

邬传雁:投资中最重要的是长线思维

□本报记者 李惠敏



邬传雁，中国人民大学工商管理硕士，18年资管行业从业经历，现任泓德基金管理有限公司副总经理。曾任幸福人寿保险股份有限公司总裁助理兼投资管理中心总经理，阳光保险集团股份有限公司资产投资管理中心投资负责人，阳光财产保险股份有限公司资金运用部总经理助理负责人，光大永明人寿保险有限公司投资部投资分析主管，光大证券股份有限公司研究所分析师，华泰财产保险公司投资管理中心基金部副经理。

始终厌恶风险

“在投资中需要始终保持厌恶风险的投资习惯。实际上，投资多数时候都会因风险而损失收益。因此，如果规避了风险，收益则会提高。”邬传雁这种对风险严格控制的风格，与其多年的保险资管从业经历相关。“保险有个特点，就是每年都要求绝对收益，在此基础上进一步考察相对排名。还原成公募基金的净值图，就是净值每年均须创下新高。”

迈入公募行业以来，邬传雁继续沿用风险厌恶的投资理念。“公募基金投资的本源是为持有人创造长期资产保值增值。而实际上，持有人的长期利益、资产长期保值增值和风险厌恶三者是一体的。简单地说，客户的长期利益是资产的保值增值，做到这一点必须具备长线思维，而长线思维与风险厌恶亦相匹配。长线思维会减少决策的频次，而频次的下降则意味着每次决策所做的研究分析和思考会更仔细，更深入。换句话说，长线思维是不错误的投资方式。”

“除了厌恶风险外，投资中还有一道必备环节，就是仓位选择。”邬传雁表示，“有些投资者调整仓位十分频繁，并不依据估值而是因个人预测、政策变化、经济发展等因素的改变而调整，实际上以上因素并不改变股市的投资价值。决定股市短期走势的因素有很多，但极容易出错，每错一次就需要通过正收益弥补，相应的时间价值也会减少。”

邬传雁强调：“如果希望股票仓位不错误，最重要的就是关注估值。与很多投资者普遍存在估值下跌即卖出的行为相反，当我持有好股票的时候，个股估值越便宜，越会分批买入；若后期估值出现上涨，再分批卖出。长期来看，只要是好股票，此时估值便宜未来肯定会上涨，这个时点买入是胜率最大的做法。”

也正是基于这样的投资理念，让他养成了着眼长期的投资习惯。“短线思维的投资模式容易出错，即使这次卖对了，不见得下次也能做对。在市场上呆得久了，技术分析、热点轮动也都会，用起来胜率也不低。但一旦形成这种投资模式之后，要改回来就很难了。”邬传雁说，“长期持有则能享受时间价值。所以不同的决策依据，决定不同的调仓频率，也意味着正确决策的概率不同。”

从他管理的泓德远见回报混合型基金可以得到印证。自成立以来，泓德远见回报并未频繁地进行股票配置调整。其中，股票配置比例保持单边上升，换手率远低于行业平均，且行业配置和个股组合高度稳定。

不过，在牛市后期的行情下，邬传雁管理的产品收益并未像熊市后期和牛市前中期表现的那样优异。他坦言，在牛市后期，因厌恶风险，为防止出错，比较早地开始减仓操作，产品表现在一定程度上不如同类其他基金。但长期来看，减仓的选择并没有错。

“投资中最重要的是长线思维。”回顾多年以来的投资经验，泓德基金副总经理邬传雁如是说。在他看来，“长线持有就是在享受时间价值，会减少决策的频次，频次下降对每次决策所做的研究分析和思考会更多。所以，决策依据不同，频率不同，则正确的概率也不同。”

行胜于言。从业近20年来，邬传雁一直秉承着长线投资思维，不搏风口，不追热点，精选最优质的企业，在企业价值被低估时买入，长期持有，耐心等待企业价值回归。截至2019年2月20日，其管理的泓德远见回报混合型基金成立3年多的收益率为35.85%，远高于同类平均业绩和同期上证综指。值得注意的是，历史数据显示，投资者在该基金成立以来任意时点买入并持有三年，均能获得正收益。

此外，由邬传雁管理的泓德三年封闭运作丰泽混合基金已于2月25日开始发行。

寻找“不出错”的个股

“不要过多地关注市场，要将更多的精力用在选择优质个股上，我们要做的是寻找能长期持续为投资者带来超额回报的行业和企业。”这是邬传雁说的最多的话。“追热点”、“听内幕”在他看来并不靠谱。那么，如何寻找“不出错”的个股？他表示，剔除长期风险，在未来二、三十年朝阳行业中选择具有卓越管理层的优质企业，相信能够在长期发展中拥有数倍股价空间。

与其他基金经理不同，邬传雁尤为重视企业管理层的水平。他说：“将80%的权重比例赋予企业卓越的管理层和文化，而把20%的权重比例赋予长期空间足够大的业务。只有管理层特别卓越的企业，才不惧市场波动。”

卓越的管理层的标准是多方面的。他表示，优质管理层大都具备以下几个素质：一是具备学习能力和跟上新技术发展的能力。过去十几年，华为、亚马逊、苹果等优质企业产品技术成功的背后，离不开管理技术的变革和爆发，在产品技术革新中，进一步激发人的能动性；二是要有理想和热情推动企业发展。此外，他还注重企业量变的积累，包括文化、人才团队、客户资源等多方面的积累。

文化层面该如何印证？邬传雁说：“尤其关注在职十年以上的员工。此类员工的生存问题已解决，接下来关注的是精神愉悦，是否被认可、被尊重等。还可进一步从

员工调研中了解其如何看待公司业务以及如何与同事、客户相处，以上均为文化层面。一般来说，业绩已有十年以上增长的企业普遍具有很好的企业文化。

“公司人才是否形成梯队也是需要关注的重点。有合理公平的淘汰机制才能留住人才，剔除不合适的人选。另外，产品积累也非常重要。优质企业会提前布局产业，当不利局面出现时已成功转型。”以光伏行业为例，他解释，此前受政策保护，非市场化时，并不能凸显优质企业的优势，而当政策逐渐退出时，其中的优质公司早已通过降低成本等方式成功突围，并将同业竞争对手逐步清理。

他总结道：“一个行业很大，但好企业很少。在摸清楚管理层与文化后，发现好的企业都有以上共同点，即使在差别很大的行业中，亦是同理。总的来看，优质公司需要具备三个方面的特点：一是过去至少十年来专注在朝阳产业的子行业里精耕细作，具备技术、管理优势和国际竞争力；二是员工的利益诉求和公司的发展目标契合，比如管理层和核心员工持股合计超30%；三是有持续研发投入且比较有效。”

除了考察管理层，剩余20%权重更多关注公司基本盘。“业务必须具备长期空间，这是赛道。但实际上，该原则与80%权重的管理层因素相辅相成，我相信一个有眼光的管理层会寻找到未来业务发展空间足够大的行业。”他说。

2019年是结构性牛市起点

“卓越的投资并非一朝一夕，坚守长期的保值增值目标并不容易。”邬传雁笑着说。而谈到个股的短期涨跌，他也是淡然处之。“个股的短期涨跌需要判断是风险还是波动，若基本面对此前判断不同，出现很大的差异，应规避风险，立即卖出；若仅为波动，则在下跌过程中进一步买入。对波动的长度也需进一步分析，当估值很高时，即使是波动也应规避；而当估值处于底部区域时，适度波动必须承受，不愿承受则没有收益。类似于我之前的满仓运作，因为主动承担风险，因此今年有明显收益，等估值较高时再提前减持，为下一个回撤做准备。”他告诉记者，多数投资者都存在认知问题，他们将波动当作风险，不愿承受波动。

至于未来可把握的机会，邬传雁表示，要用长线思维来看。2019年的工作是再找3-5家管理卓越的公司，适当提高组合分散度。与2018年罕见波动大于机会的行情相比，2019年甚至2020年均属于波动小于机会的行情。他认为2019年属于特别好的时点，也是结构性牛市恢复的起点。“优质的个股并不用区分价值股或成长股。2016年-2017年期间，在全球经济复苏、供给侧改革等背景下，部分长期增长率较低且市盈率较低的个股盈利出现脉冲式提升，但

随之整体明显回落。将视野缩小，关注管理层卓越的3%以内的个股，这部分个股因业绩增长明显，2018年补跌之后将出现估值修复。”

下一个优质企业会出现在哪些领域？邬传雁表示，基于中国社会及全球经济发展的大逻辑，长期看好养老和新技术相关产业。一方面，未来30年，全球性人口老龄化过程不断加深，而中国的这个过程特征更明显，对医药、医疗的需求不断增加；另一方面，立体化技术革命到来。部分曾经被认为有前途的行业遭遇拐点，而另一些公司却以碾压般的优势爆发，变得更强。此外，他还认为，人类社会正在寻找与自然环境的和谐共生。在此背景下，企业做大做强要以保护环境或改善环境为前提。也正是基于这样的前提，他看好光伏行业的机会。

将由邬传雁管理的泓德三年封闭运作丰泽混合基金于2月25日开始发行。他表示：“目前时点适合长期持有，而封闭式不受申购赎回干扰，能够让投资者坚定持有，客户的利益能够得到有效的保障。”值得注意的是，泓德三年封闭运作丰泽混合基金除投资A股市场优质企业外，还可投资港股通标的股票，在全球视野下挖掘价值洼地，充分把握沪、港、深三地的投资机会。