

独家专访蔡嵩松

锐度不改 争当科技投资最锋利的“矛”

□本报记者 余世鹏



蔡嵩松,博士,曾先后任职于中国科学院计算技术研究所、天津飞腾信息技术有限公司、华泰证券股份有限公司,2017年11月加入诺安基金管理有限公司,任研究员。2019年2月起任诺安成长混合型证券投资基金的基金经理,2019年3月起任诺安和鑫灵活配置混合型证券投资基金的基金经理。

陪伴优秀公司度过寒冬

实际上,蔡嵩松所坚持的“最纯粹产业趋势投资”,不仅表现在逻辑自洽层面。从他对诺安成长的交易复盘来看,连贯性的交易轨迹,成为其知行合一的生动注脚。

“自2019年以来,科技成长板块成为本轮结构性牛市的主要推动者。我恰好在2019年3月接手诺安成长。这期间,这只基金的规模和业绩齐升,中间也有过较大幅度的回撤。但恰是这一跌宕起伏的交易过程,构成了我职业生涯初期非常宝贵的产业趋势投资实践。”

分阶段来看,蔡嵩松表示,在2019年初时,诺安成长的规模只有10亿元左右,他的投资策略是围绕着行业景气度进行板块轮动操作。“基于对产业景气度和个股质地的充分把握,当时抓住了一批进攻性十分凌厉的成长标的,基金净值和规模也在稳步提升。2019年三季度后,我的持仓标的逐步切换到半导体领域,由此充分享受到了当时半导体板块大涨带来的超额收益。”

基金圈有“规模是净值杀手”这一说法,蔡嵩松认为“这不无道理,可以部分认同。”“在基金规模尚小时,在具有投研优势情况下,通过择时轮动来赚取估值差价的策略是可行的。但在基金规模逐步变大后,过于频繁的择时就不可避免会带来净值波动,投资效率必然会受到损害,基金持有人的投资体验也不好。考虑到这点,我大约在2019年底时,就对投资思路做了改善:聚焦高景气度的细分科技赛道,从产业层面深挖龙头个股,进行长周期的产业趋势投资。就我个人的产业研究而言,半导体至今仍是科技领域里中长期景气度最高的细分行业。因此,从那时起,我的持仓组合里基本是以半导体龙头为主。”

“在2020年上半年之前,产业趋势

投资的收益,主要源于产业预期差的龙头重仓收益。”蔡嵩松说道,2020年一季度,在疫情冲击之下,全球股市应声大跌,科技板块自然也是难逃大劫,市场对半导体板块的情绪更是降到冰点。但是,在产业发展层面,半导体国产化的进度当时已在加速推进,优秀公司即将迎来经营拐点。“当时,在反复分析、判断和调研论证后,逆势重仓持有了几只低估龙头。事后来看,这些标的成为了后来科技股反弹的主力军,它们二季度给组合带来的超额收益是最高的。”

然而,在2020年三季度,外部环境发生重大变化,国内科技行业遭到了严峻打压,在避险情绪宣泄和大资金出逃下,科技板块遭遇了大幅杀跌,诺安成长的净值发生大幅回撤。“国产科技产业链遭遇打压,短期内大家看不到好的解决办法,市场资金先跑为上,但白酒消费等其他板块并没有受到明显影响。因此,在半导体板块的单边下挫行情中,诺安成长也出现了大幅回撤,网上逐渐出现了各种负面舆论,甚至还有‘真假蔡嵩松’等谣言。”

蔡嵩松表示,从长周期来看,短期的扰动因素并不会改变科技赛道的景气度。甚至,国产替代的产业进程,还会在外部压力下得以加速推进。“因此,在面对阶段性的低谷时,我依然选择了陪伴优秀公司度过寒冬。”蔡嵩松指出,在2020年底美国大选告一段落后,大环境层面的诸多不确定性因素逐渐落地。因此,自2021年开年以来,市场风险偏好已在逐步回升。阶段性看,科技板块历经前期波动后,里面的买卖筹码也在逐步出清。“我们看到,随着增量资金陆续进场、多头势力逐渐占据主导,科技板块又在2021年的春季行情中,迎来稳步上行。”

科技国产替代产业周期继续强化

蔡嵩松指出,历经2020年全球“大放水”后,2021年流动性很难再进一步宽松。但在外部疫情反复、宏观经济弱复苏大背景下,预计在2021年上半年内,货币政策基调依然会维持稳定。在这一背景下,科技成长板块依然有望获得大资金青睐。

诺安成长最新发布的2020年第四季度报告显示,该基金的最新规模已达327.76亿元,较2020年第三季期末的规模277.31亿元实现明显增长,前十大重仓股中依然有韦尔股份、北方华创、中芯国际等半导体龙头。

展望未来,蔡嵩松表示,以半导体为主的整个科技国产替代产业周期,有望迎来更为明确的强化。“但需要指出的是,历经此前上涨和资金多番博弈后,特别是自2020年三季度以来,存量科技标的中的核心资产,已基本被市场资金选出。因此,接下来的科技趋势投资策略,应逐渐由寻求产业预期差,转向个股基本面深度筛选,充分参与龙头标的市占率、营收盈利持续增长过程中带来的价值倍增过程,

始终未怀疑个人投资策略

蔡嵩松酷爱跑马拉松,体型健硕颇长。再次见到他时,他依然是一身休闲运动装扮。这位25岁就从中科大少年班毕业的计算机博士,气宇轩昂的外表和脸上大男孩般的爽朗笑容,都在表露着他旺盛的生命力。谈起诺安成长和网上言论时,他神情放松,语气坦然,对自己的心理感受,同样也是毫不避讳。

“内心的煎熬是难免的,尤其是2020年下半年市场调整的那段时间。但大部分事情,包括网络诽谤和各种捕风捉影的小道消息等,带来的也只是情绪层面的影响。我始终没有对自己的投资策略产生怀疑。”蔡嵩松说到,那段时间里,身边有不少朋友对他温言劝导,还给他提出两种“补救”建议,但他认为这“有损锐度”,最终都没有采纳。

“第一种建议是进行适当波段操作,比如将某些仓位过高的标的在上涨后部分卖出,回调后再买回来。但在那个时候,诺安成长的规模已超过百亿元,频繁波段操作会对组合稳定性产生大的影响。并且,从产业趋势角度来看,半导体的产业发展逻辑并没有被破坏,反而还处在外部受压情况下的加速进程中,这更不适合进行大波段操作;第二种建议是持仓组合可适当均衡化,如‘配置些云计算标的,毕竟那也属于大科技范畴’。的确,均衡化配置有可能会降低净值波动,但是那已违背了我的‘产业趋势投资’原则。产业趋

势投资的核心,是优选景气度最高的细分赛道,从目前来看这一赛道就是半导体。如果不坚持这个方向,既是个人的知行不合一,更违背了基金持有人选择诺安成长的初衷。到那时候,持有人不再只是骂我,很可能会选择离开。”蔡嵩松说。

蔡嵩松进一步分析,高成长特质的个股,往往具备可观的超额回报空间;符合产业趋势的个股,股价会随着企业的价值增长迅速上升,反之则会大幅下挫。正是因为这点,一直以来,成长股会在资金博弈中呈现出“大起大落”的特征,投资体验并不好。“所以,成长股的长期投资者,往往需要具备强大的抗压能力和心理韧性。要建立起这点,就需要对产业趋势做出最为透彻和纯粹的甄别,并将之放到长周期中给予充分验证。”

“实际上,得益于消费升级趋势,在过往的五年或十年的大周期中,不少投资者都通过重仓持有消费标的实现了可观的超额收益,这其实就是一种极致的产业趋势投资。在未来中国,科技赛道有望成为新的趋势性产业,科技赛道的趋势性投资,才刚刚开始。我不想丧失锐度,泯然众人,未来依然会做最纯粹的产业趋势投资,努力成为这个领域里最锋利的‘矛’。但在历经此前的大幅波动后,接下来会在仓位控制上给予更加周全考虑,为应对某些极端的外部冲击,留出更多的腾挪余地。”