

# 警惕赛道拥挤 追求更好更稳健客户收益

□本报记者 徐金忠



向朝勇, 朴石投资实际控制人, 投资总监。中山大学管理学博士, 26年证券投资经历, 两家券商自营部经理, 三家公募基金投资总监, 10年私募基金管理人。长期处于证券机构投资第一线, 积累了丰富的投资经验, 拥有先进的投资理念, 尤其擅长医药、消费领域价值投资。

朴石投资执行合伙人兼投资总监向朝勇, 是证券投资行业绝对的老将。1997年进入券商自营部, 2003年参与筹建公募基金, 2012年离开公募创建私募基金公司朴石投资, 向朝勇是资本市场起起伏伏的见证者和亲历者。

十年公募, 做相对排名; 十年私募, 做绝对收益。向朝勇将投资作为一生的事业。人生并非坦途, 投资更是如此。近年来, 向朝勇和朴石投资因在医药行业的专业投资, 获得投资者的认可, 同样也因医药行业的剧烈波动, 遭遇投研体系的多重挑战。感触良多, 向朝勇并不避讳谈及这一点。

不过, “行到水穷处, 坐看云起时”。投资老将之所以能长青, 在于不断进化的能力。向朝勇带领朴石投资正在做这件事情。感悟不止, 进化不止, 只为追求更好更稳健的客户收益。其中, 稳健配置、风险控制、目标收益等, 是向朝勇和朴石投资进化历程的几个关键词。长路漫漫, 上下求索, 行则将至。

## 财富管理需要回归本源

向朝勇总结自己近二十年的财富管理历程, 尤其最近几年行业内主动多头产品出现的剧烈波动让他深度感悟。“财富管理的初心是要将客户利益放在首位, 将防范风险作为出发点, 让客户资产获得长期稳定的增值是财富管理的核心诉求。”他提到朴石投资将坚持不断地以此为目标进行进化与调整, 以顺应时代的发展。

“首先, 朴石投资今后将主动设定产品目标收益率, 而不是跟随市场起起落落。”向朝勇说。因此, 会引导客户降低期望值, 降低组合弹性, 因为高弹性一定会带来高波动, 而在较低风险的基础上获取稳定的合理收益率, 会增加客户财富增值的获得感。

其次, 向朝勇特别提到需要警惕赛道拥挤与估值风险。“纵观过去几年, 主动多头产品损失最大的来源是赛道拥挤与估值过高带来的风险。”无论是过去朴石投资重点布局的消费医药还是这两年的新能源光伏与新能源汽车行业, 赛道短期暴涨估值过高后都会出现均值回归的风险。他说, 朴石投资今后在参与赛道投资时会高度重视行业长期逻辑、个股竞争力以及赛道拥挤的风险收益平衡。

最后, 向朝勇提到朴石投资的资产配置重点: “朴石投资今后在主动多头方向将坚定在低波动资产方向进行重点配置。”

向朝勇举例, 人工智能等新兴成长行业长期空间巨大, 但见效需要一个过程, 短期市场过热必然带来高波动, 这其中能选出穿越周期的公司其实难度很大。

向朝勇提到朴石投资参与光伏新能源与新能源汽车的经验与教训。“这两个行业的快速增长受政策与技术成熟的驱动, 但技术没有绝对的门槛, 产能快速扩张带来的景气周期很短, 企业ROE难以长期维持高位。这两个热门赛道近两年已经体现出高波动的特征。”

向朝勇表示, 朴石投资将在热门赛道方面控制参与比例, 绝大部分资产配置在长周期低波动的消费医药方向; 另外, 随着国有企业激励机制的逐步完善, 很多大型央企无可动摇的龙头地位再加上可持续的高分红, 已经极具长期投资的价值。除此之外, 朴石投资还将利用目前市场上提供的各种雪球、期货、期权以及互换等衍生金融工具来管理组合头寸的风险暴露, 尽最大努力来降低净值的波动。

## 长期看好消费与医药

“纵观全球主要经济体的行业发展历史, 发展最稳定的还是消费医药行业。”向朝勇展示了朴石投资做过的很多统计, 结果显示过去二十年美国以及最近十年中国行业收入与利润增长最稳定的行业, 消费与医药都位居前三。“核心是需求端的稳定, 而行业内部又逐步高端化与品牌化, 龙头股票财富效应良好。”

向朝勇表示, 消费行业中的白酒行业非常独特。酒文化深植于中国传统文化之中, 白酒行业的发展与中国经济的高速发展相伴相随。与其他消费品行业相比, 白酒行业由于头部企业产品的高品牌溢价, 完全不存在成本端与库存保值压力。这就是一门独特的生意, 决定了稳定的高ROE特征, 也决定了高回报的特征。

当前, 中国经济转向高质量的发展阶段, 作为消费重点的白酒行业增速回落, 一些人比较担心, 但向朝勇仍然看好白酒行业的长期机会。“只要中国GDP持续增长, 白酒行业的增速就不会中断, 而白酒行业的消费升级与品牌化仍然在路上, 龙头公司的增速会更快。”

向朝勇对医药健康行业情有独钟。过去两年医药健康行业由于受连续上涨高估值以及政策冲击两方面的影响出现大幅下跌, 投资者对这个行业的长期前景也产生了疑问, 但站在当前时点, 向朝勇更加坚定看好医药健康行业的长远机会。

“我们要透过现象看本质。医药健康行业所有政策出台的目的并不是要打压这

个行业, 而是引导行业向高端化、现代化、先进化方向发展。增量采购政策其实就是一次典型的医药健康行业的供给侧结构性改革, 出清行业中低端产能。”向朝勇表示。

向朝勇认为, 新药独家谈判, 让优秀创新药采用以价换量的手段快速进入全国医保, 减少新药以往逐省推广的成本, 充分利用好专利保护时间, 是大力鼓励支持创新。行业经过两年多的政策引导, 很多企业已经转到了创新方向, 推出系列新药, 企业业绩也逐步探底回升, 优秀创新型的医药企业焕发蓬勃生机, 个别公司股价已经涨到历史高位。

向朝勇认为, 随着中国人口老龄化趋势显现, 很多方向的重大疾病还没有根本治愈的手段, 医药行业从需求端来看属于刚需、缺口最大的行业。随着中国经济的持续高质量发展, 民众对好药好服务有更大的需求, 医药健康行业属于典型的长坡厚雪赛道, 未来一定会诞生一些具有核心创新能力的伟大企业, 给投资者带来丰厚回报。

“只是在这一过程中, 投资者需要保持足够的耐心, 做到能屏蔽市场短期波动, 等待长期价值‘水落石出’, 结果一定不会差。我们做过长期统计, 过去十年, A股涨幅排名前100名的股票, 从行业占比来看, 医药健康行业一直位居前列, 可见医药健康行业基本面的韧性与投资者的认可。”向朝勇表示。

## 二十余载亲历资本市场三阶段

向朝勇二十多年一直在机构投资的第一线。谈到这么多年投资历程尤其是财富管理的得失时, 向朝勇感触最多的是资本市场随着中国经济的发展不断壮大, 而财富管理也跟随中国资本市场从无序逐步走向规范成熟。

这样的历程, 向朝勇将其概括为三个阶段。

早期阶段, 由于中国资本市场刚刚起步, 规模小, 上市公司尤其优质上市公司数量稀少, 属于资金左右股价的时代, 资金推动型的各种概念题材层出不穷, 价值投资处于萌芽阶段, 中国资本市场带来的财富效应尚不明显。

向朝勇说, 这一时期对应的是改革开放早期的短缺经济时代。当时商品处于供不应求阶段, 风吹草动即可造成物价的大幅波动, 这种波动尤其体现在周期性行业。

中期阶段, 随着发展中国资本市场获得更多共识, 资产证券化步伐加快, 上市公司数量快速增加, 更多更优秀的上市公司可供投资者选择, 同时机构投资者比例也越来越高, 中国资本市场迎来了价值投资的快速发展时期。选择穿越牛熊或者阶段性高速成长的优质股票, 获取超额收益是一件相对容易的事情。

他总结道, 这一时期的中国资本市场对应的中国经济就是2010年以后的高速发展时期。随着中国加入WTO, 国内市场逐步打破区域隔离, 形成全球规模的统一大市场, 一批优秀的企业通过在国内市场获得快速发展, 如全国性品牌的白酒龙头, 甚至一批制造业企业走出国门, 占领全球市场, 这里最优秀的代表就是家电龙头。在资本市场, 这批优秀的白马龙头企业也给价值投资者带来了持续的“躺赢”机会。这个时期的财富管理获得了大发展, 尤其是坚持价值投资的主动多头产品, 他提到朴石投资就是在这个阶段深耕消费医药赛道, 为投资者带来了良好的回报。

向朝勇提的最多的还是现阶段。“当前中国经济已从中高速增长时期转向更高质量的发展时期, 资本市场的超额收益率在下降, 最近几年价值投资面临巨大的挑战, 尤其单一赛道模式持续性不强, 行业周期变短, 股价波动剧烈。”

今天中国资本市场规模已经位居全球第二, 随着市场规模迅速扩张, 向朝勇也提到价值投资面临诸多交易模式的挑战。“各种衍生金融工具的不断推出, 市场上主动多头、量化交易、套利对冲等多种投资模式并存, 而主动多头将面临越来越大规模的量化套利等交易智能化手段的挑战, 市场波动幅度增加, 但收益率在下降。”

可以说主动多头产品管理者面对当今财富管理的困局, 需要认真思考行业后面面临的深刻变化, 寻找降低风险, 获取稳定收益的财富管理之道。他表示, 朴石投资已经在从根本上进行反思。