

清和泉资本董事长刘青山： 投资就是做大概率的事

中国基金报记者 任子青

“投资就是做大概率的事”——这是清和泉资本董事长刘青山时常提及的一句话。他解释称，希望通过投研各环节的高胜率，以实现业绩稳健、可预期、可持续。“在花园里寻找鲜花而非在沙漠里迷茫”，这也是他的取胜秘诀之一。

凭借这样的投资理念，清和泉资本不断夯实自身优势，拓宽护城河，并在2021年正式迈入百亿私募的梯队。与此同时，在第八届中国基金业英华奖评选中，刘青山凭借着长期稳健出色的业绩，荣获“五年期最佳私募投资经理”，“清和泉成长2期”获得中国私募基金英华奖五年期最佳产品奖。

以ROE为核心筛选优质资产

细数初代基金经理，刘青山是其中的重要一位。1998年刘青山参与了中国第一家公募基金华夏基金的筹建，后又参与筹备现在的泰达宏利基金，从一名研究员做到基金经理、投资总监，直至公募总经理，是行业中为数不多投研和管理经验都非常丰富的资深人士。

2015年刘青山“奔私”创业，成立清和泉资本。刘青山坦言，公募基金的这段从业经历对其投资理念产生了较深的影响，尤其在泰达宏利基金期间经历了两次外资的合资，作为投研负责人较早地接触了欧美发达的投资管理体系，这对他的投资理念产生很大的影响与助益。

“想要投资持久可预期，必须要‘走正道’。所谓‘走正道’，是指赚企业发展的钱，而不是赚市场博弈的钱。这是投资的立足点、出发点，同时也是根基。”刘青山说，“过去20年，我的体会就是，任何时候市场都在面临涨跌，但优质的企业在市场进入平稳期以后，会凭借自身经营的能力和护城河，让自己的业绩持续增长，最终反映到股价的变化上，这样的企业才是真正时间的朋友。”

刘青山坚持以合理的价格买入有持续增长性的股票，以ROE为核心，筛选那些行业空间大、竞争格局稳定、财务指标良好、护城河宽的公司，同时，根据货币信用等内部模型自上而下判断市场方向、风格和组合配置，以实现投资收益的可预期性和持续性。

刘青山时常提及的一句话是“投资就是做大概率的事”，这正是他的取胜秘诀之一。他认为，



“投资是科学与艺术的结合，所谓科学，是有基本面支撑的；而艺术就体现在不是纯粹靠计算推演出来的，有的时候面对同样的基本面，市场表现却很难一致。要解决这个问题就是提高命中率与准确度，应该在花园里寻找鲜花而非在沙漠中迷茫。”

凭借这样一套“打法”，刘青山在资本市场中不断摸索前行，在经历了多轮牛熊后，长期业绩表现突出。数据显示，刘青山在公募基金从业期间，管理十年之久的泰达宏利行业精选年化回报20%，大幅超越指数。“奔私”之后的产品业绩也取得了较好的年复合回报，在不同市场环境和风格下都做到了长期业绩领先。

刘青山离开公募创办清和泉已经6年有余，过去的6年间证券市场几经波折，同时资产管理行业也迎来了飞速发展期，走出了权益时代的独立行情。刘青山表示，中国的资产管理行业虽然发展了20年，但无论是对照海外上百年的发展历程，还是根据自身的行业发展状况来看，中国资管

多环节提高投资胜率

行业还处于青少年期。目前居民的财富面临着从房地产时代向金融资产的转移趋势，基金成为居民资产配置转移的重要去向，整个时代的背景赋予了行业诸多机会，未来的发展空间非常大。

筑牢防线 将风险控制放在首位

刘青山在泰达宏利基金任职的14年间，深入参与了投研团队和体系的建设，积累了丰富的投资管理经验。刘青山表示，公募的从业经验对其最大的影响就是要筑牢防线，将风险控制放在首位，通过公司组织架构、运作形态、投研体系等方面的不断完善，及时有效地识别和控制风险，这样公司才能走得更长远。

在清和泉的投研团队中，刘青山扮演着“领头羊”的角色。作为有二十余年投资经验的老将，刘青山一直身处市场第一线，除了做投资研究的本职工作外，还负责自上而下宏观策略定调和行业配置，以保证投资运作可持续、可预期，同时，为投研团队制定流程标准，在与基金经理、投研人员保持深度沟通的过程中落实推进。

除了资深的核心管理层之外，清和泉还十分注重团队建设，倾向于不断注入新鲜血液并自主培养。清和泉的新人培养模式较为成熟，形成了“老中青三代”金字塔结构的研究梯队，通过以老带新的方式培养年轻的研究员，将一些可传承、可触及、可持续的经验方法传递下去，不断拓宽有长期机会的行业并加深覆盖研究。

在资管行业深刻变革的当下，每家私募机构都有一套生存法则，只有在夯实自身优势的同时不断拓宽护城河，才能在时代发展的洪流中立于不败之地。清和泉资本的管理规模也于2021年突破百亿，跻身百亿私募行列。在刘青山看来，一个优秀的资产管理机构应当具备两个条件：

第一，硬实力、软实力兼具。硬实力指投研体系和业绩结果，在面对市场大幅度波动的时候能做到风险可控，灵活应对。软实力体现在公司的治理体系中，在投研、市场、风控、运营等方面形成了成熟的配套规则。从法人治理结构来看，清和泉设有员工持股的平台，通过股权架构的设计，以保证公司运作得长久、平稳、可预期。

第二，要有透明、正直的企业文化。“受人之托，代人理财”，信任是非常重要的，除了过往的经验 and 历史业绩之外，信任也来源于公司在资产管

置会更主动。

曾鹏：在流动性合理充裕、经济基本面持续改善的背景下，我们对2022年的市场总体持乐观态度，坚持寻找投资中的“认知差”，在中长期为投资者创造更好的收益。中长期看，一些高景气赛道如电动车、光伏、军工、电子等景气度并无明显变化，依然是未来数年中国经济的最好赛道之一。

李化松：看好新能源+传统制造业、CPI-PPI修复、消费电子、汽车电子等。

陆彬：业绩增长兑现和宏观政策逆周期调节投资主线是“价值回归，优质成长”。对于风格、市值等因子始终保持中性态度，我们将基于“基本面和估值”的动态策略投资体系去把握市场机会。

朱红：市场存在短期交易层面的风格不确定性，但长期的行业趋势是确定的，消费板块、先进制造板块值得关注。

杨喆：业绩增长兑现和宏观政策逆周期调节拉动会是两个主要脉络，前者主要是光伏、新能源车、军工、电子等板块，后者主要是双碳节能降耗改造、光伏建筑、数字化智能化、内需消费、地产、家居家装、投资链条低估值的钢铁煤炭等领域。

2022年市场会延续结构性行情 风格将趋于均衡

中国基金报记者：2021年A股市场结构分化明显，您预计2022年这种结构性分化行情是否会延续？哪种风格将会更占优势？

史博：2021年A股分化非常极端，这种极端不仅体现在相对收益，而且体现在绝对收益上的方向性分化。回顾A股的历史，价值与成长、大盘与小盘出现绝对收益的方向性分化，都是非常罕见的案例，且持续时间极少超过一年。

我们判断2022年市场的结构分化不会像2021年那么剧烈。从基本面角度看，预计宏观经济底部企稳，这对于2021年表现不佳的价值股、大盘股是支撑。而2021年表现好的成长板块，目前产业趋势依然积极，系统性下跌的概率也不大。整体而言，我们预计2022年市场风格趋于平衡，单一风格出现压倒性优势的概率不大。

曾鹏：2022年市场会经历一个“去伪存真”的过程，业绩兑现能力强、竞争力强的个股会重新绽放，而跟风炒作的题材股会退出。在高成长赛道上，大小盘股均有机会。

莫海波：2022年外部环境的不确定性明显加大，尤其是美联储货币政策收紧的节奏，会反复压制市场，而国内政策的基调是以“稳”为主，因此，2022年大概率还是结构性行情。从全年来看，大盘价值板块盈利较为稳定且估值较低，可能在风格上更占优势。

理过程中的透明。透明是私募行业稳健发展的基石，也是一种约束，只有做到公开透明，才能走得长远。

今年市场将维持结构性特点

回顾2021年市场，刘青山表示，在经历了2019年、2020年两年的上涨之后，去年的市场确实面临着一些问题和压力，好的资产估值贵，底部的资产基本面不配合。再加上疫情的冲击、产业政策的频频出台，让去年的投资做起来确实不容易。

他说，总体而言，去年的投资操作抓住了两个基调：第一，商业逻辑让位于政策逻辑。因为以前可以通过商业逻辑去选股票，所谓商业逻辑就是选好企业、好资产，从经济的基本规律去思考。但去年各类政策频频出台对投资产生了非常大的影响，这让过去纯粹的商业逻辑变得飘浮不定，从而转变成经济层面的逻辑要让位于产业政策的逻辑。

第二，因为去年的宏观环境较往年有所变化，在不同的阶段市场关注的重点也会有差异。“例如，在一季度市场调整下来以后，我们考虑到当时市场面临着通胀的压力，从历史经验来看，只有高速成长的行业或者是景气的赛道，才能对通胀免疫。这种情况下，在构建投资组合时就不能仅靠优质资产，而是需要将高速成长、高景气的公司纳入其中，这样才能对冲掉通胀对估值的压力。”他说。

展望2022年市场，刘青山提到有三大市场影响因素值得关注：首先，从全球资产角度来看，今年中美之间金融条件是错位的，人民币资产在全球来讲应该是有优势的。其次，从历史情况来看，一个国家如果想在国际上占有顶尖地位，需要有强有力的产业背景做支撑。如今，中国最有优势的产业就是新能源这条产业链，从这个角度来讲，今年新能源产业政策的落地还会加速。最后，无论是从内在必然性，还是从外在需求来看，中国经济保持一个比较高的增速是有可能且有必要的。

整体而言，刘青山对今年的市场维持较为乐观的判断。他认为，目前市场的分歧只在于滞涨压力缓解之后，宽信用的力度如何，但在政策逐渐宽松的方向上分歧并不大，因此市场至少将维持结构性机会的特点，有护城河且有成长性的公司会有拔估值的空间，它们会有超额收益。

具体到操作上，刘青山认为，今年的选股要优质与成长兼备，重点挖掘和布局符合经济发展方向的高端制造、新能源、军工和必需消费品。

陆彬：把市场的投资机会按照风格来分类，当前我们会相对看好四类投资机会：一是核心资产，主要包括医药、消费、新能源、半导体等行业；二是指数权重股中的低估值价值类；三是PEG成长类的行业，优选高端装备、新材料、汽车电子、计算机等；四是周期类行业，整体来说，周期类的投资机会可能进入尾声，会更关注与碳中和密切相关的周期细分行业，以及跟农业尤其是猪相关的周期股的投资机会。

朱红：2022年结构性的分化行情大概率会延续，首先，目前市场本身估值高度分化，在估值合理或低估的板块中可以找到较好的投资标的；其次，向高质量发展转型升级背景下，一批具备核心竞争力的优质成长公司能够穿越市场波动周期带来长期回报。2022年，符合产业发展趋势、具备估值性价比的高成长性公司可能会表现较好。

杨喆：由于各类理财全面净值化，居民资产逐步流向A股市场，市场上上市公司家数较多，门类丰富，不会有大的系统性风险，结构化行情会是长期的常态。根据成长性和估值的性价比，反复动态调整组合，保持组合的适度均衡，是长线更好的策略。

注意全球通胀超预期风险

中国基金报记者：2022年投资者应该注意的风险点有哪些？

史博：2019年至2021年，市场经历了多次极致风格后的极致逆转，这对于投资者的重要启示是要敬畏市场，对收益率保持一颗平常心，不过度追逐风险。2022年大概率还是震荡市，因此，这条启示依然适用。此外，还要关注美联储政策收紧的风险，以及国内经济复苏的力度。这些问题短期对市场影响不大，但二季度或许开始留意这些潜在的风险。

曾鹏：2022年的风险主要集中在海外，美联储已经开始退出QE，未来假如美国通胀持续超预期，则美联储可能通过加息方式应对，这将对全球流动性造成一定冲击，会在某个阶段对市场情绪造成影响。由于国内宏观政策以“稳”为主，流动性会保持合理充裕，海外加息对中国市场的影响相对可控。

李化松：主要风险还是全球通胀超预期，引起利率上行。

莫海波：2022年的主要风险依然来自海外，美联储加息和缩表的节奏、美国中期选举等带来不确定因素。此外，全球疫情尚未完全得到控制，未来疫情和防疫政策的变化也可能成为市场风险点。

杨喆：一是估值节奏问题，市场经历2019年以来的三年上涨，多数方向已经挖掘充分，应做好估值观察和操作节奏的搭配。二是美联储加息和缩表的扰动，美国高通胀带来的加息压力很大，很可能提前加息和缩表，带来海外风险资产的调整。如果发生，对A股而言，只是短期调整和情绪影响，实质影响有限。