

“第四期金牛论剑沙龙”举行 一线私募看多A股中长期表现

□本报记者 王辉

日前,由中国证券报、银华基金联合主办的“第四期金牛论剑沙龙”在上海举行。多家一线私募负责人在本次交流活动中表示,经过3年左右的调整,A股市场的中长期运行趋势有望逐步迎来转折,对于第二季度和今年全年的市场表现保持积极态度。与此同时,在政策面持续引导A股市场转变为“投资市场”的背景下,相关政策面的长期正面影响可期。



视觉中国图片

市场中期底部或已探明

展望A股中长期运行趋势,涌津投资董事长、投资总监谢小勇在本次沙龙交流中表示,简单复盘2021年至2023年的A股市场表现,更能代表A股核心资产的沪深300指数最大调整幅度已超过40%,这在沪深300指数运行的历史上“幅度非常大,而且

时间足够长”,也在很大程度上反映出此前市场过于悲观的预期。整体来看,一方面,中国资本市场很少出现超过三年以上的单边行情;另一方面,此前市场已经充分消化了业绩、估值、预期等方面的压力。经过年初的探底企稳之后,第二季度的A

股市场值得更乐观,今年的A股市场预计也会有很大的机会。

景领投资总经理邹伟分析,过去两三年,无论是经济复苏还是房地产市场的变化,投资者的整体预期都在一定程度上出现“预期高于现实”的情况,就今年以来的A股市场投资情绪

来看,可能出现“预期不足”,经济基本面的很多亮点被市场忽视。“整体来看,今年宏观经济的亮点和微观变化更有积极性,对于市场有些资产的定价,也需要看到相关的边际变化。”

展望今年全年的A股市场,重阳投资合伙人、战略研究部主管寇志伟

表示,整体来看,今年A股市场有望“破局迎新机”。一方面,经过2021年至2024年初的长期调整,投资者的预期一度悲观,这意味着拐点和改变将更容易出现;另一方面,经过2024年1月份到2月初的风险释放,A股市场在交易结构层面已经更加健康。

政策面长期积极作用可期

在本次沙龙交流中,多位与会私募人士还就今年以来资本市场政策面的重大积极变化进行了深度解读。

悟空投资投研总裁江敬文表示,今年以来监管部门持续及时地给予了市场“正面的回应”。例如,日前出台的新“国九条”对投资者关注的监管力度、投融资平衡、上市公司分红、量

化交易等问题都有涉及,许多具体的政策也在逐步准备的过程中。进一步比较、借鉴成熟市场的发展经验,可以发现,对于资本市场的制度建设、分红机制、上市公司的治理机制,新的政策变化都是围绕市场的核心方面做一些改变,并引导A股市场转变为“投资市场”,相关变化也意味着未来A股市场

将越来越重视投资功能。

寇志伟进一步表示,随着A股逐步转变为“投资市场”,市场已经迎来“更加有利于投资的重大变化”。此外,当前及以后较长时间,上市公司回报投资者的意识也会持续提升。

此外,谢小勇分析,新“国九条”政策的出炉,对于中国资本市场的长

期战略意义重大。截至目前,这一政策的长期积极作用,可能仍然被低估。例如,结合海外成熟市场的长期研究来看,相关政策中引导的上市公司分红和回购条款,对于A股市场的股东收益率和投资者的长期超额回报水平,将有很大的提升作用。

邹伟同时表示,根据该机构对成

熟资本市场的长期研究,在每年上市公司给予投资者的回报(一般为分红加回购)持续超越市场融资规模的背景下,股票市场更容易表现出“低波动高增长”的特征,进而吸引更多长期资本不断投入。随着国内资本市场政策面的持续引导,A股市场也有望逐步实现类似的良性发展。

银万资本余涛:在变局中寻找价值投资的恒定星光

□本报记者 罗京

“巴菲特说过,没有人愿意慢慢变富。”银万资本研究总监兼基金经理余涛近日在接受中国证券报记者专访时表示,在市场波动加剧的背景下,价值投资策略一度面临质疑和挑战。但反过来看,由于大部分市场参与者关注的重点不在长期,这为长期思维的投资者带来了绝佳的交易机会。“长期逻辑不需要频繁地做出选择,进而降低了投资者犯错的概率,更可能获得可持续的投资收益。”

建立系统化投研体系

余涛在德勤会计师事务所的审计师经历,让他对企业财务有了深刻的理解。此后,他在百得能控股、浙江省能源集团等的工作经历,获得了资本市场全产业链的工作经验。

2018年,市场出现大幅波动,余涛管理的银万价值对冲一号产品出现回撤。“彼时,价值一号刚成立不久,却出现大幅回撤,压力真的很大,维持了三天三夜神经高度紧绷的状

态。”余涛回忆称。

这次回撤让余涛带领研究团队深刻反思并调整策略,建立了系统化、标准化的投研体系。据余涛介绍,该体系结合了他在德勤的审计经验,将复杂的审计步骤简化,不仅关注财务数据,还深入分析公司的商业模式、管理团队和行业地位等非量化因素。

“通过负面清单机制、标准化研究流程、独立预测和估值模型构建,实地调研和管理层行为持续跟踪机制,构建出核心股票池,在此基础上,我们会选择好价格(估值便宜)的好公司(有护城河),并且将投资组合分散到多个行业之中。”余涛称。

在余涛的投资哲学中,风险控制具有举足轻重的地位。他坚信,真正的风险不在于资产价格的波动,而在于选择了错误的投资标的。因此,他始终在投资决策中强调安全边际的重要性,即在投资前对企业内在价值进行保守估计,并以低于该估值的价格进行买入。此外,还通过构建多元化的投资组合来适度分散风险,避免

追求短期的高收益,而是更注重长期稳定的回报。

看重可持续投资收益

作为一名坚定的价值投资者,余涛表示,长期视角是价值投资的核心。

余涛向中国证券报记者表示,长期逻辑不需要频繁做出选择,进而降低了投资者犯错的概率。而且,长期逻辑的可持续性更强,一旦成立,很难在短期内逆转。

余涛通过深入分析市场趋势和企业基本面,挖掘那些被市场低估但具有长期成长潜力的优质企业。在银万资本的投资组合中,可以看到的特点是:回避热点、行业分散、逆向投资。

以2019年9月底成立运作的银万中性策略产品阿尔法对冲策略为例,余涛回忆说,“2020年,我们注意到,公募基金持仓呈现出显著的‘抱团’特征,而进入2021年,公募基金市场依旧延续火热势头,从食品饮料、电子到医药,从白酒再到新能源,

公募基金沿着这一路径集体扎堆,但再优质的资产也有对应的价格,‘抱团’行为使得资产价格如‘气球’一样越吹越大,透支了其价值,终究会‘爆炸’。”

“我们没有去追热点,并且主动回避热点,坚持逆向投资,坚守组合。”余涛说:“2021年年中,抱团股持续疯狂的时候,我们的投资组合出现了一定回撤。现在回头看看,我们的坚持是对的,坚持寻找真实的阿尔法,这也是我们组合在2024年1月底市场行情不好时,仍表现较好的原因。”

寻找抵御周期波动的优质企业

2023年6月,余涛在银万资本公众号发文表示,当下的港股市场正处于数十年难得一遇的投资机会。

“当时香港市场已连续下跌4年,市场情绪处于冰点。”余涛告诉中国证券报记者,欧美股市表现强势,港股市场表现不尽如人意,叠加人民币贬值等因素,加速了香港市场资金的流出。

与此同时,余涛也看到“硬币的另一面”。“因地缘因素而避险的卖出行为大部分已完成;此外,国内宏观数据低于预期的因素几乎已被市场调整吸收了。”余涛认为,彼时港股市场的估值已是全球主流市场的最低水平。

不过,余涛也坦言:“过去几年内,港股在整体估值处于相对低位时唱多的投资者无不损失惨重,但我们想说的是,不是价值投资不管用,不是均值回归不会发生,只是由于各种原因,港股市场价值投资和均值回归发挥作用需要更多的耐心。”目前,恒生指数已从今年1月低位以来反弹接近30%。

余涛认为,尽管外部环境仍存在不确定性,但作为投资者,更应该关注的是微观层面,即企业的内在价值。正如芒格所言,“宏观是我们必须接受的,微观才是我们可以有所作为的”。在余涛看来,无论宏观环境如何变化,只要坚持价值投资的原则,就能够在市场中找到那些能够抵御经济周期波动、持续成长的优质企业。