

王美芹:好业绩是正确价值观的副产品

□本报记者 黄淑慧



王美芹,14年金融行业从业经验,硕士。2007年2月进入基金行业,先后担任泰信基金渠道部副经理、理财顾问部副总监、专户投资总监等职务。2015年6月加入鑫元基金担任专户投资经理,2016年8月5日起担任鑫元聚鑫收益增强、鑫元鸿利的基金经理。

透过数据抓主要矛盾

前瞻性研判宏观大势是基础,落实到当下的具体投资上,王美芹表示,要理清数据背后的逻辑,抓住影响市场走势的主要矛盾。

WIND数据显示,截至10月31日,鑫元鸿利债券基金今年以来收益率达到7.76%,排名市场前5%。回顾今年以来的操作,王美芹表示,自2016年中期对债市开始谨慎,至2016年底全面看空,但到2018年一季度末开始翻多。当时的判断是,严监管已经不是市场的主要矛盾,只是作为惯性冲击存在;而从央行在春节期间建立临时准备金动用安排开始,货币政策实质上已经转向,因此基金在操作上也开始转向做多思路。而当6月份社融增速出现超预期下滑时,预期后续必然有稳信用的政策推出,因此加仓了信用债。

从鑫元鸿利的季报可以看出,今年二季度,长端利率债收益率在季初延续3月份的下行,之后由于央行置换式降准与资金面趋紧而快速上行。3月份信用市场违约事件频发促使市场风险偏好快速下降,6月份随着央行一系列呵护市场的措施出台长端利率再次快速下行,10年期国债收益率创下年内新低,但信用债AAA以外各品种的收益率逆势上行,信用利差继续走阔。鑫元鸿利基金在保持仓位基本稳定的前提下,进一步调整了组合信用债持仓,并择机参与了长端利率债波段行情,因此组合净值稳步提升。

三季度,国内一系列稳信用、稳投资的宏观调控措施陆续出台,加之地方债加速发行带来的供给压力,债券市场弱势盘整,利率债小幅调整但期间波动较大,信用债除低等级外表现好于利率债。鑫元鸿利基金降低了组合仓位和久期,适当加大了信用债配置。

谈到下一阶段债市的主要矛盾,王美芹表示,当前最关注的指标还是社融增速。由于央行调整了社融口径,将地方政府专项债券纳入社融统计,而如果剔除该项,则9月新增社融规模为1.47万亿元,同比增速为9.7%。在融资需求不足较为明确的情况下,如果风险偏好没有上升,那么利率下行是大概率事件。这种情况下,没有理由认为这轮债市行情已经结束。

因此,在目前大类资产配置排序中,王美芹仍然把债券放在比较靠前的位置。基于目前宏观经济的走势,未来3-6个月的时间周期内,债券仍然是值得优先选择配置的资产。而在利率债与信用债的选择中,利率债的机会更为明确,不同品种信用债之间的走势将延续分化。从微观层面机构的态度也可以得到印证,目前风险偏好还没有明确好转,机构偏好利率债而不是信用债。随着一系列稳信用的措施出台,系统的信用风险发酵或暂时告一段落,但个别信用事件仍可能发生,投资者需谨慎对待低等级信用债。

融合自身理念和投资者期许

与常见的基金经理进阶之路不同的是,王美芹是基金渠道销售出身。她在2007年初进入公募基金行业,彼时她是大牛市中的销售冠军。如今回头来看,她认为,这段经历对其个人职业生涯的影响不可谓不深远。目睹了2008年金融危机期间一批神话级基金的落幕,她认识到营销中产品品质是最重要的,这触发了她决心出国进修,并于2012年全面转型投资,完成了在基金业内十分罕见的职业跨度。而这段渠道销售经历,又让如今作为基金经理的她更能设身处地体察投资者的心境,将自身理念和持有人的期许进行融合。

“一直以来,困惑基金经理的一个难题是如何使得组合负债端保持稳定,特别是当自己认为市场具有确定的投资机会时,不会因为负债端的规模波动影响自己的既定策略实施。其实这里面涉及一个投资经理的定位问题。”这位熟悉客户心理的基金经理在给投资人的一封信里这样写道,通常而言,基金经理的工作内容更像产品的生产,其所关注更多的是自己的投资能力能否获得较好的投资业绩。但从客户的角度,一只产品的业绩只有变成自己的财富增值才有意义。由于信息不对称,当基金业绩波动超出客户所能承受的范围时,如果没有及时的信息沟通,客户很容易用脚投票。

所以,成熟的投资经理在投资过程中会将市场波动引发的客户预期变动加入到投资决策过程中,或者通过及时的沟通获得客户的持续认同,使得负债端与资产组合的调整形成良好互动,从而更好地展示自己的投资实力。在这个意义上,投资经理其实也充当了销售顾问的角色。

正是因为有着这样的认识,在成为基金经理之后,王美芹非常关注管理回撤,强调审慎决策的重要性。她也十分重视每一次与投资者沟通的机会。她强调与投资者互动在基金投资中的重要性,希望能够让投资者尽可能多地了解基金经理的想法。

谈到对投资者期望的理解,王美芹表示,多数普通投资者投资基金的初衷就是希望基金经理可以通过资产组合的动态调整来平滑基础市场波动,以获取一个超越市场基准利率的正收益。经过了过去十年股票、债券市场的巨幅震荡,纯粹的相对收益的考核方式使得基金业绩与客户满意度之间的矛盾开始突出。除了指数基金等工具型产品之外,主动型产品的投资目标还是要将绝对收益目标放在第一位。如果一只基金能够连续三到五年取得一定的正收益,那么这只基金的相对排名也不会差到哪里去,正所谓“绝对收益为本,相对收益为果”。

建立“跨期思维”

与王美芹的交流是从“周期”开始的,她自认为自己不是个优秀的研究者,对周期的理解更多地出于对各方研究成果的学习。

“经济层面可以多关注周期,社会层面则需洞察趋势。”在她看来,理解周期可谓是一名固定收益基金经理的必修课,不仅需要把握3-4年的库存周期,也包括对更长周期的研判。而在投资中,需要建立起“跨期思维”,跳出当前所处的短周期,从更长周期的维度上思考问题。

王美芹表示,按照Ray Dalio的理解,长期债务周期目前运行已接近非常末期的阶段,大部分国家已逼近债务增长和货币宽松政策有效性的极限,而且这是一个全球性的问题。但她认为当前中国没有到达这个阶段,虽然企业、居民、地方政府的杠杆率较高,但中央政府加杠杆的空间依然存在,并非“不能”而是“有所不为”。而且未来宏观杠杆率的提升需要结合经济结构调整及“补短板”来进行,毕竟全要素生产率的提升才是增长之源。

她更为认同的是彭文生的金融周期理论。透过这一理论,可以更好地理解当下中美资本市场正在演绎的现象。中美不管是金融周期还是经济周期均开始呈现分化态势。从2008年到2016年,中国处于持续加杠杆的过程中,金融周期经历了近十年的繁荣期,目前随着房价下行初露端倪以及社会融资需求的放缓,已经进入金融周期下半场的调整阶段;而美国自2008年金融危机后快速完成出清,目前还处于新一轮金融周期的上升阶段。中美经济周期亦出现了错位,中国经济正处于一轮经济周期的下行

阶段,而美国经济目前正从复苏走向过热。

基于这样的分析,王美芹表示,不能脱离这一大背景讨论美债收益率上行对中国市场的影响。由于中美之间周期的不同步性,中美利差的扩大不应该成为约束国内货币政策的核心因素。国内货币政策还是会更多聚焦于国内经济基本面。当然,随着贸易因素对美国经济影响的逐步显现,下一阶段美联储会否放缓加息节奏值得关注。

就国内宏观形势来看,王美芹认为,由于二季度信用风险的集中暴露和三季度以来经济下行压力加速显现,政策出于逆周期调控的目的开始有所加码,但从效果来看,当前的宽货币是否能否向宽信用传导仍有待观察,经济仍将面临逐步探底的压力。未来一两个季度或许难以看到经济的企稳回升,需要等到明年二季度再进一步观察。

在这种情况下,经济基本面仍有利于债市行情的延续,而股市则需继续等待经济底部的探明或者微观企业盈利拐点的出现。由于目前处于金融周期的下半程,这轮经济周期触底之后,也意味着并非所有的资产价格都能水涨船高。从股票市场投资来看,未来会更考验上市公司基本面的成色。

值得一提的是,工作之余,王美芹一直保持着大量阅读的习惯。年初她会制订一份阅读计划,而目前她已经提前完成了今年的计划。每逢基金定期报告公布的时候,她还会一一翻阅业内同行的报告,从中体会别人的关注点是什么。“保持独立思考,但不排斥从别人的成功经验中学习。”她在朋友圈中曾经写下这样的心得。

“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。”鑫元基金的基金经理王美芹颇为欣赏查理·芒格的这句话。2018年以来,她所管理的鑫元鸿利债券基金有一份不错的收益曲线图,而她表示,诚如芒格所言,基金业绩只是基金经理工作和生活态度以及思维方式的映射,兑现了潜心研究、独立思考、科学决策的价值。

王美芹强调,所有的胜利都是价值观的胜利。优秀基金经理所具备的共同特质包括独立的决策判断能力、较强的风险意识、完整的投研方法论以及足够正确的价值观等。自己在投资实践中也一直强调勤勉和自律的重要性,勤勉研究让人保持前瞻性和大格局,而自律审慎强化了对于风险的管理。