

博道基金投资部副总经理张迎军:

投资就像足球赛 重点是踢好点球

证券时报记者 陈楚

从证券公司研究员到保险机构,从公募基金到私募基金,最后再到博道基金,这是博道基金投资部副总经理张迎军从业 19 年走过的历程,这位资深投资人经历了至少三轮牛熊转换,他尤为强调从实战中总结、反思出来的投资哲学和投资方法论,只有站到更高的思考层次,投资人作出的判断才更有可能具备前瞻性和洞察力,而这在张迎军看来是做好投资的根本。

结构性行情 仍将成为市场主要特征

张迎军表示,从 2019 年截至目前公募基金的业绩表现看,排名前 1/3 的基金业绩非常不错,业绩最好的偏股基金甚至涨幅超过 100%。这一情况说明,在指数没有大幅上涨的背景下,A 股出现了明显的结构性行情特征,部分股票在这样的市场背景下出现了重新定价的情况。最为典型的就是贵州茅台,从去年底到现在,贵州茅台的股价涨幅超过 100%!此外,爱尔眼科、上海机场、中国平安等为代表的景气行业龙头公司,股价也走出迭创新高核心资产行情。从 2017 年到现在的三年时间里,上证综指基本上围绕 3000 点上下波动,但类似于贵州茅台这样一批所谓核心资产股价却不断创出新高,A 股市场的结构性特征非常明显。在未来的相当长一段时间内,这种结构性行情仍将成为 A 股市场的主要特征。

按照张迎军的逻辑,从有利于 A 股市场的方面来说,首先是大类资产配置,国内大类资产配置里面,长期以来房地产一直是最重要的资产。但在“房住不炒”的政策定位之下,加上行业周期等原因,房价已经告别单边上涨的局面,而信托行业因为基础资产风险逐步暴露以及刚性兑付被打破,到 2017 年底信托行业的规模已经见顶回落,资本市场的增量资金将不再主要来自房地产和信托行业。从国际大环境来看,由于日本与欧元区一直持续负利率,美国也告别加息周期,人民币资产特别是中国股票与国债正在成为国际资金追逐的资产对象。

外资已经在 A 股市场呈现出“买买买”的现象,外资对 A 股市场的影

响,也正在引起投资者的高度关注,A 股对国际投资者的吸引力也越来越大。因此,从大类资产配置的角度来说,现在已经具备了大类资产配置发生转移和变化的时间窗口,当股票等金融资产出现明显投资价值时,资金流入就成为必然选择。

从估值的角度来看,当前 A 股市场整体处于历史低位水平,当股票市场已经充分反映对未来经济的悲观预期时,安全边际就凸显出来,此时尽管不一定是市场谷底,但毫无疑问,下行空间已经很小了。当上市公司业绩出现向上拐点或者持续保持增长时,这种向好的预期就比较容易反映到股价上面。

整个市场的无风险利率在下行,刚性兑付打破,股票市场的风险得到比较充分的释放。从利空的维度来分析的话,张迎军认为中国经济中长期仍处于 L 型走势之中,目前的短期处于衰退期,其主要逻辑在于:1.金融去杠杆的过程中局部性的金融风险会反复出现;2.中美贸易摩擦反复,由此带来一系列不确定性;3.从货币政策的角度来看,大幅放松货币实行“大水漫灌”的现象不大可能出现,货币政策会适度收紧,保持灵活性。

从上述逻辑出发,A 股市场今后相当一段时间内,可能主要仍然是结构性行情,如何从产业链的角度,挖掘细分行业优质公司的投资机会,成为当下投资者最切实的任务。

四条主线把握后市机会

在张迎军看来,把握好 A 股市场未来的投资机会,总结起来就是四条主线:第一条是核心资产行情;第二条主线是基于 5G 及后周期、云计算、芯片为代表的投资机会,可以称之为新基建落地的行业;第三条是产能过剩行业出清拐点出现,龙头公司的市场份额进一步提升,从而出现定价话语权提升,毛利率和净利率随之提升,这样一个良性循环的过程中,就会带来企业业绩的爆发;第四条主线是猪周期,生猪产业链本身就存在一个周期,叠加非洲猪瘟之后,周期性的特征就更明显了,今年猪周期概念股表现也很好。

作为一名基金经理,张迎军认为,基金投资策略再往上一层就是投资理念,如果再往上挖一层的话,就是投资

哲学。你有什么样的世界观,往往就决定了你最后使用什么样的方法论。每一位基金经理或投资人其实都自觉不自觉地回避不了这样一个基本问题:你相信市场永远是对的,还是相信市场永远存在错误?如果你认为市场永远是对的,那么也许就应该做趋势投资;反之,如果你认为市场永远存在错误,那么就应该去挖掘被低估的价值,或者坚持逆向投资。遗憾的是,当投资人业绩达不到预期时,很多时候都认为是市场出现了错误而不是自己出现了差错,股价的上涨或下跌都是不应该的,是非理性的。

作为投资者,相信周期,但往往历史不会简单重复。以为自己在坚守价值,但也许是在坚守价值陷阱!这种投资实践和预期的悖论,往往是我们投资失败的根源。张迎军刚进入市场的时候,也相信市场永远存在错误的,但在投资市场上经历的越多,张迎军越来越觉得,市场大部分时间是正确的,错的是投资者没有把自己放在正确的位置。到底觉得自己是一个能够战胜市场的牛人呢?还是一个普通的参与者?

投资者如何给自己定位,其实很大程度上决定了自己的投资业绩。在股票市场,投资者最需要的其实就是一种辩证统一的思维方式。从这一理念出发,如何挖掘到牛股呢?张迎军认为,长期上涨的股票一定要是长期的业绩增长推动的,而不是所谓的主题概念造就的,也就是说,上市公司只有真正具备核心竞争力,才能为投资者带来持续优异的回报。这主要从三个方面进行判断:商业模式、核心竞争力、商业壁垒。如果一家公司有好的商业模式,处在好的赛道上,并有核心竞争力形成的护城河,能够通过品牌这样高级的形式形成商业壁垒,那么这家公司就是具有长期竞争力的公司。具有长期竞争力的公司就是长期收益的来源。

长期上涨的股票并非虚无缥缈,遥不可及的,其实是看得见、摸得着的。长期上涨的股票之所以业绩持续增长,是因为企业提供的产品或服务能够被越来越多的消费者喜爱,我们忽略身边的牛股,主要就是固有的思维偏见造成,或者把投资想象得过于神秘和“高大上”,投资者只有保持开放的心态,认识市场、了解市场,从常识出发、从独立思考出发,才不会忽视掉身边重大的投资机会。换句话说,投资者最重要的事情是把点球踢好,足球比赛里面取胜不是来自于一脚远射,而是把该踢进的点球都踢进了。

乎做得更出色,无论是国产彩妆大师毛戈平,还是新晋直播带货女王李佳琦,他们更容易让女性消费者信任和接受。总之,猫扑网的社区运营总监,三年后陈一舟将重心转向人人网,猫扑还没有找准“直男社区”的运营方向。2007 年,金星离职创业,与朋友凑了 100 万元,筹划创业项目“美丽家族”:主打社交购物分享的垂直社区。这个 SNS 社区比后来大热的美丽说和蘑菇街都要早,但当时智能手机、移动互联网尚不成熟,加上遭遇 2008 年金融危机,原本谈妥的风投,无法执行协议,导致美丽家族陷入运营困难。在跟家借的钱也花光后,他对仅剩的几名员工说:“公司账上没有钱了,就剩下这些电脑,大家分一分,解散吧。”

第一次创业失败,金星又老老实实在当了三年“上班族”。在做腾讯财付通产品运营总监时,当他看到同一概念的美丽说、蘑菇街大获成功时,心有不甘的他再次回炉再造,打造知心美网,但是第二次创业依然没有起色。从那时候我明白:创业时机选择很重要,太早、太晚都不行。”金星后来回忆说。

不知道大家有没有去医美机构走一走,通常人们会以为,只有外表上有遗憾的人,才会到这里进行后天弥补。但是进去之后就会发现,医美机构是个美女如云的地方,美貌程度和密度,远远超过这个城市最时尚的商场、最流行的夜店。

站在 2013 年的时间节点上,金星看医美市场,总结了 4 点:一是未来增长潜力巨大,参考韩国、台湾就知道;二是这个赛道痛点非常明确,很多人想整形,又怕整形,这就是痛点;三是这个赛道当时是一个蓝海,还没有任何一家大公司进入;四是这个行业离钱近,单医美行业的广告,每年就为百度贡献六分之一的收入,整个行业商业价值有多巨大,可想而知。

两次创业失败后带给金星的直觉判断是,医美行业是一个好的赛道,而此时正是一个好的时机,前方无人,外有借鉴,这是国内互联网创业者在当下面临的最好创业环境。但同样,层出不穷的负面消息,也对这个行业带来了糟糕的舆论环境。包括新氧,从被李小璐、林志玲等明星们排队状告诽谤,到被揭露记录

把握好 A 股市场未来的投资机会,总结起来就是四条主线:

- 第一条:核心资产行情
- 第二条:基于 5G 及后周期、云计算、芯片为代表的新基建落地行业
- 第三条:产能过剩行业出清拐点出现,龙头公司业绩爆发
- 第四条:猪周期概念股

不要自己把钢丝挂到半空中

张迎军经常说的一句话是,投资就像是走钢丝,放在地上的钢丝你能走过去,挂在半空中的钢丝你能走过去吗?

知易行难,有时候知道与做到是两种不同的能力范畴。因此,投资者应该尽量“不要自己把钢丝挂到半空中去”。投资者买错股票,除了本身技术性的原因之外,主要的原因在于:1.过高的投资预期;2.相信自己可以战胜市场,而且为了战胜市场过度追求所谓黑马股票;3.黑马股票存在太多不确定性。为了尽可能地少买错股票,投资者最好给自己设定合理的投资目标,这会有助于提高选股胜率。

那么,职业投资人如何才能尽可能地获取超额收益呢?在张迎军看来,投资人的判断要有前瞻性以及持续学习能力。随着资本市场效率的不断提高,已有的信息已经比较充分地反映在证券价格里,只有未知的信息才会加强或者改变证券价格运行趋势。专业投资者之所以专业的地方,就是要能够算清楚普通投资者算不清楚的账,看清楚普通投资者没看清楚的未来趋势。此外,相对于过去积累的经验,持续的学习能力更为重要。在 A 股市场接近 4000 只股票里,为什么选择这 30 只股票作为组合而不是其他,本质上是对各种信息进行甄别后的理性决策,随着互联网和移动互联网时代的到来,各种信息不断涌现,这就需要职业投资人具备良好的学习能力。



博道基金投资部副总经理张迎军

吴比较/制图



深圳“豪宅税”减了 二手房价格却“升了”

证券时报记者 若冰

黄先生一直在看房,从深圳龙岗看到宝安福永,看了半年,前段时间对一套小两房有点意向,谁想第二次看房结束后没多久,深圳楼市“双十一”送来大礼包——豪宅税取消了,虽然与我等赤贫之人无关,但眼见着房东总价上调 10 万,赤裸裸,我俩还是决定放弃了。”夫妻二人因此制定了第二套方案:继续看房,若深圳房价大涨,直接东莞购房。

从 2019 年 11 月 11 日起,容积率在 1.0 以上、建筑面积在 144 m²以下的房子为普通住宅,满两年可免征增值税。四五年没有变过的深圳差额增值税(也叫豪宅税)征收标准出现大幅调整,简而言之,“豪宅”的认定标准大幅上调了!

“被豪宅”的烦恼

显然,之前的“被豪宅”一直为购房者所诟病。有深圳购房者就表示不满:以前市中心随便一套两房也能“被豪宅”,我就是被所谓的天价“豪宅税”给拦到郊区的。”按照此前的标准,深圳南山总价在 490 万以上、福田总价在 470 万以上、罗湖总价在 390 万以上、宝安 360 万以上、龙岗 280 万以上的房源,均属于豪宅。按照深圳近 6 万平的二手房均价,许多处于这些豪宅线以下的房子,不但不能算豪宅,且大部分只能算是一些老破小的房子。

以福田为例,在动辄 8 万-9 万/平的房子区间范围内,470 万的区间划分,买到六七十平米的两房或者非常小的三房,小两口住还行,三口之家勉强凑合、四口就有点拥挤了,而这样空间范围,只能说是刚需,离豪宅十万八千里,可即使住在这样困窘的房子里面,稍不留神,就要接受自己的房子是“豪宅”的现实。只要“被豪宅”,就需要征收 5% 的差额增值税。例如一套建筑面积 87 平的房子,对比新政之前,就要交 25.7 万元的税费。房子价格越高,需交的税费也就越多,少则十几万,多则大几十万,非常不合理。

深圳贝壳研究院院长肖小平表示:据贝壳研究院数据,在过去两年深圳的二手房交易中,有 45% 的物业需要缴纳增值税,但其中未两年满的物业仅 5% 左右。也就是说,40% 的物业是因为“豪宅”的原因要缴纳增值税。在这 40% 的豪

宅”中,至少有 35% 物业的面积在 144 平米以下,且容积率在 1.0 以上。所以如果“豪宅线”调整,那么这部分物业是不需要缴纳额外的增值稅的。”在如此大力度的减税下,最终会刺激买卖双方,尤其是“会大大刺激 144 平方米以下但以前处在“豪宅线”以上的住宅成交,对于改善性需求来说是大利好”。深圳中原董事总经理郑叔伦表示。

业主提价让人恼

然而,比需求量更先活跃起来的,是业主们提价卖房的迫切之心。豪宅新标准发布后,深圳二手房业主的心态猛然变化。以至于跑得最快的不是成交量,而是业主们的报价。

消息一出,几乎所有的微信群都有在议论这件事。比较夸张的是,有人晒出了深圳南山区的房东立马涨价 50 万的房源截图。更有网友爆料,龙岗某业主马上让中介把报价从 820 万改到 880 万,瞬间涨价 60 万!新政出台短短两日,二手房市场即时做出反应,楼盘降价、惜售现象迅速袭来,业主态度坚挺,也有购房者亦不惜高价入市。

市场普遍认为,一部分房源从豪宅划成普通住宅后,被砍掉的增值稅部分将成为购房者能享受的优惠。但在业主看来,并非如此。在实际的二手房买卖操作中,一般通用的是卖家实收的行情。如你在买房时,遇到一套房子卖 400 万,那么就意味着卖家期望是实际收到 400 万卖房款。房子交易中产生的税费、中介费等都由购房者来承担。

假设税费需要 20 万元,那么购房人的实际支出为 420 万元。深圳豪宅新标施行后,大多数业主并不会因为自己无需缴纳增值稅,而将转移给购房者的税费免去,相反,原本由买家承担的税费消失了,业主也看到了涨价空间。或许,未来的深圳二手房市场,究竟是业主激情过后趋于冷静,还是购房者明里得实惠,暗里吃下哑巴亏,还需要一段时间的博弈。

同时,记者通过对开发商和中介人士的调查发现,开发商普遍不敢太乐观。想买深圳二手房的朋友,年底确实要多看看楼了。但也不要太焦虑,如果遇到不能接受的反价,不妨去看看新房——毕竟开发商年底要冲回款,是不敢随便涨价的。

新氧科技金星:不甘愿再当小兵

程喻

尽管新氧科技已在纳斯达克上市,但其创始人金星的印象依旧模糊。打开搜索,输入“金星”能看到的大多数是与同名的舞蹈家金星,同样爱美,同样充满争议。

创业时机很重要

如果不是今年开始,在电梯楼宇、综艺节目疯狂输出广告,很多人甚至不知道“新氧”这个小众 APP。近日,有两家玻尿酸公司登陆科创板,主营业务毛利率均超过 75%,大家才对医美行业的赚钱能力有了较为清晰的认识。毕竟在一个经济下行阶段,毛利率超过 70% 的产品难得一见。

新氧科技也赚钱,在亏损了近三年之后,新氧科技业绩在 2008 年得到爆发性增长,总营业收入 6.17 亿元,净利润 5508 万元。靠什么赚钱?主要靠两点:一是给整容医院介绍客户,成功一单提成 10%;二是帮助整容医院进行宣传,在 APP 中销售固定的展示位、美容日记及用户个人资料页的广告位,还有商家页面点击率抽成。除此之外,新氧还会帮助商家在线下和其他线上平台投放广告。换句话说,新氧做的是品牌广告和引流渠道的平台,它想成为医美界的淘宝和大众点评,这是金星为新氧规划的未来方向,也是一个产品经理“不服输”及“意难平”的产物。

金星自嘲为小镇青年,是北京和互联网改变了他的命运。他很早进入

互联网行业,2001 年从天津大学毕业,金星加入当时四大门户之一,现在已经销声匿迹的 TOM 网,做了三年产品开发。然后进入陈一舟的千橡互动,担任猫扑网的社区运营总监,三年后陈一舟将重心转向人人网,猫扑还没有找准“直男社区”的运营方向。2007 年,金星离职创业,与朋友凑了 100 万元,筹划创业项目“美丽家族”:主打社交购物分享的垂直社区。这个 SNS 社区比后来大热的美丽说和蘑菇街都要早,但当时智能手机、移动互联网尚不成熟,加上遭遇 2008 年金融危机,原本谈妥的风投,无法执行协议,导致美丽家族陷入运营困难。在跟家借的钱也花光后,他对仅剩的几名员工说:“公司账上没有钱了,就剩下这些电脑,大家分一分,解散吧。”

第一次创业失败,金星又老老实实在当了三年“上班族”。在做腾讯财付通产品运营总监时,当他看到同一概念的美丽说、蘑菇街大获成功时,心有不甘的他再次回炉再造,打造知心美网,但是第二次创业依然没有起色。从那时候我明白:创业时机选择很重要,太早、太晚都不行。”金星后来回忆说。

不知道是什么支撑了金星的第三次创业?或许是心态:一旦有人尝试过当将军的滋味,且觉得承受压力的滋味还不赖,那他就再也无法甘心做一个小兵,尤其是一个大厂的螺丝钉;或许也是经验:前两次创业,都和女性追求美有关,定位于消费兴趣方向,走的是精准营销方向,也是后来新氧的主要推广获客方式。

有趣的是,在推广美方面,男性似