

源乐晟资产梁皓:

# 用均衡逻辑应对复杂市场 做特立独行的“成长捕手”

□本报记者 王宇露



梁皓，南开大学理学博士。2010年12月至2012年4月就职于中国中投证券有限责任公司，任研究员。2012年5月加入华商基金管理有限公司，在华商基金任职期间曾任行业研究员，2016年10月至2017年7月担任基金经理助理，2017年7月至2022年6月担任基金经理，2021年6月至2022年6月任华商基金权益投资副总监、公募业务权益投资决策委员会委员等职。2022年6月加入源乐晟资产，现任基金经理。

## 成长股投资面临挑战

过去二十年来，中国经济一直处于飞速发展的阶段，很多行业都拥有特别快的成长，比如十几年前的化肥行业，最牛的股票一年涨幅可达十倍；后来的有色、钢铁、地产、新能源，背后的逻辑本质上都是一致的：一个产业从0到1之后，在1到n的发展阶段，需求未被满足，供给又比较受限，就会带来整个行业的量价齐升，股票很容易在短时间迎来业绩和估值的双升，这就是成长股的典型逻辑。投资于产业需求快速爆发所带来的机会，能给投资者带来一个特别丰厚的回报。梁皓认为，这是时代对我们这些投资者的眷顾，也是过去这么多年来A股市场很多参与者都是成长股投资者的原因。

但最近一到两年，成长股投资都面临比较大的挑战，背后主要原因是中国已经成为全球第二大经济体，未来经济增长的长期中枢逐步放缓，特别好的成长行业是非常稀缺的。尤其在2021年之后，当整个新能源行业被定价过高之后，二级市场上难以找到一个特别好的成长行业接力。未来需求快速爆发的机会可能越来越少，投资者也需要关注成熟行业供给受限下，价格弹性带来的机会。

从行业的四个发展阶段“萌芽期、成长期、成熟期和衰退期”来看，过去几年很多成熟期行业表现也很好，原因是在供给有约束的情况下，这一类公司更多因为价格的弹性带来公司盈利的抬升。

“我们过去已经习惯了从需求侧的逻辑出发寻找机会，但是最近两年这样的机会很少，更多是供给侧逻辑带来的偏成熟行业的机会，所以成长股基金经理可能遭遇了很大的瓶颈。对于基金经理来说，就需要变化思维、扩展认知、丰富投资框架，去更好地应对当前出现的新变化，适应当前经济发展背景。”梁皓举例，年初至今，部分成熟行业表现较好，基本符合两个底层逻辑：第一个底层逻辑是竞争格局优化下，整个公司资产端的盈利质量处于逐步改善的趋势中，比如运营商；第二个底层逻辑是高分红，在资金充裕但高增长的行业比较缺乏的情况下，市场会倾向于选择类现金资产。

“现实世界很复杂，需要一个比较复杂的策略，才能够应对复杂的市场。”梁皓表示。他认为，在公募期间大家追求的主要是相对收益，尽管业绩弹性比较高，但客户不一定分享到了背后净值的增长。加入私募行业，梁皓希望通过更均衡的处理方式熨平波动，让持有人能够真正赚到钱。他指出，“不追求在短时间里业绩绝对的弹性，最好还是要让组合更均衡，这种均衡不是行业上的均衡或是个股上的均衡，而在于底层选股逻辑的均衡。”

梁皓坦言，源乐晟研究团队在私募中较为完善和高效，能提供足够的支持，同时公司对投资的干涉非常少，对于追求简单的他，源乐晟为其提供了一个理想的投资环境。

## AI是当前最应重视的方向

今年以来，经历了市场的起伏起伏，投资者情绪似乎在6月跌入谷底。不过梁皓认为，还是可以乐观一点。

“任何时候对于中国的经济发展还是要保持一定的信心。”梁皓指出，短期经济数据的确较弱，大众的经济体感不佳。中国经济经历了多年的高速增长之后，随着经济体量到了全球第二，增长中枢趋势下移是事物发展的客观规律，这是市场对股市的中长期担忧。2018年之后日趋严峻的国际环境也给经济发展蒙上阴影，海外投资者在这种担忧下大幅减持中国资产，对A股、港股和海外中概股具有显著的负面影响。

梁皓认为，上述担心都有一定的道理，或者是正在发生，但是股市每次因为短期的盈利下修，而放大到对中长期问题的担忧的时候，都是市场的阶段性底部。

AI是今年投资绕不开的话题，对此梁皓认为，从当前时点来看，AI是

最应当重视的一个方向。他指出，经济发展动能趋缓，指数的整体波动可能不大，但是新兴产业的发展会带来结构性机会。市场对新能源记忆犹新，但新能源只是一个现有技术组合下的新产品，而AI技术的重大突破，是人类生产力层面的技术革新，在当前位置再怎么重视AI都不为过。只是我们现在所有的投资还处于0到1的阶段，难以预测未来而已。

“当一个行业处于从0到1的萌芽期时，只有偏向一级思维的人才能赚到钱。对于每天算业绩、跟踪行业景气度的人来说，现在的AI似乎确实处于一个难以接受或理解的情形中，但不可否认的是它又有一个很好的回报预期。”梁皓坦言，对于基金经理而言，不能认为这不在我的能力圈范围之内就简单忽略掉，还是应该在自己不擅长的地方努力学习，增加对行业的广泛认识和对市场的了解，才能在下次机会再来的时候及时把握住机会。

## 在鱼多的地方钓鱼

梁皓介绍，这些年来他的投资策略特别简单，主要是从中观角度出发选择行业，抓住产业发展趋势去赚取产业发展的钱。

梁皓将市场上所有可依赖做判断的信息分为三类：第一类是常识，这往往是最准确的，千万不要违背常识去做决定；第二类是行业逻辑，它变化的频率很低，出现错误的概率也很低，因此行业的信息可靠性非常高，更容易把握来作为判断的依据；第三类是公司信息，梁皓认为这是可信度最低的一类信息。

他指出，“我并没有想获得超越市场的公司信息来佐证我的观点，很重要的原因在于，我不喜欢跟公司进行博弈，也不想把很多时间花费在判断一家公司是好还是坏。因为，当一个行业整体向下的时候，单独跟踪研究一个公司试图去寻找超额信息，往往胜率是比较低的，在行业向下的时候能获得超额增长的公司少之又少。”

“要去鱼多的地方钓鱼。”他强调，正如时势造英雄，一个人能够取得较大成功，往往是他所处的环境带来较好的机会，同样的法则放在公司上也是一样的。梁皓举例，他是2020年4月开始买新能源车板块，那时候几乎所有的公司业绩都翻倍，并非那些公司在治理能力或者其他方面高出一筹，而是单纯因为产业的发展趋势，每一家公司都处在产业发展的红利中，投资其中不需要去跟公司博弈。

诚然，一家执行力更强、生产效率更高、技术实力更雄厚、布局更前瞻的公司，能够获得更多超额回报，但梁皓认为，这更多是一个锦上添花的事情。在难以清晰判断之时，抓大放小或许是更明智的选择，也成

就了梁皓的特立独行之处。

梁皓的逻辑看似简单，不过实际操作远不像他描述的那样容易。在选定行业之后，还需要判断在不同阶段，应该在哪一个细分方向“耕耘”。梁皓表示，一个行业在繁荣的过程中，不同发展阶段的主要矛盾点是不一样的，公司的盈利能力也会随之变化，因此不同阶段不同公司股价的涨幅也会有差异，每个阶段的投资应该有不同的侧重点，这是需要去甄别的另一个重要方面。

谈及如何做到能够把握各个行业的投资机会时，梁皓表示，自己过去一直在做一项工作，就是去看更多的行业，学习更多的东西。因为每个行业背后的逻辑或者主要矛盾点都不一样，需要在行业能力圈上不断拓展，把每个行业都变成自己熟悉的行业，才能在更多行业上获得投资回报。另外，对不同发展阶段的行业的投资机会做更多尝试，来不断完善自己。“投资不是一个理论学科，所有投资者和市场之间有着很强的互动，一个特别简单的策略很难持续奏效，因此逼迫市场参与者持续不断地迭代和进化，这也是投资最大的魅力所在。”他表示。

梁皓一直强调，君子不立于危墙之下。当前，面临复杂的宏观环境和接连不断的“黑天鹅”事件，投资面临的不确定性与日俱增，梁皓表示，对于那些波动特别大，或者不可控因素特别多的领域，他会主动回避，不把自己置于危险的境地之下，也不试图在其中赌博。此外，对于任何已发生的事情，梁皓都能把它当成一个沉没成本，不会纠结于过去的事情中而影响未来的决策，这更是投资中难能可贵的品质。

在公募期间，梁皓因为优秀的投资业绩，被贴上“成长股投资健将”的标签。多数以成长股投资见长的基金经理往往只在一两个特定行业赚到了钱，当行业周期轮换之时，基金的业绩难以一直保持在头部，最典型的就是近年来一些聚焦新能源行业的基金经理。而梁皓则不同，数据归因发现，他在地产上赚到过钱，在医药上赚到过钱，在白酒、电子、新能源等各个行业都有所斩获。

当中国证券报记者试图探寻他的投资锦囊时，梁皓语出惊人，“我从不依据超越市场的信息来做判断。”