投资者赚钱。

需要指出的是,股价大跌并不一定是卖出的依据。这种情况下,首先需要做的是重新审视投资逻辑,观察个股的基本面是否已发生变化,如果是的话就应该及时止损。如果逻辑没有变化,大跌之后性价比得到了提升应该就是加仓良机。

中国证券报: 您对A股市场的长期投资机会有着怎样的预判?

张晓泉: 站在当前时点往后看,在很长一段时间内,中国权益市场是有大机会的。这个结论有三大理由支撑:一是中国正处于投资驱动向创新驱动转型的历史时期,新的发展时期需要新的资本市场,以股票市场为代表的直接融资市场,对支持中国创新驱动转型具有至关重要的历史意义。预计未来一段历史时期,都是权益市场大发展的历史机遇期;二是外资增配中国资产的大趋势刚刚开始,乐观预期未来还有1至3倍的增量空间。同时中国居民储蓄搬家、机构长钱入市的大趋势方兴未艾;三是A股部分行业和个股有估值过高现象,但整体估值水平并不高,具备慢牛基础。

基本面研究+超预期研究

中国证券报: 从业经历涵盖了买/卖方研究员、基金经理和投研团队管理者等角色。在您看来,价值投资回报来源主要有哪些?

张晓泉: 价值投资回报来源主要来自两部分:一是市场价格和公司价值的错配,由市场错误定价带来的回报;二是企业的价值创造,即企业在长期经营中不断创造收入和利润。投资研究就是要找到价值回报的核心驱动因素。

概括而言,投资和选美类似,目的是要选出适应当前市场环境的“最美”股票,承担一定时间成本和回撤风险,力争实现更多超额收益。从这个视角出发,就能比较好地处理投资过程中遇到的“回撤”以及“追高”难题。比如,如果买入逻辑和研究判断没变化,股价暂时下跌则意味着风险收益比变得更高,其实就是加仓的好时机。

中国证券报: 为获取上述投资价值,您遵循的是何种投研框架?

张晓泉: 我的投研框架可分为两部分:一是研究框架,二是以研究为基础的投资框架。首先,我的研究框架可以概括为“1+X”。“1”是指基本面研究,“X”是超预期因素研究。“1”所要解答的是“这个标的为什么是现在的价格,公司值多少

钱”这个问题。从长期来看,市场是有效的,因此在基本面研究基础上,还要研究超预期因素,以找到“这个标的未来能不能涨,以及上涨空间有多大”这一问题的答案。

其次,在解决了公司定价和预期研究后,就到了投资环节。我将自己的投资理念概括为“ $X \div 1$ ”,即为了兑现“超预期收益”需要承担多大的风险,解决的是“风险收益比”问题。

中国证券报: 您的基本面研究主要考虑哪些因素?

张晓泉: “基本面”是一个非常广泛的领域,不仅要看财务数据、“护城河”、商业模式、竞争格局、管理层能力等常规因素,还要考量市场流动性、宏观政策、产业政策、营商环境乃至资金属性等各种能够影响股票定价的因素。

但即便这样,基本面研究也不可能穷尽所有影响因素。在我看来,有效的基本面研究,主要目的是为了找到影响标的定价的核心因素,并围绕核心因素对所研究标的进行尽量准确的定价。此外,在不同时期和不同环境下,核心因素也是会发生变化的,因此基本面研究并不能僵化套用某一种模式,而是尽量做到大胆假设、小心求证,灵活应对。

中国证券报: 好公司一定是好股票吗?在股价上涨过程中,超

预期因素起到怎样的作用?

张晓泉: 好公司长期来看会是好股票,但是阶段性来看,好公司不等同于好股票,某些情况下好的股票也不代表背后就是最优秀的公司。基本面好的公司不一定能上涨。我们知道,股价反映的是市场预期,如果公司业绩增速预期是100%,最后落地也是100%,虽然从绝对值看这个增速是很快的,但并没有超预期,所以股价一般是不会涨的。因此,除了基本面研究之外,我们还要研究“X”部分的超预期因素。

由于市场长期来看都是有效的,跟随市场的研究是无效的,而且随着机构投资者力量的逐步增大,市场的有效性还在持续提升,因此研究超预期因素是对股票进行定价必须要做的工作。市场越有效,就越要重视对超预期因素的研究来获取超额收益。具体来讲,超预期因素聚焦的是公司未来的变化,即在目前基本面情况下公司是否存在超预期(向上或向下)变化的可能性,以及在每种可能性之下股价会如何变化。要知道,基本面背后总会藏着不易定量、看不见摸不着的不确定因素,对任何标的的定价总会带着一定风险。也就是说,为了获得个股超预期变化带来的回报,必然意味着(起码在概率意义上)要承担一定的回撤风险。

中国证券报: 好公司一定要好股票吗?在股价上涨过程中,超

看准投资风向标

中国证券报: 随着时间进入2022年,市场对“风格平衡”的讨论声音较为热烈,您是如何看待这个问题的?

张晓泉: 实际上从2021年10月之后,市场风格就呈现出了“再平衡”态势,具体来看是大盘股与小盘股之间的风格平衡,成长股和价值股之间的风格平衡,新经济和旧经济之间的风格平衡。在配置上,我们从2021年三季度末四季度初就朝着再平衡的思路去配置,组合持股较为均衡,涵盖到了新能源、电力设备、公共事业、机械汽车、电子半导体、周期股、社会服务、食品饮料、建材等领域,相较于我们2021年前三季度的持仓来说,分散度是大幅提升的。

预计在2022年春节前后,市场情绪会逐渐稳定下来,主流风格趋势可能会显现出来。我个人认为,2022年上半年最大的基本面趋势是“经济稳增长”,和这个趋势相关的行业,有望成为未来一个季度或半年之内较好的投资机会。

中国证券报: 2022年,您会有哪些投资策略布局?

张晓泉: 整体而言,2022年的投资,在灵活应对短期市场波动的同时,还要对符合中国产业转型升级方向“碳中和”、“大科技”和“大消费”这三大方向保持长期定力。

截至目前,中国在光伏、新能源汽车、自动驾驶、AR/VR、人工智能等新的

高景气赛道里,跟海外经济体有同步发展趋势,甚至在某些领域具备领先优势,存在“换道超车”的投资机会。尤其要注意的是,“碳中和”已经成为未来全球经济竞争力的核心要素之一,是未来五到十年重要的投资方向之一。因此与“双碳”目标相关的“新能源基建”赛道,如光伏、风电、电力设备、智能电网等赛道,值得关注。近期相关行业出现了比较明显的调整,投资性价比得到大幅提升,投资者应保持定力,择机加仓的机会在逐步显现。

此外,中国未来有望在半导体、新材料、高端装备制造和创新药等创新主导的领域逐步提高全球竞争力和市占率,从而获得更高的成长性,存在“弯道超车”的投资机会。

随着经济发展水平和人均收入水平持续提高,大众的消费能力会持续增强,消费升级和消费分级的趋势会一直存在。行业性的投资机会可能已经告一段落,但是相关领域一直都会有好公司走出来,比较适合进行长期投资。

在风格再平衡背景下,虽然上述有长期大空间的相关标的有所回调,但不能因此放弃他们,要对这些行业持续保持跟踪研究,甚至要对其中的核心标的的长期持仓配置。当然,里面有不少股票已历经很大涨幅,未来的机会应该是结构性的。因此,接下来对标的的基本面研究和产业趋势的预判,要做到更加精准、深入。