

2019 年风险很大吗？——2018 年 12 月给投资者的信

临近年底，股票市场继续走低，连强势的大蓝筹也开始补跌。大多数投资者对 2019 年预期比较悲观。美国遏制中国的手法越来越直接，贸易争端长期化，国内消费承压，经济增速下滑。让不少投资者直观觉得 2019 年市场风险很大，开始降低仓位，远离股市。

2019 年股市的风险真的很大吗？

大部分研究只预期了 2019 年可能的风险，而没有考虑市场已经作出的反应。有效市场理论告诉我们，股票的价格走势，已经蕴含了大多数人所获得的信息和对未来的预期，已经反映了大家的投资决定。大家对未来的悲观预期早就反应在了市场低迷的走势中。市场低迷时，可以找到无数个看空的理由。但其实市场低迷的走势已经反映了大多数人的悲观预期。下跌的股价早已经蕴含了各种利空的影响。

影响市场涨跌的是预期的变化，而不是预期本身。市场预期从悲观变得更悲观，市场才会下跌。而市场预期从过度悲观中缓解，市场反而会会上涨。所以悲观预期本身并不是下跌的理由，预期的变化才是。

市场长期低迷后，预期往往会过度悲观。表现为忽视利好，放大利空。最近的走势就有这种特征。出利空，肯定跌。出利好，却不会涨。美国股市涨，我们不涨。美国股市跌，我们一定跌。中央经济工作会议 2019 年的几项重点工作，个人所得税扣除，加快 5G 商用，农村土地制度改革，2020 年 1 亿人城镇落户等。放在牛市里，每一个都是大利好。但当前的市场毫无反应。当市场情绪从目前这种过度悲观中恢复，市场就会走强。

市场极度悲观的时候，股市风险反而是很小的。回过头去看市场牛熊循环的每次高点和低点。是市场极度乐观的时候风险大？还是市场极度悲观的时候风险大？真正风险大的时候，是 2015 年二季度，市场极度乐观，行情火爆的时候。而不是 2013 年上证 2000 点市场极度低迷的时候。

市场低迷的时候，要违背直观的感受，继续高仓位持有股票，是要承受极大心理压力的。因为人类的本能是要逃避心理压力的。每一轮熊市的尾声都是市场最悲观的时候，往往也是大多数投资者仓位最轻的时候。但那个时候其实是市场风险很小，最应该高仓位的时候。我们作为管理人，就是要承受高仓位带来的心理压力的。

市场最低点何时出现，谁也不知道。因为很多事情是未来发生的，现在谁也不知道。3 月 1 日中美贸易谈判能否成功？明年有哪些经济政策落实？能否有效缓解经济下行压力？WTO 的体制如何变化？这些是未来才会发生的事。而这些未来发生的事情，对股市的影响又很大。所以股市未来的走势，是不容易被预测准的。

我们可以知道的是大蓝筹的收益风险比非常吸引人。大蓝筹的潜在下跌空间很小了，未来一两年潜在的上涨空间远远大于下跌空间。基于我们对于股票供求结构、筹码稀缺性、交易对手行为、估值对比和市场情绪的研究，我们认为大蓝筹的强势风格周期还会持续好几年。今年我们持有的四大方向大蓝筹虽然也有所下跌，但下跌幅度远远小于沪深 300 指数，更加远远小于中小创指数。依然是保持强势的。我们的投资策略没有变化，但我们也会密切关注短期股价向下波动的风险，针对不同的产品，进行不同的风险管理。

我们对经过市场长期验证的投资方法充满信心，对所持有的上市公司充满信心，对中国的未来充满信心。回过头去看，回撤、亏损都是暂时的，每一次都会再度创出新高的。在别人降低仓位、远离股市的时候，我们反而要坚定信心，逆势布局。

春天会迟到，但不会不到。寒冬中我们相互鼓励，耐心等待春暖花开的美景。

少数派投资

2018年12月29日