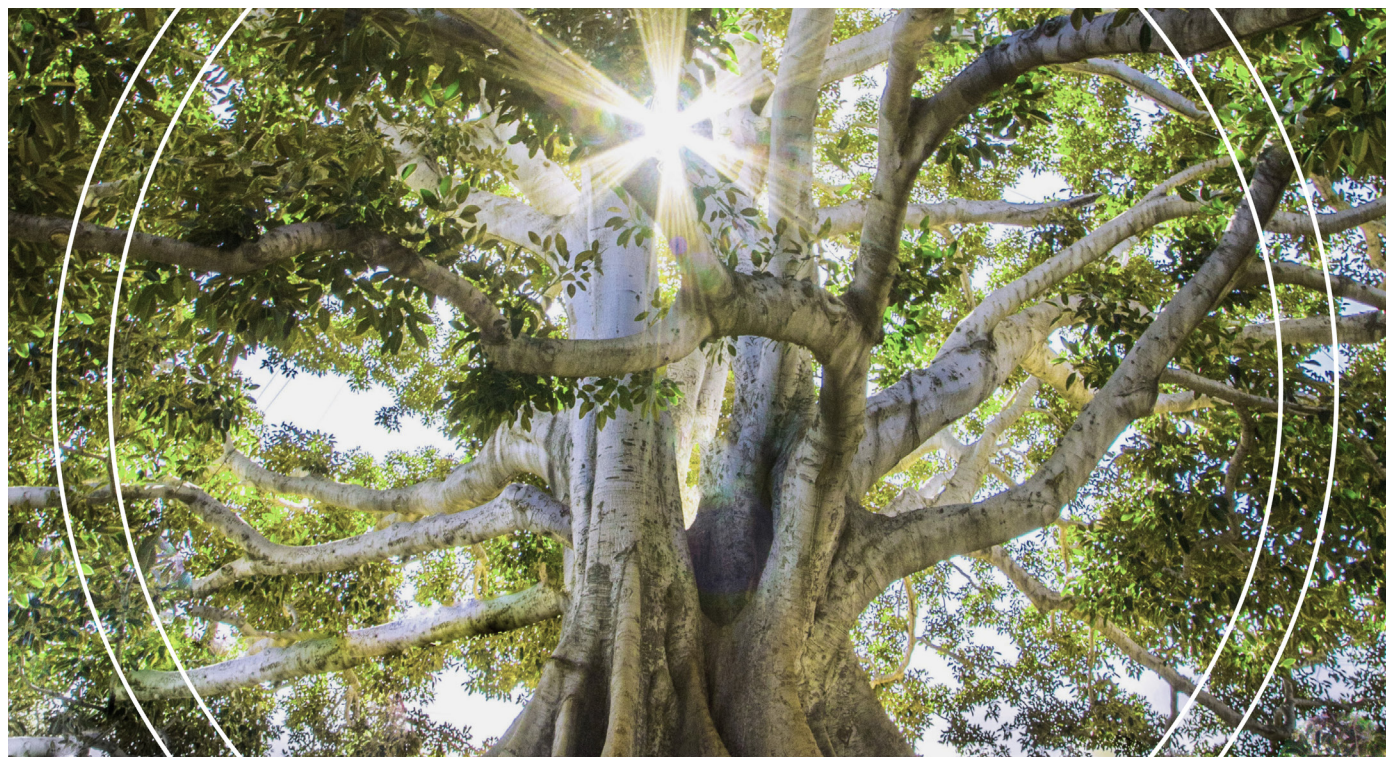


RBC Dominion Securities Inc.

Grace Wang Portfolio Management Practice of RBC Dominion Securities

Investment Journals 理财管理期刊



Wealth Management
Dominion Securities
财富管理多美年证券



目录

序言	5
关于我们	6
投资理念	8
 2018年11月至2019年12月	 11
第一章: 资本配置	13
第二章: 流量红利背后的结构性增长——数字广告行业	15
第三章: 渗透率提升驱动的结构性增长——动物健康行业	17
第四章: 投资组合的构建	19
第五章: 市场回报分析与未来展望	21
第六章: 投资构想的来源	23
第七章: 逆向指标的解析	25
第八章: 从财报电话会议中读懂企业运行逻辑	27
第九章: 美国经济环境与股票市场的韧性	29
第十章: 波动背景下的结构性增长	31
第十一章: 慢增长时代的投资理念——行稳方能致远	33
 2020年02月至2020年12月	 37
第十二章: 投资风险的定义	39
第十三章: 攀越忧虑之墙	41
第十四章: 投资启示——洞见卓越投资者的思维框架	43
第十五章: 标普500指数的前瞻性定价逻辑	45
第十六章: 成长性资产的防御属性	48
第十七章: 小型企业创新者	51
第十八章: 趋势型增长投资的逻辑结构与投资策略构想路径	53
第十九章: 科技主题投资的回溯与展望	55
第二十章: 企业估值	57



2021年03月至2021年12月	61
第二十一章: 千禧一代下的价值评估与投资流程的演进	63
第二十二章: 投资决策框架	66
第二十三章: 投资透视: “不要追随冰球去过的地方, 而要滑向它将要去的方向”	68
第二十四章: 投资展望: 在变化 (亦或未变) 中的投资视角	70
第二十五章: 投资市场展望	72
第二十六章: ESG主题下的结构性机会与配置计划	74
第二十七章: 投资案例分析——Inovalon	76
2022年01月至2022年12月	79
第二十八章: 2022年金融市场展望	81
第二十九章: 投资组合特征的识别与评估	83
第三十章: 市场对美联储政策预期的叙述	85
第三十一章: 投资市场展望	89
第三十二章: 市场前景的最新校准	91
第三十三章: 2022年第二季度企业财报概况与美联储最新动向	94
第三十四章: 从基本面增长过渡到现值可见性	96
第三十五章: 回顾2022年业绩驱动因素与2023年投资组合展望	98
特订版: 地缘政治事件研究	101
2023年01月至2023年12月	105
第三十六章: 盈利增长驱动长期估值	107
第三十七章: 聚焦芯片行业长期增长趋势: 英伟达 (Nvidia)	109
第三十八章: 品质至上	111
第三十九章: “预告式” 衰退或未将至	113
第四十章: 愿您度过一个“和平鸽式” 的假期	115
2024年01月至2024年12月	119
第四十一章: 好股票也是好公司	121
第四十二章: 探寻好公司, 好股票, 好价格的投资之道	124
第四十三章: 聚焦Alphabet广泛的价值创造实践	127
第四十四章: 市场轮动修正: 关于“波动不等于风险” 的案例分析	130
第四十五章: 2024年第四季度宏观经济展望	133
第四十六章: 2025年: 由盈利驱动的长期牛市新篇章	136
结论	138

序言

资本市场是一片变幻的海洋，浪潮起落间，皆可改变资产的航向。在充满纷扰与噪声的投资旅程中，唯有以详实数据为舵、长期主义为帆，才经得起时间检验的价值指引。《投资期刊》的诞生，源于这朴素而坚定的信念：与您分享我们多年投资实践沉淀下的方法论体系与心得感悟，旨在帮助投资者清晰了解投资决策背后的逻辑与核心原则。投资理念，应是一门“科学与工匠”的融合，以科学严谨的数据搭建分析框架，以工匠师精神洞察尚未写进数据的市场情绪与叙事变化。两者相辅相成，才能在市场风浪中捕捉持续创造复利与价值的机会。

撰写并珍藏这些期刊，亦有另一层意义：为我们每次决策留下可检验、可追溯的印记。无论是应对市场波动的灵活调整、或是打磨投资流程的反思历程，都踏实客观地呈现在字里行间中。作为财富管理的践行者，我们秉承“进步高于完美”的理念：在投资框架的迭代、资产组合的构建、以及标的遴选等环节中，持续优化，精益求精。

多轮市场周期使我们感悟，如马克·吐温所言：“历史不会简单重复，却往往以惊人相似的节奏重演。”透过记录每一次的思维转换和策略调整，我们积累了面对未来每一轮新周期的从容，拥有更深的理解与更强的应变能力。以流程为核心、以学习为驱动的思维模式，保持持续成长，敏锐洞察与理性判断，推动我们日日精进，持续为投资者创造价值的动力源泉。

本期刊自2018年11月起，汇集共46章内容，系统梳理了我们投资流程的核心基础、资产组合管理实践，以及在不确定环境下驾驭范式转换、应对事件风险与调整策略的经验。章辑按年度划分，回顾当年市场主题与核心思考。关于我们的团队与投资流程介绍，请见后续页面。

我们真诚感谢客户将毕生积蓄托付，让我们团队的实践流程与理念得以凝聚成深厚持久的价值。您的信任，是我们最珍视的财富。期待与您分享更多洞见与成长。

——Grace Wang私人资产管理团队

关于我们



Grace Wang

Senior Portfolio Manager

资深私产理财管理经理

604-678-5794 | grace.wang@rbc.com

在投资管理领域, Grace Wang拥有数十年的前沿实践经验, 她领导Grace Wang Portfolio Management Practice团队长期服务高净值客户, 涵盖多代同堂的财富传承家庭、私营企业、非营利机构和基金会。她的投资实践以细致、审慎和前瞻为原则, 融合对资本市场趋势的敏锐洞察与自研可持续性的投资分析框架, 致力于为客户资产捕捉市场中的长期价值机遇, 实现且超越其理财目标。每一位客户都是Grace独特而珍贵的合作伙伴。她享受倾听背后的故事——创业者追逐梦想的初心、家族财富的传承愿景、公益项目背后温暖人心的起点等。她始终相信, 在纷繁市场中保持简单的智慧, 在持久关系中积累深远价值, 才是投资管理的本质。秉持“1%原则”, Grace践行每日1%的进步, 将在一年内带来37倍的自我提升。从清晨研读的一篇企业研报, 午间的市场趋势分析, 夜晚的行情复盘。晨读到夜审, 她的恒心精进与对投资的热忱, 使其始终保持行业前沿, 也为把握市场动脉和守护长期价值注入持久动力。



Samuel Jang, CFA

Investment Associate

投资组合分析助理

604-257-2570 | samuel.jang@rbc.com

Sam于2009年进入金融服务行业, 2011年起担任BC省公共服务部门的基金经理, 管理总额达60亿美元的投资组合资产, 涵盖美国标准普尔500指数大盘股、美国小盘股/ESG (环境、社会与治理) 主题投资及以加拿大量化股票投资。Sam将多年实践与独到见解融入每一项投资决策中, 他负责现有持仓的研究与尽调、挖掘新投资机会及制定投资组合构建的策略。作为中央城市基金会董事会成员兼投资委员会主席, 他热忱于帮助基金会管理资产, 所得收益用于支持社区主导的公益项目, 改善温哥华市中心居民的生活质量与社会福祉。对他而言, 投资不仅是职业, 更是承载客户愿景、促进社会进步的使命。

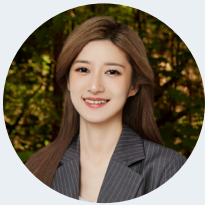
**Leslie Mah**

Associate Advisor

高级投资顾问助理

604-257-7059 | leslie.mah@rbc.com

Leslie拥有加拿大英属哥伦比亚大学生物学学士学位，自2008年在加拿大皇家银行从基层起步至管理岗位，积累丰富的行业经验与金融服务能力，于2017年加入Grace团队。作为投资顾问高级助理与实践团队的交易员，Leslie负责投资管理的交易执行并为客户量身定制全方位的财富规划方案。Leslie热忱于以真诚、细致而严谨的态度去深入了解每一位客户的独特需求，帮助客户实现人生不同阶段的愿景目标。

**Jialing (Katherine) Yang**

Associate

投资顾问助理

604-257-2537 | jialing.yang@rbc.com

Katherine于2021年加入皇家银行成为客户经理，2024年成为Grace团队一员。她专注于私人投资组合的运营管理、业务交易与合规审查；她拥有西蒙菲莎大学金融与会计专业工商管理学士学位，曾赴曼彻斯特大学参与国际金融交流项目。以纪律与耐心为本、及丰富实务经验，她致力于保障每一笔资产的稳健流转与执行。出生于中国的Katherine，精通英语、普通话与粤语，善于跨越文化沟通，为不同文化背景的客户实现财务目标。

**Steven Bos**

Administrative Assistant

投资顾问行政助理

604-257-2483 | steven.bos@rbc.com

Steven Bos 于2025年加入加拿大皇家银行Grace Wang Portfolio Management Practice团队，负责投资组合的日常管理业务，擅长流程优化与高质量客户服务。Steven出生于荷兰，在法国长大，毕业于康考迪亚大学约翰·莫尔森商学院管理学学士学位。精通英语、法语、西班牙语、荷兰语、德语和意大利语六国语言，他拥有卓越的沟通与跨文化写作能力，擅长在多元文化中与高净值客户高效建立专业信任与合作关系。

投资理念

在 Grace Wang 投资管理实践中，财富的积累源于根基的深植与机遇的把握。凭借数十年的专业积淀与拥有且自我创立的市场研究框架，团队专注于甄别企业的真实价值，以理性而深远的视角洞察其长期成长的潜能。在稳健与独道之间，坚持长期创值的理念，助力客户稳健踏入经济独立、财富丰盈且备受尊重之路。



投资旨义



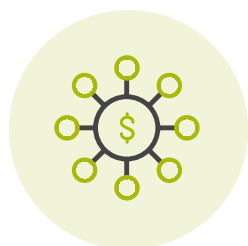
企业长青

投资的根本，在于甄选具备持续盈利能力，并凭独特优势穿越周期的长青企业。由创始人或核心持有人掌舵的公司，更能保障利益一致与战略延续性。它们不仅是价值的坚实载体，也因复利效应的积累，展现出持久而恒定的增长力量。



永续模式与管理

企业的永续，取决于其商业模式与管理团队是否能够穿越时间。经久不衰的企业，往往以稳健而灵活的结构为基石，既能抵御波动，又能顺势而生，从而在变化中展现出恒久的生命力，是投资理念所坚守的奠基。



卓越的资本配置

高效运用资本的企业，善于将历经沉淀的资源再度投入广阔的成长机遇，并在应势而行之时回馈股东。资本的每次流向，都是远见与责任的映照，而资本配置的优劣，是团队“投资旨义”所格外看重的衡量。



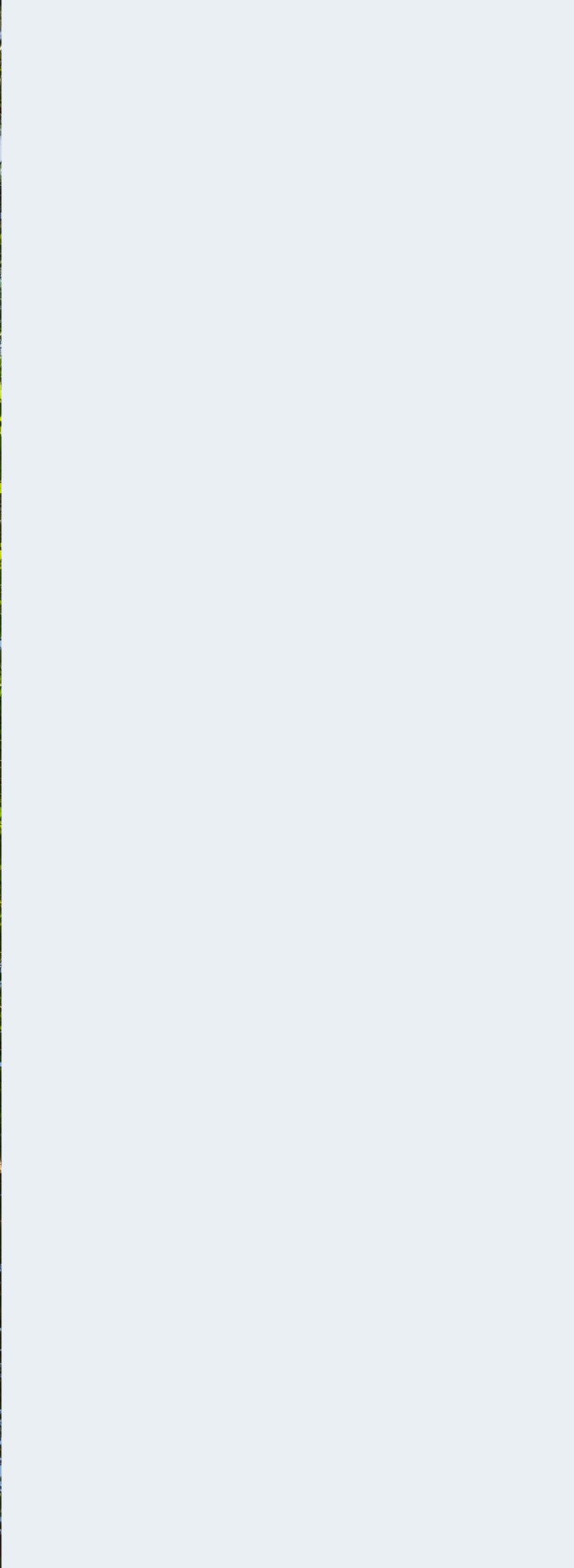
安全边际

真正的企业价值，隐匿于喧嚣与盲从之外。当判断异于主流时，逆向的洞察力使投资者能够在市场低估、价格背离价值之际把握机会，为未来积累厚实的回报。在纷乱中辨识价值良机、并耐心等待回归的能力，是团队“投资旨义”所强调的核心。



多元化路径

通过多样的价值来源，构建稳健而持久的组合：稳健守护回报，分红创造收益，低估蕴藏价值，创新蕴含潜力。好的企业，好的模式，好的资本，好的价格，好的组合——构成了团队投资判断与实践的基础，也是投资旨义的核心所在。



第一辑: 2018 年 11 月 — 2019 年 12 月

自2018年末, 贸易摩擦令全球市场风声鹤唳, 美联储政策也从紧缩转向宽松, 彼时风险与机遇并存的时刻, 往往最能检验投资理念的底色。

正是在这样的宏观背景下, 我们推出了首期《投资期刊》, 旨在为投资者分享市场洞察和投资决策的底层逻辑。我们的核心框架始终专注于寻找具备“长久性、可持续性、盈利能力强”, 且在完整经济周期中持续保持强劲韧性而非昙花一现的优质企业。本辑中的十一章节将以案例剖析展开, 探讨分享如何在投资组合构建决策中贯彻这些标准。

截止2019年末, 标普500指数在各种不确定因素的笼罩下累计上涨近20%。市场“忧中攀升”的现象印证了我们的核心判断, 唯有具备长期且稳定的结构性增长企业, 才能在波动中脱颖而出。正如投资大师John Templeton所言: “牛市诞生于悲观, 成长于怀疑, 成熟于乐观, 终结于狂热。”当时的市场情绪仍处于谨慎乐观阶段, 距离真正的“狂热”尚有不小的距离, 理性配置优质资产的窗口依旧敞开。



第一章： 资本配置

2018年11月30日

自2018年伊始，市场纷扰多变，起伏不定。公司股价的起落，已不再单纯映射基本面逻辑，而是日益受到政治风向、经济波动、突发事件与投资者情绪等宏观力量的牵引，情绪在恐慌中反复摆动。然于喧嚣之中，真正优质企业的内在价值仍根基稳固，展现出不可忽视的长期吸引力。

在充满不确定性的环境中，坚持本源尤为重要。资本配置是驱动股东价值增长的重要因素，在投资者所关注或参与的企业中具有重要的参考意义与实际价值。本章围绕“资本配置”这一主题，探讨其如何影响企业的经营表现，以及在投资判断中的作用，帮助投资者深入理解我们的选股逻辑，建立构成投资体系的关键框架。无论您是自主投资、委托我们进行资产管理，抑或兼

而有之，这些核心理念都值得长期关注，也是实现价值增长的重要基础。

资本配置之所以重要，在于它揭示了企业如何在有限资源下分配资金以实现更优回报。若企业能做出理性且具前瞻性的投资决策，其股价便有望持续上行；反之，若决策出现偏差，股价可能面临增长乏力或估值受压的局面。因此，资本配置的回报率，既是衡量企业经营质量的关键指标，也是洞察管理层决策能力的窗口。荷兰皇家壳牌石油公司 (Royal Dutch Shell) 便是资本配置表现出色的典范案例之一。在油价低迷、股价承压之际，公司往往选择在估值偏低时回购股份，以期在油价回升时获得更佳回报；而对回报不达预期的资产，则果断剥离，将资本重新投

入至生命周期更长、盈利能力更强的项目。例如美国的液化天然气 (LNG) 和马塞勒斯页岩油气扩展计划 (Marcellus expansion)。此外, 公司也在内部持续加大投入并着力于整体运营效率的提升——具体包括优化成本结构、精简业务流程, 建立更为高效的管理架构以提升整体资本回报水平。在产生稳定现金流之后, 企业也会将部分盈余以分红形式回馈股东。荷兰皇家壳牌石油公司的资本配置行为始终以投资者利益为核心,

这正是我们将其纳入组合的原因之一。因此, 在评估一家公司是否值得投资时, 审视其资金分配方式至关重要。我们在与企业管理层交流时, 资本配置策略始终是重点深入讨论内容之一, 因为它对股价的未来表现具有决定性影响。在下一章中, 我们将围绕“盈利能力”这一主题, 为读者剖析企业每年资本创造的利润规模、增长速度及其背后的驱动逻辑, 进一步深化投资者对企业内在价值的理解。



第二章：

流量红利背后的结构性增长－数字广告行业

2019年1月18日

本篇为投资分析系列的第二章，旨在为投资者阐明稳健性与纪律性在公司分析与选股中的重要性，以及其如何为投资组合带来长期回报。整个系列将由浅入深，逐层分析企业基本面的核心构成，重点探讨如何识别具备长期成长潜力的企业。所谓“长期结构性增长”，简言之，是指企业所在行业在多重顺风因素推动下，进入一个持续扩张的发展阶段。在繁荣周期中真正脱颖而出的，往往是具备战略远见、成功构筑经济护城河，且持续释放盈利增长的优质公司。因此，本系列内容将有助于读者在投资过程中更理性的识别具备长期成长潜力的企业。

数字化线上广告是结构性增长行业的典型代

表，随着越来越多广告主将预算自传统媒体转向社交平台与移动端，线上广告的渗透率正稳步提升。相较传统形式，数字广告具备高度定向的优势，使广告主能够精准触达兴趣明确、行为可追踪的用户群体，从而实现更高效、更具回报率的投放。这一转变的背后，人工智能的广泛应用无疑起到了关键推动作用。借助机器学习，广告系统得以构建出远超人工判断的用户画像，投放策略也因之更加精准。与此同时，人工智能技术的介入也显著提升了广告效果的可衡量性与透明度，使“广告投放是否有效”不再依赖主观判断，而转向数据驱动的科学评估。值得一提的是，当前全球广告预算中，仅约40%已迁移至线上渠

道，这将对应市场规模约880亿美元。另一个更显著的优势是，该行业依旧高度集中，主要由两家平台掌握广告分发与定价权。这一格局在释放规模红利的同时，也为具备技术能力与战略眼光的企业，打开了通往长期增长的窗口。

在这场结构性增长的浪潮中，Facebook无疑是其中最具代表性的受益者之一。作为Instagram、Messenger、Oculus与WhatsApp等平台的母公司，Facebook借助创始人马克·扎克伯格“所有者兼经营者”的治理架构，始终保持战略上的高度统一与前瞻性，不断在产品与技术层面引领行业创新，持续吸纳数字经济时代愈发集中的广告资源。公司近年来的财务表现堪称亮眼，核心动力正是来自移动广告业务的强劲推动。过去三年间，营收年增幅稳定维持在42%至54%区间，每股收益超过85%的复合增长，展现出卓越的盈利扩张能力。在坚实的经济护城河下，广告主持续将预算转投至此社交巨头的平台。尤其是在新兴市场，线上广告的渗透率仍处于初期阶段，成长空间广阔，未来有望逐步接近甚至赶超成熟市场的商业回报水平。随着平台用户规模持续攀升，Facebook也在不断夯实其用户黏性，通过构建线上与线下融合的社群生态，增强用户长期停留意愿。与此同时，平台内

容的“原生性”与“真实性”也成为其粘性的核心来源，其中未经修饰的真实表达令用户产生更强的情感联结，提升了平台的信任基准。这一特性吸引了更高溢价的广告主持续入驻，使平台广告单价稳步上行。更为重要的是，Facebook的资本配置逻辑展现出高度的前瞻性与执行力，增长路径清晰，盈利基础扎实。我们曾在市场阶段性回调、股价显著低于其内在价值之时择机增持该公司，以更充足的筹码迎接其企业长期成长所释放的可持续回报价值。

然而，许多人仍将Facebook简单视作一家社交媒体公司，事实上其旗下拥有的Messenger、Instagram、WhatsApp以及Oculus等多个平台型资产，均具备尚未充分释放的商业化潜力。相关变现路径尚处于早期阶段，当前股价对此的反映仍相对有限。一旦公司逐步建立起成熟的商业化模式，未来有望释放出可观的自由现金流。因此，我们认为Facebook具备转化长期稳定现金流平台的潜力，是值得长期持有的“现金流机器”型优质公司。希望本章的分析为读者的判断提供新的视角与参考，下一章将分享本系列关于长期结构性增长的第二个案例分析——动物健康行业。



第三章：

渗透率提升驱动的结构增长－动物健康行业

2019年2月15日

近期市场逐步回暖，标普500多数大型企业披露了超预期的季度财报，反映出企业基本面依旧稳健、韧性可期。尽管联邦政府预算僵局可能引发部分机构的暂时性关闭，加之贸易政策的不确定性使得市场一度承压，我们认为当前估值仍具备一定吸引力，后续走势有望在稳健的盈利增长驱动下延续上行趋势。目前美股整体估值处于合理区间，市盈率略高于15倍，股权风险溢价尚未充分反映盈利周期上行所带来的支撑，整体市场仍处于估值修复的早期阶段。我们将继续关注具备稳健盈利能力与健康现金流结构的优质企业，并据此优化部署资产配置与组合构建策略。

本期聚焦的主题是动物健康行业中所呈现出的结构性增长趋势。随着养宠观念日益普及，

越来越多家庭开始关注宠物生活品质的提升。这种变化不仅体现在情感陪伴层面，更源自于医疗化水平的显著提升——从疾病的早期发现到更具针对性的诊断手段，宠物健康问题得以及时识别与干预，整体就诊意识与治疗精度不断提升增强。以美国市场为例，宠物拥有率的持续上升成为行业增长的主要驱动因素之一。如图一所示，宠物领养数量的稳步攀升，以及人均宠物支出的持续扩张，共同构成行业长期发展的坚实基础。

与此同时，当前宠物医疗化渗透率仍处于较低水平，体现出宠物疾病认知与干预体系尚有广阔提升空间。随着宠物寿命延长，对诊疗与管理的需求将同步增长，进一步推动医疗服务渗透率稳步上行。在这一背景下，一批专注于宠物疾

病诊断、治疗方案开发与健康管理的动物健康企业，正处于结构性红利释放的起点稳步发展，具备长期受益的增长潜力。

在动物健康领域，我们重点布局的标的公司为Zoetis（股票代码：ZTS）。作为全球动物保健行业的领导者，Zoetis多年来专注于犬猫等宠物与家畜相关专属适应症的研发，业务涵盖宠物处方药、牲畜诊疗方案，以及近年来加速推进的宠物诊断板块，精准对接全球养宠趋势所催生的长期结构性机遇。作为一个典型的结构性增长型公司，Zoetis的增长背后有多重长期驱动力。首先，公司的药品专用具有较强的定价能力，即便是专利保护期届满；其次，宠物专属适应症的识别与规范化治疗尚处早期阶段，行业渗透空间广阔；相比人类用药，动物药品面临的法律诉讼与索赔压力显著更低，运营稳定性更强。值得一提的是，Zoetis在研发路径上展现出高度灵活性与创新性。多款原本面向犬类的药品，在后续经验证

后可扩展至猫类治疗场景，既大幅降低了研发与注册成本，也拓展了单一产品的生命周期与收入潜力，为公司构建出更具韧性的成长曲线。

至此章节，我们已探讨了两个具有代表性的结构性增长案例，所传递给投资者的共同理念是：结构性增长型公司通常具备更长的持续增长周期与更强的稳健性，其盈利表现往往超出市场预期，并能在高位维持较长时间。以上一章提到的Facebook为例，其股价正是在市场预期偏低的背景下，凭借长期增长的盈利特征实现了显著的价值重估。这正是我们将组合大部分资产配置于结构性增长型企业的核心逻辑所在。通过在不同行业中捕捉具备长期发展潜力、且能跨越完整市场周期的优质公司，才是持续为投资组合创造长期价值的关键。下一章将进入全新的投资主题，探讨投资策略的另一个核心要素——投资组合的构建。

图一：1990年至2017年店面人均数量变化



数据来源：劳工统计局，圣路易斯联邦储备银行；图表：哈里·史蒂文斯/Axios



第四章： 投资组合的构建

2019年3月29日

本期内容将探讨“投资组合的构建”，重点为读者分析我们如何评估企业价值，以及在此过程中如何权衡潜在的风险与回报，从而做出更具判断力和前瞻性的配置决策。投资组合的构建不仅关乎“选什么股票”，更在于“各股票在组合中的权重如何设定”以及“如何对组合进行权重与风险的平衡”。其本质是围绕“如何给一家公司估值”展开，基于估值进行判断：一家企业值多少价值？在组合中应占多大比重？对应的风险边界何在？估值更像是一门艺术，而非纯粹一门科学。虽然估值方法看似高度量化与系统化，实则在实际操作中，需融合大量主观判断与实践经验，才能形成有效决策。在下文篇章中，我们将简要梳理组合构建过程中的核心估值理念，并剖析为何不同类型的公司需采用差异化的估值方法。

首先，组合中每项持仓的权重设定，很大程度上取决于我们对其公司“内在价值”的判断，即这只股票真正的价值所在。企业内在价值分析始终是投资框架的核心，对多数持仓公司，我们都会基于这一逻辑建立明确的估值模型与回报预期，以及可承受的风险范围，而估值方法因公司类型而异。我们尤为重视具备结构性增长特征的企业，例如前几章提及的数字广告与宠物健康行业领域。这类企业具备更强的盈利持续性，估值合理性更易被验证，在我们的模型中具有更高的内在价值预期，也常获得更高的权重配置。若逻辑成立，组合回报的弹性也更为显著。对于业务结构多元的企业，我们则采用“分部估值法”（Sum-of-the-Part Analysis），将企业拆分为若干业务单元，分别进行估值后再综合加总，视

具体量化与特征分析给予一定的溢价或折价，从而估算出整体企业的合理价值。而对于具备明确盈利预期的公司，更适合采用“现金流折现法”

(Discounted Cash Flow Analysis)，即通过对未来自由现金流的预测进行现值折价估算，得出其内在价值。这种方式能更精准地反映公司在既定假设下的合理估值水平，有助于我们衡量目标实现与否带来的风险与回报。对于仍处于发展初期、但潜力显著的新兴企业，我们通常会参考同类型成熟公司的估值倍数，并结合其未来的市场空间，构建出以“远期现金流”为基础的对标估值模型，为其成长路径描绘合理的价值锚点。总而言之，灵活选取、合理匹配，构建贴近企业实际场景的估值框架，是我们投资方法论的关键一环，也是推动投资组合长期稳健增长的基础所在。

此外，情境分析估值方法也是企业内在价值衡量体系中的关键环节。通过构建不同业务情境

假设（如正常、乐观与保守情景），我们能在进入投资前明确预期区间，并判断在投资逻辑未兑现时，企业是否具备足够的下行风险保护。若不确定性较高，则会相应下调持仓权重，控制潜在回撤风险；反之，若公司具备明确的上行空间，将据此构建乐观模型，作为后续跟踪与动态调整的关键参考。

除以上考量外，市场一致预期也是估值投资决策的重要参考。在构建组合中，我们会持续对比公司实际盈利与市场预期之间的差异，判断其“兑现预期”的可行性。如市场对某标的已有较高定价，达标压力将更高，估值提升空间也更有限；而对于市场仍显保守、但基本面持续改善的企业，其风险收益比往往更具吸引力。因此，我们倾向于寻找那些不仅具备良好基本面，且能稳定兑现市场预期的优质公司。



第五章： 市场回报分析与未来展望

2019年4月26日

回顾去年十二月市场的短期探底，我们曾建议投资者保持耐心持有高仓位，并逢低增持优质股票资产。彼时市场因对经济衰退的过度担忧而陷入非理性的恐慌抛售，我们判断这更多属于短期情绪扰动，而非基本面恶化所致。基于企业盈利预测、市场情绪指标以及散户与机构投资者普遍低配权益资产的背景，我们认为，随着2019年第一季度财报季的展开，市场将逐步修复转为上行，重回基本面主导的轨道。事实亦验证了这一判断。2018年第四季度，企业盈利同比增长超14%，七成以上的公司业绩超出预期，标普500大型股指数年初至今反弹逾14%。我们所持仓的结构性增长企业纷纷交出亮眼业绩与回报表现，也印证了市场对这些企业长期价值增长的信心。我们始终强调，投资者应聚焦于

具备盈利可预测性高且增长韧性强的长期趋势型企业，这类企业的长期增长趋势持续性往往容易被市场低估。这一轮的财报季再次体现了这一点，在市场预期偏弱的情景下，结构性增长企业显著跑赢大盘指数表现。展望未来，市场对2020年盈利增长的预期依然温和。若企业如期兑现并超越自有业绩指引，盈利预测将有望持续超预期上调，估值修复空间可期。届时，大量尚未入场的资金或将重新激活，成为下一轮行情流动性回归的关键推动力。

面对当前市场走势，不少新的投资者不时向我们询问：是否仍有机会参与这轮牛市的上涨行情？我们的判断依旧：“机会仍在”。一家好公司好股票的价值，从来不只属于起点，这是源于多项核心因素的支撑：一方面，当前全球利率维持在历史低位，

经济温和增长且通胀受控，为权益资产营造出理想的成长土壤；另一方面，市场中仍有大量闲置资金尚未入场，而企业在结构性增长主题的推动下，盈利表现屡屡超出市场预期。当前市场尚处于一轮盈利上行周期的中段，基本面动能释放未尽，后续上行潜力仍具可期。同时，若干中长期投资主题也在不断夯实市场向上的基础：1) 美国房地产市场正经历一轮被普遍低估的复苏周期，其持续时长超出市场普遍预期，这对上游供应商如木材公司构成实质性利好。2) 制造业正迎来“再工业化”转型，自动化工厂、智能仓储系统及5G通信网络的建设投入正在重塑产业格局；3) 能源结构转型持续深化，煤炭正逐步向天然气转型，这为电网现代化升级创造了契机；4) 小型企业的资本开支逐步回暖，反映出实体经济活力的修复与增长意愿的提升。基于上述宏观环境、结构性增长趋势，以及我们对标的公司的持续研究与审慎筛选，我们仍对权益资产市场保持积极展望与高度信念，并坚定相信优质企业将在未来的市场轮动中持续兑现上行潜力。

对于尚在寻找投资合作的潜在投资者，Grace Wang私人资产投资管理团队，是秉持理性、经验、稳健、科学性的专业理财团队。理财团队的初衷之一，是为投资者严选真正经得起时间检验的长期投资机会，基于多年投资实践下所沉淀的一套科学性投资方法论：以审慎研究为起点，实践经验与理性判断为依托，长期价值投资为视角，逐步形成了对市场节奏的敏锐洞察能力、以及对企业研究的深度理解。这些投资框架与理念，使团队得以持续帮助投资者在行业趋势尚未被广泛认知之前，提供具有前瞻性的投资布局，涵盖多个具备长期结构性增长潜力的关键投资领域：科技、工业、健康、运输等。每一处行业与优质企业配置，皆源自于对其长期价值潜力的严谨与理智判断，而非基于短期波动的预测。在市场周期轮转之间，真正重要的是始终如一的投资信念与执行力，我们亦愿与理念契合的投资者同行，在稳健与耐心节奏中，稳步积累和实现财富价值的持续成长。



第六章： 投资构想的来源

2019年6月6日

持续关注期刊的读者或已熟悉，“结构性增长”主题一直是我们的重点关注的核心理念之一。我们之所以看重这一方向，是因为这类趋势往往具备更强的持续性，也更有可能为所投资的企业带来长期稳定的增长动力。在众多结构性主题中，“数据资产化”是我们在组合中重点布局的方向之一。随着数字化与线下世界的进一步融合，人们所使用的设备日益互联互通，数据生成正以前所未有的速度增长。这一趋势变化正悄然重塑商业世界的运行方式，越来越多的企业希望借助数据整合与分析，更清晰地理解客户需求与画像，优化营销策略，从而提升转化效率。这种基于数据的识别与定向能力，恰恰契合了Facebook（现Meta）与Alphabet等平台型公司的核心优势——它们掌握着海量的用

户行为与偏好数据，自然成为广告主实现高效匹配的关键通道。与此同时，人工智能技术的发展也显著提升了广告的定向精度与效果可测性，帮助企业在控制成本的同时实现更精准的投放目标。这一以数据与算法为核心的新型营销体系，正逐步演化为一个独立产业，形成自有的生态结构与技术演进路径，并衍生出诸多专注于广告优化的服务公司，为我们在构建投资组合过程中提供了深入挖掘的方向与新的投资机会。

今年三月，我们参加了在美国佛罗里达州迈阿密的一场投资会议，与来自美国经济市场多个领域的十二家企业深入交流。从深耕害虫防治的综合类集团，到协助客户实现可持续发展的咨询机构，再到推动电力系统现代化的工业公司，这些不

同行业维度的企业，共同勾勒出当下美国商业脉动的一隅。这次契机不仅是我们深入了解了这些企业所处的行业趋势，也更清晰的理解到其业务的布局路径。结构性增长并非千篇一律，每一家公司所受益的风口、所构建的优势、所面对的挑战，皆不相同。但正是这些不断累积的认知与投资实践，使我们的投资研究视角愈加拓宽，也丰富了组合的投资备选池。此次会议以大型资产管理人作为核心与会者，提供理念契合同行投资者深入交流的契机。在秉持着对结构性增长的共同投资理念下，我们彼此探讨交流、碰撞观点，正是在这样的构想与讨论过程中，我们接触到了一家名为LiveRamp Holdings（股票代码：RAMP）的企业。这家公司专注于帮助广告主整合来自不同来源的客户数据，使营销活动更加精准有效。其所处的细分行业被称为“数据接入（data onboarding）”，LiveRamp的独特之处在于其系统仅充当中立通道而不存储

数据，确保数据仍由客户掌控。这种机制在提升平台效率的同时，也增强了数据安全性与客户信任。LiveRamp并非追风而动，而是在一片未被充分理解的领域中，清晰找到了自己的定位，并踏实向前发展。这类企业为我们提供的不只是一个投资标的，更是一种对未来可塑性的信念。它们的存在也持续印证着我们以结构性增长为核心的研究路径与投资方法的价值所在。

具备结构性增长特质的企业，往往不只是行业的参与者，更是新赛道的开拓者。它们推动产业演进，开启新的价值创造路径，为股东带来可持续性的长期回报。除了关注这些长期主题本身，我们也始终坚持对公司基本面的深入尽调，以确保其具备将机遇转化为实际成果的执行基础。与此同时，持续建立对其内在价值的深入理解，是我们衡量投资逻辑是否正在兑现的核心依据。



第七章： 逆向指标的解析

2019年7月2日

本章期刊将为读者分享一个在投资实务中极具参考价值的概念：逆向指标 (Contrarian Indicators)。这类指标的核心特征在于其所发出的信号往往与市场主流情绪背道而驰。当市场普遍乐观时，逆向指标或提示我们应保持谨慎；而当市场情绪悲观至极，恰恰可能孕育着具有吸引力的长期布局机会。举例来说，美国个人投资者协会 (American Association of Individual Investors) 每周发布的“投资者情绪调查”，是用于追踪市场中看多与看空投资者的比例。当看多比例跌至30%以下，意味着多数投资者对市场前景持悲观态度，情绪陷入低谷。历史经验告诉我们，市场人心涣散之时反而可能潜伏着较佳的

风险收益比。这主要是源于随着市场预期显著下修，优质公司的估值出现回调，反而为耐心的投资者带来更具吸引力的买入窗口。如图一所示，我们在 2018 年底与今年春季两次显著的市场悲观情绪节点，结合对基本面与估值的判断，逆势增持了长期看好的优质企业，为组合带来价值回报。虽然逆向指标并非孤立有效，但作为情绪温度计，它能在关键时刻提醒投资者避免随波逐流，保持独立与理智。此外，还需理性判断的是，逆向指标并非万能，并不构成投资决策的全部。但在情绪扰动频繁的市场环境中，始终是一项不可或缺的辅助工具，能帮助投资者在喧嚣中更清晰地听见理性的声音。

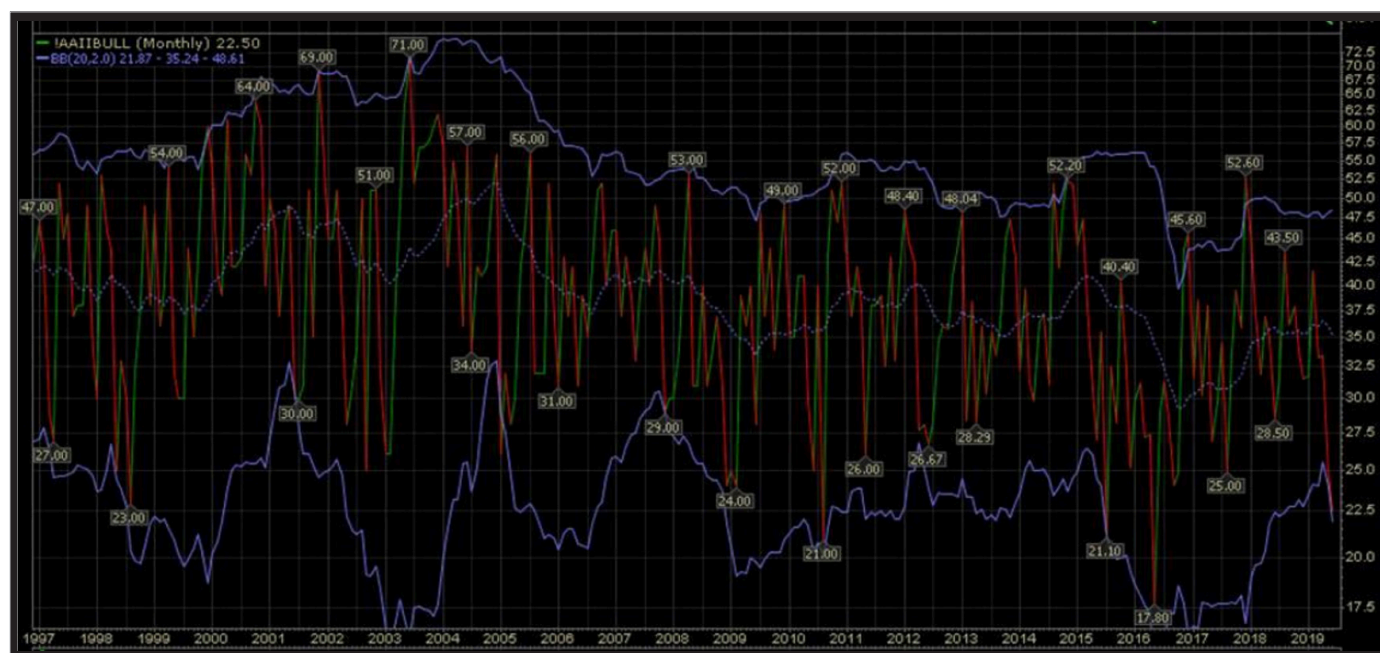
关于逆向思维的投资理念，不少著名投资人早已有精辟论述。以下两句广为流传的箴言，道出了情绪与市场周期之间的微妙关系：

- 沃伦·巴菲特曾言：“在别人贪婪时恐惧，在别人恐惧时贪婪。”
- 约翰·邓普顿则指出：“牛市诞生于悲观，成长于怀疑，成熟于乐观，消逝于狂热。”

市场获得超额回报的投资机会，往往诞生于大多数投资者观点相左之时。我们仍旧理性判断当前宏观环境处于“低增长、低通胀”阶段，这一背景为权益资产配置提供了坚实的基础；当市场主流声音被短期波动所扰，情绪驱动下的判断往往难以穿透表象、抵达本质。在此背景下，投资者应保持一以贯之的投资理念：以长期视角识别具

备结构性增长潜力的优质企业，才是实现财富稳健增长最可持续的路径之一。于浮动市场中保持定力，于长期逻辑中寻找方向，正是投资中穿越周期、积累长期价值的应有之道。

图一：AAII（美国散户投资人情绪指数）看涨投资者与看跌投资者的百分比



数据来源：彭博社



第八章：

从财报电话会议中读懂企业运行逻辑

2019年8月2日

本期，我们希望与读者分享一项在投资实践中极为重要、却常被忽视的分析方法——解读上市公司季度财报电话会议。

每个财报季，上市公司都会发布最新财务业绩，表面看似是一份阶段性的“成绩单”，实则是管理层向市场传递战略方向与未来预期的重要窗口。财报发布后的电话会议中，公司高管通常会围绕业务表现、行业趋势与未来规划进行详尽阐述。对于投资者而言，这些内容远不止数字本身，更蕴含着管理层的信心、策略与市场所未察觉的信号。长期以来，我们坚持聆听、反复研读重要会议内容，在碎片中梳理线索，在言外读懂方向。这让我们有机会在市场尚未扭转信号之前，提前识别市场趋势的细微变化，并将其转化为投

资组合中的坚实布局。当这种前瞻判断与时间的复利效应相叠加时，便构成了投资者财富稳步增长背后深藏的力量。

在评估一家上市公司的投资价值时，我们始终关注几个关键维度，而管理层在财报电话会议中的表现，往往是打开企业长期图景的第一扇窗。

1) 管理层语气中的信号——电话会议不仅是数据的发布会，也是一场情绪与信心的传递。一些重要的思考方向，例如，管理层是在描绘未来图景，还是在回避不及预期的现实？他们如何解释业绩波动，又如何界定眼前的变化：是短期扰动，还是更深层次的趋势拐点？对于投资者而言，真正有价值的往往不只是数字本身，也在于

话语间所传递出的逻辑判断与态度倾向。这些信息往往是理解企业未来前景的起点。尽管单季财务结果只是企业发展旅程中的一个切面，在季报发布后的会议上，许多公司却会同步更新未来一年乃至三年的业务展望。我们会重点关注这些展望是否发生变化，以及其背后的成因：究竟是基本面改善（如新合同的签订），还是暂时性扰动（如天气等外部因素）。厘清这些信号是判断企业增长是否具备持续性的关键。这也是我们偏好结构性增长型企业的原因之一。相比其它类型企业，它们通常拥有更强的业务韧性与更清晰的战略路径，而管理层在面对周期波动时所展现出的笃定与信念，往往是企业得以穿越周期、稳步前行的深层支撑。

2) 公司实际表现与市场预期的差距分析——上市公司通常受到众多投资机构与分析师的密切追踪，市场共识也在这一过程中逐步形成。然而，这些外部预期并不总是贴合现实：有时过于乐观，设定了超出公司短期能力的目标；有时又稍显保守，低估了企业内在的成长潜力。在投资框架中，所谓“价值低估”的真正含义，是找到尚未被高预期裹挟、但又拥有切实兑现力的企业。因

此，每逢财报发布，我们都会密切关注分析师对公司未来预期是否发生修正（上调或是下调），这些信号往往能揭示市场此前预期是否偏离了合理区间。我们的基本判断逻辑是：将公司管理层提供的业绩指引与市场一致预期进行对照。如两者之间存在明显错位，尤其是当预期过高时，我们通常倾向于观望，转而寻找市场预期更为理性、企业兑现路径更为清晰的投资对象。

3) 管理层语言的一致性与信号解读——对于长期跟踪的公司标的，真正的理解往往藏在数字之外、字句之间。管理层在财报电话会议或投资者交流中的语气、措辞与回应方式，常常传递出远比财务数据更深刻的信号。当某一议题反复被提及时，管理层是否准备充分？答复是否一致、具体、有深度？抑或言辞闪烁、语气游移？这些细微之处，往往揭示其对业务的信心与判断的底气。因此我们也时常追溯以往财报会议内容，对比语气与立场的变化，从中判断其战略方向是否有所偏移，执行力是否稳定。这类看似琐碎的工作，实则是在构建对企业的长期理解与信任。它所带来的并非短期信息优势，而是一种能帮助投资者形成更为稳固、更具穿透力的投资判断力。



第九章：

美国经济环境与股票市场的韧性

2019年8月30日

近期，媒体密集聚焦于全球增长动能放缓的担忧，尤以“收益率曲线倒挂”最为引人关注，许多解读将其视为经济衰退的先兆。本期分享，将为读者就这一现象背后的逻辑进行梳理，并结合我们的投资视角做出简要观点分享。

当前收益率曲线趋平甚至倒挂，其背后并非单一信号所能概括，而是结构性趋势与流动性力量共同作用的结果。近年来，全球利率长期维持在历史低位，大型机构如养老金、主权基金持续涌入长久期债券以获取相对稳定但有限的回报。同时，全球主要央行纷纷采取宽松政策，充沛的流动性大量涌入固定收益市场，尤其压低了长端利率水平。这种“短高长低”的曲线形态更多体

现的是政策与配置行为，而非传统意义上的“经济衰退信号”。正因如此，如2018年12月与2019年5月的市场回调现象所示，在恐慌情绪释放后，基本面稳健的优质企业迅速恢复元气，反而吸引了大量避险资金回流。值得注意的是，若观察30年期与3个月期收益率这一更具前瞻价值的利差，其当前仍呈正值，显示市场对长期经济前景仍抱有信心。

我们投资策略中坚持的“现金流驱动”的流程框架，主要是在市场中严选具备持续现金流与可预期盈利能力的企业，并以“年金模型”进行定价分析。这一方式有助于我们在情绪主导的市场中穿越噪音，识别短期失真的价值机会，通过长

期一系列配置财务稳健、商业模式坚实的公司，也使组合在波动中能稳中有进。

从宏观角度来看，当下全球正处于“低增长、低通胀”的大周期之中，宽松的货币环境仍是各国政策的主基调。大量过剩资金仍被吸引至固定收益产品，甚至不乏进入负利率区域。然而随着一些具有结构性增长潜力的行业逐渐显现，资金势必会寻求更高质量、更具成长弹性的去处。因此我们理性判断，美国大型优质股仍是中长期资金重新配置的重点方向。同时，我们也持续关注市场对“温和复苏型经济体”（Goldilocks economy）的定价逻辑。在这一平和扩张、不致过热的周期阶段，权益资产往往表现优异。事实上，这一特征早在1990年代就已多次验证。而本轮周期中，全球央行的持续宽松政策无疑将进一步强化这一趋势。

在负利率或超低利率环境下，央行资产更多配置于长久期债券；与此同时，部分市场参与者开始转向股市中具备“类债券收益”的稳定资产，亦或选择贵金属等避险工具作为补充。我们投资策略侧重于企业可持续性的现金流价值，以三年为周期评估其业务前景和盈利路径的兑现可能性，并且持续关注其穿越市场周期、具备代际延展力的结构性增长特征，为投资组合提供更为稳健和具有长期价值的回报。

在当前市场环境中，我们对美国金融板块进行了有节制的战略性增持。当前美国银行体系整体资本充足、流动性稳健，而我们重点配置的金融企业正处于由“稳健运营”走向“增长释放”的拐点期，估值仍处于合理区间，也是组合长期看好的优质资产之一。



第十章：

波动背景下的结构性增长

2019年10月10日

关注于结构性增长特征一直是我们的投资体系中不可或缺的基石。衡量一家企业“韧性”的方式，不止在于短期业绩的起伏，更是分析其是否能围绕那些贯穿完整市场周期、具有代际延续性的宏大主题，持续制定并践行清晰的长期战略，从而兑现其深层增长潜力。之前的章节中为投资者分享过的“动物健康行业”，便展现出鲜明的结构性增长特征。其中，宠物医药作为一个高成长、低价格弹性的细分领域，正逐步成为全球大型制药企业争相加码的重点方向。要在此类赛道中率先布局，便要求我们在公司研究、管理层沟通、趋势追踪与战略理解等多个维度上持续领先、保持洞察。

结构性增长分析视角的另一显著优势，在于其在市场波动期所体现出的“避风港”属性。当不确定性上升、市场寻求更高确定性时，这类企业凭借其业绩的可预测性与兑现路径的清晰性，往往更容易获得资金的倾斜。以微软公司为例，随着人工智能算力不断嵌入大型企业系统，其收入结构正逐步向稳定可持续的订阅模式转型，所展现出的成长韧性已远超市场最初预期。正因如此，我们将其视为核心持仓，在其估值低于基本面时积极加仓，而在市场情绪高涨时则适度调整合理仓位，保持组合平衡。

与此同时，密切关注市场资金的阶段性流动也是关键的研究方向之一。近期我们观察到部分

资金开始流向估值较低、对宏观经济高度敏感的周期性板块。这种轮动虽不一定构成趋势反转，却常能反映出市场预期和情绪的边际变化。我们固然警惕“情绪主导”的配置路径，但对于具备结构性增长动能、却暂被市场视为周期性的企业，我们更倾向于在其被错定估值时，静候良机，耐心布局。以部分半导体公司为例，尽管其估值暂受短期供需波动影响，但我们已看到其长期需求正逐步从传统应用迁移至人工智能、智能制造等结构性赛道，未来的重估空间值得期待。

此外我们亦观察到，真正具备结构性增长能力的公司，往往拥有更具远见与执行力的管理团

队。他们不仅清晰洞察自身成长路径，且能制定明确、节奏可控的发展蓝图，并在利润增长与现金流释放方面展现出稳健成熟的管理能力。在完整的市场周期中，这类企业常常能够持续获得市场给予的估值溢价，直至成长动能趋于平缓。而当这一临界点临近，是否选择阶段性退出，将成为我们下一阶段审慎思考的重要课题。结构性增长不仅是一种投资理念，更是一整套贯穿研究逻辑、判断框架与执行节奏的系统性方法论。希望本章内容能帮助读者更深入理解我们的投资思维，并帮助在读者审视投资市场、布局未来的过程中提供值得信赖的参考。



第十一章：

慢增长时代的投资理念——行稳方能致远

2019年12月13日

过往的期刊中，我们曾提出这一观点：在“低增长、低通胀”的宏观背景下，权益资产往往脱颖而出，成为表现最为亮眼的资产类别。或许读者会好奇，背后的逻辑何在？答案正藏于一种被称为“恰如其分”的经济状态——增长尚未迟滞至引发衰退忧虑，也未加速至引起通胀隐忧。在这一区间中，股票资产不仅承载备合理的成长预期，又兼具防御特性，于攻守之间自成平衡。正是这种微妙平衡，使得权益资产成为投资组合在过去多个周期中持续创造超额回报的重要支撑力量。

关于两年期与十年期美债收益率曲线的倒挂现象，其背后深层逻辑之一，是全球范围内长期宽松的货币政策。各国央行通过量化宽松手段，为经济增长提供支持，也压低了长端利率水平。

这一观点在当前宏观环境中仍具解释力。我们认为，相较于短端曲线，十年期与三十年前的长端利差更能反映经济的长期基本面健康状况。低利率所塑造的资金环境也为权益资产提供了充足流动性，促使部分资金由债券市场向股票市场迁移。

在投资实践中，我们在倾向于在选股时寻找兼具“结构性增长特征”与“合理估值”的标的资产。其中，奢侈品消费行业便是我们重点关注的领域之一。奢侈品与高端生活方式板块作为全球可选消费中的核心领域，是我们重点配置的方向之一。奢侈品消费的持续增长，既受益于亚洲中产阶层的崛起，也与新生代消费者对品质、品牌传承与生活方式表达的追求密切相关。这背后所

反映的是深层次的消费结构演进，也构成了我们判断其具备长期成长韧性的基础。所纳入组合的两家奢侈消费品集团，多年来专注于品牌价值的沉淀与拓展，展现出卓越的经营能力与资本配置逻辑。例如，路易威登轩尼诗集团 (LVMH) 近期收购蒂芙尼品牌 (Tiffany)，不仅增强了其在全球奢华珠宝市场的布局，也显著提升其在北美地区的品牌影响力。随着两大品牌在渠道、文化与设计语言上的融合逐步推进，我们相信其股东价值创造能力将进一步释放，长期回报潜力亦愈加清晰可见。

投资决策的核心要义之一，要求投资者理性判断企业能否真正兑现其结构性增长逻辑。在实践中，这一判断依赖于自上而下的宏观审视与

自下而上的深度调研相结合，以及多情境压力测试与的严谨方法论的交叉验证。这些要素共同构成支撑标的资产兑现其结构性增长潜力的关键基础，同时也需有节制地管理投资组合的回撤风险。在组合构建层面，我们坚持行业之间与公司之间的多元化配置策略，以提升组合在不同市场环境下的稳定性与抗压能力。

作为一个以结果为导向的理财团队，我们持续审视并优化自身的研究流程，主动引入更具系统性与洞察力的分析框架。在不断学习与实证积累的过程中，致力于构建更加稳健、可持续的判断体系，从而为投资者创造具有长期可持续性的投资回报。



第二辑：2020年02月至2020年12月

2020年，新冠疫情短暂地为全球经济按下暂停键，却无意间加速了数字化服务的转型。得益于前期扎实的深入尽调，我们在第一时间超额配比大盘科技股的持仓，这一决策使投资组合的表现与宏观趋势高度同频，在全球经济因疫情紧缩的背景下，全年纳斯达克指数逆势上涨48%。

同一年，我们曾将小盘股纳入投资组合，主要的逻辑是基于不少小型公司正处于成长初期，具备广阔的结构成长性空间，因此看似颇具投资吸引力。随市场环境 with 风险溢价特征发生转变后，我们因而决定撤出小盘股。这一调整背后的决策框架和复盘思考将在后续章节详述。



第十二章： 投资风险的定义

2020年2月14日

本期期刊将探讨一个投资过程中至关重要却又常被误解的核心概念——“风险”。相信不少投资者耳熟能详一句金融箴言：“高风险，高回报。”这句看似浅显的表达，在很多人心中已根深蒂固：波动越大，风险越高。然而，对真正理性且追求长期价值的投资者而言，理解“风险”的本质，远远不应止步于此。

在大众认知中，风险常常等同于价格的剧烈波动，仿佛价格图表的涨跌幅便代表了投资成败的全部。然而，真正的风险并非浮现于价格的浮动，而在于企业能否兑现其创造价值的能力。归根到底，股票是一种权益的表达，代表着投资者对未来企业盈利的参与权。当一家企业的内在价

值远高于市场当下给予的定价，随着时间推移，这种“认知差”终将被市场修正，买盘力量随之聚集，价格也将回归其应有之位。这一过程本质上并非投机的结果，而是商业逻辑与价值兑现的自然演化。因此，真正对“风险”定义的认知，并不是停留在价格的起伏不定，而是企业盈利能力的是否缺失，即其兑现长期增长承诺的能力是否足够可信。当一家企业拥有强劲而持久的盈利动力，即便价格短期波动频繁，其长期投资价值依旧坚定可期。因此，在投资实践与决策判断中，我们将评估企业的基本面置于分析的关键要素：若企业正处于扩张期，其增长潜力是否能实质转化为股东回报？若企业正在经历管理层更迭或战略

重塑，新领导团队是否具备翻转命运的能力？这些才是投资风险管理中真正关注的维度。而短期价格的涨跌起伏，反而成为捕捉价值的窗口，而非风险本身。

回顾2019年，我们的投资组合取得了令人满意的表现。进入2020年，一些投资者可能会提出：“是否该采取更保守的策略？”对此，我们依旧选择回到基本面出发，反问自己：“企业的盈利能力是否已至高峰？”因为真正左右估值高低的，始终是企业未来的盈利表现。值得提及的是，组合目前所持公司大多仍处在健康、可持续的盈利增长轨道中，实际表现普遍优于市场预期。更为重要的是，这些企业普遍具备平台型商业结构与强大的网络效应，其构筑的长线价值尚未被市场充分定价。正因如此，尽管短期波动频繁，我们并不将其视为风险，而是视为逆势布局的良机。正如我们在2018年12月与2019年4月所布局的那样，面对贸易摩擦引发的市场调整，精准捕捉市场修复的机会，并果断增持仓位。理性的投资者需以企业的长期经营质量与持续获利能力，来理解与定义“风险”。唯有回归本质，才能在波动中找到得沉淀的价值所在。投资，不应是对价格的短期反应，而是对价值的长期追索。

这正是“复利的力量”所蕴含的真正含义，结构性增长在岁月中自我累积，终将开出超越市场定价的丰厚果实。

与此同时，我们始终重视下行风险的防控。譬如，一只股票若下跌50%，要恢复原位则需上涨100%。因此，那些基本面恶化、缺乏长期竞争力的公司，即便价格“看似”便宜，我们也极少触碰。因为在失去了持续增长动力后，这样的企业往往难以回归昔日光环。基于此，我们在建仓前会在财务模型中调降增长预期，构建出“最坏情形”估值。如果某公司当前股价已经贴近这一保守区间，我们便可判断其潜在的下行风险已被大致消化，从而为投资带来理性的“安全边际”。

在投资实践中，投资者应对风险的定义保持理性判断：高波动并不等同于高风险，而真正的高风险资产，也未必总能兑现所谓的高回报，这正是大众投资认知的误区所在。那些具备结构性增长潜力、处于扩张周期、且估值尚未充分反映其价值的企业，才是最能在风险与回报之间实现稳健平衡的投资载体。



第十三章： 攀越忧虑之墙

2020年3月6日

在与投资者的交流中，我们始终倡导将“风险与回报”的认知放至更为宏观、更为长远的视角审视上，而非跟随市场的短期波动起伏情绪。富兰克林邓普顿基金创始人约翰·邓普顿 (John A. Templeton) 曾言：“牛市诞生于悲观，成长于怀疑，成熟于乐观，消逝于狂热”，这句箴言至今未曾过时。早在上世纪三十年代，邓普顿便确立了前瞻视角下的投资哲学，即便当时资讯尚不发达，逆向思维已为投资远见者铺就了先机之路。市场之所以偶时失效，源于它的反应性容易被表层消息牵引，引发股价剧烈波动，进而被误读为“风险”。但如读者所熟知，真正的风险，并不源自日常波动的股价，而是企业能否兑现其长期盈利

目标。越接近实现目标的企业，其路径越清晰，风险越低；而偏离目标较远的公司，不确定性则较大。因此，如果从企业本质角度而非市场短期反应去审视风险，最终构建出的投资组合，将更具韧性与长期价值，足以穿越完整的市场周期。

当今不少投资者对“逆势投资”一词的理解，仍停留在“低买高卖”的浅层逻辑，专注于低价股本身。然而，仅靠价格吸引力并不足以构成投资的理由。要成为真正有价值的逆势投资标的，企业需具备可兑现的催化因素 (investable catalyst) 推动其估值回归。例如，往期提及的动物医药领域中，诊断技术这一利基趋势便构成强有力的催化因素；此外，我们持有的众多半导体

芯片企业，凭借多元业务线受益于数据浪潮的崛起增长，也是这一理念的实践体现。这些企业如果因大盘回调而被短暂错位，往往视为布局加仓良机。近期纳入组合的英伟达NVIDIA，便是此类典范：具备清晰的长期增长路径、执行力突出的管理层以及在半导体产业中的战略优势，皆构成对未来保持可期的投资信心。

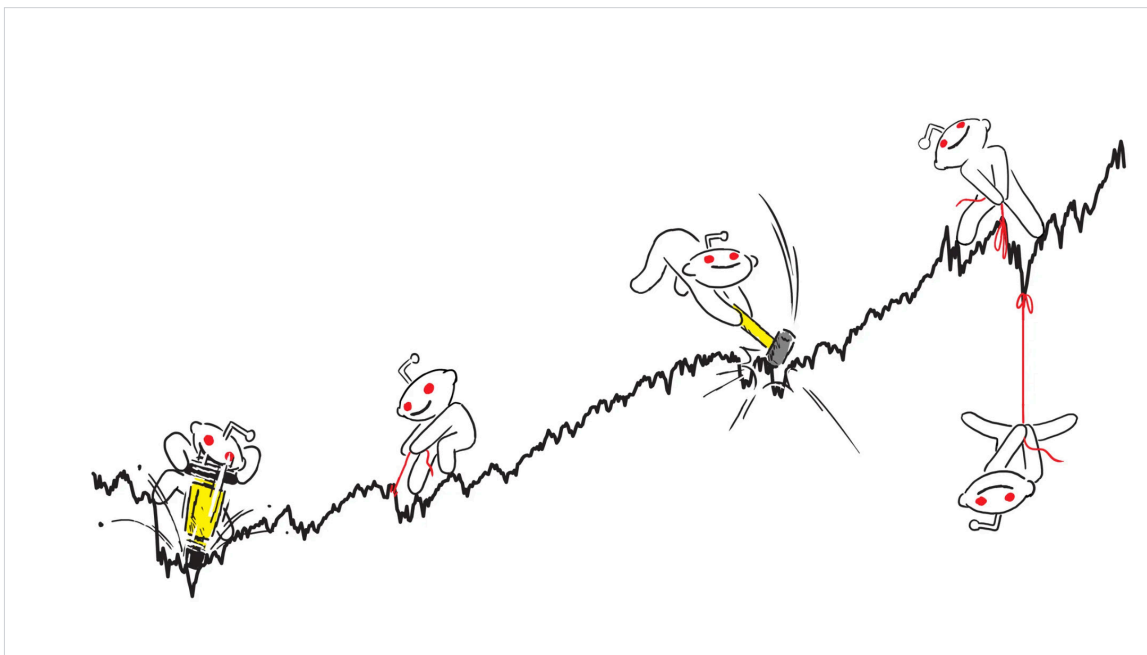
关于新冠疫情所带来的市场影响，如将标普500指数成分公司平均对中国营收敞口（约6%）与某些个股大幅波动对比，不难发现，市场反应常常远超实际影响。但这类“成长恐慌”

(growth scare) 所制造的市场错位，反倒为长期投资者提供了以合理价格买入优质企业的机会。若从更长远的视角评估“风险”，真正的“低买高卖”并非寻求短期套利，而是应以审慎估值并锁定具备复利成长能力的企业，才是核心的投资理念，也是将对“风险”的定义，与企业创造长

期价值的路径保持高度契合。在组合策略方面，我们近期增配了受疫情短暂冲击、但具备长期增长动能的行业，如半导体、医疗保健、旅游与休闲板块。这些企业虽暂遇挑战，但凭借稳固的客户基础与结构性增长的优势，有望快速修复估值，重拾上行势能。

在金融行业中，有一句常被引用的话：“攀越忧虑之墙”（详见图一）。其意指市场在充满怀疑与焦虑中依旧稳步前行，投资者若能坚守投理念原则、专注于优质企业并保持投资纪律，常常会获得丰厚回报。所述图片便形象展示了此逻辑：无数次短期回调，放在时间的长河中，最终都演变成了极具价值的买入良机。本轮疫情同样是此类契机之一，一部分缺乏定力的投资者正逐步被更具远见、信念坚定的长期资金所替代，这一过程也为市场的长远稳健发展奠定了坚实根基。

图一：攀越忧虑之墙



图片来源：Matija Medved 彭博社；商业周刊



第十四章：

投资启示——洞见卓越投资者的思维框架

2020年3月16日

在投资之道上，真正卓然出群者，往往心有所师。许多志在卓越的投资者不约而同地提到，良师益友的引领，是他们打磨技艺、升华认知的关键一步。即便如巴菲特 (Warren Buffett) 这般享誉全球的投资大师，也曾谦逊地致敬其思想源泉。当被问及“应读何书”时，他提到了菲利普·费舍尔 (Philip Fisher) 的《普通股与不普通的利润》，这本书被视为增长型投资的圣经，为无数后来者照亮了股票投资的前行之路。启发于大师的思维框架之中，远比随波逐流更具穿透力。在市场波涛起伏之际，那些深受价值观浸润的投资者，往往能更从容地穿越恐慌，守住内心的秩序，以清醒的认知抵御市场噪音，在投资之旅中坚守笃定而理性的判断力。在我们的投资实践中，始

终坚持长期视角与逆势布局的投资策略是我们与短线投机者截然不同的理念之一。这一理念使我们往往能先于市场识别未被广泛关注的投资机遇，无论其源自独特的商业模式、特定主题的时间窗口，亦或是市场风向中的结构性转变。在过往的分享中，我们曾引用富兰克林·邓普顿 (Franklin Templeton) 创始人约翰·A·邓普顿 (John A. Templeton) 的一句经典名言：“牛市诞生于悲观，成长于怀疑，成熟于乐观，消逝于狂热。”鉴于当前纳斯达克、道琼斯及标准普尔500指数的剧烈波动，若邓普顿先生仍在世，或许会认同我们当下正处于一个充斥极度悲观情绪的市场环境阶段，恰如当年世界卫生组织所宣布的大规模全球疫情大流行之时。在此背景下，我们亦

希望提醒投资者谨记彼得·林奇 (Peter Lynch) 提出的忠告：“投资者为应对回调所做的准备，或试图预测回调所造成的损失，往往远远超过真正回调本身带来的影响。”这不仅是一种冷静的市场观察，更是一种理性的投资态度。这点至关重要，因为许多散户投资者往往在市场低点时被情绪驱使出场，只有等到复苏迹象显现并趋于稳定后，才重新进场。本周我们与一位Uber司机交流时，他颇为自豪地告诉我们，已清仓所有股票，并计划等“前景明朗”时再入市。然而，这样的逻辑忽略了市场“前瞻性贴现机制”的本质，即市场不是在当前发生之事上定价，而是提前对未来进行贴现预判。当预期极度悲观时，即便现实数据继续恶化，市场也可能反弹。回顾2008年10月至2009年3月的金融危机期间所见，尽管经济数据持续走低，但市场却已开始回升。因为在无序与恐慌中，许多经验丰富的投资者能理性的看到“最糟糕的情形已被计入价格”的现象，因此当实际数据好于预期时，资产价格便会迅速反应。统计研究亦表明，错过市场中最好的20个交易日，对投资回报的打击远远大于在回调中承受短期损失，这便是林奇先生那句箴言背后的投资智慧。此外，来自实体经济的情绪信号往往可作为反向指标。以那位Uber司机的观点为例，其所代表的极度悲观情绪，或许正意味着市场调整已接近尾声，而非刚刚开始。用沃伦·巴菲特的话说：“在别人贪婪时恐惧，在别人恐惧时贪婪。”

近期，不少市场评论者预测发达国家将在年内步入衰退。这种判断或许并非空穴来风。正如我们所强调的，市场往往是前瞻性的：在经济数据尚未走弱前，价格已率先消化了悲观预期。与2007/2008年波及全球的金融危机不同，尤其北美地区的企业资产负债表更为稳健，银行体系资本充足，各国中央银行也已展现出迅速而有力的政策响应意愿。因此，倘若经济确实步入衰退，其成因更可能来自盈利调整，而非系统性

风险，修复路径也相对清晰。换言之，即便经济进入下行阶段，届时市场或许已提前在预期中的刺激政策将转化为未来增长的那一刻启动反弹。此外，从估值的角度看，截至本文撰写时（2020年3月16日），标普500指数的远期一年市盈率为15倍，意味着预期收益率约为6.7%。即便保守假设未来盈利下调10%，预期收益率仍可达6.0%。这一回报率，在当前利率环境下，仍具备显著吸引力。相比所谓的“安全资产”，如30年期美国国债，其收益率仅为1.56%；而黄金虽具保值属性，却不具备现金流；现金则更是在美联储将隔夜利率降至0-0.25%区间后陷入边际回报更趋于“无息”。而股票在当前环境下，依旧展现出良好的回报前景。尽管市场经历了一轮周期性修正，我们仍坚定认为，股票资产的长期配置价值依然清晰可见。最后，关于时间跨度的一点注释：投资时间维度越长，投资收益的复利效应越显著。设想一只当前交易价格为100美元的股票，若其年化复合增长率为12%，两年后股价可望达到125.44美元，年均收益为12.72美元；而若持有期延长至五年，则其总值将增长至176.23美元，年均回报升至15.25美元。正如这个例子所示，增长的复合性不仅体现在收益本身的提升，更在于其随时间推移而不断放大的累积效应。即便在短期内出现调整，若股价回落至80美元，在12%的年复合增长之下，未来涨幅反而更可观，年化回报将高达20%。由此可见，为了收获更有质量、更具厚度的长期成果，适度放弃短期波动中的“表面胜利”，反而是一种更为从容、更理性的智慧。本章篇末，我们希望提醒投资者，在市场波动中应秉持理性与从容。真正值得坚守的，是穿越短期喧嚣、着眼于长远未来的目光。在呈现“赢者通吃”格局的行业中，唯有具备清晰成长路径的优质企业，才能最终脱颖而出，获得资本市场的长期认可。



第十五章：

标普500指数的前瞻性定价逻辑

2020年4月24日

撰写本章此刻，愿您与家人心有所安。随着各国卫生机构不断发布疫情警告，社会疏离政策相继落地，许多企业也陆续转为居家办公。在当前背景下，我们认为，即便当下市场充斥着令人不安的负面消息，当疫情逐步趋于缓和，那些能穿越周期冲击的企业，其基本面反而有望变得更加坚实。资本市场贯穿始终的底层逻辑并未改变，它依旧是一种面向未来的贴现机制，即所反映的并非当下的现实，而是对未来可能场景的集体预期。在坏消息持续释放时，市场往往会过度调整，甚至在实际恶化之前，就已将最悲观的假设计入价格之中。即便经济数据仍在走弱（正如过去数周所见），市场却可能逆势反弹，原因就在于“预

期差”的修正，只要边际信号略优于此前的极端预判，情绪就会迅速反转。

本期刊中，我们希望与投资者探讨标准普尔500指数作为“前瞻性贴现机制”的核心逻辑。我们的投资理念始终锚定于长期趋势与结构性成长，致力于在经济扩张周期中捕捉增量机会，在下行周期中稳妥资本安全。这些主题多深植于具备行业壁垒的利基市场领域，例如动物医疗、数字营销与云计算等，都在过往的期刊中多次提及。相关企业普遍具备稳定的经常性收入模式、与客户的高效数字化交互，以及出色的人均产出效率。因此，即使面对当前市场的剧烈波动，这些公司仍展现出较强的估值韧性与下行防御力，

反映出其内在经营质量与市场认可度的双重支撑。

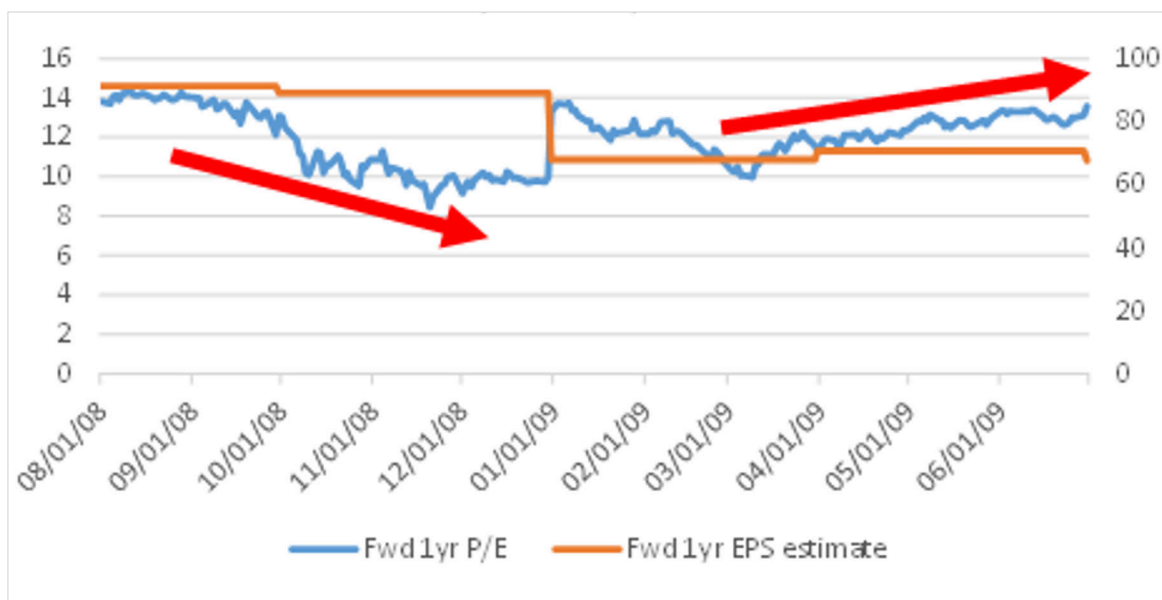
正如投资者所知，从长远视角而言，股票价格终将围绕企业真实盈利回归估值定价。然而在经济低谷中，市场常因恐慌超前反应，股价大幅滑落，反而酝酿出难得的投资良机。以2008年9月至2009年3月为例，尽管盈利预期持续下修，股市却提前反弹。因为剧烈下跌早已透支了悲观情绪，等到2009年3月盈利仍未见底之时，标普500指数已开启历史性的牛市征程。这一轮新冠疫情的市场走势亦存相似之处，剧烈回调之后，市场正在中期修复，即便表面消息仍显悲观。第二季度财报将成为企业是否具备穿越周期、超越市场一致预期的重要分水岭。

在投资组合的定位上，我们的大部分资产聚焦于具备“避风港”特性的板块，即那些具有长周期生命力、现金流稳定、受疫情冲击相对有限的经常性收入型企业。事实上，以纳斯达克100指

数为代表的大盘成长股自经济下行初期起，这些企业表现便持续优于整体市场，背后正是其商业模式的韧性与较低的消费风险所支撑。对此，我们进一步增加持仓配置，尤其聚焦于云计算及企业服务相关的半导体板块。例如，随着远程办公的常态化，微软公司Microsoft Teams的使用持续攀升，该公司便是我们在市场回调中逆势加仓的代表之一。与此同时，我们亦保持对两个受冲击最深行业的持谨慎态度，即传统能源行业与非必需消费品行业，目前在这两大板块的配置分别为零持仓与低幅配置。

如图一所示，我们希望传递一个始终不变的市场信号：历史从未缺席每一次市场在恐慌中重建信心的时刻。即便如2008年那般深刻的经济动荡。当企业盈利触底、利空尽现之际，市场依然率先复苏，源自于早已将最坏的预期纳入定价。而今我们正目睹相似轨迹——大盘成长股以其稳定的基本面和持续的盈利韧性，在动荡中护

图一：盈利下修滞后与估值压缩的交错节奏



数据来源：彭博社

住资本，重新赢得市场的青睐。正如约翰·邓普顿（John Templeton）所言：“牛市诞生于悲观，成长于怀疑，成熟于乐观，消逝于狂热。”对于具备长远眼光的投资者而言，本轮牛市的深流仍在，积极情绪正在悄然积聚，等待一个新的转折点。

真正成功的投资从不是孤立地捕捉一家公司、一个时点，而是将每一笔布局，纳入更大的历

史背景与市场语境之中。个体企业的起伏，应置于趋势、周期、情绪三维之上审视。在通往长期复利的征途上，理性的投资者应始终秉持敬畏与谦逊，在实践中不断修炼认知。唯有在市场低谷中沉稳守望，才能在回暖来临时果敢出击，把握那转瞬即逝的机遇。



第十六章：

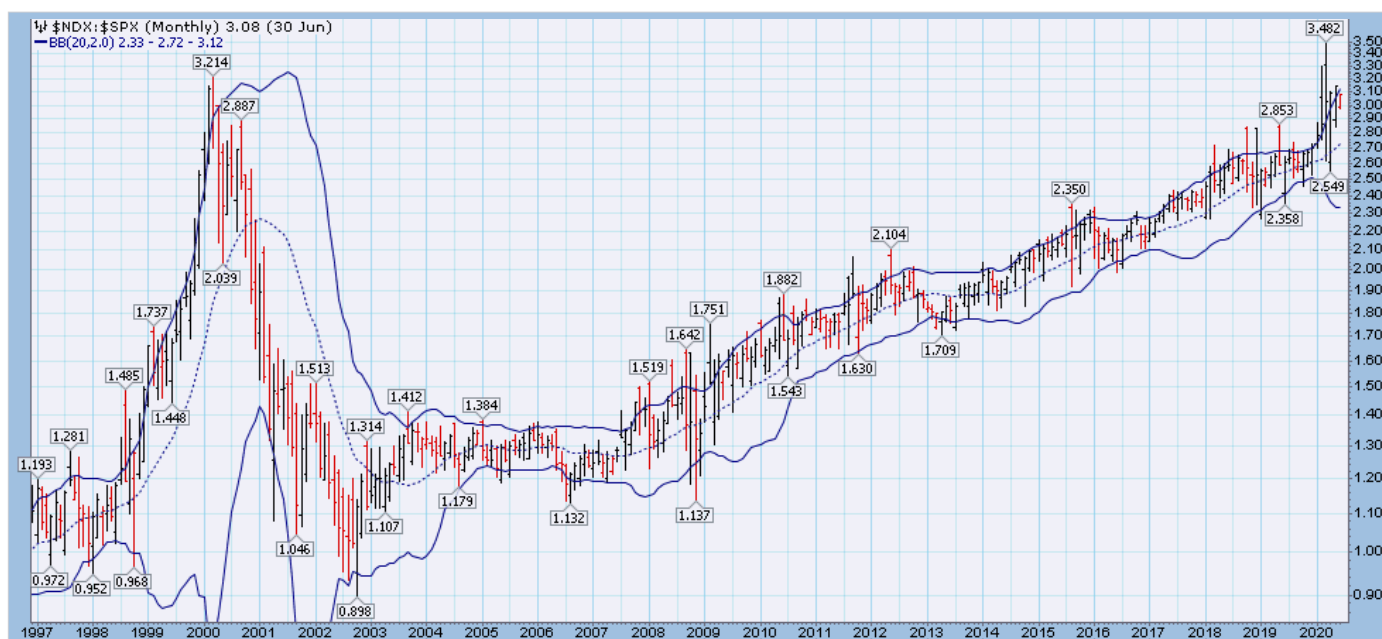
成长性资产的防御属性

2020年6月5日

1997年5月15日，亚马逊公司 (Amazon) 以每股18美元的价格正式上市。截至2020年5月，若当年投入\$10,000美元的种子投资，资本将升值至约\$1,200万美元，这个例子极大彰显了趋势性长期增长的力量。一个秉持长期视角、锚定宏大目标捕捉市场时机的策略，往往更有可能收获持续深远的成果。拥有广阔成长跑道与长期执行能力的优质企业，才是趋势型增长周期中的长期赢家。亚马逊的成功便是这股“长期主义”精神的缩影。事实上，作为企业掌舵人，杰夫·贝佐斯 (Jeff Bezos) 始终坚守长期视角。即便公司股价数度触及历史高位，他从未止步，反而持续增加云计算业务的再投资。正是这种坚定信念，赋予了亚马逊穿越周期、不断崛起的力量。他的远

见与使命是：在一个高壁垒、高利润的双垄断市场中，选中具备主导力的赢家，并通过战略聚焦实现零售向数字帝国的演变。另一例证来自奢侈品巨头路易威登轩尼诗公司 (LVMH)，该集团近期完成对蒂芙尼 (Tiffany) 的收购，由此将业务版图从欧洲延展至利润丰厚的美国高端珠宝市场，战略眼光可见一斑。归根结底，趋势性成长的核心价值在于：时间将复利效应转化为财务结果，推动企业利润持续增长，甚至实现加速释放。我们所严选且纳入组合的行业，往往孕育于企业内生利润的成长逻辑之中，历经自我修复、稳步发展，最终赢得市场的高度认可。企业盈利能力越强，资本市场给予的定价也就越高，其股价亦水到渠成。

图一：纳斯达克100指数与标普500指数表现对比



数据来源: Stockcharts.com

本章分享的第二个主题是：趋势式的长期增长，本身往往就是抵御市场波动的最佳“护城河”。投资市场的范畴极广，从固定收益类的债券、银行定期存款（GIC）等保守工具，到充满潜力的成长型股票皆涵盖其中。而在增长型资产中，某些细分领域依旧具备防御属性，其商业模式稳固，足以抵御波动、穿越周期。以近期的新冠疫情为例，那些处于长期趋势增长前沿的优质企业，尤其是纳斯达克100指数成分股，即便在经济最黯淡的时刻，也展现出不逊于标准普尔500指数的坚韧表现（详见图一）。这背后的原因，在于这些公司普遍拥有稳定的经常性收入结构与强健的资产负债表，如同一道护盾，使其不仅得以在疫情冲击中稳住阵脚，更有望在疫后时代中持续繁荣。下文中，我们将进一步探讨三个经受住本轮冲击的趋势型长期增长投资案例，剖析它们如何穿越逆境、展现价值。

首先，随着越来越多的企业职员转向远程办公，对云计算及其所依托的敏捷组织基础设施的需求迅速攀升。因此，那些早已围绕“云用户”构建出独特且值得信赖价值主张的企业，便在此轮变革中展现出显著优势。这也印证了我们投资理念中的一项核心原则——以足够长的时间维度，支持趋势性增长主题在企业财务表现中的逐步兑现，并最终在股价中得到体现。微软公司（Microsoft）正是这一逻辑下的典型受益者。在疫情前，公司已在客户组织内部推动数字化转型与迁移的进程，而疫情的到来，更是加速了这一进程。其核心云计算服务平台Azure，即使在经济低迷的核心阶段，依旧保持近60%的增长。我们可以将云计算比作一项“基础设施租赁”，技术行业中称之为“软件即服务”（SaaS）。这类服务的收费模式以经常性收入为主，因此在市场波动中表现出更强的韧性和独立性。正是在这种环境

下,企业因转向“远距办公”而衍生出新的需求,进一步推动了这些服务的增长。而当市场逐步复苏,客户对技术创新的需求亦将再度提升,为经常性年金收入注入新的增长动能。如图二所示,微软不仅显著跑赢了标普500指数,更优于其所在趋势性成长资产群体的纳斯达克100指数。

数字广告是第二个展现出防御性护城河的行业例证。它与传统大众媒体(如电视)的最大区别,在于其可衡量性:广告商能够直接追踪某一广告活动的投资回报,观察用户反应,并在必要时迅速调整策略。正因具备这一本质特征,数字广告能够在经济环境转好时迅速恢复投放,并在动荡中保持灵活。我们所持有的两家数字广告商龙头——Facebook与Alphabet,均指出这一趋势已在2020年4月的前几周初步显现:广告需求趋于稳定。这为投资者带来了信心,因为广告作为GDP中对消费最敏感的板块之一,往往是率先反弹的信号。此外,Facebook还公布其月活跃用

户数环比增长10%,印证了其平台在不确定时期的使用价值与黏性。

本章第三个剖析的例证是英伟达公司(NVIDIA),半导体芯片行业所蕴含的结构性长期增长潜力始终是我们重点关注的领域之一。随着设备复杂度的提升、对数据传输与存储效率要求的不断提高,以及新型内容所需的计算能力的日益增强,半导体的重要性愈发凸显。其应用范围正不断拓展,涵盖了游戏、医疗、云计算、个人设备等多个领域。NVIDIA作为该领域的领军者,其GPU芯片不仅广泛用于高性能游戏与云计算,如今也成为医疗行业关键的算力支持工具。尤其在新冠病毒的诊断与疫苗研发中,DNA测序的高效处理正离不开强大计算芯片的加持。我们在此次经济低谷中布局增持NVIDIA,目前已成为为投资组合中持续贡献价值的重要配置之一。

图二: 微软与纳斯达克100指数表现对比



数据来源: Stockcharts.com



第十七章：

小型企业创新者

2020年7月16日

在与投资者的交流中，我们常被问及一个核心议题：当前疫情是否会引发一场因盈利下滑而引致的经济衰退。试图回答这一问题前，不妨回顾2008至2009年金融危机的成因。当时的市场波动源于银行体系内部的次贷泡沫危机，而2020年的疫情则是一次突如其来的外部冲击，导致经济暂时停摆。如今，在前所未有的政策扶持下，北美各国维持接近零利率的货币环境，加之企业在疫情前仍展现出坚实的盈利势头，我们认为此次低谷之后的复苏节奏或将快于以往。事实上，已有迹象开始印证这一趋势。若将投资视角适度拓宽，便可发现，这场疫情反而加速了我们所坚信的结构性成长主题的显性化。那些具备深厚资产基础、充裕现金流和稳健负债结构的企业，得

以在动荡中留住企业人才，持续推进前瞻性的创新与布局，正如以往期刊所详述的实例所示。趋势式的长期成长策略，不仅是一种稳健的投资方式，更是应对不确定性的坚实航标。因为真正具有持久盈利能力的企业，往往能获得市场更高的估值认可，并在时间的长河中，为投资者带来可持续的复利回报。

迈入下一阶段的理财实践中，我们的组合将开始引入更多具备成长潜力的小型至中型企业，聚焦于市值介于25亿至100亿美元之间的美国公司，以补充当前蓝筹企业为核心的投资策略。这一类别的公司不仅能受益于长期趋势推动下的“股东式投资”逻辑，更具备加速释放股东价值的潜力。尽管相较于大型蓝筹企业，这些公司或许

展现出更高的波动性与灵活度，但它们同样承载着可持续财富积累的基础，具备清晰的趋势驱动力与审慎合理的估值。正是这些特质，将在时间的推演中成为胜出的关键，最终为投资者带来可观的回报。正如一句古语所言：“耐心虽苦，其果必甜。”

当前，我们尤为关注一类正在发生结构性转变的行业。人们的支出重心正从“可有可无”的非必需品，转向“不可或缺”的核心生活需求。这种行为变迁正在悄然重塑若干关键行业的价值版图。以网络安全为例——十年前，它或许仍被视为企业的“防御奢侈品”；而今在后疫情时代，网络安全早已成为维系组织运转的“数字基础设施”。在这场转型之中，身份验证不再只是技术手

段，更成为企业边界的第一道防线。我们近期纳入组合的PING Identity公司，正是这一变局中的践行者。随着企业将网络安全列入核心预算，其经常性收入结构愈发稳固，而这也为其商业模式注入了更深的韧性与广阔的成长空间。

此外，组合近期关注的另一个领域是医疗健康数据分析。在这一行业中，随着消费者逐步获得更多自主权与选择权，他们在医疗决策中的参与度显著提高，从而正在重塑整个美国的医疗成本结构。目前我们正深入研究多家相关企业的商业与经济模型，期待不久后能与读者分享其中的洞见，亦一同解析这些企业在复杂体系中所展现的独特价值逻辑。



第十八章：

趋势型增长投资的逻辑结构与投资策略构想路径

2020年9月24日

本期的分析主题聚焦于我们选股背后的思维路径：如何识别一条足够坚韧且持久的投资主线、从何处汲取灵感、又如何判断这些构想在疫情之后的世界中，是否依然具备延展性与价值。

熟悉往期内容的读者所知，我们之所以坚定选择长期趋势增长主题，正是因为它们具备可持续性、成长性、生命周期长及估值弹性等核心特质。自2018年初以来，我们持续关注半导体芯片领域，其背后的投资逻辑是：在无数应用场景中，未来的设备将越来越依赖各类工具与技术的驱动，包括个人设备终端（如iPhone）、云计算、人工智能与工业自动化。随着新技术的不断发布，应用愈加广泛且复杂，而行业上游制造与技术供应端的结构性限制亦日益凸显。首次确立这一主

题时，恰逢中美贸易战令全球需求承压，更重要的是，围绕技术知识产权的争议导致该板块估值显著错位。我们正是在这一阶段建立了仓位头寸，并在中美达成第一阶段协议后，随着市场情绪修复与估值修正，相关公司重新展现其长期增长潜力。鉴于半导体产业链的复杂协作格局及智能化技术路径仍处初期阶段，未来空间依然广阔。2020年3月全球疫情引发的衰退期间，我们适时布局策略并增持该板块头寸，当前亦持续看好其复苏动力与长期发展前景。

产生投资构想是投资流程的核心环节之一，我们不断从多元资源中汲取新的灵感，挖掘新的投资方向。其中之一，便是定期参与行业大会。例如今夏，我们有幸出席在旧金山举办的半导体产业

盛会——SemiCon West。此类会议不仅有助于精进投资实践，更深化了对行业趋势的认知，也为我们揭示那些可能被市场忽略或低估的主题。今年，具社会责任感的ESG投资（环境、社会与治理）成为焦点之一。主题公司Applied Materials便宣布，到2022年，其美国运营将实现100%使用可再生能源，并在未来十年内将碳足迹削减逾50%。在这一高度复杂的行业中，管理层对能源使用的周全考量以及由此而吸引的ESG关注者，正在强化我们对其投资逻辑的信心，也可能引发更多股东的关注与兴趣。

第三个本期想分享的观点是，在COVID-19疫情影响下，原本逐步推进的趋势如今显著提速，例如居家办公、云计算、半导体应用、工业自动化等领域正加速发展。在疫情主导的时代背景中，这些趋势促使一批真正具备长期成长力的企业脱颖而出。半导体芯片行业尤具代表性，它兼具对宏观经济高度敏感的特性，同时也是结构性增长的直接受益者。当前该行业的估值尚不昂贵，却已展现出可延续数年的盈利成长潜力。希望本章能为读者呈现出我们在该领域的研究视角与思考路径。



第十九章：

科技主题投资的回溯与展望

2020年10月29日

往期的分享中，我们曾向投资者多次强调我们的投资策略，始终扎根于对长期增长的信念，致力于识别那些无论在牛市或熊市中都能持续发展的结构性趋势，并将这些趋势与有能力在时间中沉淀价值的企业相结合。

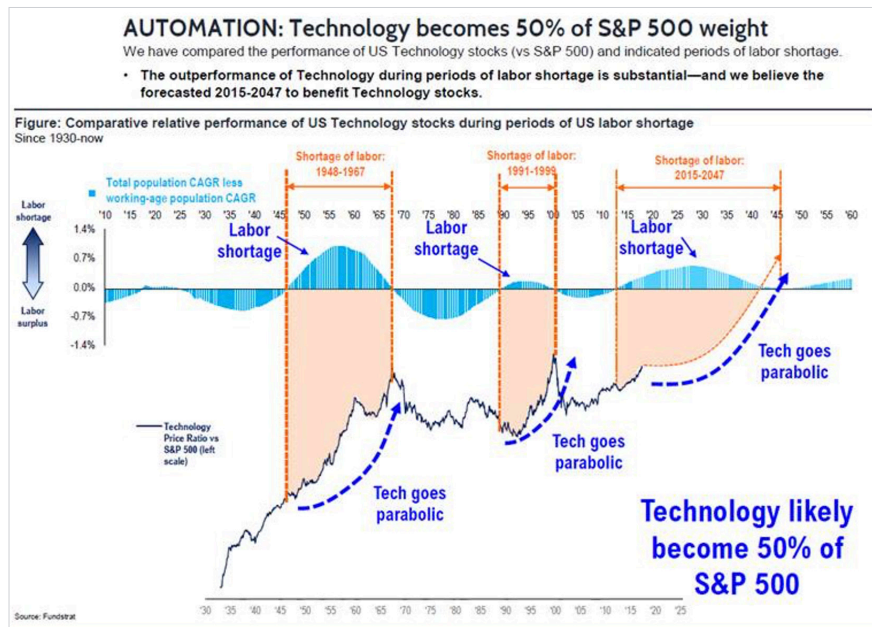
投资策略的核心理念之一，在于对“风险”的深刻理解。风险 (Risk) 不同于波动 (Volatility)，前者指的是投资本金的永久性减值，而后者则仅是市场价格的起伏。因此，在评估每项投资决策时，理性的投资者应保持对潜在风险的高度敏感与审慎思辨，同时也需择机借助短期波动带来的窗口，强化组合的优势地位。正如2018至2019年间的中美贸易战，以及2020年3月爆发的新冠疫情所展现的剧烈波动，恰恰成为我们深化布局的契机。

此投资主题的重要演化路径之一，是围绕技术

平台展开的自动化进程。如图一所示，技术密集型自动化浪潮，往往伴随着熟练劳动力的结构性短缺而兴起。正是在这种背景下，企业倾向于对生产力提升的加大投入，以弥补人力资源的不足。回顾历史，在1948–1967年与1991–1999年间，科技股的估值曾显著攀升，反映出技术浪潮与资本市场之间的强关联。而图中进一步预测，自2015年起，全球劳动力短缺再次成为主旋律，推动新一轮由技术驱动的市场格局开启。若参照过往经验，这一结构性供需失衡或将持续至2047年，为科技板块提供长达数十年的有力支撑。

驱动科技板块进一步升温的另一动因是ESG（环境、社会与治理）投资理念的广泛传播。许多科技企业本身就契合可持续发展的方向，例如，从纸质签名转向电子签名，从实体零售转向线上消费，在降低碳足迹的同时，也重塑了商业效率。

图一：技术自动化——科技板块占标普500权重达50%



数据来源: Fundstrat

这类企业不仅具备明确的增长逻辑，其环保与治理优势也正吸引越来越多的资本关注，进而成为提升长期估值的潜在驱动力。

我们管理的投资组合深度配置那些在过去十年中，于温和增长和低通胀环境下仍展现出稳定盈利能力的科技型企业。它们大多是各自领域的先

行者，具备深厚的护城河与强劲的现金流。其中涉及的趋势包括协作机器人、医疗数据分析辅助决策、以及数据中心中的人工智能应用等，这些方向仍在不断扩展，为具备长期视野的投资者带来难得的布局契机。



第二十章： 企业估值

2020年12月18日

本章的期刊分享主题是“企业价值评估”。这一理念之所以重要，源于它所蕴含的深意与现实意义：首先，估值如一面镜子，既能映照出市场对未来的已纳入的预期，也揭示了其遗漏多少可能性的碎片信息。通过理性判断和识别高质量公司，投资者可在其中甄选出那些不仅具备稳健根基、且具有吸引力估值、有望带来可观成长前景优质标的公司。其次，在市场波动之际，无论是疫情冲击，抑或贸易摩擦，一套严谨而理性的估值体系，将有助于厘清企业的真实价值，在风险与回报的之间把握主动机会，伺机于低位处果断布局。

当投资于那些具备长期趋势增长特质的大型企业时，估值的核心往往取决于市场普遍预期与

我们内部判断之间的“认知落差”。举例而言，若一家公司具备年均5%的增长潜力，而市场却仅按3%的增速定价，那么这2%的“预期错位”便蕴含着未来的修正空间，也即所谓的“盈利突击”。随着企业持续兑现增长潜力，市场认知随之上调，进而形成正向循环，推升股价回归应有水平。研究显示，积极的收益修正与股价上涨之间具有高度相关性，这也正是我们在每个财报季密切关注的重要信号。事实上，许多长期趋势型企业，正是这类“被低估的未来”。市场常常低估了它们所承载的时代方向与结构性变革。例如，早在十年前，微软与亚马逊便已前瞻性地投入云计算领域，而彼时市场并未给予其远见应有的“估值溢价”回报。随着趋势逐步兑现、成果逐步显现，其增长

开始在财报中清晰映现，估值也在一轮轮正向修正中不断提升，最终逐渐回归其应得的价值。时至今日，这类企业仍在持续兑现其增长潜能，而这正是估值背后的真正意义：它不仅关乎数字本身，更关乎我们对未来的信念与远见。

以同样的逻辑，我们也将这一估值思维延展至中小型企业的投资判断之中。与大型企业相比，小型公司的市场预期波动区间更大，因此更需依赖自身的独立判断与洞察能力。基于此，我们正在构建一套系统化模型，依据企业自身对营收与利润的内部预期，对其未来现金流进行全面评估。这种方式以企业自身预测为依据，对其全周期现金流进行贴现处理的方法，被称为“绝对

估值”。以初创企业为例，它们往往将早期大部分利润用于研发投入，使得当下利润难以成为估值的可靠依据，此时“收入增长”便成为衡量股东价值的核心锚点。通过预测其未来三年的收入增速，并对其增长趋势进行合理贴现，便能从中估算出企业三年后的潜在股价区间。这种方法，有助于我们在主流投资者尚未广泛关注前，提前识别并布局潜在的长期赢家。

总体而言，估值既是一门理性的科学，也是一种充满洞察的艺术。无论采用的是绝对估值还是相对估值，其本质始终如一：于纷杂市场中识别被忽视的价值，于喧嚣预期下厘清真实的差距，于不确定之中守住安全的边界。



第三辑：2021年03月至2021年12月

2021年，疫情驱动下的零利率市场让全球股市呈现一片“风险偏好回升”的现象。事后回望，暗流中的政策误判已悄然形成。彼时，美联储和各国央行一度认定通胀且为“短暂现象”，直到物价在供需错位与财政刺激的双重推力下快速攀升，美联储才不得已迅速收紧政策以遏制通胀，市场估值因此在2021年本轮周期高位见顶。我们也随之重新审视美联储“稳定物价，促进就业”双重使命对资产定价框架的深远影响。

面对这种不确定性，我们借机重申一条核心风险管理原则：“价格波动并不等于企业基本面风险”。波动更多反映宏观情绪和流动性起伏，而真正值得关注的，是一家企业能否拥有强大护城河并持续兑现盈利目标，这体现在其现金流韧性、商业模式与管理层的资本配置水平上。以META为例，2021年11月我们在市场高位将其清仓，这一决策是基于公司回购节奏与资本配置已偏离长期价值。事实证明，这一步让我们从容应对随后2022年的剧烈调整。2024年，META依托开源生态与庞大平台规模在AI商业化领域重新崛起，我们捕捉到这一早期反转信号回补建仓。在不同市场环境背景下灵活调节仓位和策略、又始终锚定企业基本面——正是我们投资组合得益稳健且持续产生回报的关键所在。



第二十一章：

千禧一代下的价值评估与投资流程的演进

2021年3月4日

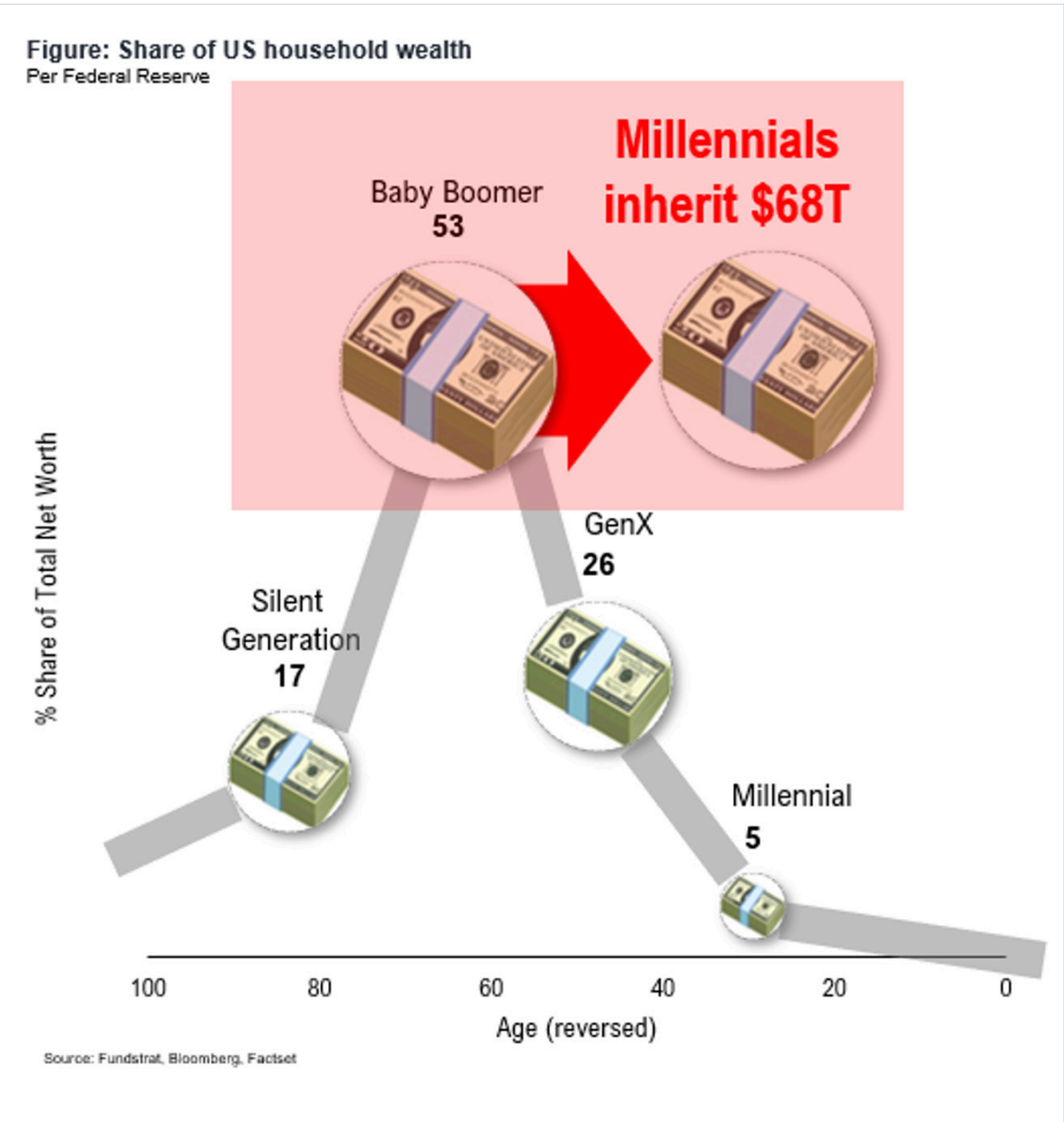
本期刊将重点探讨投资者人口结构的代际变迁这一主题。据预计，未来二十年内，约68万亿美元的财富将从婴儿潮一代传承至千禧一代，其中约有6万亿美元将在未来十年投入股市（图一所示）。婴儿潮一代倾向于构建平衡型投资组合，而千禧一代在不同的市场环境中成长，投资风格注重长期增长与价值创造，受到主题性投资理念的深刻影响，更倾向于关注未来收益潜力而非当前财务表现。总体来看，这一代投资人通常具备两个核心特征：一是更愿意等待企业成长兑现估值；二是对早期创业公司抱有更开放和前瞻的视角。这种投资偏好的转变，正在对股票市场结构带来深刻影响。

在理财实践中，我们认为，将增长主题与估值分

析相结合，是更具洞察力的投资方式，市场终将识别这类企业的内在价值。通过构建内部估值模型，我们不仅能够评估企业的合理价值，也能检验其是否达到预期增长目标，进而增强对其长期可持续性的信心。从代际财富的转移来看，这一趋势有望为成长型投资注入活力：首先，市场对成长型企业的容忍度更为提升，千禧一代更愿意承担增长过程中的不确定性。其次，市场贴现率走低意味着投资门槛降低，随着信心的增强，那些拥有持久成长能力的企业将更容易获得市场认可。最后，投资者对成长型企业的长期能力也将持有更前瞻的态度，这些变化将推动资本向具备长期经济价值和生命力的企业聚集。

我们的投资流程正在不断拓展自身的估值理

图一：美国家庭财富



数据来源：彭博社；FactSet；Fundstrat

念。企业的真实价值，必须通过在多种经营情境下的表现进行评估，尤其是其现金流的生成能力。在不同的市场环境中，唯有深入理解企业的业务模型与财务韧性，才能准确判断其内在价值。以往的理念实践更多依赖定性判断和经验

积累，而当前我们的研究方法正朝着更系统化的方向发展，将逐步融合直觉洞察与严谨的定量分析，从而更全面地衡量企业的价值创造潜力。这一方法在“新经济”企业中尤为关键。对于这类企业而言，是否具备将庞大的市场机会有效货币化

的能力,往往决定了其长期价值能否真正释放。为此,我们持续优化分析流程,以更精准地识别并量化结构性增长机会,不断完善价值评估体系。

之后的分享中,我们将继续探讨如何识别具有增长潜力的企业、我们在行业研究中关注的关键因素、以及如何构建DCF模型并不断迭代整个投资流程。



第二十二章： 投资决策框架

2021年4月28日

之前的期刊中，我们为读者理性解析了“风险”与“波动”这两个概念。“风险”是企业商业模式中内嵌的不确定性，当盈利或现金流的实现受时间拖延或幅度波动影响时，企业的内在估值也会随之变动。相比之下，“波动”则更多体现为市场层面的短期变化，与企业基本面无直接关系。理性识别具有长期扩张特征的企业，是改善投资组合风险结构的重要路径。随着时间推移，企业的现金流一致性将被市场认可、当风险降低、估值也将随之提升。而市场波动本身，反而可能创造出低风险、高回报的机会，使优质资产得以在具有吸引力的价格区间中被纳入投资组合。

近期，我们在投资实践中引入了更多早期成长型企业。这类企业所处行业通常具有良好吸引力的经济特性和明确的长期增长潜力。企业的“成长寿命”是影响其内在价值的关键变量

之一。在确定企业仍处于增长初期时，我们在分析过程中会利用投资组合的时间优势，为投资者捕捉更早期的回报。其次的第二个关键因素是，成长型企业往往拥有高于稳态企业的永久成长率。这种特征通常来自其行业属性——无论是成长周期尚早、复杂性日益加深、用例场景不断扩展，或是消费者偏好的结构性转变，都会对企业的长期增长构成支撑。例如，“伴侣动物”行业就是一个直观的例子。随着宠物寿命延长、健康意识提升，相关医疗支出将迅速增长。与此同时，许多疗法仍处于发展早期，未来空间广阔。我们观察到，宠物逐渐被视为家庭成员，这一转变推动了动物医疗行业的爆发式增长。Zoetis作为动物药品健康领域的代表企业，正是我们表达这一投资逻辑的核心方式。

投资组合构建中的第二个关键环节，是搭建一套明智的决策框架。其中一个核心要素是围绕深入理解企业所处生命周期的质量特征和估值方法进行的。在早期阶段，估值往往高度依赖于未来增长预期；而随着业务进入成熟期，市场更重视收入的持续性与可预测性。企业生命周期越长，所能覆盖的市场空间就越广，盈利表现也更趋稳定，进而带动估值提升。我们尤其关注那些具备“功利性”特征、收入结构呈现循环性，并在行业复杂度不断提升的过程中，现金流质量同步增强的行业。例如：基础设施工程、关键任务数据分析、以及医疗SaaS软件服务等。这些领域普遍具有较长的经济生命力，为投资组合提供了长期稳定的回报来源。这些行业具备共同特征：复杂性不断提升，兼具功利属性与可循环收入结构，现金流趋于稳定，运营平台展现长期可持续性和回报性。

组合策略研究过程的第三个重点，是持续与我们所持有企业的投资代表保持长期对话。我们尤其关注企业管理层对行业趋势的理解、长期股东结构是否具备战略意义、以及整体定位与实现长期增长的能力。例如，近期我们与一家小型医疗数据分析企业的创始人兼首席执行官进行了深入交流，了解到医疗数据正在成为患者决策的重要组成部分。此外，我们也曾与一家消费媒体公司讨论了其以数字用户为核心的内容发展策略。通过与企业建立深度信任、并结合定性与定量的投资洞察，我们能够持续跟踪价值创造过程、提升判断力、从而做出更理性、更成熟的投资决策。



第二十三章：

投资透视：“不要追随冰球去过的地方，而要滑向它将要去的方向”

2021年6月10日

随着投资环境持续演变，2021年已步入下半年，越来越多投资者开始关注我们对市场前景的判断以及当前投资组合的配置方向。整体来看，我们的观点与此前几期保持一致，值得注意的是，我们也观察到了多数市场参与者也开始认识到宏观前景正在显著改善。支撑当前趋势的几个积极因素包括：1) 经济仍处于温和增长与低通胀并存的状态，为股市提供了相对稳固的基础；2) 全球范围内的经济重启，推动GDP增长预期不断上调；3) 在消费层面，疫情期间积累的高储蓄正被逐步用于偿还短期债务，显示消费者的财务状况正趋于健康化。从企业盈利角度出发，当前正处于盈利修复与

正常化的阶段，这一趋势也推动了标普500指数成分股的盈利预期持续上调，且杠杆水平有所下降。根据2022年的盈利预测，标普500指数的每股收益有望超越2019年疫情前的水平，这一现象显示整体盈利能力已实现跨周期提升。综合来看，这些迹象表明市场具备实现持续性健康回报的基础与潜力。

更为关键的是，在制定对长期经济的前瞻性判断时，我们时常借用加拿大冰球传奇、被誉为史上最伟大的运动员Wayne Gretzky的一句名言：“我滑向冰球将要去的地方，而不是它曾经出现的地方。”一名优秀的冰球运动员会冲向冰球当前所在

的位置,而一名伟大的球员则能够预判其动向并提前布局,投资同理。我们始终提出一个核心问题:“未来与过去有何不同?”正是这个问题,引导我们跳脱市场共识,做出与主流预期不同的判断。以半导体行业为例,过去该行业因资本支出波动大、需求变化频繁,一直被视为高度周期性行业。但自2018年以来,随着大数据浪潮兴起、计算复杂度显著提高,以及制造业对性能和质量提出更高要求,半导体行业正经历结构性转型。收入结构也从以往的一次性交易模式,逐步向更可持续、重复性更强的模式演化。这场转变意味着其盈利模型已不同于以往,我们认为这一前瞻性增长趋势正日益获得市场的认可。

最后,我们希望再次向投资者强调:风险与波动的性质非同。我们一直在利用市场的短期波动,

增持那些即便实现了强劲盈利增长,但尚未在股价层面得到充分反映的投资标的。这类现象在部分财报显著超预期交付、但市场反应有限的公司中表现尤为明显。面对这类基本面与估值错位的情况,我们选择增加相关企业在投资组合中的配置权重。当前尤为关注的是那些在经济早期复苏周期中具备结构性受益潜力的行业,特别是消费与房地产相关领域。这些板块通常具备一定的抗通胀属性,企业能够将成本上升压力部分传导至终端消费者,从而维持稳定的盈利能力和健康的现金流表现。

总结而言,我们认为,多重因素正共同构成当前良好的投资环境:企业盈利正在快速恢复,利润预期不断上调;宏观经济维持在低通胀、温和增长的状态;经济活动正处于早期周期复苏阶段,有望延长有利于股票投资者的窗口期。



第二十四章：

投资展望：在变化（亦或未变）中的投资视角

2021年7月15日

当前投资领域中，通胀前景无疑是最受关注的话题之一。通胀是影响投资的重要变量之一，因为它直接决定了各类资产的贴现率。较高的通胀预期往往推高未来回报要求，从而压低当前资产的估值。从表面上看，美联储最近公布的政策制定者预期（即所谓的“点阵图”）的最新结果显示：预计将在2023年加息两次，时间点比此前预期的2024年提前一年。

这一变化似乎释放了“通胀压力”信号。然而对于投资者来说，最为重要的是深入剖析相关评论和潜在语义差异，以判断这是否真的意味着美联储政策出现实质性转向。事实上，美联储主席杰罗姆·鲍威尔（Jerome Powell）强调不应“点阵图”解读过度，甚至以“要像撒盐一样看待

它”来形容——意思是要审慎对待这些预测。他在长期展望中明确表示：“未来通胀可能较低”，以及“我们确实预计通胀将会走低”。这些表态基本与我们此前的判断一致，即当前环境仍处于长期低利率区间，而这正是缓慢增长、低通胀周期的初始阶段，这类周期通常有利于增长型投资。

鲍威尔主席还对温和的增长环境表达积极欢迎态度，认为在强劲的经济背景下，工资上涨是自然现象，且当前上涨趋势主要集中于“低技能劳动市场的新进入者”。他补充道：“拘泥于单一通胀指标是不明智的”，并“不认为当前的价格上涨会改变长期预期”。此外，他还认为“劳动力市场供需紧张的现象将会缓解”，对于通胀的暂时

性明确表态：“我们目前看到的高通胀数据正在回落”，并以“木材价格回撤”为例来说明部分价格上涨是阶段性的。整体来看，这些言论与此前的政策立场保持一致，固定收益市场对此也有所反映——从国债收益率曲线的持续趋平来看，市场已通过实际价格行为对“通胀过度担忧”进行了修正。

从更长远的角度看，我们希望帮助投资者进一步理解“买股票”和“买公司”之间的本质区别。

作为长期投资者，我们的目标是“买公司”，关注的是投资的公司本身，而非单纯买入一只股票。因为我们坚信，所选择的公司具备独特的商业特质，能够实现持续的盈利增长，并最终反映在估值之上，获得市场的认可。这类公司往往受益于长期的结构性增长趋势，面向的是规模庞大、仍在扩张、且正经历深层行业变革的市场。相比之下，不少投资者更倾向于将焦点放在“买股票”这件事本身，并以此为荣。

倾向于“买股票”的投资者往往持有较短的投资周期，并更容易受到市场情绪的影响，尤其是群体驱动投资行为。其中一个典型例子，便是Reddit上所谓的“迷因股”（meme-stock）投

资者现象。该现象通常发生在某家公司遭遇大量做空后，在社交媒体上引发广泛关注，并被带有强烈情绪色彩的评论进一步放大，最终吸引大批散户投资者跟进买入。这类交易行为往往与企业本身的内在质量关系不大，更多反映的是市场情绪的集中宣泄。

理性的投资者始终坚持一个核心判断：股票的市场价格未必总是等同于其真实价值。正因如此，我们对投资组合中的每家公司都进行深入研究与尽职调查。基于基本面分析的投资方法，将更能体现企业的长期价值，也有助于降低组合对短期市场情绪的波动敏感性，从而更有效地管理整体波动风险。

从投资组合构建的角度来看，自2021年以来，市场在“成长型”与“价值型”投资风格之间频繁轮动。我们的组合架构则在两者之间保持有意识的平衡：一方面配置于消费、房地产和银行等价值导向行业；另一方面也积极布局具备长期增长特征的优质企业。这种风格的动态平衡，使我们既能把握行业重新开放所带来的阶段性机会，又能够持续参与具有结构性增长潜力的长期投资主题。



第二十五章： 投资市场展望

2021年9月23日

货币政策是影响股市回报路径的重要潜在因素之一。其核心作用在于决定现行利率水平，而利率不仅直接影响投资者的回报预期，也影响企业的融资成本及其再投资意愿。需要强调的是，美国联邦储备委员会（Fed）作为美国的中央银行，其政策目标始终遵循“双重使命”（dual mandate）：

1. 维持以2%为目标的、可衡量的通胀率，实现价格稳定；
2. 实现最大程度、具包容性的充分就业。

通过对美联储主席杰罗姆·鲍威尔（Jerome Powell）在杰克逊霍尔（Jackson Hole）年会上的讲话进行分析，将有助于理解联储在“双重职

责”这两个维度上的最新立场：在价格稳定方面，鲍威尔重申，当前的通胀读数“可能是暂时的”，其上升主要集中在与经济重启相关的少数品类（例如燃油、酒店、机票及耐用品等）；就业数据方面，他指出，据2020年2月疫情初期以来，就业水平仍存在约600万个岗位的缺口，并明确表示“我们在实现充分就业方面仍有不小空间”，且“几乎没有证据显示工资上涨将引发过度通胀”。此外，鲍威尔再次强调，即便在经济繁荣周期内，发达市场依然存在结构性“反通胀增长”的趋势，背后原因包括技术进步、全球化深化以及人口结构变迁。此外，他认为，与短期数据相比，长期通胀指标更为平稳，这反映出家庭和企业普遍

认为当前的高通胀具有阶段性特征。总体而言，这些表态暗示美联储大概率将维持当前的宽松金融环境，从而为整体市场估值水平提供持续支撑。

影响市场的第二个因素是盈利增长。熟悉我们观点的读者知道，这一直是我们关注的核心要素，从长期视角而言，公司盈利的复合增长是其股价表现的主要驱动力。今年以来，盈利增长一直是股市回报的主要贡献来源。相比之下，自2020年11月经济重启以来，市场估值倍数实际上已经有所压缩。这表明尽管对经济增长与病毒变异的担忧依然存在，市场重心正逐步回归至企业基本面表现并获得回报。我们认为这一积极信号具有建设性，以盈利驱动的市场环境往往更加可持续，能够更清晰地反映企业真实价值。随着市场从复苏早期逐步迈入周期中段，预计将有更多公司因稳健的盈利能力而获得投资者青睐，这对注重基本面分析的主动选股策略而言构成实质利好。

最后，不少投资者或许在不经意间接受了“有效市场假说”这一前提，即“凡是已被报道的新闻，其影响早已反映在市场价格中”。然而，美国银行今年发布的一项量化研究显示，在价值股中，“正面”且“具有重大影响力”的新闻带来的超额回报，平均比“负面的重大新闻”高出13%；而在成长股中，这一差值亦达到8%。该结果的持续性表明，大多数投资者在将新闻事件纳入其投资决策时存在一定滞后，市场定价效率也远未如理论所设想的那般“即时”。这一现象也验证了我们长期秉持的一项核心投资原则：股票的价格走势，往往在意外发生时才发生显著调整，而非完全基于预期演进。其中尤以盈利超出市场一致预期为典型，超额幅度越大，股价的反应通常越为剧烈，体现出市场对“信息修正”所给予的估值再定价。投资者们可坦然保持信心，我们将在投资实践中密切关注并聚焦于企业业绩释放过程中出现的正向偏差，结合行业背景与估值错位，系统识别潜在信号，发掘具备吸引力且可转化为实际配置的投资良机。



第二十六章：

ESG主题下的结构性机会与配置计划

2021年11月4日

投资市场的流动性，意味其始终不乏充满以新理念为基础的独特投资机会。近年来，随着越来越多投资者意识到某些商业模式的独特价值，ESG（环境、社会、治理）投资市场正稳步扩展。在此背景下，我们希望借此趋势，分享近期在投资组合中所做的两项关键调整。

我们近期将ESG投资计划拓展至聚焦减少碳排放与温室气体排放理念的企业。其中一家新纳入的公司，总部位于加拿大，企业价值约13亿美元，财务结构稳健，负债率较低。该公司开发了一项创新技术，能够将垃圾填埋场中的废弃物转化为可再生能源，如化肥及可再生天然气。其收入来源主要包括三部分：第一，处理填埋废弃物所获得的“倾倒费”；第二，通过加工流程获得的碳

税抵免；第三，通过现货与合同市场销售最终产品所产生的收入。我们认为，该公司运用独特的“建设-拥有-运营”（Build-Own-Operate）商业模式，与市政当局签订长期合作协议，带来稳定的经常性收入，从而形成类似于公用事业的盈利结构。我们看好其长期发展潜力，未来其财务表现有望在资本市场获得积极估值反馈。此外，该公司还具备我们高度重视的另一个特质：由创始人拥有，创始人管理，且其过往在将技术资产成功规模化并出售给大型企业方面拥有成熟经验。

另一项投资组合的调整，是在数字支付领域扩大持股配置。数字支付系统由服务于买卖双方的生态基础设施构成，并在交易过程中提供关键支付功能。我们增持的标的企业是一家总部位于

欧洲的支付服务提供商，其主要帮助欧洲电商企业在日益数字化的广阔市场中扩大交易规模。该公司采用轻资产、轻资本的再投资模式，具备极强的可扩展性，能够构建一个持续增长、稳定扩张的盈利结构。

从宏观视角出发，近期的市场波动为我们再次带来启示：在短期内，市场更像是一台“投票机”，反映的是情绪与偏好的集合。一小部分在极短时间内频繁操作的投资者，便足以制造出夸张的波动幅度。但从长远看，市场终究是一台“称重机”。那么，它究竟在称量什么？称的是企业所创造的盈利质量，以及其基本面增长的真实轨迹。值得重申的是，波动性并不等于风险。风险被定义为企业能否实现其核心的股东价值目标；而波动，仅仅是价格的短期涨跌，本质上反而为优质公司创造了更具吸引力的买入时机。

就我们所持仓的多数公司而言，大多数由创始人主导运营，深耕于各自的细分赛道。这类企业通常处于增长的早期阶段，具备良好的可扩展性，并面向广阔的潜在市场，因此其增长路径呈现出显著的长期延续性。正因如此，我们始终坚持在完整的市场周期中维持充足配置。在不断深化对这些商业模式的理解过程中，更加清晰地识别出其内在的盈利质量与运营效率。这一前瞻性的认知，也将持续体现在我们的投资组合构建决策中。



第二十七章： 投资案例分析——Inovalon

2021年12月15日

投资构想的形成是一个持续反思与不断打磨精进的过程。这个过程本质上是迭代的，贯穿着持续的观察力、创造力、对商业的热情，以及对投资中定量与定性因素的高度关注。在2021年即将结束之际，我们希望完整剖析一个典型案例——从最初识别机会、到投资流程的展开、再到研究与尽职调查的深入，包括与公司管理层的沟通交流、以及最终如何在股价逐步接近我们所设定的公允价值区间时，实现价值兑现。鉴于投资本身具有高度的流动性与动态属性，我们也将进一步分享，在构建投资路径的过程中，如何在关键点主动响应市场预期变化，以及手中所掌握的数据与信息如何具体塑造当下的判断与决策。

医疗保健领域正经历一场深刻的技术变革，

涵盖患者护理方式、结果评估机制，以及在不降低护理质量的前提下，提升患者经济可负担性的解决方案。这一变革催生了“数据连接”这一关键概念：即通过对患者数据的单独与汇总使用，赋能提供者优化临床决策，并在群体层面上识别潜在的干预路径。在这条变革路径中，Inovalon成为数据整合与共享的核心平台。这家公司专注于构建数据基础设施，能够对患者数据进行收集、匿名化处理与结构化整合，进而提炼出可服务于全人群的医疗洞察。Inovalon的系统架起了患者、服务提供者与管理式医疗公司之间的知识共享桥梁。我们最初通过研究医疗保健各个细分领域的结构性特征，识别到了这项投资机会。许多细分行业展现出明显的功利属性，有望

逐步演变为具备经常性收入特征的模式。2020年6月，我们正式成为Inovalon的股东。在我们发掘Inovalon时，公司仍处于相对早期阶段，开始受到大型管理式医疗市场的关注，由创始人Keith Dunleavy医生亲自领导。我们随后与Dunleavy医生展开了交流，围绕医疗数据分析的行业趋势进行了深入探讨。他详细介绍了公司在高度复杂行业环境下的长期增长策略，并阐述了与沃尔玛合作改善特殊药物治疗路径的最新进展。

结果逐步显现，公司的年度合同价值（ACV）持续扩大，新业务机会的拓展渠道也在不断延伸，投资者对实验室科学及特种药物等增长领域的关注度显著提升。股价从17美元迅速攀升至25美元。在这一阶段，市场关注的重心开始转向短期业绩兑现的节奏。2020年第三季度，公司在收益和营收方面均超出市场预期，然而由于大型企业在决策流程中往往更为审慎，经常性收入的释放节奏相对缓慢。此后，股价自25美元回调至19美元。我们判断这属于阶段性错位，因此主动增持仓位。随后的一个季度，营收重新提速，大型客户恢复采购，带动股价回升至25美元水平。尽管市场情绪有所反复，但我们始终意识到该业务具备更长周期的可持续性。在评估35美元的估值空间后，决定继续坚定持有，并将其纳入投资组合的核心配置之一。

2021年，市场对Inovalon的关注继续聚焦于其商业模式的可扩展性及经常性收入的生成能力。公司股价进入相对平稳的资本增值阶段，

波动性显著下降。不久后，私募股权机构也识别出我们早期所看到的关键价值特征——包括稳定的经常性收入、由创始人领导的经营结构，以及面向庞大且持续扩张的行业市场。2021年8月，该私募以每股41美元的现金报价完成对Inovalon的收购，我们顺势退出持仓，实现了+141%的投资回报。这一投资案例充分体现了我们始终秉持的三项核心投资原则：1) 在估值目标框架内保持纪律；2) 严控风险，特别是在关键财报节点中捕捉由“意外”触发的波动机会；3) 坚定配置于具备经常性收入特征、由所有者主导经营、且处于早期成长阶段的优质企业，并保持长期耐心。

投资是一个持续迭代的过程，其中的投资构想会在实践中不断深化与完善。这一过程有助于我们构建由具有利基特征（即拥有独特细分市场定位特征）的企业组成的投资组合，使其更有可能实现长期、可持续的复合收益增长。回顾Inovalon的投资历程可见，那些深耕广阔且持续演进市场、拥有可复制商业模式，并由富有远见的创始人主导运营的企业，正日益成为长期资本竞逐的焦点。我们的小盘股配置策略，正是致力于在企业成长周期的相对早期阶段识别此类潜力标的，以在其迈向成熟的过程中，捕捉稳定且具复利特性的价值释放。



第四辑：2022年01月至2022年12月

熊市来袭！我们彼时为投资者第一时间发出提醒：本轮市场下挫100%源于估值倍数压缩，而非盈利滑坡。这使我们坚信，企业基本面并未受损，只待估值落地，价格将有望迅速回弹。基于这一认识，我们调整仓位，全面撤出小盘股。在高资金成本环境下，小型公司的交易价格明显高于内在基本面价值，盈利修复过程将漫长且充满不确定性，回撤风险也将随之上升。

随后我们将预留出来的资金转而投入英伟达及其上游半导体设备厂商，使之成为组合中的核心仓位。这一策略调整恰逢其时：这些公司的盈利预期几乎未被下调，并在2022年10月熊市触底后率先领涨。我们曾分享过，估值驱动的回调寿命往往有限，只要盈利基石不动摇，反弹就会比想象来得更快。随着经济呈现“软着陆”迹象，利率控制到足以抑制通胀却不致使经济衰退时，市场将随即引来复苏，我们的组合也在进可攻、退可守的平衡中收获超额回报。



第二十八章：

2022年金融市场展望

2022年1月18日

谨向您及所爱之人致以新年的诚挚问候。2021年的投资组合整体表现强劲，绝对回报与相对业绩均达到理想水平。2022年伊始，市场情绪略显迷茫，主要源于加息路径的不确定性。美联储已将“有序实现价格稳定”重新列为首要目标，以应对因供应链问题引发的结构性通胀，这一政策转变令市场参与者对未来走势产生更多疑虑。在本章中，我们将提出对未来一年货币政策路径的理性假设，并探讨其可能对企业估值的影响，尤其是成长型企业来说，往往对融资成本高度敏感，其内在价值对加息的反应更为显著。

首先，美联储肩负双重职责：1) 最大程度实现包容性就业；2) 维持物价稳定，通胀目标为年率1%-3%。随着经济在实现充分就业目标上“快速进

展”（引自美联储主席鲍威尔），工资水平日益增长，美联储的工作重心已明显转向控制通胀。此次通胀与以往不同，被认定为由供应链扭曲引发，而非经济过热所致。鲍威尔主席同时也强调了一系列“非常健康”和“非常强劲”的经济指标——主要包括消费、储蓄、劳动力市场的稳健、职位空缺数量以及前所未有的货币与财政刺激政策水平。根据点阵图，一项对美联储公开市场委员会成员的预测调查，目前的联邦基金利率中位数预计将在2022年达到0.875%，2023年为1.625%，2024年为2.125%，即每年预期加息三次（每次0.25个百分点）。在这样的背景下，成长型企业仍有望在相对宽松的环境中蓬勃发展，特别是当供应链瓶颈如美联储所预期在下半年得到缓解，进一步加息的空间可能将受到限制。

从长期看，我们认为市场整体仍处于一个偏向通缩的环境：

1. 供应链问题具有暂时性。当前的通胀主要为“成本推动型通胀”，随着美联储逐步加息以及供应瓶颈的逐步缓解，预计通胀将在2022年下半年有所回落。
2. 技术发展提升了价格透明度，降低了信息搜索成本，消费者更容易在全球范围内比价，这在实质上限制了企业提价空间，对抑制通胀起到了一定作用。
3. 人口结构方面，随着全球步入老龄化社会，婴儿潮一代陆续退休，而新生人口增速放缓，人口红利减弱，这一结构性趋势在长期内抑制通胀预期。
4. 相较数十年前，现下的全球供应链布局更完善，生产成本显著下降，并通过竞争压力将成本节约部分转移给消费者。

我们始终坚持严选约30家具有显著财富创造能力的企业，强调其在盈利和增长方面的前瞻性表现。即便在利率适度上行的背景下，我们持有的大部分资产依然展现出良好的安全边际和强大的竞争壁垒，具备在各自领域内引领创新的能力。我们始终强调“风险”不等同于“波动性”：风险指的是企业未能实现其财务目标的可能性，而波动性则是价格短期的剧烈波动，往往是情绪驱动，反而为长期投资者提供以折价买入优质资产的契机。历史数据显示，股市在一年内出现10%-20%的回调并不罕见，反而是长期构建优质资产组合的良机。我们认为，企业的长期投资回报更取决于其盈利能力的强度和可持续性，而非短期股价波动。此外，长期持有策略让企业的复利效应得以充分体现，我们将持续关注估值合理性、企业盈利前景和整体投资环境的变化，并在适时对投资组合作出有纪律、系统化的调整。



第二十九章： 投资组合特征的识别与评估

2022年3月23日

对于俄罗斯与乌克兰之间持续紧张的地缘政治局势所造成的重大人道主义灾难，我们深感痛惜。这一事件也成为近期金融市场波动的主要触发因素之一，进一步凸显了在投资决策中优先严选基本面稳健企业的重要性。这类企业通常处于进入壁垒较高、客户转换成本大、具备定价能力和强大网络效应的行业中。尽管该事件在全球范围内影响深远，但就经济体量而言，俄罗斯对全球GDP的贡献尚不足1%。与此同时，作为市场具有高度前瞻性的指标，美国标准普尔500指数在波动期愈发被视为“避险资产”。

投资组合的构建是一门艺术，意在构建一些可衡量且经得起实践证明的一些投资属性因子

的过程，在长期维度内对组合具有稳定的超额回报能力。例如，我们高度关注“企业质量”这一核心因子，其定义通常包括当前或未来具备较高盈利能力及较低负债水平的企业。当企业质量与具有吸引力的估值相结合时，往往能在跨周期视角下持续优于市场整体表现。值得注意的是，多数传统策略主要通过回溯历史数据筛选高质量标的，这些方法本质上是“后验性”的。而我们更侧重“前瞻性”分析框架，即通过对企业未来盈利能力和可持续成长潜力的预判，识别真正具备长期价值创造能力的公司。正如我们在过往投资期刊中提及的冰球传奇运动员Wayne Gretzky所言：“我总是倾向于滑向冰球将要到达的地方，而

不是它曾经所在过的地方。”市场亦如是，作为贴现未来收益的机制，其定价逻辑始终围绕未来预期展开，而非仅拘泥于过去或当下。

在甄别优质企业的过程中，我们遵循一套系统化的分析路径。首先，判断企业所处行业是否具有足够大的市场空间和良好的长期增长潜力，确保该生态下多家企业能够实现协同发展。其次，深入研究企业的资本配置方式，重点关注盈利是否能够通过再投资实现内生性增长，并评估其可持续性。通常，高质量企业会将利润用于构建具有复利效应的业务平台。最后，评估管理层与股东之间的利益是否高度一致，特别是“所有者-经营者”型公司，其在战略执行与风险控制方面往往更加稳健。上述几个方面综合决定了企业是否具备长期回报潜力、稳定增长能力、高资本回报率（ROIC）以及高效的资本运用能力——这些也正是我们在投资组合配置中所重点考量的价值特征。

除企业质量因子外，其他风格因子在不同市场阶段同样可能带来显著绩效差异。举例而言，一旦企业盈利预期改善，且估值仍处于合理甚至低估区间，此类公司往往具备修复性上涨的空间，并跑赢大盘。在疫情期间，我们已观察到非必需高端消费品企业随着终端需求的逐步恢复，其经营状况也逐渐企稳回升。再如，在温和加息但经济增长动能仍显疲弱的周期中，市场对稳定现金流与分红能力的偏好增强，股息增长策略则可能成为防御型资金的“避风港”。以半导体芯片行为例，它不仅是全球科技创新的前沿阵地，也是股息增长率最高的行业之一，正是我们的投

资组合中重点布局的领域之一。此外，我们亦持续密切关注市场对不同因子的“风险溢价”变化趋势——例如，许多具备深厚护城河的大型科技企业，兼具稳健增长性与可预测性，这类企业虽然估值偏高，但市场愿意为其稀缺的“确定性”支付溢价，正如对低波动高盈利能力股票及优质固定收益工具的定价逻辑如出一辙。

深入理解基准指数，尤其是标准普尔500指数所反映的“风格特征”，有助于把握市场主要回报的组合因子及其背后的逻辑。以信息技术板块为例，当前该板块的平均市盈率为30倍，但股本回报率却超过36%。同时，企业普遍拥有强劲现金流和负值债务比率（表明公司处于盈余状态），这说明市场对高度盈利能力与稳健资产负债表支付溢价。这些企业具备将技术创新有效转化为产品的能力，并配合清晰的增长战略，最终形成高占比的经常性收入、可持续的增长路径以及高效的资本配置方式。

“跟踪误差”是衡量投资组合与标准普尔500指数基准之间波动偏离程度的重要指标，反映的是组合与市场整体走势的一致性强弱程度。其数值越大，代表组合与基准的波动差异越明显；反之则代表更为接近。为此，我们在组合管理中始终坚持审慎原则：通过控制个股权重、密切跟踪不同行业与企业层面的波动趋势，并结合宏观判断，动态调整行业配置权重，以此有效控制组合的跟踪误差与分散回报风险。希望本章内容能为读者在理解投资组合构建逻辑与绩效驱动因素方面提供有价值的参考。



第三十章：

市场对美联储政策预期的叙述

2022年4月28日

近期，市场广泛关注美联储是否因过于鹰派的立场而导致政策错误，使美国经济陷入衰退。一种流行的观点认为，若美联储持续推进多轮加息，可能难以实现“软着陆”，反而因紧缩过度引发经济放缓甚至衰退。基于这一担忧，部分市场评论员开始参考2018年第四季度的市场表现，即在上一个加息周期尾声，全球贸易紧张局势高涨时，标准普尔500指数的远期市盈率一度下探至14倍，市场整体情绪低迷，估值大幅压缩。如市场重演类似情景，指数或将跌至约3500点，相较当前水平下行15%至20%。虽然这一预测尚属假设，但鉴于市场本质具有前瞻性，即便上述情况最终并未发生，相关预期本身也足以引发情绪波动，进而对短期投资决策造成显著影响，甚至

影响到理性专业投资者的判断。据我们的投资实践经验总结，市场下行通常具有阶段性，而非系统性。此时，重申美联储的双重法定职责尤为关键：1) 实现有序的价格稳定，以2%长期通胀目标为衡量标准；2) 实现最大程度的充分就业，衡量指标包括失业率及劳动力参与率等结构性因素。从市场定价角度来看，长期美债收益率曲线的趋平走势，反映出通胀预期已出现边际缓解。若该趋势延续，通胀或将在今年年末附近达到峰值，市场对未来政策路径的判断也将随之调整。

此外，进一步判断美联储政策取向还需结合其政策声明与纪要进行综合分析。以2022年3月15日FOMC会议纪要为例，美联储已将“中性利率”由2021年12月的2.5%下调至2.375%，反映其

在中长期内仍倾向维持低利率格局。这一判断延续了疫情前“温和通胀、低速增长”的宏观特征，与我们当前构建投资组合所依据的核心宏观假设基本一致。

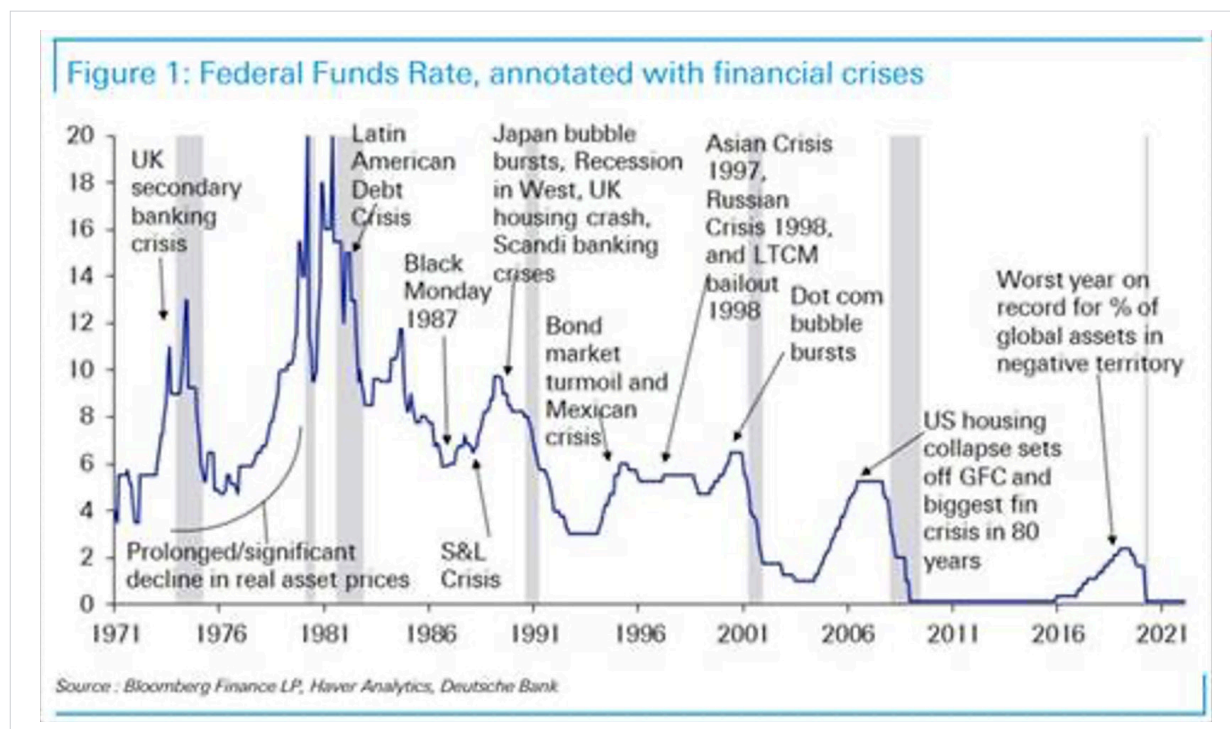
至于“美联储是否会加息至引发经济衰退”的担忧，目前尚无充分数据支持。历史数据显示（自1971年以来），美国历次经济衰退并未发生在联邦基金利率低于4%的阶段，而当前政策利率仍远低于这一临界值（详见图一）。同时，美联储亦明确表达其灵活性，即在实现稳定增长的前提下，愿意接受短期通胀的适度超调。根据最新预测，美国通胀水平预计在2022年达到4.1%，2023年放缓至2.6%，2024年进一步降至2.1%。尽管略高于政策目标，但整体呈现趋稳迹象。当前情境在某种程度上可类比2015至2016年。当时市场初期担忧美联储或提前进入紧缩周期，引发短期资产

抛售。随着数据证实经济仍可在温和加息环境下维持增长，市场预期随之修复，收益率曲线重新陡峭，带动市场出现显著反弹。

在估值层面，投资者也应重视权益资产与其它资产类别之间的相对吸引力。根据市场策略师Ed Yardeni最新发布的数据，当前债券收益率与股票收益率之间的利差仍处于合理水平（详见图二），表明股票在当前市场环境中仍具备良好的基本面支撑和风险调整后回报优势。

我们借此将再次强调，具有高质量、稳定盈利能力和强劲现金流的企业，尤其是具备可持续经常性收入的“年金型资产”，在完整的市场周期中始终具备核心配置价值。这类企业本质上是“生产性资产”，即便面对阶段性通胀压力，仍具备较强的保值能力。以资本密集型的设备租赁公司为例，这类企业需不断更新折旧资产、持续投入资

图一：联邦基金利率与历次经济衰退时点对比



数据来源：彭博社金融

图二：标普500指数收益率与十年期债券收益率历史走势对比



数据来源：标准普尔和联邦储备委员会, Yardeni研究

图三：S&P 500指数与黄金年化收益率对比



数据来源：彭博社

金, 而其产品同质化严重、定价能力不足, 难以有效转嫁成本, 利润易受通胀侵蚀。

相对而言, 那些具备平台属性、技术门槛高、客户粘性强的轻资产企业 (如软件服务提供商) 则拥有更强的通胀适应能力。这类企业即便再投资需求低, 依然能保持高客户留存率, 并具备议价能力, 将成本上升压力转嫁至终端客户。数据中心中使用的云计算服务和半导体芯片企业即属此类代表。从历史数据来看, 在上一个完整市场周期中 (2008年至2020年), 以标准普尔500指数代表的生产性资产, 其年均回报率较非生产性产业 (如黄金) 高出6.86%, 显示出显著的长期优势 (详见图三)。

驱动上述差异的核心在于生产性资产可以持续积累每股收益, 该阶段的年复合增长率达约7.4%, 而黄金等非生产性资产因缺乏现金流, 无法实现真实的价值增长。因此, 投资者应理性优先配置具备复利能力的高质量生产性资产。这类资产不仅在市场波动期表现出良好的防御性, 在宏观环境回归正常后亦能释放稳定的长期增长动能。例如2008/09年金融危机后近十年所经历的“低增长+低通胀”阶段, 便是其表现最为典型的时期。



第三十一章： 投资市场展望

2022年5月9日

上期文章中，我们探讨了标准普尔500指数重新测试3500点的基准情境（这一估值假设基于未来盈利14倍的远期市盈率，较昨日收盘价3991点意味着可能下行约12%）。市场当前的担忧集中于美联储是否能够成功实现经济“软着陆”（引自FOMC主席鲍威尔讲话）。在这种宏观背景下，经济出现温和衰退的早期迹象已初步显现。我们借此提醒投资者，在跨越完整经济周期的过程中，“企业质量”始终是关键性决定因素，而当其与具有吸引力的合理估值相结合时，往往能够在周期波动中占据主导地位——正如2008至2020年市场周期所验证的那样。在当前复杂多变的环境中，我们提出以下几点参考建议：

- 市场具备6-9个月的前瞻性，市场价格通常会在经济实质性变化之前做出反应。当经济衰退正式被确认时，很多股票的复苏实际上可能已经展开，市场预期更宽松的货币政策和经济修复将随之而来。
- T作为货币政策的主导力量，美联储肩负双重职责：
 1. 实现价格有序稳定；
 2. 实现最大程度的充分与包容性就业。
- 鉴于当前的高通胀环境，美联储已表明将在6月加息50个基点，并于7月再上调50个基点（加上此前已加息的75个基点），累计升幅达到175个基点。这将使联邦基金利率接近

2%至3%的“中性水平”。若下半年通胀压力缓解、需求过剩现象消退，联储可能将重新评估政策立场，以应对由需求疲软带来的经济调整风险。

- 在下行趋势中关注相对估值机会。在波动市场中，具备强劲基本面支撑且估值合理的企业更具配置价值。例如，谷歌当前以约20倍远期市盈率交易，5年历史盈利增长率达31%，PEG（市盈率相对盈利增长率）低于1，估值具备明显吸引力。相比之下，宝洁公司作为消费必需品龙头，估值为25倍，5年盈利增长率仅为9%，PEG高达2.8倍。若两者增长可持续，则说明市场对宝洁的估值已高估，而谷歌则同时具备更强的增长潜力与估值优势。因此，谷歌被我们列为核心投资组合配置之一。
- 顺应市场情绪周期，保持长期视角。著名投资人约翰·邓普顿曾指出：“牛市诞生于悲观，成长于怀疑，成熟于乐观，消逝于狂热。”我们相信，市场将继续沿着“忧虑之墙”缓慢攀升，而那些坚持长期主义、穿越波动的投资者，终将因其耐心与定力而收获丰厚回报。

- 重新定义“避风港”的概念。在处于不确定性环境中，所谓“避险资产”不仅需具备抵御通胀的能力，还应具备维护购买力、拥有稳定经常性收入以及具备防御性业务模式等关键特征。从这一角度出发，我们认为美国大型科技股（尤其是拥有平台型商业模式的企业）具备上述属性，且估值合理，值得作为防御性配置的重要组成部分。同时，我们再次提醒投资者明确区分“风险”与“波动性”：风险代表企业能否实现高于其资本成本的回报能力，而波动性则是价格短期波动，往往转瞬即逝，反而可能为长期投资者带来良机。
- 最后，参考历史经验，识别市场结构性机会。当前的宏观情形在一定程度上可与2015-2016年加息周期相类比。当时市场起初担忧加息将打压增长，导致短期回调。但随着宏观数据稳固，市场意识到高利率可以与强劲增长并存，资产价格由此反弹。我们认为，当前同样存在结构性投资机会，关键在于甄别那些无论在不确定时期还是繁荣阶段，均具备持续竞争优势的“长期赢家”。



第三十二章：

市场前景的最新校准

2022年6月15日

夏日已至，愿您在夏季时光中身心焕发、精力充沛。夏天常伴随户外烧烤，而“一切都上了烤架”这句俗语，也恰如其分地形容了当前的市场环境。在全球宏观变量交织影响下，投资者情绪显得额外敏感，市场如置身高温烘炉之中。其中一项宏观市场最新进展是，美联储于今日上午（2022年6月15日）将联邦基金利率上调75个基点，显示出其在抑制通胀方面采取了更为坚定的态度。与此同时，GDP增长预期从2.8%大幅下调至1.7%，2024年失业率预测从3.6%上调至4.1%，而2022年的通胀预期则从4.3%进一步上调至5.2%。

市场初期对美联储抗通胀决心的反应是正面的。但从更长期来看，货币政策由中性转向紧

缩，将影响市场估值倍数，即投资者愿意赋予标普500指数成分股的平均公允价值。在之前期刊中，我们结合历史市场周期表现，相应预测当10年期国债收益率超过3%时，标普500的内在价值目标为3500点。如今，10年期国债收益率已升至3.4%，联邦基金利率预计将在年底前接近4%，这意味着标普指数很可能会面临进一步的估值压缩。事实上，今年以来的市场下跌几乎完全由估值倍数压缩所驱动，而非盈利下滑。也就是说，市场的调整更多反映的是货币环境紧缩带来的“估值重定价”，而非基本面实质性变化。

我们目前所观察到的金融市场波动，源于外部环境趋于紧缩，直接反映在估值倍数（如市盈率）的调整上，与企业稳健的盈利前景出现脱节。

这种情绪的偏离源于以下几个关键因素：首先，衰退是否发生、持续时间及其严重程度，将取决于通胀的黏性以及宏观数据的下行速度，进而决定美联储是否会调整其政策立场。值得注意的是，即便此次发生衰退，与以往不同的是，当前经济基础更加稳固。疫情期间出台的非常规刺激措施将促使私人消费维持强劲、企业固定投资与家庭资产水平均有所提升。其次，乌克兰战争扰乱了全球供应链，推高了食品与能源价格，加剧通胀压力。虽然这类供给端通胀通常缓解较慢，但一年期远期通胀预期仍低于当前水平，显示市场预期供给端将有所改善。再者，随着中国逐步重新开放，全球供应链扭曲开始消退，未来若出现积极进展，或将进一步缓解供给瓶颈。从市场角度来看，疫情期间部分领域估值被大幅推高，随着需求回归常态，盈利水平回落，估值也自然回调。我

们并未持有这些“风口泡沫型”公司的仓位，而是始终专注于具有长期基本面支撑的优质企业。

在增长日益稀缺的时代，具备强大经济护城河与稳定现金流的企业，将可能引领新一轮牛市周期。鉴于市场通常提前6至9个月对经济变化（如衰退）作出反应，我们认为，市场将在今年下半年或明年上半年触底并逐步启动新一轮周期。在投资组合方面，我们持续采用相对价值策略来甄别估值合理、增长确定性高的优质企业。在本轮调整中，我们减持了部分小盘股头寸，转而加持于半导体芯片等具备长期增长潜力的大盘成长股。这种策略也为投资者在2023报税年的资本收益提供抵消2022年的应税机会。我们投资组合中也筹集了现金，以便将资署到高质量的投资机会中。

图一：市场“增长恐慌”下的标普500指数反应。”

S&P 500 declines around “growth scare”					
Event	Market peak date	# Days to bottom	% Decline	Forward 6-month return	Forward 12-month return
European debt crisis	4/23/10	70	-16.0%	23.0%	31.0%
U.S. debt downgrade	4/29/11	157	-19.4%	28.6%	28.7%
Industrial recession	5/21/15	266	-14.2%	19.5%	26.6%
QT & U.S./China trade dispute	9/20/18	95	-19.8%	18.2%	32.0%
	Average	147	-17.3%	22.3%	29.6%

我们将以图一为例为投资者展示市场在历史周期中面对“增长恐慌”时的典型反应：平均回撤17.3%之后，6个月的回报率为22.3%，12个月的回报率为29.6%。尽管经济衰退的回撤幅度更大（平均为31.8%），市场仍显示出强劲复苏能力，并在随后几年持续攀升。例如，标准普尔500指数的5年、10年和15年复合年回报率分别为13.1%、14%和9%。具备吸引力估值与坚实基本面的优质企业仍将成为新一轮市场周期的领导者。当前市场悲观情绪已接近峰值，我们预计新的市场周期将在今年晚些时候或明年年初开启。

无论短期市场如何波动，我们始终坚持投资于高质量、具备稳定现金流的企业。尽管中期内波动仍将存在，但市场通常先于经济启动新一轮周期，时间差为6至9个月。在等待新牛市启动的同时，专注于长期表现优异的优质企业，将有望带来可持续的投资回报。



第三十三章：

2022年第二季度企业财报概况与美联储最新动向

2022年9月1日

希望您度过了一个宁静愉快的夏天。正如今年的市场表现所证实，“波动”与“风险”是两个不同的概念。2022年标普500指数的回调主要源于估值倍数的压缩，而非企业盈利下滑。事实上，企业利润依然稳健，实现了中高个位数的增长。我们的投资策略始终专注于具备稳健现金流的优质公司，这些企业具有较强的经济韧性，能够从容应对今年瞬息万变的市场环境。其高准入门槛、具有吸引力的估值水平和良好的公司治理，共同构筑了稳固的盈利基础。尽管短期内难免波动，但这类公司通常能在完整的市场周期中持续为投资者创造价值。

我们也观察到，2022年的投资格局充满挑战，市场观点分歧不断。今年年初，地缘政治紧

张局势迅速升级，带动通胀上行，进而引发市场下跌。美联储也从最初“通胀为暂时性”的判断迅速转变，开始提高利率以遏制需求。然而，在过去两个月中，一些积极信号逐渐显现：美国进入了温和的“技术性衰退”（连续两个季度GDP为负）。7月通胀数据显示或已触顶，第二季度企业财报表现更具韧性，好于预期的比例达到75.7%（高于73.9%的历史平均水平），企业整体利润同比增长7.9%，显著高于市场预期的4.1%。终端市场也在第二季度表现强劲，旅游、娱乐、航空、高端消费品支出、数字广告和云计算等行业均显示出良好的复苏势头。这些积极因素也体现在财报中：标普500指数成分股中，76%的公司盈利超出分析师预期，全年盈利增长预期被上调至7.6%

。在已披露业绩的488家公司中，有62%（共303家）获得了盈利预期上调。在我们的投资组合中，服务高净值客户的企业展现了强大的定价能力：我们所持有的四家奢侈品牌均维持原有盈利指引，欧洲旅游产业复苏后，其门店吸引了大量消费者。即便市场普遍预计加拿大在2023年将经历温和衰退，我们认为此次周期的持续时间不会过长。随着疫情限制逐步解除，经济活动恢复常态，劳动力市场将更加灵活，消费支出也有望持续增长。因此，我们认为本季度标普500指数的估值调整，是建立在坚实企业基本面之上。

种种迹象表明，通胀可能已接近峰值。汽油价格从高点回落14%，工业大宗商品价格下滑，集装箱运价也有所下降，表明供应链正在逐步恢复。同时，我们持有的现金流强劲企业，其盈利状况不断改善，经济基本面有望重新获得市场认可。美联储主席鲍威尔在杰克逊霍尔论坛上指出，通胀的形成是多重因素共同作用的结果，包括供需错配、财政刺激和货币政策等，因此需要时间缓解。他也强调，如果经济数据整体显示需要进一

步紧缩，联储将保持加息节奏，但如果数据显示通胀持续回落，也可能适时放缓紧缩步伐。8月的就业与通胀数据将成为下一步政策调整的重要依据。若这些趋势延续，将有利于市场重新评估企业估值。

值得注意的是，股市往往领先实体经济6到9个月反映预期。若上述判断成立，市场可能已在6月中旬触底。尽管未来仍可能出现二次探底，但我们认为，这些回调反而是逢低布局优质企业的良机。此外，根据美国个人投资者协会的数据，目前市场看涨情绪仅为28%（低于34%的长期均值），这一反向情绪指标通常预示市场可能即将反弹。另一个积极信号是，整个夏季，公司高管的内部买盘明显增加，说明他们对本公司股票价值的信心增强。从市场情绪角度来看，这是具有建设性意义的现象。

另外，夏日烧烤的“常客”——鸡翅，其价格较疫情前已下降62%（图一所示）。

图一：鸡翅价格下降62%幅度



数据来源：引自推特（现为X）贾斯廷·福克斯2022年8月17日的帖子



第三十四章：

从基本面增长过渡到现值可见性

2022年11月10日

在之前期刊中，我们曾提及标准普尔500指数3500点的内在价值判断，该预期基于当时认为合理的14倍市盈率区间。事实表明，该点位已于今年夏季如期落地，而这一下行主要来自估值倍数的压缩。在一个由压缩主导的市场环境中，2022年企业整体盈利依然维持正增长。在当前通胀上行、融资成本走高的背景下，具备基本面可见性、股息稳定以及持续回购等“现值”属性的企业，愈发成为中期市场的核心配置方向。因此，我们已将投资组合定位于上述领域，以应对可能延续的市场下行趋势。我们也再次重申，年内企业估值变动几乎完全由估值倍数压缩所致，而非企业盈利的实质性恶化。

从市场角度观察，本轮下跌趋势的部分原因源于美联储的政策调整。在11月的FOMC会议上，美联储主席杰罗姆·鲍威尔虽然暗示未来加息节奏可能放缓，但同时将2023年的终端利率预期上调，超过市场原先预期。这一变化导致了以未来现金流为主要定价基础的成长型资产遭遇重估。自6月以来，我们逐步降低了投资组合中对成长股及小盘股的配置敞口。同时，若终端利率维持高位，美联储有可能在不经意间对金融条件施加过度紧缩，从而将经济推向更持久的衰退状态。我们已重新调整2023年的盈利增长预期，并认为市场可能会在3000至3200点区间寻得底部，具体取决于后续盈利修正的幅度。一旦盈利预期重新

校准并逐步确认企业经营与财务的稳定性，市场或将出现复苏。但这一过程尚需时间。

从公司运营层面分析，企业基本面依然具备显著的韧性。高转换成本、宽广的经济护城河以及较强的定价能力，为企业在当前通胀环境下提供了有效支撑。这些优势叠加稳健的财务管理，使得企业在绝对值与相对值层面均保持较高的盈利能力。随着成长型资产在高利率背景下遭遇重新定价，我们已持续将投资组合逐步转向分红能力强的公司。这类企业在借贷成本升高的环境下，其回报特征更为突出，包括银行，因其短借长贷结构受益于息差扩大；高分红的房地产投资信托，即能在短期内与高利率竞争、以及执行审慎资本配置、通过严格回购计划返还股东价值的蓝筹资产管理公司。具有高收入可见性的企业当前高利率环境中更具相对优势。

从综合视角来看，当前市场的下行趋势虽然为投资者带来一定挑战，但我们所关注企业的核心基本面特质基本未变。例如，奢侈品行业的定价能力不仅在2022年发挥作用，2023年亦将延续。谷歌与微软等具备广阔护城河的现金流强劲企业，在本轮市场调整中依旧保持市场份额，并通过大规模回购与稳定分红回馈股东。尽管消

费者行为有所减缓，内部持股比例高的Simon Property Group仍调高了全年利润指引，并同步提升了股息与回购额度，持续向股东返还资本。在当前投资环境下，强调有机增长、回购机制与小规模战略并购的资本配置方式正逐步受到市场青睐。例如，新近纳入组合的美国银行，早年曾通过收购Countrywide、Merrill Lynch及MBNA实现外延增长。面对次贷危机后遗问题，公司更换管理团队并将重心转回有机增长与资本回报，进而提升账面价值，实现盈利增长，如今已成为美国第二大货币中心银行。作为高度监管行业的代表，该行在偿付能力方面表现稳健，估值亦未透支未来盈利预期，从而拥有支付可观分红的空间。如投资者所见，在当前环境中，拥有稳健资产负债表与明确盈利能力的企业，具备通过纪律性方式持续回馈股东的能力，这一点愈发受到重视。

投资者有充分理由相信，至2022年年底或2023年初，市场或将迎来短暂趋势的转折，进而带动对经济敏感型资产的阶段性修复行情。我们将紧抓此类窗口期，继续配置具备“现值可见性”特征的优质企业，重点关注收入可预期性高、盈利稳定性强，以及资本回报强的优质企业。



第三十五章：

回顾2022年业绩驱动因素与2023年投资组合展望

2022年12月15日

随着2022年的结束，我们对年初至今影响投资组合表现的关键因素进行一次客观、理性的回顾审查。今年，两个主要变量驱动了组合回报：一是估值倍数，即投资者愿意为每一元公司收益支付多少价格；二是盈利状况，主要通过利润增长来衡量。2022年，美国标普500指数的整体表现几乎可完全归因于估值倍数的压缩，这背后是通胀上行与利率攀升所引发的一系列宏观冲击。估值下修波及广泛，不仅影响周期性行业，也影响到部分防御性板块，从优质成长股到价值洼地企业均未幸免。尽管如此，标普500指数2022年全年的盈利预计仍将实现约6%的正增长。基本面方面，具备稳定盈利能力和合理股息派息水平的企业，在具备防御属性的行业中展现了更强的相对韧性。适应性强与盈利弹性高的公司尤其突出。例如，我们持有的科技公司苹果，

其每股收益增长达9.5%；另外，组合配置的三家奢侈品企业亦凭借持续的定价能力，在2022财年均实现了盈利增长预期；而大型龙头如霍尼韦尔公司 (Honeywell) 与科磊公司 (KLAC) 则积极向股东回馈资本，在收益率曲线上升阶段带来了正向回报。尽管这些企业基本面强劲，股价表现却受到估值压缩的显著影响：苹果年初至今股价下跌18.9%，表现不及标普500指数；爱马仕公司 (Hermès) 在6月中旬建仓时年初至今已下跌36%；即便科磊公司实施大规模回购，至今也压缩了4.3%。这些公司虽业务模式各异，但共通之处在于：具备稳固护城河、持久品牌价值、健康的资产负债表与跨周期盈利能力，即便在经济放缓时期亦具备抗压韧性。

与之形成鲜明对比的，是今年受周期性顺风推动的能源板块表现。以我们并未持有的加拿大

自然资源公司 (CNQ) 为例，在乌克兰冲突引发的通胀推动下，WTI原油价格曾于3月一度飙升至每桶123美元，随后至今回落超过37%。尽管油价大幅回调，CNQ股价年初至今仍上涨49%，估值已显偏高。从长期看，能源行业普遍存在利润从增长向压缩的“均值回归”现象。根据当前预测，CNQ盈利将在2023年3月见顶，至2026财年下降约20%。若这一趋势兑现，投资者今天为其支付的溢价将难以被未来实际盈利能力所支撑，也凸显出能源板块内部“交易拥挤”的特征。相较之下，我们更看好能源之外具备可持续增长特征、估值稳定性更强的行业。

从更宏观的角度观察，我们可以像分析单一公司一样，评估美国标普500指数与加拿大标普TSX指数的长期稳健性。虽然TSX在2022年因能源与原材料板块的突出表现而领跑，但从历史来看，标普500指数依旧是全球股市财富创造的主要来源。这是由于其构成中包含了大量具有可预测增

长与长期复合能力的企业。相比之下，TSX指数近年涨幅集中在能源与材料两大板块，如上所述，这两类资产对宏观经济波动的敏感性更高。此外，TSX指数的整体质量特征好坏参半：例如医疗保健板块原本稳定，但受到大麻行业的影响出现大规模资金撤出；科技行业则因集中度过高且盈利弹性弱于美股同行而显著承压。在构建投资组合时，我们始终倾向于挑选具备“经济护城河”、具有盈利韧性的优质企业。

展望2023年，我们将延续“杠铃式”投资组合策略：在收益率曲线短期端，我们缩短部分持仓股票的久期，优先考虑那些具备盈利弹性、可转化为分红与回购的资本回报能力的企业；在曲线长期端，我们继续持有大幅折价但具备长期现金流能力、广泛护城河的优质收益增长股，尤其集中于美国大型蓝筹科技板块。我们认为，这一策略能够平衡“长期更高”的利率趋势与可能出现的联储政策转向（即所谓的“枢轴”）。在刚刚结

图一:稳定的收益增长往往带来更稳健的投资回报表现



数据来源:TEEPUBLIC

束的美联储公开委员会会议 (FOMC) 会议中, 美联储已暗示加息步伐将趋缓, 为2023年某个时点的暂停打开空间。与此同时, 随着市场整体盈利预期进入重新调整阶段, 我们更倾向于选择盈

利结构最具稳定性的企业, 以最大程度避免在重估过程中出现大幅修正。(图一所示)



特订版：

地缘政治事件研究

2022年2月17日

本章特订版内容将探讨当下乌克兰局势所引发的复杂地缘政治风险及潜在制裁影响。在分析之前，我们将为读者回顾市场在以往战争或高风险对抗情境中的历史表现。

回顾历史，军事冲突对股市的影响通常较为有限——即使是在冷战高峰期，如古巴导弹危机期间，美国和苏联一度濒临热战，市场所承受的冲击也相对可控。我们回溯分析了二战以来18次重大军事冲突或敌对行动，发现标普500指数的平均跌幅为6.2%。这一水平大致相当于肯尼迪与赫鲁晓夫对峙时市场的跌幅，属历史典型反应。尽管跌幅不可忽视，但与市场过往在非战争情境下所经历的调整相比，仍处于可接受的温和范围

内。（详见图一）

研究显示，市场对地缘政治事件的反应通常集中在事件发生后30天内，随后往往开始修复并逐步回稳。虽然冲突本身可能持续更长时间，但市场机制倾向于提前消化预期，并在风险落地后迅速反应。

在多数案例中，市场可能会在冲突加剧前夕出现震荡，也可能在战争正式爆发后才明显回调。但总体而言，敌对行动一旦启动，市场便开始重新聚焦基本面，走势也趋于平稳。

如图一所示，标普500曾在四次事件中出现较明显的两位数下跌，这些在图表中以橙色标出。其中两起发生于中东地区，分别是：1990年伊拉

图一：市场往往具备较强的反弹能力，即便面对严峻的地缘冲突和战争

Event	Start date	Trading days to trough	% change to trough	Trading days back to even
U.S.				
U.S. spy plane shot down in USSR	May 7, 1960	2	-0.6%	4
Bay of Pigs invasion	Apr 15, 1961	6	-3.0%	14
Cuban Missile Crisis	Oct 16, 1962	6	-6.3%	13
Gulf of Tonkin Incident (Vietnam)	Aug 2, 1964	4	-2.2%	29
Tet Offensive (Vietnam)	Jan 29, 1968	25	-6.0%	46
Cambodian Campaign (Vietnam)	May 1, 1970	18	-14.9%	86
U.S. invades Grenada	Oct 25, 1983	11	-2.8%	15
Lead-up to U.S. Panama invasion	Dec 15, 1989	2	-2.2%	8
Lead-up to Gulf War (Desert Storm)	Jan 1, 1991	6	-5.7%	13
U.S.-led NATO bombs Yugoslavia	Mar 24, 1999	3	-4.1%	11
U.S. spy plane captured in China	Apr 1, 2001	3	-4.9%	7
War in Afghanistan	Oct 7, 2001	1	-0.8%	3
Lead-up to Iraq War	Feb 5, 2003	24	-5.6%	28
External				
N. Korea invades S. Korea	Jun 25, 1950	15	-12.9%	56
Lead-up to Six-Day War (June 6)	May 14, 1967	15	-5.6%	20
Yom Kippur War, Arab oil embargo	Oct 6, 1973	42	-16.1%	6 years*
Soviet-Afghan War	Dec 24, 1979	7	-2.3%	10
Iraq invades Kuwait, oilfields seized	Aug 2, 1990	50	-15.9%	131
Average		13	-6.2%	30

* Other economic and monetary policy factors negatively influenced the number of days it took the market to get back to even; this is not counted in the average number of trading days back to even.

Source - RBC Wealth Management, RBC Global Asset Management, Wikipedia, National Security Archive at George Washington University, U.S. Naval Institute; data attempts to capture any pre-event impact

图标来源：RBC财富管理，RBC全球资产管理，维基百科，乔治华盛顿大学国家安全档案馆，美国海军学会

克入侵科威特并占领油田，以及1973年赎罪日战争和随之而来的阿拉伯国家石油禁运。

这类事件之所以影响深远，在于其对全球能源市场构成了直接扰动。当前美国/北约与俄罗斯之间的紧张关系虽尚未直接冲击能源供应，但若西方对俄能源实施制裁，或俄罗斯在反制裁中限制出口，风险或将显现。特别是如果“北溪-2号”天然气管道因局势升级而被暂停运营，欧洲天然

气价格将面临更大上行压力。

总体而言，面对战争及重大地缘政治紧张局势，投资者应合理预期市场可能出现5%至10%的短期调整。在极端情况下，若能源市场受到系统性冲击，进而影响经济中长期增长前景，市场可能出现更深层次、持续时间更长的修正。

但从长期财富积累角度出发，市场波动也意味着布局良机。拥有坚实商业模式、可持续盈利

能力、广阔潜在市场和估值优势的优质企业，仍是高质量投资的基石，其价值将在时间中持续兑现。考虑到经济基本面正在逐步改善、美联储政策预期趋向温和，以及企业盈利上修趋势不断强化，我们继续对股票市场持积极态度。下一期

投资期刊中，我们将进一步阐述在当前市场环境下，哪些“高质量”特征最值得关注，并如何围绕这些标准进行投资组合构建。我们诚邀您阅读RBC发布的特别报告《Scope of Impact (影响范围)》，以获取更深入的分析视角。



第五辑：2023年01月至2023年12月

2023年最出乎意料的焦点，是生成式人工智能的全面爆发。我们原认为新一轮行情将由企业盈利修复拉开序幕，然而生成式人工智能——即用人工智能直接生成内容的技术——迅速占领市场想象，并渗透到我们所投企业的营收链条，尤以半导体及其设备厂商最为明显。在估值已大幅抬升的情况下，我们仍旧判断，这项技术将引发一轮史无前例围绕资本设备和数据中心扩建的“超级资本投资周期”，市场资金都会聚焦于如何兑现这项生成式人工智能新技术的投资回报。与此同时，美联储联邦基金利率升至本轮高点并进入加息“暂停期”，让市场和实体经济消化此前的紧缩。尽管疫情余波尚未完全散去，经济韧性依旧超出预期，软着陆图景更加清晰——未来或需达到温和再平衡，却无碍整体增长韧性。



第三十六章：

盈利增长驱动长期估值

2023年3月22日

上期内容中，我们将2022年形容为被一连串相互交织的“增长冲击”所影响的一年，从持续高企的通胀压力，到乌克兰战争引发的不确定性，再到各国央行急速加息以紧缩货币条件、遏制通胀。自上次撰写以来，核心通胀或已见顶，就业市场依然稳健，信贷质量经受住了更紧缩的货币政策考验，企业基本面也在逐步有序地重塑。我们正处于货币政策的潜在转折期，美联储已开始考虑放缓加息步伐，并有望在2023年暂停进一步加息。

随着投资环境的变化，我们在去年构建的“杠铃式”投资组合得到了验证：一方面资产负债表稳健、资本回报率高的优质公司，另一方面是那些在经济复苏进程中估值迅速修复、实现盈利增

长的企业。2022年12月，中国市场重新开放，带动了旅游和娱乐支出，非必需消费品行业中部分领域表现亮眼。

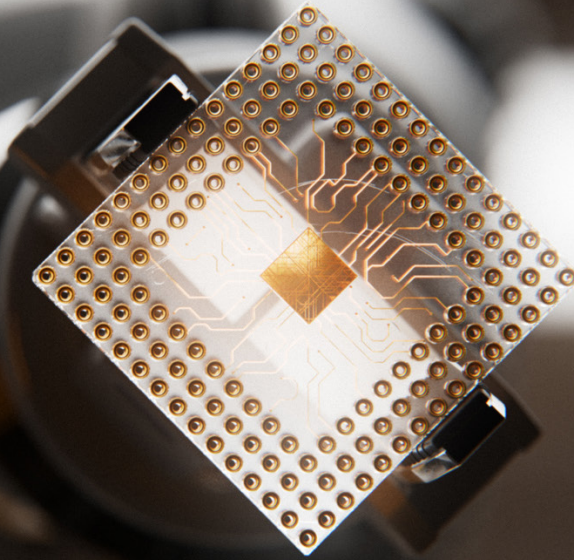
结合最新财报季的数据和经济预测，整体经济有望实现较此前预期更温和的软着陆。这一点从银行业、奢侈品行业乃至芯片企业等代表长期增长的板块表现中已初现端倪。尤其是那些以研发驱动、聚焦下一代技术的企业，持续展现出前瞻性的投资能力。截至2023年3月，标普500指数的盈利预期略微下调约1%，但2024年有望回升10%，2025年预计再增长9%。从长期来看，盈利增长仍是推动股票估值上行的核心动力。因此，我们将持续聚焦经济复苏中的关键领域，在盈利回升的周期中寻找机会。

对于2023年下半年的投资展望，我们也关注到债券市场对年内降息的预期。美联储在通胀率持续回落至2%的目标区间之前，短期内放松政策的可能性较小。因此，当前“相对高息”的环境可能将持续一段时间，这将继续利好盈利能力强、财务结构稳健的企业，以及我们此前布局的“杠铃式”策略所青睐的标的资产。从固定收益的角度来看，收益率曲线倒挂下，高质量、防御型信贷资产在长期配置中更具吸引力。

值得注意的是，货币政策的传导存在滞后性，去年的紧缩政策也在近期美国地区性银行的金融稳定问题中逐渐显现。与2008年金融危机不同，目前并未波及房地产市场，监管反应及时，且资产与负债之间的不匹配集中于个别金融机构的存款基础层面。2008年的事件危机波及经纪自

营市场，即所谓的影子银行系统，美联储被迫扩展政策权限以应对。而此次，美联储在3月22日会议上将加息幅度缩减至25个基点，并指出近期银行业动荡或将对经济、就业及通胀造成一定压力。最终，联邦基金利率维持在5.0%-5.25%区间，仅在暂停前再小幅加息一次。

我们认为，“盈利增长驱动长期估值”这一趋势将在本轮企业利润调整完成后持续演进。具备强大资本回报能力的企业，以及估值仍有修复空间的长期成长型公司，将在当前利率环境下脱颖而出。从长期估值的角度出发，单纯依赖估值压缩（譬如去年）或估值扩张所驱动的市场行情并不常见，这也凸显了专注于精选具有核心竞争力的优质企业的重要性。



第三十七章：

聚焦芯片行业长期增长趋势：英伟达（Nvidia）

2023年6月7日

本期我们为投资者将更新关于投资组合中半导体板块的最新布局。长期关注我们期刊的读者应已熟悉，我们始终坚定看好该行业的长期成长潜力。微芯片早已深入我们生活的各个领域——从日常使用的消费电子产品、数据处理，再到汽车、电源管理及各类智能互联应用。随着芯片体积不断缩小、功能愈发复杂，设计与制造所需的研发投入日益增加，整个行业也在持续加大资本投入。随着更多存储和数据集成功能的生成式人工智能（Generative AI）的兴起，对高性能芯片的需求已持续提升，也进一步加速了半导体行业的发展壮大。随着计算趋势持续深化，新的应用场景不断涌现，半导体行业的周期性波动逐步减

弱，转而呈现出更加明确的长期结构性增长路径。自2018年以来，这始终是我们重点关注的核心投资主题之一。

2023年5月24日，我们组合中权重最高的个股——英伟达（Nvidia）发布财报，其季度收入指引较分析师普遍预期高出逾50%。如此大幅度的超预期表现，在大型蓝筹企业中尤为罕见。当天股价应声上涨+25%，市值一举突破1万亿美元大关。这份业绩背后的核心驱动力，是加速计算趋势与生成式人工智能融合所带来的图形处理单元（GPU）需求激增。仅一个季度，英伟达的每股收益便实现翻倍；其利润占比最高的数据中心业务贡献了公司超60%的营收（首次超越了英特尔

在同领域数据中心收入)。尽管股价显著上涨,其估值倍数反而有所下调,反映出实际利润增幅远超市场预期。此外,本季度标志着一个重要转折点——在人工智能时代,GPU正逐步取代传统的CPU,成为数据处理的核心算力。

投资者可能早已在生活中接触过“加速计算”最直观的应用场景:推荐式系统,例如谷歌、亚马逊或微软的Bing。当用户输入搜索内容时,系统会实时生成个性化推荐,提升用户点击、购买或预订等行为的转化率。全球每年有超过7万亿美元的交易额经推荐系统流转,哪怕效率提升1%,就意味着高达7千亿美元的潜在增量。英伟达的下一代GPU,正是推动这一电商引擎背后的“隐形力量”。而在推荐系统之外,从数据中心网络架构优化到企业决策效率提升,GPU在多个行业也展现出巨大潜力。无论是在汽车、医疗健康,还是云基础设施等垂直领域,我们目前仍处于人工智能芯片广泛应用的早期阶段,未来空间可期。

在更宏观的层面上,英伟达的成功也印证了我们一贯强调的长期投资理念。尽管2022年英伟达股价从高点下跌63%,但我们对其长期成长路径始终充满信心。无论是稳健的行业基本面、

持续增长的研发投入,还是不断优化的产品路线图,都支撑我们在2022年加大了对英伟达及其相关半导体设备公司的配置,为今天的收益打下坚实基础。截至2023年中,英伟达年初至今股价涨幅已达+164%。我们感谢各位投资者在市场波动期间始终保持理性与信心,共同度过公司基本面与短期股价背离的阶段。英伟达是我们投资组合中兼具强大“经济护城河”与现金创造能力的典范企业。公司执行总裁黄仁勋不仅拥有约4%的股权,同时维持零净负债、资本结构稳健。随着产品应用场景的不断扩大,公司持续迎来强劲的市场需求。

我们也想借此机会缅怀《投资者商业日报》创始人、备受尊敬的成长型投资大师William O'Neil,他于2023年5月28日辞世,享年90岁。他曾言:“我从未见过一个事业有成的悲观主义者。你必须充满信心和乐观,否则你将一事无成。”这一理念亦与我们的长期投资哲学高度契合:高质量企业具备正向复利的复合增长力,而长期持有,才能真正释放这种增长带来的价值累积。英伟达,正是这一理念的最佳体现。

第三十八章： 品质至上

2023年9月7日

随着第二季度财报季落下帷幕，市场反馈显示，盈利与经济正在实现温和软着陆，伴随着企业盈利温和调整后的回升。从2022年开始的“滚动式衰退”，如今正逐步演变为“滚动式复苏”，并在市场估值中得到体现。

从基本面来看，拥有长期增长潜力、广泛经济护城河、以及不断扩展潜在市场的优质企业，将继续引领我们的投资组合稳步前行。企业纷纷将充沛的净现金流投入到提升生产力、发展生成式人工智能等创新领域，同时通过大规模回购，减少流通股数量，积极向股东返还资本。此外，我们也持续深入剖析企业盈利构成的质量。当前盈利复苏大多源自于收入增长，而非依靠削减成

本。即便在加息周期放缓经济增速的背景下，收入增长依然保持韧性，这得益于研发支出的持续投入。企业为了抓住技术周期加速带来的机会，普遍不愿削减研发预算，以避免在经济复苏期错失需求。我们在半导体设备制造商中尤为明显地观察到了这一现象。2022年，板块大幅波动为投资者的组合带来了具备吸引力的估值机会，我们在低位积极布局，在保持盈利基本面稳健的前提下，累积了高折扣、高潜力的资产，并在今年迎来了正向回报。正如我们反复向投资者所强调的，股价的波动并不等同于风险。2022年对多数企业而言，是专注成本优化的一年。如今随着优化基本完成，利润率扩张的成果已在财报中得到体

现,并获得市场的积极回应。我们的投资组合布局继续采取“杠铃策略”,持续专注于资本回报率高、现金流稳健的优质企业,以及在各自领域中具备长期领先潜力的技术创新者。这一策略自2018年确立以来,经受了疫情与2022年市场低迷期的考验,如今正在被更广泛的市场所验证。

关于此前提到的盈利下调周期,我们认为本轮已基本结束,盈利预期整体已完成调整,大盘股的业绩指引大多得以维持。虽然标普500指数当前市盈率为21倍,但从2024年的预期市盈率18.6倍来看,市场整体估值仍处于合理区间。一些投资者可能会关心本轮盈利复苏的力度,对此我们认为,在盈利驱动的复苏周期中,随着市场参与度扩大,复苏的广度通常往往会同步扩展。本季财报显示,从银行、到大型科技股,再到非必需消费品企业,都普遍传递出积极的信号,表明复苏正在逐步展开。这种演变类似于2011年房市复苏的经验——先是房屋建筑商回暖,随后是银行复苏,最终带动消费者支出回升。此外,8月底的一系列就业市场降温数据,包括就业增长放缓、工资通胀回落及职位空缺减少等,表明紧缩货币政策正在产生效果,同时需求面保持坚韧,这也降低了美联储在9月与11月会议上进一步大幅加息的必要性。

在当前的背景下,理性审视选择投资标的显得尤为重要。盲目追逐低估值但缺乏护城河的公司,反而可能面临盈利受损的风险。“便宜”的背后往往也可能隐藏着一系列结构性问题。当前,赢家通吃效应在多个领域尤为突出,包括云计算、数据存储、半导体、数字广告以及动物保健等。虽然短期内这种分化可能会带来市场波动,但也孕育着布局优质资产的良机。

我们也想回应一个投资者常见的疑惑:“为何不定期获利了结?”对此,我们想提醒:复利增长的力量在于收益不断在基础上累积,形成滚雪球效应。如果中途频繁卖出,不仅削弱了复利的威力,还需在未来以更高价格重新进入市场。彼得·林奇曾指出:“因等待调整而错失的收益远远超过实际调整期间的损失。”同理,股息再投资同样是放大复利效应的重要来源。

从长远来看,盈利增长是驱动估值提升的根本动力。因此,理性的投资者应专注投资于合理估值下,具备长期成长潜力的优质企业。这种方法不仅能关注当前已知的价值创造,还可捕捉到尚未被市场充分定价的“期权价值”,为未来带来超额回报。我们的投资组合也始终坚守“品质至上”的投资理念,持续长期拥有坚固经济护城河、并能持续扩大竞争优势的企业。



第三十九章： “预告式”衰退或未将至

2023年10月13日

北美投资市场中充斥着熙熙攘攘的观点，我们的一项重要职责，就是在纷繁复杂的声音中提炼出有价值的信息，为做出更明智的决策提供有力支撑。不同风格的碰撞、观点的交锋、扩张与收缩的交替，既带来波动，也创造了机遇。正是在这样的环境中，我们坚持以结果为导向，专注长期影响，保持建设性、成长型的投资心态。持久性、可持续性与盈利能力，一直是我们在所有投资标的中寻找的核心价值创造基石，无论是在增长时期还是经济放缓时期，都始终如一。

每一轮经济衰退，真正严谨且踏实完成尽调研究的投资者往往能在保持理性与坚定的同时，持续留在市场之中。经济衰退是投资环境自然演

进的一部分，为那些做好财务尽职调查的理性投资者提供重新布局、把握长期机会的良机。从这个意义上来说，投资者应当以积极的心态看待波动，而非回避波动。正如2022年市场低迷期间，我们将投资组合从中小型公司转向芯片设备与奢侈品领域等长期趋势板块，成果已在此前第三十七章期刊中详细分享。我们也提醒投资者，当经济衰退成为市场普遍共识时，前瞻性的市场通常早已消化预期并开始重新定价复苏机会，这正是我们在2023年至今所目睹的现象。一名成功的投资者需要主动排除噪音，专注于可控因素——即投资企业的长期价值创造能力，即便在经济调整期间也应是始终如此。

回顾过去一年的财经报道，经济学家与策略师普遍预测2023年初第一季度将出现衰退，然而随着时间推移，衰退预期不断被推迟，如今已延后至2024年。我们认为，由于多重经济、金融、政策与市场因素的交织影响，出现深度衰退的可能性正逐步减弱：1)经济缓冲：疫情与战争带来的混乱催生了非典型的经济行为，为周期走势提供了缓冲。2)政策滞后缩短：货币政策的影响周期较以往更短更可预测，连美联储主席鲍威尔也在杰克逊霍尔年会中承认，“金融状况对货币政策反应更为迅速”，对经济的影响提前显现。3)财务韧性：北美经济展现出超预期的底层韧性，支持了消费与投资需求。4)市场因素：生产力提升及生成式人工智能等新趋势正驱动企业盈利修复，提高利润率，支撑结构性增长。

正如路易威登集团(LVMH)首席财务官Jean-Jacques Guiony在公司2022年第三季度销售会议上的表述，经济衰退实际上已经被“预先宣布”。Mr. Guiony指出，这是一个“令人费解的概念”，因为在经济周期的演变过程中，一旦某个事件被广泛提前预告，经济主体往往会主动采取应对措施，从而使该事件最终并未真正发生。这一现象，正是我们在2023年所目睹的现实。曾被视为“长期且变化多端”的货币政策滞后效应，如今正变得更短、更具可预测性，连美联储主席鲍威尔也在杰克逊霍尔全球央行年会上承认了这一变化。他指出：“当前金融状况对货币政策预期的反应远比以往迅速”，因此，“货币政策对实体经济的影响实际上也比过去更快”。这正呼应了Mr. Guiony的观点——在政策正式落地之前，企业和经济参与者已主动调整，以减轻潜在的不利影响。从更宏观的角度来看，疫情与战争所引发的连锁冲击，打乱了传统商业周期的展开节奏。

在本轮周期中，我们观察到一系列经济缓冲力量，其中部分因素甚至被市场低估，包括1)就业市场结构性紧张正在有序降温，带动收入韧性并抑制核心通胀。2)家庭资产负债表稳健，受益于疫情期间积累的大量超额储蓄；3)制造业在岸回流(Reshoring)，强化了美国非住宅投资支撑；4)延长抵押贷款摊销期限有效缓解了家庭层面的利息负担(以加拿大为例，截至2023年7月，五大银行中23%-30%的抵押贷款期限已延长至30年以上)；5)加拿大移民潮推升了本地需求，进一步增强了内需支撑力。基于以上诸多缓冲因素，关于2024年即将出现深度经济衰退的观点，可能存在夸大成分。事实上，九月份公布的就业数据表明，强劲的就业增长与通胀放缓可以并行不悖，进一步验证了收入对经济韧性的积极作用。最后，即便未来美国国家经济研究局(NBER)正式宣布进入技术性衰退，考虑到其认定具有明显滞后性，其实际参考价值也将相对有限。

正如我们在第三十八期投资期刊中所强调的，北美正处于生产力主导的盈利修复阶段。2023年第二季度财报季清晰地印证了这一点——盈利预期的调整已让位于盈利实际回升，生产率改善也带动了企业利润率与估值扩张。这一趋势，与通胀放缓、收入韧性及家庭资产负债表健康状况互为支撑，进一步削弱了衰退论调。

值得一提的是，金融市场本质上是流动迅捷且充满变数的，许多突发事件往往未有征兆便已发生，市场因此常常提前做出反应、出其不意。在这种环境下，保持对数据与趋势变化的敏锐洞察，并建立以实证分析为基础的决策体系，才是应对任何周期变化的核心能力。



第四十章：

愿您度过一个“和平鸽式”的假期

2023年12月6日

在上一期刊中，我们提出了美国经济正沿着软着陆的路径前进，联邦基金利率已达到足够高的水平以压制通胀，同时也避免引发经济衰退。展望2024年，我们依然维持这一判断，如今有更多事实数据进一步验证了这一观点。在11月的美国联邦公开市场委员会（FOMC）会议上，美联储指出，当前工资增速已与其2%的通胀目标大致保持一致，后续的经济数据也表明，劳动力市场的弹性并非由工资上涨推动，而是由生产率提升带动。从长期视角来看，生产率的提升部分得益于生成式人工智能带来的通缩效应，人工智能日益被视为人力资本外包的替代方案。正如我们一贯向投资者强调，生产率的持续提升，是创新和更高效生产模式对经济结构产生深远影响的重要

体现。基于目前的金融与经济数据，我们认为，美国联邦基金利率很可能已达到本轮周期的峰值。尽管市场广泛预期2024年将出现一系列降息，但鉴于美联储仍将通胀持续回落至2%作为首要任务，我们认为，当前市场对降息次数和幅度的定价，或许依然过于乐观。

投资者或许还依稀记得，回顾年初，当大多数市场参与者对北美经济前景持悲观态度时，我们即指出，在经济数据逐步走强与生产率提升的背景下，十年期美债收益率上行，收益率曲线开始反转，导致十年期美国国债年初至今的总回报录得负增长。这也是我们年初对固定收益及类似债券资产类别保持谨慎态度的重要原因。如今，随着收益率曲线逐步恢复正常（即趋于陡峭化），固定

收益市场的整体悲观情绪正在消退。

即便如此，部分经济学家依然在以更加微妙的方式“对抗”美联储的预测——虽然美联储的官方展望认为GDP将维持正增长、通胀逐步降温，但市场上约一半的私人经济学家预测仍预计2024年将出现衰退。这些悲观预期主要基于对消费者支出和私人投资骤然下滑的假设。然而，正如我们以往期刊中详细分析的，考虑到当前周期中存在的诸多经济缓冲力量，深度衰退的可能性相对较低。

随着2023年临近尾声，我们总结了近期第三季度企业财报的主要特点：长期增长型、具备广泛经济护城河的企业继续展现出强劲的市场领导力，这种领先地位受到了市场对可持续增长可预测性的青睐。我们关注的未来增长与创新领导者企业，持续兑现增长潜力。结合对2024年收益率曲线趋陡的预期，我们特别关注那些具备稳定现金流与优质股息收益率，但市场尚未充分定价的优质企业。以北美银行板块为例——尽管目前

信贷质量出现温和正常化迹象，且行业整体因市场情绪承压，但我们认为其当前估值并未充分反映其基础资产价值。若贷款增长在低增长、温和通胀的环境下企稳回升，同时收益率曲线继续陡峭，我们相信，这一投资逻辑将在2024年得到市场印证。

简而言之，市场长期价值最终取决于企业盈利能力的持续兑现。无论是增长与创新、供应链区域化，还是生成式人工智能的应用，这些领域的领导企业正在不断推动盈利增长与资本回报，成为我们长期关注的焦点。因此，我们始终坚持投资于具备可持续盈利能力、长期增长潜力的优质企业——换言之，“好公司也是好股票”。我们的选股策略，聚焦于引领变革与创新的长期复合增长者，以及具备坚实安全边际的高质量收益型企业。生产率提升带来的通缩效应进一步验证了美国经济软着陆的基线，并为2024年市场参与度的进一步扩大奠定了基础。



第六辑：2024年01月至2024年12月

2024年，市场出现了一条鲜明的“两极分化”轨迹：稳定产出现金流的大盘蓝筹几乎包揽了市场主要涨幅。值得强调的是，这轮上涨并非单纯因估值抬升，而是由企业自身盈利扩张驱动。尽管投资者尚存忧虑反复揣摩等待美联储何时开启首次降息，强劲的宏观数据始终为标普500指数的估值倍数提供了扎实的托底。年内数度出现所谓“风格轮动”很快就偃旗息鼓，多属流动性噪音。在“软着陆”这一宏观主旋律下，我们坚持将组合定位在长期牛市反弹的主线之上，而非追逐短期热点。所谓的“伟大轮动”并不伟大：小盘股的盈利质量和成长确定性依旧欠缺，尚未达到我们纳入投资池的标准。与此同时，我们主动回避久期过长的美债，避开了“债券义勇军”掀起的抛售浪潮。在财政赤字压力下，十年期美债全年跌幅达18%，而标普500指数却上涨25%。得益于防守兼备的资产配置，我们的组合在动荡中表现稳健。



第四十一章：

好股票也是好公司

2024年3月13日

上一期刊中，我们为读者分享了“好股票也是好公司”的投资理念：“既是优质股票，也是优质公司”的投资。在目前的投资范式中，这些投资因各自在其终端市场推动了一系列结构性的生产力提升而脱颖而出，它们代表了少数几个拥有财务实力，又具有独有数据助于其实现生成式人工智能（AI）商业化收益持续性增长的公司。实现人工智能商业化所需的数据/基础设施市场仍然具有潜在的增长机会，NVIDIA（英伟达）、Microsoft（微软）和ASML（阿斯麦）等公司就是这种创新驱动型增长的典型例子。更多精彩内容，请参阅我们2023年6月份-第37期理财期刊。这些投资拥有丰厚的收益增长潜力-源于其所展示的长期复合式增长的力量，使得它们“不仅仅

是优质股票，同时也是优质公司”。例如，1986年3月13日投资于价值\$5,000美元的微软股票，如今的价值将远超过\$2,200万美元。

本章将探讨与我们投资理念相反的另一面：即“虽是好股票，但长期来看却是糟糕的公司”。我们的投资标准聚焦于企业的持久性、可持续性和盈利能力，如下将列举一些不符合这些投资标准的公司作为例子，包括北美大麻行业、区域银行和传统科技公司。尽管这些公司的股票在2023年期间曾间歇性地表现出正面的价格回报，但由于它们缺乏支持其估值的持续盈利能力，通常有较短的盈利持久性。这些公司更加倾向于吸引那些追求短期价格表现，而非追求长期基本潜在价值的投资者。以区域银行为例，一些银行试

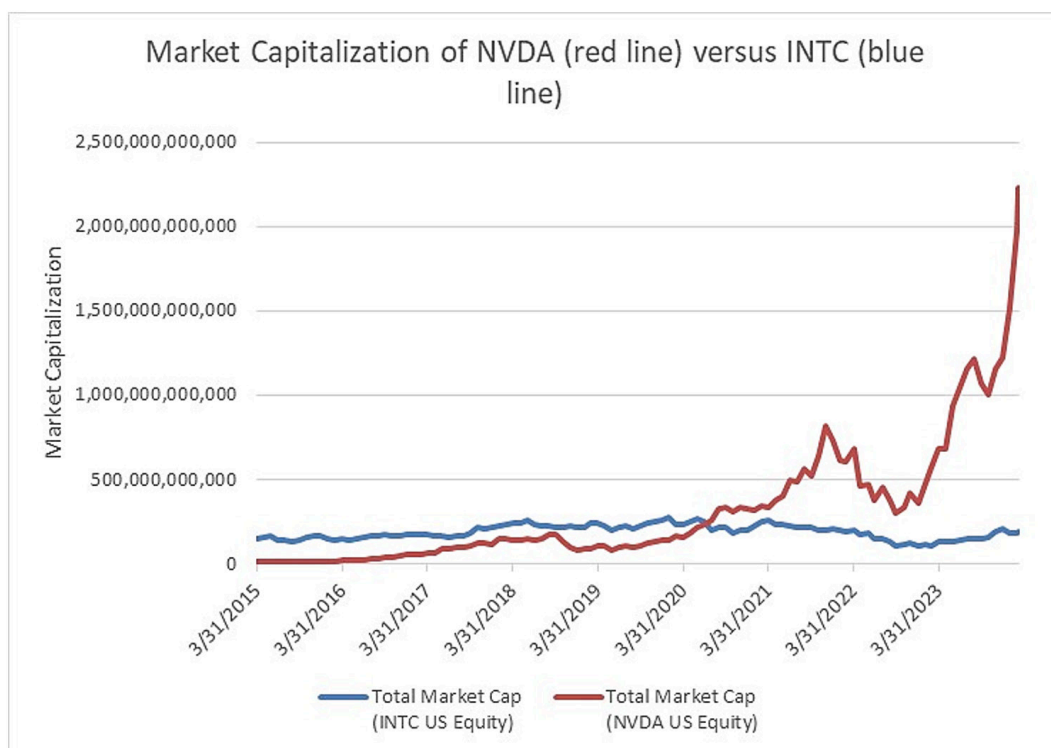
图通过收购来扩大其资产规模，从而导致杠杆率过高，放大了商业地产的风险，导致贷款损失准备金的增加。它们的结果，正如我们在之前的期刊中所揭示的，“便宜的股票(东西)背后有其便宜的原因”，其中最主要的是此类公司它们的盈利和资产质量可能会受到冲击，从而导致资产贬值，这也是我们定义的风险。

当一个行业内部出现了赢家和输家明显分叉的时候-我们称之为“分化”。在我们持有的许多行业中都有如此的体现，从大型金融公司与区域银行，到奢侈品与大众市场的非必需消费品，再到大型半导体芯片与新兴小型科技公司。以半导体芯片行业的NVIDIA英伟达与Intel英特尔公司为例，NVIDIA通过创新文化巩固了其客户基础，在此过程中在新的终端市场创造了拥有主导地位的品牌价值和一个充满活力的生态系统。

在它们的案例中，赢者通吃的现象很明显的被体现，NVIDIA的数据中心的结构基本增长推动持续和长期的盈利增长。而与之相反，Intel的产品组合主要由PC端市场为主，使得市场易于被商品化，如此导致了客户转换成本和壁垒较低。尽管两家公司处于同一行业，回报表现却截然不同，这些反映在它们的公司股价中：NVIDIA的年初至今回报率为+79%，而Intel的回报率则为-10%。

从长远来看，由拐点和创新驱动的增长最终会占上风。投资们将看到，随着时间的推移，Intel和NVIDIA之间的市值差异一如图一下图1所示，原本不久前Intel的市值还高于NVIDIA，直到NVIDIA基于平台驱动型的快速增长最终赶超了Intel。Intel作为20世纪60年代摩尔定律的推动者和先进光刻技术的首批投资者之一，最终

图一：英伟达（标注红线）V.S英特尔（标注蓝线）市场份额率比较。



数据来源：彭博社

将市场份额被迫割让给了同行：

成长型的巨头公司拥有强大的财务资源来资助业务回投，而Intel则依赖政府资金来启动其美国本土的芯片制造厂。我们过去曾提到，在科技行业中，一些公司的增长在通缩背景下成为了有利因素，使得预期收益增加，进而推动它们在行业内的领导地位有所偏向上升。NVIDIA就是一个很好的例子，行业和公司的选择在理财投资过程中和实现财富增长中发挥着至关重要的作用。我们上文提及的例子，选择识别具有行业内人工智能产品化的范式转变节点，以及其相关的长期基

础设施建设的成长机会是第一步，另一步则是区分识别“即将遗留在昨日”的老牌公司和“具有形成一家独大效应潜力”的新势力公司。严格挑选那些拥有广阔可寻的潜在市场、以及能够在这些市场内扩张并培养主导品牌的公司是我们投资过程的基础之一。在明显分化的投资市场里，未来的道路总是充满不确定性，但是我们将持续通过理性专业的研究和分析，以及谨慎的选择，于广泛的行业和市场主题中去识别、评估和选择“即是好股票也是好公司”的投资，是我们投资过程中坚守的理念和特点。



第四十二章：

探寻好公司，好股票，好价格的投资之道

2024年5月9日

在上一期投资理财期刊中，我们详细阐释了如何识别出“既是好公司、也是好股票”的投资流程。正如我们所讨论过的，优质的公司具有三大特性：持久性、可持续性以及强劲的盈利能力，当这些特性与适当的估值差距相结合时，便创造出优质的股票。在本期刊中，我们希望提供一些历史视角，来探讨相对于过去的投资环境和范式，当前的估值尚未展现过度膨胀的现象。让我们从美国的金融行业谈起，以美国银行为例，在2008/2009年全球金融危机后，其市净率（P/B比率）从0.25倍的低点攀升至2018年1.33倍的高点（图一所示）。

然而，尽管该行在金融危机后的十年间修复了

其资产负债表并展示了负责任的稳健增长特质，其市净率仍低于金融危机前的2.0至3.0倍。即使凭借强大的存款业务特许权、日益增长的市场份额及审慎的资产负债表配置，疫情后的美国银行市净率也仅为1.11倍。若转化成股价变动来看，美国银行的当前股价为每股\$37.55美元，仍低于2006年9月的高点\$53美元，总体下跌了42.6%（如图二所示）。即使是创下52周新高的股票，其估值倍数也远未达到其历史峰值。

以Alphabet（谷歌母公司）为例（图三所示），尽管其股价处于52周高点，但其未来一年市盈率计算的估值倍数，仍低于2021年的高点。其原因在于，过去五年Alphabet的盈利成功地以平

均每年20%的速度增长，并且预计在未来三年，盈利增长率将达到平均每年的15%-17%。这将进一步压缩前瞻估值倍数，很可能导致估值差距的形成，从而推动股价的升值。值得注意的是，市场分化现象呈现愈发明显的趋势这一现象将持续活跃且受到广泛关注。市场分化导致同一行业内不同公司之间的相对估值差距变大正如我们上期所阐述的，大型创新型公司（如英伟达）与其守旧对手（如英特尔）之间的对比（请参阅第41期理财期刊）。

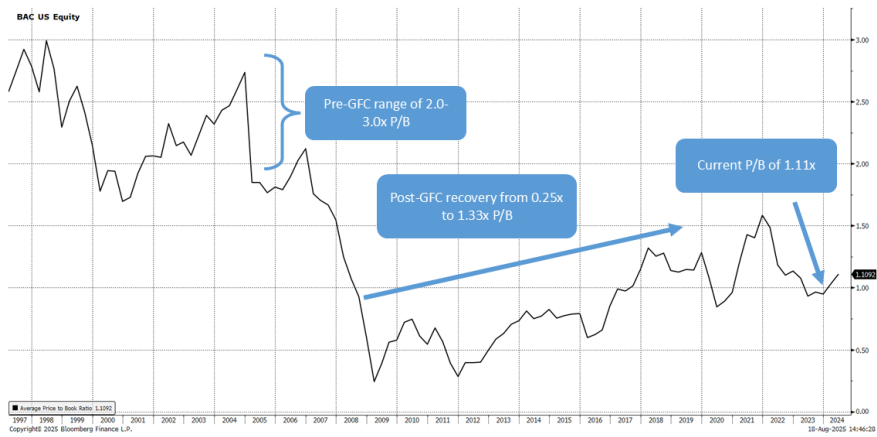
而在本章中，我们特别关注于区域银行与大型资本银行之间的对比分析。2024年3月，S&P Global(标普全球)下调了五家区域银行的前景评级，而与此同时，其强大的对手银行（如摩根大通、美国银行）已展示出强大的资本基础、持续稳健的资产高质量、韧性的信贷健康状况以及审慎的储备管理实践，这可能会在未来导致超大规模的股份回购。这些大型金融机构的资本充足，得益于弹性且多元化的存款特许经营权的支持，并且其较高的股本回报率也反映出了持续强劲的存款利差。除此以外，大型银行的资产质量远胜于区域银行；例如，摩根大通报告表示，住房贷款收入激增，并释放了贷款损失准备金，这现象意味着银行减少了为可能的未来贷款损失而设置

的资金储备。这也提供了对消费者信贷健康状况改善的明确信号。

这里还包含一个重要的观点：与区域银行的账面价值不稳定且易受商业地产风险（即资产减值）的影响不同，大型金融机构的账面价值则更为显著可靠，也体现了它们对负责任增长的持续重视。成功的投资组合管理策略之一，是能够精确评估市场的分化，深入探讨不同商业模式和行业之间的本质差异，及其对企业长期生存和真实内在盈利能力的影响。

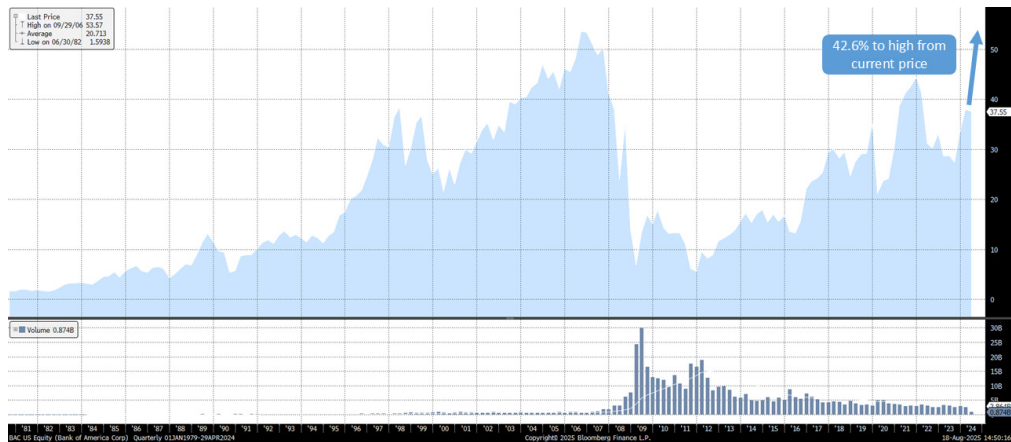
从这个视角观察，高质量的大型资本公司的投资组合市场估值远远未及过度膨胀的水平。正如我们的标题所示，我们的投资理念即是在不断探寻识别的那些既是好公司也是好股票，并且其估值具有强大吸引力的投资。同时，如此“好股”，“好价”，还需“耐心持有”。“好股”的核心是选择行业圈内具有强大护城河和持续增长潜力的好公司；“好价”则是要寻找合适的入市点，这需要对公司的内在价值具有专业深入的分析和深刻的理解；同时，一个长期的投资视角也至关重要，作为一个长期投资者，投资是一场长跑马拉松，而非短跑冲刺。通过精心挑选来购买这些优质公司的股权，我们希望与企业共同成长。

图一：美国银行的市净率与历史数据对比（截至2024年4月29日）



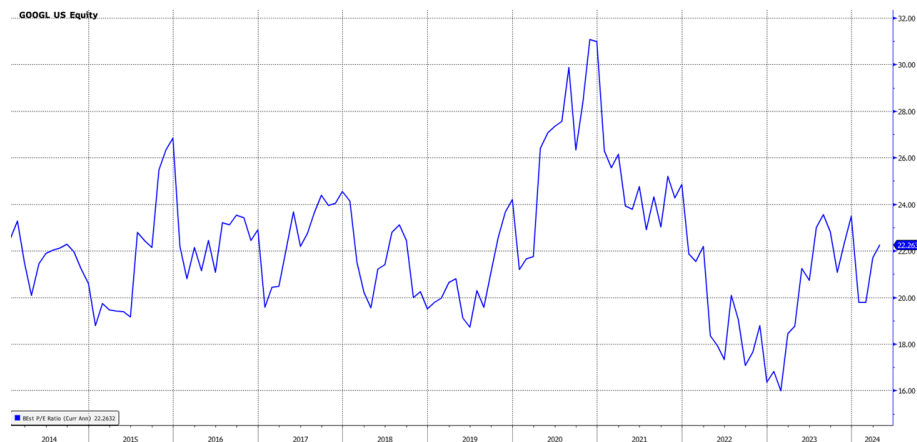
数据来源：彭博社

图二：美国银行的股价与历史数据对比（截至2024年4月29日）



数据来源：彭博社

图三：彭博估算谷歌的一年期前瞻市盈率倍数（截至2024年4月29日）



数据来源：彭博社



第四十三章：

聚焦Alphabet广泛的价值创造实践

2024年6月13日

在往期文章中，我们为投资者分享了谷歌的母公司Alphabet，作为我们投资组合中权重较高的成员之一。在股票市场中，价值增值的核心动力，往往源于具备复合特征的企业。Alphabet公司，就属于增长复合型企业中的一个主要例子，其股价创下了52周新高，主要得益于过去五年里每年20%的复合增长收益。而Alphabet的估值倍数仍低于此前的峰值，加强了我们对该公司财富创造能力的信心。本期刊中，我们将解剖Alphabet价值创造特性的构成，其特许经营价值、网络优势，以及将生成式人工智能集成到其技术堆栈中的整合。正如读者所见，这是Alphabet广泛且丰富的价值创造实践，从另一方面而言，这组实践增强了其

公司的风险回报特性。

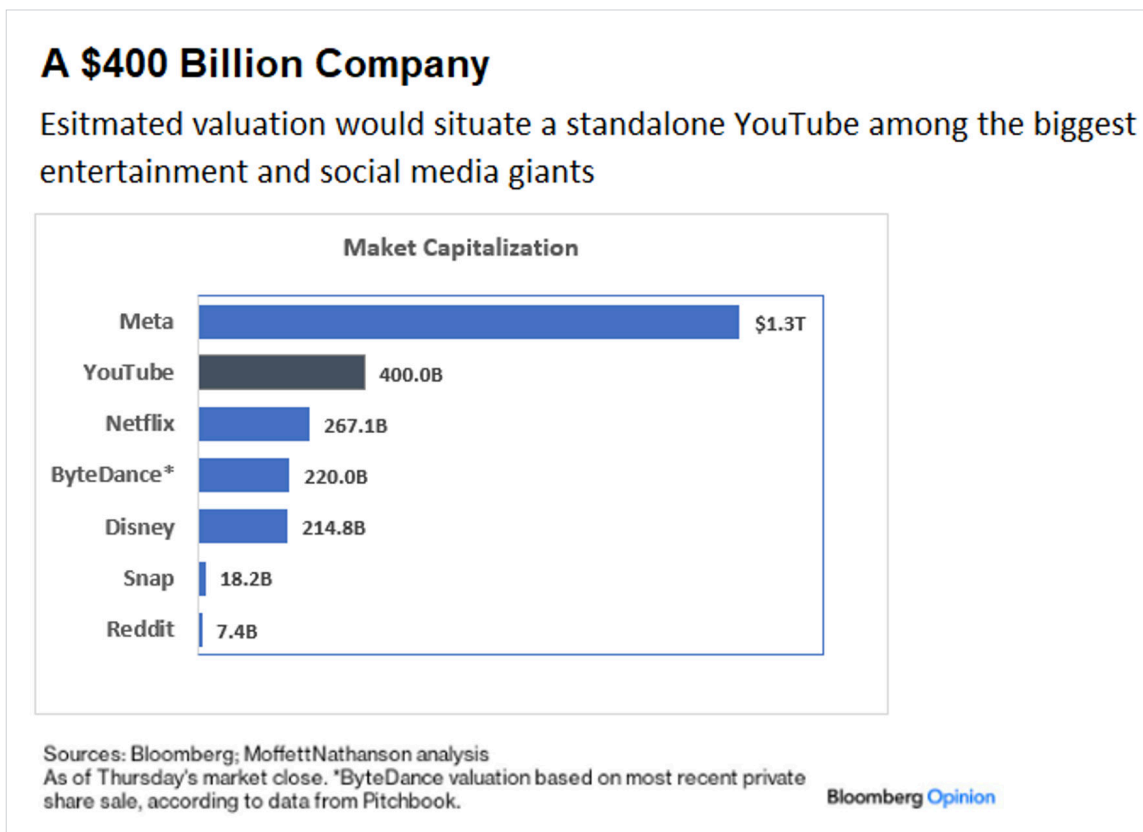
首先，Alphabet的商业模式是一个整合了搜索引擎和数字广告商的模式，它涉及到提供搜索服务的同时，也利用数字广告来实现盈利。搜索引擎通过搜索查询收集用户偏好数据，并定位广告商为这些用户提供服务，例如完成交易。通过这种方式，Alphabet的特许经营搜索引擎（即Google Search）产生了网络效应——即，在Alphabet平台上成功互动的用户和广告商越多，平台的价值就越高，从而形成了一个良性循环。正如行政总裁CEO Sundar Pichai所说：“Google的核心是将信息带给人们……我们试图研究和开发数十亿人每天都会使用的东西。” Alphabet网络的规

模、广度和深度都具有价值的。事实上，这让人想起了iPhone的使用——在iPhone应用程序上互动并使用其文本和照片共享功能的人越多，手机作为实用设备的价值就越高。Alphabet的护城河十分强大的：截至2024年，StatCounter估计谷歌在搜索引擎市场的份额稳定在90%，与彭博社Bloomberg于2018年的预估几乎没有变化。谷歌旗下的YouTube平台也呈现出同样的良性循环，预测该平台的市值可能超过4000亿美元（约占公司的20%，详见图一）。据预测，YouTube在未来两年内预计将获得超过650亿美元的循环订阅和广告收入。根据这一趋势，到2026年，YouTube有望成为最大的有线电视供应商，而它仅仅19岁。这一预测基于其快速增长的收入和用户基数。通过

为用户和广告商创造更大价值的网络优势，已成为Alphabet的核心特许经营价值并且为其创造了庞大和宽阔的经济护城河。跨越数十亿用户的规模，使得这个网络具有强大的价值和优势。

随着生成式人工智能(Generative AI)的快速采用和商业化，这些网络优势正在加速发展。为此，Alphabet将其研究领导地位整合到Google DeepMind之下，该团队由研发科学家、工程师和伦理学家组成，负责构建名为Gemini和Gemma的人工智能模型。Gemini是一个复杂的、基于查询的聊天机器人，允许用户在广泛的用例中进行查询和互动。例如，Gemini的一个分支Gems，允许用户创建一个专门处理某个特定经常性话题的自定义聊天机器人；例如，辅导用

图一: YouTube—4000亿美元市值预估



数据来源: 彭博社

户进行微积分运算或制定减肥计划。Gemini搜索体验是多模态的，这意味着它可以转换不同格式的数据；例如，文本到图像、图像到文本、语音到图像等。Gemini也有不同的版本——比如，用于高度复杂搜索的超级版本、通用搜索的专业版本、快速搜索的闪存版本以及用于手持设备的纳米版本。在美国，搜索生成体验将涉及网络搜索结果的提炼，即所谓“AI概览”。这一形式将集成到Alphabet的搜索功能中，即通过对搜索结果进行提炼和整合，以AI概览的形式呈现给用户。正如读者所见，消费者人工智能、开发者人工智能和企业人工智能的搜索生成体验可以在整个Alphabet生态系统中得到处理，使转换成本和准入壁垒进一步加强。搜索生成体验也将拓宽Alphabet本已强大的护城河，更加巩固其市场地位和竞争优势。

财富价值创造型的一个显著特征体现在其资本配置的理念，这一理念由管理层的审慎管理引领，旨在平衡对有机投资、创新研发、以及股东资本回报要求之间的需求。CEO首席总裁Sundar Pichai自2015年8月被任命以来的管理。在Pichai先生的领导下，Alphabet的市值增长了四倍，从5270亿美元增至2.19万亿美元。

与此同时，股票回购从2015年的17.8亿美元增长了34倍至2023年的622亿美元，目前约占总市值的3.5%。同时，Alphabet目前持有800亿美元的净现金，在过去3年，该公司以每年600-700亿美元的速度补充自由现金流，目前预计将跃升至每年800-900亿美元。此外，Pichai先生对盈利性创新的关注体现在了他的职业生涯里程碑中——2004年，Pichai先生领导了谷歌客户端网络产品的产品开发工作，包括Google Chrome和Google Drive。在谷歌任职期间，他还负责Gmail和Google Maps的开发。在全球搜索网络、生成式人工智能和广告领域拥有广泛持久优势的Alphabet，不仅是创新者，也是变革者。

正如投资者所见，关注企业经济护城河的持久性、盈利能力和可持续性是我们研究过程的核心。Alphabet稳定的“护城河”盈利能力得益于其优质的商业模式。此外，寻找和识别仍存在估值差距的优质企业，会产生更有利的回报特性，这种回报特性又由有机再投资和资本回报特征所支撑。正如传奇投资大师查理芒格曾经说过：“复利的第一条规则是：永远不非必要的打断它。”谨守这一投资原则，才能享受优质股复式增长带来的投资回报，而Alphabet就是这样一个好例子。



第四十四章：

市场轮动修正：关于“波动不等于风险”的案例分析

2024年8月27日

本章期刊中，我们将回顾市场修正的过程，即“资产价格的短期回落”的现象。正如我们在过去的文章中提及，市场修正是在长期牛市中不可避免的一部分，这种波动常常会引发抛售，但并不意味着真正的风险。我们将重点分析今年夏季的市场修正现象。在这一轮修正中，一部分股票由于受到短期市场情绪的变化而暂时失去青睐；另一部分股票则因投资者的兴趣转移表现强劲。然而，在投资实践中，我们倾向于保持理性和长期视角，去审视那些受到短暂“追捧”的股票。尤其在缺乏坚实的基本面支撑时，当市场回归理性，这些股票往往容易迅速回落，而资金将再次

流向那些具有长期增长潜力和盈利能力的企业。

今年7月份的“大轮动”现象就是一个典型的例子：罗素2000小盘股相较于标普500的大盘股表现超出13%。然而，在随后的市场复苏中，这种轮动未能持续。由于并非基于盈利增长的支持，小盘股在8月份回落了其中7%的涨幅。正因如此，我们认为，长期持有持续产生稳定收益、并具备财富创造能力的优质公司，才是在市场中长期获利的最佳策略。我们对此案例的分析如下：

由外部事件引发的轮动修正。此次的市场修正始于7月，当时美国商务部宣布了对用于半导体制造设备的美国零部件实施出口限制的提案。如

果该提议生效，将严重限制中国对半导体设备的购买，而中国是全球芯片制造的主要基地。这将导致依赖芯片的耐用消费品（例如家电、电力和通风系统、消费电子产品等）出现严重短缺。尽管我们持有的半导体和科技公司公布了非常亮眼的财报表现，但这一出口限制提案却削弱了这些利好消息的影响，导致费城半导体指数在一个交易日内大幅下跌7%。借此机会我们想提醒一下投资者，我们的半导体持仓集中于拥有顶尖质量和长期韧性商业模式的公司。这些公司具有持续稳定的盈利增长能力，在半导体基础设施行业的各自领域中处于领先地位，并且推动整个行业的持续发展。

外部事件风险的缓解。事件末期，理智的声音在出口管制的纷争中开始占据主导地位，日本、韩国和荷兰的半导体设备制造商因此获得了豁免。这一事件的缓解大幅度的降低了该行业的风险，使得半导体市场在单日之内反弹了7%。而我们持有的半导体制造商凭借其坚实的盈利韧性，成为这次反弹的主力军。这也表明了市场正在重新评估企业的基本面和长期价值，使得这些股票受到市场的认可和回报。

套息交易的解除。然而，更多的市场波动正在加剧。在7月29日那一周，日本央行结束了长达数十年的零利率政策，导致日元的借贷成本上升。紧接着，8月2日周五，美国公布的7月非农就业报告数据，也受到了飓风“贝里尔”登陆的负面影响。市场因此陷入恐慌，对于经济衰退的担忧再次浮现。然而，我们持有与市场反应相反的观点，尽管我们也意识到7月份的就业增长明显放缓，但每月新增114,000个就业岗位的数字远未达到衰退的水平。这也强化了我们经济软着陆的信心，通胀已显著缓解，就业增长已恢复到疫情前的水平，而美联储也很可能会在9月份降息。

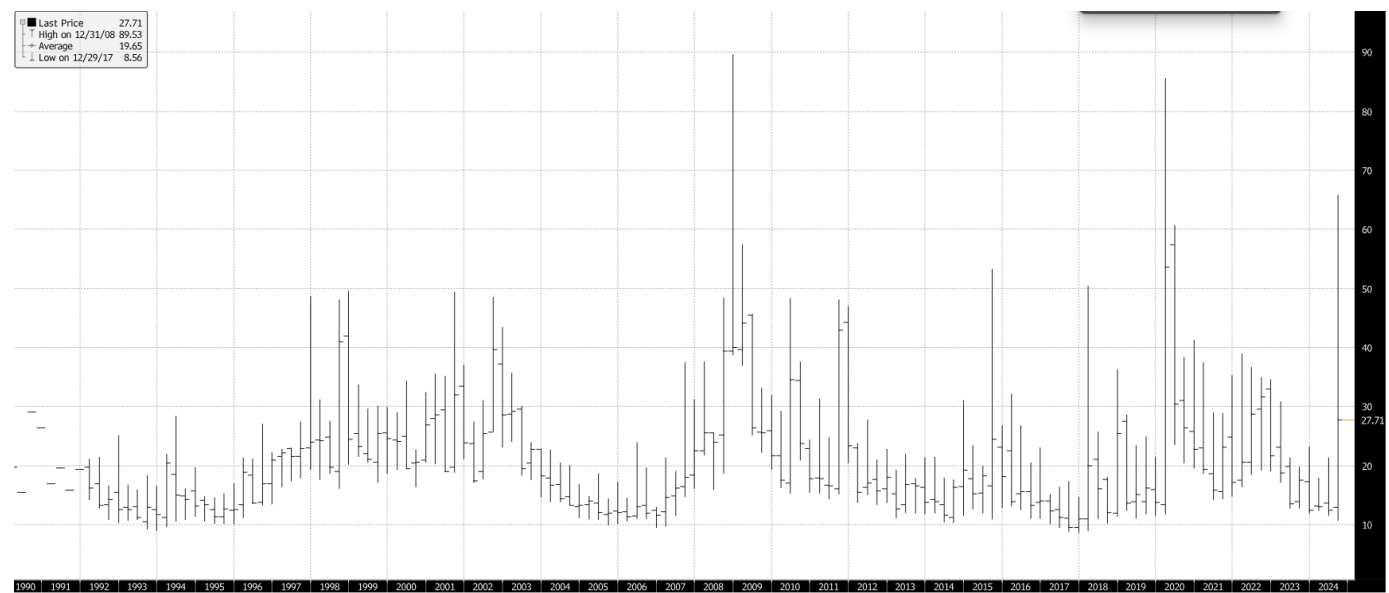
由于全球金融市场紧密关联，投资者经常借

入低利率的货币（比如日元）来投资高收益货币（比如美元）来赚取利差，这在金融术语中被称为“套息交易”。随着日元借贷的成本上升，加上美国股市收益的压缩，市场波动也随之加剧。正如图一所示，尽管这次事件的规模较小也不具备系统性风险，但VIX指数的日内波动幅度几乎达到了历史两次系统性事件（2008年全球金融危机和2020年疫情爆发）的水平。而一些未进行充分财务尽职调查的投资者开始担忧，并恐慌无序地进行抛售和解除套息交易。然而，正如我们向投资者所分析的那样，抛售现象的时间范围通常持续数天，甚至数周，然后，耐心的长期资本配置者才会重返市场。我们在曾在1998年长期资本管理公司危机、1994年墨西哥比索挤兑事件和1997年亚洲金融危机期间见过类似的情况。当时，每一场危机都被认为是相当严重的，但没有一场危机破坏了全球金融体系或股市长期上涨的趋势（牛市）。

理性应对：在市场修正期间，保持耐心和长期视角是一种理智的投资策略。与此同时，我们借此机会优化持仓，利用资产的相对价值，调整仓位和布局，以便更好的把握即将到来的长期牛市复苏。此外，我们也想提醒读者，投资者面临的真正风险并不是市场修正，而是错过市场最佳表现的10天。涉及去杠杆化的技术性调整并非由基本面因素驱动，通常会促成长期牛市的迅速恢复。

案例结果：8月12日当周，市场显现强势反弹，回升幅度接近4%。触发此轮反弹的关键因素是良好的通胀数据，进一步表明了我们正处于经济软着陆的阶段。这次事件说明了市场修正波动的短暂性，以及保持全盘投资以把握公司长期盈利能力的重要性。然而，即便通胀目标为2%，我们仍要提醒投资者‘复利的力量’：10年内2%通胀率的累积将导致购买力下降超过20%。这就要求我们投资于那些在高通胀和低通胀的环境下都

图一：波动率指数(VIX)



来源: 彭博社

能够产生长期稳定收益的优质公司，从而实现真正意义上的收益增长。最后，虽然市场调整持续了半个月，但复苏非常迅速，在10个交易日内（8

月5日至16日）大幅反弹7%以上，这表明我们所处的长期牛市基本面依然稳固，并且正在经历经济软着陆，这与我们最初的投资理念一致。



第四十五章：

2024年第四季度宏观经济展望

2024年10月24日

本期内容将为投资者分析当前美国经济市场的宏观环境。在进入2024年的最后一个季度，我们希望帮助投资者们更清晰地洞察年底前的市场趋势。

我们在上期刊中指出市场的轮动性调整是一种短暂现象，主要受到市场对美国经济衰退的过度担忧以及随之而来的日元套利交易短暂性回撤的影响。基于美国经济展现出较强的韧性特征，且据官方严格定义，只有连续两个季度出现GDP负增长才能被视为衰退，因此我们认为美国经济出现衰退的概率不高。自8月中旬以来，美国标准普尔500指数额外上涨了5.73%，这证实了我们对美国经济软着陆的判断。以下是一些持续支撑我们投资论点的最新进展：

- **增长前景向好：**9月26日，美国经济分析局将2024年第二季度的国内总收入增长预期调整为3.4%，较8月份的预测上调了2.1%。这一积极的调整消除了市场对经济硬着陆的大部分悲观预期，进而加深了对市场增长的向好展望。此外，在全球增长前景方面，国际货币基金组织（IMF）在2024年4月发布的报告《稳中缓行：市场分化与韧性》中指出，美国将2024年的经济增长预期从2.1%上调至2.7%，这一调整是对既2023年以来经济增长趋势的持续看好，以及对未来增长前景超预期的乐观展望。经济表现优于预期通常意味着将有更持久的盈利增长，从而进一步巩固了以增长为导向的市场前景。

Exhibit 1: Forward P/E multiple for the S&P 500 Index



Source: Bloomberg Terminal

- 通胀显著缓解:** 9月18日, 美联储宣布降息50个基点, 这表明美联储主席鲍威尔确认了在将通胀率降至2%的目标上已取得“显著进展”。与此同时, 9月的美国就业报告显示新增就业超出预期10万以上, 失业率下降, 时薪涨幅上升。因此, 在通胀正逐步温和, 市场正处于利率下调周期的背景下, 经济和劳动力市场也依然保持韧性, 这通常意味着将进入新一轮牛市的早期阶段。
- 生产力驱动增长:** 简单来说, 生产力指在每单位投入中能够拥有更多产出的效率和能力。随着技术驱动增长的投资不断扩大, 市场逐渐聚焦于这些投资的回报率。这一趋势使企业未来几年的盈利能力成为关注的重点。在这一方面, 美国大型科技公司在其未来前景展望、用户活跃度和盈利增长方面表现更为强劲, 这将为其实实现资本的长期回报奠定基础。
- 估值水平合理:** 有些投资者认为市场目前估值趋于过高, 对此我们希望为投资者提供历史背景的参考。图一显示了标准普尔500指数的前瞻市盈率, 这表明当前美国股市的估值水平仍低于2021年的峰值。此外, 随着企业盈利预期的上调(如上文所述), 市盈率有望压缩, 这将进一步使得股市投资更具吸引力。
- 债务状况非恶性:** 每当正值选举年中, 关于国家债务问题以及各方将如何管理财政支出的话题讨论则十分激烈。美国目前的总债务为35万亿美元, 相比之下, GDP为29万亿美元。而美国家庭的净资产高达164万亿美元, 几乎是美国总债务的4.7倍。虽然赤字可能会在短期内引发现金流问题, 但偿债能力远未构成问题。此外, 围绕美国选举不确定

性的激烈讨论不断，我们想强调的是真正驱动市场长期财富增长的核心力量是企业的盈利能力，而非哪个执政党派。希望这些财务状况分析能为读者提供一个“理性审视”的视角。

地缘政治动荡、战争冲突以及公共卫生危机等其它外部事件对市场波动通常只有短期的影响，智慧的理财者能清楚地认识到，短期波动并不等同于真正的市场风险。从经济角度来看，我们的基本立场保持不变：随着增长导向型的市场

趋势以及温和的通胀数据支持，美国股市将持续表现良好。美联储在经济韧性强劲、增长前景不断上调的背景下放松政策的情况十分罕见。这正是我们自2022年以来一直向投资者们传达的经济“软着陆”预测，如今市场正逐步转向“增长”趋势，标志着市场将迎来新一轮长期牛市。期刊之末，希望本章的分析能成为读者构建理性的投资判断。愿您在秋日暖阳下，感受枫叶层林与金黄落叶之美。



第四十六章：

2025年：由盈利驱动的长期牛市新篇章

2024年12月03日

在2024年10月份，我们描述了美国经济正处于温和的降息周期，随着利率逐步下调，经济展现出强劲的韧性且顺利实现“软着陆”，进入一个新的长期牛市周期。当前而言，美国股市的风险回报特性尤为突出，这得益于技术驱动的盈利增长和生产率的提升有力支撑了现有的估值水平。而短期的板块轮换通常缺乏坚实的基本面支持，难以形成长期收益趋势。本期的探讨将拓展读者的视野到之前刻意规避的领域，例如长久期固定收益类资产。随着2025年的临近，我们将回顾投资组合的特性，迎接这一长期牛市的第三年。

在固定收益类资产方面，一些投资者可能会好奇，为何降息周期未能提振美国长期国债的表

现。传统理论认为，国债价格与收益率通常呈现反向关系。然而截止目前，美国十年期国债收益率(详见图一)已从年初的3.87%上升至4.44%，导致其平均价值的损失高达-14%（我们规避了这一风险）。这种现象或许令人疑惑：在降息的背景下，国债收益率为何上升？对此，我们将引入一个概念——“债券义警”（Bond Vigilante），该术语由首席投资策略师Ed Yardeni博士在上世纪80年代首次提出，指的是通过抛售国债来提高政府借贷成本，从而对政府赤字施加财政纪律的投资者。这种行为对收益率施加上行压力，从而压低了十年期国债的价值。正如我们多次强调，十年期国债并不具备盈利增长能力，而美国股市则反

之拥有这一优势。以今年为例，长久期固定收益产品未能保值，而纳斯达克指数与标普500指数则因盈利增长实现了显著的资本增值——这正是美国股市投资复利增长的独特优势。

作为以流程为导向的投资者，调整投资组合的构成应保持理智。在2022年经济下行的周期中，我们显著增加了对美国科技股和金融股的配置，包括在当年5月对英伟达 (Nvidia) 股份的大幅增持。从投资组合的未来增长前景来看，盈利驱动的投资是市场增长的核心动力。采用“杠铃策略”的投资组合配置是理智之选：即结合不同类型的公司，一方面选择以美国金融类企业为代表，即具有稳定资本回报和合理估值为特点的资产；另一方面辅以盈利增长和创新驱动类公司，例如美国科技企业，来以此实现持续地高资本回报率。在消费格局不断变化的背景下，选择品牌吸引力强且具有长期增长潜力的防御性“避风港”资产，为投资组合提供稳定性和抗风险能力。

从地域因素考量，加拿大与即将上任的美国

共和党政府之间的贸易政策差异，可能导致两国经济表现出现分化；因此，我们的投资组合中仍以美国本土高品质企业为主。过去的每次市场波动为我们提供优化调整投资组合的机会，为未来增长奠定坚实基础。得益于这一策略，我们的投资组合在长期内跑赢所有市场基准并创造了正向的绝对回报。

专注于市场内在盈利增长是智慧投资的理念之一。投资策略师Ed Yardeni博士近日提出：到2029年，标普500指数可能达到10,000点（较当前的5,916点增长69%）。这一预测基于他对每股收益 (EPS) 的增长假设，意味着每年+10%的每股收益增长率，以及22倍的市盈率，这个假设取决于市场是否有一个促进增长的政策环境，包括更低的监管成本、税收以及生产率的提升。总而言之，市场长期复利增长的核心在于企业盈利增长而非估值扩张。随着生产率的提升，不仅将带来显著的资本回报，还具有抑制通胀的效应。在当今全球化逐渐退潮的背景下，这对企业利润的提升尤为重要。

图一：年初至今美国十年期国债收益率走势



数据来源：彭博社

结论

2018年11月到2024年12月

总结而言，长久性、可持续性与盈利能力始终是我们投资流程的核心原则。这一体系以识别具备复利式成长特质的企业为基础。当我们能够在估值被低估时捕捉到这些成长机会，企业的市场价格与其内在价值之间所形成的估值差距，便成为我们为客户创造更大价值的来源。回顾过往，我们经历了多种市场周期：从疫情前低增长、低通胀的经济环境，到疫情期间科技板块加速演进的阶段，再到当下更为正常化的经济局势，生产力提升与通胀回落再次成为市场的关注焦点。正如我们在前言中所述，撰写本期投资日志有三大目的：首先，希望通过内容的分享，帮助投资者深化认知，培养更具洞察力的投资思维；其次，作为记录与反思的平台，梳理我们在投资决策中如何保持灵活性与数据导向；最后，总结自我完善与方法优化的过程，以期实现更优质的投资决策与成果。这一切努力最终汇聚于我们实践的核心理念：“投资您的财富，实现您的成长，成就您的独立。”我们期待在未来的期刊中继续与各位读者分享新的洞见与发展。衷心希望本期内容能为您带来启发与思考。



长远价值，源于今日所植。

阅览 gracewangpractice.com 或联系 +1 604-257-7059，
与Grace Wang的投资团队，探讨适合您的投资之路。



Wealth Management
Dominion Securities
财富管理多美年证券

免责声明：本资料仅供参考之用，并不构成任何投资建议。若涉及投资决定，投资者应结合自身财务状况、投资目标及风险承受能力，并与您的 RBC Dominion Securities Inc. 投资专业顾问寻求独立意见。本资料所载信息来源被认为可靠，但加拿大皇家银行多美年证券公司其雇员及代理商或信息供应商均不保证该等信息准确性、完整性与时效性。本资料所载信息在任何情况下均不应被解释为对任何证券的买入、卖出或持有的邀约与招揽。所涉证券或投资产品未必适合所有投资者，相关投资风险由投资者自行承担。加拿大皇家银行多美年证券公司雇员及其代理商或信息供应商均不承担任何与此相关的责任或义务。RBC Dominion Securities Inc. 的股票可能不时包括本文提及的证券。加拿大皇家银行多美年证券公司 (RBC Dominion Securities Inc.*) 为加拿大皇家银行财富管理 (RBC Wealth Management) 的成员公司，后者隶属于加拿大皇家银行 (Royal Bank of Canada) 的业务部门。加拿大皇家银行及其附属机构均为独立法人实体。*加拿大投资者适用加拿大投资保护者基金 (Canadian Investor Protection Fund) 的相关保障。®/TM为加拿大皇家银行的注册商标，经授权使用。© 2025 加拿大皇家银行多美年证券公司，版权所有。24_90803_WK7_015