

上证报-上证投资家国民教育高质量投教系列课程

上海证券报—鹏华基金 联袂推出

上海财经大学《资产配置实战课程》

应邀主讲：鹏华基金

2022年

权益市场投资方法论

李锐

2022年11月

权益市场投资方法论

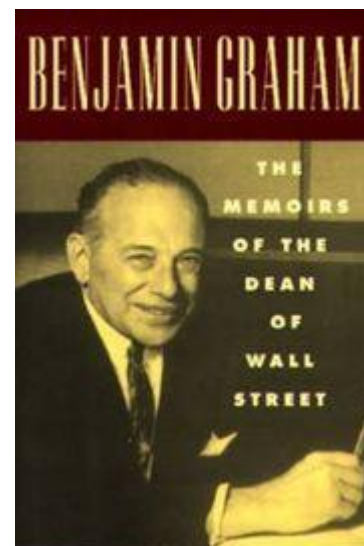
01 投资的第一性原理

02 进化论投资

03 中国机遇

投资的表象和本质

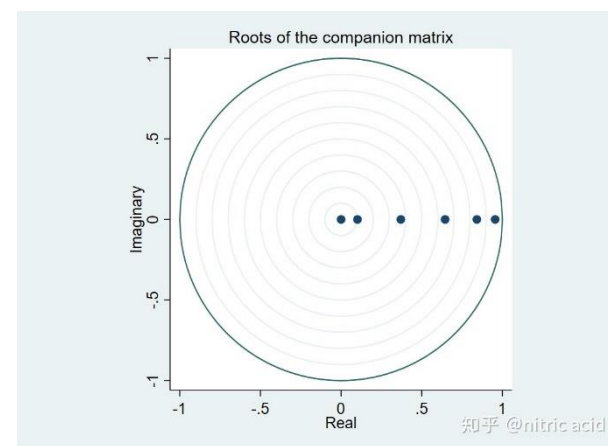
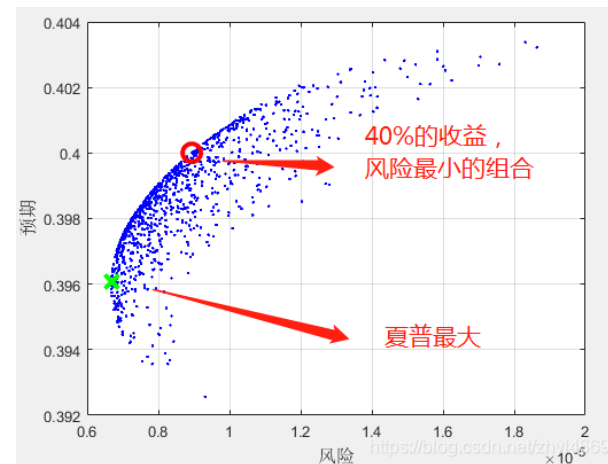
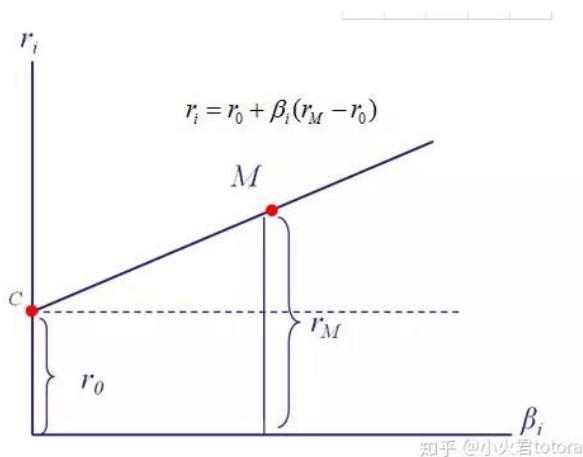
- 目的：赚钱？
 - 利弗莫尔：稳定赚钱？
 - 格雷厄姆：靠正确的理念还是运气？
- 类别：乱花渐欲迷人眼
 - 存款；保险；房产；固定收益；权益，股票为主，PE、VC；另类投资，对冲基金、量化；
 - A股：4000只股票+；
 - 基金产品：6000多只；
 - 股票基金：1900只；



投资的表象和本质

● 金融理论：风险定价

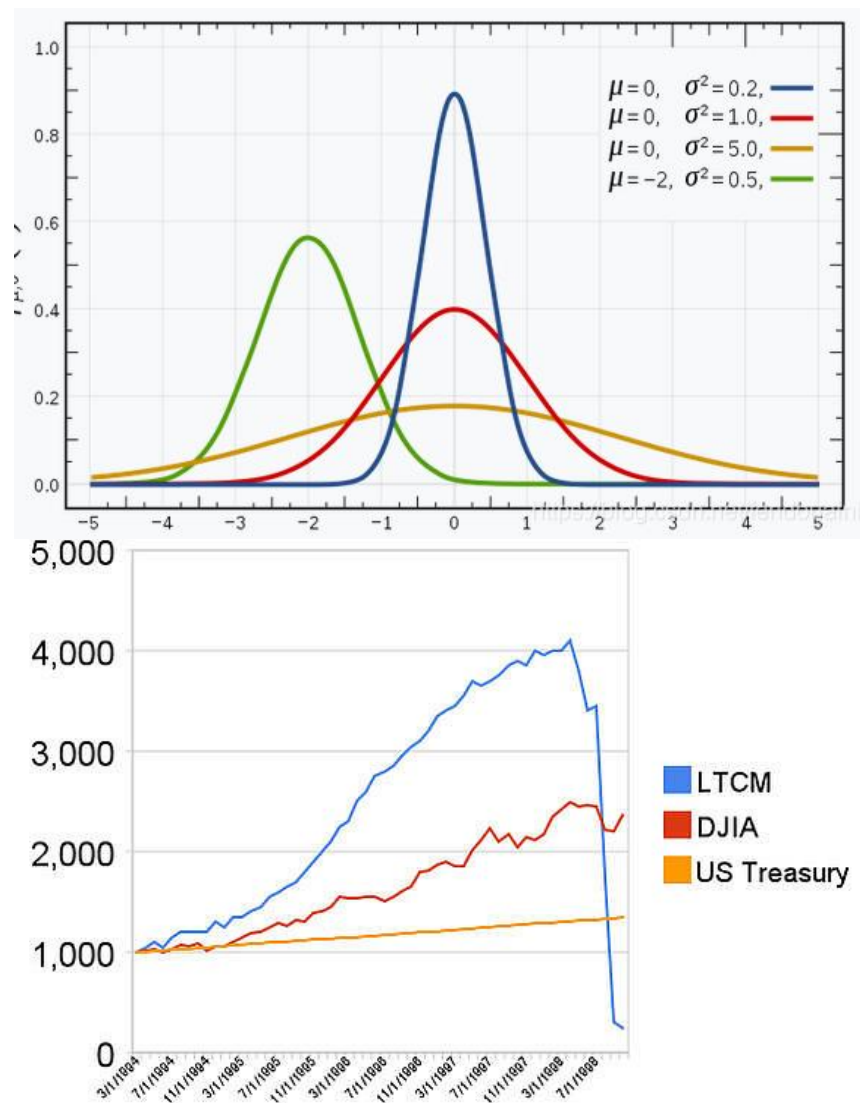
- 均值方差模型；
- CAPM模型；
- 有效市场模型；
- VaR；
- 长尾.....



投资的表象和本质

- 金融理论：有效吗？
 - 核心基石：大数定律和中心极限定理
VS 经济学：理性人
 - 正态分布

- 长期资本的破产



投资的第一性原理

● 思维层次

- 感性思维：追涨杀跌
- 理性思维：归纳法技术分析；演绎法价值投资；

● 权益投资本体论

- 买基金是买什么？
- 买股票是买什么？

● 对公司的认知 $f(x)$

投资的第一性原理

X

- Consumer, DI VS Product Price
- Product Price VS Earnings
- Earnings VS Stock Price

F(X)



● 认知：x与f(x)

- x及其分布是可认知的吗？ f(x)及其分布是可认知的吗？
- x与f(x)的映射关系是可认知的吗，演绎法还是归纳法（统计）？
- 这个关系是线性的还是非线性的，越是非线性，x分布对f(x)影响越小？
- 这个关系是确定的还是概率的？

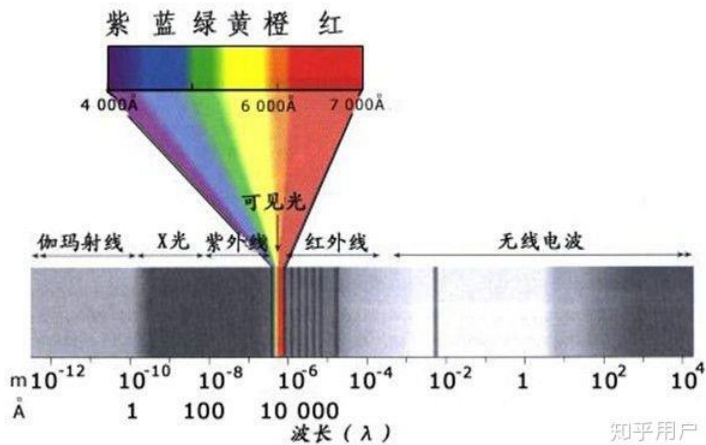
投资的第一性原理

● 认知缺陷

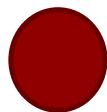
- 生理
- 盲人摸象
- 黑天鹅，灰犀牛



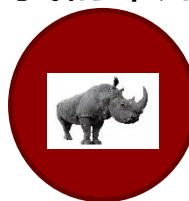
华清信安



我们知道
我们知道



我们知道
我们不知道



我们不知道
我们不知道



投资的第一性原理

- **买股票就是买公司**
- **追求：通过迭代使得对公司的认知无限趋近公司本身**
- **逆向投资：Reverse Thinking**

权益市场投资方法论

01 投资的第一性原理

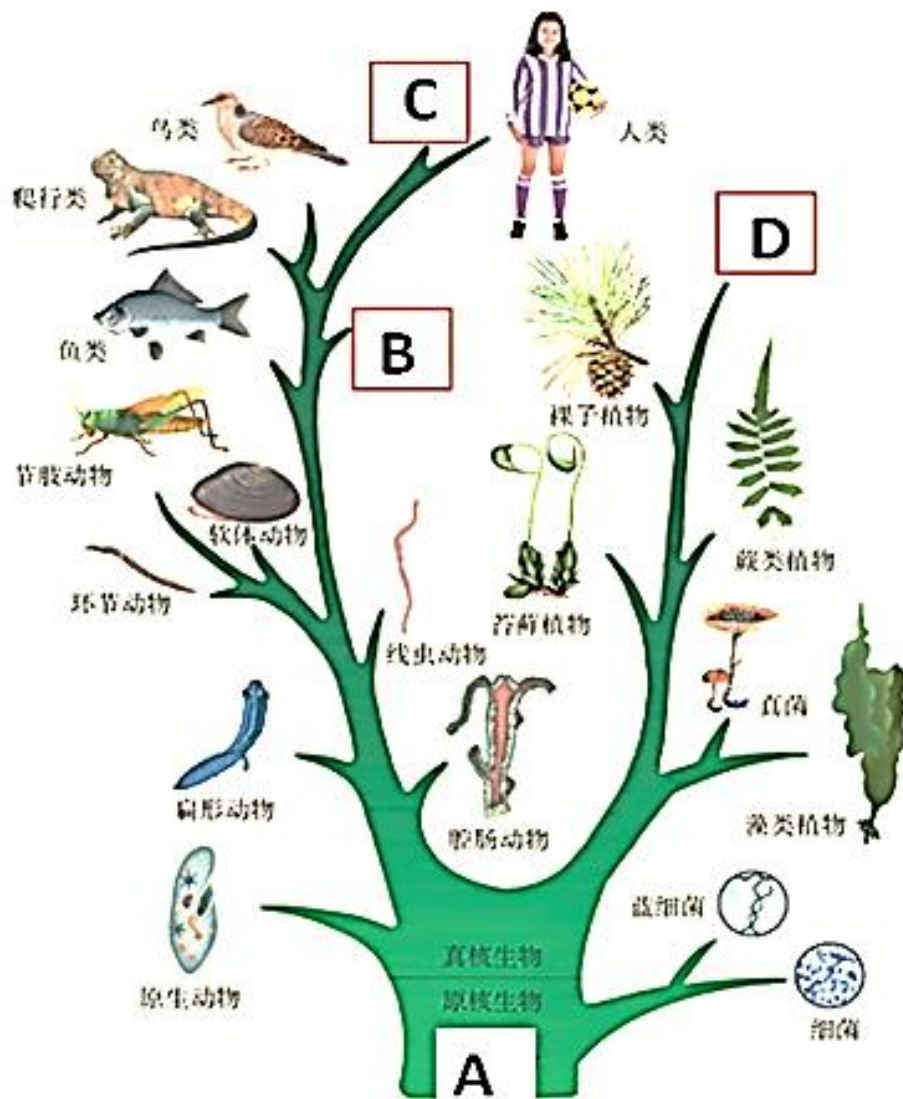
02 进化论投资

03 中国机遇

经验分享：保持进化，抓住 β

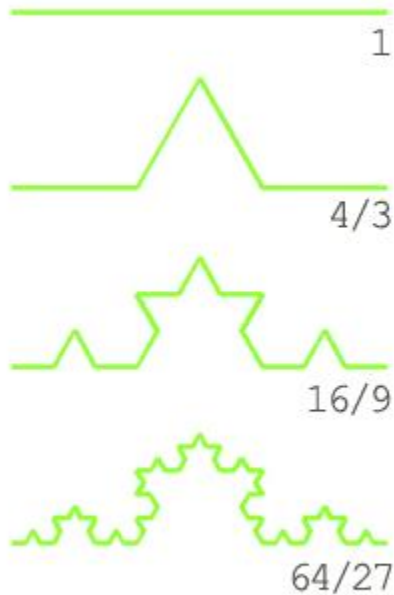
进化论：最底端和最顶端

- 侧枝盲端
 - 停滞的主流；
- 边缘突破
 - 鱼上陆地；老鼠取代恐龙；猴子下树；
 - 《创新者的窘境》：传统钢铁行业；科技硬件，PC取代大型机；
 - 被逼无奈，不被看好，非主流
 - A股：光伏、医药
- **如何成为进化树主干的芽**：持续迭代，活在当下

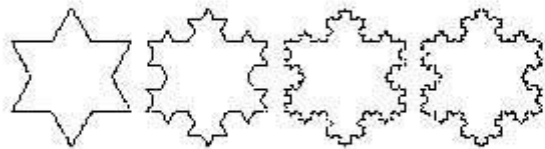


进化论在资本市场的映射

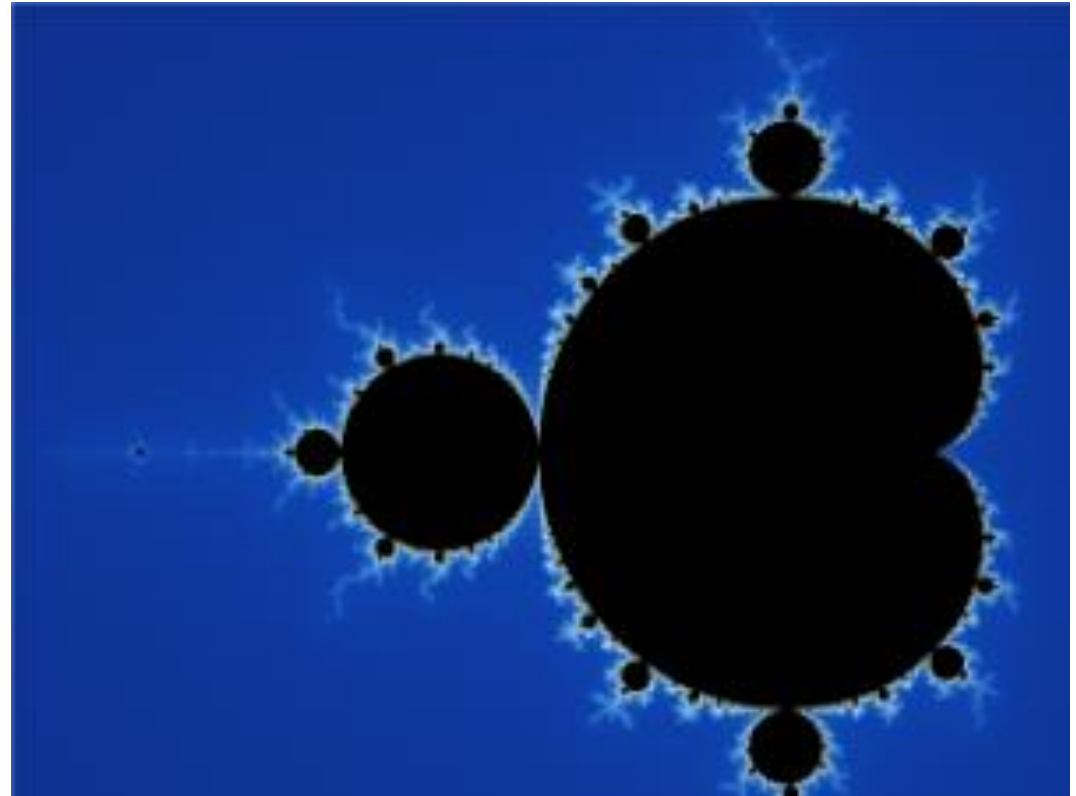
- CAPM: $E(r_i) = r_f + \beta_{im}(E(r_m) - r_f)$
- α是什么？非β
 - 垃圾桶；Barra归因分析模型
- α选手 VS β选手：巴菲特；木头姐；
 - 体系：学院派和实践派；
- α与β的对立转化；



Baidu 百度



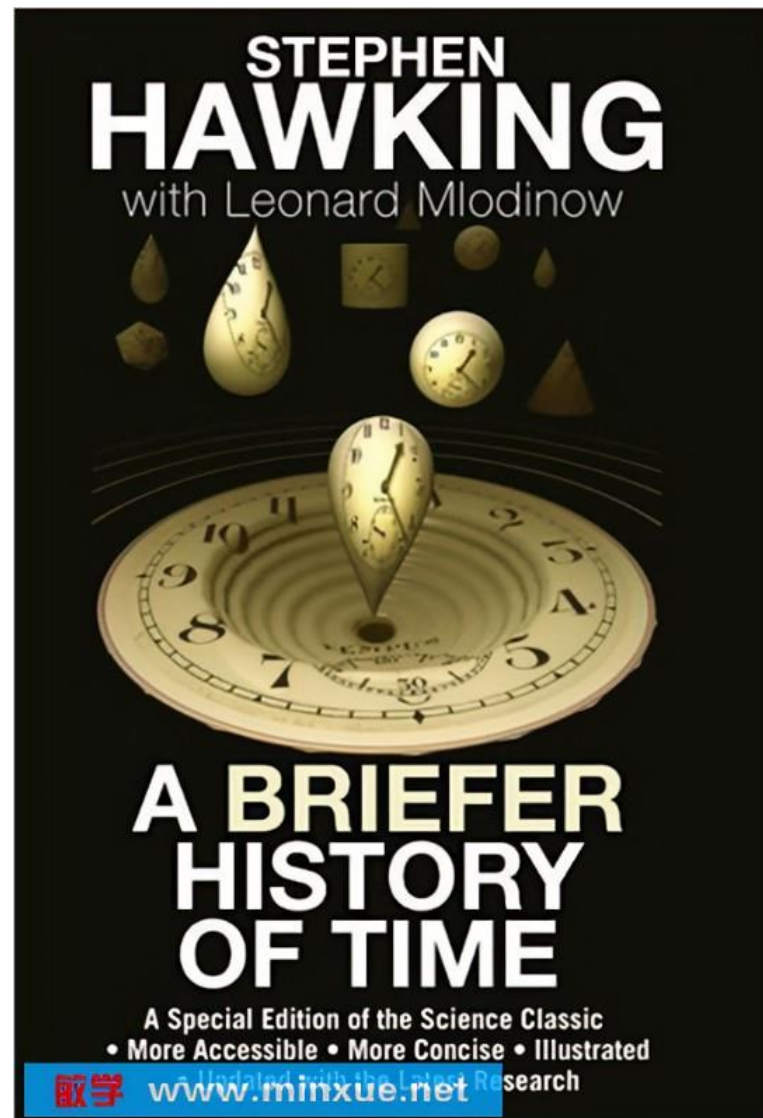
Baidu 百度



历史进程人类无法选择：重要但不可为；

● 时空维度

- 出生在农业社会和近100年的工业社会；
饥荒和糖尿病；
- 20世纪初出生在美国；
- 出生在欧美和非洲：埃博拉病毒；



历史进程人类无法选择：重要但不可为；

● 幸存者偏差

- 买入美国，不是买入西方文明，不是买入民主政治，不是买入自由主义；
- 西方为何指数难以战胜？
 - 依靠幸存者偏差自我迭代；
 - 投资人，江山代有人才出，各领风骚数百天。成就了先锋基金；

■ 现在：重要且可为；

- 现在：重要且可为，金融工具可以把握机遇对冲风险
 - 金融衍生品
 - 时间箭头的期权和期货；
 - 资本的自由流动带来全球资产配置； Delink增加交易成本；
 - Ray Dalio: α 大师，选接班人只选 β 选手；

历史、逻辑、预期

● 历史 β ：区域霸权是大 β

- 全球最富的投资人在哪里？幸存者偏差
- 英美到中国
- 权力更迭伴随动荡

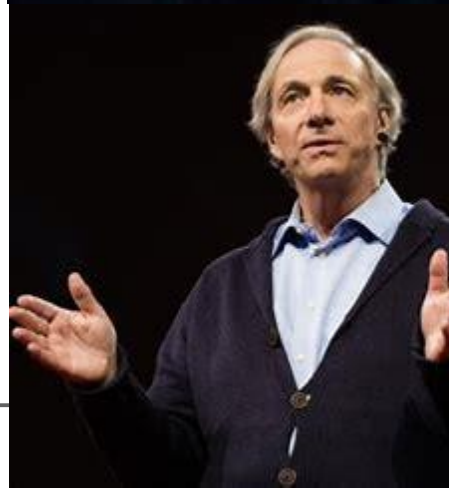
● 逻辑：中国崛起提供可能性

- 文一：《伟大的中国工业革命》
- 李录：《文明、现代化、价值投资与中国》
- 西方工商业文明无法为人类未来提供答案：气候、核威胁MAD、疫情……

历史、逻辑、预期

● 未来预期

- 马斯克：星际移民，中国建厂；
- 巴菲特和芒格；
- Ray Dalio；



权益市场投资方法论

01 投资的第一性原理

02 进化论投资

03 中国机遇

理性乐观派

● 机遇

- **不同内核**：中国版ESG
- 突破中等收入陷阱，2030进入高收入国家；
- **宏观更稳健，微观增活力**：《知识与权利》中乔治吉尔德的核心论断，管理层的情怀，eg医改；
- **直接融资大发展**，更高效的风险定价和风险分散手段；
- 全球最大新兴市场+全球最强制造供应链+高效数字基础设施，**核心是创新和升级**；
- 新型举国体制：

● 挑战

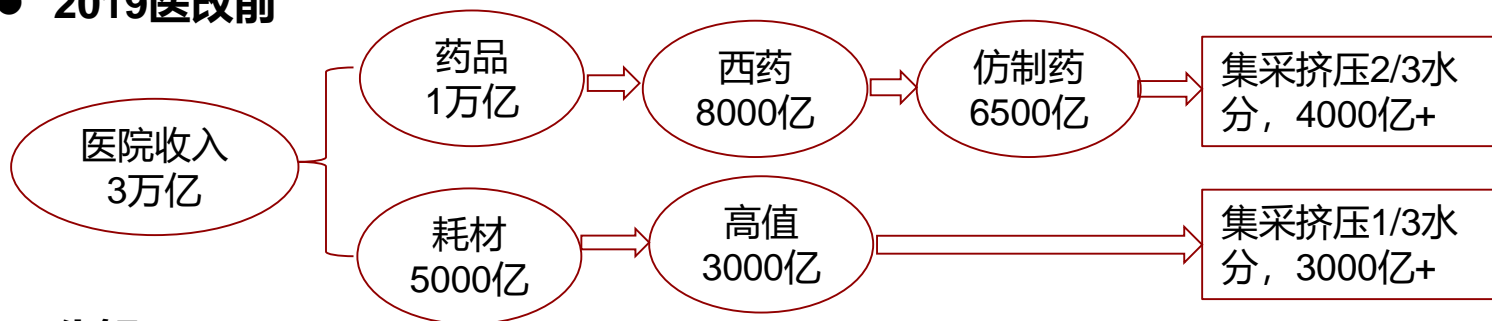
- 转型、下行与存量调整：
- **避免两个陷阱：中等收入陷阱与修昔底德陷阱**

从“避险”到“积极管理风险”

● 医保风险：

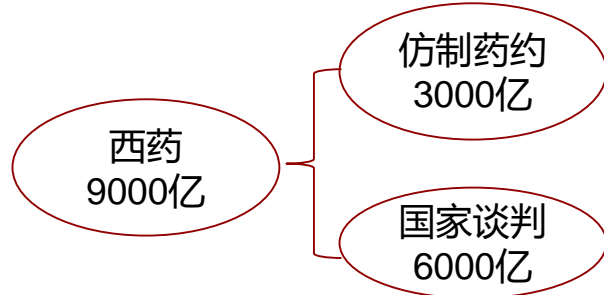
- 老龄化、高成本和缺口
- 市场化无解？ eg, 美国保险公司作为委托代理人支付，大药企垄断；

● 2019医改前



● 化解

- 主体：从准入和支付分离到“带量采购”一体；医保局价格司
- 目标：去虚火，设置价格天花板，市场化竞争；



“以前价格调整是利空。未来如果性价比更高，有可能通过谈判进入。医保目录是动态调整的，利好优质企业”。

共同富裕：跨越中等收入陷阱

- 工业革命成功：依托民生大产业，融入全球化分工，农民变工人普遍富裕
 - 英国vs荷兰；成功实现工业革命并发展的国家；
 - 中等收入陷阱：希腊和东欧；拉美；苏联；未能依赖生产带来共同富裕
- 市场是自然垄断倾向的
 - 必然全球统一大市场；而且是唯一大市场；中美竞合背景下：内需市场重要性凸显。
- 美国的不可持续性，中国激进的学习
- 中国严父：美国年投入：4000亿美金司法；8000亿美金军事；
- 保证两个融资
 - 碳中和的融资：存量融资，利润分配向上游和国企；
 - 创新融资，增量融资：中小创新型企业；

两个融资

● 应对内外部环境调整：双碳融资和创新转型融资

- 被定义为“战略对手”：和平崛起，价值观和盟友；
- 安全和效率：全球供应链长期脱钩，两套体系；共同富裕；
- 强大稳健的上游国企和活跃的资本市场；

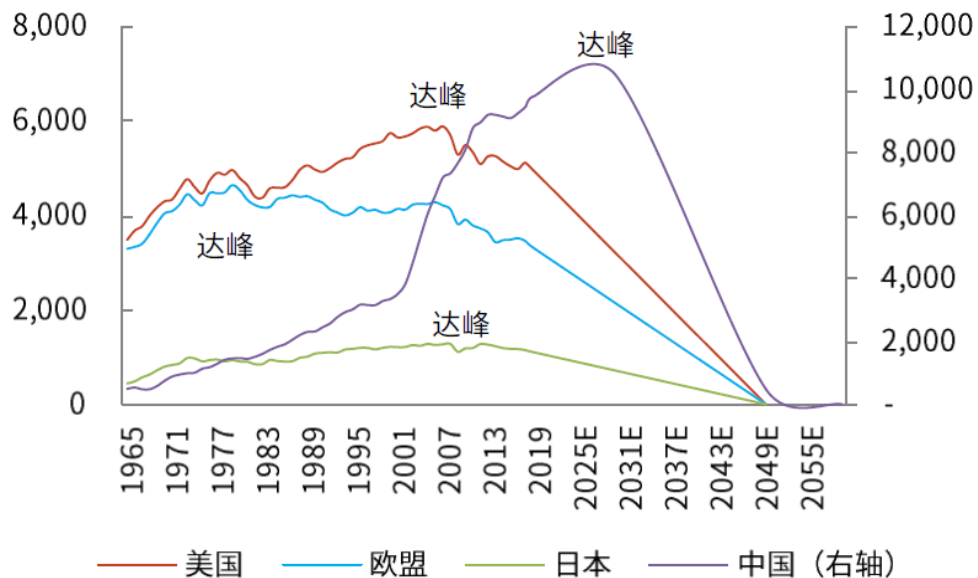
● 双碳融资

● 经济转型融资：创新，注册制、北交所

国际长期责任：双碳

- 资源配置的挑战：财政引导，产业政策，区域政策；金融政策；
- 人性的挑战：
- 比发达国家更艰难的碳中和过程；
- 平衡和把握节奏：欧盟火电评估；

图 10：重点国家碳排放总量情况



资料来源：Wind、光大证券研究所预测，单位：百万吨 CO2

国际长期责任：双碳投资新技术

	我们需要的技术	代表行业和公司
1	“零碳”制氢工艺	新能源制氢：宝丰能源
2	可维持整个季度电力供应的电网级电力存储技术	电网设备和储能公司
3	电燃料	新能源
4	先进生物燃料	生物能源
5	“零碳”水泥	水泥
6	“零碳”钢	成本优势的废钢冶炼企业
7	植物基或细胞基肉制品和奶制品	人造肉
8	“零碳”肥料	合成氨再造
9	下一代核聚变	核技术、核废料处理、超导技术
10	核聚变	核技术、核废料处理、超导技术
11	碳捕捉（直接空气捕捉和排放点捕捉）	基准
12	地下电力传输	电网设备
13	“零碳”塑料	聚烯烃和塑料产业链
14	地热能	
15	抽水蓄能	
16	热能存储	
17	抗旱耐涝粮食作物	种业
18	棕榈油的“零碳”替代品	油品
19	不含氟化气体的冷却液	冷却液产业

来源：比尔盖茨《气候经济与人类未来》

“十四五”现代能源体系规划：创新和安全

- 在真正的投资行为中，短期、中期、长期的时间变量与具体发展路径之间存在巨大差异和诸多不确定性，必须做出深入、具体的研究，而不能仅根据方向和趋势就做出长期判断。
- 三流高效运行：能源流、数据流、资金流；
- 单点破局：基础网络强化+智能；
- 能源市场红利：治理和机制，eg定价机制；参与主体，背景红利，政策红利，机制和竞争优势红利；

做对的事：DIKW模型



- 长期阿尔法机会，复利赛道，高ROE，坡够长，雪够厚：持续稳定增长，估值合理，高壁垒；
- 产业贝塔机会，指数赛道，十倍速增长，第二曲线；
- 周期机会；

把事做对

• 信息

- 商务：外部上市公司和卖方，内部同事；
- 非商务，朋友。
- 平台规模、人际关系、努力程度有助优势；

• 知识

- 模型，阅读和学习；
- 暗知识：特定行业、公司知识；
- 暗知识：特别定量的知识，Know-How；

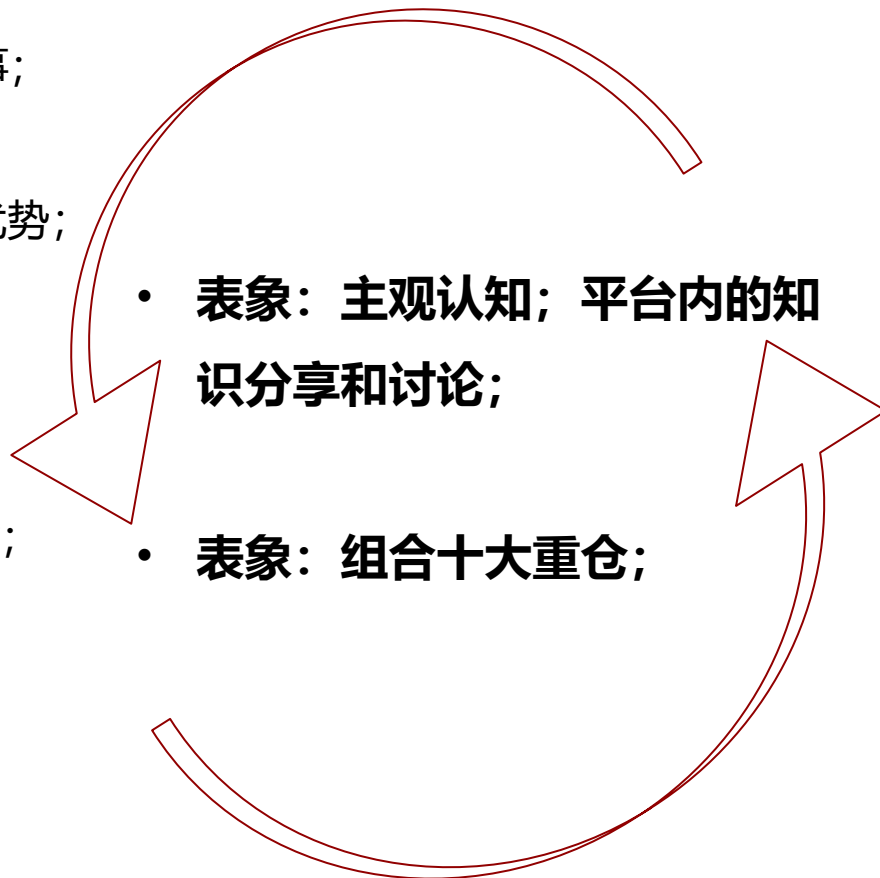
• 智慧

- 自我认知和理念
- 思想整顿，不断迭代自己风格

• 表象：各种会议、调研

• 表象：主观认知；平台内的知识分享和讨论；

• 表象：组合十大重仓；



选择方向

- 保守 VS 激进
- 理性 VS 冒险
- 不敢为天下先 VS 创新



下阶段市场观点

- 市场进入底部区域，中短期震荡调整为主，存在结构性机会。
- 我们仍然看好具备核心竞争力的大消费医药和科技（包括军工）长期赛道。具体而言，我们看好高端品牌白酒，财富管理大赛道的核心零售银行；具备产品创新力并能全球市场拓展的医药检测龙头，集采预期冲击后积极拓展新赛道的细分医药龙头；化工、电子、计算机和军工领域仍有较多阿尔法机会。
- 从贝塔角度，我们认为在供应链安全领域，碳中和和新能源仍是核心，优质资源具备稀缺性。要重视在技术迭代和资源涨价后，性价比凸显更有前景的替代技术，如新型储能电池、生物合成等领域；军民品领域都有巨大市场空间的电磁技术；自主可控领域有创新势能，不断强化自身产业优势的龙头；能源结构调整和市场化过程中受益的偏软件的电力设备龙头，相对吸引力不断提升的新能源运营商等。产品满足消费者需求的新能源汽车龙头，成本在最左侧的盐湖。

鹏友会·鹏华基金投资者教育基地

[首页](#)[大学堂](#)[科普帖](#)[鹏友会](#)[直播间](#)[鹏华智投](#)[法规库](#)[国民教育](#)[关于我们](#)

当前位置: 首页



THANKS



ETF让未来更精彩
上证杯 高校ETF菁英选拔赛
2022.9 - 2022.12

2022上证杯

高校ETF菁英选拔赛

2022.9 - 2022.12

上证投资家
edu.cnstock.com

百位专家投教行



大学生财富素养调查