

陆奔路演会议纪要

(内部材料, 仅内部参考, 不得外发)

会议时间: 2021 年 10 月 25 日

管理产品: 华安安康 (002363/002364)、华安新优选 (001312/002144) 等

一、产品介绍

安康和新优选是股债分仓产品, 两位基金经理分别管理各自的资产单元, 按照权益 3、固收 7 的比例划分初始资产。权益仓位有权益基金经理来控制, 当权益部分有确定不用的资金时, 可以委托债券经理买债或放回购。因为股票单元贡献了 90%以上的波动, 因此整体组合的回撤由权益经理来负责。对于债券部分, 原则上, 久期不超过 3 年, 不加杠杆, 只投高等级, 以静态收益为主, 所以波动很小。其中新优选又是打新基金, 会通过打新增厚一部分收益。

我 11 年应届毕业加入华安, 从研究员做起; 17 年开始担任基金经理助理; 18 年安康需要从保本基金转型, 调整为偏绝对收益策略的股债分仓产品。当时把这个产品交给我来做, 很大的一个原因是, 我看过的行业类型较多, 包括周期、成长及一些偏价值的方向, 同时我自己的投资理念也是比较均衡, 不依赖单一风格, 跟这个产品的定位更加契合。

管理安康到现在正好满 3 年, 截至到 9 月底规模是 50e+。接手安康后, 18 年 12 月市场见底, 经历了 19~20 年两年大牛市和今年的结构性行情, 权益市场环境好, 在这个大背景下, 安康业绩整体还可以。在这个收益率基础上, 安康的优势是回撤控制较好。18 年底以来市场经历了几次大幅波动, 比如中美贸易战反复、新冠疫情冲击等, 其间安康的最大回撤是 3.77%, 是在 19 年 2 季度中美贸易战反复过程中发生的。另外我们统计过, 安康的月度正收益率是 82%, 季度正收益率是 100%。

安康本质是权益仓位 0~30%的偏债基金。股票仓位一般在 15~25%, 平均仓位是 22~23%, 当前仓位是 20%出头。

二、投资理念

我的投资风格是, 整体均衡, 无行业偏见, 中期偏成长, 兼顾价值。

我崇尚均衡至上, 不是单一赛道型选手。我把均衡分为三个维度解构: 选股、配置与择时, 对组合的收益贡献大概为 50%、30%和 20%。选股能力是中长期超额收益的最重要来源——在正确的方向上, 行稳致远, 慢即是快。具体选股时, 我坚持研究创造价值, 要赚企业成长的钱。因为安康有绝对收益投资属性要求, 在微观的投资决策上, 我强调以“收益/风险”比尺度衡量每一次投资决策, 也就是以一定下行风险, 获取合理的年化预期回报, 具

体而言，我的期望是以 10~15%的下行风险，获取年化 20~30%的投资收益。即在强调复合业绩增速的同时，关注估值波动风险。选股方面以外，安康与现在主流的公募基金的主要差异点在于，我会更多在配置和择时上控制回撤。

绝对收益策略要强调回撤的控制，我用四种方法控制回撤：

1) 均衡。我对均衡的理解包括三个维度：一是，均衡是一种长期理念，是信奉长期均衡的更优收益风险比，我们做过数据观察，其实不同投资风格的长期年化收益率最终是趋于收敛的，均衡风格的波动会更小，真正有效的均衡策略长期的夏普比率会更高；二是，均衡要求更宽的能力圈匹配，需要不断拓展；三是，强调组合构建思维，并不单单注重选股，包括配置思维和对冲思维。配置思维是根据景气等配置不同权重。对冲思维是不能把组合过多暴露给单一的投资变量，比如经济上行或者流动性放水相关，例如 20 年春节前后安康的仓位是没有变化维持在 22~23%，20 年疫情发生时，安康最大回撤只有 2%+，原因是在疫情前做了对冲配置，包括医药、黄金、油运（疫情背景下，油价暴跌，储油的套利需求强烈，油运暴涨）三个方向的对冲，本质上是这三个方向与原有的持仓形成对冲，实现了回撤控制。

2) 买入决策，包括投资逻辑与情景决策，情景决策是要建立决策树的概念，即市场演绎的各种剧本，然后在此基础上进行投资的动态化管理（止盈、止损、加仓及减仓）。

3) 个股机制，包括持仓比例、止盈止损机制等。

4) 净值机制，包括回撤预警、强制降仓等。

前两个点是前端控制，后两个点是后端控制。均衡大概能帮助控制 50%的回撤，买入决策 30%，后端大概只能控制 20%。

三、市场观点

一方面，经济环境较差，但不是经济差顺周期的东西就会差，它可能会隐含着宽松或稳增长的预期。另一方面，中美之间有财政问题，比如美联储要退出宽松，但同时中美关系边际缓和。所以目前处于一种 mix 的状态，导致不管是周期、消费、价值还是成长，都是多空交织的状态，这是对结构的整体判断。

但从全球横向比较看，A 股还是有碾压式的优势。核心是 A 股的基本面、政策面和估值面都有相对优势，我们的上市公司增长更好，政策空间更大，估值还低。因此 A 股始终是下跌后就会有新的资金进来的状态，所以我的策略判断是不必悲观，至少存在结构性的机会，指数可能还有一定上涨空间。

估值方面，我认为现在的市场定价是整体有效的，好的东西给贵的估值，有瑕疵的给稍微差点的估值。

策略上，会以更加均衡的风格做配置。结构上，价值+成长占 5 成以上仓位，减持周期，同时配置一些消费、军工等。

四、Q&A

Q：绝对收益从组合来讲大致是什么样思路？

A：单一个股主动买入的仓位不能超过 3%，如果股价上涨后超过 3%则只能卖不能买，通常，第一大持仓不会超过 2%。个股亏损 15-20%会考虑止损。产品的定位是长期年化收益 6~8%，最大回撤控制在 3~4%，当回撤触发 2%时就开始警示，到 3%时会要求降仓，至少两周后才可以提高仓位，有一系列的风控条款。在这样的条款下，其实具体操作时，我会在回撤 2%时就开始主动做些仓位控制，避免触发 3%回撤而被动降仓的情况，因此能在市场系统性风险时减小继续大幅下跌的风险。

Q：安康这种运作思路跟您本人过往经历和性格适应吗？

A：我是在华安内部成长起来的，做研究员时主要覆盖有色、新能源、环保。而我覆盖的起始点恰巧都是这三个行业的重大历史拐点：1) 有色，11 年 Q1 是最高点，后面连续五年下行，到 15 年有色行业才站起来；2) 新能源，13 年欧洲对我们的光伏双反，是行业最底部，15 年在政策驱动下成长，到现在完全市场化；3) 环保，15 年之前是成长股，之后因为商业模式、现金流、工程问题等，很多环保公司定价发生了变化。这三个行业对能力圈的要求是不一样的，有色要有宏观，自上而下的框架，而且它的子行业众多，包括材料、周期、黄金、锂钴；新能源完全属于新兴的成长行业，有政策驱动，技术变革非常快；环保里有价值属性的，也有要更考究商业模式、现金流定价的。整体来讲，因为我知道了周期的力量，也了解成长的属性，转向投资后才有了我现在的这个投资理念和风格，会更加均衡，公司也认可我这个定位。

Q：配置上面是否对自己看过的行业有一定偏好？

A：其实没有。刚开始接手产品建仓，是在 18 年 4 季度熊市，当时我在电力设备、新能源的持仓比较集中。这两年再去看每个季度的行业分布，分散度明显提升，跟我的理念也更吻合。一般我单一行业和风格不会超过 20%仓位，如果以个股投资的底仓逻辑去看，把市场分成消费、周期、价值、一般成长、新兴成长、主题六个模块，单一部分不会超过 25%。

Q：消费、周期、价值、一般成长、新兴成长和主题的分类逻辑？

A：我不是按照行业来划分的。1) 消费：核心是驱动变量跟人均收入、生活水平相关，比如 CXO 我是放在消费里的，而比如服装行业的一些公司，永续增长率是正的，但可能增速已经放缓，我会归类到价值里；2) 周期：更多跟经济周期相关；3) 价值：会考虑股息率等逻辑，金融、地产、公共事业居多；4+5) 对成长的定位，首先要有一定绝对水平的增速，另外增长要具有至少 2~3 年的可持续性；4) 一般成长：PEG 估值相对吻合的成长股；5) 新兴成长：商业模式处于前期，无法用利润来衡量，或者处于技术变革和爆发式增长的过程，

不太以估值来定价；6) 主题：一般是 beta 属性较强，不确定性大，较难估值的板块，比如军工、券商。

不同模块的驱动逻辑不一样，我一直强调不要把组合暴露在单一的投资逻辑上去，也许有时可以获得超额收益，但长期来看收益率会趋于收敛，波动性反而会放大。

Q：配置和选股的区别？

A：配置更强调 beta 收益，选股更强调 alpha 收益。当我选出一支个股，除非选股投资逻辑被证明错了，否则市场的涨跌不应该影响我的持仓。对于选股，我会要求年化收益率达到 15 以上或者 20 ~ 30%。但配置是当市场发生了一些宏观变量变化，我的持仓会根据配置思路改变，依赖于市场特征。

Q：选股思路？

A：我看公司主要是自上而下去看，首先看所处的行业，在一个好的赛道可以躺赢，其次看公司竞争力，第三看治理和经营绩效，以上这些分析要落到财务上。在此基础上做景气和估值的动态跟踪。

其实现在市场对好公司都能基本达到共识，想通过选股去挖掘出别人没有发现的机会是比较难的，这方面需要通过选股下沉，同时要看得更远更长。

Q：判断投资机会最看重哪些因素？

A：景气周期和风格周期。特别是在 A 股市场，普遍存在 1 ~ 2 年的景气/风格轮动特征。但最终都要用风险收益比去评估

Q：止盈/卖点？

A：一般我会预先设置情景和对应目标收益率；当某段时间情绪特别高时我也会做止盈，但如果投资逻辑没有变化，一般不会清仓，可能会减一半。

Q：20 年春节的时候怎么控制回撤的？

A：期间最大回撤是 2.7%，市场同策略基金普遍水平是 3 ~ 4%。当时仓位维持在 22 ~ 23%，没有降仓，主要通过对冲思路控制回撤，配置了医药、黄金、油运三个方向。因为当时我认为从长期的角度看权益依然有优势，降仓虽然是最直接控制回撤的方式，但是会牺牲收益。

Q：去年底的配置逻辑？

A：当时做了组合的再平衡，从 3 到 4 季度的持仓变化也能看出做了很大调整，减少了核心资产的配置，同时增配金融和中小盘成长，所以 1 月安康表现一般，但 2 月回撤控制较好。

当时是立足于 2021 年全年在做布局，认为市场风格分化已经持续了两年，很多指标都显示出交易拥挤的状态，所以判断均衡的配置思路在 2021 年会占优；同时，三季报出来后，从风险收益比的角度，我们找到很多低位的成长股；另外，一些价值股也在底部，因此做了切换。

Q：今年以来的操作回顾？

A：二季度时做了周期和银行的增配；最近在 9 月又增配了消费、银行、地产，可以起到对冲波动性的作用，同时减配了周期。仓位方面，6 月底观点偏中性，降了 3% 仓位，目前仓位在 20 ~ 21%，中性偏积极。

Q：为什么减持周期，对周期的观点？

A：最主要的原因是我认为四季度 PPI 会见顶，实际上已经在三季度有迹象。从全球化的品种来看，整体在年终会见到了阶段性的高点。另外比如煤炭，虽然价格比较强，但供给端有压制，我会尽量避免。减持周期不是从绝对意义上说不看好它的盈利，而是在我的框架下需要做止盈，去规避它潜在的高波动性。

Q：目前配置情况配置？

A：价值 25%、消费 20 ~ 25%、成长 20%（行业分散，基本是自下而上选股）、其他比较分散。消费以白酒、医疗服务（爱尔通策太贵了，二三线性性价比更高）、家电为主，选股和配置思路都有，CXO 大家看成具有成长属性，但其实其中有周期的因素，另外估值偏贵。

Q：对地产行业的看法？

A：目前主要是基于配置的逻辑，和配置银行的思路是一致的。不是因为便宜，而且政策底出来了，基本面底应该会在明年出来，以 6 个月的维度看，我预期会有 15% 的修复空间。从组合的角度我本身也想加一些价值，明年至少可以拿股息率。

Q：对消费的看法？

A：8 月底 ~ 9 月初做了加仓，三季度的回撤控制主要就是通过消费做了对冲。

我认为消费接近于底部，虽然很多看消费的经理对消费未来比较悲观，但跟其他资产横向去比，目前已经具有配置价值。比如白酒，基本面跟年初比基本一致，只是在消化估值，茅台、五粮液增速稍微低一些，但是跟年初比也差不了太多；另一方面，政策端有些压制，但商业模式没有变化，无非是价格的问题，茅台是从散单价格 3200 降到 2800 后开始涨了，也就是低价消化了政策压制因素。

很多人对“共同富裕”有担心，但共同富裕也是富裕，共同富裕的结果肯定是消费升级。