

■人物 | Characters |

广发全球精选基金经理余昊:

# 港股和A股即将迎来三至五年最佳配置时点

从中长期的角度来看,未来半年,是港股和A股进入三至五年最佳配置时点的时期。未来两个季度基本面并不一定那么差,但预期本身还会走低,当宏观调控完全转向刺激经济的时候,预期的底部就会到来,对应的也就是市场的底部。

2915.30

上证指数日K线图

2449.20



广发全球精选基金经理余昊

吴比较/制图

证券时报记者 付建利

广发全球精选基金经理余昊虽然年轻,但是从业经历已近十年。他是标准的85后,高中毕业于江西吉安白鹭洲中学,这是江西省著名的重点中学,这所学校有一个著名的校友——文天祥。余昊本科毕业于清华大学工业工程系运筹学专业,硕士毕业于哥伦比亚大学运筹学专业,之后进入纽约一家外资机构从事卖方研究工作。后来,余昊回到国内,在买方机构从事研究和投资工作。

余昊掌管的广发全球精选基金,2012年-2017年6年复权单位净值增长170.91%,年化18.07%。余昊谦虚地说,这不是他一个人的功劳,还包括前任基金经理和团队其他成员的智慧与付出。这位同时在美股、港股和A股市场有过研究和投资经历的职业投资人,永远把研究作为自己的“立身之本”。

## 港股不是美股和A股简单相加

余昊在海外市场呆过,做过A股市场的研究员,如今又在港股市场做投资。对于美股、港股和A股三地市场的区别,比如三地市场在估值体系、投资者结构、交易制度、监管等方面有哪些异同?他有着独特的体会。在余昊看来,简单地说,三地市场在制度安排上的巨大差异,决定了三地市场做同样的基本面研究反映到股价波动上差异很大。

美股聚集了全球最优秀的公司,也是全球最强调股东回报的市场,基本面和流动性环境对股市的影响相得益彰。同时,美国的货币政策对股市比较友好,股市作为美国比较完善的金融体系的一部分,承担了对经济“削峰填谷”的作用,对股价波动是天然的对冲。另外,美股投资者结构以机构为主,既有期限很长的长期投资者去坚持价值投资,又有期限很短的对冲基金去发现价格。

除此之外,美股的信息披露是全世界做得相对来说比较完善的,作为远离美国本土的海外投资者,余昊说他自己并没有感到明显的信息劣势。中国A股市场从设置之初,融资就是主要的社会职能,而且发展时间较短,机构投资者占比较低,所以早期会出现各种不规范现象。与此同时,A股受到流动性环境影响更大,而对基本面的改变逐步正从不敏感转向敏感,伴随着机构投资者比例提升和外资比例提升的过程,A股市场的价值投资会越来越成为主流。而港股介于两者之间,不是两者简单的相加,而是各种微观和宏观的因素都会影响港股的表现,所以港股虽然以机构投资者为主,股价长期也是依赖企业的成长,但短期受流动性和各种事件影响风险偏好,波动较大。

## 港股和A股进入最佳配置时点

站在目前这个时点,我个人短期对港股和A股都比较保守,主要是基本面原因,因为中国企业在经过两年的盈利上调后,三季度首次出现盈利下调,个人认为,企业盈利向下的趋势还有至少两个季度。这从基本面上是不利好市场的。当然,港股A股大幅的回撤也反映了这一点。”余昊表示,从比较审慎的观点出发,当企业盈利

底部还没明确时,很难去判断估值底部。而从流动性上看,目前宽松的货币环境并没能传导到信用环境,由于配套的产业政策并未完全跟上,比如房地产、地方政府融资和基建、汽车和家电等等,在配套政策跟上之前,股市能享受的只有廉价的流动性,而享受不到流动性带来的企业盈利改善。从中长期的角度来看,余昊认为,未来半年是港股和A股进入三至五年最佳配置时点的时期,因为这半年可能是预期最差的时候,目前预期比较低,可能未来两个季度基本面并不一定那么差,但预期本身还会走低,当宏观调控完全转向刺激经济,这个时候,预期的底部就能到来,对应的应该也是市场的底部。

## 精选个股不意味不看大方向

2015年811汇改”时,市场此前已经出现大幅回撤,由于绝大部分投资者没有经历过人民币大幅贬值的情形,市场在第一时间并没有找到方向。当时余昊分析了人民币贬值的前因后果,做出了“这一事件是重大利空”的判断,当日将仓位降到最低,同时切换到低波动的行业和个股,8月份他管理的专户实现正收益,余昊所在的团队2015年也取得了正收益,而当年香港恒生国企指数下跌19.39%,同期正好是第二轮股灾,港股和A股均大幅下跌。余昊说,虽然他本人秉持的自下而上的投资策略,但这并不意味着投资不看方向,在一些比较重要的转折关头,或者市场出现明显方向性趋势时,职业投资人也必须做到反应敏感,并且在操作上及时采取相应的策略。

当然,除了重大关头的及时预判和灵敏应对,余昊更在意的是他精选个股的“战绩”。在挖掘成长股方面,2013年他就开始长期重仓腾讯,把握住中国最优秀企业在景气向上中带来的收益。在周期股的挖掘方面,2016年开始买入重卡行业的一只龙头股,当时他判断重卡行业销量连续超预期,果断重仓买入。后来在重卡行业销量开始下滑时,余昊又抓住了空头占比过高的弱点,增持痛击空头,并实现退出;两年收益最高时达到了五倍。

## 研究是“立身之本”

余昊一直把自己定位为“离不开研究”的基金经理。在他看来,研究是基金经理的“立身之本”,即便做了基金经理,余昊大部分时间也花在研究企业上面。

他绝大部分时间都在和公司交流,即便是我的组合里的重仓股,也必须是我深入研究过的,我不会过于依赖研究员。”余昊表示,他首先会研究具体的企业,形成对企业的价值判断;然后研究同一行业中的不同企业,由此形成对某个行业的判断;最后,研究不同的行业,就会形成对宏观经济的整体判断。

我只相信自己和上市公司交流下来的一手信息,至于很多公司的数据,企业的财报,我觉得只是拿来作为验证我的判断是否正确,绝不能把这些数据拿来作为投资的依据。”余昊表示,他不太喜欢做博弈性的交易,凡是大股东想着从资本市场赚钱的,这样的企业绝对不能投。在余昊看来,投资市场虽然瞬息万变,但规律性的东西,其实一直都没变。深入研究,通过研究

创造价值,就是市场永远的规律。

余昊把大量的时间着重分配在科技和消费两大行业的研究上面,无论市场风格和涨跌。他都相信中国在这两个行业是有比较优势的,中国最优秀的企业也将出现在这两个大行业当中。细分行业上看,在科技当中,余昊认为互联网正在进入特别好的配置时点。在消费板块中,余昊认为医疗、教育和高端服务在未来中国社会变革中会占据越来越大的份额。

## 寻找景气上行行业龙头

不同的基金经理,有着不同的投资理念,无论是价值投资,还是趋势投资、成长投资,具体落实到作为个体的基金经理身上,都会和这个基金经理自身的性格结合在一起。人性是多面的,这就决定了即便是价值投资,在不同性格的基金经理身上,都会有完全不同的投资业绩和投资理念。

余昊的核心投资理念归纳起来就是简单的一句话:寻找景气上行行业中的优秀龙头企业。之所以形成这样的理念,主要是他本人受港股特殊的市场环境影响。港股的宏观环境特别复杂,是内地经

济和国际流动性交汇的地方,所以自上而下的判断准确率并不高,长期收益的来源并不是市场估值的变化,而是企业盈利的增长。

同时,余昊表示,国际投资者投资港股市场的主要动机就是寻找能代表中国经济的优秀企业,这促使具有内地背景的投资者发挥更懂中国本土企业的优势,自下而上地去发掘领先于国际投资者的中国优秀企业。另外,港股流动性是向龙头企业聚集的,市场定价鼓励投资者深入研究龙头企业,长期给予正向激励,不鼓励投资者在缺乏基本面支持的个股上做博弈,市场一贯给此类投资者以负向激励。还有一个重要的因素,就是港股缺乏零售客户群体,长期来看公司治理好的龙头企业才能给小股东赚到钱,而公司治理差的公司就算公司赚到了钱,也经常被大股东掠夺走,小股东还是亏钱的。

很多时候,宏观的走势是很难把握准的,甚至很多投资者都是在猜来猜去,与其这样,倒不如扎扎实实地自下而上去寻找优质个股,只要这个企业的业绩是持续稳定增长的,企业管理层是优秀的,所在行业景气度还不错,我们就有信心持有这样的股票,即便是市场大幅波动也不会恐惧。”余昊表示。

# 金庸 善于自我经营的幸运大IP

证券时报记者 余胜良

准备在墓志铭上写“大闹一场,然后离去”的金庸,闹得的确不小,去世后好多人说是一个时代的终结——现在有点头脸的人去世后,都要用“终结”这个词,幸亏时代也变得多了。说他的去世代表一个时代的终结,并不准确,武侠时代兴起到衰落,都不是由他决定,决定因素是消费文化时代选择的偏好,这个偏好早在40年前就在港台谢幕,早在20年前就在大陆缓降。纵观金庸的一生,倒是应该庆幸他是被媒体从上海派往到香港去,可以躲过一个时代,赶上一个武侠时代,可以让他大闹一场。

和他一起大闹的人还有不少:台湾的古龙、诸葛青云,香港的梁羽生,还有新加坡的温瑞安。三大华人文化飞地同时在上世纪50年代出现武侠热,肯定是一定内在规律,总结起来,应该是民众收入增加,报纸发行量增加,增加了娱乐需求和娱乐载体。到了上世纪80年代,武侠小说就不行了:金庸上世纪70年代宣布金盆洗手,有创作高峰已过的问题,也有市场问题;温瑞安这些作家还在,但是再也没有像样的作品;还有很多想写武侠小说的,但也没有出名的武侠作品。当然黄易算是一个例外,黄易吸引了不少人读武侠,加入玄幻部分,但放长了看,更像是昙花一现。

金庸和其他武侠作家不大一样的地方,是他同时办报,放在现在,报纸就是一个独立的APP,武侠小说和报纸相互成就。

在1959年创办《明报》之前,金庸已经写了好长一段时间武侠小说了,这就好比一个明星演员自己成立电影公司,自己拍摄电影,肥水不流外人田。当初写武侠小说,也完全偶然。在

香港做了好长一段时间旁编,1952年,金庸跳槽到《新晚报》做副刊编辑。副刊负责人罗孚请他和另一位编辑陈文统(即梁羽生)写武侠小说连载,于是《书剑恩仇录》产生了,又开始在《商报》连载《碧血剑》,之后是《射雕英雄传》。《明报》创办时,资本仅10万元港币,金庸出8万,另两万为他的中学同学沈实新所出,据说报纸发行量只有几千份,好几次都差点办不下去,但是小说连载成功吸引了用户订阅。到《明报》1991年股票上市时,其市值已达8亿7千万,金庸独占六成。1992年,金庸开始卖出《明报》的股份,估计前后可套现10亿元以上。

金庸武侠小说有三个版本,一个是上世纪50年代的朗声版,一个是改过一轮的三联版,最后一个是广州版本,这个版根据上世纪90年代互联网读者的意见,改掉了部分小说的结尾。早在创作环节,金庸就做了很多妥协,当时他准备把小龙女写死,但是有读者闯进来威胁要退订,金庸就更改了小龙女的命运,又把她写活了。武侠创作,一直是金庸的饭碗,不管在读者中有多高的地位,在金庸看来,就是饭碗和赚钱工具而已。他不停地写写写,是因为读者喜欢,可以增加收入,促进报纸销量。

1972年,《鹿鼎记》连载结束,金庸宣布封笔。1989年,65岁的金庸宣布辞去社长一职,1993年宣布辞任董事局主席,向他一手创办的《明报》正式告别。在创作旺盛阶段见好就收,很好保证了自己的品牌形象,而在明报上市后,金庸抓紧时间过后半生了。他后来频繁在大陆现身,大陆已经在他收入权重中占比更高,他的频繁出现无疑可以让出版物卖得更好。他很善于谈价格,善于自我经营,维护自身权益。15岁时他就编了《献给投考初中生》,相当于考试参考书,小小年纪就

有了这么好的生意意识。

有人说他是古往今来读书人中赚钱最多的一个,不但在于他能写,也在于他经营得当。

金庸作品能一纸风行,得益于出身大家族,见多识广,也得益于他聪明,而且经历坎坷。1924年,金庸出生在浙江海宁的书香世家。海宁查氏是望族,康熙年间创造了“一门十进士,叔侄五翰林”的科举神话。看金庸这么慈祥善的面目,想不到年轻时是个刺头。金庸少时一次次挑战师长,反抗压力,两次被学校开除,没有完整的大学教育经历,但他为人明晓,求职的时候照样从数千人中脱颖而出。他并不是安分守己的人,他大学读的是外交,目标是做外交家,抗战后,金庸始到杭州的《东南日报》当记者,4个月后赶上上海《大公报》招聘国际新闻翻译,金庸被录用。1948年,香港《大公报》复刊,24岁的金庸被从上海派到香港。

从此,金庸和香港绑在了一起。那时候,金庸的工作和内地还有很多关联,算是从内地派驻。据说当时香港的繁华程度远不如上海,身处香港的金庸心系内地,新中国成立后,他还赶到北京谋求取外交部工作,无奈家庭成分不好被拒绝,好在当时他还有机会回到香港工作,据说当时香港和内地的关卡并不算严。这才让金庸有机会不停写写写,什么都可以写。

尽管武侠小说里的人物都是不缺钱,动不动几十两银子花的主儿,但实际上,金庸办报纸非常抠门,他一直给偏低的薪酬,他认为年轻记者在《明报》工作是一种荣耀。有专栏作者要求加薪,金庸也不给加。不过那些没要求加的,金庸反而会加一点。这显示出金庸对事情的掌控欲望,在电影《满城尽带黄金甲》中有一句台词,皇帝对王子说“我不给,你不能要”。

但有很多东西不是他能控制的。金庸卖出《明报》,是精明,卖出了好

价钱,当时《明报》盈利已达到1亿港元,是行业高点,也是败笔,所托非人。金庸将报纸在众多求购者中,选中了于品海。于品海很善于利用杠杆,据某周刊说,于品海花了多年时间与金庸套近乎,“他花了很长时间陪金大侠看戏、食大闸蟹,又不时大谈办报理想,令金庸老人家十分开心”。据说他还与金庸建立了“义父义子”的特殊关系。于品海不久就被爆出在加拿大留学期间,曾触犯偷窃、冒充支票、非法使用他人信用卡、私藏枪支等7项罪名,被判入狱两年。当晚于品海发表声明承认自己20岁时在加拿大确被收监,但实际服刑4个月获释。金庸知悉后大吃一惊,于品海此前向他隐瞒家底。于品海此后又将《明报》卖出,又做了很多有争议的买卖,他善于利用杠杆,资本运作眼花缭乱。

选择接班人没选好,毕竟这不是写小说,剧本不是自己写。爱情也是这样。金庸家庭经营也不算成功,他有三段婚姻经历,前两段都失败,儿子也因感情问题自杀。直到碰到小他29岁的第三任妻子才稳定下来,他们地位悬殊,林乐怡是一位酒吧服务员,是金庸的崇拜者,那时候金庸已经名满天下,但是林乐怡小心体贴,愿意对他无条件的好,金庸反而在这样的关系中稳定下来。

金庸曾无奈感叹:“我对爱情的看法从年轻到现在都没什么改变,最理想的是一见钟情并缔结连理,然后一直爱下去,可惜,这只能是理想。”在金庸的武侠小说中,大多是美丽有身份地位的优女性无条件地爱上穷小子,愿意献上一切,按照这个剧本,胡梦这样的女子应该倒过来追他才对,可惜人家也真聪明,真要是倒追不一定是好事。现实中,金庸连同等条件的女子也相处不来,这倒是符合中国传统,男人们愿意找比自己条件差一点的女性,双方结合才稳定。

他看起来很有佛相,还是更喜欢控制和被崇拜的感觉。