

罕见危机中的理性观察、思考与应对

东吴基金 新产业精选基金经理 刘瑞

庚子年的资本市场，注定要在历史上留下浓重的一抹，加入“1929 的大萧条、1937 的珍珠港事件、1973 的滞胀、1987 的黑色星期一、2000 的互联网泡沫、2008 的次贷危机”所构成的危机暴跌俱乐部。

我们既是不幸的，又是幸运的。不幸在于，我们正在经历人类历史上绝无仅有的大波动，账面价值短期有所亏损；幸运在于，我们躬身入局，在摸着石头过河，在战战兢兢地创造和见证历史。

对于所有的投资者而言，从长期来看，困难是暂时的，也是对长期成长所必须的。

昔西伯拘羑里，演《周易》；孔子厄陈蔡，作《春秋》；屈原放逐，著《离骚》；左丘失明，阙有《国语》；孙子膑脚，而轮并发；不韦迁蜀，世传《吕览》；韩非囚秦，《说难》、《孤愤》；《诗》三百篇，大抵贤圣发愤之所为作也。

问题的关键在于，我们需要变困难为养分，在困难中持续成长，也在这个过程中，让长期支持我们的持有人见证我们成长的过程，使大家彼此更加了解和信任。

我们认真诚实记录在危机中：决策过程的疑惑与纠结、行动执行中克服心理弱点的思想斗争。

大年初七复工以来，我们就市场看法和应对策略撰写过几篇文章：

- ✓ 《庚子年开盘前沟通 20200201》
- ✓ 《理性度过休克式波动，转角在不远处 20200312》
- ✓ 《面对决定未来 5-10 年财富体量能否跨台阶的决策时点，不要方！20200316》

在这其中，虽在外发版受制于合规要求，无法记录更多细节，但确实记录了在波动中，我们对于国内外市场观察和思考的迭代和变化。

从 1 月春节前，大家还在讨论病毒是否人传人时候认知的模模糊糊，到武汉封城时明确疫情的严重程度，此时尚且认为，将非典作为一个参照或许能够模糊的正确。

又过了几天，越来越多的国家开始停飞与中国之间的航班，限制中国访客，我们开始担心，欧美是否会借着疫情，把过去通过贸易战等争端，想要把中国孤立的事情给达成。至此，2 月份，初七已过，我们已复工。虽然有一丝担心海外可能也会受到疫情影响，但此时，尚没有疫情在欧美大规模爆发的苗头。而且，A 股年后第一天暴跌后，7 连阳，外资大幅流入，显然，彼时的外资对疫情在海外的演绎也没有什么意识。

还清晰地记得，联储 3 月 4 日临时降息 50BP，当时市场对其行动有不同声音，

认为川普只顾着股票市场，而不管疫情。记得3月10日，在WIND上，与长江证券共同主办的3C电话会《价值的力量》中，被问及疫情对市场的影响时，我们在回答中提到：“当前投资者很关心疫情对市场的影响，其实，相比于疫情，我们更关注原油的问题。”

诚然，我认同对川普在疫情管理初期懈怠表现的批评，但这不是他个人的问题，欧洲作为同时拥有希腊理性和基督教文明的疆土，在对待疫情上显示出的傲慢，同样令人惊讶。

但是，我不认为联储在积极释放流动性方面的行动仅仅是为了附和川普救股市的诉求。事实上，美国垃圾债收率在2月20日见底，随后，跟随原油的暴跌而直线上涨。

坦率的说，我们没有在2月下旬，第一时间认识到问题的严重性。直到3月上旬，第一次观察到股市、贵金属、长期美债价格同方向向下大幅波动时，我们确认了流动性风险开始在大类资产之间传染，我们写了《理性度过休克式波动，转角在不远处20200312》这篇文章。

紧接着，我们积极评估疫情对海外的影响，邀请了海外公共医学专家交流。

当时看到欧洲的两大领头羊，公开宣称准备以被动的方式应对疫情时，我们隐约意识到问题的严重性。因为，被动的应对最终大概率会被纠偏，但是，届时或许已经错过阻断疫情传播的最佳时间点。同时，我也为欧洲文明在面对疫情时的冷漠感到大跌眼镜，当时我发了一条朋友圈，写道：

“纵观传承千年的四大轴心文明，虽然他们追求的终极价值有所不同，但他们无一不是给予家庭父母、年长者及身边同伴足够关怀的。在对亲情和人的关爱上，没有文化差异，这种人之所以为人的人性特质，在时间和空间上，无远弗届。

—依靠上帝来获得救赎的希伯来宗教中，伟大的教父奥古斯丁说过，“若有人连父母都不放在眼里，那么他还会在乎谁呢？”以弗所书6:1-3节：“你们做儿女的，要在主里听从父母，这是理所当然的。要孝敬父母，使你得福，在世长寿。这是第一条带应许的诫命。”

—以理性追求知识为终极关怀的古希腊文明中，雅典法律规定，儿子必须奉养其年迈或羸弱的父母，而较法律更受人畏惧的舆论，则叮嘱年轻人对待尊长须谦逊有礼。雅典的法律要求必须善待老人。

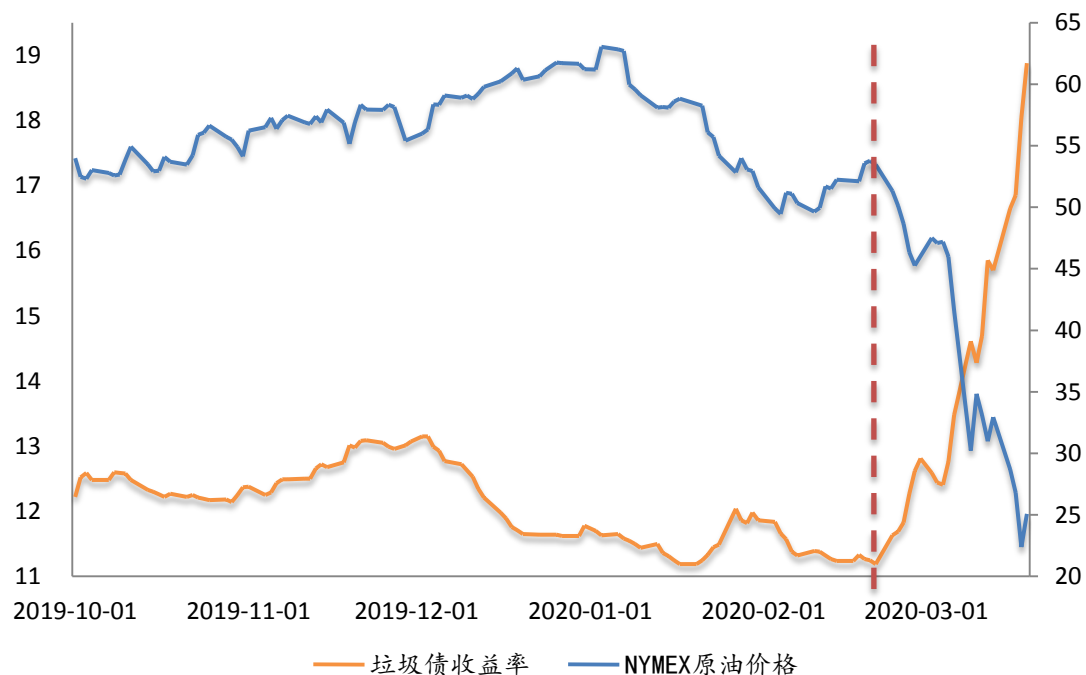
—依靠自己脱离困厄，追求解脱的佛教中，大乘修行者要同时发起出离心和菩提心，不仅断除自身的烦恼惑业，从六道轮回中解脱出来，也尽一切所能，帮助所有众生。度人的同时就是度己，即“自度度人”、“自觉觉他。”

—以道德为终极关怀，以家庭伦理为中心，并将血缘关系道德化的中国儒家文化中，孔子教导我们：“孝悌也者，其为人之本矣。”

—也许从某些狭义的自然科学和统计学角度听上去合理的事情，他最终或许被证明是并不符合现代文明的特征。”

届时，我们已经比较清楚的认识到疫情将会对海外经济产生非常大的冲击，这源于海外经济体以消费为主、居民储蓄率低、负债率较高的结构。而且，也意识到产业链供给方面可能会出现问题。

因此，我们降低了一些长期看好，但中短期由于海外暴露较高而具有较大不确定性的仓位。



我们当前持有中性仓位，而非之前一直坚持的满仓操作。之所以没有进一步降至更低仓位的原因是，面对波动的市场，我们时刻提醒自己，**作为专业的机构投资者，我们需要用理性去穿越动荡和危机。在波动中，我们需要保持稳定的心态。**

作为偏股型公募基金的管理者，我们需要考虑到组合的风险特征，基于性价比的动态比较，在现金与股票、债券与股票、防御型与进攻型股票之间进行再平衡。

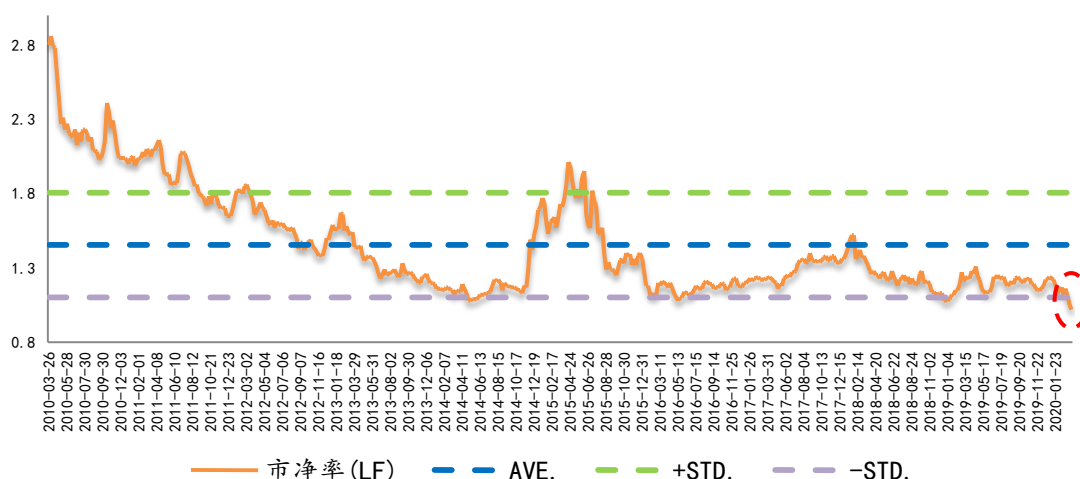
在实际的再平衡过程中，对于具体触发阈值的设定是一门艺术，**没有“抄底逃顶”的一招致胜，只有回归现实支点的康庄大道。**

市场波诡云谲，巴佬坦诚自己从未经历过如此规模和频率的熔断。股神太远了，我们身边结识多年、在全球资本市场有超过 20 年经验的优秀投资者们也都没有对此次全球资本市场的大波动有明确的预判，或者是，成体量的风险规避决策。

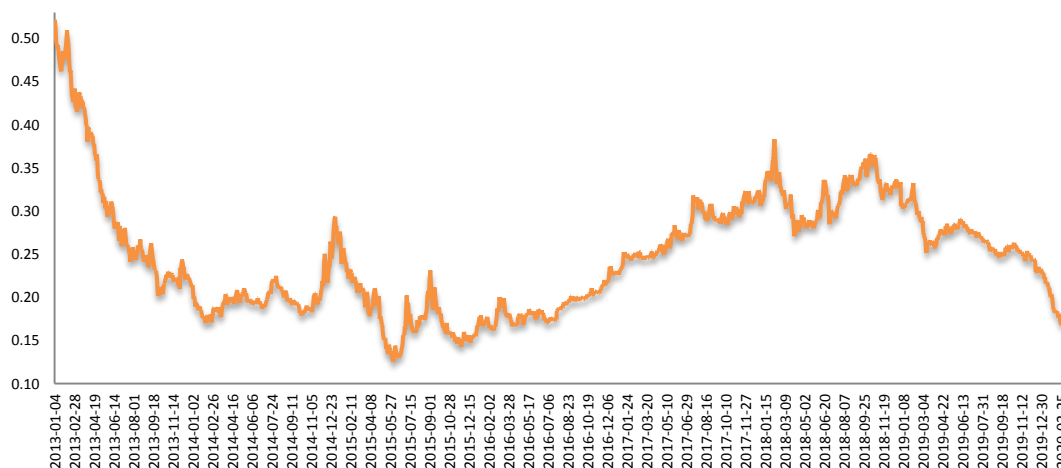
由此可见，市场多么令人敬畏，回归理性、聚焦真问题的有多么重要。**估值，就**

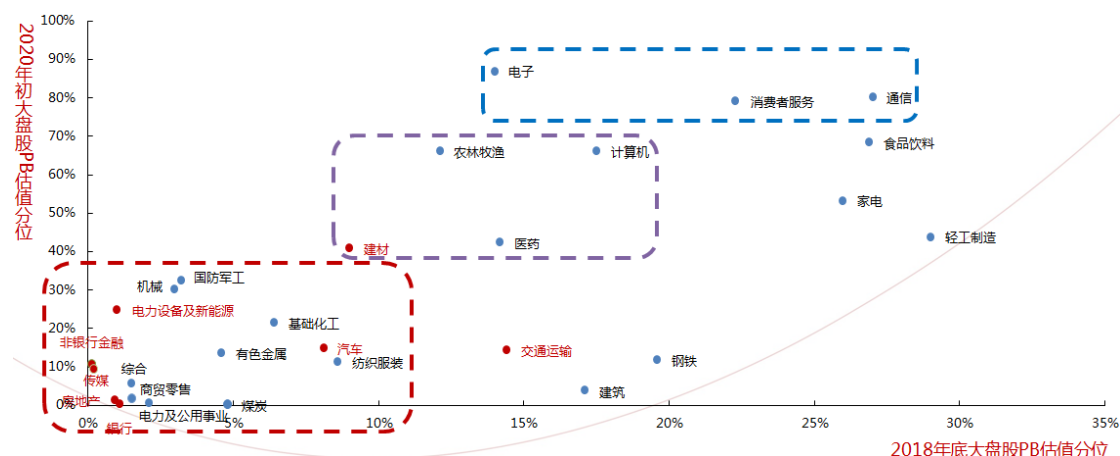
是我们长期依靠的现实支点。我们认为，一切问题的讨论，最终都需要落实到对于不同资产估值所隐含的未来收益风险比上。

上证 50 指数 2020/2021 的 PE 估值在 7-8x 左右，PB 创了历史新低，在 1x 左右。对于 ROE 在 12% 左右水平、未来中长期可见 5-10% 业绩年均增速、股息率超过 3% 的投资标的，在当前海外大规模债券负利率、美债十年期 0.8%、三十年期 1.4%、中国十年债 2.7% 的背景下，我们的理解，当前蓝筹宽基的估值显著低估了。



上证50/创业板指





危中有机，波动造就长期优秀业绩。长期优秀业绩需要一以贯之稳定的理念和方法论，以及对其的坚定执行，尤其在波动中。

每一次困难，对投资理念都是一次严肃的考验。我们对于价值投资的信仰，就好比《约伯记》中所描述的信仰一样纯粹而坚定。

目前而言，我们非但不悲观，反而有点兴奋。也许在有些人眼中看到的是净值的短期回撤，但在长期关注和理解我们的持有人以及我们自己眼中，很多我们耐心盯了很长时间的优质公司，正一点点跌出性价比，而这是长期优秀业绩的原料。

我们组合当前 2020/2021 年加权 PE 分别为：14x 和 11x，加权 PB 为 2.3x 左右。从估值角度，组合具备防御性，相信，经过短期的流动性冲击后，组合的波动率会恢复正常，价值会逐渐体现。

我们仍在耐心地观察市场动向，盯着长期看好的公司价格调整进入的时机。在波动的市场中，我们拥有无比的耐心，同时，已经为未来的进攻预留了弹药。

从历史经验看，有时候会出现基金长期赚钱，而持有人不赚钱的情况。举例来说，某只基金，其自 2003 年 7 月 9 日成立以来截至 2019 年 6 月末，近 16 年净值增长高达 1439.13%，但是，客户分析数据显示多数收益低于 1 倍，且有超过 30% 客户亏损。

类 别	客户数（人）	占比
亏损	186,839	32.29%
盈利不足 1 倍	351,785	60.80%
盈利 1 至 2 倍	34,200	5.91%
盈利 2 至 3 倍	2,371	0.41%
盈利 3 倍至 12 倍	3,078	0.53%
盈利 12 倍以上	290	0.05%
合计	578,563	100.00%

我们希望通过我们及时、认真、负责的沟通,使我们的持有人避免出现上述状况。

请持有人放心,短期的波动不会构成长期永久性损失,在波动中,我们的决策和行动没有丝毫变形,价值投资的力量需要时间来体现,虽然不一样,但类似的波动我们之前见证和经历过多次,每次过后看好公司的股价以及基金的净值都会创新高。

感谢大家给予我们的耐心和信任!作为本基金的基金经理,我个人已经连续对基金申购了数日,我们会像珍视自己资产一样呵护您的利益。