

中欧基金蓝小康:

以生态系统视角发现价值

□本报记者 魏昭宇

“我经常问自己:我要赚什么样的钱?我认为一定是赚本分的钱,赚企业经营的钱,而不是股票泡沫的钱。”在中欧基金价值派基金经理蓝小康看来,投资的过程本质上就是发现价值的过程,而每一笔在博弈中赚到的快钱,最终都可能演化为对整个生态系统的伤害。

在不少投资者眼中,蓝小康的投资组合似乎有点难看懂。在谈到这一现象时,蓝小康这样解释:“这主要是因为自上而下的投资体系比较复杂,较难刻画,不过我希望在未来,我的投资思路能够更好地被市场所理解。”

的确,如果仅仅从某一家公司出发,或从某一个行业出发,似乎很难摸索出蓝小康的整体投资思路,但如果将整个市场视为一个宏大完整的生态系统,将每一家公司视为与这一系统紧密联系的生命体,或许能够从他的投资组合中看出一些端倪。

自上而下 万事万物皆有关联

在蓝小康眼中,市场就是一个大型生态系统,任何一个行业都与其他行业共存共生,任何一家公司都不可能独木成林。“为了避免陷入‘只见树木,不见森林’的窘境,我们更习惯从长期、稳定、系统化的角度思考问题,看到不同板块之间的联动效应,高屋建瓴地把控风险与机会。”蓝小康说道。

蓝小康用四个字定义他的这一投资理念——系统均衡。“拿消费、医药、周期、金融这几个行业来举例,它们都是典型的服从于宏观经济总量的行业。随着社会技术水平逐渐提升、货币量不断扩张、GDP稳步向上,居民财富和社会资产也愈加丰富。因此,我们在分析这些行业的时候,必须将其放在统一的宏观逻辑下去理

解,看到行业与行业之间的共生性。”蓝小康解释道。

谈及此处,蓝小康举了一个例子。“我认为白酒和银行这两个行业有非常强的相关性,它们在一些宏观特征上是有较高一致性的。因此,当我在2019年把高估值的白酒股基本卖掉的时候,我选择继续持有估值较低的金融类资产,比如成长性银行。因为我认为这两个行业属于同一个系统,它们在整体估值方面不应该有如此大的差距。”蓝小康进一步解释道,“我们知道白酒的价格跟M2(广义货币供应量)和居民收入水平高度相关,所以如果我们认可白酒长期的永续增长属性,就不应该去预判银行有破产的可能,而当时被低估的银行一定会有一个均值回归的过程。”

自下而上 回归“价值发现”初心

具体到自下而上的选股标准,蓝小康表示,自己非常注重对基本面和估值的分析。

在基本面分析方面,蓝小康首先强调了商业模式的重要性,此外,景气趋势、景气周期、行业格局与竞争壁垒、经营风险、治理结构、企业文化等都是他非常看重的分析要素。“一家企业的商业模式必须有成长性,必须能够获得较好现金回报。”

蓝小康表示,想要研究好上述这几个维度,除了日常的跟踪调研,最重要的还是通过认真研究公司的财务数据获得真相。“我们的研究人员不仅需要掌握扎实的财务知识,还需要了解企业的基本运行规律,懂得行业的商业发展态势,形成对行业生态链的全方位认知……”蓝小康说,“如果他无法掌握这些技能,那么他对财务的理解大概率是机械的。”



关注三大投资主线

近期,拟由蓝小康担任基金经理的中欧价值回报混合正在发行中。谈到这只新发产品的布局思路,蓝小康表示,将围绕“中特估”、上游资源、高股息三条主线进行布局。

“中特估”方面,蓝小康表示,“一带一路”、数字经济与运营商是两条重要线索。“在‘一带一路’方面,国企改革使得企业的商业模式和现金流不断改善,业务具备增量空间,且当前估值较低,未来随着商业模式的改善,企业估值有望得到进一步提升。”蓝小康表示,“在数字经济与运营商方面,国有大型运营商受益于数字经济等产业政策,具备较高成长性,有望在产业链分配中获得新的增量业务。”

上游资源方面,蓝小康表示,将重点关注黄金、工业金属、能化产品(煤炭、石油、天然气)等领域的投资机会。他表示,基于全球宏观逻辑,资源品需求具备一定刚性特征,而供给增长约束显著。从估值角度看,传统工业金属资源和能化产品仍处于估值低位。“即使经济复苏不及预期,中下游盈利下降也可能超过上游。因此,高股息的油气煤资产可谓攻守兼备。”蓝小康表示。

高股息策略方面,蓝小康表示,从节奏角度看,价值风格、高股息风格与成长风格存在着3-4年轮换的特征,而根据目前的市场特征和相关经验判断,未来两年高股息风格占优的可能性更大。

除上述三条主线外,蓝小康表示,不少被低估的与经济稳增长相关的公司和来自电子、电信、医疗等成长性较强行业的公司,也将会是自己的重点观察方向。

广发言 | 以时间的名义

广发基金王予柯:在复杂系统中生存

“为什么涨?”“为什么跌?”这或许是投资者经常提的一个共性问题。一个开玩笑的回答是“买的人比卖的人多,市场就涨了;买的人比卖的人少,市场就跌了”。玩笑归玩笑,对于当下正在发生的涨跌,市场似乎总是可以迅速找到解释的理由。反过来,价格涨跌也会“创造”消息,常见的解读类“小作文”就属于这一类,通过对涨跌现象的描述,形成对短期市场情绪的影响。

如果我们回顾历史上的大级别牛市或熊市,往往可以准确找出推动市场的主要矛盾。这是由于历史研究是事后的,是过滤了偶然性后的必然,否则也难以形成大级别的趋势性行情。但我们每个人都只能活在当下,站在当前看未来并没有这样的过滤器。所以,做投资必须为各种偶然性找到更确切的解释,区分市场给出的信号和噪音。

面对市场的起伏以及各种偶然的突发事件,如果投资没有章法往往会事倍功半,更糟糕的是可能被各种小作文带偏。要想在复杂系统中生存,一个合理的方法是追溯本源。个人认为,可以从内心的参考系、市场的复杂性两个视角来看待和梳理这个问题。

由内向外理解市场

“投资是一种通过认真的分析研究、有指望本金安全并能获得满意收益的行为。”这是价值投资鼻祖格雷厄姆在他的代表作《证券分析》中的一句名言。

用大白话来描述价值投资的基本原理,价格是你支付的,价值是你得到的,你得到的比你付出的多,这就是价值投资。但落在具体的投资实践中,已经上涨的容易看到,但未来还会不会上涨,并不容易判断。

按照未来市场空间的大小,我们可以把行业分为成熟产业和成长型行业,成熟产业的特征通常是需求增速有限,产能供给多年不增长,行业格局相对稳定,行业龙头公司的账面上有不少现金。对于成熟产业的公司而言,投资机会一般是跌出来的,买得便宜是王道,如果还能获得公司的分红,就能进一步提升投资回报率。今年以来,低估值高股息资产的上漲和債券的上漲近乎同步,正是因为这类标的所带来的分红收入确定性比较高,与投资者追求稳健收益的需求相匹配。

相较之下,成长型行业增速快、行业景气度高、估值也相对高,投资者会根据各自对产业的研究来估算行业的结局,并给出长期的市值空间预期。因此,如果业务模式能够被理解,对这类标的的定价差异,取决于投资者对结局的预期以及对估值的容忍度。对成长型行业而言,如果在成长初期拘泥于PE、PB这些指标



广发基金混合资产投资部 王予柯

就容易错过机会。

无论是成熟行业还是成长行业,市场交易出来的永远是价格,不同的投资人对企业价值的判断差异极大。对此,我个人的理解是,投资者提供的不同报价,更多是内心参考系的映射,提供每一笔交易买卖的理由,是一种对内视角。除此以外,我们还要从复杂系统的对外视角来理解市场。

参与股票市场的投资者由成百上千万的人组成,他们每天都在做出大量的决策,而股市就是对这些决策累计行为的综合反应。麻省理工斯隆管理学院的罗闻全教授写了一本书《Adaptive Markets》(译作《适应性市场》),原书除主标题外,还有一个副标题,“Financial Evolution at the Speed of Thoughts”(以思考的速度展开的金融进化)。主标题透露了理解这部著作的线索,书中罗闻全综合利用神经科学、进化论和计量经济学、人工智能等领域的知识提出了适应性市场假说,该假说诠释了金融市场是如何适应环境,形成新的投资风潮、甚至投资泡沫的。

简单来说,资本市场是一个由许许多多人构成的复杂自适应系统,自适应指的是作为主体的人拥有从经验中学习和改变的能力。因此,资本市场会对不断变

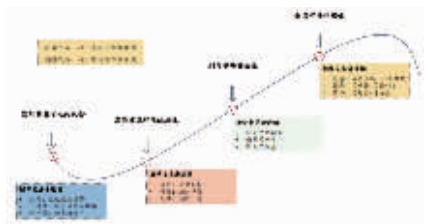
化的内外部环境做出适应。正反馈效应会使得上涨导致上涨、下跌导致下跌成为普遍现象,通俗地说,即,上涨是上涨最大的利好,下跌是下跌最大的利空,直到童话故事或者鬼故事结束。

和所有复杂自适应系统一样,规律是随机涌现的,难以精准预测,重要的是面对不同的金融市场环境,投资策略既需要适应当前的环境,但又不要过度适应,更重要的是预判未来的环境,如果预判未来环境将发生变化,那么投资策略也应该提前变化。这正是投资中所谓的艺术部分。

让策略艺术地适应市场

怎样让投资策略适应市场的变化?这要从我们是如何赚钱、如何亏钱说起。

我们先来看投资的四种盈利模式:赔率交易、胜率交易、趋势交易、拥挤交易。从一个牛熊循环周期来看,资产价格的不同阶段对应着不同交易者的进场。



在资产价格赔率较高时,就会开始有赔率交易者率先入场左侧布局;

随着宏观环境开始有利于该资产,胜率交易者进场,获取宏观环境的适应性,价格走势也从左侧进入右侧,此时赔率依然很高,这是投资最好的阶段,但很难精确踩点;

随着资产价格不断上涨,趋势交易者进场,利用市场有效性赚钱,也就是依靠市场的正反馈机制,上涨导致上涨,形成趋势;

最后,拥挤交易投资者入场,赚的是市场非理性的钱,当然拥挤可以更拥挤,主要看产业趋势是否支持以及市场本身的动态变化,但总体而言,这个阶段资产价格的脆弱性加大,容易发生踩踏和基本面恶化后的双杀现象。

即,赔率交易、胜率交易以及早期的趋势交易分别对应为预判未来环境、适应当前的环境、利用正反馈阶

段。趋势交易的后期以及拥挤交易阶段则对应了过度适应当前环境,而在这个阶段,环境可能随时会改变,投资上需要保持高度警惕。

最近几年,无论是股票还是债券,都呈现出市场风格多变、波动有所加大的特征。在复杂的市场环境下,我们要选择什么样的投资策略?又该如何适应市场?

我的体会是,对于定位不同的产品来说,与之相适应的投资策略可能会有所不同。例如,“固收+”投资的目标是回撤和收益要兼顾,所以我们的策略设计上需要有一定的反脆弱性,重点挖掘早期赢家行业和晚期输家行业的Alpha机会,这对应赔率交易和胜率交易阶段,适度参与趋势交易,同时做好行业趋势预判,在拥挤交易阶段保持高度警惕。

无论是做股票还是债券,都要考虑资本市场的这些特点。但在实际投资中,趋势交易和拥挤交易常常很难分清楚,我们无法预判市场到底是处于趋势交易还是处于拥挤交易中。对此,我的应对思路是从相对稳定容易把握的基本面分析着手,多看看常识,避免情绪的过度扰动,控制风险,争取收益。对于股债混合的“固收+”产品,我的框架是争取预判宏观环境的变化方向、预判行业ROE的变化方向,结合各类资产的性价比进行资产配置。

举个例子,把时钟拨回到去年10月,市场上充斥着让人抑郁的悲观叙事,这时候的赔率交易者看着手里的持仓,反复确认是不是基本面的问题,最终能够拿住的都是逻辑清晰、价格合理甚至便宜的标的。到了今年,终于等到了宏观环境发生变化,市场开始青睐这类标的。近期,市场参与者又开始归纳总结,给估值相对便宜、分红比较高的公司贴上标签,并沿着这个逻辑挖掘类标的。

回到开头的那个问题,无论是面对上涨还是下跌,我们需要始终警惕的是简单的归纳法,需要时不时的内心认可的长期收益率算一算组合的上涨空间。毕竟外在世界的解释纷繁复杂,向内求,内心才能得到平静,投资上也能多一份从容。

基金经理简介:王予柯,16年证券从业经验,近8年公募投资管理经验。现任广发基金混合资产投资部基金经理,管理广发睿睿6个月、广发招聚等产品。

(风险提示:文章涉及的观点和判断仅代表投资经理个人的看法。本文仅用于沟通交流之目的,不构成任何投资建议。投资有风险,入市须谨慎) -CIS-