

民生加银基金总经理吴剑飞：

风控为本 价值为体 策略为用

□本报记者 张焕灼

吴剑飞,北京大学光华管理学院工商管理硕士,18年证券从业经历。曾先后担任泰达宏利基金公司基金经理,建信基金公司首任基金经理、投资决策委员会委员、投资部副总监,平安资产管理公司股票投资部总经理,民生加银基金公司副总经理。现任民生加银基金公司总经理、董事、党委委员、投资决策委员会主席、公募投资决策委员会主席。2012年2月至今,任民生加银景气行业混合基金的基金经理。



破局“投资者困境”

做好风控,同时又为投资者赚取实际收益,对于很多资管公司而言,这一点说起来容易,做起来难。因为在A股市场中,无论是散户还是机构,其感受都是赚钱不易。以上交所2016年年鉴数据为例,自然人投资者以60%的持仓占比、88%的交易占比,亏掉了市场中69%的钱。与此同时,“追涨杀跌”的特性,也使得散户在配置基金时,面临不佳的投资体验。同样,作为机构投资者的基金,从历史业绩数据来看,也存在不确定性,而私募基金近年来年均清盘率甚至超过30%。长此以往,各类因素叠加,A股的“投资者困境”似乎愈演愈烈。

面对这样的情况,吴剑飞认为,首先需要认清股票市场的本质。

“首先是理论体系的不完备,这存在于全球资本市场。”吴剑飞总结说。有两个例子可以佐证,第一是对于投资组合的不同理念:在传统金融学上,强调马柯维茨的《现代投资组合理论》,核心在于组合化管理,分散投资,降低风险,即“不要把鸡蛋放在一个篮子中”。而另一种声音则强调在能力圈内做投资,长期投资,集中持股,巴菲特就是其中的典型。

具体到操作层面,差异仍然存在,有人选择尊重市场,倾向于“顺势而为”;也有人钟情“逆向思考”,逆市操作,即著名的“贪婪恐惧论”。这两种方式都有诸多成功与失败的案例。

对此,吴剑飞表示,理论体系的不完备,无论在东西方市场都存在,而对于专业投资者而言,则面临不小的挑战。

第二“是投资市场对象的欠缺。”吴剑飞表示,与国外很多全球配置的投资产品不同,国内的公募基金大多数时候优先投资于A股。

类比美国市场的情况来看,高科技、互联网等高成长企业占据龙头地位,而A股市场中占比重较高的多为传统周期行业,例如金融地产、石油化工等占据大部分市值,这就导致A股经常出现波动性大、周期性强的特征。由此,在A股做大规模、长期投资的难度很大。

与此同时,无论是与发达国家市场还是其他新兴市场相比,A股市场估值经常性的高估现象也不容忽视。

这其中的原因,吴剑飞认为或许在于结构与制度上的不完善。首先是过去A股的退市机制不健全,导致一度壳价值虚高。从市场交易制度层面来看,A股实行涨跌停制度,缺乏有效的做空机制,这对估值的准确定价也有一定影响。

其次,与欧美市场相比,A股的投资主体尚不完全成熟,散户占比过高的问题仍然存在,散户交易也相对频繁,占据了全市场接近80%的交易量。而同时,机构仍存在散户化行为,即使是公募基金,部分产品也经常表现出“追涨杀跌”的特征。

在第十五届中国基金业金牛奖颁奖典礼上,民生加银基金再次斩获4项金牛大奖,而这也使得民生加银的金牛奖杯数量增加到了13座。

荣誉加身的背后,是民生加银基金近年来的华丽蝶变。2011年,吴剑飞刚刚加入民生加银基金时,公司整体规模仅有20亿元,而截至2018年6月26日,这个数字已经超过1800亿元。公司整体经营也扭亏为盈,步步攀升。在人员上,则由最开始的三四十人,到如今接近二百人,可谓兵强马壮。

值得一提的是,吴剑飞是全市场为数极少担任总经理,但仍然同时亲自管理基金的人之一。

吴剑飞执掌的民生加银景气行业混合基金于2011年发行。银河证券数据显示,截至2018年7月24日,该基金成立以来回报高达147.60%,近三年回报率达30.52%,长期业绩稳健而出色。不仅如此,6年多来,该产品每个完整年度都取得正收益。据统计,目前全市场上存续6年且每年都能保持正收益的基金仅有3只。值得一提的是,今年以来上证指数下跌12.14%,而该基金逆势上涨了4.30%。

面对这样的成绩,吴剑飞始终保持着谦逊与低调,他向中国证券报记者坦言,核心原因无非是两点:首先是投资业绩,为客户带来了实实在在的收益;其次,就是认真做好风险控制,坚守“风控第一”的原则。

找寻“复杂性特征”

正确认知A股“投资者困境”,该如何破局?吴剑飞强调,这背后的根源在于A股市场的复杂性,找寻到其中的特征与规律尤为关键。

“股市是宏观经济的晴雨表”,这是每个熟悉经济学的人都耳熟能详的。但数据分析显示,A股与GDP走势相关性并不明显,且尚未表现出领先性。数据显示,上证综指当季涨跌幅与GDP当季同比相关性并不明显,二者1993年至今的相关系数为10.2%。

波动性较大的问题依然存在。吴剑飞表示,统计2001年到2018年初的数据,上证指数每天平均的波动率是1.48%,创业板是1.94%,而美国市场差不多是1%。这意味着,每天的波动平均相差0.5个点,如果放大到一年,就是0.5×250天。在吴剑飞看来,A股市场的波动性相对较大。

与此同时,上市公司的净利润增速与它

的涨跌幅相关性不明显。而基于经济周期、政策导向、资金偏好等影响,A股周期、消费、成长板块轮动效应尤为明显。例如2006年~2007年的“传统经济”周期,2014年~2015年的“新经济”成长周期等。估值驱动以及风格轮换的特性,从某种程度上决定了A股市场适合长期投资的企业并不多。

谈到驱动A股股价上涨的核心因子,吴剑飞指出,从数量化投资的角度而言,判断股票价值往往要通过估值(PE/PB)、盈利(ROE/ROA)或者成长类因子(净利润增长)等因子来考量。但在过去影响A股股价核心的驱动因子相当不稳定,这意味着传统做数量模型、基本面研究的投资者要高度注意,“那些模型和那些西方耳熟能详的因子分析,应用到实战中可能是低效的,无效的,甚至是错误的。”

适应中国市场的投资方法论

面对复杂的市场格局,投资者应该如何应对呢?吴剑飞的答案是他自成特色体系的方法三段论,总结起来就是“风控为本,价值为体,策略为用”。

首先,是“风控为本”。

“风控第一是我们的首要原则”,在民生加银日常工作中,吴剑飞经常强调“将风控意识外化为铠甲,内生到血液中。”

对于风险控制的认知,吴剑飞分为两个层面:首先是面对市场行情不佳,投资组合出现回撤与亏损的情况时,如何有效地应对;其次是对于市场“认识论”层面的风险控制,要敢于怀疑既定的投资逻辑,敢于不断推翻并改善自身对于市场的认知。“永远要对自己的方法论、自己的认知体系保持警觉。”吴剑飞说。

其次,则是“价值为体”。

吴剑飞指出,在管理投资组合时,买入任何股票之前,都需要通过一套严谨的公司分析流程。首先从定性的角度出发,从企业的治理结构到行业趋势,到上游、下游产业链的情况,到管理层的责任心、诚实程度等都需要认真研判。与此同时,严格的财务指标分析亦必不可少,例如对于毛利率、现金流、资产负债表的研究等。在经过严格的价值论证与分析后,尽管结论不一定能够获得百分之百的胜率,但是这套流程是做投资决策的必要条件。

除了上述严谨的分析流程,吴剑飞坦言自己重仓的企业还必须符合两个条件:首先是企业持续经营时间至少在十年以上。一般而言,吴剑飞很少投资新公司,他将企业比作朋友,“就像交朋友一样,认识了十年,至少能对这个人做一个相对准确的判断。”

其次是企业最近三年没有做过重大资产重组。吴剑飞开玩笑比喻称,资产重组与女孩子整容有些类似,表面上是越整越美,但公司背后真实情况是什么,一般很难精确把握。很多人倾向于投资重大重组、收购兼并的股票,预期企业基本面的重大变化,但对于吴剑飞而言,他并不喜欢这种不确定性,因为这类企业背后往往有做大市值等诉求,不符合“价值为体”的理念。

最后,是“策略为用”。

中国股票市场具有高度复杂性和高度波动性的特征,风格在不断轮动。在吴剑飞看来,这就要求优秀的投资组合管理人拥有强有力的策略体系。

“所谓策略,就是在不同的市场阶段、不同的市场格局下,有不同的打法。”吴剑飞指出,坚守一种固定的模式,无论是价值型投资、成长型投资、数量化投资,或者算法交易等,都很难保证一直有效。

在吴剑飞的经验中,没有一套永远行之有效的模型体系,可以一次性解决市场的问题。因此,投资者要不断根据不同的市场变化,来调整仓位与组合结构,控制风险暴露程度,达到一个最优的状态,这就是所谓“策略为用”。

有一句老话叫作“兵行似水”,在吴剑飞内心中,中国人传统的精神状态和思维方式,其实更适合股票投资。在他看来,股票投资很像打仗,很多军事指挥上的研究分析,完全可以照搬到股票市场的投资实践中,例如在防御下跌的市场怎么做,在震荡的市场怎么做,在上涨的市场进攻的时候怎么做。

在未来同样可能出现的变换中,吴剑飞强调,基金管理人需要处理好“进攻与防御、集中与分散、顺势与逆势、长期与短期”这四大关系,在对应不同的市场环境时,需要进行相应的投资结构配置,例如成长与价值、周期与消费、大盘与小盘的比例分配等,同时要细化到不同行业。

吴剑飞引用一名国外著名基金经理安东尼·波顿的话“做投资要有弹性的自信”。吴剑飞的理解是,要独立思考,不能人云亦云,但有的时候又要顺势而为,这里面始终包含着大量的辩证和动态调整。只有这样,才能在一个复杂的市场中保住本金,获取收益。

站在当前时点,吴剑飞对于市场的看法是,在当前弱市场格局下,以积极防御为基本策略,以低β、负β公司为防御的主体,以运动战的方式积极灵活出击,攫取结构性、阶段性机会,积小胜为大胜,等待市场和格局的转化。