

一个全球基金经理的投资价值观



简介

李剑锋 (Jeff Li)

李剑锋于瑞士私人银行盈丰银行下属资产管理部门任资深投资经理，主管公司全球及美国股票核心投资策略。其主管的创凯全球股票精选基金（New Capital Global Equity Conviction Fund）被国际权威基金评级机构晨星（Morningstar）评为五星基金。

李剑锋有十三年的海外资本市场从业经验。加入盈丰资本管理之前，李剑锋先后于高盛（Glodman Sachs）及瑞银（UBS）伦敦分部担任股票分析师，后于全球新兴市场对冲基金Rioni Capital担任投资经理。

李剑锋本科毕业于清华大学经济管理学院，先后获得英国剑桥大学及伦敦政治经济学院双硕士学位，以及特许金融分析师头衔。



股票投资的收益从哪里来？

- **对这个问题的回答决定了你是怎样的投资者**

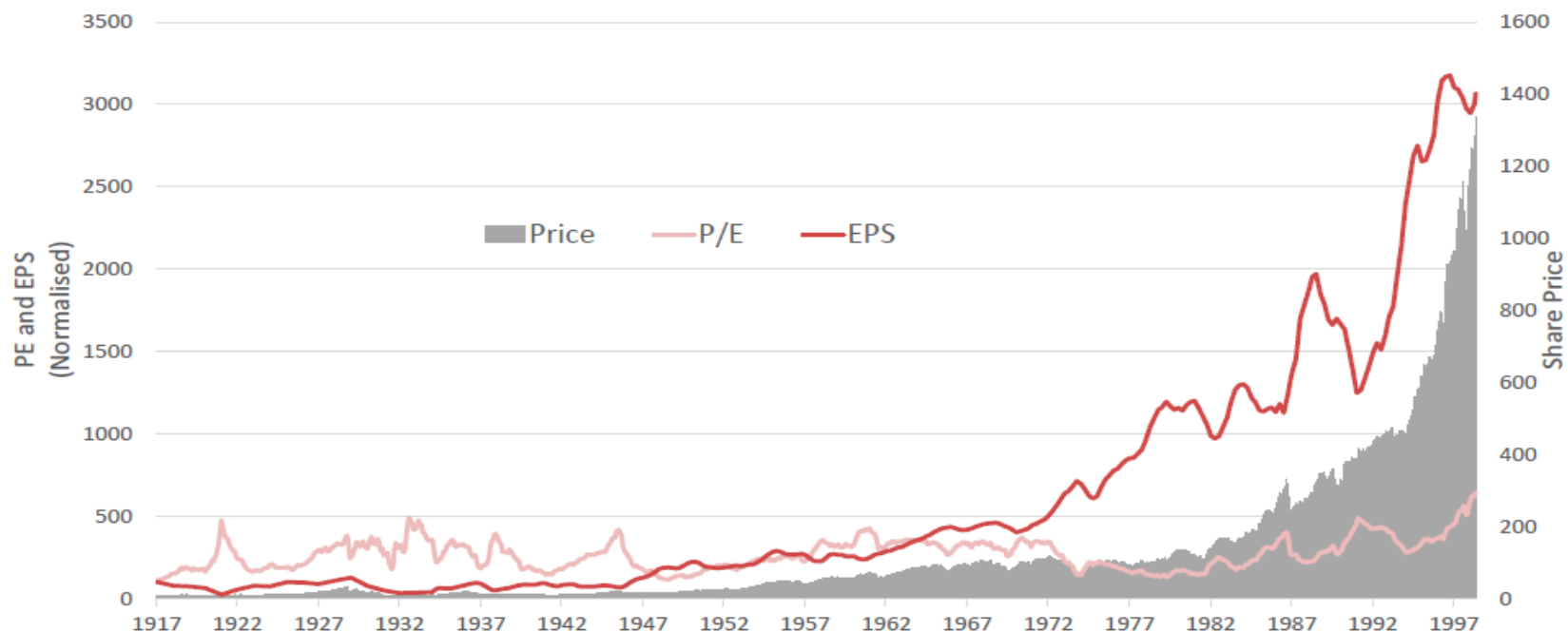
- 期望利用股票的高波动性，短期产生巨额回报 —— **赌博者、投机者**
- 把握市场的涨跌波段，频繁交易 —— Market Timer **市场择时者**（技术流派或者宏观交易者）
- 用人类设计定义的模型解释并预测市场的行为 —— **量化投资者**
- 让算命来预测市场行为 —— **人工智能、机器人**
- 只买估值低的公司，认为市场预期过于悲观，期待市盈率回归中值（Mean Reversion） —— **深度价值投资者**
- 不在乎任何市场波动，只关注企业内生价值的变动，并以此作为回报的主要来源 —— **绝大多数长期保持成功业绩的股票投资者**

- **我们为什么要投资股票？**

- 因为复利增长的存在，股票的上升空间没有极限，这是其他资产类别无法提供的特性

投资收益到底从哪里来？

标准普尔500指数: 1917-1999



	1917年12月1日	1999年5月1日	年化回报率	% 总回报率占比
市盈率(P/E)变化产生的回报	5.3x	34.0x	2.3%	20%
每股收益率(EPS)成长产生的回报			9.3%	80%
总回报率			11.6%	

数据来源: Fundsmith

我的极简投资哲学



投资最好的生意

估值合理的时候投

长期持有

生意并非生而平等

十二年股价对比（初始值=100）

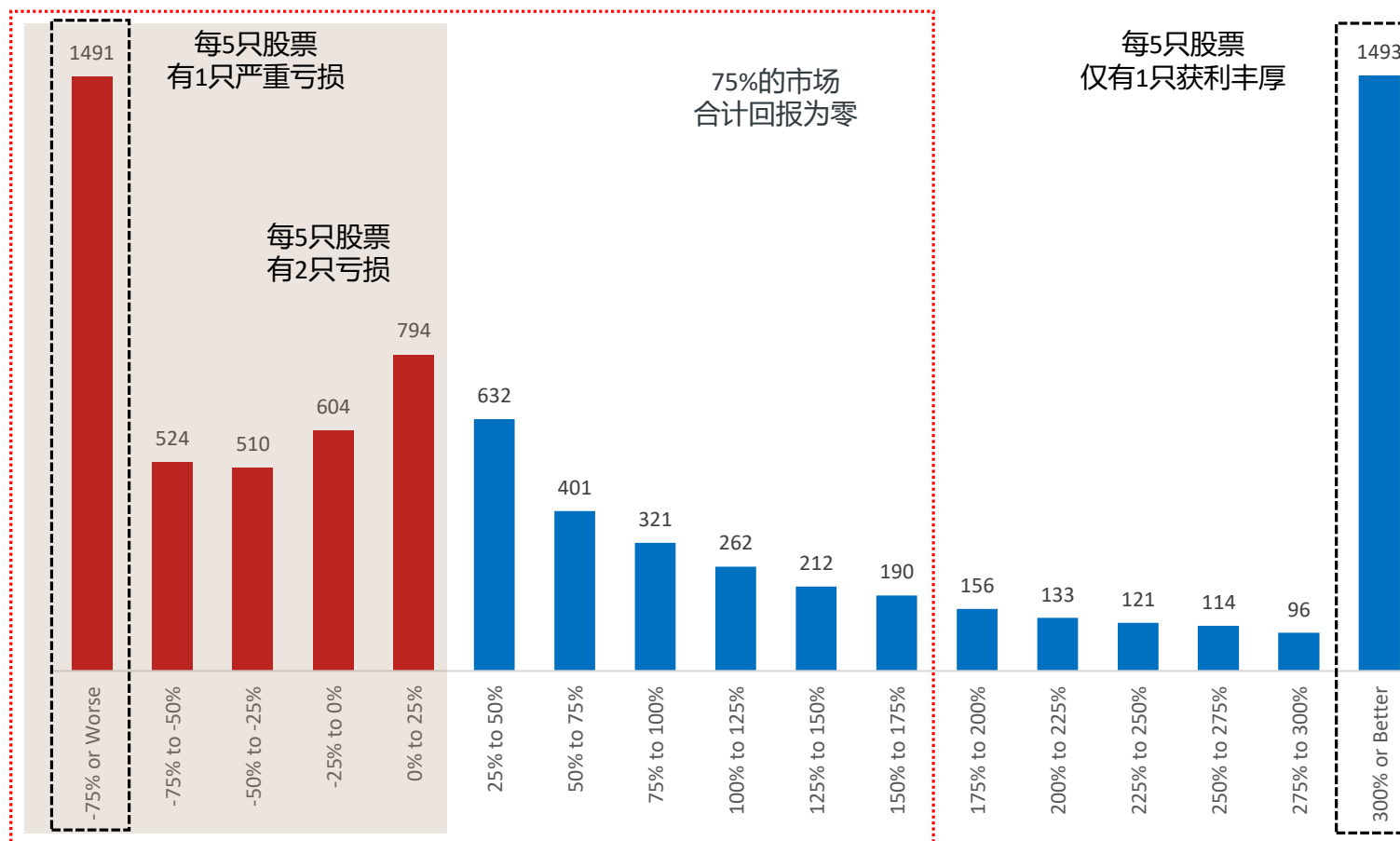


数据来源: FactSet, 2018年8月11日

此信息仅作演示用途, 并非投资推荐。过去股价表现并非未来表现的指引。

为什么选股至关重要？

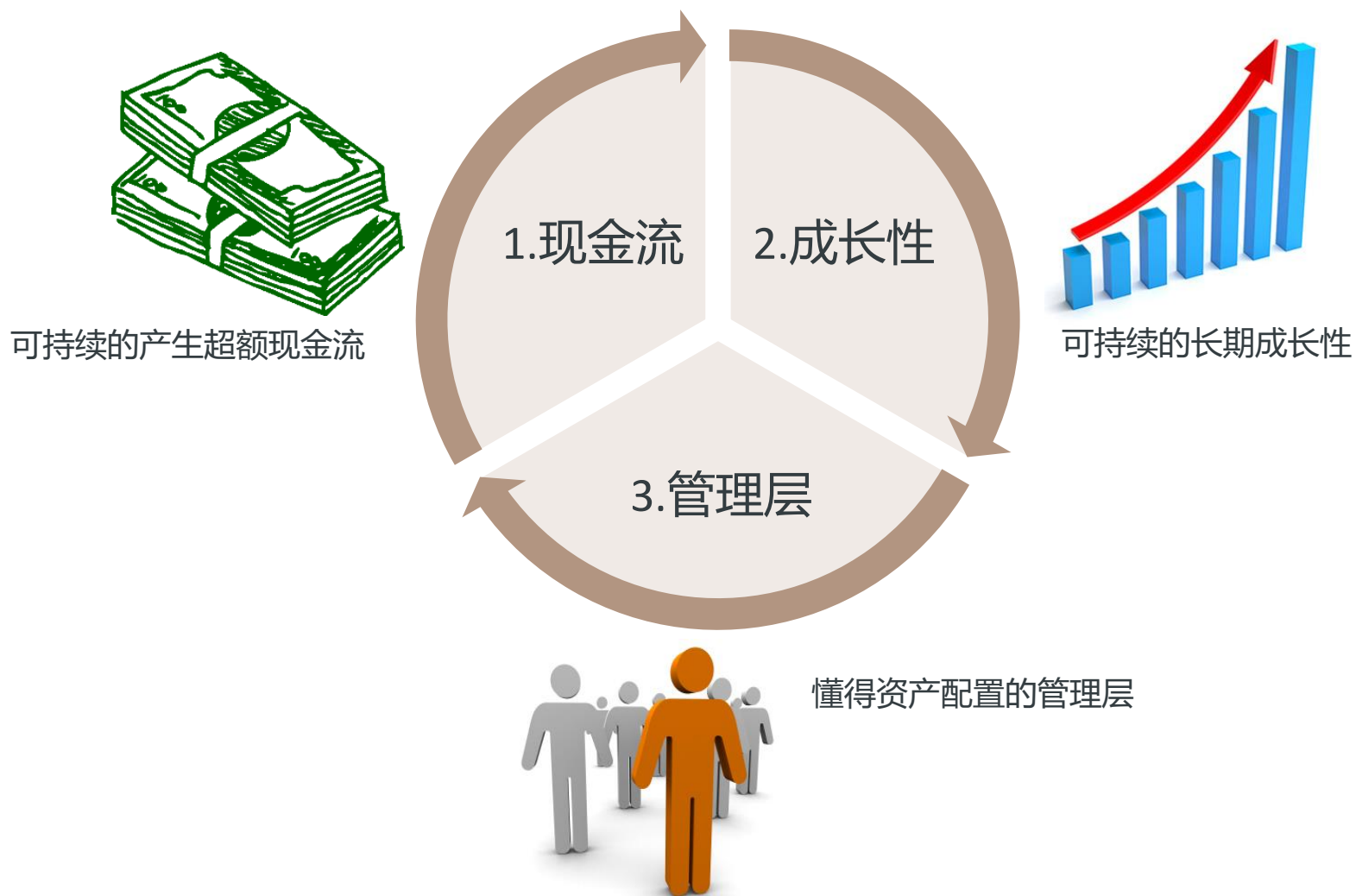
1983 – 2007年是现代人类历时最长的牛市，该期间Russell 3000指数上涨了9倍。但是...



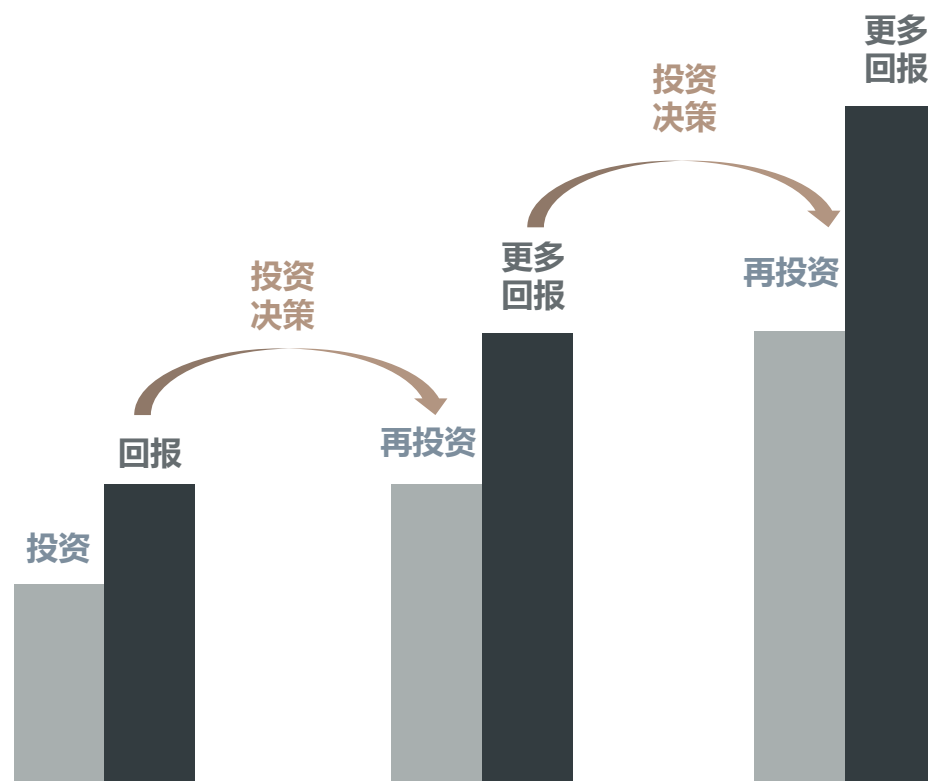
数据源: Blackstar Funds, "The Capitalism Distribution: Observations of individual common stock returns, 1983-2007", 10 October 2014

仅供机构及合格投资者参考

如何定义好的生意？



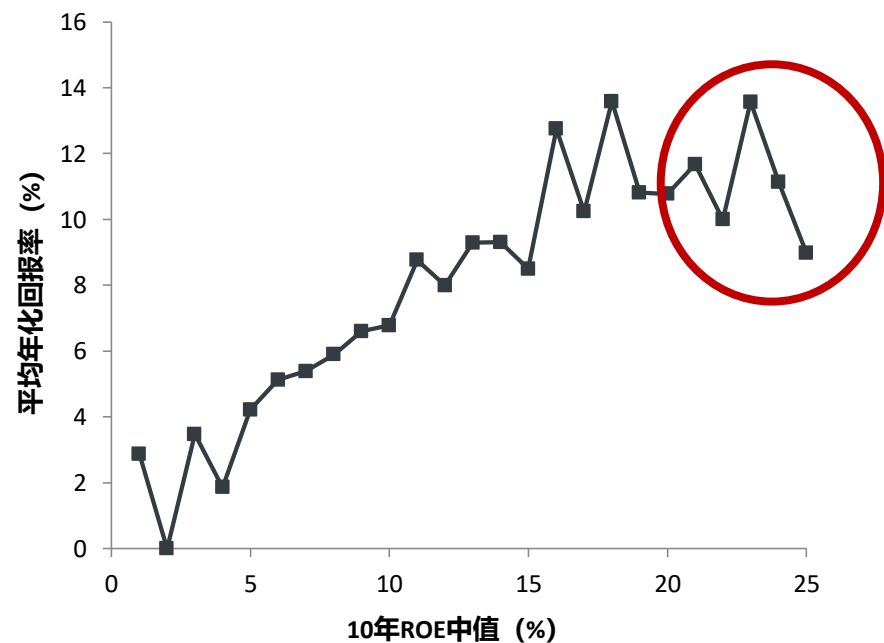
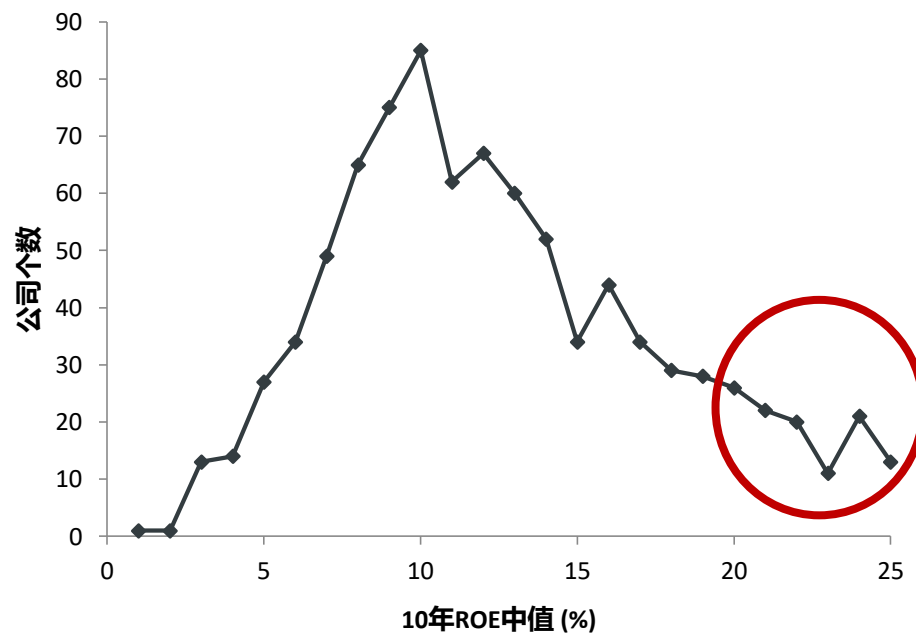
一个企业怎样产生复利增长机制？



为什么要关注现金流？

并没有多少公司可以持续的创造高额现金流...

... 但这些公司通常能持续产生高额回报

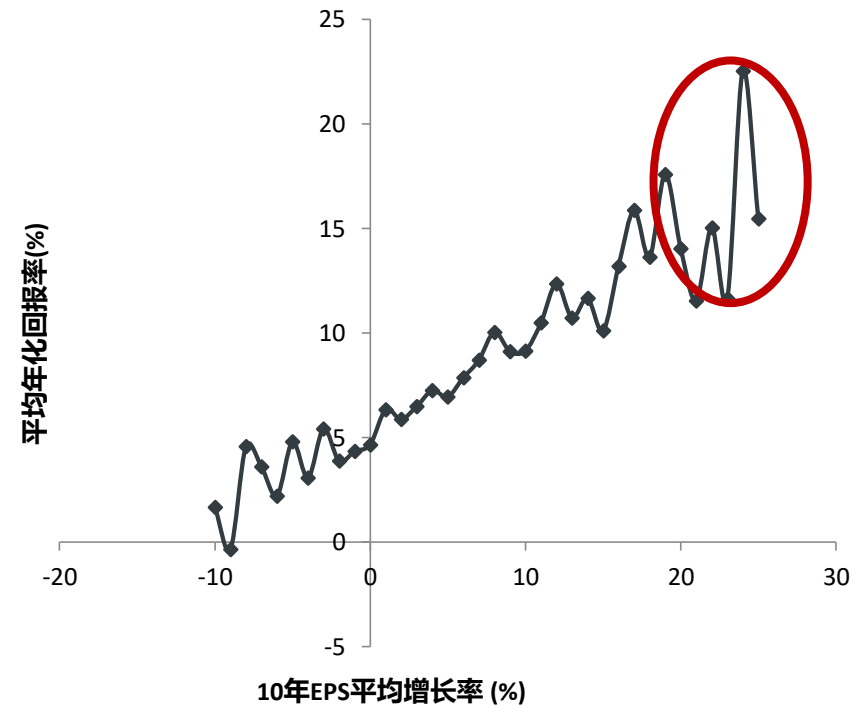
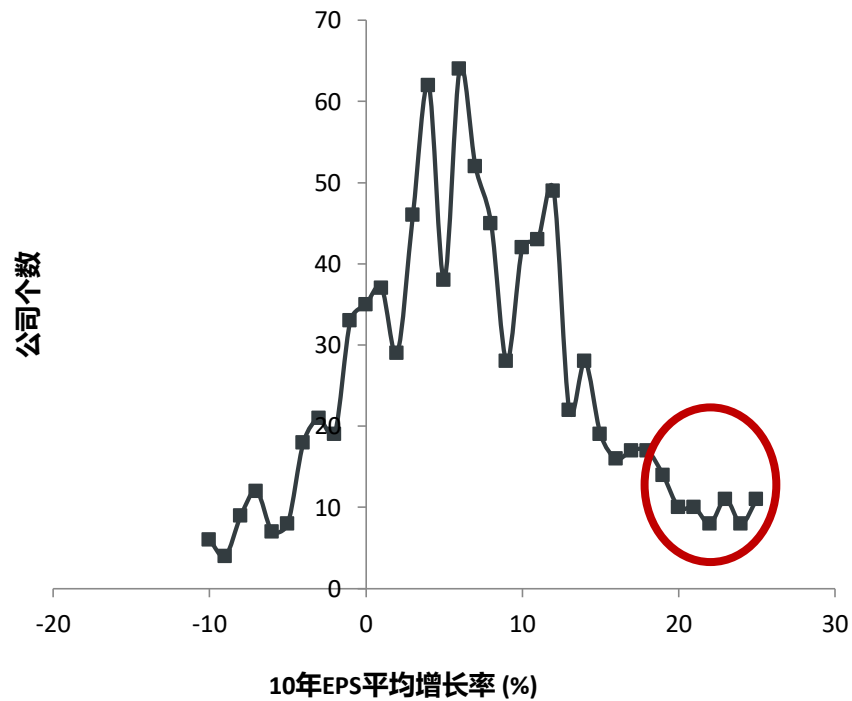


数据来源: "Invest Like a Guru", Charlie Tian, Wiley (2017). Based on statistics for 3,577 companies traded continuously over the 10 years 'til July 2016. Data available on gurufocus.com.

为什么要关注成长性?

同样，并没有多少公司可以保持的良好成长性...

... 但这些公司通常也能持续产生高额回报



数据来源: "Invest Like a Guru", Charlie Tian, Wiley (2017). Based on statistics for 3,577 companies traded continuously over the 10 years 'til July 2016. Data available on gurufocus.com.

为什么要关注管理层？

美国丹纳赫集团是一流管理层创造股东价值的经典案例

过去三十年间，丹纳赫股价涨了119倍，而美国市场仅涨了10.8倍

十年股价对比（初始值=100）



数据来源: FactSet, 2018年8月11日

此信息仅作演示用途，并非投资推荐。过去股价表现并非未来表现的指引。

股票长期回报率的终极决定因素：企业资本回报率

“用一个一般的价钱买下一间好公司，要远好过用一个好价钱买下一间一般的公司。”

——沃伦·巴菲特（伯克希尔·哈撒韦主席）

“长远来看，一个股票的回报很难超过其业务本身的回报率。如果一个生意在40年间的资本回报率是6%，这个股票你拿40年，你的回报会跟6%差不多，即使你当初是用很便宜的价格买下来的。相反，如果一个公司在20-30年时间里的资本回报率是18%，即便你用很贵的价钱去买（且持有20-30年），你的回报率也会是惊人的。”

——查理·芒格（伯克希尔·哈撒韦副主席）

长期回报率由资本回报率决定

一个理论化的例子

	资本回报率	买入市净率P/B	卖出市净率P/B	40年平均 年化收益率
公司 A	20%	4x	2x	18%
公司 B	10%	2x	4x	12%

一个实际的例子：脸书 vs. 沃尔玛

	资本回报率	买入时市盈率P/E 2012年5月18日	卖出时市盈率P/E 2018年8月11日	年化收益率
脸书 (Facebook)	44.9%	64x	24.2x	27.1%
沃尔玛	13.9%	12.4x	17.3x	5.2%

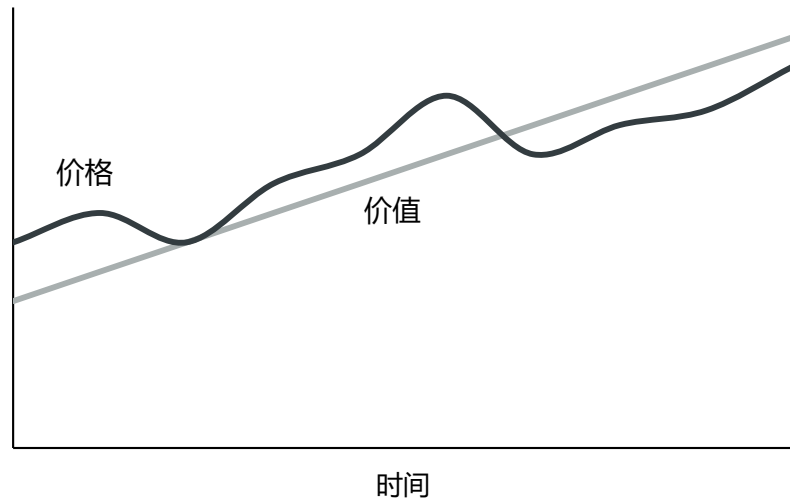
此信息仅作演示用途，并非投资推荐。过去股价表现并非未来表现的指引。

让时间成为朋友

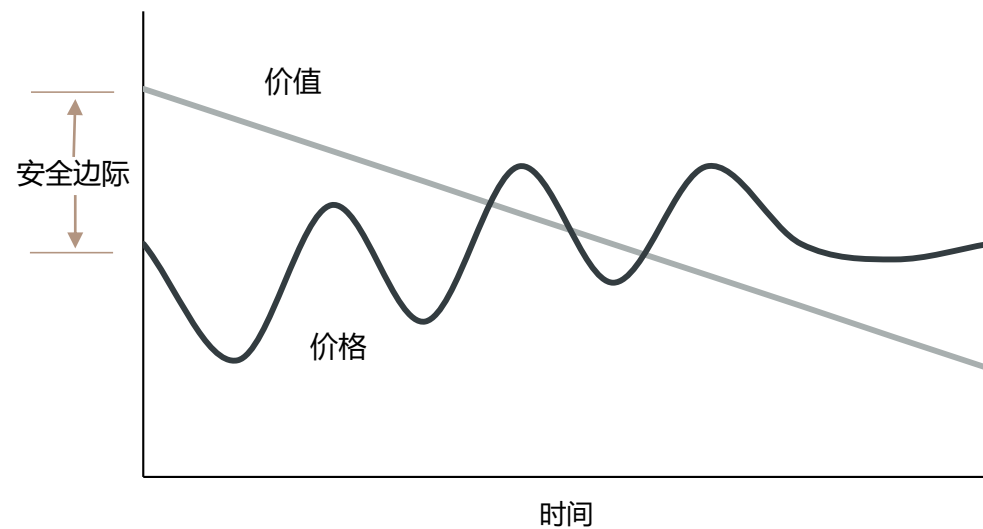
“时间是好公司的朋友，平庸公司的敌人”

——沃伦·巴菲特

优秀的公司内在价值随时间的推移增加...



... 而不好的生意破坏价值



我们应该怎么做估值？

概率加权现金流折现估值模型



那些年，我们犯过的错误

- **高估公司的质量**
 - 星巴克
- **没有捕捉到公司质量的变化**
 - CVS Health
- **低估公司的质量**
 - Costco
 - Bright Horizon
- **被低估值吸引，在公司质量上降低了标准**
 - Allergan
 - Coty
- **在估值上过于保守**
 - Align Technology
 - Illumina
 - Intuitive Surgical
 - Estee Lauder
 - MSCI
 - GrubHub

A股加入MSCI新兴市场指数意味着什么？

- **中国已经成长起来一批世界领先的优秀企业**
 - 茅台
 - 海康威视
 - 江苏恒瑞
 - 海天味业
 - 武汉锐科激光
- **随着外资的进入，A股价值发现会更有效率。优秀的企业估值将有持续的溢价。**

沪伦通的意义

- **中国投资者可以用比A股合理的多的估值，投资一大批世界领先的企业**

- **London Stock Exchange**: 伦敦证券交易所，世界最大的指数公司
- **Just Eat**: 美团外卖的英国版
- **Victrex**: 供应航天航空、汽车、医疗行业的特殊材料公司
- **Croda**: 化妆品原料
- **Reckitt Benckiser**: 杜蕾斯、美赞臣、
- **Auto Trader Group**: 网上汽车交易平台
- **AstraZeneca**: 世界主要制药公司之一
- **Diageo**: Johnnie Walkers, Smirnoff Vodka, Tennessee Whisky, 水井坊
- **Beazley**: 世界领先的特殊保险公司
- **Segro**: 欧洲领先的物流仓储公司
- **Bodycote**: 工业金属热处理
- **Sophos**: 网络安全软件

全球市场随机漫步

全球市场结构

MSCI AC World 指数	美洲 (58.5%)	欧洲、英国、中东及非洲 (21.8%)	日本 (7.5%)	其他亚洲 (12.2%)
区域性行业				
金融	9.0%	4.4%	0.9%	3.1%
工业企业	5.5%	2.7%	1.6%	0.8%
可选消费品	7.4%	2.5%	1.5%	0.9%
全球性行业				
能源	6.2%			
材料	5.3%			
科技	18.3%			
必须消费品	8.0%			
医药	11.3%			
通信服务	2.8% (今年九月后比重会大幅上升)			
小行业				
房地产	3.0%			
电力	2.9%			

数据来源: MSCI, 2018年7月31日

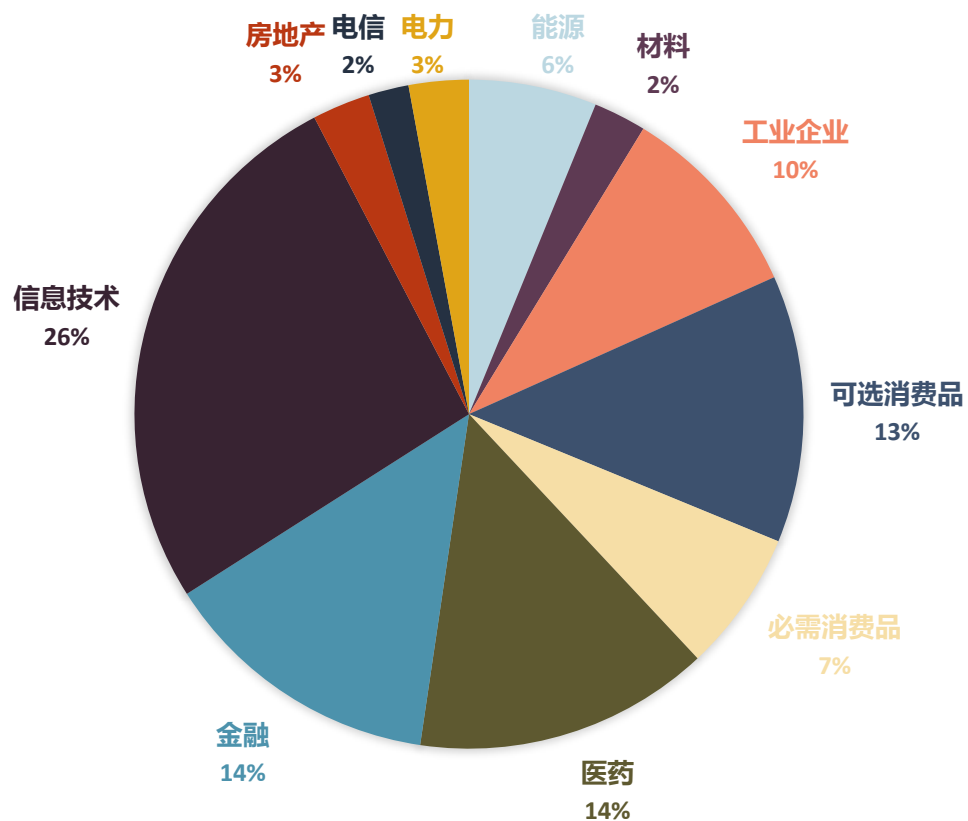
美国：一个天生的超级大国



数据来源: *The Absent Super Power*, Peter Zeihan, 2016

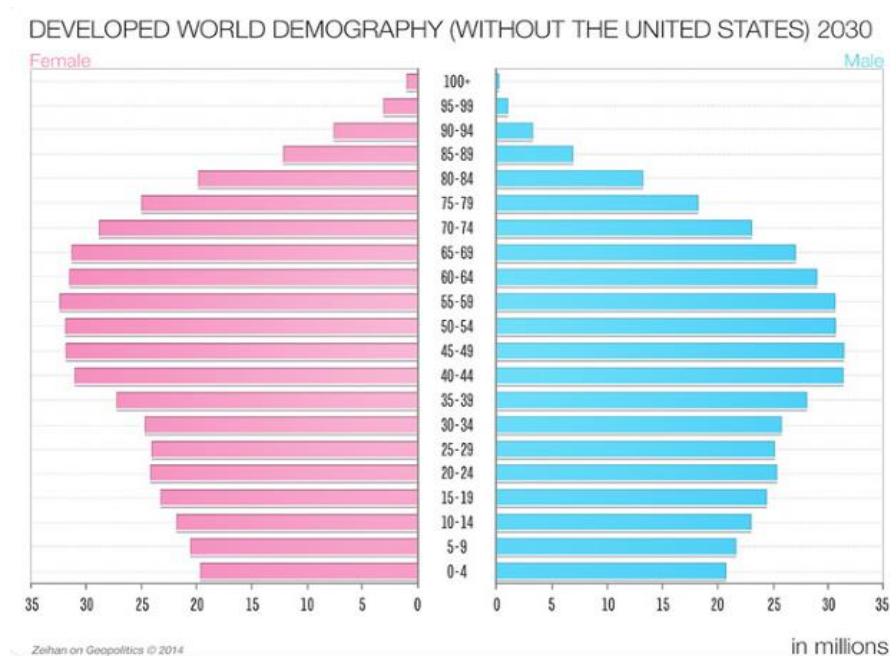
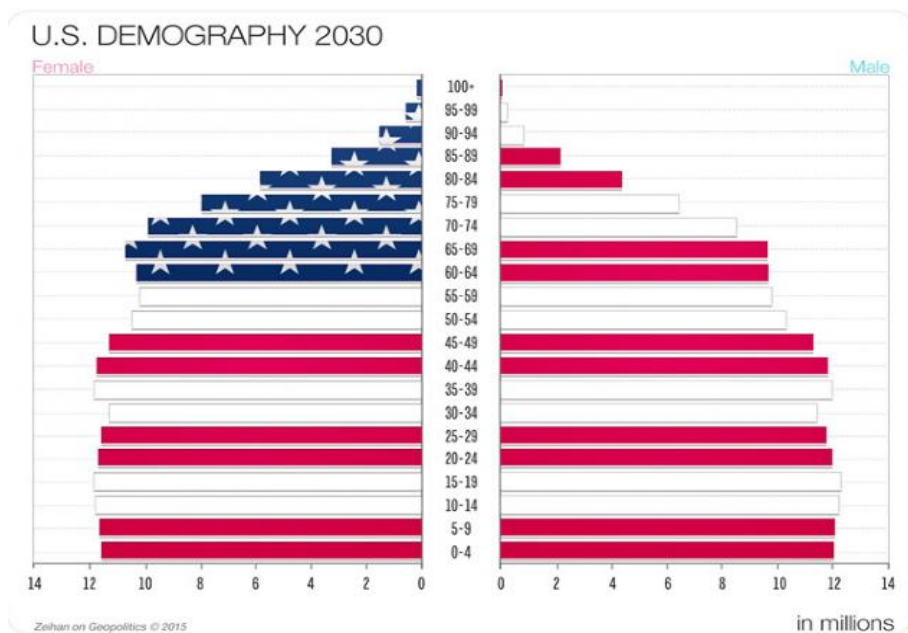
美国：世界上广度、深度最好的经济体

平衡的股市结构：标准普尔500按市值行业分布



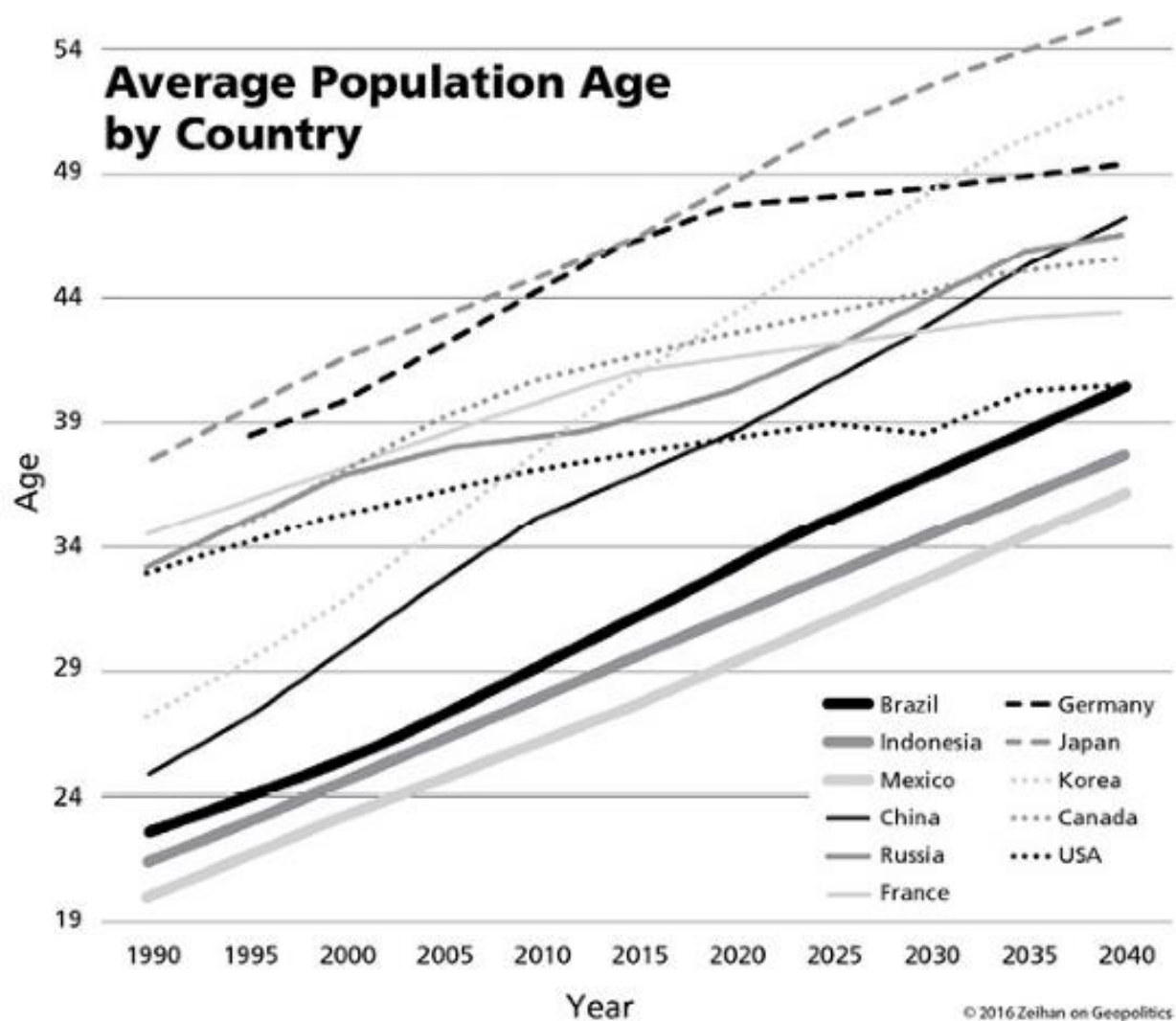
数据来源：标准普尔，2018年7月31日

美国：世界主要国家中最合理的人口结构



数据来源: *The Absent Super Power*, Peter Zeihan, 2016

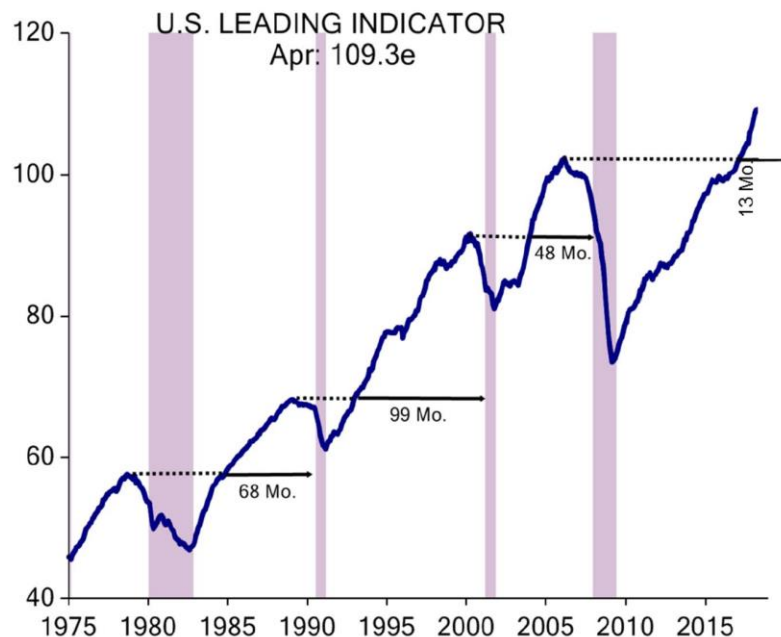
美国：世界主要国家中最合理的人口结构



数据来源: *The Absent Super Power*, Peter Zeihan, 2016

美国：周期到底什么时候结束？

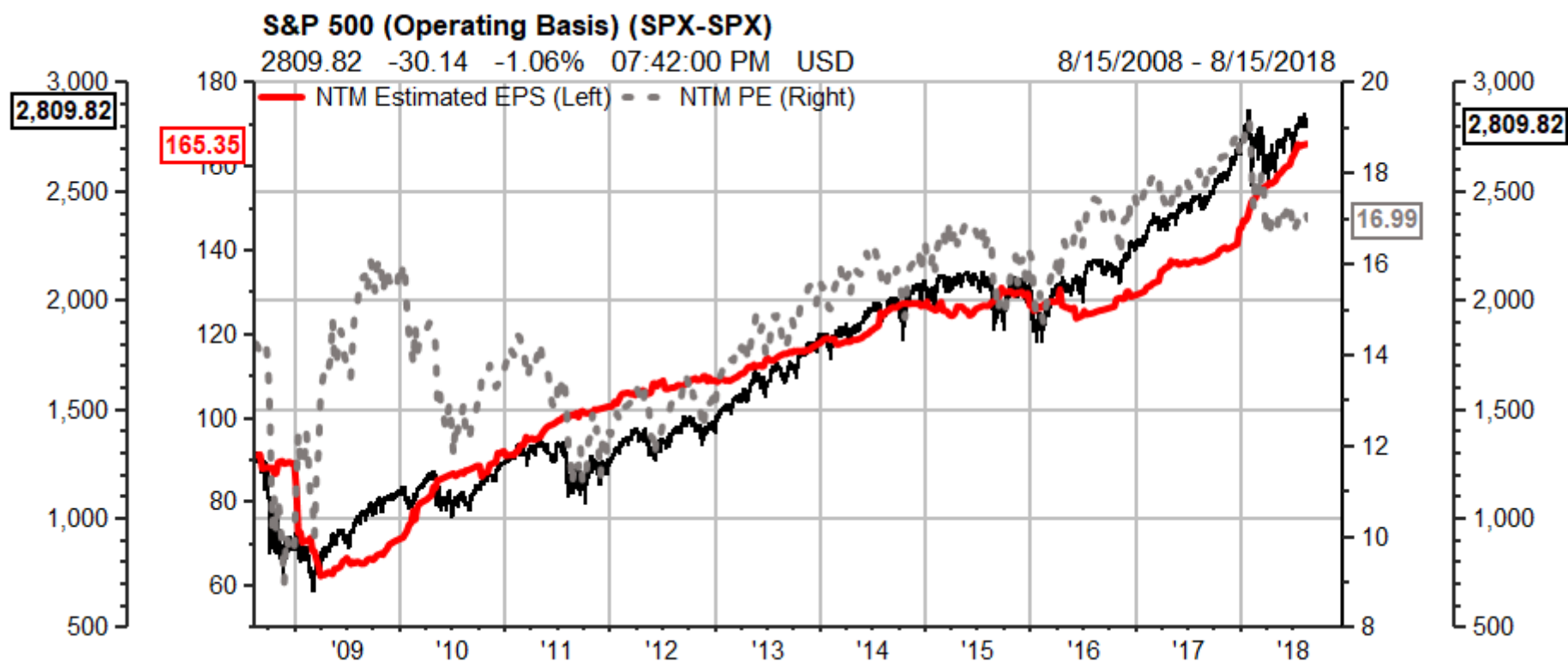
通常当领先经济指数（LEI）到达历史新高的时候，下一个衰退会发生在48-99个月之后。经济领先指数这轮18个月前达到新高。



数据来源: Evercore ISI

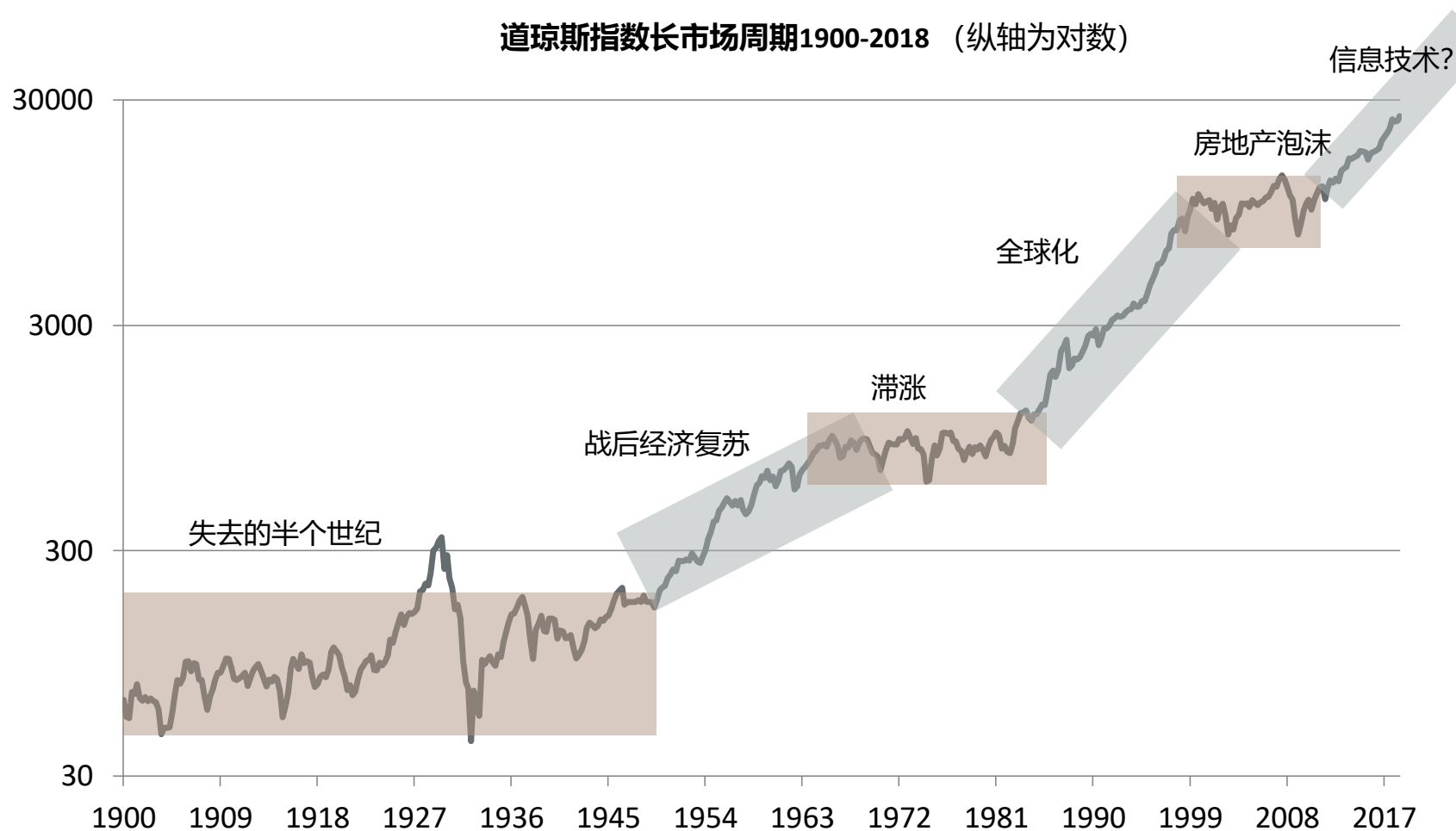
仅供机构及合格投资者参考

美股到底贵不贵？



数据来源: FactSet, 2018年8月15日

美股：也许，我们正在下一个长上升周期

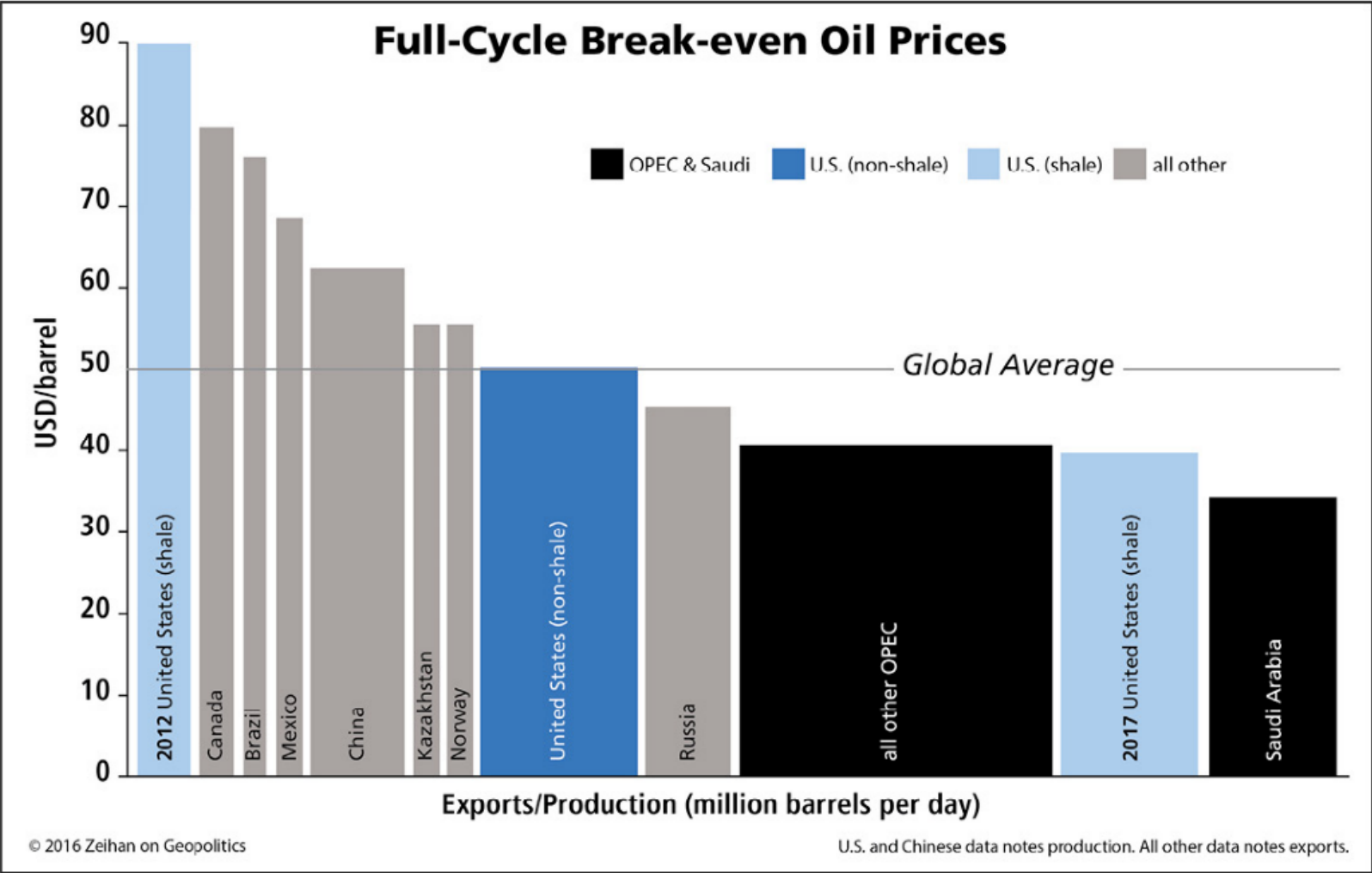


数据来源：彭博

此信息仅作演示用途，并非投资推荐。过去股价表现并非未来表现的指引。

仅供机构及合格投资者参考

页岩技术革命：正在转折点的世界地缘政治

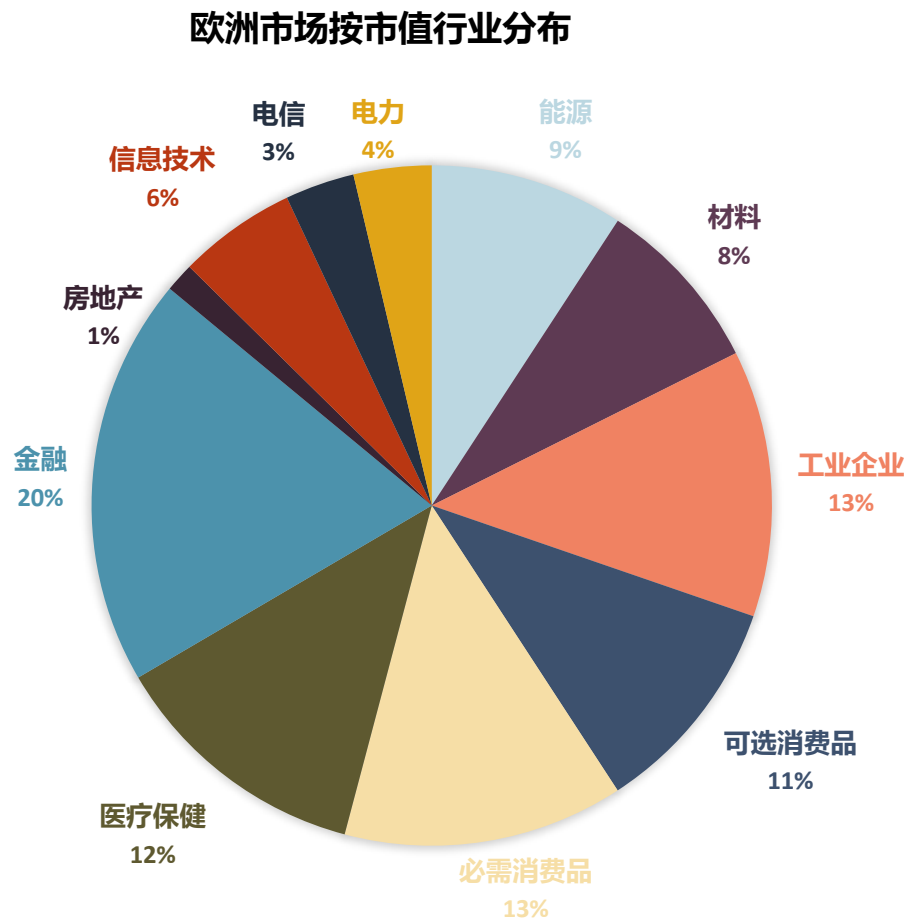


数据来源: *The Absent Super Power*, Peter Zeihan, 2016

欧盟：一个不得已但一厢情愿的实验

- 本着互相拥抱就打不成架的原则，二战后，有了欧盟
- 可是没有统一主权，只统一货币政策，注定会出问题
- 社会体制有惯性，一时半会儿欧盟不会有事，但长期来说，争吵会越来越多，不满会越来越多
- 也许最终解体是难以摆脱的命运

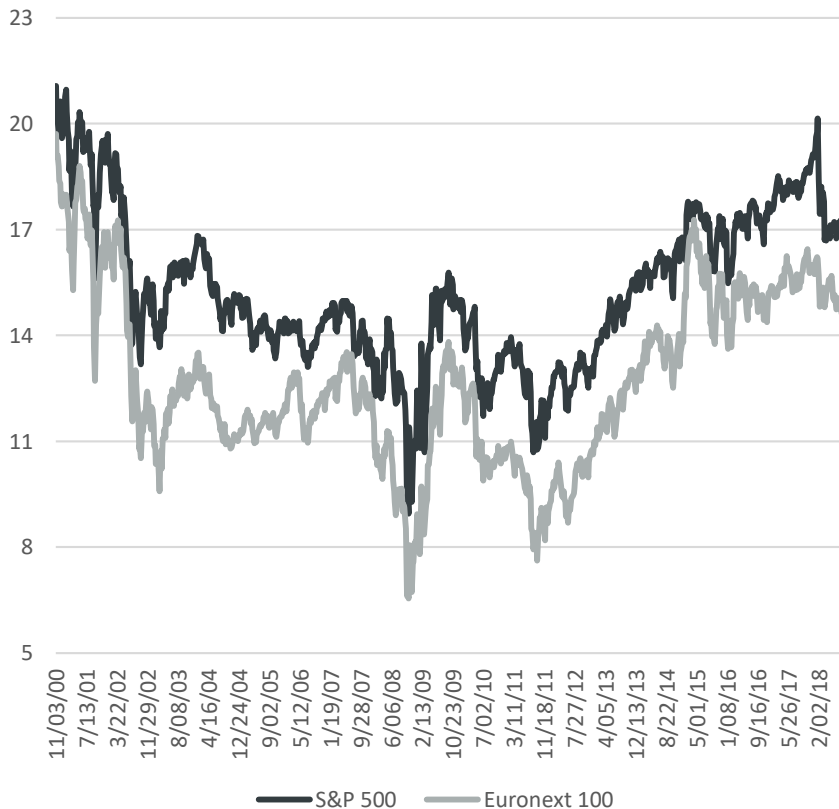
欧洲：缺乏创新力的市场



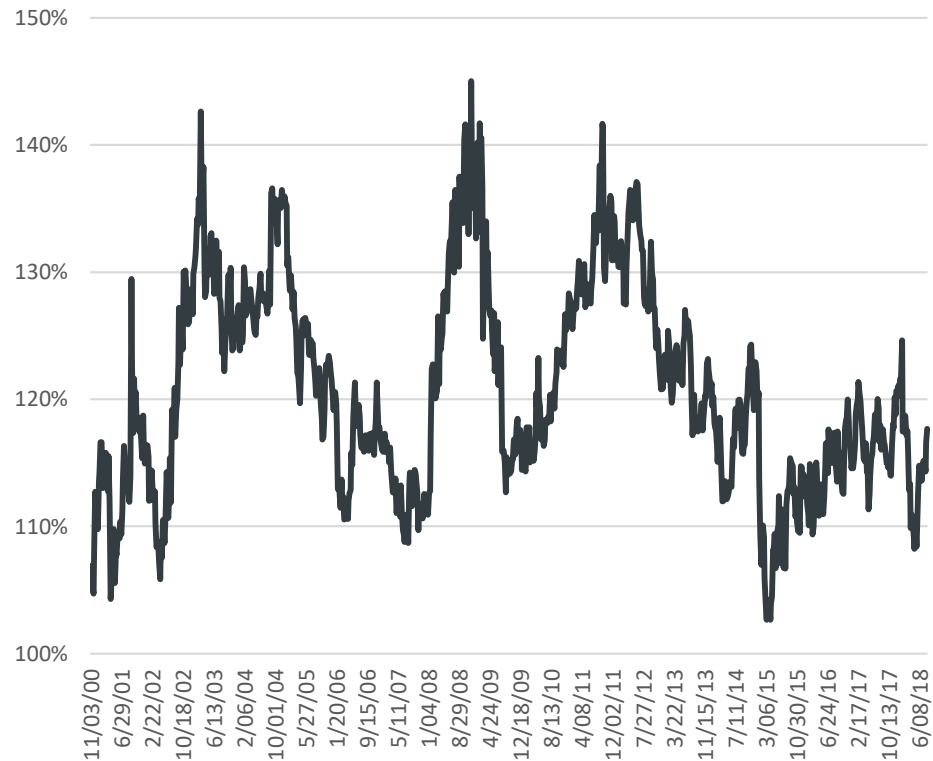
数据来源: MSCI, 2018年7月31日

欧洲：Cheap For A Reason

欧洲市场的结构性估值折价



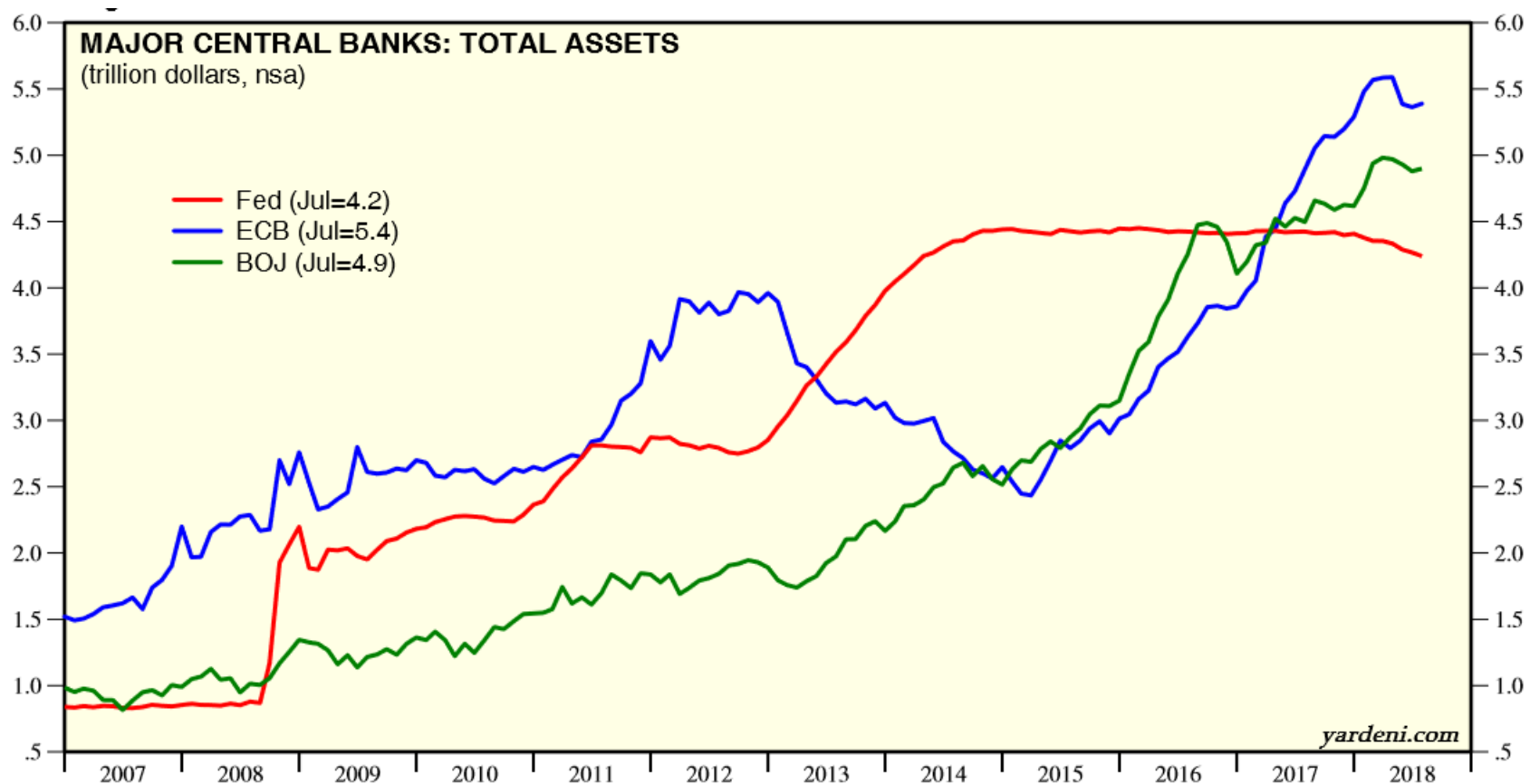
美国市场对欧洲市场溢价



数据来源: FactSet, 2018年8月15日

欧盟：增长乏力依然是常态

欧洲央行已无扩表空间



欧盟：潜在的地缘政治危险——俄罗斯

俄罗斯的边界野心



数据来源: *The Absent Super Power*, Peter Zeihan, 2016

英国：一场不该发生的灾难

- 英国民众因为经济表现比预期好而沾沾自喜
- 但英国面临巨大的风险
- 更糟糕的是，在这个内忧外困的时候，英国现在几乎处于无政府状态

日本：一点新变化

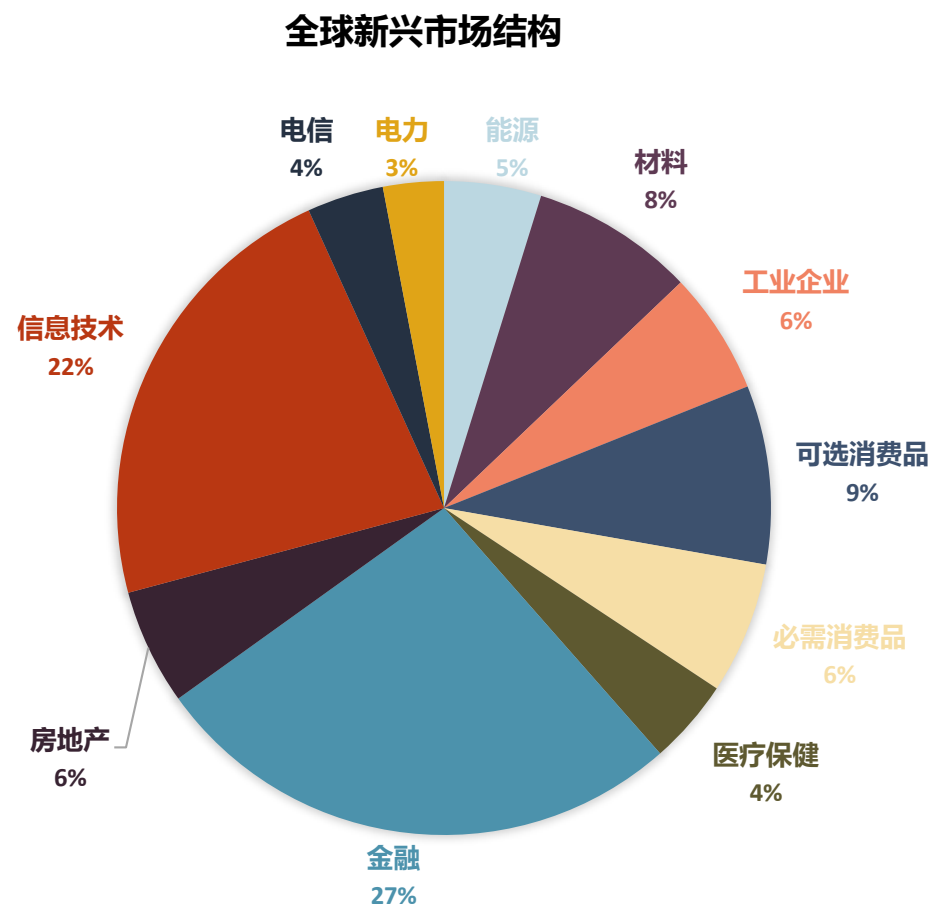
- 一般来说，多数关于日本的时间序列，画出来都应该是一条直线
- 所以任何一张从左到右上升的线，都是有趣的
- 第一：工资真的开始涨了，劳动力真的开始短缺了
- 第二：减税鼓励企业投资，尤其是IT投资
- 第三：软银的大棋局——愿景基金 Vision Fund

21年来最快的工资增速



新兴市场：看上去很美

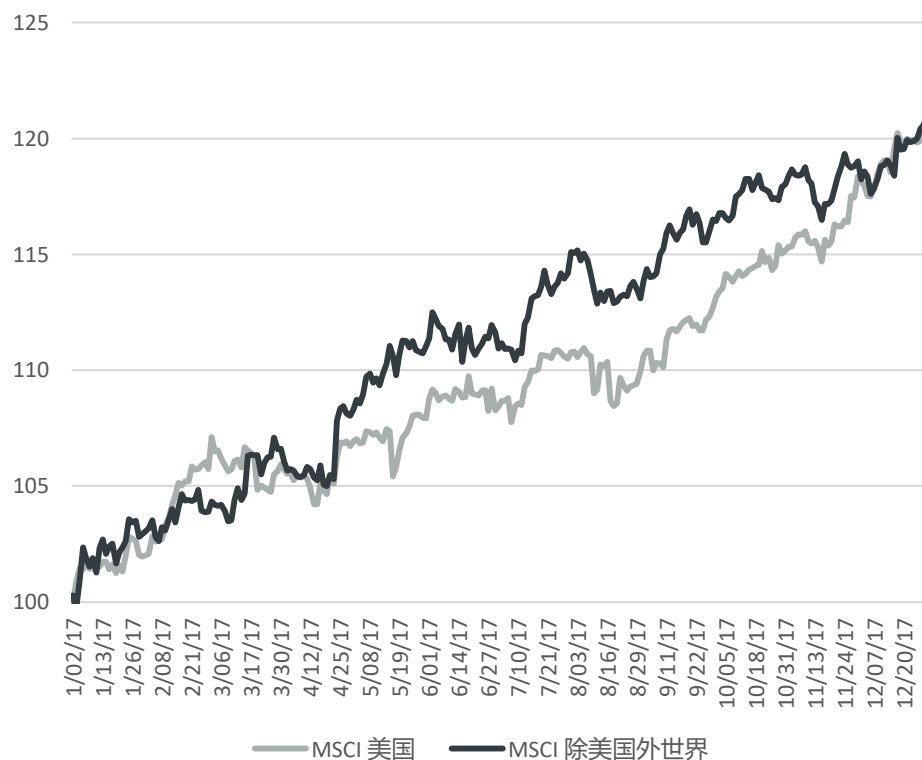
- 新兴市场全球市场占比：14.6%
- 唯一吸引人的是潜在成长性
- 市场结构构成不够合理
- 优秀的公司数量有限
- 常常伴随政治风险：
俄罗斯、委内瑞拉、刚果、阿根廷、土耳其等
- 受外资流入流出影响极大



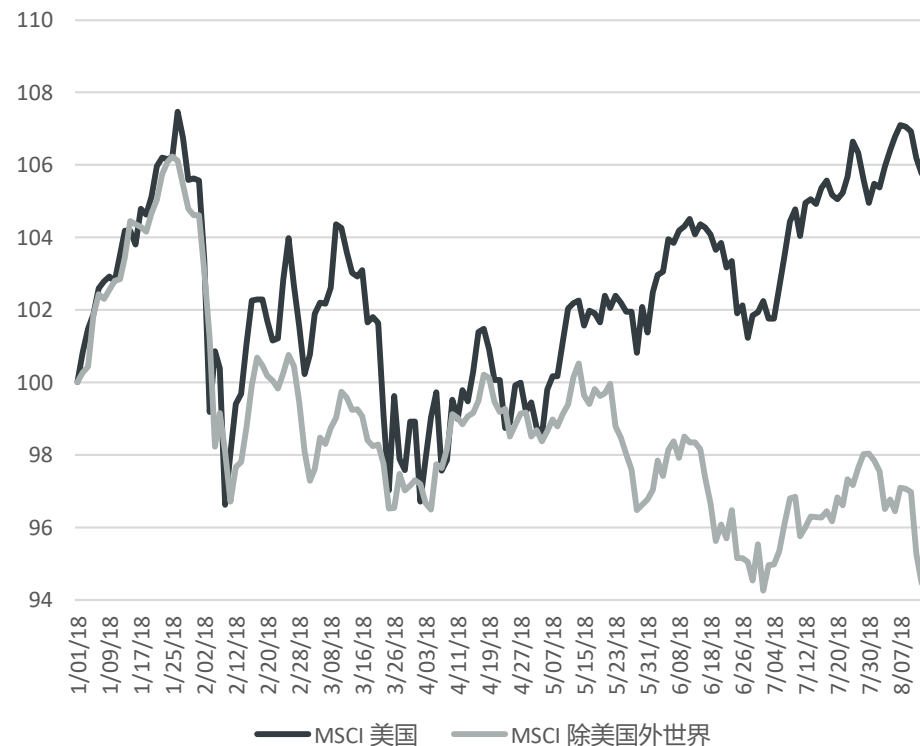
数据来源: MSCI, 2018年7月31日

从全球同步增长到美国一枝独秀

2017：全球同步复苏



2018：美国一枝独秀



数据来源: FactSet, 2018年8月15日

全球化时代的投资者修养

- 全球化时代，无论哪个国家的投资者，都应该有全球视野
- 对商业模式的思考，无捷径可走

欢迎继续讨论