

上银基金卢扬:

# 大巧若拙的投资“平衡术”

□本报记者 李岚君



卢扬,加拿大约克大学经济学硕士、美国明尼苏达大学卡尔森管理学院金融学硕士。2020年加入上银基金,现任权益投研部总监、投资总监兼研究总监、基金经理。历任中信建投证券、中金公司分析师,上投摩根基金经理、行业分析师,申万菱信权益投资总监、基金经理。

## 进退有据 静待“花期”

卢扬是一位风格鲜明的基金经理,他的配置逻辑并非由某一类股“一统天下”。“一花独放不是春,百花齐放春满园。”卢扬笑着用一句话概括了自己的投资风格。

持股第一原则必须是“花”而非“草”。如何挑选合适的股票,考验的是基金经理的选股能力。在选股上,卢扬认为,业绩增长的持续性 & 稳定性是最核心的命题,通过企业的“护城河”分析判断企业所处行业的竞争格局,选择那些行业地位稳定、竞争优势强以及未来有较大发展空间的龙头股。

提到龙头股,卢扬滔滔不绝:“在选择龙头企业之前,我会先优选赛道,选出那些代表先进生产力和生产关系、代表未来中国经济转型升级方向的行业。在优质赛道中,再精选龙头个股。”卢扬强调,其中最为注重的是企业的“护城河”,也就是不可替代的核心竞争优势。“护城河”或来自于特许经营权,如专利许可、牌照等;或来自对消费者心智的占领,如强大的品牌影响力;或来自极其明显的成本优势,如资源禀赋、规模效应等。总而言之,是那些竞争对手无法模仿的核心竞争优势,也是永续经营的能力。有“护城河”的企业在财务指标上会体现出远高于同类企业的盈利能力及其持续性,远高于同类企业的ROE水平及其持续性等显著特征。除了无可替代的核心竞争优势之外,也会评估公司长期经营的历史情况、管理层的价值观、公

司治理结构的优劣、员工激励是否到位等关键因子。

力求“百花齐放”,不可“一枝独秀”。在卢扬的投资思路所关注的行业中,既包含了他比作“春日里的争奇斗艳”,如科技、医药等高质量、高盈利增速的成长型企业,也囊括了他视作“寒冬中的坚韧芬芳”,如金融、地产、周期股等传统行业公司。

至于不同行业之间的权重配比,卢扬并不主张在某一行业配置过多。他表示,为了尽可能降低组合内的品种相关性、控制波动性,减少热点轮动可能给组合整体带来的冲击,会将各行业的配置比例控制在一定范围内。

适度分散,买入好行业的好公司。正如芒格所说,“我们能成功,不是因为我们善于解决难题,而是因为我们善于远离难题。我们只是找简单的事做。”如果把握好了这一原则,踩雷的概率也会很大程度降低。

此外,卢扬还是典型的长投选手。多年的投资积淀,扎实的研究功底,造就了他的底气。当一家公司被选定后,他会对此只股票进行价值投资。用他的话来说,“价值投资的信心来自对投资标的的深度了解,每一只个股都是精挑细选、逻辑清晰、反复确认后的结果。”

在这种投资风格下,卢扬的“花园”在他张弛有度、进退有据的管理下,呈现出百花齐放的美景,实现了“花期久,留香长”。

## 夯实“地基” 收益长期延续

经历过市场的非理性繁荣,也见过过度恐慌带来的市场冷寂,从业十余年的投研老将在亲身历经多轮熊牛后,对风险管理有着深刻的认知。

风格务实的卢扬,坦言自己比较厌恶风险波动,所以在投资中会非常看重安全边际,在决策时对风险考量得更多,注重风险和收益的平衡,对回撤的控制极其严苛。卢扬对记者说,投资管理中,首要目标不是收益最大化,而是风险调整后的收益最大化,这样才能给持有人较低波动率的持基体验。在组合管理中,上涨或下跌时出现

的收益与损失的不对称性要求我们对于风险控制应给予更大权重,这点可以通过适度分散行业风险、降低组合内部的相关性等一系列方法加以克服。

追求绝对收益,这样的投资价值取向,在他身上已经是潜移默化、内嵌其中。在他看来,主动管理前提下的核心资产均衡,即在准确的方向上找寻确定性,是以控制净值回撤为出发点,去做整个组合的管理配置,力求做到收益的长期延续。这也是卢扬反复谈及“考虑投资人持基体验”的原因。

## 持续学习 坚持良好投资习惯

在加拿大、美国分别拿过经济学硕士和金融学MBA两个学位的卢扬,多次感慨自己进入资产管理行业是一种幸运。“我发现资产管理行业是能够应用自己所学两个专业的职业,经济学建立起来的思考方式帮助我透过复杂的表象探究背后的商业本质,从根本上理解企业利润的产生与经营模式,在金融学MBA中学到的管理、战略、运营、营销、财务等各个学科知识能够帮助我更好地从多个维度分析公司。”卢扬告诉记者。

投资面对的是不确定的世界,而个体对世界的认知有限。如何担得起这份责任?唯有持续学习,在学习中行稳致远,在实践中严守投资纪律,耐心等待才能把握大概率获胜的投资机会。

“基金投资是一个需要终生学习思考的职业,我需要保持不断学习的劲头。资本市场的变化很快,新兴事物也是层出不穷,从事了这个行业的工作,就意味着必须时刻保持对新事物的敏感性。”卢扬告诉记者,自己在持续学习的过程中会不断为大脑提供新原料,对新知识深入思考后将其转化为自己的东西,形成厚积薄发的解悟。作为基金经理,可以在较长一段时间停止交易,却不能停止思考,因为一旦停止了思考,就会与成功投资渐行渐远。学以致用,冷静独立地思考判断,以朴素的语言总结投资标的最本质的规律,把复杂的投资有效降维成相对简单的活动,养成和恪守良好的投资习惯,以自律与耐心,接受市场的长期检验。

## 匠心铸就“矛”与“盾”更均衡

人们通常会误解在投资风格描述中“均衡”二字的含义,以为所谓“均衡”,不过是披着主动产品外衣的指数基金,甚至可能随意地将“均衡”与“复制”画上等号。实际上,卢扬的“均衡”是刻意打磨的“均衡”,即对不同行业之间的权重、配比,以及选股标准都有讲究。如果想要打造一只名副其实的“均衡”宽基,不仅需要基金经理有较为广泛的能力圈,也对基金经理的主动管理能力提出了较高要求。

均衡并不意味着中庸或者没有波动。所谓“均衡”,即是在收益与波动之间找寻到一种完美的平衡状态,让组合波动率和收益率更好地匹配,而这也是卢扬一直在追求的境界。

多年的投研经历,铸就了他当下的投资风格——低换手、追求长期较为均衡的行业配置、注重风险和收益的均衡、强调回撤管理,以优化持有人的持基体验。卢扬对记者表示,“毕竟,只有波动率下降,持有体验变好,持有人才能拿得住。投资最大的神奇之处在于复利,若让优质公司的复利用最大化,最重要的前提是持有足够长的时间。因此,以博取短期收益为目标的投资行为在大多数情况下是不可取的,它将损害复利的威力。”

“我个人的投资风格是在不断进化的过程中形成,这与我自己的投研经历息息相关。”卢扬向记者坦言,自2004年从事研究工作开始,到2014年起管理公募基金,在这十多年间见证了数次牛熊切换以及较大行业轮动,也不可避免地经历了业绩的起落。现在的他,在强调成长性的同时也会兼顾行业配置的均衡,在配置时将周期板块、金融地产板块与消费、医药、科技板块形成互补,在降低组合估值的同时有效降低组合波动。

十几年如一日,几轮牛熊,卢扬不断训练强化着高收益与低波动这一对矛与盾,将矛打磨得更锋利,让盾变得更牢固,这就是卢扬追求的投资艺术。

粗看,卢扬的投资之道颇显寡淡,“均衡”二字便似囊括了所有。若细品,你会咀嚼出多种不同的风味,方知这“若拙”背后,竟藏着那么多的灵巧。比如说,卢扬追求行业配置与个股结构的均衡,在卢扬精耕细作的“花园”里,持股的第一原则是“花”而非“草”。“万花丛中撷百朵,百花齐放春满园”,才是他所追求的均衡配置目标。换句话说,他的均衡配置技巧,绝非简单地满足对冲风险的需要,而是建立在宽广而又深邃的研究基础上,实现一批优质个股的强强联合。

卢扬告诉记者,“百花齐放”的前提是出于对“百花”的信心,长期持有就是这种信心的体现,而这份信心的基础,则来自对组合里每一只股票深入的了解。“组合里的每一只股票,我都会精挑细选、逻辑分析、反复确认。我只要精品,不要凑数。”卢扬说。