

远望角投资曾实:

不追求短期完美 但追求长期卓越

□本报记者 杨皖玉



曾实,深圳市远望角投资管理企业创始人兼投资总监。29年从业经历,2014年末创立远望角投资,此前先后就职于工银瑞信基金专户投资部、平安证券研究所、平安保险投资管理中心、联合证券资产管理部、厦门国际信托投资公司。

有挫折但不能有溃败

格雷厄姆曾教导巴菲特两条投资的定律:第一条,永远不要亏损;第二条,永远不要忘记第一条。

作为一家主观多头机构,远望角投资在2014年末诞生,作为创始人,曾实始终坚持“不要亏损”这一投资信念,以均衡价值成长为特点的绝对收益也成为远望角投资的主要策略。

“任何市场都有波动,我们在熊市可以输钱,但不能伤筋动骨,有挫折但不能有溃败,只有这样才能不断地在波动的市场中成长。”他说。

回顾近三年的资本市场,在曾实看来,投资的挑战来自于持续震荡的市场,逐渐失灵的估值模式,以及日新月异的宏观环境。

近两年急剧震荡的市场,让一些量化策略一时风头无两,也让曾实更加注重对下行风险的控制。

“公司成立9年多以来,我们对下行风险的控制是一以贯之的。”曾实表示,量化投资希望在每一个小周期里都取得超额收益,而主观多头有时需要在长周期下忍耐更长时间的寂寞,将此称之为平庸也罢,寂寞也罢,但只要将下行风险把控住,其实就是在积累机会,最终都会有合适的机会到来。

如何应对系统性下跌?曾实着眼于仓位管理和选股。

他表示,如果基于长期视角选股,仓位管理和选股之间是一对矛盾,远望角投资强调做大择时而非频繁择时,也不追求精准择时。在组合调整的过程中,股票仓位的降低会斩断持股逻辑的连续性,同比例减仓而非空仓,会令基金经理的心态稍微舒服一些。此外,如果在减仓后再买入,也会令基金经理对个股的态度更加客观。“有些时候,股票买入后一直下跌并一直持有,随着时间的推移,部分人可能因为被套

而变得麻木,甚至混淆是因为套牢所以坚持,还是因为值得所以坚持。”

近年来,整个经济环境的变化给投资中的估值带来了更多的挑战。“估值方法本身没有太大的差异,而经济发展阶段的变化,使得在业绩预测时对公司增长的前瞻假设面临诸多挑战。”曾实表示,如果经济始终是一个持续向上的过程,很多公司的业绩预测在展望行业未来业绩时可以遵循线性思维推理,偏差可能不会特别大。但在过往几年,受一些不确定因素和经济转型的影响,很多行业的增长环境及前景假设发生了很大的变化,原有的业绩预测假设可能偏离现实。

如何应对估值上的挑战?曾实表示,一方面在研究上返璞归真,判断公司的哪些表现是可持续的;另一方面正视现实,避免将一些行业过去的思维惯性影响未来判断,避免与实际产生脱节。

对于近两年日新月异的宏观经济环境,曾实认为,基金经理一定要形成自己的宏观经济判断系统,也许其中的数据并不是最为丰富、最为高频的,但对于基金经理宏观的独立判断、对投资方向与节奏的把握是非常有帮助的。

“在2023年上半年,大家都认为全年是一个偏结构性牛市的行情。这样的想法实际上对投资产生了很大的风险。”这是曾实曾在2023年一季度末对宏观环境的判断,他认为,当年投资最大的风险是预期和最终现实不匹配。

“2023年初消费和地产相关的高频数据体现的高景气可能只是报复性上行波动,而非投资方向。”曾实告诉中国证券报记者,经济复苏不会一蹴而就,当时短期高涨的旅游数据、航班数据、地产销售数据,就不能被视为常态化表现。

“诗心常在”一幅字高悬在曾实办公室的墙上。“做投资不能太紧绷,要有一些写意的心性在。”曾实笑着说。

在中国传统哲学中,诗心的本质特征更贴合一种超脱、淡泊、自由的审美胸怀。“诗心常在”也足够浓缩为曾实近30年的从业心态:有为而非无所不为,不求短期完美,但追求长期卓越。

回头来看,曾实的管理业绩从未在某一年一鸣惊人,但在不同的市场环境挑战下,却基本每年都处于行业内的上游水平,最终在牛熊周期中实现“长胜”。尤其在最近三年持续震荡的市场环境下,他对绝对收益的追求初心不改。曾实及其领导下的远望角投资,成为了极为少有的从2019年至2023年连续5年连续获得中国证券报金牛奖三年期及五年期奖项的基金经理及公司。

把握投资中的确定性

远望角投资在投资中对确定性的追求,体现在投资选股、构建组合过程中的反复推敲与权衡。

曾实表示,远望角投资收益上的确定性来源于三个方面。一个是自下而上的选股,把握每个个股的阿尔法。作为基金组合的底层资产,一定要从长期的视角来看公司最底层的东西,即使是在不景气的行业里,如果能够观察到一些公司具有足够强的增长动力,这就是确定性。二是来自于行业的比较,把握行业的贝塔。在不同经济发展阶段,各行业景气度差异会比较大,比如2020年至2021年间,所有行业中,新能源领域的景气度就非常高。三是来自对宏观环境的判断,这最终体现为投资在长周期下的择时。

曾实表示,“2022年3季度,我们对基金组合中光伏行业仓位进行了非常大比例的调仓。”这次调仓,可以看出曾实对于行业景气度的判断。

他表示,光伏行业经过2021年业绩爆发后,2022年迎来扩产能的大年,许多地方政府将该行业的企业作为招商引资的对象,比如期间光伏电池组件价格快速下降,投资市场对新能源行业业绩预期产生担忧,最终这种产能过剩的情况在2023年的各项数据上体现了出来。“短短几年时间,新能源行业就经历了一轮由供不应求到过剩的局面,无论是地方政府还是资本市场,对一些高成长行业的资本供给与扶持是非常充足的,因此产能扩张往往极其迅猛,景气周期的转换也快于正常节奏。”

对于远望角投资的持仓特点,曾实总结为四个字:“适度集中”。既不能完全分散,也不可错失单只股票值得下“重手”的机会,但也不能让基金所有筹码全部集中在几只股票上面。

“第一大重仓股占比10%以上的情况是有的,而且我们是渐进式加仓,但我们历史上几乎没有同时将几只看好的股票都买到10%以上的情况。”他表示,有合适的机会,适度的集中是必要的,但是这一需要反复的权衡与比较。集中不是习惯,集中必须是反复权衡的结果。在他看来,买任何一只个股都是一次风险收益比的比较,即使选择持有现金资产,也是一个风险收益的权衡,因此仓位管理归根到底是一个不断进行风险收益比较的过程。

他表示,基金组合是基于基本面的前瞻性判断,因此一定会根据未来宏观或行业环境不断调整,在持有的过程中,有些初始选择可能随着外部环境的变化发现当初的预判不再成立,所以通过修正持仓是非常有必要的。

“对小市值公司,我们可能相对涉猎会少一些,更倾向于百亿级或300亿元市值以上的公司。”对于过去两年风头无两的小市值个股,曾实直言,对于远望角投资来说,一方面投研上的投入产出比不太划算,“一只股票研究了很久,但因为它很难买上去,对组合的贡献不显著”;另一方面,小市值公司利润体量较小,甚至行业发展不清晰,信息有限,因此未来成长的稳定性、可预见性较弱,未来前瞻的确定性可能弱于规模更大的公司。

追求有远大发展空间的公司

曾实常把私募投资比作是“穿小鞋跳舞”。这一比喻背后的关键词是“远见”和“回撤适当可控”。

据他介绍,一方面,做投资一定要追求远见,他将此称为“权益精神”,即一定要追求有远大发展空间的公司,努力寻找翻倍空间的股票;另一方面,投资是在一个相对有限的回撤空间内展开的追求。而长远的追求和有限的回撤空间是一对矛盾。

“我们每周给投资人的净值报告中都会写一句‘不追求短期完美,但追求长期卓越’,这是写给投资人的,也是写给我们自己的。”曾实说。

在曾实看来,在投资中,短期的完美往往不是追求出来的,而是市场选择出来的。“市场的风口在这里,你正好与它百分之百地共振,这很难追求到,哪怕追求到,对长期来说不一定是好事情。”而在“穿小鞋跳舞”逻辑下的组合,目的也不是为了短期追求完美。

“单一逻辑的事情相对来说更易做到极致。”曾实观察到,这两年市场投资呈现出工具化的趋势。比如ETF,可以满仓医药,也可以满仓半导体;再比如指数增强策略,只需要针对相对基准有超额

收益即可,这两者对于投资者来说是一件很容易说明白风险收益特征,但却是愿赌服输的事情,并不能根本上解决投资者对绝对增值的问题。

他说,在经济转型调整的阶段,作为一家追求绝对收益的主观多头机构会面临很大的挑战,但在居民财富浪潮转移的过程中,主观多头有非常大的机遇。

“我理解股票市场是一个生态丛林,不论是投资还是投机,短期来看,很多定价都是无效的,但长期来看,市场的定价却是有效的。因此市场的杂音有很多,即使过去两年没有小微盘股的行情,也会有各种各样的主题和热点。我们至少要在心态上去适应市场的这种包容性,如果有些热点你无法参与时,需要在自己的主战场多给自己一些耐心。”他表示。

曾实表示,不能期待每一次投资选择都有正向反馈,当市场很长时间不给予正向反馈时,基金的净值踟躇不前甚至持续低迷,会带来很多精神上的困扰。这时要在风险管理方面,反复审视组合穿越风险的能力,包括适当地调整组合结构。另外,也要保持一定的耐心,往往在越过最难走的崎岖之路之后,收获就会不期而遇。毕竟市场的机会永远存在,跨过挑战,即是机会。