

## 申万菱信基金徐远航： 成长投资的“弱者思维”



□本报记者 徐金忠

追求成长性的投资,很容易陷入过度的自信。申万菱信基金的基金经理徐远航,用“弱者思维”提醒自己绕开投资中的“陷阱”。日前,徐远航在接受中国证券报记者专访时表示,“弱者思维”引导下的成长股投资,就是要承认个股研究的局限性、承认市场运行的客观性,最终将投资落在成长性和市场合理“折让”这两个基本点上。

### 成长风格投资

近年来,成长投资逐步分野,成长赛道投资和成长风格投资成为其中的两大流派。前者追求高成长行业的贝塔,并且认为在高贝塔行业之中可以不断下沉、不断细化,挖掘越来越多的阿尔法机会。后者则以风格定投资,锚定成长这一主线,在不同的行业之中寻找丰富多彩同时又此起彼伏的阿尔法。

徐远航更倾向于后者。虽然他目前管理的是偏主题类的基金产品,但是其投资组合的多元化趋势明显。他管理的申万菱信智能驱动股票基金2021年四季度报告显示,投资组合涵盖新能源汽车、TMT军工及其它领域的投资标的。

这样的投资组合以成长为核心,但是又不在单一赛道上做过度的风险暴露,而且可以在其它成长机会显现时顺势而为。以徐远航在2021年四季度的投资为例,申万菱信智能驱动大幅跑赢市场。“能取得这样的业绩源于我们的行业配置与个股选择,精选与元宇宙相关的传媒行业龙头公司,是这个季度业绩出色的主要原因。”徐远航表示。

回顾当时的操作,徐远航发现,元宇宙已经成为席卷全球的科技趋势。与此同时,经过6年的调整,传媒公司无论是估值还是股价都在相对低位。“行业成长性和公司成长空间都得到打开,估值性价比明显,具备较好的投资价值。”徐远航表示。

在成长投资上,徐远航还有一个习惯,习惯对历史上的成长股进行复盘。在成长投资集中的科技领域,他更提倡一种“对科技投资的全面性认识”。徐远航此前的研究员经历,让他对投资复盘情有独钟,也正因此,在元宇宙投资上徐远航出手果断。“历史上,在科技投资中0到1的阶段和1到N的阶段,都有较好的机会,可以适时参与。当然,其中也有止盈点的考量,收益和 risk 是时刻需要注意的指标。”

徐远航介绍。

另外,当下市场效率越来越高,很多成长机会稍纵即逝。但是在徐远航看来,市场资金的效率也分为不同阶段,在成长机会的早期,实际上应者寥寥,而当资金开始追逐的时候,聪明的投资者就应该时刻注意风险,选择适时止盈。看似高效的市场,其实总是在产生认知差,随着市场越来越高效,这样的认知差甚至更加频繁地出现。

### 坚持“弱者思维”

虽然能在成长风格上乘风破浪,但是徐远航反复强调自己做成长投资的“弱者思维”:不押注单一赛道、不押注单一行业。在徐远航看来,押注单一赛道和单一行业的投资者,本质上信奉的是“强者思维”。在他们看来,自己对所处赛道和行业有足够的把握,对个股公司的研究也足够深入,所以他们可以不断地从中寻找优质标的、不断地引领风潮。

徐远航坦言,这不是他的投资风格。“第一,我不认为一个上市公司可以被充分了解,即便是公司自己的员工,也难说对公司有足够全面的了解,对于外部的投资者来说,很多时候是‘盲人摸象’;第二,一个上市公司的价值是由市场决定的,对于市场的预期,投资者很难完全把握,而且是不断变化的。”

正因如此,徐远航选择一种“弱者思维”,承认研究和投资的局限性,承认市场的变化及其客观性,选择顺应市场的大趋势,与此同时坚守自己投资的基本框架:成长性以及足够的安全边际。“从‘弱者思维’出发,会承认自己在具体机会的把握上,存在着对错的概率,所以投资布局总是需要寻找一定的‘市场折让’,也就是具有较好性价比的成长机会。”徐远航表示。

“弱者思维”,也体现在徐远航的止盈止损之道上。在他看来,成长机会的性价比和安全垫尤为重要,一旦出现被击穿的情况,就应该及时做出应对,不论这种击穿的方向是向上还是向下。

此外,正因为是“弱者思维”,徐远航的成长投资不会出现“固执己见、故步自封”的情况。例如,2022年以来市场出现风格转换,价值回归。在徐远航看来,看似“逆风”之中也有机会。“价值回归与成长投资的结合点就在于在今天的成长机会中需要更加注重其成长价值,需要更加注意对于风险收益比的控制”。

□本报记者 杨皖玉

今年以来,波动的市场使投资者的信心备受考验。嘉实大消费研究总监、基金经理吴越认为,近期调整主要源于多维度的事件性因素在某一个时点集中释放,市场不会趋势性下跌。伴随着疫情防控的有序进行以及宏观经济企稳,吴越表示,消费板块有望在今年迎来拐点。

### 权益资产具备吸引力

3月以来,市场接连震荡调整。在吴越看来,其中最核心因素是突发的国际地缘冲突,一方面,使全球资金避险情绪明显升高,欧洲、美国股市也出现一轮明显下跌,全球出现了降杠杆以及风险偏好变化。另一方面,俄罗斯和乌克兰是典型的资源国,俄罗斯的石油、天然气,乌克兰的农产品影响全球资源品价格,因此对全球权益性资产、高估值标的、核心赛道可能会造成明显影响。

“作为基金经理,必须要有的信仰是基于真实基本面赚取收益,中国权益资产长期来看依然具备强大吸引力,这是底层逻辑。”吴越说。

吴越分析,在此基础上,从空间来看,经过本轮下跌,大量资产特别是消费板块,80%以上的估值已回到2016年低点,即将进入绝对收益空间,未来两到三年有巨大价值重估机会。从时间维度来看,首先,国际地缘冲突是不可控因素,未来发展态势很难判断;其次,从国内来看,最重要的催化剂是疫情和



宏观经济,所以投资者进行右侧投资空间足够大。总之,今年不会是单边熊市,过去一段时间该释放的风险已经释放,从现在开始可以逐渐乐观起来,中国经济长期稳定向好、韧性十足,不应该对权益资产悲观。

### 布局消费板块

“突发性因素对于消费板块投资机会的影响不大,今年必选消费可能会出现一定转机,判断拐点的核心因素是疫情和宏观经济。”吴越分析。

## 平安基金刘杰： 价值回归有望延续 布局两大方向

# 价值回归有望延续 布局两大方向

□本报记者 余世鹏

近日,平安价值回报混合基金拟任基金经理刘杰在接受中国证券报记者专访时指出,2022年市场风格有望延续均衡特征,价值板块的投资价值有望回归,风险收益比高的品种会具备较好的防御与进攻属性,未来会围绕产业升级和消费升级两大方向进行投资布局。

### 重点考虑安全边际

刘杰曾先后担任金元证券投资银行部项目经理,天弘基金行业研究员、基金经理助理,英大基金专户投资部投资经理、基金经理;2017年8月加入平安基金,曾担任投资研究部投资经理,现担任基金经理。

基于上述丰富的投研履历,刘杰练就了一套以基本面和估值双轮驱动的价值投资风格。“我的研究覆盖过机械、家电、汽车、周期、消费、金融等多个领域。在选股上,我对所有赛道一视同仁,不会对某个行业抱有偏见。从过往经验来看,许多不被看好的行业、赛道,其实也都涌现过大量牛股。”

刘杰对记者表示,在具体选股上,他更关注的是具体公司的基本面,即“是不是好公司”。其中,他重点会考察公司的行业地位和核心竞争力,主要看公司所在行业的成长空间、盈利模式及产品是否成熟、公司治理是否完善等方面。

此外,刘杰还对记者表示,从他个人角度来讲,价值投资和价值风格的内涵并不完全一致。低于内在价值买



人的投资都可以是价值投资,因此成长风格和价值风格都可以是价值投资。“就我个人而言,我可能更倾向于价值风格,也就是说对价格与安全边际更加看重。”

“我在买入时,会重点考虑个股的安全边际。这样,即使市场发生波动,或基本面运行低于预期,股价的回撤空间也会有限。”刘杰认为,在买入时,首先要考量个股的估值水平是否处在历史底部区域。如果处于底部区域,当公司的基本面改善时,股价往往能带来“戴维斯双击”效果。相反,对于一些高估值、市场普遍看好的热门品种,他会持相对谨慎态度。

他认为,疫情的反复造成大量线下服务业、实体消费、商品类消费的需求骤减,进而传导至一部分人群收入水平和消费能力的下降,进而使整个消费板块的基本面和股价受到一定冲击。防疫工作取得进一步的进展,是未来一年里比较确定的事件。宏观经济方面,消费是典型的中后周期资产,与金融地产、基建链条等用来稳增长经济甚至逆周期调节的行业不同,消费行情何时到来要看今年稳增长政策下宏观经济何时能够企稳。

他特别表示,对于消费板块布局时点的判断是概率性的,但方向是确定性的。

“农业生猪养殖与消费板块不同,是偏周期的投资逻辑,更多是偏向中短期爆发的投资方法。”在吴越看来,猪价下跌后,养猪企业、投资者面临亏损,养殖积极性下降,但猪肉的需求相对比较稳定,市场供不应求,导致猪价开始上涨,进而带动上市公司业绩和股价的反弹,就是典型的周期股。

他认为,现在的猪周期处在去年6月份供给开始环比下降的状态,但还没有完全下降到,所以处于去产能的中期水平,去产能完全结束之后才会看到猪价完全反转。

“我们判断大的拐点可能会在下半年来到。”吴越表示,从猪周期角度切入,猪价最近表现比较疲软,而股价和猪价是相反的——猪价越跌股价越涨,因为猪价下跌过程中去产能化会加快,也会催化这一轮生猪养殖的拐点提前到来。

### 存在均值回归空间

“2022年,价值股中的成长特性会逐步被市场重新识别。尤其是传统大金融板块中的财富管理、新基建、保障房装配式建筑等细分板块的成长性,会逐步被市场重新认识。”刘杰表示,市场经历了过去三年的连续上涨,从白酒、医药到新能源,从大盘成长到小盘成长,整体成长风格相对受益明显。在基本面、估值性价比、风险收益比等方面发生相对变化的背景下,市场存在低估值及大盘价值风格的均值回归空间。2022年“价值回归”有望延续,各个板块内风险收益比高的品种,都会具备较好的防御与进攻属性。

刘杰表示,新基金投资的大方向会围绕产业升级和消费升级展开。他指出,2022年银行、地产、基建、出行消费及线下消费等行业有较大投资空间。必选消费方面,2022年具有一定的防御属性,其中的农业板块可能会呈现出一定的业绩弹性;可选消费方面,在疫情防控逐渐向好的预期下,这些板块也存在较大修复空间。

“餐饮旅游、交通运输的修复空间较大;食品饮料的修复空间则取决于疫情后餐饮恢复情况;家电板块方面,接下来需要跟踪房地产的销量变化;汽车板块方面,则需要关注新能源车的量价动态变化情况。”刘杰表示。

刘杰认为,上述看好行业的估值目前大多处于历史底部,具有较高的安全边际,基金成立后,会跟踪市场波动,在阶段性底部位置逐步开始配置,避免造成过高的冲击成本。