

招商基金王景：

# 近20年股债历练的绝对收益之道

中国基金报记者 方丽

无论权益投资，还是固定收益投资，招商基金总经理助理、招商瑞泽拟任基金经理王景是行业内罕见两种都能做好的高手。在将近20年的投资生涯中，她风格不激进、不追风，追求稳健，擅长从宏观视角做大类资产配置，股债布局非常精准。

王景曾管理招商安瑞进取、招商安泰股票基金及招商安泰平衡型基金，类型差异很大，但每只基金年度业绩基本能排到行业前10%。她2015年就开始管理招商制造业转型，任职期间年化收益达到21.61%，位居同类基金前3%。

## 从业近20年的“均衡派”

不激进、不追风、敬畏市场、追求稳健，这是从业近20年王景的投资心得。

王景2003年就进入基金行业，2010年加盟招商基金，拥有17年投研经验，并有多年管理百亿社保基金经验。王景从行业研究员到基金经理花了十年时间，研究功底极为扎实，对每一个行业的逻辑和框架都理解透彻，而且股票、债券等大类资产配置的实践经验丰富，是行业少见的全能型多面手。

王景的投资风格非常务实，追求组合的平衡性，不太追求组合的锐利度。归根结底是要坚持价值投资，找到能持续增长的企业，赚企业增长的钱。一个基金经理的超额收益，来自不断的学习和积累，不能对过去有路径依赖。”王景强调布局优质企业，她目前坚持不断调研上市公司，保持每年调研近30家公司的节奏。

在风格均衡下究竟靠什么赚钱？王景认为做投资主要是赚两种钱：第一是自上而下赚货币政策的钱，第二



王景

是自下而上赚企业成长的钱。她谈及自下而上看企业会关注三个方面：行业空间、性价比、盈利确定性。

传统公司研究模型下的分析框架我也会用，但这些往往不是判断一个优秀企业的充分条件。许多被买方和卖方津津乐道的上市公司护城河，回头看有很多都是靠不住的。”王景表示，她布局一个公司更多是从不断跟踪和观察的角度出发，不会刚布局一家公司就认定其有很深护城河，企业只有在不断完善和发展中才能不断成长。

王景即将管理的招商瑞泽一年持有期混合基金，是一款追求绝对收益的“固收+”产品。据介绍，招商瑞泽合同规定，投资组合中股票投资比例为基金资产的0~30%，投资于港股通标的股票的比例不超过股票资产的50%，同时，力争回撤控制在一定比例来追求资产的长期稳定增值。

首先，“固收+”产品在投资目标上满足低风险偏好的理财需求，目标客户希望获得比银行理财收益更高的回报率，但对于产品波动的承受力又

没有购买权益类基金的高。其次，从收益分布来看，是通过股债收益率的“跷跷板”穿越牛熊，债券部分有助于提供基础的安全垫，收益增厚部分主要来自个股选择。”王景说。

## 看好A股中长期趋势

谈及未来市场格局，王景认为，短期或呈现震荡的结构性行情，中长期向好趋势不变。

王景表示，短期来看，今年下半年大概率还是呈现震荡的结构性行情。目前成长股估值确实处于历史性高位，但是若将未来成长性和估值历史百分位对比看，2022年成长速度对应到成长股估值水平就下滑至历史分位10%以内，成长股可以通过增长来消化高估值。

目前看整体宏观经济处于恢复趋势之中，在经济复苏的大背景下，特殊时期的超常规货币政策可能变化，这是困扰市场的因素之一。”王景表示，中美关系对市场仍是较大影响因素，尤其美国大选之前是否会出现“黑天鹅”政策难以预测，投资上需要引起重视。至于疫情整体影响已经不大，随着国内疫苗三期临床试验开始，大概率将逐渐回归正常状态。

从长期看，王景对后市充满信心。第一，中国正处于经济转型升级阶段，内需空间巨大，为资本市场提供长期成长动力；第二，中国疫情控制、经济修复领先全球，人民币资产在全球范围内仍有较强吸引力；第三，国内经济逆周期投资持续加码，经济稳步加快复苏，基本面为市场提供坚实基础；第四，A股整体估值处于历史中低水平，投资性价比。

对于看好的领域，王景表示，短期来看，相对看好顺周期板块，会密切关注半年报数据。从中长期趋势来看，她认为智能汽车、医药、新能源、电子、云计算等领域趋势较好，不过还是要密切跟踪产业链调研、盈利预测和产业趋势。

诺德基金王恒楠：

## 基本面选股+量化 寻找确定性边际改善个股



王恒楠

见习记者 王云龙

诺德基金量化投资总监王恒楠擅于捕捉基本面边际改善个股，其管理的诺德量化核心业绩表现出色，自2018年11月22日成立以来A类份额净值增长率超80%，今年以来收益率接近50%。

即将发行的诺德量化优选6个月持有期混合型证券投资基金，优选基本面向好、内生增长强劲、业绩估值合理的标的，被看作是王恒楠管理的诺德量化核心的“升级版”。

## 寻找基本面改善个股 关注计算机、医药

王恒楠擅长运用基本面选股加上量化模型来寻找确定性边际改善的品种。他的投资理念的核心在于寻找那些基本面正在边际改善或在未来一段时间里大概率会改善的股票，以此来获得基本面走强后的投资收益。

在他看来，这样的公司既包括具有成长属性的价值股，如传统行业龙头，又包括在成长过程中能够构筑壁垒的成长股。反之，对于一些偏主题、偏概念，但又无法清楚看到壁垒的公司，要谨慎持有。

围绕投资理念，王恒楠坚持自下而上、量化模型与基本面选股相结合的主动投资框架。一方面，他尤其关注公司基本面；另一方面，通过模型判断行业的景气度，对各行业内的公司进行比较粗略的评估，排除掉财务报表

勾稽关系存疑的公司，对筛选出来的潜在投资标的进行主动的基本面研究分析，最后选出符合投资理念的股票。

王恒楠注重对公司商业模式与发展逻辑的研究。他认为，任何形式的投资核心都在于对企业、市场的理解，所构建的数学模型也是为了辅助对商业模式的判断。投有对行业、公司基本面的理解，模型也就无从构建；同时，在模型的辅助下，才能够进一步发掘有投资价值的个股。”

在行业和个股选择上，王恒楠通常以新兴经济和传统经济相结合的方式选择赛道，优选基本面持续向好、核心竞争力强、商业模式优、业绩估值合理的标的，把握风口，择时调仓。

王恒楠的持股中常见一些新兴经济类公司，如计算机和医药生物板块。在他看来，计算机板块的一些细分领域龙头体现出了较高的投资价值，如云计算企业，通过商业模式的创新带来现金流与收入的持续改善。又如医药板块，具有很强的技术壁垒，又具有消费属性，这就属于成长当中有足够壁垒的公司。

## 选股“少而精” 投资最终要做减法

王恒楠总结自己的选股特点为“少而精”，这也体现在他持股的集中度上，王恒楠选股较为集中。

“少而精”同时意味着要有所取舍。王恒楠认为，做研究是要做加法，但做投资最后是要做减法，选择具有确定性的股票，也就是在自己的能力范围内做投资。

在他的投资框架中，选择具有确定性的股票就是选择那些基本面会越来越好的公司，在企业基本面改善、企业成长的过程中实现收益。他的体会是，看重长期投资，就不能太在乎短期的博弈”。

面对当前市场结构性行情，王恒楠持股集中度高，持股周期长，对市场短期风格轮动以及短期动量的交易机会的关注有所减弱，同时更加专注于公司的基本面趋势变化上，他认为这样把握性更强，也更加有信心。

上投摩根基金李德辉：

# A股结构性牛市仍在延续 优中选优把握成长风口

中国基金报记者 吴君

我们不以交易为目的来管理组合，还是希望长期能够寻找优秀的公司，通过“守正”来争取收益。”上投摩根基金经理李德辉属于“成长中的稳健派”，他既坚持成长风格，在优质赛道寻找优质成长标的，也追求长期稳健，通过行业均衡和动态调整行业结构，争取控制回撤。银河证券数据显示，截至今年6月底，他管理的上投摩根科技前沿、上投摩根卓越制造和上投摩根智选30任职以来的年化回报分别为25.83%、40.57%和159.76%。

李德辉认为，A股结构性牛市仍在延续，医药、消费、科技等行业景气度高，增长强劲，一些优质龙头公司有较大空间。

## A股结构性牛市仍在延续 医药、消费、科技增长强劲

李德辉认为，A股市场将延续结构性行情。当前经济增速放缓，流动性适中，一些行业有结构性机会。同时，随着无风险利率下降，理财产品的吸引力在不断下降，庞大的整体资产配置需求有望推动国内权益市场估值上扬。

回顾上半年，李德辉称，主要配置了科技、医药、新能源车、白酒、光伏等行业。在3月市场回调中做了一些行业配置的调整，加了一些医药股等，市场阶段性需求带来的扰动很难判断，如果真的发生，那么就要去看公司长期增长的前景在哪里，是否具有长期发展的潜力。”

李德辉认为，现在整体经济环境在预期之内，股价在经过一段时间的上涨后，适当回调，估值会更为合理。中国经济在2018年以后处于企稳阶段，我们的投资假设是经济放缓，聚焦



李德辉

科技、医药、消费等成长行业，从高速增长向高质量增长转变。”

接下来他看好几个方向，一是消费，虽然中国消费股比海外贵，但其基本面良好，A股的估值跟行业基本面变化关联更高；二是医药，长期来看，人口老龄化会导致医药需求持续增长，使其具有显著的长期配置价值，现在医药占中国GDP的比重还比较低，其增速比海外大，总需求在扩张，关注制药、耗材、CRO服务公司（医药研发外包服务）；三是科技，外部的科技压力倒逼国内优秀的企业迎难而上，虽然部分板块当前估值较高，未来的投资收益取决于未来的成长性，看好半导体和软件的自主可控、5G产业链、智能汽车等。

## 选“好公司+增速快” 不断动态评估调整组合

李德辉是生物医学工程博士，拥有8年投研经验，2016年11月开始管基金。截至今年6月30日，他管理的上投

摩根科技前沿基金、上投摩根卓越制造基金、上投摩根智选30基金，任期回报分别为129.68%、100.76%、80.48%。

在李德辉看来，投资不可能做到面面俱到，相对而言可控的是股票研究，所以他的方法论也比较简单，就是买“好公司+增速快”，好公司是能够产生现金流回报、净资产收益率比较高的公司。过去几年股价涨幅大的是各个行业拥有长期前景的公司，包括消费、医药、科技等。好公司是赚业绩增长的钱，而不是赚低估的钱。其长期增长空间取决于所在行业有没有天花板，有没有到公司的能力边界。”

买入好公司后，也需要不断动态评估，调整组合。李德辉表示，一些股票估值贵了，降低了未来潜在的预期收益，但未来会不会杀估值，取决于其有没有碰到增长的瓶颈；如果其增速放缓，就没有超额收益；如果其能维持现在的增速，说明它能够通过较快或较长时间的增长，来消化当下的估值。

我们会动态调整组合，上市公司的季报是很强的信号，如果其低于预期，就要反思，到底是行业到头了，还是公司能力到头了。实际上，这几年一些行业也在发生变化。例如，由于智能手机市场是饱和的，前几年消费电子公司有不确定性，但这几年推出了无线耳机，让这些公司又能延续业务，因此，要不断动态评估市场和需求，看公司有没有把这块业务做起来，去评价其增长的前景。”他说。

在规避投资风险上，李德辉表示，主要有两个层面：一是选竞争力强的公司，二是选长期景气度好的行业。例如，疫情期间半导体、消费电子暴跌，要看选的公司能不能抗住，因为宏观经济环境变幻莫测，需求也一直在变，如果公司能力很强，它就会相对抗跌。另外，行业要看景气度变化，如果中国经济复苏强劲，就要重估价值股的投资价值。”

□东方红资产管理投资者教育专栏

## 投资需要从时间跨度上分散风险

市场涨多了，还能上车吗？这是一个典型的择时问题。理论上来说，好的择时能力可以提升投资收益，但投资者最终收获好的收益效果却寥寥无几。

事实上，市场环境越来越复杂，择时成功率越来越低。巴菲特曾经公开表示，投资股票最好的方法是随着时间推移持续买进。投资者可以建立多元策略，将风险分散到众多公司。然后，再逐月、逐年买进优质标的，风险就会随着时间推移更加分散。但如果投资者希望等待一个最合适的时机，迟迟不进场，就犯了一个错误：错过了从时间跨度上分散风险的机会。就算这次等到好机会，下一次就不会如此好运。

人们常说：“事情现在还难以预测，让我们等到尘埃落定，等到更好的投资时机。”总有一个理由让你等待，人的一生中会听到无数这样的等待理由，但我们无法预测明天会发生什么，我们无法用一般的思考方式，预测20年后会发生什么。

这里涉及的就是一个长期投资的问题。正因为投资者很难做到精准预测并进行择时，因此就需要拉长投资的周期。人的本能是容易追求及时获得而非延迟满足。长期投资，就需要克服这种人性的弱点。

对于长期投资而言，时间和复利是两个很重要的因素。出色的长期回报并不要求每笔投资都有很高的收益，而是追求大概率获胜，尽量不亏

钱。长期投资中，保持安全，并获取一定的复利，收获将十分可观。

格雷厄姆曾教导巴菲特两条投资的定律：第一条，永远不要亏损；第二条，永远不要忘记第一条。这也是巴菲特从老师那里所学到的最重要的投资原则之一。其实，这两条定律的真正含义就是，在投资过程中，作为投资者最应该关注的不是赚钱，而是确保自己的资本安全。

巴菲特的每一次投资总是遵循“永远不要亏损”的原则，这句话听起来简单，而且投资人会觉得很容易做到。正因为这句话看似简单，但真正做起来却很难。不亏损的投资，那当然是安全的投资。对于巴菲特而言，投资中安全是第一位，也就是说，保住自己的资本是首要目的。

回到第一个问题，普通投资者会问，什么时候买入更好？在基金投资中非常重要的一点是，根据自己的投资需求、投资周期、风险承受能力，选择适合自己的产品。在长期投资中，需要培养自己的纪律性。在一轮牛市顶部，甚至连优秀的机构投资者也鲜有逃顶的；在一轮熊市的底部，也不一定是机构大量建仓的时期。

择时的成功概率并不高，对普通投资者而言，买入的时点并不重要，而是长期选择可靠、稳健的管理人，根据自己的需求进行投资，这才是长期制胜的关键。（CIS）