

# 煤炭板块为何能实现超额收益?

钱子莹

年初至今,虽然煤炭板块受到煤价中枢回落的影响有所回调,但比起沪深300指数-5.27%的表现,煤炭指数仅下跌1.84%,相对收益显著。9月以来,煤炭指数再次反弹9.61%,而沪深300指数下跌2.01%,煤炭股整体实现了11.62%的超额收益。

回溯历史,自2021年开始,煤炭板块经历了2年高景气周期,在沪深300一路下跌的背景下,实现了逆势上涨。煤炭板块表现和煤价高度关联,2年的上涨期大致可以分为三个阶段:

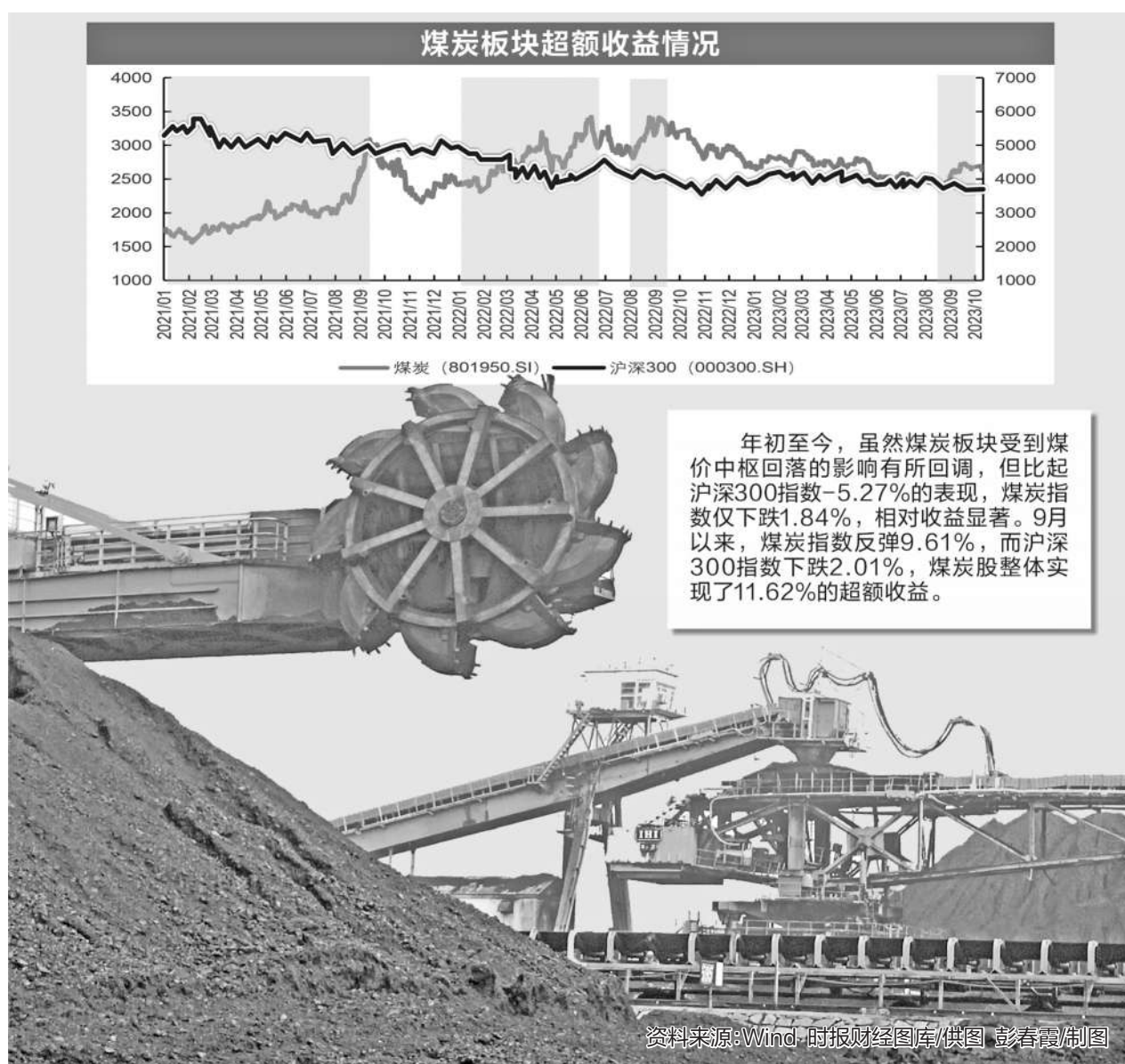
第一阶段,2021年1-9月:总量缺口逻辑。该阶段国内需求明显起色,而生产端受到“十三五”期间“关停从快、增长从严”的限产影响,产能释放不足,叠加澳煤进口限制,供给端整体紧缺,供需总量缺口一度达到7500万吨以上。受此影响,煤炭价格快速上涨,煤炭板块也随之上涨。

第二阶段,2022年1-7月:海外逻辑。该阶段主要矛盾从国内转至国外,年初印尼禁运导致我国进口煤量出现快速下降,2月俄乌冲突爆发,能源安全问题再度成为焦点,海外煤价高涨,与国内价格倒挂,导致我国进口煤量大幅下滑的同时,也拉涨了国内煤价和煤炭板块行情。

第三阶段,2022年8-10月:结构性紧缺逻辑。高温天气叠加保供政策,非电用煤受到压缩。10月产地及运输线路沿线疫情的再次暴发,导致发运受限,港口库存迅速下降,以致于淡季煤价依旧坚挺,煤炭板块再次上涨。

今年8月以来,国内煤炭需求受天气和工业需求提升的影响,电厂日耗维持相对高位,港口库存压力得到逐步缓解。近期,电厂日耗已过峰值,但下游甲醇和烯烃利润有所修复,开工率稳步提升,非电中的化工用煤周度日耗大幅提升,支撑煤炭需求。

我国是煤炭大国,约占全球资源量的50%。近期的矿山生产安全事故



使得整个能源行业安全生产工作被高度重视,安监收紧也有效抑制了表外产量,一定程度上冲击煤炭总供给量。加之港口发运利润倒挂和大秦线检修,北方港整体调入量减少。如果进口量无法进行有效补充,国内则容易形成供给结构性紧缺,使得煤价和煤炭板块高位震荡。

在保障能源安全的基调下,预计我国后续煤炭产量会保持上涨,但随

着核增减少、安监强化,产量增速预计会逐步放缓。短期内的煤炭供给增量主要依靠现有产能的核增和产能利用率的再挖潜,未来加大矿井勘探和核准建设才是增加供给的根本途径。

今年煤炭库存整体充足,但近1个月港口去库存明显,电厂库存虽是行业风险点,但在安全保供诉求下,也可视为常态化举措。随着下半年行业季节性的需求提升,下游化工、钢铁、

焦炭等行业开工率预计整体保持稳中有升,非电需求的改善预计会进一步支撑煤炭需求。

如今,煤炭价格的前期探底已结束,在全市场悲观情绪较重的氛围下,高股息低估值的煤炭板块容易获得关注,如果冬储采购超预期释放,叠加秋季下游开工需求复苏,煤炭板块持续性的遥遥领先依旧值得期待。

(作者系杭银理财研究员)

## 当一个基金经理赔了50%



陈嘉禾

1974年,对于后来名满天下的价值投资大师沃伦·巴菲特来说,并不是一个好年份。

巴菲特出生于1930年8月30日,到1974年已经44岁。在今天充满竞争的社会,我们看到许多公司的招聘广告都写着“年龄要求35岁以下”,那么44岁显然是一个不小的年纪。

### 巴菲特的中年危机

但是,就是在这一年,巴菲特的账面亏损,也就是伯克希尔·哈撒韦公司的股票价格(巴菲特的投资结构设计)与一般基金略有不同,股票价格即相当于基金净值,也是他的投资者所能变现的价格,公司基本面则相当于基金所有持股的合并财务报表),下跌了48.7%,几近腰斩。对于一个中年人来说,怎么看都不算一个好消息。

在1972年~1975年这4年里,以市值计算,巴菲特的投资业绩分别是+8.1%、-2.5%、-48.7%、+2.5%。也就是说,4年加起来,巴菲特和信任他的投资者们,累计赔了44.6%。在1975年,对于已经45岁的巴菲特来说,这样的投资事业绝对不算顺利。

想象一下,今天我们有一位基金经理已经45岁了,他在过去4年里把投资者的钱亏掉了将近一半,什么时候反弹不知道,我们会怎样看他?或者,有一对中年夫妻,其中一个人把家里的钱在4年里亏掉了将近一半,另一位还能不能坐得住?

更糟糕的是,在最黯淡的1974年

和1975年,巴菲特的投资业绩不仅亏损惨重,而且远远跑输市场。

在1974年,巴菲特亏损48.7%,标普500指数(包含股息,下同)只下跌了26.4%。在1975年,巴菲特几乎赚了个寂寞,当年只上涨了2.5%,标普500指数却上涨了37.2%。

### 始终信心满满

熊市赔得更多,牛市赚不到,4年赔了快一半,年纪一大把,这样的投资经理,谁见了能有信心?对于这种年纪挺大、事业很烂的情况,北宋的王安石曾经有一首著名的《浪淘沙令》,把这种糟糕的情况描述得惟妙惟肖。

这首词的上阕是这样写的:“伊吕两衰翁,历遍穷通,一为钓叟一耕佣。若使当时身不遇,老了英雄。”意思就是说,伊尹和吕尚(姜子牙)作为一代名臣,在建功立业之前历遍艰辛,一个做钓鱼佬、一个做耕地农。要不是当时正好碰到了成汤、周文王,那么依照他们当年的年纪,必然英雄老去、功业难成。

不过,在《浪淘沙令》的下阕,王安石笔锋一转:“汤武偶相逢,风虎云龙,兴王只在笑谈中。直至如今千载后,谁与争功。”年纪大、业绩差,并没有什么了不起。有了正确的基础,一旦风云际会,那么龙腾四海的功业,在笑谈之中就建立起来。

2012年,阿歇特出版公司出版了一本《The Oracle Speaks》,记录了一本巴菲特的许多经典言论。在2014年,这本书被电子工业出版社翻译成中文出版,取名为《巴菲特箴言》。从这本已经被许多人忘记的书中,我们可以找到巴菲特在1974年的言论。

“我觉得投资是世界上最美的工作,你不需要时时刻刻都做出决策,机会不好就不做嘛,一直等,等到机会好的时候出手,赚钱就很容易啦!”

“市场短期是投票机,长期是称重机。认为股票价格现在跌,所以不能买的人,都是傻子。好投资者抱着好公司不动,早晚市场都给他钱。”

“市场就像一个所有人都喝醉了的赌场,每个赌客都醉醺醺地乱出牌。如果你只喝可乐,让自己清醒一点儿,你就会做得不错。”

从这些言论里,我们可以看到,巴菲特既没有失败后的忧愁,也没有急于翻盘的咬牙切齿,有的只是一如既往的逻辑清晰、信心满满。也就是说,几年糟糕的行情对巴菲特的情绪毫无影响,他知道自己一定会赚钱;既然价值一直在增长,那么价值反映到市值上就是早晚的事情。

### 信心来自价值增长

甚至,巴菲特也没有把自己糟糕的业绩推给外部环境,而今天的许多投资者却喜欢这么做。

在1974年到1975年,国际形势并不太平。中国和越南在打西沙群岛自卫反击战,埃塞俄比亚爆发了革命,印度吞并了锡兰王国。而在美国国内,总统尼克松因为“水门事件”辞职,经济更是因为第四次中东战争陷入了危机,1974年美国CPI高达12.3%。

巴菲特的自信,并不来自稳定的世界环境,也不来自空洞的口号,而是来自他的投资基本面实实在在的价值增长。而这种基本面的增长,也是我们在以市值计算的业绩之外,判断一位投资者真实能力的重要依据。

在中国,孔子曾经说过一句话:“听其言、观其行。”如果我们只通过一位投资者在低谷期的说话,来判断他的信心,继而判断他糟糕的业绩是暂时运气不好还是水平就是很差,我们无疑会陷入巨大的困惑中。几乎很少有人会公开承认自己糟糕的业绩是因为水平差,绝大多数人都会说自己运

气不好,假以时日一定会翻本。但实际上,水平差的投资者大有人在。

在1972年到1975年的4年中,虽然巴菲特的业绩一塌糊涂,但是他投资组合所对应的商业基本面,却一直在增长。根据伯克希尔·哈撒韦公司在2019年发布的年报,在当时这4年中,公司净资产每年增速分别是21.7%、4.7%、5.5%、21.9%,4年累计增加了63.9%。

也就是说,在这4年中,巴菲特的投资组合的基本面增加了63.9%,市值却下跌了44.6%。这也就意味着,投资组合所对应的估值下跌了足足66.2%。如此看来,巴菲特短期糟糕的业绩,真的是来自运气不好。

“鸷鸟将击,卑飞敛翼。猛兽将搏,弭耳俯伏。圣人将动,必有愚色。”在西周姜子牙所著的兵书《六韬》中,姜子牙如此描述潜伏许久的真正英雄之才,在腾飞前的蛰伏。而1975年的巴菲特,也如同这段描述一般,做好了一飞冲天的准备:他既有4年下跌66.2%的极低估值,也有持续高速增长的投资组合基本面。

结果,从1976年到1985年,在短短10年之中,伯克希尔·哈撒韦公司的股票价格,上涨了足足59.2倍。1美元的初期原始投资,变成了60.2美元。一代传奇投资者的基业,就此奠定。

回到1974年,在那个平常的年份,一位业绩糟糕、信心满满的投资者,沃伦·巴菲特,曾经漫步在奥马哈市温暖的阳光下,和他的老搭档查理·芒格一起畅谈投资,继续寻找下一个有价值的投资标的,同时对多年的糟糕业绩视若无物。到了今天,如果你也能做到如此无视价格波动,永远专注于价值增长,那么你又取得怎样的投资回报呢?

(作者系九圆青泉科技首席投资官)

## 淡化明星基金经理光环 提升整体投资实力



桂浩明

公募基金作为专业的机构投资者,这些年来取得了长足的发展,时下产品数量超过1.1万只,所管理的资金超过28万亿元,是国内证券市场的一支重要力量。

公募基金规模的迅速扩大,一方面得益于监管部门在“超常规发展机构投资者”这一指导思想下所给予的种种政策倾斜;另一方面也与其业绩明显跑赢市场,有的甚至还获取了较高的超额收益,为基金投资者创造了不菲的盈利有关。

几年前,市场上曾掀起投资基金的热潮,特别是那些净值大幅领先指数的基金产品,广受投资者追捧。而一些基金公司也顺势打造优质基金产品管理者的人设,形成了明星光环。在这两种力量的共同作用下,市场上出现了一批掌管百亿、甚至千亿资产的基金经理,他们的投资风格、持仓状况乃至日常言行,都成了媒体竞相报道的热点。

基金产品的明星化,对当时基金规模的扩大起到了很大作用,但也带来一些隐患。明星基金经理头上的光环源于其获得的业绩,但他们的业绩能持续吗?

2020年,“喝酒吃药”是A股的热点,那些重仓白酒、药品类上市公司的基金自然大赚。可市场不可能一直以此为操作主题,特别是这些股票炒高以后,接下来还有多少上涨空间,也是投资者所担忧的。果然,到了2021年,市场形势发生变化,“喝酒吃药”不再流行,而那些明星基金由于大量持有这类股票,其业绩开始明显滑落。

而且这些明星基金经理大都年轻,从业经历比较短,普遍缺乏穿越牛熊的经验。其所具备的投资能力,也有一定的局限性。在某些时段,对某几个领域的操作上也许是颇有心得,但未必能够推广到全时

段,覆盖全领域。

2021年以来,市场热点多变,行情跌宕起伏,股市缩量回落。而当年那些明星基金经理,与其他投资者一样,对此都束手无策,而随着其掌管的基金净值回落,亏损不断扩大,头上的明星光环随之暗淡。时下,新基金的发行乏人问津,老基金的营销也十分困难,投资基金缺乏财富效应是一大原因,而明星基金经理业绩不佳则是其中的推手。

面对这样的局面,一些基金公司也进行了反思,并采取了相应的对策。其中有一项措施就是设法控制基金规模,改变一名基金经理同时管理多只基金产品的局面,从而减少单一基金经理掌控的基金资产数量。

换个角度来说,基金公司在去明星化。因为某个基金经理在一段时间业绩好而将其包装为明星,以此来开展营销,扩大基金规模,并不是一种可靠的发展模式。由于基金经理的投资能力限制与管理边界的存在,与其押注于明星基金营销,不如认真地培训基金经理及研究人员,整体提高其各方面的能力。

同时,注重差异化的基金产品研究,避免在同类产品上的过度开发,从长线思维出发考虑基金的发展路径而非急功近利式的只求做大。这几年的实践告诉人们,试图以明星光环吸引投资者,把即期的成功案例视为长期发展的路径指引,不但不具备可持续性,而且很可能给市场带来不小的伤害。因此,一些基金公司所进行的去明星化操作是合理的,必要的。

时下,A股市场走势艰难,很多人把公募基金加快扩容,抓紧入市视为“救市”的重要举措。以公募基金在市场上的地位而言,它应该在这方面发挥应有的作用。但这里有个前提,就是公募基金要具备开展长期性投资的能力。因此,淡化明星光环,提升整体实力就是当前基金公司应该认真去做的事情,只有培养出了一大批真正具有开展长期理性投资能力的基金经理,证券市场投资结构的机构化才能成为现实,其平稳发展才会有坚实的基础。

## 应重视新一轮巴以冲突对全球经济的影响

熊德志

10月7日(周六)是犹太教的安息日,但在黎明时分,火箭弹划破了天际,新一轮巴以冲突正式爆发。这次冲突升级恰逢“赎罪日战争”50周年,“赎罪日战争”发生于1973年10月6日的第四次中东战争,其导致了全球第一次石油危机的爆发,并对全球经济产生了深远影响。

10月11日,美国财长耶伦与国际货币基金组织(IMF)警告,此次巴以冲突可能危及全球经济。耶伦10月11日出席了IMF和世界银行年会,与出席年会的其他国家财经官员发表联合声明,表示事件令全球经济增长面临更严峻考验。

IMF第一副总裁戈皮纳特表示,冲突事件若持续恶化,油价可能失控上升,将会进一步打击全球经济。他估计,如果油价每上升10美元,全球GDP将减少0.15个百分点。

世界银行行长班加认为,巴以冲突将使全球经济形势变得复杂,央行寻求经济软着陆的策略变得困难。

历史上,1973年第一次全球石油危机,始于以沙特阿拉伯为首的石油输出国组织成员国宣布,对“赎罪日战争”期间支持以色列的国家实施石油禁运。最初的目标国家是加拿大、日本、荷兰、英国和美国,随后禁运扩大到葡萄牙和南非等国。禁运持续了将近1年,到1974年3月结束。

禁运期间,全球石油价格上涨了近300%,从3美元/桶涨至近12美元/桶,许多国家能源价格明显上涨,对全球经济产生巨大影响。原油价格暴涨导致了西方发达国家经济衰退,1974年美国GDP下降4.7%,欧洲

GDP整体下降2.5%,日本GDP更是下降7%。

目前,巴以冲突暂时没有对经济造成重大打击,但后续影响须关注。

美联储10月12日发表的9月FOMC(联邦公开市场委员会)货币政策会议纪要文件显示,FOMC仍将在一段时间内保持高利率水平。

美联储的一系列相关指引,导致美国长期国债收益率近期大幅飙升,美10年期国债收益率本月最高见4.89%。而美国10年期国债收益率作为评定各类资产价值的基准,若继续飙升,则所有风险资产都要重新定价,金融危机的风险也会逐渐上升,市场也会担心出现“黑天鹅”事件。

德银首席全球经济研究员Jim Reid团队统计美国从1854年以来,的34次衰退发现,每次经济衰退皆伴随着利率急升、通胀劲飙、收益率曲线倒挂、高油价震荡等4项宏观经济现象。

德银据此计算出独家的“命中率”(hit ratio)显示,上述4项指标预测衰退的机率,最新分别报69%、77%、74%、45%。除了高油价的周期性或突发性因素外,其余3项都反映衰退是大概率事件。由此可见,美国经济未必可以成功软着陆。

在上述诸多对经济衰退造成影响的因素背景下,再叠加巴以冲突带来油价上升的风险,势将进一步危及全球经济。

(作者系香港金融从业者)

