

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



鹏华基金管理有限公司<sup>®</sup>  
PENGHUA FUND MANAGEMENT CO., LTD



# 权益市场投资方法论

李锐

2022年11月

权益市场投资方法论

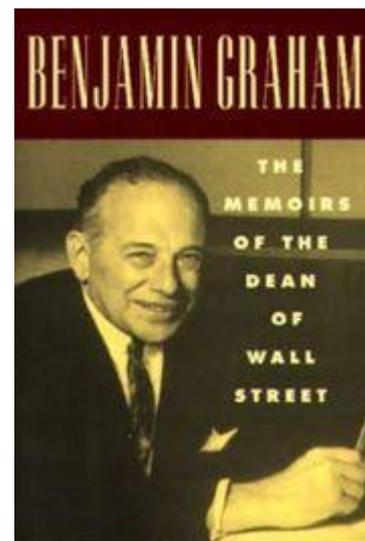
# 01 投资的第一性原理

02 进化论投资

03 中国机遇

## 投资的表象和本质

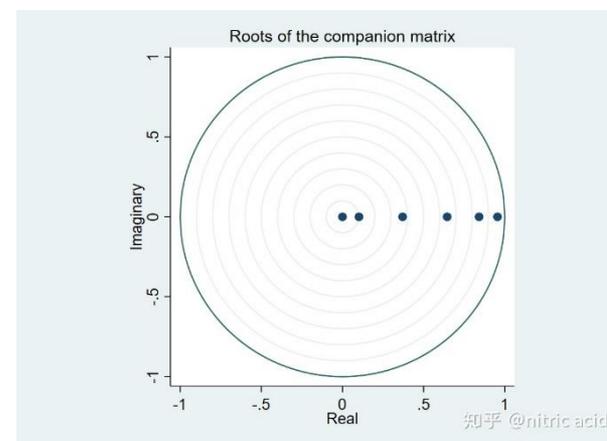
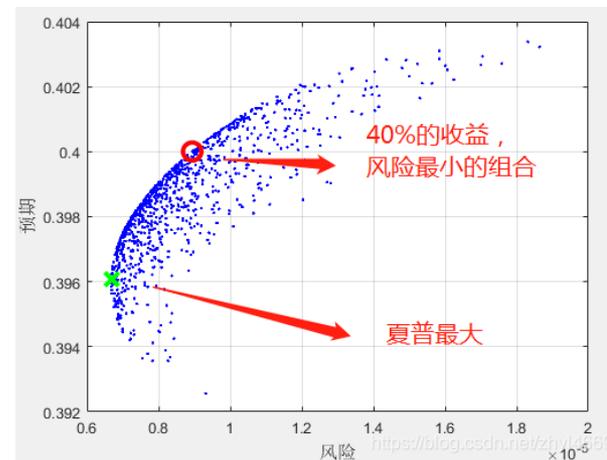
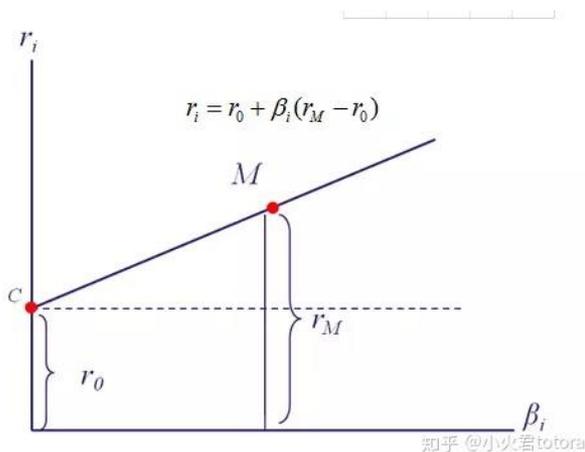
- 目的：赚钱？
  - 利弗莫尔：稳定赚钱？
  - 格雷厄姆：靠正确的理念还是运气？
- 类别：乱花渐欲迷人眼
  - 存款；保险；房产；固定收益；权益，股票为主，PE、VC；另类投资，对冲基金、量化；
  - A股：4000只股票+；
  - 基金产品：6000多只；
  - 股票基金：1900只；



## 投资的表象和本质

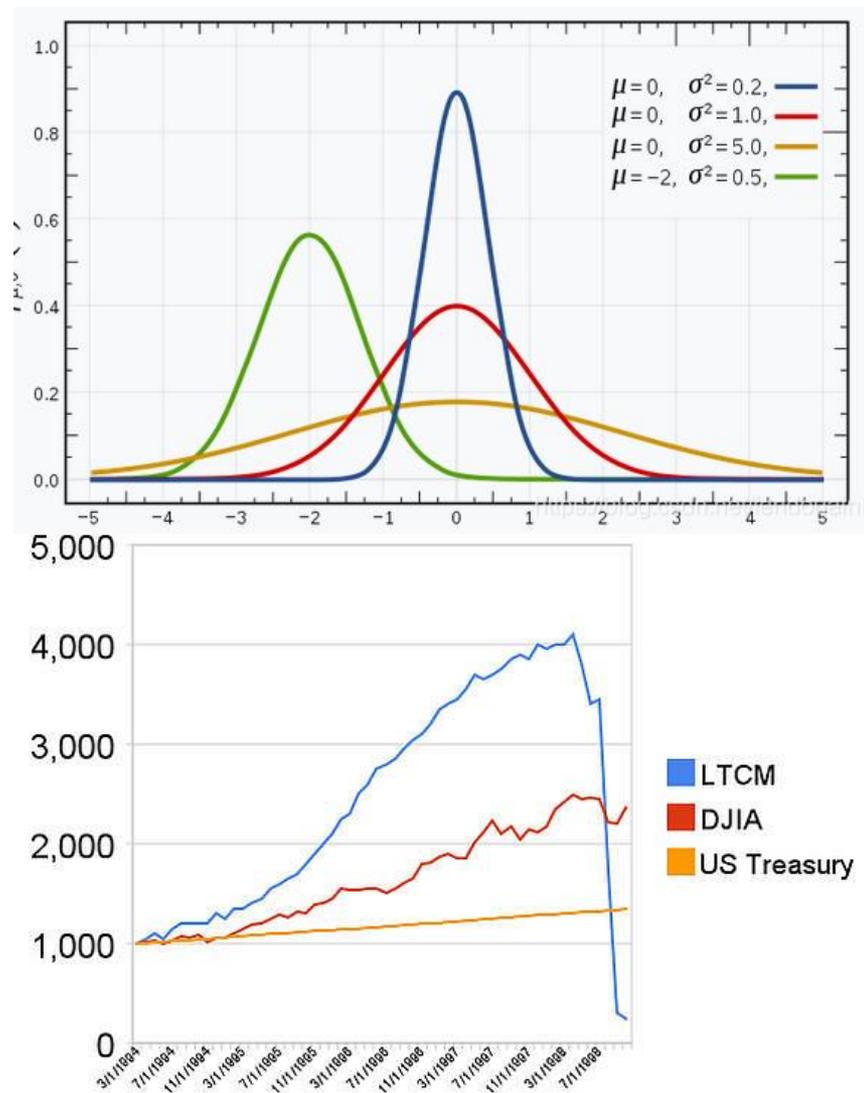
### ● 金融理论：风险定价

- 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)**



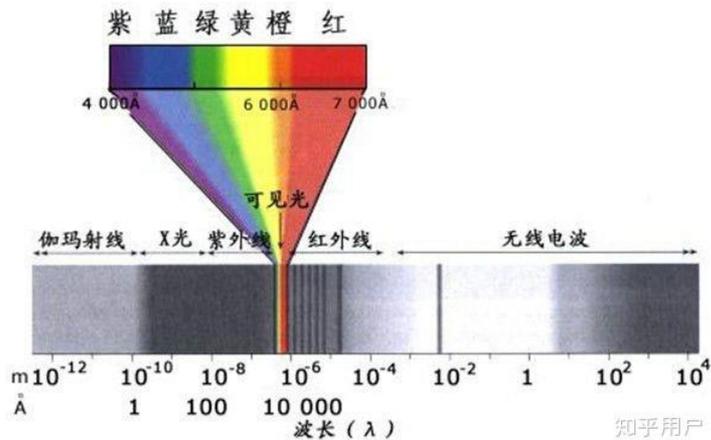
### ● 认知：x与f(x)

- 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

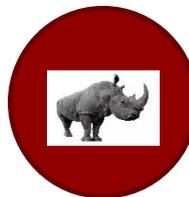
- 生理
- 盲人摸象
- 黑天鹅，灰犀牛



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

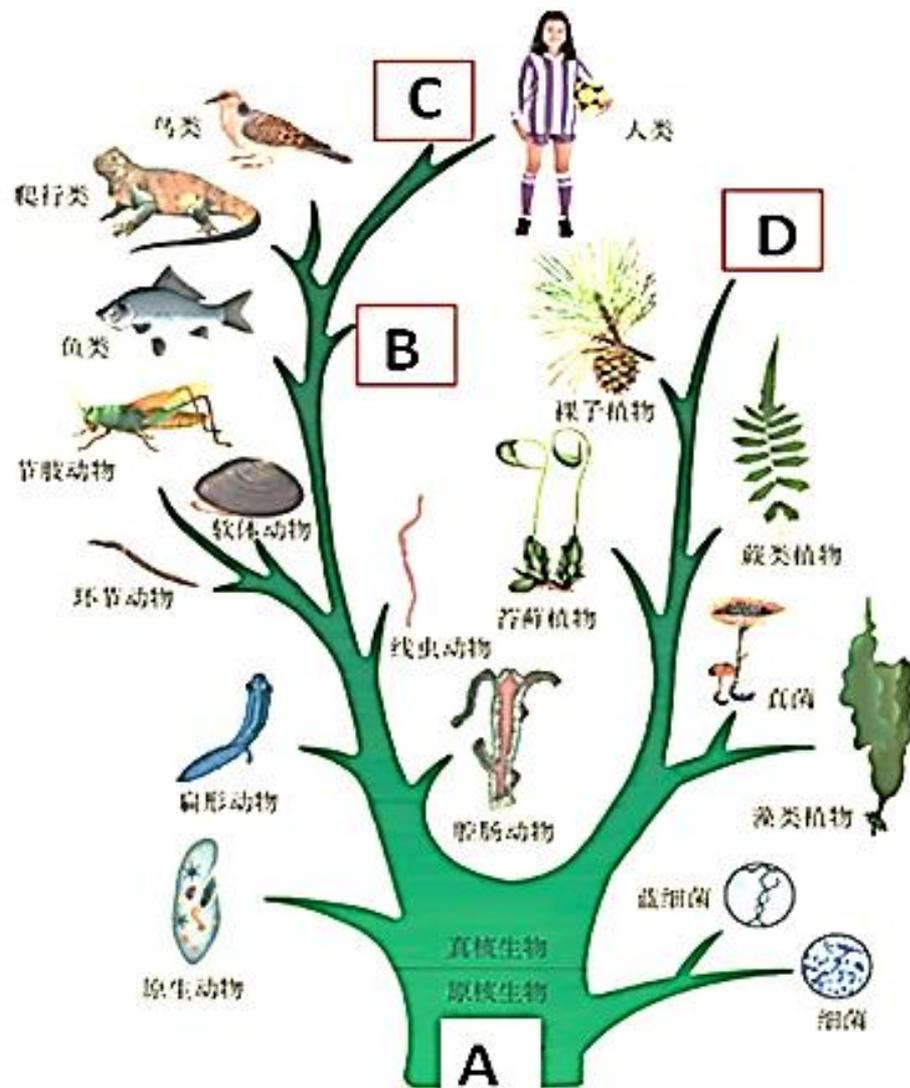
02 进化论投资

03 中国机遇

## 经验分享：保持进化，抓住 $\beta$

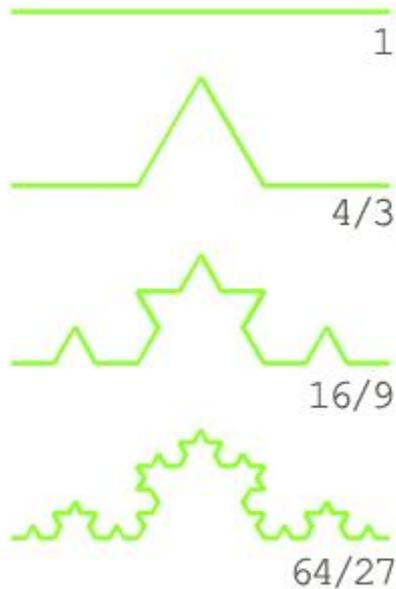
## 进化论：最底端和最顶端

- 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

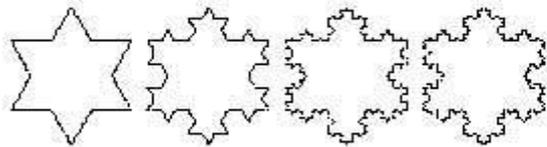


## 进化论在资本市场的映射

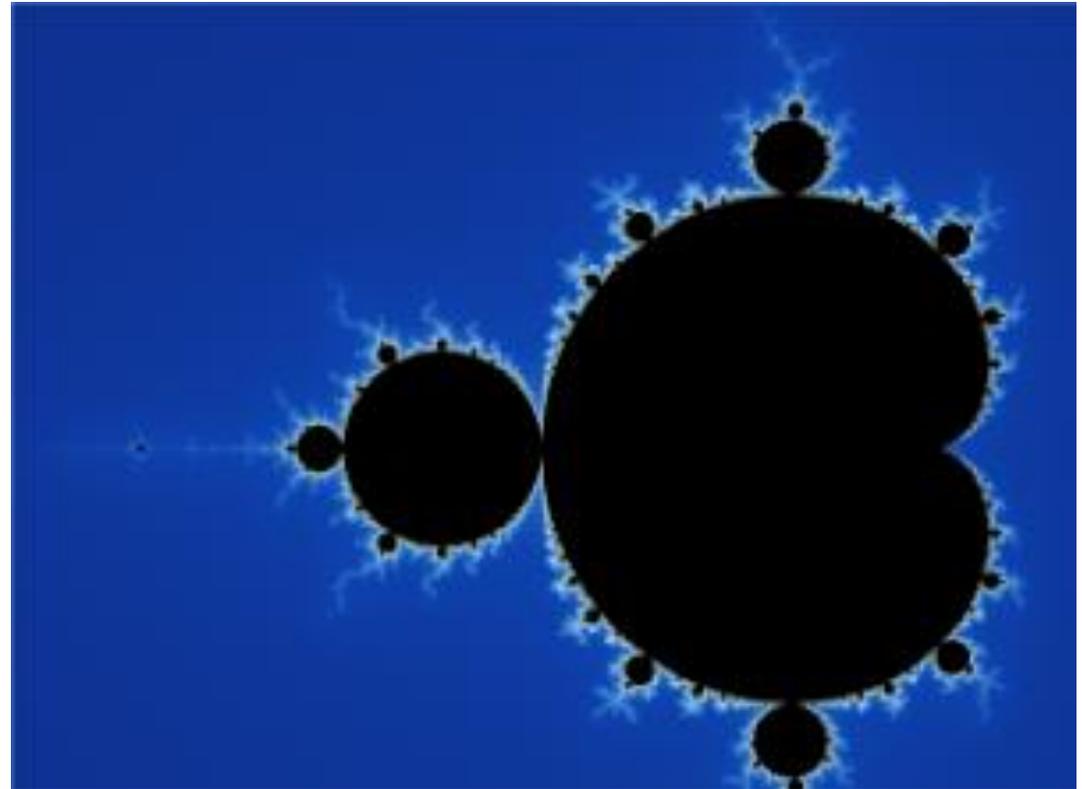
- CAPM:  $E(r_i) = r_f + \beta_{im}(E(r_m) - r_f)$
- α是什么？非β
  - 垃圾桶；Barra归因分析模型
- α选手 VS β选手：巴菲特；木头姐；
  - 体系：学院派和实践派；
- α与β的对立转化；



Baidu 百度



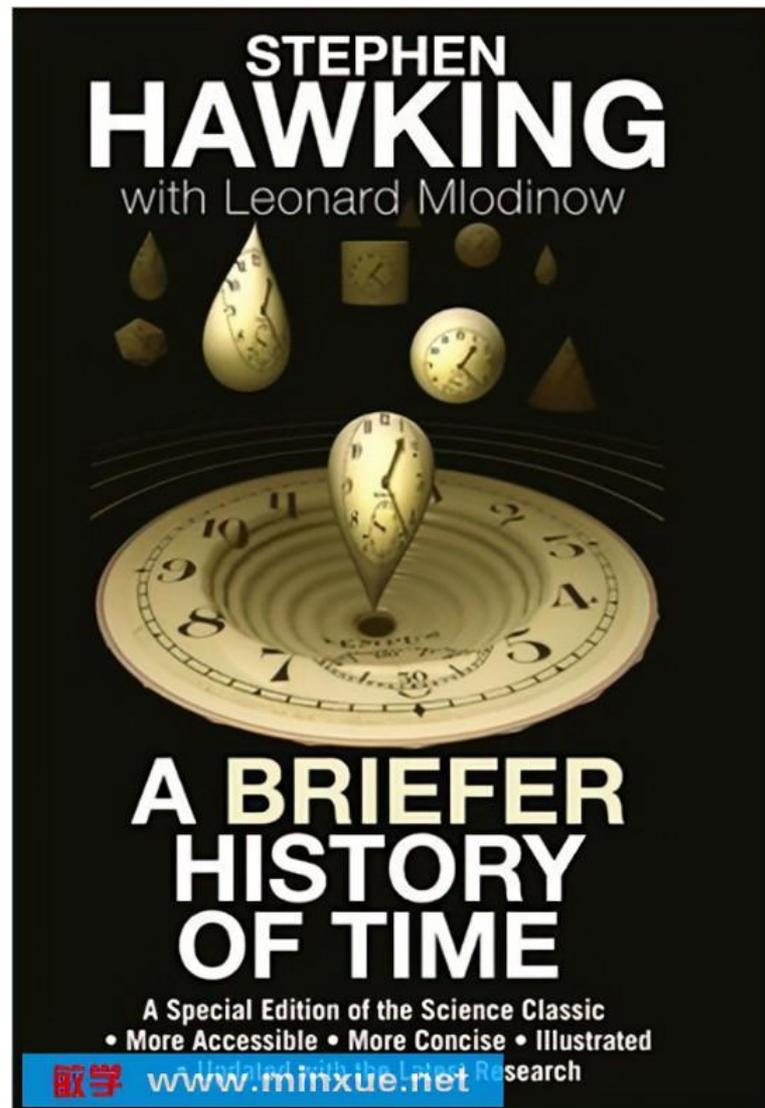
Baidu 百度



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:  $\alpha$ 大师，选接班人只选 $\beta$ 选手；

## 历史、逻辑、预期

### ● 历史 $\beta$ ：区域霸权是大 $\beta$

- 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

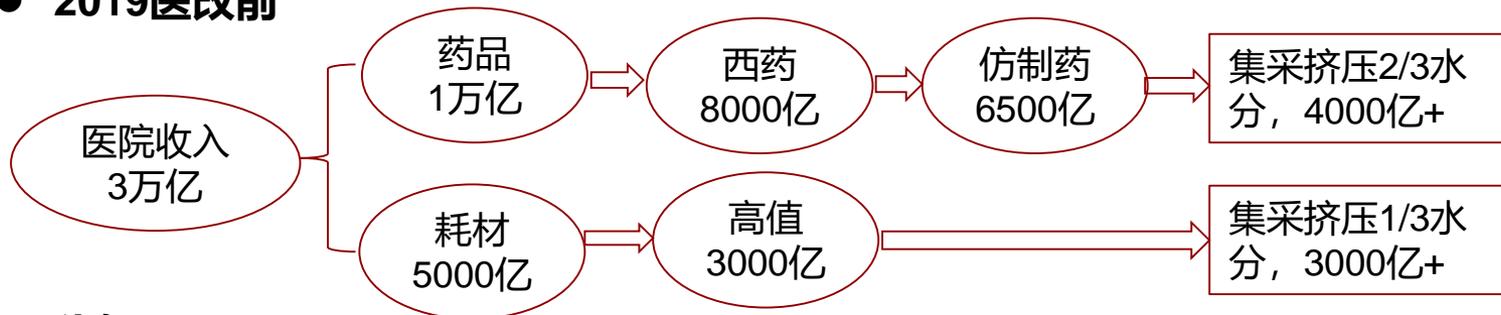
- 转型、下行与存量调整：
- **避免两个陷阱：中等收入陷阱与修昔底德陷阱**

## 从“避险”到“积极管理风险”

### ● 医保风险：

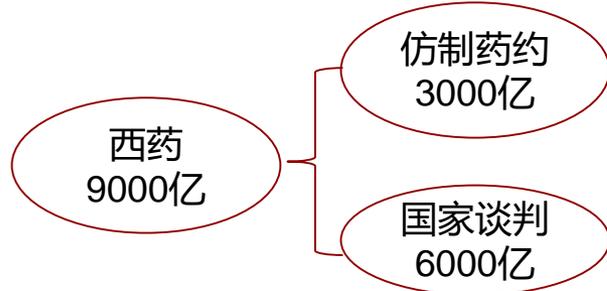
- 老龄化、高成本和缺口
- 市场化无解？ eg, 美国保险公司作为委托代理人支付，大药企垄断；

### ● 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；

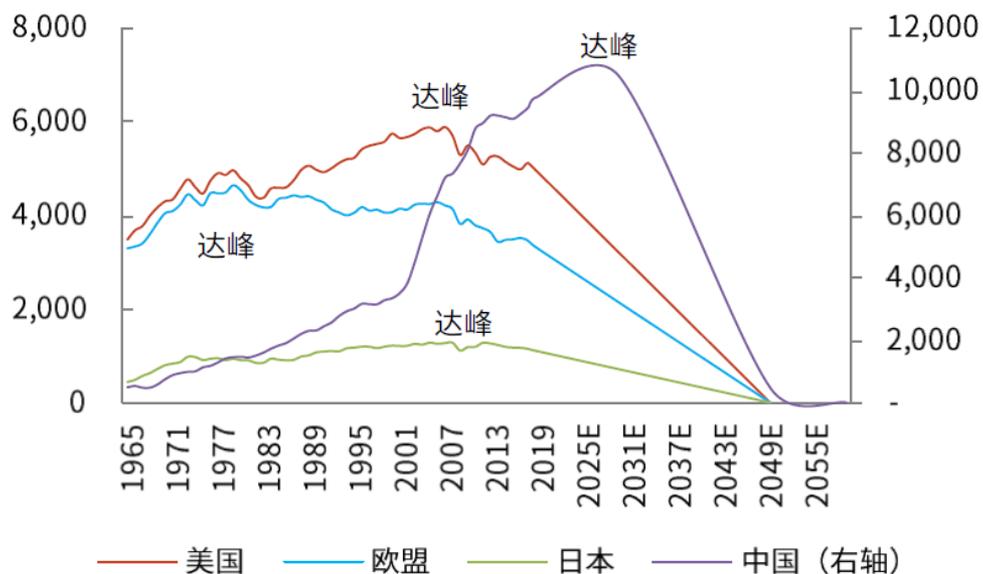
### ● 双碳融资

### ● 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；

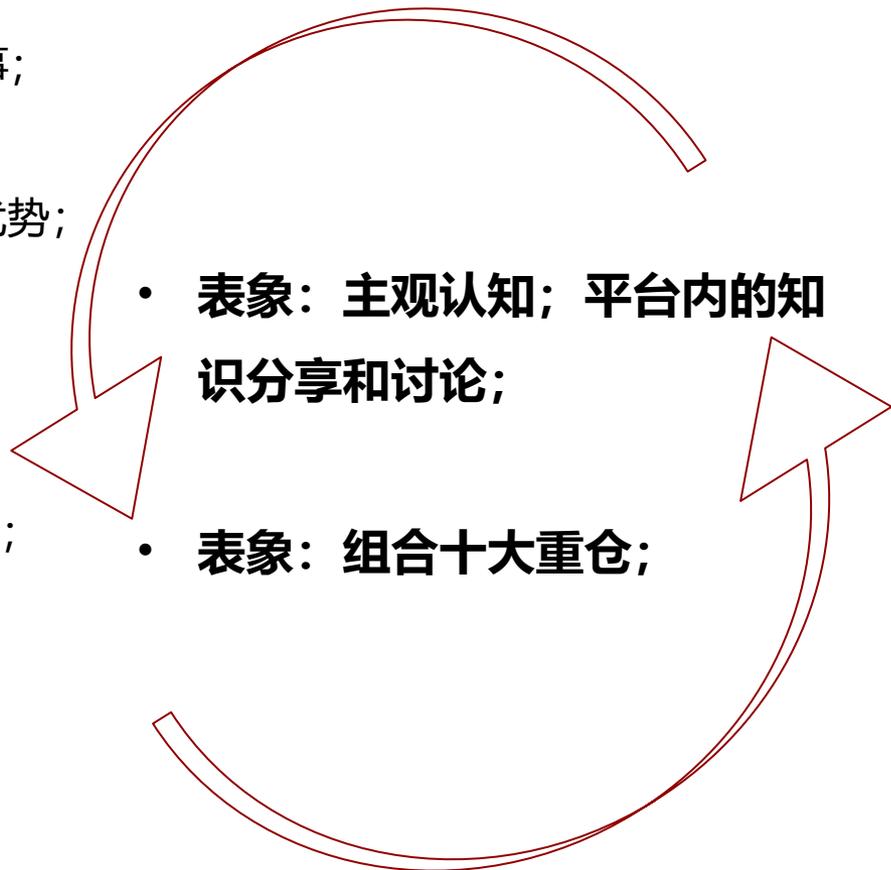
### • 智慧

- 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 第二期

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