

价值策略为底色 “弱者思维” 应对不确定性

□本报记者 万宇

主动管理的基金经理大多是“强者思维”，通过深度基本面研究发现未被充分定价的价值。但广发基金稳健策略部基金经理吴承根，却把“弱者思维”奉为投资底色。所谓“弱者思维”，是承认自身认知的局限性与市场不可预测性，始终保持对风险的敬畏，宁可分散布局、选择低估值标的，也不盲目相信高确定性判断。

“不少价值投资者都具备弱者思维，而非强者思维。”吴承根说。这一认知，源于他在信托行业的历练——那是一段让他亲眼见证“双重Beta”如何成就一个行业、又如何埋下隐患的周期样本，也让他养成了对周期和风险的敬畏之心。此后七年时间里，他专注于寻找被低估、具备安全边际的机会，并将这一思路打磨成一套可实践、可复制的低估值价值策略体系。

8月15日，广发基金公告，广发价值增长混合型基金增聘吴承根为基金经理，与程琨共同管理该产品。谈及组合管理思路，吴承根表示将采用均衡价值策略，组合整体PE中枢控制在8-15倍，在低估值的基础上追求行业均衡与个股分散。在他看来，与其在少数公司中寻求确定性，不如用更广泛的覆盖和更灵活的估值手段去管理不确定性。

以“弱者思维”锤炼价值底色

相较于行业研究出身的基金经理，吴承根的职业经历颇具特色：第一段经历是在中航信托资产管理部担任投资经理；第二段是在中庚基金管理组合，历任固定收益部投资经理、基金管理部基金经理。

吴承根回忆道，早期债券投研的工作经历，不仅培育了其自上而下的宏观视角和对利率波



动的敏感性，也为其后来在股票投资中，结合宏观流动性和风险溢价水平进行资产配置打下了良好的基础。

在信托公司任职期间，吴承根见证了信托行业高景气下的成长力量，也亲历了资管新规出台后的行业剧变。正是这段经历，让他深刻意识到：高成长往往掩盖脆弱，外部条件一旦逆转，曾经的成长逻辑可能迅速失效。这种洞察，成为他投资中“弱者思维”的重要底色。

在中庚基金的七年，他学会了如何用“弱者

思维”构建一套攻守兼备的投资体系，在全市寻找被低估且具备安全边际的机会。

加入中庚基金的前两年，吴承根在团队中主要负责依托风险溢价开展资产配置研究，涵盖宏观周期研究、风险溢价对比、大类资产评估和市场流动性分析。2020年6月，吴承根开始担任基金经理，参与管理中庚价值灵动灵活配置基金。Wind统计显示，自2020年6月3日至2026年1月23日，吴承根在该基金的任职回报达到165.69%，超额回报136.68%，年化回报18.90%。

基于不确定性定价的低估值策略

与同类价值风格选手相比，吴承根的价值投资框架更加开放和动态——不局限于红利或深度价值，而是在低估值的基础上追求行业均衡与个股分散，通过体系化动态调整适应市场变化。这套体系的核心，是基于不确定性定价的低估值价值策略。

以其任职时间最长的中庚价值灵动灵活配置为例，“我采用的是基于不确定性定价的低估值价值策略体系，自上而下做宏观研究与风险溢价对比，自下而上做个股ROE（净资产收益率）的周期性研究。”吴承根介绍，他的投资策略分为三大支柱：以价值策略为底色、以均衡配置为结构、以周期与跨资产视角为优势。其对行业本身并没有偏见，过往配置较多且胜率较高的行业包括有色、金融等周期行业，以及锂电、机械等中游制造。

其中，作为底色的价值策略，关键在于对低估值进行动态界定。在他的投资框架中，低估值不是静态的市盈率、市净率偏低，而是经过基本面研究、未来空间评估、周期位置调整、现金流折现后的实质性低估，核心判断标准是预期回报。“只要经过评估具备较高的隐含回报率，都可以纳入低估值范畴。”吴承根举例，市值位置低、机构持仓低、股价位置低、期权价值低、行业出清后赔率高等多种情形，都可以纳入低估的范畴。

基于对市场不确定性的敬畏，吴承根对组合的估值有着严格约束：整体PE中枢控制在8-15倍。当市场估值水平处于较低分位时，适度放宽至15倍；当成长板块估值泡沫化时，相机

分化格局关注三类机会

进入下半年，A股延续结构分化的特征。站在当前时点，吴承根判断，市场仍有不错的结构性机会。

“从估值定价看，高市盈率、高市净率公司的估值已处于较高分位，而以沪深300和中证800为代表的资产，市场风险溢价处于中等水平。”吴承根分析，当前经济基本面仍处于非传统周期，传统经济周期并未回归，市场的特征是极致分化，核心在于把握结构性机会。

基于此，吴承根从低估值价值策略出发，重点关注结构占优、AI受益、红利三类资产的投资机会。

第一类是具备反转潜力的优势制造业，如锂电、化工、机械、通信等。其核心逻辑是受益于PPI回升、供需格局改善且具备全球定价能力，“可以筛选出PE在10倍左右、竞争格局稳定、现金流充裕、经营务实的公司”。

第二类是与AI供需结构相关的周期品。投资逻辑在于需求端受益于AI超级周期和能源转型，供给端面临约束或具备定价权。“这类细分龙头估值相比第一类标的略高，但适度接受偏高估值，可为组合提供弹性。”

第三类是红利资产。“红利资产的估值压降至6-8倍，过去几年分红明显提升，多数企业资本开支需求较低，可以筛选出和基本面周期关联弱化、具备‘三低一高’特征（低估值、低预期、低位置、高股息）的资产，在特定阶段为组合提供较强支撑。”吴承根表示，这类标的主要分布在消费、部分公用事业，以及竞争格局急需改善、资本开支放缓的汽车板块。

华富基金严律：打造全天候增强策略 主动应对风格切换

□本报记者 王鹤静

面对近期市场的剧烈波动，华富基金FOF投资部负责人、基金经理严律打造的全天候增强策略通过提前预警、及时纠偏，灵活调整不同风格资产的持仓占比，帮助低波定位的FOF产品相对平稳地度过了市场震荡期。

为了给投资者打造长期稳健的持有体验，严律遴选持仓透明的底层资产，对于组合回撤的控制程度更是精细到“手术刀”级别。在当前市场主线不是十分明朗的情况下，在底层资产上，严律积极关注风格稳定的宽基品种，同时主动把握黄金资产的反弹机遇。

三大增强策略发力校准

从事FOF管理以来，严律立足多元资产配置，深耕全天候策略。

经典的全天候策略是根据对经济增长、通货膨胀等情况的判断，构建四大宏观场景，并在不同情况下搭建资产组合，以风险平价的方法确定组合配比。然而，传统全天候策略的观测周期一般为月度或者季度，整体偏低频的数据难以及时反映市场环境的快速变化，再加上用过去较长时间的数据来测算市场波动，在市场风格迅速切换的情况下，会明显淡化近端市场的显著变化，进而使得全天候策略在极致行情下的有效性降低。

为了更好地适应A股的市场环境，严律在全天候策略的基础上构建三大增强策略，以战术方式，及时跟踪市场变化，帮助组合更加灵活地应对短期市场变化、实现纠偏。并且，在近期的市场调整中，这些策略已经得到了充分验证。

第一大增强策略为股债性价比（ERP，股债风险溢价），严律运用此方法来衡量大类资产配置性价比：“比如二季度后期，科技成长板块的ERP已经来到了历史极值区间，意味着这样的极端行情是难以持续的，所以我非常坚决地降低了成长类资产的仓位。”

第二大增强策略为风格与行业轮动。在二季度科技成长方向陡峭上行阶段，红利价值类资产因资金虹吸效应被明显压制，严律观测到，红利价值类资产相比科技成长类资产的性价比迅速提升，因此他在配置的优先级上更加关注红利价值类资产。

灵活运用QDII、商品等另类资产，则是严律的第三大增强策略，商品资产和其他类别资产的相关性较低，引入后能够缓解组合内资产“同涨同跌”的情况，进而降低组合波动。

“对于低波定位的产品，虽然在科技行情最后高潮阶段降低成长标的比重，未能充分享受到最后一段成长行情，但这种提前应对依然是值得的，能够有效控制住回撤。”严律感慨道。

以透明持仓严控组合回撤

在管理低波定位的偏债混合型FOF产品过程中，为了给客户提供长期稳健的持有体验，严律对组合回撤保持着较低的容忍度。

“我对组合波动会采取严苛的控制方式，这种严苛导致我每天对组合回撤都是‘手术刀’级别的把握，所以在构建底层资产时，我基本上选择的都是持仓透明的产品。”严律表示。

严律举例说，严控回撤的FOF产品如果大量配置主动权益基金，可能会给组合带来难以控制的波动，因此他优先考虑被动权益产品。

“单个资产的超额收益对整体产品影响有限，如何去搭建资产组合才是关键。某种程度上来说，选择指数产品，跟踪好贝塔收益就足够了，尤其是现在ETF可选产品非常丰富，很多科技类ETF的弹性很充足，而且费率低、流动性好，只要控制好仓位，非常适合作为FOF投资标的。”严律表示。

在严律看来，要想画出一条平滑向上的基金净值曲线，不仅要防范基本面风险，还要防范市场博弈带来的情绪冲击：“在博收益与控回撤两难的情况下，我会优先选择控回撤，时间会证明这一选择的价值。”

看好全天候策略的长期价值

在近期市场极端行情的考验下，以全天候

策略打底的多元资产组合普遍遭遇逆风期。

历经此前多年在投资领域的摸索，严律总结道，如果市场上存在一种具有压倒性优势的资产时，全天候策略可能会失去用武之地：“比如，过去数年的债券资产以及今年二季度的科技成长资产，都属于具备压倒性优势的标的。当市场机会集中于特定板块、出现抱团行情时，追求多元分散的全天候策略难以凸显其长期的优势。”

在严律看来，资本市场不会永远由极端行情主导，经历了短暂的“脱轨”之后，市场终将回归正常的、各板块有序轮动的状态。全天候策略在各类资产周期更迭、生态丰富的市场环境下，将发挥其应有的长期价值，严律对于全天候策略在多元资产配置上的应用依然充满信心。

站在当前位置，严律认为，由于市场主线不是非常明朗，风格分布相对均衡、内部能够形成对冲的宽基产品可能具备更高的配置价值。同时，严律对黄金资产也持有相对积极的态度，在下跌空间相对有限的情况下，他认为，金价的反弹机遇值得把握，组合中配置黄金资产也能够适度对冲海外局势变化带来的市场情绪冲击。

据悉，拟由严律管理的华富淳恒稳健6个月持有期混合发起式（FOF）于8月24日启动发售。严律介绍，此次新基金为偏债混合型FOF产品，投资管理上将采用全天候增强策略，力争为持有人带来低波稳健的持有体验。