

相聚资本梁辉:

强化选股核心优势 低回撤穿越牛熊

□本报记者 林荣华



梁辉,相聚资本总经理、投资总监,清华大学经管学院本科、硕士。13年公募基金和5年私募基金管理经验。在泰达宏利基金管理公司工作的13年中,先后任研究员、基金经理、研究部总经理、金融工程部总经理、公司总经理助理兼投资总监、投资委员会主席。

打造周密选股体系

中国证券报:相聚资本成立以来整体业绩突出,是基于怎样的投资框架?

梁辉:相聚资本的投资以GARP策略为基础,收益的主要来源是企业盈利的长期成长。选股主要考虑四个维度:空间、护城河、有质量的盈利增长、安全边际。团队的核心优势是善于从产业角度出发,挖掘出有较好爆发力、长期发展前景、具备强竞争力的优质公司。其中部分公司在市场还未充分关注到,相聚资本就做了非常充分的研究,有了以合理乃至低估价格买入的机会。

中国证券报:这么看,相聚资本的核心竞争力来自于选股,背后的投研团队如何构建?

梁辉:组建团队时关注的是人和文化。团队的有效性很关键,要既能发掘合适的机会,也要保证决策效率。相聚资本构建了15人的投研团队,要求成员在实现行业一般性覆盖的同时,注重对长期好赛道的重点研究。投研团队的人数如果过少,对市场把握就不会特别全面,可能没有办法做到不同行业间有效的比较;如果人数过多,分工过于细致,则会导致认知的局限性,在做比较时难度也会变大。保持适中的团队规模,才容易找出好的机会。

团队文化上,借鉴桥水的理念,相聚资本强调团队的平等化和决策流程的系统化。一是注重方法的统一。将投资思路框架化,投资结论在表述上范式化,这样可以确保投资经理和研究员用一致的方法去思考,提高内部沟通决策效率,有助于将定性的研究转化为系统化的决策流程,实现团队讨论、投资决策、投资结果、总结反思的系统化闭环。二是追求客观、平等的团队文化,要求投资经理有开放的心态和汲取信息的学习能力,要求研究员有独立的观点和逻辑清晰的表达,要求成员之间能够听取与自己相左的见解,持平较量而不固执己见。三是注重量化和主观决策的双重思维。投资

策略分为定量和定性两方面,定量方面包括寻找有效的分析策略和估值方法,并通过量化的手段形成固定的公式,后续可以更快地用于决策。量化团队也会将一些有效的策略推广到投研之中,两者结合产生竞争优势。

中国证券报:注重选股常常偏重自下而上分析,相聚资本投资时是否也会结合宏观和市场?

梁辉:选股是相聚资本投资的核心基石。此外也会考虑市场,但并不会非常高频地基于市场波动去做决策,更多是在判断市场有重大风险时才采取相应的对策。相聚资本做市场分析,核心落脚点是流动性、经济基本面和估值,会综合这几个维度给出对市场的主观预判,同时也会跟踪各大类资产的表现,并与主观判断相互验证,从中发现一些额外信号。

中国证券报:如何评估市场的风险情况?

梁辉:风险需要溯源和分级,不同类型的风险有不同的鉴别方式和应对策略。大部分的风险属于“灰犀牛”,主要包括经济基本面、货币流动性、估值和场内杠杆三大类,这是可以在前期被识别出来并分析其可能的影响范围和传导路径的。就目前市场而言,由于疫情影响经济走势较弱,但宽松的货币环境可以对经济风险形成对冲,同时估值和场内杠杆较低,因此可观察的风险水平并不高。

少数风险是无法被提前预判、在风险发生后也无法或很难评估其影响范围的,属于“黑天鹅”。这类风险发生的概率很低,涵盖的范围较广,包括政治风险、国家层面的重大危机或者重点公司出现类似财务造假的严重经营问题等。由于可遵循的历史经验较少,“黑天鹅”是大多数人所不了解的风险。对于“黑天鹅”,只能在事后对其可能的传导路径进行大致表述,并且通过逐渐学习提升应对能力。

“公转私”的私募基金经理

大都在公募界留下了赫赫战绩,但进入私募之后仍能够延续出色业绩、保持在第一梯队的并不是很多,有着18年证券从业经历的相聚资本总经理、投资总监梁辉便是其中的佼佼者。在梁辉看来,私募与公募的最大差别是私募追求绝对回报,在获取收益时要控制回撤,在严控回撤的前提下还要保持组合的进攻性。牛市跑得赢、熊市控回撤,在这一目标下相聚资本不断优化选股体系和市场风险鉴别系统,将精选个股打造成核心优势,以低波动穿越牛熊。

今年以来,黑天鹅事件频发,A股波动较大,梁辉主导的相聚资本凭借选股优势和对市场主要矛盾的准确把握,显著跑赢市场。展望后市,梁辉认为A股有望震荡上行,虽然市场波动大但并不缺乏投资机会,他看好云计算、国产替代、医疗服务、高端制造、消费升级等偏内需板块。

严控回撤下保持进攻性

中国证券报:从公募到私募的转变过程中,投资理念有什么变化?

梁辉:公募与私募投资最大的不同在于,私募需要在控制回撤的基础上追求净值稳健增长。公募投资的考核是相对回报,业绩基准对标大盘,在熊市不要求控制回撤,因此拉长长时间看总收益可能不错,但过程中持有人的体验会受到影响。私募追求绝对回报带来的最大差别就是,追求收益的同时要求控制回撤。投资的目标是牛市可以大致跟上市场,熊市要尽量少亏甚至不亏损,从而给投资人更稳定的回报。这需要投资更加稳健,对潜在风险的评估更加细致,在股票的选择标准上也会更加严苛,在有足够的安全边际和足够的风险收益比时才会介入。

中国证券报:如何在控制回撤下保持组合进攻性?

梁辉:就投资而言,判断市场的难度大于判断个股。对于相聚资本来说,控制回撤的方法并不局限于通过判断市场方向来调整仓位。相聚资本通常是在认为市场有较大风险时才会做仓位控制,更多时候是通过选择个股介入时点、组合风险管理、使用对冲工具等手段来控制回撤。

一方面,引入企业生命周期的概念,在操作中回避短期热门的、情绪处于高点的公司,倾向于选择长期处于快速成长轨道但短期处于暂时性困难阶段的企业。例如今年一季度,半导体行业市场热度很高,但因为板块估值和情绪处于历史最高点,我们反而比较谨慎。相聚资本过往获得丰厚回报的几家安全可控领域的公司,介入时点大多是其短期经营的低谷期,因为

买入时着眼于未来,此时恰恰是买点。另一方面,非常注重交易纪律。团队总体投资经验超过15年,但始终对市场保持敬畏。相聚资本有一套严格的风控纪律,比如在组合管理方面,对个股持仓占比有严格的要求。在风险应对方面,在观测到潜在风险时会积极采用衍生品等对冲工具给组合提供额外的保护,如果出现极端情况会考虑被动减仓。

中国证券报:2018年到2019年A股市场的熊牛转换非常迅速,当时是如何应对和适应的?

梁辉:相聚资本成立于2015年,2016年和2017年净值表现都不错,2018年在A股下跌行情下产品出现一些回撤,虽然大幅跑赢了大盘,但此前仓位的控制也导致在2019年年初的反弹中过于谨慎。过后我们进行了反思,优化完善了风险鉴别系统以及投资决策体系:一是将被动的风险处理变为主动前置的风险决策,更早和更全面地去评估风险,而不是等风险发生了再被动去处理。采用量化技术搭建了内部风险测度系统,实现了对风险的动态跟踪;二是将股票组合管理和市场风险决策分开,对于难以预测的宏观市场风险,采用衍生品对冲、整体性减仓等方式应对。

经过一系列优化,2019年下半年以来,我们对市场的判断和风险把控整体到位,选股能力得到了充分发挥,在云计算、国产替代、医疗、消费升级、高端制造等领域发掘了很多投资机会。未来将继续加强投资方法的完善和进化。市场是不断发展的,任何历史经验和策略都无法保证在未来一定能成功。

A股有望震荡上行

中国证券报:对于A股、美股后市怎么看?

梁辉:我们认为未来A股市场将维持震荡向上的走势。上半年国内外疫情爆发和油价暴跌引发经济基本面下行,但下半年将逐步走向正常。虽然经济数据较弱,全球宽松的流动性环境和强力刺激的财政政策对于股市都是非常正面的。当前市场主要的风险在于外围反复的可能,但今年的情况和2018年有本质的不同,现在大家会更加冷静从容,应对策略也更加有效,因此整体影响要小很多。另外,当前中美经济周期的位置和2018年也不同,现在中国疫情得到有效控制,经济也在逐渐恢复,当下中国对于外部利空的冲击有更强的承受能力。

中国证券报:看好A股哪些板块?

梁辉:今年市场波动虽然比较大,但并不缺乏投资机会。在总需求不足但低利率且资金异常宽松的背景下,资金会流向受经济周期影响较小、长期基本面向好的行业。而在中观领域,很多行业产品升级、进口替代、格局优化的趋势不断增强,可以从中找到很好的投资机会。目前关注偏内需的板

块,包括云计算、国产替代、医疗服务、高端制造、消费升级等。

中国证券报:内需板块投资机会是当前市场共识之一,整体估值可能比较贵,如何解决这一矛盾?

梁辉:主要依靠认知的前瞻性和基于长期视角的分析方法。一方面,前瞻性地挖掘一些市场还没有充分关注到的机会,比如2019年的国产化,在板块热度还没有起来的时候相聚资本就做了非常多的产业调研,提前布局;另一方面,善于发现一些基本面较好但市场存在争议的公司,通过大量的多维度调研分析其业务的真实性、持续性,这类公司往往会有很便宜的买入机会。

对于市场已经关注到的优质公司,相聚资本会用一个较为长期的视角去分析偏高估值的合理性,测算未来还有多少上涨空间。虽然当前估值可能并不便宜,但若公司业务爆发、盈利持续的成长性可以快速消化现在的高估值,一样会是非常好的投资标的。并且,如果资产本身也是非常优质或稀缺的,那么较高的估值也存在合理性,不太容易出现较大回调。