

鹏华基金基金经理伍旋:

# 市场不缺结构性机会 判断上市公司股权价值很关键

证券时报记者 水木

近年来,市场持续调整,在市场的疾风骤雨中,有少部分基金经理以相对稳健的业绩,引发市场关注。鹏华基金基金经理伍旋就是其中相当出色的一位,他的代表作鹏华盛世创新基金的投资业绩近年来在同类产品中持续领先。伍旋拥有18年证券从业经验,投资年限近13年,位列全市场公募基金经理前4%。2006年中,伍旋完成北大光华管理学院MBA的学业后,加盟鹏华基金任金融行业研究员,2011年开始管理基金产品,在近13年的投资生涯中,伍旋获得了优良的投资业绩。根据Wind数据,以他管理时间最长的鹏华盛世创新基金为例,从2011年12月28日至今,该基金在其任职期间的净值增长率为320.34%,年化净值增长率为11.97%。

伍旋如何建立自己的投资体系,如何不断进化和迭代?他如何控制回撤,平稳度过熊市?他对中国经济和A股市场的未来有什么看法?证券时报记者日前采访了伍旋,他表示:“尽管近几年股市表现不太理想,但我对中国经济蕴藏潜力从来没有怀疑过。我跟很多上市公司,特别是蓝筹龙头公司交流后发现,大家都很有活力,都在积极应对挑战,从微观层面到中观层面,并没有像资本市场表现出的那么悲观。”

## 最看重公司治理结构和企业家精神

证券时报记者:你2006年入行,早期有什么印象深刻的人和事?

伍旋:从2006年—2007年,实体经济很好,资本市场也很火爆,2008年美国次贷危机爆发,引发了全球性的股票熊市,A股市场下跌也非常惨烈。从宏观经济到资本市场,再到上市公司,都产生了剧烈波动,反差特别强烈,市场系统性风险叠加上市公司经营上的波折,让一些在2006年、2007年受到市场高度认可的好公司,突然就陷入低谷,下滑速度令人震撼。

这样的从业经历对入行不太久的我来说,是非常宝贵的经验。通过深入复盘、思考和学习,我逐步认识到美国市场、全球宏观的大变量是如何影响到总需求,从而影响到上市公司个体的。我也通过加深对资本市场、宏观经济中周期性因素的学习,逐渐认识到资本市场的周期性特点。

证券时报记者:2011年12月你开始管理鹏华盛世创新基金,从研究转向投资是否有挑战?

伍旋:基金经理需要关注全市场,而我当时对研究过的金融、传媒、家电等行业比较熟悉,对其他行业知之甚少,因此,需要尽快走出特定行业研究员的局限,尽快熟悉其他行业,努力做到全市场覆盖。我需要建立一个系统性的认知框架,对上市公司的投资价值做出快速判断,为此投入了大量精力和时间,2012年,初步形成了一个较为系统性的框架,通过这个框架选出了一些公司,产生了很好的效果。

证券时报记者:这个框架的核心是什么?

伍旋:无论做价值还是成长,都要抓住影响投资标的未来潜在收益的最核心因素。我是偏价值风格,最核心的判断因素是上市公司股权价值。如果一家好公司,因为市场下跌,它的市值明显小于股权价值,就是较好的投资机会;如果涨多了,市值远远超出它应有的股权价值,就是卖出的机会。

证券时报记者:你如何看待估值?

伍旋:投资股票需要对市场或者未来抱有敬畏之心,买入时要尽量保持足够的安全边际,为了应对市场波动,或者为未来企业经营过程中的不确定性保留余地,应该在估值便宜的前提下,尽量选择好的上市公司,远离差的公司或管理层。在此基础上,我提炼出自己的投资理念是:好价买好公司。

证券时报记者:什么样的公司才是好公司?

伍旋:我最看重的是公司治理结构和企业家精神。首先它是一家非常专注的企业,在特定的生意上至少有8到10年的积累;其次,在激励和分享机制上,有比较体系化的绑定机制;第三,对企业内部的资本配置有非常专业和清晰的判断。赚来的钱,到底应该多大比例分配给股东,多大比例留存下来做新的投入,新的投入与之前的业务有多大的关联性,是全新的业务还是基于基本盘衍生出来的业务,都要有比较清晰的



鹏华基金基金经理 伍旋

“无论选择价值还是成长,都要抓住影响投资标的未来潜在收益的最核心因素。我是偏价值风格,最核心的判断因素是上市公司股权价值。如果一家好公司,因为市场下跌,它的市值明显小于股权价值,就是较好的投资机会;如果涨多了,市值远远超出它应有的股权价值,就是卖出的机会。”

市场的波动时时刻刻都在发生,关键是在大的波动中,你的框架和方法要稳定、有效,就像猎人打猎,枪的准星必须稳,如果枪的准星变来变去,注定不会有好的结果。

我跟很多上市公司,特别是蓝筹龙头公司交流后,感觉到他们的商业运营能力跟10年甚至5年之前相比,有明显提升,大家都在积极应对挑战。总体上,从微观层面和中观层面看,并没有像资本市场表现出的那么悲观。”

鹏华基金/供图 陈锦兴/制图

判断。

前几年有一种思路是重赛道、重商业模式,现在回过回头看,发现在一些不算特别好的赛道也出现了挺好的投资标的,这些赛道竞争比较激烈,技术变化比较快,需求也不是那么好,但拉长时间来看,这些标的中也有10年10倍的案例出现。这类公司的共性是:有优秀的企业家精神、长期专注在一个领域、对资本的运用比较有节制,而且善待股东,回购分红也相对比较慷慨。具备这些特征的企业,即使身处竞争性赛道,拉长时间看,股价表现还挺不错的。

## “我们往往过度看重短期而低估长期因素的影响”

证券时报记者:2015年,你怎么面对市场的非理性暴涨和暴跌?

伍旋:2015年4月,我觉得市场过热,对一些短期受市场追捧的热门行业和股票的基本面充满怀疑,在组合的配置上,就坚持以自己认可的企业为主,没有一味去迎合市场。6月中旬市场暴跌,面对系统性波动,我认为还是要坚持从最基本的底层逻辑出发,做好核心持仓的跟踪研究和分析,如果对公司基本面仍然很信任,短期这么大的波动就是暂时的。

证券时报记者:面对市场的系统性下跌,你为什么仍有信心?

伍旋:我入行后经历过周期历练,面对市场波动相对比较淡定,无论市场处在什么阶段,我对个股的投资机会都持比较乐观的态度,因为市场短期的偏见会让一部分优质公司被忽视、被低估,因此,在每个周期里都蕴含着较好的投资机会。

证券时报记者:2016年初又经历了熔断,当时是如何应对的?

伍旋:那时市场短时间内出现了极端调整,很多大盘蓝筹股跌到了很有吸引力的位置,提供了很好的切入机会。虽然当时市场非常悲观,我还是比较有信心,按照我既定的好价格买好公司的框架,利用这个时间点精选个股,去筛选更合适的更好的投资标的,对组合做了一些结构上的调整。

证券时报记者:为什么要淡化市场波动的影响?

伍旋:人性决定我们会过度看重短期因素,而低估长期因素的影响。长期来看,公司股价表现取决于公司能否长期持续提供比较好的股东回报,而市场的短期波动往往是基于情绪、主题、流动性的影响,或一些事件的催化。市场的波动时时刻刻都在发生,关键是在大的波动中,你的框架和方法要稳定、有效,就像猎人打猎,枪的准星必须稳,如果枪的准星变来变去,注定不会有好的结果。

证券时报记者:2020年是公募基金业绩的大年,为什么你的表现比较平淡?

伍旋:那一年我没有抓住核心资产、新能源的投资机会,所以业绩一般。不过,在那几年,我从估值的角度

筛选到一些估值比较低、质地比较好的行业和个股,比如,近几年对我贡献比较大的电信运营商的投资机会,就是在2020年下半年找到的。

证券时报记者:当时,你还做了什么布局?

伍旋:我在2020年—2021年提前布局了一些细分行业,包括计算机软件、电器设备以及部分出口企业。另外,这两年表现比较好的区域性银行,也是那两年在相对比较低的位置买入的。

证券时报记者:最近三年,你的排名都很靠前,超额收益是怎么来的?

伍旋:在2020年市场追逐核心资产时,我坚守了自己的价值判断,没有随波逐流,而是选出了一些有好价格的好公司。近年来,市场虽然出现系统性下跌,还是表现出比较明显的结构性特征,只不过市场风格从核心资产、新兴热门领域逐渐转移到一些性价比更好的板块上,跟我的持仓风格比较契合,所以,我的组合获得了比较明显的超额收益。

## 敢于独立思考才能抓住大机会

证券时报记者:投资是一个概率问题吗,如何面对市场的随机性?

伍旋:投资肯定是一个概率的判断,因为市场在高度的波动中,企业的运作也面临方方面面不确定因素的影响,在这个过程中,要确保下行的风险可控,上行的潜在收益相对比较好,存在这种概率的投资机会才是我比较看重的。

证券时报记者:如何克服人性弱点?

伍旋:股票价格的波动是千千万万投资者交易出来的,它反映出人性的恐惧和贪婪,要敢于独立思考,同时心理要有强大的韧性,才能抓住赚钱大机会。这其中很重要的一点是对风险的容忍程度,如果风险偏好太高,一两个错误就可能让你从牌桌上下来;如果风险偏好过低,过于保守,又可能错失本应该捕捉到的赚钱

机会。每个人都需要根据自己的性格、认知能力,对风险偏好的容忍度做个性化的调整。

证券时报记者:你如何在投资中修炼自我?

伍旋:一是要不间断持续阅读、学习、归纳和总结,这是基本功;二是要保持开放包容的心态,多和同行、领导、同事交流;三是逆风时要多跟客户交流,努力得到客户的理解,这是非常关键的因素。

证券时报记者:持有人收益往往低于基金净值增长,对此你怎么看?

伍旋:如果大家选择了像我这样投资风格非常稳定、有非常清晰的投资理念的组合,应尽量避免做短期操作,要保持一个相对比较长时间持有的心态。

证券时报记者:相对比较长是多长?

伍旋:对短期波动性比较强的权益类资产,如果你是从基本面、从上市公司价值创造的角度来投资,最好是以3到5年的周期来判断。

# 明星基金经理收缩战线 持仓集中度明显提升

证券时报记者 安仲文

在全球经济不确定性增大的背景下,基金经理对基金产品持仓个股的覆盖范围开始明显收缩。

在当前股市机会较为稀缺的背景下,个股覆盖范围越广反而下跌概率越大,于是很多基金经理开始大幅削减所管理的基金持仓个股数量,有的削减幅度超过50%。

部分基金经理认为,广泛持仓使得基金产品出现严重“内耗”,大面积的个股下跌不断侵蚀头部重仓股带来的收益,导致基金整体业绩亏损。而从目前业绩排名居前的基金来看,基金经理基本都做了减法。

## 明星基金经理大幅削减持股数量

易方达优质企业基金披露的半年报显示,张坤在报告期内大幅减持隐形重仓股,全部覆盖的股票数量仅剩53只,而在上一报告期末,该产品覆盖的股票数量多达100只。也就是说,该基金持有的股票数量环比下降近50%,或许基金经理试图用做减法的策略,集中持有确定性更高的品种。

在张坤削减持股数量的同时,另一位顶流基金经理刘彦春也做了同样的操作,他管理的景顺长城新兴成长基金披露的半年报显示,截至今年6月末,该基金覆盖的股票数量只有54只,相比上一报告期末117只的股票持仓数量,同样锐减了超过50%。

为何明星基金经理开始做减

法?或许是因为当前股票市场机会的稀缺性。今年以来,由于个股出现了大面积下跌,下跌个股数量远远多于上涨个股数量,因此,对于很多基金来说,持仓的股票数量越多,范围越广,遭受损失的概率反而越大。

以明星基金经理冯明远管理的信澳新能源产业基金为例,该基金持仓较为广泛,年初持有的全部股票数量多达593只,最新的半年报持股数量虽然减少到505只,但削减幅度并不大。从业绩上看,该基金今年以来损失了24%。

华南地区一位重仓传媒互联网的基金经理告诉证券时报记者,尽管他今年在港股泡泡玛特的大涨过程中获得了高收益,但由于他采取的广泛持仓策略,泡泡玛特1.42倍的年内涨幅被其他品种的惨烈下跌所侵蚀。可以看出,这种隐形重仓股数量过多,在当前的弱市格局中,往往给基金带来“内耗”。

## 避免“贪多嚼不烂”

正因为当前市场机会几乎只集中在极少数品种,因此基金经理不想出现“贪多嚼不烂”的被动局面,试图减少股票配置数量,并尽可能抓住少数上涨的机会。

Wind数据显示,今年业绩排名前10的基金产品中,基金经理配置股票的数量几乎清一色均低于50只,排名前三的基金产品持仓甚至更为集中。证券时报记者注意到,截至目前,全市场主动权益类基金的前三强产品中,永赢股息

优选基金年内收益率为22.65%,持仓的全部股票数量为44只;鹏华弘益混合基金年内收益率为18.55%,持仓的全部股票数量为33只;汇添富品牌力基金年内收益率为16.7%,持仓的全部股票数量仅为16只。

这种情况也出现在许多港股主题基金产品上。明星基金经理史博管理的南方港股创新视野基金披露的半年报显示,该基金持仓的股票仅有18只,今年以来取得了约5%的正收益,这个业绩在港股基金产品中名列前茅。

此外,有同时管理A股和港股基金的基金经理在两个市场均大幅削减基金持仓股票数量。例如,张坤管理的易方达亚洲精选基金在全部股票的覆盖范围上较A股基金产品更为精简,截至今年6月末,易方达亚洲精选基金持有的全部股票数量仅为21只。

此外,有的基金虽然前十大重仓股押注对了赛道,但由于重仓股的集中度较低且持仓范围广泛,导致业绩仍然大幅亏损。

以目前排名市场倒数第一的金元顺安产业臻选基金为例,尽管该基金前十大重仓股几乎清一色指向市场上涨的高股息品种,但该基金截至目前的年内亏损高达46.7%。为何会出现这种情况?

根据该基金披露的半年报持仓信息,截至6月末,金元顺安产业臻选基金覆盖的股票数量超过100只,虽然该基金的前十大重仓股指向了高股息板块,但合计仓位仅占11.2%。显然,该基金之所以亏损较大,明显受到了十大重仓股以外的个股带来

## 从未怀疑中国经济蕴藏的潜力

证券时报记者:你怎么看中国经济?

伍旋:尽管近几年股市表现不太理想,但我对中国经济蕴藏的潜力从来没有怀疑过。中国经济经过二十多年高速发展,现在虽然处在增速放缓的阶段,但我们的城镇化率、人均产出、人均收入还有很大提升空间;另外,中国作为世界第二大经济体,区域之间的差异也很大,这些因素都将推动经济可持续发展。

我们短期的确面临一些周期性因素的影响,但也有不少新兴的亮点,比如近期火爆的《黑神话:悟空》,像电竞游戏这样的细分领域多年来一直保持着快速增长。如果细心观察,还是会发现有很多新的机会正在孕育中。

证券时报记者:在实地调研中,你感觉企业传递出什么样的信息?

伍旋:在宏观层面,现在是总需求承压,对企业的挑战、压力都比较大,但我跟很多上市公司,特别是蓝筹龙头公司交流后,感觉到他们的商业运营能力跟10年甚至5年之前相比,有明显提升,大家都很有活力,都在积极应对挑战,只要公司治理相对比较好,能够看清楚在弱周期里怎么调整企业的战略布局和经营策略,结果相对来说会比较好。总体上,从微观层面和中观层面看,并没有像资本市场表现出的那么悲观。

证券时报记者:你怎么看当前的A股市场?

伍旋:现在经济整体上还处于房地产出清的阶段,宏观背景,宏观指标短期偏弱,股市情绪也比较悲观。但股票市场经过近几年的大幅调整,对宏观的悲观预期已有比较充分的反映。另外,无风险利率也处于偏低的水平,这意味着投资股票资产的机会成本也相对较低,市场短期可能仍处于底部震荡的阶段,但长期来看,股票资产的吸引力越来越朝着有利的方向发展。

由偏见产生的周期性波动,是资本市场固有的共性,如果你对好公司有一个综合评判的框架,在被低估被忽视的投资标的里,大概率能找到比较好的结构性机会。



## 公募基金持股集中度上升

值得一提的是,在一些美股QDII基金产品上也出现上述情况。在过去3年时间里,以英伟达、谷歌、亚马逊、苹果等为代表的“七巨头”已经成为美股上市公司盈利增长的核心驱动力,这也导致美股“七巨头”在很多基金的持仓中占据很大比例。

数据显示,截至2024年上半年,美股“七巨头”在标普500指数中的权重已超过30%,进一步巩固了其市场头部地位,这也使得过去很长一段时间,QDII基金在美股市场的投资比拼中,获胜的策略取决于是否将核心仓位集中在“七巨头”上,而其他个股对QDII基金业绩的贡献几乎可以忽略不计。

显而易见,在全球性经济环境相通互联的大背景下,头部公司的胜率不仅在美股市场得到强化,在港股市场和A股市场也开始映射在公募持仓策略上。

最新的公募半年报数据也显示,截至二季度末,公募基金持股集中度不降反升,普通股票型基金持股集中度约为56.78%,较上期上升1.64%;偏股混合型持股集中度约为57.36%,较上期上升1.2%,这意味着在经济环境仍存在不确定性的背景下,头部品种越来越决定性地影响基金业绩。因此,削减股票持仓数量、收缩股票覆盖范围并进一步集中到头部个股上,成为基金经理一个重要的选择。