

博时基金陈伟：

# 聚焦中观优选向好行业 动静相宜追寻超额收益

□本报记者 张韵

“丘山积卑而为高，江河合水而为大”，作为资本市场中的操盘人，基金经理的成长成熟往往需要日积跬步的打磨积累，进而锻造出足够的专业能力应对投资市场的风云变幻。

博时基金陈伟是一名在投研市场积淀了10年的基金经理。对他而言，十年时光赋予他的不仅是阅历和能力圈的增厚，也是不断舍弃旁枝、聚焦投资主线的去伪存真。日前，陈伟在接受中国证券报记者专访时表示，经过多年投资，他愈发认识到明确定位和投资方法论的重要性。从中观层面切入优选行业，基于行业从动态、静态两个维度挖掘潜在超额收益标的是他目前奉行的投资框架。

## 十年职业生涯锤炼投研定位

“投资很重要的一点是要想好自己的定位和能力边界。”自毕业后就加入博时基金，至今任职约10年的陈伟坦言，最开始进入投资领域时，会希望抓住一切机会。但是，事后复盘发现，当中既有价值陷阱的诱惑，也有击鼓传花的博弈，研究这类公司占用时间跟精力，但对于提升投资能力和超额收益没有太大益处。

有舍才能有得。在明确自身定位的过程中，陈伟开始不断做减法，逐渐明确了其投资“两不碰”：没有核心竞争力，只是短期波动博弈的机会，不再碰；没有看到竞争格局显著改善的便宜类资产，不再碰。此外，在经历过一段时间的“固收+”产品管理后，他也更加坚定了自身聚焦于权益赛道的投资方向。

“乱花渐欲迷人眼”，投资门道五花八门，只有找到适合自己的特定章法才能更好地有的放矢。经过十年职业生涯的锤炼，陈伟最终形成一套中观、微观相结合的投资逻辑：先寻找优质行业，再通过对行业内标的公司的资产

负债表进行分析，优选具有第二、第三成长曲线的好公司。

不过，在变幻莫测的资本市场里，往往很难有一种投资方法论可以完美应对各种行情。陈伟也坦言，他现有的投资框架同样有其优劣。

例如，其投研出发点是行业，这使他能够较好地捕捉到行业系统性机会，但由于微观下沉相对不足，通常难以抓住行业里涨得最好的标的；因为对公司的分析主要是关注资产负债表对应的估值逻辑，因此他的投资往往能享受到估值修复部分的收益，但容易错过泡沫阶段的超额涨幅；由于投资组合的布局是沿着产业趋势、经营周期方向进行，虽然长期累计复利可观，但需要较长时间进行业绩兑现。

## 着眼行业配置优中择优

在基金经理竞争生态中，基金业绩排名可谓为首要考核指标，也时常成为基金经理们的主要压力来源。

在陈伟看来，“不争第一，争上游”是其面对业绩排名时的自洽方式。

在力争基金业绩跻身市场前30%的过程中，陈伟的投资首要出发点是从中观出发选择“好行业”。

对于全市场选股的陈伟而言，产业趋势好、竞争格局好、未来两三个季度的景气度向好是挑选好行业的基本条件。陈伟说，他往往会根据这些基本条件不停地做行业比较和排序，直至做出最后的选择。

谈及行业投资“能力圈”，陈伟说，其最开始做研究员的时候主要覆盖的是通信行业，当时也恰逢“互联网+”大行情，TMT行业基本相当于他的入门行业。到了2018年，新能源行情开始占据主流地位，身处其中的他也逐渐将“能



力圈”拓展至新能源行业。据陈伟介绍，截至目前，数字经济、绿色经济和高端制造相关行业，是他比较熟悉的领域。

时隔10年，陈伟彼时的入门研究行业TMT再度演绎极致上涨行情。对于此波大涨，陈伟认为，数字经济正处在政策红利和技术创新共振上行的周期，这将持续引领未来五到十年的科技浪潮。过去商品经济的主要生产要素是原材料、能源、设备和运输，未来数字经济对应的生产要素将是数据、算力、大模型和网络。数据成为关键原材料，AI大模型成为关键生产设备，而算力和网络则是支撑整个数字生产系统高效运转的基础设施，这些相关环节将持续涌现产品服务创新和商业模式创新，也是未来研究的重

心和超额回报主要来源。

## “一动一静”挖掘超额收益标的

确定优选行业后，再从微观上寻找“好公司”是陈伟投资的第二步。

在他看来，“好公司”是未来能够持续赚钱，盈利能够持续高增长的公司。

如何判定公司未来盈利增长情况？陈伟有着他自己的一套二元判定标准，即从静态、动态两个维度看公司资产负债表，一静一动寻找投资的“星辰大海”。

“静”观公司在资本投入不变情况下的产出效率提升空间。他解释道，例如，假设一家公司的初始资本投入是1台设备2名工人，第一年产生的净资产收益率(ROE)是10%。第二年，同样是1台设备2名工人，但净资产收益率(ROE)增长至20%，利润同比增长100%，这个增长就是来自生产效率的提高。生产效率的提升空间有多大，取决于公司的经营周期和行业的竞争结构，而这又往往关系着静态资产负债表估值修复的空间，影响投资超额收益。

“动”析公司在固定资本投入带来的产出效率达到天花板后的再投资回报空间。陈伟认为，当效率提高触及天花板后，必须依靠扩张资产负债表，才能带来利润表的成长。“再投资的力量，一年可能看不出效果，但是十年累积下来，有没有进行再投资，公司效益差距是非常显著的。”陈伟说，当所处行业已经饱和，扩大再投资的产能没有足够需求匹配时，这种扩张则是低效的。

在顺流而上的产业大趋势中，静态资产负债表修复空间可期、动态资产负债表扩张能够形成新成长曲线的公司是陈伟最为看好的超额收益标的。

## 广发言 | 以时间的名义

# 广发基金吴敌：以简驭繁 在多资产投资里稳步前行

作为固收投资的升级版，“固收+”基金的投资目标既不是高收益、也不是低波动，而是实现高夏普，即回撤控制和稳健收益两者都要，给投资者提供更好的持有体验和切切实实的获得感。

这意味着，对基金经理而言，我们在管理组合时不仅要关注资产的内在价值，还要关注价值的实现路径。如何做到既行稳致远，又进而有为，这便是我们在“固收+”的广阔天地里不断探索的问题。

## 大道至简 做好投资中的“大概率正确”

作为以大类资产配置为卖点的“固收+”产品，其高夏普的实现路径经常与宏观策略相关，即在什么样的宏观背景和市场结构下，哪些行业或风格更容易达成市场共识，进而优先兑现其潜在上涨空间。因此，关于“固收+”组合的投资框架往往是自上而下的。

那么，我们该如何构建自上而下的投资框架？

投资理念反映的是基金经理如何认知市场。我们既不认为市场完全有效、主动管理无计可施，也不认为仅靠揣摩市场预期、博弈预期差就能做到稳定盈利。在物理学中，虽然组成物体的单个分子处于随机的布朗运动，但物体整体符合力学定律。因而，类似地，我们重视宏观层面展现出的规律性，无论是价值回归、行业轮动、日历效应还是技术分析，规律都有利用价值，即使有时候这种规律的微观基础并不明朗。要知道物理学里的不少定律，就是从实验数据出发找数量关系编出的公式，而现在公认的理论可能在那之后多年才诞生。

在宏观策略的投资框架上，我追求用简洁有力的模型，其应当足够解释中短期市场的趋势和结构，进而成为情景分析和预测的出发点，但不需要全天候有效。

简洁是实用性的基础，正因为宏观经济和市场的变量众多，我们关注的重点不是更精确地跟踪每一个变量，而是首先锁定主导市场趋势的两三个关键变量。就像《三体》一书中提到的，“三体”问题已经无解，如果我们的分析框架要求研究十几个宏观变量的边际变化，每个变量的细微误差加总起来，将使得输出结果捉摸不定，框架也就成了花瓶。因此，我们所选择的关键变量，应该是可观测、可量化的，例如“市场风险偏好”就不是一个好变量。

当然，精简化会不可避免地牺牲长期有效性。宏观经济和市场是高度复杂的系统，主导因素不时会发生变化，因此我们需要经常性地进行验证和校准，即对比模型指向的变化与市场实际表现，并在两者持续偏离时思考是否需要替换主导变量。



广发基金固定收益研究部总经理助理 吴敌

也就是说，我们将贴合现实数据作为模型选择和校准的首要考虑，而不是从理论上出发去找数据支持。理论和模型千千万万，但现实数据具有唯一性，宏观数据或资产价格（无论股市、债市还是商品）表现出趋势性变化，或是出现不寻常的相关关系，是我们思考和构建模型时的重要支点。常见的方法是回溯历史，寻找存在相似趋势或相关关系的历史阶段，理解内在逻辑，抽取主导因素，再带入当下的市场做验证。如果可以同时较好地解释历史、贴近当下，或许就可以称之为好模型。

在行业 and 个股选择的框架上，我也是注重总结可复制、可积累的选股模式，而非灵光一现的“偶遇”个别牛股。比如成长加速和困境反转，都有较为成熟的打法，也对应不同的、适合的市场环境，我们结合中观行业景气数据、微观公司财务和业务表现等来筛选此类机会，并在其适合的市场环境下作为主要打法。

正所谓大道至简，并不是“道”很简单，而是借助一些基本的道理和底层规律，能够指导我们的投资做出实用的决策。而投资的本质，无疑是遵循一些基本的核心

逻辑，找到大概率正确、可复制的决策方式。

## 注重效率 聚焦权益的选股与择时

“固收+”常常会被投资者看作是一种加股票权益的产品，在我看来，“固收+”本质上是一个“核心+卫星”的策略。“+”的后面可以有非常多的内涵，既可以是策略，也可以是某类资产。“固收+”的组合涉及不同类别的细分资产，投资看起来显得纷繁复杂。但实际上，回归最基本的思路，还是可以以简驭繁。

按照资产的特点来分，“固收+”组合中主要的资产有三类：股票、转债、纯债。我的配置框架就是重点关注股票的结构性价以及转债的估值水平，基于不同的市场环境调整配置结构，实现更高效的整体配置。

股票投资核心在于选股与择时两个方面，其中，选股基于股票的成长性和景气度，自下而上；择时基于流动性与估值，自上而下。

选股大部分时候是在景气度、成长性和估值这个“不可能三角”里做取舍，通常不会碰到三者兼得的情况。不同的取舍形成不一样的风格，我更偏好基于长期成长的空间做跟踪，结合长期景气度做进一步筛选。对于估值，则是寻求合理的定价买入。

这个选择既跟个人的投资风格有关，也是结合近几年宏观经济背景和市场内生变化。经历地产周期下行之后，持续的成长变得越发稀缺。在过往的地产周期里，搭着地产周期的大船，包括价值股、周期股，相对容易获得复合15-20%的增长。但是当地产周期下行之后，大家会发觉过去认为过去理所应当的基础增长也有了明显的变化。我们可能会看到一些耳熟能详的蓝筹股慢慢步入增长瓶颈，未来的长期复合增速可能会降到10%以下甚至5%以下。在这种情况下，成长性更加稀缺，成长性好的公司与一般公司出现估值分化，将会长期存在。这是我选择注重成长兼顾估值这种风格的重要原因。

转债方面，对于偏绝对收益的“固收+”产品来说，高价的股性转债会占用权益部分的风险预算，因此通常我会在转债有较突出性价比时才会进行配置，并且以平衡型的双低转债为主。纯债部分提供打底收益，我通常采取稳健票息策略，杠杆与久期策略相对保守。

其次，择时主要从流动性与估值两个角度出发，估值的跟踪偏定量，确定性相对高，流动性更多观察边际变化的过程。在估值处于极值位置时会考虑做相对左侧的减仓动作。我们对择时的定位是希望能规避大的系统性风险，震荡市和结构性市场中主要是靠选股获取Alpha收益。总体而言，我们不会频繁调整仓位，希望通过选股和

择时相结合，尽量减少熊市阶段的回撤，尽可能获取市场的结构性机会。

选股与择时，是相互依存的。从我的历史持仓可以看到，在2022年的A股熊市，我所管理的“固收+”组合在很长时间的股票仓位相对比较轻，这也是组合回撤控制较好的主要原因。

## 拒绝极致 在胜率与赔率之间找到平衡

长期来看，“固收+”策略以纯债为底仓，以股票和可转债等权益性资产进攻，策略特点是可攻可守，但其短期出现回撤也是正常现象。投资前，投资者应该充分了解基金的资产配置结构，考虑自身的风险承受能力，选择适合自己的“固收+”基金。持有时，投资者则需理性看待这种短期内的波动。

作为基金组合管理人，我希望能为投资者提供更稳健的“固收+”基金。组合控制回撤主要是靠择时调仓和持仓分散等策略。除了在顶层资产配置框架中来控制总的风险敞口外，“固收+”的股票配置还要讲究平衡，即“固收+”的股票配置不必追求极致的仓位利用效率，要在胜率与赔率之间可以找到相对平衡的位置，这样有时反而能实现“慢就是快”的结果。

由于投资目标相对长期化、偏向绝对收益，选股不会全部配置到短期效率最高、上涨最快的方向，可以短、中、长期相结合。部分仓位左侧布局，虽然可能短期不涨甚至有负贡献，但到了宏观基本面剧烈变化的节点，这部分仓位可能会起到降低波动的作用。从结果看，“固收+”产品的股票配置在行业 and 个股集中度上一般比股票型基金低，且经常会配置高股息率的价值行业或一些冷门行业。

持仓分散其实也是回撤控制的重要手段。我们的策略是在行业 and 个股层面均保持一定的分散度，尽量在每个板块挑两三个细分行业，每个行业再挑两三只个股，持股数量一般在30只以上。此外，基于不同产品的风险收益特征、基金持有人的风险偏好不同，操作上也会有细微差异。例如，对于追求较低回撤的“固收+”产品，我在加仓时会更偏右侧，找到确定性比较高的机会时，才会再进一步加仓。

**基金经理简介：**吴敌，金融学硕士，7年证券从业经历、近3年投资管理经验，现任广发基金固定收益研究部总经理助理、基金经理，管理广发可转债、广发安享等产品。

(风险提示：文章涉及的观点和判断仅代表投资经理个人的看法。本文仅用于沟通交流之目的，不构成任何投资建议。投资有风险，入市须谨慎)