

博时基金吴丰树：

价值投资 敬畏市场 追求稳健回报

□本报记者 张焕的



吴丰树, CFA, 博时基金权益投资价值组投资副总监兼基金经理。

精选个股 左侧交易

而上相结合的方法精选个股（偏向行业龙头）来获取投资收益。

所谓自上而下,是根据宏观经济趋势、市场资金环境、行业景气变化、市场风险偏好等诸多因素,寻找可能受益的公司线索,缩小股票研究范围。

所谓自下而上,是从公司治理、竞争优势、成长前景、盈利模式、财务状况等多个维度对公司进行全面深入的研究分析,挑选出质地优秀,即竞争优势明显、盈利能力强的标的,进行公司内在价值评估,以期在股价(严重)低于公司价值时是买入,在高估时卖出。

从风险控制的角度出发,吴丰树比较注重持股的适度集中,以避免因过度集中造成流动性风险和净值的大幅波动。

谈到具体交易层面时,吴丰树坦言“自己是一个典型的左侧交易选手。”一旦实现目标收益率,往往会选择及时止盈,因此他的组合能够在2015年大跌之前逃顶。在吴丰树看来,尽管这样有可能损失一部分后期利润,但也成功回避了风险。

对于交易与择时,吴丰树坦言自己“比较淡化短期择时的选择,但注重较为大的择时”。经过多年历练,他明白短期市场变化要素太多,择时难度极大,且胜率较低,因此基本放弃了短期择时。

但大的择时,吴丰树一定会做。短期内的顶点虽然很难判断,但吴丰树强调,市场中唯一的规律就是“市场估值水平满足均值回归”。这意味着市场估值太贵就应该保持谨慎,降低仓位,而如果在底部极低的位置,就应该保持乐观。唯一不确定的是时间,这由市场决定,三个月甚至一年以上都有可能,作为投资人要具备耐心。

基于丰富的投研经验与对市场的成熟认识,吴丰树在多年的投研生涯中,逐渐形成了不断完善的投资策略框架,即价值投资,精选个股,适当集中。

首先是价值投资,即希望在股价(严重)低于公司内在价值时买入,在股价(严重)高于公司价值时卖出。

“无论理论还是实践都表明,价值投资是可以长期战胜市场的法宝。”吴丰树坚信,价值投资者拥有长期复利思维和较强的风险意识,投资时能够恪守股价安全边际,以时间换取空间,通过尽量少赔而不是多赚,来分享公司成长的时间价值。

吴丰树认为,价值投资是相对趋势投资而言的,两者的主要区别在于“是否对公司内在价值有所判断”。价值投资也并不局限于投资价值股,价值股是相对于成长股而言的,只是两者长期成长性高低不同而已。价值投资也并非是一成不变的,也需要“敬畏市场,灵活应变”。

他阐释,这不仅因为股票市场非常复杂,还因为公司内在价值本身就是时间的函数。影响价值的因素很多,随着时间的推移会发生多种变化,必须根据各种变化对公司价值判断做出相应的修正,而不是以逸待劳,刻舟求剑,那样很容易落入价值陷阱。

此外,市场的资金面和投资者的情绪面对于股票价格也会产生重要影响,是股价波动的重要动力,这种波动有时周期很短,有时相对较长。由于受投资时间周期的约束,投资时也需要根据这些变化对投资组合进行相应调整。

在具体策略上,则主要是精选个股,适度集中。选股层面,主要通过自上而下与自下

对于拥有超过17年投研经验的博时基金权益投资价值组投资副总监吴丰树而言,丰富的经验与久经历练的投资框架,不仅构成了具备底气的实力基础,也是他曾管理的组合长期创造收益的核心要素。

吴丰树始终笃信复利的力量,因此他始终保持对市场的敬畏,践行胜率原则,运用绝对收益导向来做投资。落实到策略层面,即价值投资,精选个股,适当集中。而由吴丰树拟任基金经理的博时荣丰回报三年封闭混合基金将于4月20日起发行。

谈到当前市场,吴丰树认为“短期大概率会保持震荡筑底格局”。

首先,从影响最大的新冠肺炎疫情来看,虽然国内已经得到基本控制,但疫情仍在全球扩散,能否最终控制还需要观察,而疫情对全球经济不可避免会产生一定的影响。

其次,从上市公司盈利来看,短期面临一定程度的下修压力。吴丰树预计2020年一季度业绩低于预期,全年盈利实现正增长的压力不小。当然,这取决于后续政策对冲的力度和疫情控制的进度。

从乐观的视角来看,吴丰树表示:“股票市场前期已经回调不少,已较为充分地反映了投资者的悲观预期。”

目前,全球各国都采取了宽松的货币政策。吴丰树判断,海外市场此前出现的流动性

由吴丰树拟任基金经理的博时荣丰回报三年封闭混合基金即将于4月20日起发行。

吴丰树介绍,新基金是基于自身价值投资理念和策略以及多年投研经验,匠心打造的一只灵活配置混合型基金。它主要包含几个特质:

第一,追求稳健回报。吴丰树表示,新产品主要运用价值投资理念,采取自上而下和自下而上相结合的选股策略,注重个股的长期复利收益。个股选择主要综合成长性、盈利性、稳定性、进入壁垒等因素精选有价值的优质企业,旨在获取稳健的回报。

复利 变化 策略

理论可以丰富投资知识,但投资水平往往要在实践中才能真正得到提高。作为行业老兵,三方面的经验在吴丰树的投资思维与框架中刻下了深深的烙印。

第一,复利意识。

在吴丰树看来,作为首要法则,复利再怎么强调都不为过。“投资成功与否,绝不在于一时赚多少钱,而是赔钱时要少。因为即使你赚了100%,一旦回撤50%,复利就归零。”

“强调复利,就是要把握好自己的投资节奏,或者说投资周期。”吴丰树认为,有些人擅长做短线,有些人适合做长线,这没有好坏之分,按照自身熟练的节奏做就好。一旦因为某种原因出现节奏紊乱,长线变短线或者短线变长线,就会产生不好的结果。

第二,变化思维。

“投资是把握价值变化的艺术,‘变’是股票市场唯一不变的因素。”吴丰树说,决定股价变动的因素非常多,按照影响股价周期长短的不同,一般分为三大类:基本面、资金面和情绪面。当然,在每一大类里又包含许多因素,而且这些因素随着时间的推移会不断变化,综合决定股价走势,没有一个是简单的线性关系,这就是投资的复杂与难点所在。

吴丰树认为,如何成功识别、认知和把握这些变化,不仅要有敬畏市场的态度,还要有与时俱进的学习精神,当然最关键的是,要形成自己与市场的“预期差”。这种预期差短期可能是“信息差”,但拉长来看更多体现为“认知差”。要形成认知差,就需要不断打磨自己的能力圈,建立自己的优势或护城河。

第三,胜率原则。

吴丰树始终认为,从策略层面来看,股票投资不应一味追求“小胜率、高赔率”,因为这更像赌博,而应坚持做大概率事件。

“在变化中寻找相对确定性,把胜率放在赔率的前面。”吴丰树指出,只有这样,才能有效降低本金永久损失的风险,增强投资业绩的可持续性。而要做到高胜率,则需相信常识,特别要对所谓的市场共识保持审慎态度,对于市场那些所谓“语不惊人死不休”的大胆预测,更要慎之又慎。

当前或是加配股票好时机

危机已基本得到缓解,外资流出国内市场的局面应暂告一段落。往后看,由于国内利率水平相比海外发达国家高出不少,国内货币政策后续对冲经济下滑的余地或空间还很大。由此,吴丰树判断:“国内股市的资金面应该不会出现较大问题,股票市场出现趋势性下行的概率相对较低。”

“长期来看,我相信市场会走出慢牛行情。”吴丰树指出。

第一,新冠肺炎疫情最终会得到控制,经济的停摆只是暂时现象。

第二,国内股票市场的估值水平处在历史非常低的位置,与国际主要市场相比也较为便宜。以沪深300指数为例,当前静态市盈率仅约11倍,市净率约1.3倍,皆处于过去15年来很低的位置。更为重要的是,目前沪深300指数股息

追求中长期稳健回报

第二,三年封闭持有。吴丰树介绍,设立三年封闭期的目的有三个:首先,有利于充分发挥价值投资的长期优势,实现基金净值的稳健回报目标;其次,增加基金获得绝对收益回报的可能性。历史经验证明,持有基金周期越长,投资者获得正收益的概率明显上升。与此同时,努力让基金持有人能够充分享受到收益,而不会因为类似净值波动等原因中途退出,造成基金净值表现不错但基民并未赚到钱的结局。

第三,风险相对较为可控。吴丰树介绍,产

率已达到2.5%,与10年期国债收益率水平相当接近。“从大类资产配置的角度来看,股票市场非常具有吸引力。”

第三,从企业盈利角度来看,虽然短期面临压力,但从三年维度来看则不必悲观。国内政策层面十分重视股票市场的发展,鼓励发挥直接融资作用,促进经济的转型升级。同时,鉴于国内证券化率水平相对不高,未来国内股票市场还有很大的成长空间。

“因此从中长期视角而言,现在或许是增加股票资产配置的大好时机。”吴丰树强调。

谈到看好的领域与方向,吴丰树坦言,他会重点关注符合产业升级和消费升级两个大的方向。在多重因素影响下,全球产业链未来或面临重构,但比较幸运的是,国内的体系相对完善,投资者应当重点关注与内需相关的投资领域。

品为了进一步应对系统性风险(向上或者向下),在股票仓位上还做出规定,当沪深300指数估值过高时(超出过去10年最高10%分位),且基本面有变差趋势,要求股票仓位控制在低位的10%-55%,降低回撤风险;相反,如果估值过低,且基本面有好转趋势,要求将股票仓位保持在相对高位的55%-100%,以免错失股市上涨的机会。

“这在一定程度上可以争取避免因为判断失误给基金净值造成系统性的不利影响,增强基金的风险收益比。”吴丰树坦言。