

广发基金王明旭:

# 价值观是基金经理最重要的“护城河”

□本报记者 万宇

王明旭,经济学硕士。16年证券从业经验,近10年绝对收益投资经验、2年公募基金管理经验。现任广发基金价值投资部基金经理,担任广发内需增长、广发价值优势、广发稳健优选等基金经理。曾任东北证券研究所策略研究员、生命人寿资管中心组合投资经理、恒泰证券资产管理部资深投资经理、东方证券研究所首席策略分析师、兴证全球基金专户投资经理。



## 穿越牛熊是如何炼成的

从王明旭的履历来看,他是一位实战经验丰富的选手,任职机构有券商、保险资管、公募基金,工作经历中既有多年买方、卖方的策略研究经验,又有绝对收益、相对收益资金管理经历。其中,近十年的绝对收益投资经历,让他十分重视风险控制,强调投资的安全边际。

2005年正是A股熊市末期,王明旭入行的第一份工作是东北证券研究所的宏观策略研究员。“我入行之初就目睹了上证指数从1300点下跌至998点,我记得很清楚,几家顶尖券商在那轮熊市中陆续倒闭或被收购托管。这是市场给一名懵懂新人留下的第一印象。”

不过,真正让王明旭建立起偏谨慎的投资风格,是随后长达近十年的绝对收益资金管理经历。2007年他加入生命人寿资管中心,开始负责保险资金投资,管理生命人寿的投连账户、股票账户,同时也负责公司的大类资产配置策略。

2009年,他重回卖方策略研究岗位,加盟东方证券研究所出任首席策略分析师。2011年,他加盟兴全基金,并一直从事基金专户投资至2018年年中。

“管理绝对收益基金,要求基金经理在牛市中尽量跟上市场,在熊市中最好不要发生亏损。可能是做了比较久的绝对收益投资,我坚定认为,在市场起伏中活下来,比博取短期更高的收益率更为重要。”王明旭表示。

2016年的市场下跌尤其是年初的熔断行情,曾经给他留下过深刻的印象。“这个市场总会在某个时刻给你留下深刻的教训,我们始终还是要对市场保持足够的敬畏。”

事后回顾起那一年的感受,王明旭说:“不要浪费任何一次危机。”在他看来,职业投资人应该珍惜自己的每次犯错。成功往往具有很多偶然因素,而大部分失败都有必然的原因,

可能是方法上的疏漏,也有可能是性格上的缺陷。如果一次危机或者一次重大挫折,没有导致职业生涯终结,那就是一次绝佳的反思机会,正是弥补之前被忽略的缺陷的时候。

延续了这种偏谨慎的投资风格,2018年切换到公募赛道之后,王明旭依旧十分重视对于基金净值波动和回撤的控制。体现在组合管理上,他希望以均衡的行业配置获得更强的稳定性;体现在个股选择上,他则更为偏爱下行风险可控的品种。

“我买入一只股票,首先考虑的不是它未来会上涨多少,而是它下跌空间有多大。”王明旭说,“如果一只股票未来下跌极限是10%,而上涨空间是50%,另一只股票有可能跌50%,但能涨2-3倍,我一定会买前者。”他给出的理由是前者的“安全边际更高”、“回报确定性更具优势”。

橡树资本的霍华德·马克斯曾经说过一句经典的话:“投资界有老投资者,有胆大投资者,但是没有又老又胆大的投资者。”作为经历过数轮牛熊周期的选手,王明旭无疑是风格保守的投资者。一家保险机构对他的评价是:“风格稳定,相比沪深300指数获得显著的超额收益;风险防范意识强,市场调整时净值波动较小。”

加盟广发基金之后,王明旭的代表作品是广发内需增长混合。银河证券统计显示,截至12月25日,广发内需增长混合最近两年的收益率为183.79%,在60只同类基金(股票上下限为30%-80%的灵活配置型基金)中排第一。同期,沪深300指数的涨幅为65.95%。

凭借着稳定的均衡价值型风格,持续跑赢沪深300的表现,王明旭由此成为机构偏爱的基金经理之一。广发内需增长基金中报数据显示,截至2020年年中,机构投资者持有份额占比为61.26%,而在2018年年中,这一数据仅为1.46%。

有着近10年绝对收益管理经验的王明旭,在投资上有其独到之处:他认同格雷厄姆,将安全边际放在首位;他不刻意追求要做“时间的朋友”,注重持仓股票的风险收益比;他无意追逐短期炫目的业绩,而是希望通过均衡配置,力求在控制回撤的前提下,获得稳定超额收益。

敬畏、耐心、谨慎是这位从业达到16年之久的“老司基”时常提起的关键词。“先求不败而后求胜”的思路似乎已经融入进了他的血液里。

“我相信好公司,也强调安全边际。”在王明旭看来,基金经理最重要的“护城河”不在于投资方法论,而在于价值观。在基金净值曲线背后,是基金经理信托责任以及思维方式的折射,反映了基金经理内心真正相信的东西。

查理·芒格说过:“成功的投资只是我们小心谋划、专注行事的生活方式的副产品。”王明旭颇为认同这句话,他一直以来都强调“基金净值曲线背后,折射的是基金经理的人生观和价值观”、“所有的胜利最终都是来自于价值观的胜利”。

“公募基金经理有两件事情始终暴露在阳光下,一是净值曲线,二是重仓股。净值曲线波动的幅度、每个季度的重仓股是否频繁变动,都呈现出基金经理是哪种性格的人、喜欢赚什么样的钱、立志成为什么样的选手。”王明旭认为,对于职业投资者而言,如何选择行业、看公司都属于基本素养范畴。基金经理最重要的“护城河”,不在于投资方法论,而是价值观。

因此,有别于其他基金经理接受采访时多侧重对于投研方法的讨论,王明旭更愿意用较长的篇幅来谈投资实务以外的感悟。例如,他认为,投资者在选择公募基金时,除了基金净值曲线、组合持仓外,还有两个因素需要着重关注:一是基金经理的责任感,二是投资价值观。

“基金经理的生活可以用007来

## 长期价值与短期趋势有机结合

投资哲学是基金经理们在投资中自我定位的最佳工具,这往往是在他们在长期实战中反复思考和总结之后的沉淀。

在历经十六年市场跌宕起伏之后,王明旭将其对价值投资的理解高度凝结为三个关键词:“好公司、好价格、耐心等待。”在他的框架中,“好公司”的定义是市值规模大、盈利增速稳定、“护城河”深厚的龙头企业。

“我比较喜欢业绩能见度高的公司。”王明旭表示,好公司的业绩是竞争优势、精细管理和治理结构的综合体现,而非一连串随机事件的产物。真正值得投资的好公司,都是业绩能够持续且相对容易预测的公司。对于业绩难以预期的公司,或者自己不易把握的公司,会采取回避的态度。

谈到“好价格”,王明旭表示,自己倾向于选择那些估值有“锚”的标的,这样能够更好地判断其价格是处于低估还是高估状态。比如,银行股多数时候在0.7-1.8倍PB之间波动;白酒股的动态PE多数时候在20-35倍之间。

对于价值投资三要素中的“耐心持有”,王明旭也有自己的心得体会。“价值投资中最重要的变量就是时间,一方面是等待买入的时间;另一方面是持有的时间。需要将耐心贯穿于投资的全过程。”

王明旭介绍,市场永远充满不确定性和复杂性,市场被阶段性高估或低估的时间长度可能会远远超出预

期。一方面,我们需要耐心等待目标公司的合适价格,在最佳击球区出现前不要轻易挥杆;另一方面,很多伟大的公司在成长过程中也会遭遇重重波折,持有过程中也需要有足够的耐心和信心。

查阅广发内需增长的定期报告可以发现,其重仓股多是符合上述特征耳熟能详的白马股,比如中国中免、美的集团、贵州茅台等消费品种,以及宁波银行、招商银行等银行板块中的优质公司。

在这些品种之外,王明旭的组合中也会阶段性出现一些景气度处于上行区间的公司。比如,2018年四季度,他判断生猪养殖行业的景气度将大幅走高,于是果断重仓这一板块,为组合净值贡献了显著的超额收益。2019年三季度末,他预判新能源汽车上游的两个细分行业——钴和锂在供给收缩、需求有望大幅增长的背景下,或走出一轮长周期的底部反转,及时增加了钴和锂的配置。今年三季度,他的组合则出现了供给侧出清的面板等品种。

“王明旭的‘打法’是以大消费+大金融为底仓,阶段性配置景气向上的行业增加弹性。”第三方基金研究人员评价称,广发内需增长所体现的组合特征是“长期价值与短期趋势的有机结合”。“长期价值”是指以价值白马龙头作为核心底仓,获取超越基准的长期Alpha。“短期趋势”则是自上而下精选出景气明确向上的行业进行阶段性超配,为组合增厚收益。

## 净值曲线是价值观的副产品

形容,24小时待命。A股收市了,美股、港股又开市了。虽然我们不一定是坐在电脑前看盘、看报告,但脑子里时刻记挂着自己的组合,思考投资逻辑,考虑如何应对。”王明旭略带开玩笑的口吻说,如果组合持有原油、铜等,半夜醒来都会忍不住去看一下国际报价。

正如圈内人常说的一句话:“投资是认知能力的变现。”在王明旭看来,基金组合是基金经理价值观的映射,价值观没有高低之分,但却是基金经理一切投资决策的原点。“你内心相信什么,希望成为什么样的选手,是否知行合一,最终都会决定你的投资行为。”

“有人相信收益来自于好公司,就会选择伴随优秀公司一同成长;有人坚信自己的交易能力超出市场平均水平,投资行为会更偏博弈。无论如何,你一定要相信点什么,否则很难长期获取超出市场平均水平的回报。而我相信优秀公司不断成长的力量,相信周期轮回的力量,相信均值回归的力量。”

在价值投资盛行的当下,很多基

基金经理的投资风格偏向巴菲特,强调“护城河”、强调增长质量。与此不同的是,王明旭的风格更偏向格雷厄姆,他相信“好公司”,但也强调“安全边际”。

“一笔能让自己夜夜安眠的投资,一方面来自于投资标的,另一方面来自于有安全边际的买入价格。”王明旭说,他喜欢相对可控的品种,相比股价上涨的“弹性”,他更注重回报的“确定性”。因而,他在买入一只股票前会对安全边际进行全方位考虑,包括增长质量、估值高低、治理结构、垄断优势、“护城河”厚度等等。

正如基金持仓所体现出来的稳健、均衡,生活中的王明旭阳光、随和,对人充满善意,他在直播时推荐的书是《山茶文具店》这种温暖治愈风格的作品。

“我是一个比较温和的人,性格中没有那么多锋芒。关于投资目标,我追求的理想状态是:稳中求进,不疾而速。”王明旭说,他希望自己管理的基金,短期内可能表现不是特别突出,但拉长长时间来看,能以较小的波动走出一条稳步向上的曲线。