

海富通基金吕越超:

新能源是未来市场的投资主线

□本报记者 李岚君

“执着、锐气、踏实”是采访中海富通基金公募权益投资部副总监吕越超形容自己的三个词,执着是勇往直前、不畏困境的初心,锐气是喜欢研究新事物、保持投资犀利与弹性的冲劲,而踏实就是“做到”,做到高成长的穿越牛熊、做到前瞻远见的刻苦研究、做到认知能力的与时俱进。

吕越超入行12年,职场生涯起步于长江证券研究所分析师,2014年从研究转向投资,开始担任基金经理,并尝试着形成自己的投资风格。2016年来到海富通基金后,通过不断优化迭代投研体系,他以鲜明、犀利的成长风格为投资者所熟悉。在A股市场上,“极致的赛道投资”似乎被认为是这种投资风格的代名词,而吕越超的投资并不专注于某一细分领域,而是扩展到“具有可持续性的成长投资”。

具有可持续性的成长投资

与一些成长风格的基金经理重成长但轻估值不同,吕越超显得比较“另类”。投资中在强调高质量、可持续成长的同时,吕越超特别重视风险控制。在投资时,吕越超会坚持三个原则:首先,要恪守“守正”的价值观,坚持在能



够持续给社会带来正外部性的行业中寻找投资机会,高度重视对拟投资企业的ESG评估;其次,在组合管理方面,贯彻风险和收益相均衡的原则;第三,在认知能力建设方面,贯彻与时俱进的原则。“可能有些时候,在你看来持仓的性价比很高,但市场表现却不尽如人意,这有可能就是基金经理的认知与市场变化和产业化出现了脱节。基金经理从世界观上要不断与时俱进,不断学习,不断更新自己的知识结构和方法论框架,这样认知能力才不会和市场脱节,进而避免因认知上的重大偏差给组合管理带来风险。”吕越超解释。

此种风控方式使吕越超的成长投资具有可持续性。银河证券及Wind数据显示,截至2022年7月8日,吕越超管理时间最长的海富通股票混合基金自2016年11月以来总回报率达154.62%,超越基准136.04个百分点,近一年净值增长率为9.56%。

事实上,海通证券数据显示,吕越超接手以来,这只基金2017年到2021年五个完整年度的年度收益率均超越了业绩比较基准,除2020年之外其他年度的同类排名均在前1/2,即使是成长风格不占优的年度也实现了超额收益。

系统的投资框架

吕越超喜欢研究战争史。在他看来,战争和投资很像,是人类博弈最激烈的两种群体性竞争活动。爱读史书、爱看兵法的吕越超以史为鉴,总结出他的投资世界观:第一,先进的指导思想永远是最重要的;第二,做好扎实的基础工作,对于投资而言,基本面研究永远都是非常重要的;第三,永远要先把主要矛盾;第四,在精神上要做到无我。

在 worldview 的基础上,吕越超的方法论分为战略和战术两个层次。他认为,从战略的层面看,投资的本质是对社会发展趋势和企业家精神的追随,寻找大的产业趋势和其中的优秀企业永远是第一要务。而在战术层面,则以渗透率为指标,根据行业所处生命周期的不同位置进行划分,分为萌芽期、快速成长期、成熟期、幻灭期、衰退期。从权益投资的角度,要回避幻灭和衰退期,在萌芽期、快速成长期、成熟期的投资分别对应为主题的投资、成长的投资、周期的投资,这三种投资有着不同的指导思想、评估模型,也适用于不同的市场环境。“伟大产业浪潮下的优秀企业,永远是时代最优质的核心资

产。”吕越超这样总结自己的投资方法论。

在实践中,吕越超信奉勤勉躬行、肯下苦功。为了能让自己的持续进阶,吕越超在工作中始终将自己视为对手,把今天的自己跟昨天的自己的做比较,是否有成长,是否有进步,是否能够持续不断地进化自己的思想,是否在坚持不懈地修炼心性。

新能源行业受捧

伴随着“双碳”目标正式提出,新能源板块迎来了高光时刻。吕越超认为,“双碳”在未来5年、10年甚至更长时间,都是一个市场的“主升浪”,未来是“星辰大海”。

从今年5月份开始,新能源板块再度成为市场上“最亮的那颗星”。吕越超认为,这一方面来自市场整体预期修复下的上行;另一方面,新能源板块诸多细分行业的基本面不断超预期,当下较高的景气度和长期广阔的增长前景得到越来越多投资者的认可。

作为新能源行业由“无人问津”到逐步被投资者追捧的见证者,吕越超较为准确地把握住此类成长股的投资节奏,其管理的多只基金均取得优于业绩基准的收益。对于接下来的投资机会,吕越超表示,继续看好碳中和、新能源方向的长期投资机会,技术进步带来的降本增效和产品力提升,使得诸多细分行业进入到快速增长期,而当下较低的渗透率使得长期增长的持续性可期。另外,发展新能源还有着重要的战略意义:新能源行业的蓬勃发展和碳中和的持续推进,将推动能源从石油消费时代的资源属性向新能源时代的制造业属性演变,这将深刻改变全球格局。由于我国制造业领域在全球产业竞争中的明显优势,因此大力发展新能源产业的战略意义不言而喻。

广发言 | 以时间的名义

广发基金姚秋:快慢之辩,如何面对投资中的复杂任务

当人们面临复杂任务时,往往会有简化任务的倾向,而常见的、无意识的简化方式是将复杂任务直接替换成简单任务。心理学家丹尼尔·卡尼曼将这种倾向称为“直觉启发(intuitive heuristics)”,即当我们被问到一个复杂问题时,往往回答的是一个与之相似但内涵不同的简单问题,而自己毫无察觉。

例如,某投资者在对比两家公司中哪一家更值得投资时,可能会把关注点直接放在它们的产品上,而忽略掉其他因素。卡尼曼曾遇到某大型公司的首席投资官,仅仅因为在车展上被福特的一款车所吸引,就大量投资于福特汽车的股票。

如果认为A公司的产品更好,或者对A公司的产品不太了解但认为B公司的产品体验很差,则会据此选择A公司。上述投资者的行为其实是在不经意间将“哪个公司更具有投资价值”换成了“哪个公司的产品更好”,虽然回答后面的问题有助于解答前面的问题,但两个问题无法完全对等起来。因为除产品力外,公司的销售能力、成本管控能力与创新等其他指标,视所在行业的不同,重要性可能会有不同,但在分析中均不能忽视。在投资实践中,即便是专业投资者也常常会有过度简化的倾向。

任务,简单与复杂

混淆复杂任务与简单任务会有什么后果呢?

丹尼尔·卡尼曼和阿莫斯·特沃斯基发现,尽管他们多年来一直教授并使用统计学,但通过直觉估计的统计结果与真实情况往往大相径庭。后来他们采集了一组统计学家的调查问卷发现,通过直觉进行估计的结果同样极不准确。可见,专业人士在专业领域内,直觉同样不那么可靠。

对于复杂任务,需要用到卡尼曼所说的“慢思考”来解决。反之,我们也不能运用“慢思考”来完成简单任务。例如,我们在走路或开车时,必须依靠直觉来确定下一步落脚的位置、并道时转动方向盘的角度,而不能将简单任务复杂化。

为进一步区分“简单”与“复杂”,咱们引入一个关于投篮的例子。对于一名篮球运动员,或者是一名篮球的业余爱好者,在篮板侧前方两米左右的位置,在无人防守的状态下十次自由投篮,命中率往往不会很低。高中时,我曾统计过班上每一位篮球球龄在一年以上的同学在这个位置十次投篮的命中次数,结果平均在七次左右。假设我们把重复投篮的次数放大到一千次,估计没有人可以全中,但命中率应该不低。

换成一个机器人,站在同样的位置投篮,一开始可能一个都投不进去,但机器人可以通过“试错-纠错”的机制不断调整姿势,最终调整到最佳的角度和力度,在外界条件不变的情况下,投中的概率会非常接近100%。丰田公司的员



广发基金债券投资部总经理 姚秋

工曾用业余时间造出了一个投篮机器人,取名为Cue。从机器人的第一个版本开始,经历了20万次的训练,2019年推出了新版本Cue3。Cue3用180分钟连续投了1000个球,全部进筐,之后继续投,最终在它连续投中了2020个球之后终止了测试,并获得了吉尼斯世界纪录证书。

通过上面的例子,我们发现,不论是人还是机器人,面对类似于近距离定点投篮这样的任务时,我们可以通过“直觉感知-校准”的反馈机制不断优化完成质量,整个过程是直觉的、线性的。在完成上述任务的过程中,系统中只有一个参与者,外界条件近乎不变,通过调整自身行为最终达到目的的概率会比较高。

投篮与投资

投资是不是一个类似的简单任务呢?在股东大会上喝可乐并长期持有可口可乐公司股票的投资大师巴菲特,是不是说过“投资很简单”?如果投资活动是近距离的定点投篮,投资成功可类似于“出手一进筐”,则专业

的篮球运动员无疑就是投资大师,机器人可能就是大师中的大师。然而现实情况是,即使对于专注于二级市场投资的专业人员,想要做出长期稳定、具有较好风险收益特性的业绩也绝非易事。如果投资真的只是一个简单任务,为什么成功的投资人如此之少呢?为什么不可以通过无数次的重复训练来提升投资业绩呢?

在定点投篮的过程中,篮筐的位置不变,运动员与篮筐之间的距离可以近乎精确地调整,也可以参考罚球线把位置固定下来,变量主要是运动员出手的方向和力度。在投篮训练时,人的大脑会不停地估算和调整手臂肌肉的发力方式,经过成千上万次的训练,手臂肌肉会形成一定的条件反射,大脑的工作模式也从慢思考变成了快思考,以至于依赖直觉就可以较好地完成任务。

如果把投篮的条件设定为比赛环境,让投篮的位置不再限定在篮筐斜前方的两米处,让我方其余四名队友和对方五位球员都上场参与比赛。此时,我们在球场上的行为需要更多地取决于队友和对手的行为,直觉的参与度下降,过程的线性程度也随之降低,复杂度开始提高。在此条件下,目标与环境相对确定,参与者人数有限,虽然任务的复杂度有所上升,但在很大程度上仍可以分解为有限个简单任务,因此仍然可以通过“直觉感知-校准”机制大幅提高胜率。

更进一步,我们让外界环境变得不确定,比如篮筐和篮球场地不时地、非线性地变换位置,且变换位置的方式还取决于投篮者本身的行为和应对变化的方式,同时加入接近无限多的参与者。在这样的条件下投篮任务不仅是非直觉的、非线性的,而且众多参与者之间的相互作用还会导致整个系统不断进化。在完成上述任务时,通过长期训练也难以获得可靠的条件反射,只能通过充分识别、加工外部条件,适度进行任务分解,然后在一定的概率估计下确定最优的行为。

投资的过程与上面最是一种情况很类似:公司的基本面在变化,自身估值以及其他资产的估值在变化,市场上其他参与者的心理活动也在变化,众多的参与者(投资者、上市公司、中介机构、监管机构等)导致整个系统在不断地进化。我们可以控制自己的大脑,搜集、加工信息,直到判断出公司的相对价值,进而得出投资决策的依据,但这个过程中包含着很多的不确定因素。与上面假定的复杂篮球比赛类似,投资与研究过程需要更多地用到非直觉的、甚至反直觉的“慢思考”,以对抗非线性且不断进化的系统。

投资分析与投资决策

在《穷查理宝典》中文序言中,李录曾经转引过巴菲特的演讲:“虽然股票价格上上下下的波动在短期内很难

预测,但长期而言一定是由公司的价值决定的。而聪明的投资者只要在股票价格远低于公司实际价值的时候买进,又在价格接近或高于价值时卖出,就能够在风险很小的情况下赚很多钱。”巴菲特的表述阐释了他的投资哲学:通过对比公司的股价和实际价值,来进行买卖决策。如果能够估算出公司的价值,则投资决策就会变得很简单。

价值投资的践行者埃德加三世在他的著作《Common stock and common sense》中写道,他们使用的策略一直都是简单的“购买严重低估的、健康的、同时有增长潜力的股票”。如果我们把投资的全过程初步分解为两个任务,一个是投资分析任务,其目标是尽可能准确地衡量公司的价值;另一个是在了解公司价值的前提下,进行投资决策。那么大师口中的简单任务——持有价值被低估的资产,其实是在第一个任务成果的基础上,执行第二个任务。这是投资领域中的“出手一进筐”,描述很简单,但过程比起球场上的“出手一进筐”要复杂得多,因为需要在出手前解决包含众多不确定因素的估值问题。

现实情况中,我们往往很难清晰地区分投资分析与投资决策两个过程,因为投资分析往往贯穿于投资决策的前、中、后各个环节。每个标的的内在价值在不同阶段会有不同的展现形式,尤其在经济结构面临巨大变革的时代,任务的复杂性会进一步提升。因此,很难想象一名基金经理能够在不参与投资分析的情况下持续做出高质量的投资决策。在投资与研究的过程中,首先尽可能充分了解问题的繁杂度并给予充分的尊重,然后再去着手分解问题,过度简化问题或者直接替换问题都无助于真正解决问题。如果希望战胜市场,必须要有更厉害武功、更多的精力付出、更强的韧性和时刻存在的谦卑之心。

基金经理简介:姚秋,经济学博士、CFA、FRM,多年股票、债券投资经验。现任广发基金债券投资部总经理,兼任固定收益研究部总经理。曾任职于山口银行、中国建设银行北京分行投资银行部、中国工商银行资产管理部、新华基金平衡投资部总监、固定收益与平衡投资部总监、投资副总监、总经理助理。

