

韩冬燕:投资回归智识 谨防“有限理性”

□本报实习记者 余世鹏



韩冬燕,经济学硕士,2010年1月加入诺安基金从事行业研究工作,现任诺安基金总裁助理、权益投资事业部副总经理,曾任职于华夏基金管理有限公司,并先后从事过基金清算、行业研究等相关工作。

遵循“三做三不做”原则

坐而论道或有形而上学之嫌,但实际上,韩冬燕所言,实则不虚。

表面上看,基金经理光鲜亮丽,但因市场波动无常与资产受托责任等压力,基金经理的交易行为会表现出更明显的“知易行难”特征。投研与交易虽属理性范畴,但无论在券商研报还是投资理论里,却经常看到“人性”、“恐惧”、“贪婪”等非理性字眼。同样,记者还观察到,无论是短线投机客或价值投资者,他们对非理性情绪的驾驭训练,其实并不少于基本面或技术分析。可以说,投资交易做得好的人,不一定是技术分析行家,但他们的自省与体悟能力,大抵不差。

具体地,韩冬燕谈到,市场波动具有周期性和反复性,以低于平均水平的波动取得高于平均水平的回报,比以高波动获取“波澜壮阔”的回报更艰难,但也更为重要。特别地,韩冬燕认为:“要在市场向下拐点时避免巨大损失,基金经理不仅要有专业判断,还要回归常识,克服盲

从和贪婪等人性弱点。”

然而,这并不容易。经济均衡选择理论中的“有限理性”观点认为,人的理性只是“有意识的理性”,即理性是存在认知边界的。同样,韩冬燕也会因此感到困惑和焦虑:“基金经理会长期处于自我怀疑的状态中,自我怀疑既是最好的朋友,也是最坏的敌人。如何化敌为友?这需要极强的自我反省意识和持续的学习能力,要在市场中接受失败,忍受痛苦,承认错误,并持续修正。”但最重要的,韩冬燕认为,是要制定可遵循的有效原则,并在投资决策中严格遵循。

用纪律规范投资,这其实不陌生。比如,桥水创始人达利欧在《原则》中归纳他的长期经验时就指出,几乎所有的经历都是“情景再现”,投资人可通过“创意择优”方法总结和提炼出应对原则。只不过,与达利欧不同,韩冬燕的原则具有浓郁的东方“观自在”意味。她告诉记者,她一直把《论语》中的“毋意、毋必、毋固、毋我”

(即不主观臆断、不绝对看事情、不墨守成规、不自以为是)作为个人警示。对应到实践操作中,韩冬燕则提炼出“三做三不做”原则:做大概率的投资、做大的量变和质变、做好风险控制,不做激进投资、不做极端投资、不做盲目投资。

基于这些理念,韩冬燕将自己的投资风格概括为“深度价值”和“稳健策略”。她分析说,价值的两端是公司基本面和股价,但与剧烈波动的股价相比,基本面的变化会缓慢和持久些。因此,基于获取长期可持续回报的投资策略,既要提高区分短期干扰因素和长期价值因素的能力,还要以基本面为核心去深入研究公司的质地和业绩持续性,最后才是以合适的价格去精选个股。

“我对这样的投资活动充满热爱。这不仅是一份工作,亦是我的人生情愫。”韩冬燕直言,做一个能给持有人实现长期复利增长的基金经理,进而温暖他们生命中的其它部分,是她不变的追求。

浓厚的人文气质

阳春三月,北京街头的玉兰花已初吐芳蕾,在一个天朗气清的早晨,中国证券报记者在诺安基金大厦见到了韩冬燕。

韩冬燕的办公室不大,一眼便可望尽,但唯独北边的大书柜里“暗藏天地”。不经意间地一瞥,记者看到那近十本淡黄色封面的奥派著作,里面有奥派代表人物米塞斯的《人的行为》和哈耶克的《自由宪章》(奥地利经济学派,是经济学在边际革命后兴起的边际效用学派之一,其强调个人行动逻辑和主观价值,突出企业家才能的有效发挥和市场竞争的动态均衡,以与静态均衡的新古典经济学区分开来)。在奥派著作的左边,则是杜兰特的《世界文明史》、美国现代发展史《光荣与梦想》,以及笛卡尔、尼采、怀特海和叔本华的哲学著作。这些书的封面陈旧,显然已不是最新版本。

初次见面,很难把这些大部头与这位长发披肩、淡雅如兰的基金经理联系起来。但细细交谈下来发现,那确实是她的思想底色。

“优秀的长线投资者,都会投入大量精力到历史和人类行为的广泛研究中,这些阅读为我打下了一个动态、开放的投研框架。”韩冬燕对记者直言,资本市场是一个机理复杂的生态系统,可本质上是一群试图预测未来但又容易情绪化的人的集合。因此,“投资交易不仅需要从宏观角度把握市场趋势,还要着眼于人的行为,把人性的坚守和易变都纳入思考范围,才能深入研判股票价值和价格的偏离度,以价值发现者的身份实现可持续的投资回报。”

显然,与其他就投资谈投资的基金经理相比,韩冬燕身上多了一种颇具区分度的人文气质。当记者进一步问及思想底色的形成路径时,韩冬燕才道出,这与她的教育背景有着莫大关系。

大学本科时,韩冬燕所学专业是教育学,但因偶然机会接触到政治经济学,她开始对经济学产生浓厚兴趣。随后,随着兴趣转移,她便跨专业考取经济学硕士研究生。需要指出的是,经济学考研涉及高等数学和线性代数等数理科目,对文科生而言,这是一个相当大的挑战。但韩冬燕知道,只要坚持下去,跨学科的背景将会给她带来持久的复利回报。

“两个专业的学习经历,让我在思维方式上更加辩证和理性。”韩冬燕对记者说,教育学强调以人为本,侧重激发被教育者的思考能力与行动能力,而经济学的人文性更宏观,强调的是众人之事(即商业分工),“这样的学习经历,让我在投资实践中,既注重自上而下的宏观研判和市场走势,也能结合自下而上的个股价值分析,从现实中寻找微观又真切的市场验证。”

金融投资是高智力活动,基金经理也因此常被人们敬仰与称道。但市场喧嚣,熙熙攘攘,基金经理背后的思想底色,却鲜为人所知。正如韩冬燕所言,投资是她的人生情愫。这份情愫里,既有她对西方经济思想史和人类行为机理的广泛研究,也有她基于人性弱点提防的原则遵守。“基金经理不仅要有专业判断,还要回归智识,才能以低于平均水平的波动取得高于平均水平的市场回报。”

在2010年加入诺安基金前,韩冬燕曾有过华夏基金等一线公募从业经历,并先后从事过基金清算和行业研究等相关工作。从2015年担任基金经理至今,韩冬燕管理的三只产品累计规模已超过20亿元。其中,最早发行的诺安先进制造股票基金取得39%的任期最高回报水平,她于2016年担任基金经理的诺安中小盘精选混合的任职回报也超过了10%。

韩冬燕谈到,自2008年至今,市场已经历了10年以上的调整,期间出现比较剧烈的震荡。其中,股市在2015年出现大幅起落,于2016年初熔断后有所修复,2017年则出现一轮结构性机会,但于2018年又出现大幅调整。然而,在这个过程中,韩冬燕却表现出很好攻防转换素养。

韩冬燕回忆,在历经2015年上半年高涨行情后,她从2015年下半年开始就维持低仓位状态,直到2016年熔断后才开始加仓。“当时判断经济将从投资驱动向消费驱动和创新驱动转变,观察到消费和TMT行业会是机会所在,所以我们抓住

捕捉A股战略性机会

了2016年-2017年的结构性机会。”但在2017年四季度基于对2018年的谨慎考虑,韩冬燕又将仓位降到最低。“除了自上而下的宏观判断外,微观角度看到的公司价格当时已偏离估值,即好公司已并不便宜了。”韩冬燕说,除了降低仓位外,2018年她还从低估值角度做了结构性防御,“主要是增加了防守类型的石油石化和金融银行等标的,这有效地帮助我们控制了净值回撤。”

站在2019年二季度的起点,韩冬燕总结说,尽管市场过去遭遇了去杠杆和外围环境冲击等因素影响,但从趋势上看,国内宏观经济一直处于转型期,并表现出很大的韧性。同时,市场已在发生边际好转。在接下来的经济长周期中,金融直接融资和经济质量提升的正反馈将值得期待。“经济高质量的集约发展,是股市长期繁荣的基础所在。而在经济和市場都在探寻新时期的战略性重构之路上,权益市场则有望迎来长期的战略性机会。”

除了纵向的历史对比外,韩冬燕还通过与其他市场进行

横向对比,来寻找国内市场的趋势机会。

具体地,韩冬燕把全球资本市场估值分为三大区间,分别是10倍PE以下的国家(俄罗斯、土耳其)、10倍—15倍PE的国家或地区(中国、韩国、日本、中国香港)、15倍PE以上的国家(英国、美国、印度)。截至2018年底,沪深300指数的PE约为10倍左右,处于第二个区间下限。韩冬燕认为,2019年的市场大势取决于盈利变化与估值扩张力量的对比。目前来看市场往边际向好的方向变化,但仍需进一步跟踪和观察。“我们侧重于从长期稳健增长和产业趋势变动的方向出发,会考虑在消费制造、TMT、医药以及先进服务等行业进行结构配置,再通过微观的价值判断选出有吸引力的个股。”

从今年4月1日起,韩冬燕管理的第四只产品诺安恒鑫混合型证券投资基金正式发行。她对记者表示:“新基金的股票投资占比为50%-95%,旨在通过严格的风险控制和积极主动的资产配置,力争实现基金资产的长期增值。”