

民生加银基金蔡晓:

以精巧结构设计寻求投资的微妙平衡

□本报记者 张舒琳

蔡晓,中国科学院半导体研究所微电子与固体电子学硕士。曾在中信建投证券股份有限公司、新华资产管理股份有限公司研究部担任研究员,在建信基金管理有限公司研究部担任总监助理、策略组长、专户投委会成员。2014年加入民生加银基金管理有限公司,现任投资部基金经理。



科技为矛 消费为盾

中科院微电子与固体电子学硕士毕业后,蔡晓曾在中信建投证券、新华资产、建信基金等机构任职,2014年加入民生加银基金。一路从券商研究员到公募基金经理,其研究范围基本覆盖全行业,对策略、宏观、量化均有长时间的积淀。丰富的投研经历使得他能够将成长、消费、价值这些看似矛盾的行业配置巧妙融合。若与擅长自上而下的基金经理相比,他多了一些对个股的深度挖掘;若与擅长自下而上的基金经理相比,又多了一些对宏观策略的把握,以及对量化工具的娴熟运用;若与擅长特定行业投资的基金经理相比,他覆盖的范围更广泛,从而在进攻时拥有更多“矛”,防守时有多张“盾牌”。

蔡晓擅长以科技为矛、消费为盾,在计算机、电子、通信传媒、汽车、电力设备、机械设备、国防军工等行业寻找进攻机会的同时,也善于挖掘食品饮料、医药生物、美容护理、休闲服务等消费细分行业机遇,并利用金融、房地产、能源和资源等价值板块做好防御。

在战略上,首先根据对未来市场的不同判断,从自上而下的方向与自下而上的个股策略,来选择防守或进攻的方向。例如,2022年,蔡晓主要配置新能源车、电力设备、机械设备、国防军工等成长板块;2023年,则主要关注计算机、电子、通讯等行业。“在做组合设计的时候,选哪些成长行业是需要细致思考的,防守也同样如此。我会经常思考,是通过消费来防守,还是价值来防守?如果是消费,再进一步判断具体是配置食品饮料、医药生物还是美容护理,在市场比较悲观时,可能选择金融地产、能源资源等行业作为防守。”他说。

他进一步表示,很多时候市场无法很快看清,需要花时间去等待主线出现,这样的情形下需要分兵把守,在成长、消费、价值之间平衡。看准方向后,蔡晓会重兵出击,自下而上定个股,精选出产品、服务、商业模式具有高稀缺性和强黏性的公司。

在战术上,围绕统筹收益和控制风险目标,完善净值曲线。“如果出师不利,一定要保存力量,审时度势,有时候宜将剩勇追穷寇,有时小心驶得万年船。”他表示。

在接受采访时,蔡晓多次提及学习一词,这也是他“游于艺”的体现,唯有涉猎大量信息,才能保持知识的新陈代谢。一方面,他经常约卖方研究员深度讨论。“例如,某个公司电子行业有十来个研究员,方向分得非常细,我经常独自约卖方研究员来讲某一个细分行业和公司,通过细节和深度提问,把公司业务来龙去脉研究清晰。同时结合公司内部动态研究,实时丰富细节信息,通过对企业微观层面信息的日积月累,逐渐形成对公司本身和所处行业的准确认知。”他说。

另一方面,大量调研才能形成扎实的认知。今年以来,蔡晓共调研了24家公司,他坚持手写调研报告,习惯坐在角落独自思考,随后询问各种细节问题,如经营细节、公司发展的战略、产品研发、公司如何赢得订单,以及竞争对手的情况等。

同时,他毫不掩饰对同行的赞赏,经常从优秀基金经理的季报、持仓和访谈中寻找闪光点,不断完善自身的投资方法和框架,并通过实战千锤百炼。

“志于道,据于德,依于仁,游于艺。”《论语·述而》中的短短十二字,是孔子一生立己立人的写照。不断追求真理,提高自身修为,再以此为根基,服务公众,不断学习各种技能,寻求内心的丰盈。

投资同样如此。“公募基金的志于道,在于找准投资方向,自上而下定方向;据于德,在于以价值投资为根基,聚焦有独特竞争优势的公司;依于仁,在于立足服务广大投资者,完善基金净值曲线;游于艺,在于精通投资所需的知识,拓展自身能力圈。”民生加银基金资深基金经理蔡晓如此说,也是如此做的,他一直将这句话作为自己的座右铭。

蔡晓拥有长达19年的投研经验,7年的公募基金管理经验,在券商、保险、资管、公募基金均有任职经历,用近7年的净值曲线,诠释了权衡优选、精益求精、动态优化的原则。

平衡组合结构设计

在过往的季报中,蔡晓多次提及“结构设计”一词,即围绕着统筹收益和风险的目标,对未来市场作出大致判断后,在各类行业板块里精准筛选,形成攻守有方的组合结构,并时常关注组合运行结果的反馈。

面对瞬息万变的股市,蔡晓通常能够及时调仓换股,不过,他并不认可择时概念,调仓的原因往往是公司出现了基本面变化。“我很少做低买高卖的择时,对公司的卖点均是秉承组合管理思路。例如,此前卖出某汽车股,并非市场热点发生了变化,也并不是公司的股价问题,而是因为判断这家公司的稀缺性和高黏性发生了变化;同样的,对另一个个股的清仓,则是由于市场环境变化和赛道竞争加剧。”他说。

此外,他也会基于股价,对组合进行再平衡,通过灵活动态的调整来保护收益。例如,两只在各自领域同样优秀的个股,一只由于市场热点切换、风格轮动快速大幅上涨,而另一只股价尚未有反应,就可以将大涨的个股持仓权重降低,转而增配另一只具有性价比的股票,对资产进行动态再平衡。

近几年来,A股市场热点快速轮动,结构化行情显著,给投资带来了许多挑战。面对热点散乱且快速切换的市场风格,蔡晓不急不躁,依旧秉承自己的结构设计思路,即首先根据中长期趋势定方向,判断热点背后是否有坚实的逻辑和基本面支撑。对于近期火热的ChatGPT,他并非简单地“站队”,而是保持积极开放的态度学习,阅读大量资料,并持续追踪。

近几个月来,蔡晓在投资上做了较大调整。2022年底,随着疫情政策逐步放开,蔡晓降低了对成长股的关注,增加消费股。今年1月,消费股上涨较多而且就业数据总体偏弱,蔡晓转而开始增加处于行业周期底部且出现重大技术创新的TMT方向的成长股,这帮助他捕获了TMT板块上涨的行情。2月至3月,蔡晓关注到部分医美股的稀缺性和强黏性出现弱化的信号,需要进行冷静的重新评估,且受整体就业环境影响,高端消费本身就面临一定压力。考虑到医疗服务方面手术费、检查费的增速高于药品增速,未来将更关注医疗服务领域。

挖掘新兴行业和消费板块机遇

纵观蔡晓管理的民生加银研究精选混合、民生加银优选股票等多只产品,每一只均有清晰的产品定位和差异化的风格特征,或侧重于灵活配置,平衡风险收益,或偏成长风格,或侧重消费板块布局。近期,拟由蔡晓管理的民生加银均衡优选混合即将发行,蔡晓将这只基金定位于均衡型产品,不押注于单一风格或赛道,关注企业未来成长性的同时,兼顾对企业估值的判断,力争均衡布局高性价比资产。

具体投资上,蔡晓表示,在建仓期将首先追求绝对收益,对行业、个股的配置均保持分散均衡,并灵活调整建仓节奏,若市场继续大涨,将放缓建仓,若行情温和,则会用低仓位做绝对收益。

对于2023年的市场,蔡晓展望乐观,核心原因在于,整体大环境发生了积极转变。“要做到稳增长、稳就业、稳物价,就需要稳民企、稳预期,以稳民企为抓手,就业等各方面都会改善。如今,政策环境使民营企业家的信心大幅提升,这会是未来一段时间经济复苏的重要支撑。”他表示,可重点关注以TMT科技行业为代表的新兴行业和大消费板块。

看好TMT科技行业的原因,一是在国家战略支持的大背景下,政策大力扶持数字经济;二是TMT行业周期处于触底期,目前,以最有代表性的半导体行业

为例,产业链已经触底,预计二、三季度会进入回升周期;三是产业创新,以ChatGPT为代表的产品,开启了人工智能的新局面,后续影响力非常强大,整个产业生态将迎来新浪潮;四是在科技自主可控的逻辑下,国内企业的市占率将进一步提升。这四大核心力量是科技行业的主要支撑,尽管过程中波动较大,但在这些良好的支持下,未来科技成长股仍将呈现整体向上趋势。

蔡晓认为,资本支出指标十分关键。“为什么今年以来新能源和新能源车行业走得很艰难,很重要的原因是因为过去两年,其资本支出大幅增加,导致产业链环节进入通缩状态,不管是硅片、硅料、碳酸锂,还是电池、整车,都在降价。所以,过去资本支出高,产业未来就比较艰难;相反,资本支出低,未来就有机会。”他表示,同样,经过三年疫情,大消费行业的资本支出到了一个低点,与上一轮的低点一模一样,这是周期的力量。而医药生物、TMT从2020年四季度以来,资本支出就呈现下行趋势。

从长远来看,蔡晓认为,消费有广阔的成长空间。由于消费行业的商业模式稳定,扩张路径清晰,部分企业在商业模式、品牌、渠道、营销方面明显胜出,同时,品质化、品牌化的新生活方式已是未来难以逆转的大趋势,这些积极、长期的因素会持续发挥作用。