

望正资产王鹏辉:

资产配置要旨在于控制回撤

□本报记者 余世鹏

王鹏辉,望正资产董事长兼投资决策委员会主席,18年证券基金从业经验。曾担任景顺长城基金副总经理、投资总监,管理景顺长城内需增长、景顺长城内需增长贰号等多只基金。2019年5月,王鹏辉带领望正资产荣获第十届中国私募金牛奖·三年期金牛私募管理公司奖。



“四象限”的资产配置模型

王鹏辉于2000年前后开启证券从业之路。2007年他进入景顺长城基金,并于当年9月接任景顺长城内需增长和景顺长城内需增长贰号的基金经理。从2009年到2014年,这两只基金收益率超过200%,期间同业排名第一和第二。2015年1月他离开公募,在告别信中他这样描述自己的公募历程:“这是一段奇妙的经历,宛如在波涛汹涌的大海中,于浪潮之巅接任船长,经历起伏,将其带到一个新的浪尖。”

中国证券报:您公募期间业绩不俗,关键的制胜点在哪里?

王鹏辉:关键还是在于跟随市场变化不断学习,在“宏观趋势-行业比较-个股研究”三个层面上不断完善投研技能,成功的概率自然会提高。但业绩只是表象,背后是对个股与市场的认知能力。

我不认为会存在所谓的“盘感”,交易只是“实践-验证-修复-再实践-再验证-再修复”的螺旋式完善过程。这里面,你一方面要拿着组合去验证宏观,同时也要把宏观分析纳入到组合构建里面来。就公募而言,单靠这个策略就可以把组合收益做得不错,这是我公募期间的主要体会。

中国证券报:您是如何做资产配置的?

王鹏辉:对我而言,要做好投资,宏观研究和资产配置是相当重要的功课,我在公募时对此就十分重视。宏观是“天”,起码的“季节和天气”变化要搞清楚,耕耘才可能有收获。因此,我把资产配置框架概括为一个以经济趋势做横轴,估值为纵轴的“四象限”,最好的配置时机是“经济往上走,同时估值也足够低。”

其中,宏观方面我很看重名义GDP,这是整个经济发展的直观反映,和市场的利润增速相关度很高。在这个基础上,我会往下观察市场估值,主要衡量标的的性价比。从这个框架来看,过去十几年的市场波动是有迹可循的。比如,2018年初时名义GDP有所放缓,但估值还没到非常便宜的低位。我当时判断市场的风险还是比较大的,所以就轻仓观察,没下重手。

中国证券报:做好资产配置是否就必然会带来好的业绩?外部因素变化会影响决策思路吗?

王鹏辉:这个不是必然的。我公募期间的业绩并不能完全归因于个人能力,当时的宏观周期变化、市场行情与市场结构等外部因素也提供了有利帮助。

在2015年之前,国内经济增长势头很强,我们所面对的是一个高增长的增量市场,整体的宏观趋势和产业背景都比较清晰。其次,当时的资金杠杆率和市场估值也相对较低,个人投资者比例很高,资本市场的容错度会非常高。所以我们会看到,行情好的时候小盘股与垃圾股都可以上涨,只要宏观趋势与行业研究做对了,个股组合构建即便不是太细致,也不一定会亏钱,甚至还可以取得不错的收益率。

因此,公募追求相对收益,宏观研判与中观的行业分析则是主要的投研驱动力。如果这两方面都做好了,个股筛选与组合构建也就是顺理成章的事情。在公募阶段,我的行业分析主要聚焦在市场的需求端,重点是判断行业所处的生命周期位置。因为在强劲的增量市场里,只要行业的需求在不断增加,景气度在不断往上走,如前几年的医药和新能源电动车等行业,个股基本都能涨,行业的竞争结构变化对个股并没有太大影响。

王鹏辉未必是个相对论者,但他择时灵活,轮动飘逸,始终散发着“对确定性不那么确定”的气息。他在接受中国证券报记者独家专访时表示,投资交易是“实践-验证-修复-再实践-再验证-再修复”的螺旋式过程。投资业绩有性格驱动因素,要注意提防偶然和幸运因素,万不可将之当成提高阿尔法的“确定性”规律。

从2015年公奔私至今,王鹏辉把私募规模做到了50多亿元,并持续完善着那套始于公募的投研框架。他认为,宏观研究和资产配置是相当重要的功课,但资产配置的主要目的是防范风险,其次才是创造阿尔法。

细化行业分析与个股配置

2015年之后,市场生态发生明显变化,王鹏辉也在磨练中持续打磨投研体系。其中,“如何控制回撤”成为他资产配置的重要课题。

中国证券报:您在2015年选择“公奔私”,是出于怎样的考虑?

王鹏辉:与公募相比,私募会自由很多,我可以把个人的想法发挥到极致。出来做私募,主要是想挑战自己,看能做到什么程度。从2015年至今,我对自己的私募经历还是挺满意的,不仅活了下来,规模也做到了50多亿元。但是,我私募期间最大的收获,是把公募时期的投研框架做了进一步细化与完善。

中国证券报:2015年后市场生态发生了明显变化,您的投研框架进行了哪些调整?

王鹏辉:2015年之后,国内经济逐渐进入到一个存量发展阶段。同时,经过长时间的市场教育,中小投资者的行为也逐渐趋于成熟,再加上监管的去杠杆与调结构等影响,资本市场的有效性在逐渐提高,容错空间则在收缩。因此我们会看到,在结构性行情里,市场基本是对绩优股进行追捧,基本面差的股票基本没太多机会。

私募追求的是绝对收益,在回撤控制与清盘线等约束下,个股和组合构建有着非常高的要求。在上述背景下,我考虑的是把投研框架进一步细化,在行业研究与个股配置方面做得更为细致和扎实。随着市场容错率下降和经济转入存量阶段,经济结构会发生分化,哪怕名义GDP增速缓慢,行业的龙头公司增速也可能很快。

所以,我的资产配置就要考虑“需求的增长能否转化为利润和现金流”,行业分析则要延伸到行业的竞争结构变化等

细致方面来,要着重分析企业的竞争格局、技术壁垒、商业模式和战略执行等多方面因素,这样才能构建出好的组合。现在,我基本上会对重点公司进行仔细筛选,主要是为了防止“踩雷”。

中国证券报:与公募相比,私募对回报有着更高要求,您是怎么应对的?

王鹏辉:还是要做好资产配置。对我而言,资产配置的主要目的是为了规避风险。对私募而言,上涨的时候不一定全程参与,但大跌时千万不能埋在里面。私募的户均持仓规模远高于公募,门槛基本在一百万元以上,即便是小幅波动,涉及的绝对数额也会非常大。可以说,对私募而言,规避风险的迫切性并不亚于创造阿尔法,因此会对资产配置提出更高要求。

从长远看,资产配置的作用还在于“如何活下来。”中国市场不存在做空机制,但市场的做多欲望非常旺盛。尤其是私募基金经理,只有买入股票获利才能拿到收入和奖金。但是,要想在中国结构性不对称的市场里获利,关键还是在防风险上。千禧年后,A股有过五轮大跌,分别是在2004年、2008年、2011年、2015年、2018年。如果下跌时候躲过一到两回,基本上你的收益率就可以甩开很多人了。其他时候,跟着指数走就可以维持平稳收益。

中国证券报:对私募投资有具体规划吗?

王鹏辉:当前主要目标是把业绩做好,在不影响业绩的前提下,促使规模稳步增长。另外,还会进一步优化投研流程,做到逻辑清晰简单。你不仅能为客户赚到阿尔法,还能把逻辑和想法解释给他们听,才能让他们心里踏实。

逢低布局科技和可选消费

王鹏辉认为,他具有较强的风险意识但又相对乐观。基于长期乐观考虑,他认为5G相关的科技行业具备投资机会,而汽车等可选消费领域则具备逢低布局的好机会。

中国证券报:在外界看来,您的投资风格灵活多变,很难仿效。您自己怎么看?

王鹏辉:但凡有点名气的基金经理,都有一些持有时间长、赚钱效应好的标志性持股,但我基本没有。我的持仓比较灵活,但风格特征并不明显。我不认为存在一套普遍的投资法则,要提防业绩中的偶然因素与幸运成分,不可将之当成规律并用来提高阿尔法。

确定的东西很可能是一个灾难,我基本不会对所谓的“规律”抱笃定心理。我的风险意识比较强,但又相对乐观,这种性格是死不了,可以跑得快又能灵活调整。但因为太操心组合,做功过多,能量消耗会特别大,也会给外界形成一种“整天在做布朗运动,慌慌张张、毛毛躁躁”的不好印象。

中国证券报:随着私募之路越走越远,您是否想过寻找风格边界?

王鹏辉:对的,现在我的背后有投研团队,要形成一个有迹可循的动态路径。具体说,尽可能找到投资上“不可持续”的地方,然后去避免它。“公奔私”之后,我最大的收获是投研体系有了完善和进步。

中国证券报:二季度以来市场持续调整,您对当前行情做何判断?

王鹏辉:目前,市场依然震荡横盘,没有显著高估,所以下跌空间也不会很大。用“四象限”框架来看,目前市场基本是处于原点附近,纵轴的估值则介于刻度的0-1之间,稍有压力。宏观经济基本面则基本平稳,但短期内上行动力不足。因此,在资产配置的阿尔法没那么高的情况下,组合构建要回归到行业和个股选择上。但如果市场机会不是特别清晰,没必要恋战。

中国证券报:目前是否适合做长期布局?主要看好哪些板块?

王鹏辉:短期看,居民的收入预期不太明朗,可选消费领域的支出会有所削减。因此,旅游、健身、酒店、汽车以及延伸出来的车险和汽车保养等直接面对消费端的产业会处于相对低点。但是,政府已在进行新一轮减税降费,把收入向居民和企业转移,会对消费相关行业起到提振作用。因此,基于长期乐观考虑,汽车等可选消费领域则大有可为,当前是逢低布局的好时机。

另外,基于经济发展趋势,我认为与5G相关的科技行业也会有不小机会。从行业发展角度讲,5G板块即将进入成长期,明年可能会迎来实质性落地。虽然5G的成长周期可能只有3-5年时间,但紧跟着会有后周期的相关产品运用。无论是针对可选消费还是科技创新,我们都在做相关的研究工作,包括对优秀企业的考察调研等。