

源乐晟杨建海:把握投资的攻守平衡

□本报记者 王宇露



“丁伯根法则”的投资实践

1969年,荷兰经济学家简·丁伯根获得了首届诺贝尔经济学奖,从此经济学开始作为一门重要学科登堂入室。丁伯根一项广为人知的贡献便是发现了丁伯根法则,其核心内容是,政策工具的数量不能少于政策目标的数量并且这些政策工具必须是相互独立的。这个法则后来被众多央行采纳。当货币政策的目标是多重的,对应的货币政策工具也应该是多重的,单一的货币政策工具很难实现多重的货币政策目标。

丁伯根法则给了杨建海解决投资攻守难题的启示,即一个维度的工具是很难实现多重目标的,很多看似相互矛盾的双重目标其实有可能在不同维度上分别解决,最终得以同时实现。

“在投资中,尤其是对于追求绝对收益的资产管理者来说,其管理目标应该是双重的,既要获得一个中长期不错的投资回报率,又要控制回撤的幅度。也就是说既要有进攻,又要有防守,其中的关键在于‘度’的把握,如何在攻防之间取舍。因此,有人说‘投资是一门关乎取舍的艺术’。”杨建海称,“如果给资产管理设定了两个看似矛盾的目标,就必须要有两种以上相互独立的实施工具。”

源乐晟以“宏观视角下的基本面投资”为投资体系,在执行层面,把投资组合的构建分解为三个维度:宏观、中观和微观。在宏观维度上,自上而下对宏观经济进行判断,重点关注经济增速、通胀水平、利率水平等,根据对市场环境的总体判断来决定投资组合的仓位;中观维度上,一般会以一到两年的时间维度进行行业比较,因为不同行业的景气周期并不相同,基金经理需要根据不同资金的委托期限寻找合适的行业进行组合配置;第三是微观维度的个股选择,根据对个股的分析,敲定所选行业中具体的投资标的。

杨建海表示:“这三个维度恰好对应了我们手头的三项工具——仓位、行业配置和个股。如果把这三个工具用好,就有可能解决资产管理多重目标的问题。在我的投资框架里,仓位这个工具是用来防守的。我会在一段时间范围内确定一个中枢仓位,在中枢仓位附近增减仓位。如果我们判断有系统性风险,即如果市场有20%级别的回撤,我就会降低仓位;如果没有系统性风险,我会以中枢仓位或以上的水平运行。行业配置这个工具也是用来防守的。同样,我会在一定时间范围内确定对行业的中枢配置水平,结合我们对行业比较的结果,根据对行业的看好程度具体配置不同行业的组合权重。而个股这个工具,我是用来做进攻的。一旦做好了仓位的判断和组合的均衡配置,我就会在个股层面选出最能体现行业观点的股票集中持有,在个股选择上做积极的表达。”

杨建海表示,之所以在三个工具的使用上对攻守角色定位不同,是因为如果在三个工具上都选择防守,大概率就是业绩平庸,而如果在三个工具上都选择进攻,很多委托人又可能承受不了那么大的净值波动。所以,如果在仓位和行业配置上选择防守,在个股层面上选择进攻,就有可能同时实现资产管理的双重目标,获得一个中长期不错的投资回报率且能控制回撤的幅度。

杨建海,北京源乐晟资产管理有限公司合伙人、基金经理,中央财经大学经济学学士、北京大学金融学硕士。曾先后就职于交通银行、光大证券、安信证券。在安信证券工作期间,历任分析师、高级分析师、首席分析师和安信证券投资(香港)投资总监。2018年获评“三年期股票策略金牛私募投资经理”,2020年获评“五年期金牛私募投资经理(股票策略)”。

2015年加入源乐晟时,投资新人杨建海,的确有些初生牛犊不怕虎的劲头。但经历了市场磨砺,五年后的今天,杨建海已经平和了许多。两座“金牛”在手,便是这些年磨砺的结果。

相比于五年前,如今的杨建海更懂得如何把握攻守平衡,在稳健中谋进取,并在实践中打造了自己的投资之道。“追求绝对收益的资产管理者既要有进攻,又要有防守,其中的关键在于‘度’的把握,如何在攻防之间取舍。”

疫情是今年投资中无法避开的话题。对此,杨建海表示,今年3月之后,他对经济的预期发生了很大变化。他认为,疫情对整体经济的中期影响以及对各行业造成的影响不容小觑,都需要纳入现在的投资组合考虑范围内。他把所有行业大致划分为三个类型:疫情免疫甚至受益型、因疫情一次性受损型和因疫情持续受损型。其中,前两类是杨建海配置的重点。

杨建海认为,消费、医药、农业和在线教育等行业属于疫情免疫甚至受益型,也是组合中需要重点配置的。“消费受到了明显冲击,但是各种数据显示,线上消费占经济的比重进一步提高。例如,线上游

淡化指数 强化选股

“投资很重要的一点是知道自己不知道。”杨建海坦言。

“对于‘超纲’(超出自身研究和判断的能力圈)的问题,我觉得我是没有能力去做准确判断的。知道自己不知道很重要。很多时候出现大的问题,并不是因为弱小,而是因为傲慢。”杨建海认为,越来越多外生变量导致的市场波动,就是“超纲”引发的。“从过去来看,宏观择时的可行性更高一些,因为宏观层面都是有数据可循的。但现在我们经常发现,市场波动很多时候是由一些外生变量导致的,比如近几年的外贸环境变化和今年的新冠肺炎疫情等,这些外生变量对于我们来说是超纲的。”

杨建海表示,近年来宏观经济的波动变得越来越小,宏观层面的择时也就越来越困难。“地产是影响中国经济周期变化十分重要的因素,如果地产行业出现问题,可能带来大的经济波动,那么宏观层面的择时也就变得更加重要。而事实上,过去几年整个地产的周期是被熨平了的,所以宏观层面择时的重要性就没有那么大。”

此外,杨建海称,一般来说,大熊市的特征往往是基本面和资金面流动性同时出现问题,需要具备很多条件才会出现20%以上级别的调整。从过去几年的频率来看,出现这种大调整的概率并不高。

基于以上原因,杨建海将宏观的仓位调整作为一个防守工具,而不是进攻。“宏观经济的波动没有那么大,并且经济增速放缓,但结构性机会却非常明显,所以必须在行业和个股层面下更多工夫,也就是要淡化指数,强化选股。”

在行业配置方面,杨建海认为,不能过于强调其进攻性。市场经常会有风格转换或者行业轮动,我们要做的并不是去捕捉行业轮动的机会,更多的是基于一到两年的时间维度进行行业比较,选

出可能在未来比较长的趋势里相对更好的行业,在均衡配置的基础上,对景气度更高的行业赋予更多的权重。

杨建海称:“在行业配置上不能下太大的注,否则在行业轮动或者风格转换的过程中,净值波动过大,会使得长期坚持的理念被短期颠覆,容易导致动作变形。所以在行业层面,需要做适度的防守。”

具体到选股上,杨建海表示,当前市场出现了明显的估值分化,不同板块的估值差异处在历史较高水平,长期逻辑清晰的方向性板块享受了比较高的估值,而长期前景不明确的非方向性板块估值则非常低。“一方面,我们会在消费、医药和科技等方向性资产里选择性价比合适的个股;另一方面,会在非方向性资产中选择一些行业的优秀公司。”

杨建海称,在方向性资产中,有很多个股估值已经处于高位,但仍有相当部分价值股处于公允价值附近。针对此类股票,不能一概而论,应该对具体公司进行细分推演,找到市场可能低估了其优秀程度的公司,找出依然具有适宜性价比的标的进行投资。

对于市场预期较低的资产,杨建海认为,市场可能高估了其周期性,而低估了这些公司在所属行业中的竞争力和长期增长潜力。“虽然整个行业已经过了高速发展的黄金期,但稳定的市场格局和地位也使得这些公司脱离了对行业整体周期的依赖,转而依靠自身的治理和规模品牌效应长足发展,抬升估值。”杨建海表示。

“做投资需要把自己的手脚捆住。”杨建海坦言,“如果不给自己设限,投资会变得如赌博。在一个地方下注太重,一旦尝到甜头就会让人产生路径依赖,特别想要下一次的大成功,进而让自己陷入这种恶性循环中。因此,投资有时候要压抑自己的内心冲动,与人性中的弱点做斗争。”

“成长才是硬道理”

戏替代了线下的影院以及娱乐活动,线上购物替代了线下的门店购物。”杨建海称,线上消费、医疗服务、必选消费品等基本上不受疫情影响,虽然其中部分行业估值短期处在新高附近,可能有回调压力,但是长期来看,其基本面依然强劲。

其次,部分行业因疫情一次性受损,包括部分医药、科技、服饰、酒店等。杨建海认为,随着生产、生活逐步恢复,一些“延后”但是不会消失的行业将呈现反弹,例如5G、少数可选消费品等;再如一些医疗服务,短期虽然受到影响,但一旦复工,需求马上会恢复。而且由于流动性充裕,确定性增长的资产更容易受到市场追捧。

但邮轮、航空、出境游等行业因为疫情持续系统性受损。杨建海表示:“疫情对经济影响最大的时刻已经过去,随着欧美国家的复工复产,全球经济活跃度将重新上升。但由于未来仍需继续保持社交距离,所以部分可选消费产业,例如长途旅行相关的产业,将持续受到影响。”

此外,杨建海认为,连跌三年且绝对估值便宜的港股市场也蕴含着丰富的投资机会,包括中概股的二次上市、只在港股上市的生物医药、部分消费股和物业等。

杨建海表示,选股不能仅仅关注估值,更应关注未来的发展趋势,“成长才是硬道理。”