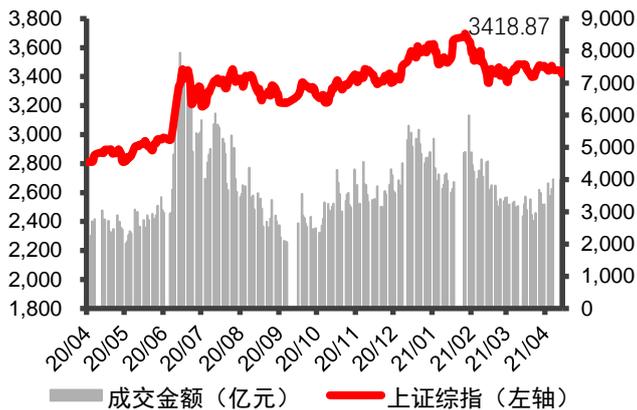


2021年5月10日

2021年第18期（总第844期）

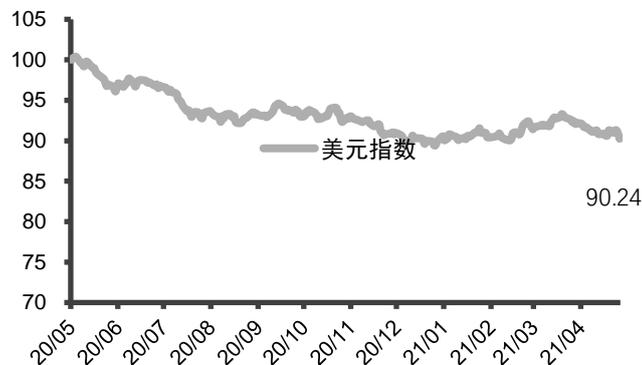
基金视窗

上证综合指数近一年走势图



数据来源：万得，截止日期：2021.5.7

美元指数近一年走势图



数据来源：万得，截止日期：2021.5.7

国际原油价格近一年走势图



数据来源：万得，截止日期：2021.5.7

基金经理论市：流动性收缩预期抬升，配置业绩高增板块对冲估值压力

节后仅两个交易日，上证指数下跌 0.81%，沪深 300 下跌 2.49%，创业板指大幅下跌 5.85%。五一假期期间商品价格普涨，且节后延续强势，市场对通胀的担忧加剧；此外，随着欧美经济持续复苏，市场预期海外货币政策将边际收紧。围绕一季报业绩的交易行情结束，市场重新关注估值面，叠加 4 月市场局部反弹较多，节后获利盘了结现象较为明显。行业方面，煤炭、钢铁、有色、石化、银行涨幅居前；消费者服务、医药、电子、食品饮料和家电跌幅居前。

海关总署公布 4 月进出口数据，按美元计价，4 月出口同比+32.3%（前值+30.6%）；进口同比+43.1%（前值+38.1%）；贸易顺差 428.5 亿美元（前值 138 亿美元）。按人民币计价，4 月出口同比+22.2%（前值+20.7%）；进口同比+32.2%（前值+27.8%）；贸易顺差 2765 亿元（前值 834 亿元）。4 月我国对新兴市场出口偏强，对东盟、印度、巴西、南非等国的出口增速分别达到 19.2%、56.2%、28.7%、23.2%，均有 10 个百分点以上的提升。主要原因在于印度疫情爆发进一步拖累东南亚地区经济生产，供应链贸易体系受阻，由此带来生产转移有利于支持中国出口；其次，印度本身对中国的防疫物资需求加大，4 月中国对印度出口增速仍 3 月的 18.3% 上升到 143.8%。对英国、德国、新西兰等发达经济体出口走弱。出口细分行业来看，服装鞋帽、轻工制品等出口同比和拉动大幅改善。

从近期宏观数据、商品价格以及一季报来看，经济基本面向好，对股市有较好的支撑。股市流动性维持存量格局，社融增速及 M2 延续回落，海外流动性边际收紧预期抬升，一季报交易业绩之后，对高估值品种提高警惕。配置上关注涨价逻辑以及业绩高增长的板块，主要包括上游周期以及银行、医药、新能源、电子和纺服。

专栏：价值投资的变与不变

近年来，伴随着核心资产的持续上涨，A股市场的价值投资者也越来越多，价值投资大有从投资方法向基金营销手段演进的趋势。价值投资的赛道越发拥挤，价值投资者惊呼，从事价值投资真是越来越难了。我觉得如果能在价值投资的变与不变中寻找一些平衡，或许能让价值投资变得简单一点。

在我看来，价值投资者的持仓是可以动态变化的。一方面，投资具有鲜明的时代特征，每个时代都有各自的核心产业，价值投资者需跟随产业变迁的浪潮。巴菲特在上世纪八十年代重仓买入可口可乐，恰好赶上可口可乐乃至美国企业在全球扩张步伐。虽然巴菲特在可口可乐上挣得盆满钵满，但由于能力圈所限，虽然巴菲特躲过了互联网泡沫，却未能把握亚马逊等互联网巨头的崛起。另一方面，投资者的贪婪会将好资产变为风险资产，投资者的恐惧也会将坏资产变为高收益资产，价值投资者可以根据价值与价格的偏离程度调整持仓。

价值投资者的能力圈是可以不断拓展的。知识改变命运在投资领域尤为明显，知识储备决定了投资能力圈，投资成功源于对知识的正确运用。不仅是运用单一知识，将知识与知识进行广泛联系，往往能创造更大的价值。在能力圈之内投资，价值投资者往往游刃有余，而在能力圈之外投资，则类似于不经深入了解就结合的“闪婚”行为，这两种行为都有可能引致悲惨的结局。但是随着知识的积累以及对知识理解的深入，投资的能力圈是可以拓展的。能力圈的拓展知易行难，“不经历风雨，怎么见彩虹”形象描述了能力圈拓展的艰难过程。

价值投资者的投资方法是可以与时俱进的。在巴菲特的老师格雷厄姆所处的时代，美国经历了大萧条，投资者对股票彻底失去信心。投资者关注的，不是企业在未来能够创造多少自由现金流，而是担心这家企业明天会不会破产。这种心态导致当时美国遍地都是跌破净资产的股票，在这种背景下，格雷厄姆对股票的安全边际格外看重。格雷厄姆所谓的安全边际，大致就是股票的估值极度便宜。而在巴菲特声名鹊起的时代，美国经济如日中天，投资者并不担心企业破产，而是关心这些美国企业如何将业务版图拓展到全球。投资者对股票的信心随着美国经济的发展不断高涨，市场上很难找到格雷厄姆所定义的具备安全边际的股票，在这种背景下，巴菲特和芒格觉得以合理的价格买入优秀企业也是不错的选择。

在我看来，价值投资者应始终坚持理性。很多人觉得坚持理性似乎理所当然，并且顺其自然。要知道人类进化的历史长达数百万年，而人类拥有文明和理性的时间不过短短数千年。不管从人类拥有理性的时间占比看，还是从大脑中掌管理性的区域，在大脑中的体积占比看，坚持理性都非常困难。众所周知，股市是恐慌和贪婪的放大器，因此，在股市中坚持理性更是难上加难。

价值投资者应敢于与市场不同。股票市场也遵循二八定律，只有20%的投资者可以挣钱。如果投资者害怕与市场不同，那可能已经成为那80%亏钱投资者中的一员。市场共识或者群体意识有时会错得离谱，导致群体成为乌合之众。尽管如此，与群体意识对抗仍需要极大的勇气，准确地说有点反人性，因为遵从群体意识是人类经过数百万

年进化形成的本能。当然，不管与市场观点是否一致，投资者想挣钱，最核心的还是看对基本面。只不过在投资者与市场的观点向左，并且市场看错时，投资的超额收益会格外明显。因此，价值投资者应敢于而不是刻意与市场不同。值得一提的是，价值投资者所秉承的逆向投资方法，可以确保在看错时，基本不亏钱。

价值投资者应始终立足基本面。投资的门槛很低，在现代社会，拥有一台连上网的电脑就可以开始投资。为了投资成功，广大投资者可谓八仙过海，各显神通。有的投资者喜欢从股票涨跌的图表中找规律，更有甚者问道于神佛，在开盘前拜关公，或是在胸口画十字。有的投资者总想从别的投资者那里挣钱，这是用赌博的思维来做投资。我相信，不管在哪个时代，价值投资者的出发点始终都是基本面。基本面大体可以分为宏观、行业和公司三个维度，宏观和行业景气度是企业面临的外部环境，蓬勃发展的宏观经济和井喷的行业需求确实会加速企业的发展，但优秀的企业在逆境中也可以茁壮成长，并且逆境才是检验优秀企业的试金石。我认为，在大部分情况下，公司基本面是最核心的基本面，诚如芒格先生所倡导，价值投资者应与伟大的企业同行，但貌似芒格先生并没有说，价值投资者应与伟大的行业或是蓬勃发展的宏观经济同行。

价值投资者时不时会犯错，谦虚的价值投资者会说自己每天都在犯错。经济学家可以提出一个长达十年甚至百年的预测，但价值投资者每天都在接受市场的检验，挣钱或是亏钱，收盘见分晓。既然犯错不可避免，那么价值投资者只好调整自己看待犯错的观点。我觉得价值投资者今日所犯的错，并不会抹煞他昔日的成功，同样，今日的成功也不能掩盖他昔日所犯的错。我一向反对投资领域的造神运动，造神只会让股神们最终都下不了台。价值投资者的对错应该分开看，比起错过了亚马逊的巴菲特，我更加崇敬在可口可乐上挣得盆满钵满的巴菲特。

（专栏作者：摩根士丹利华鑫基金权益投资部 缪东航）

风险提示：本周刊中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这固定性及完整性不作任何保证。在任何情况下本刊物中的信息或所表达的意见并不构成实际投资结果，也不构成任何对投资者的投资建议和担保。本周刊中专栏的观点、分析仅代表作者意见，不代表摩根士丹利华鑫基金管理有限公司立场。本刊物版权归摩根士丹利华鑫基金管有限公司所有，未获得本公司事先书面授权，任何人不得对本刊物内容进行任何形式的发布、复制。投资有风险，敬请谨慎选择。