

长期主义是一场价值接力，被错杀优质成长股将迎重估

——专访重阳投资董事长王庆

老牌私募直面三大市场挑战

证券时报记者：当前市场风格相较前几年有了很大变化，给重阳投资这样的老牌私募带来了哪些挑战？

王庆：当下市场存在三大挑战：当前极致分化的行情，加大了擅长逆向投资的管理人的选股难度，市场风格切换的频率和时点的规律性也相应降低，信息的高效传播

加剧短期波动。

为了更好地应对这些挑战，重阳投资首先还是坚持研究创造价值的导向，2023年以来先后延揽了九名资深行业研究员加盟，尤其加强了在硬科技、创新药、新能源和先进制造等成长领域的研究力量。其次，自上而下的宏观策略研究进一步系统化，开发了模型工具辅助宏观择时和行业轮动规律的把握。当然，无论风格

如何变化，重阳投资始终坚持不变的底色就是“价值投资，逆向投资，价值接力”的理念和方法，尤其是“顺行业基本面大势，逆市场资金面情绪”，在某种风格人声鼎沸时退出、无人问津时介入，努力挖掘被忽视的优质标的，将挑战转化为结构性机会。经过数十年发展，国内经济进入高质量发展阶段，不少传统产业已经达到全球顶尖水平，经济增长转向科技驱动。很多

前沿科技创新领域没有过往先例可以参照，这直接改变了我们的选股与研究方式，过去依靠海外历史路径推演的研究逻辑不再适用。现在，选股必须深度研究科技创新，需要投入更多研究资源。在前沿产业研究上，我们已经和欧美发达国家站在同一起跑线，海外历史经验的参考价值大幅降低，必须独立判断产业走向和行业变迁规律。

价值接力更适合国内市场环境

证券时报记者：市场上有部分人将价值投资等同于简单买入持有，重阳价值投资接力法的核心逻辑是什么？

王庆：价值投资接力法遵循价值投资基本原理，但摒弃机械式长期持有，而是通过接力方式，持续发掘优质标的。我们不奢望单只个

股持有多年赚取8倍、10倍收益，而是通过一套系统方法，连续挖掘估值合理、具备成长性的优质标的，达到预设目标收益率后动态止盈，再将投资调整到另一个具备充足安全边际的优质资产。通过多轮价值接力，最终实现等同于重仓单股并长期持有的复利效果。简单

来说，3只标的各赚1倍，长期收益与1只个股赚8倍相当。

这套方法之所以适配中国的市场环境，源于三大市场特征：一是国内产业、上市公司基本面迭代速度极快，很难找到稳定穿越周期、可以长期持有的个股标的；二是我们的投资者结构

较为复杂，个人投资者占比高，羊群效应突出，短期行情容易透支长期成长空间，优质标的10年的成长空间可能在10个月里就被充分定价，需要及时止盈；三是当下信息传递效率大幅提升，市场有效性持续增强，静态持有很难长期维持高性价比。

拒追短期热点 守住长期复利

证券时报记者：相较于新锐私募的激进风格，重阳投资给人的感觉是一直都很稳健，你们筛选标的、构建组合时，最核心的取舍标准是什么？如何坚守初心，不被短期市场热点、超额收益诱惑？

王庆：我们构建投资组合时，始终坚持在深入研究基础上的逆向投资。具体到选股上，有两组标准且每组有三个核心关键词。

第一组是“确定、低估、成长”：确定是指我们对企业未来基本面的确定性要求很高；低估就是我们所选的股票要有充足的估值安全边际；成长是要求企业还必须具有较好的成长

性。第二组是“永续、低迷、龙头”：永续是指行业是要永续的，未来会长期存在；低迷是指我们要在行业表现低迷的时候去重点研究它，永续的行业周期有起伏，低迷期进行研究更有价值；龙头是指我们聚焦行业龙头，行业低谷期龙头公司的抗风险能力更强，在景气修复阶段往往率先企稳反弹。

想要抵御短期热点诱惑，最终还是看你对投资和资产管理的理解。我们做投资的目标是长期复利增值，不是博取短期浮盈，因此必须对收益和风险有深刻理解，要建立客观的风控标准，迎接“泼天富贵”时更要对风险有敬畏

之心。

证券时报记者：长期主义是资管行业的共识，但落地执行差异极大。在您看来，资管行业真正的长期主义是什么？能否结合过往实战案例，分享下你们长期主义的落地准则？

王庆：长期主义包含两个维度：投资层面的长期主义和资产管理层面的长期主义，它们是两个不同的概念。

投资层面的长期主义，就是大家所说的长期投资，有些人把它理解为买入并长期持有，但我认为不应这样简单机械地理解。在我看来，投资中的长期主义，是指通过长期复利发挥作

用，实现可持续的财富保值增值。因此，我们在投资中应当规避所有可能打断复利积累的因素，一是要稳定获取收益，二是要严控亏损、不能大亏，两者缺一不可。

资产管理层面的长期主义，是指资管机构肩负受托人义务，如何长期做好这项事业。长期投资是反人性的，资管机构要以顺人性的方式去做好反人性的事情，我们必须通过自身的不断努力，持续优化投资者的持有体验，做好投资和风险控制。只有通过每一段良好的短期体验叠加，才能最终让投资人形成十年、二十年的长期投资结果。

多基金经理共管模式构筑超级能力圈

证券时报记者：重阳投资很早就开始探索的多基金经理共管模式，现在越来越被行业认可。能否结合重阳投资的实践，分享你们的心得体会？

王庆：我们一直在思考，如何落地资管行业长期主义？海外成熟市场中的头部机构普遍采用多基金经理共管模式，甚至复杂到多基金经理多策略的程度，从实践看，这是实现资管长期主义的组织保障。重阳投资从2018年开始全面落实多基金经理共管模式，也就是多位基金经理通

过分仓的方式，共同管理一只基金。每位基金经理在自有分仓、自身能力圈内独立搭建组合。

这套模式需要平衡分散度与收益弹性，我们的实现路径是：硬性约束单人组合的持仓数量，每位基金经理持仓个股不超过20只，倒逼其深耕能力圈，搭建高质量、相对集中的组合；多名基金经理分仓合并后，整体组合充分分散，实现阿尔法来源多元化，同时不稀释阿尔法质量；顶层由投决会统一划定整体仓位区间，基金经理在给

定区间内自主选股建仓。从实践结果来看，该模式达到了预期效果，长期收益符合投资者预期。

国内私募模式主要分“单核型”——某个单一明星基金经理支撑公司；“平台型”——多位基金经理各自管理独立的基金产品，各自积累业绩和客户，机构提供中后台支持各管各的产品；以及“多基金经理共管型”。重阳投资的投决会领导下的“多基金经理共管模式”属于第三类，重阳投资是国内该模式的开创者。和平台

型模式下各基金经理独立管产品或FOF结构下的底层基金产品相比，以重阳投资为代表的“多基金经理共管模式”在以下几方面有很大差异：1)所有基金经理有共同的投资理念和投研方法；2)策略指引由投决会统一做出；3)每个基金经理各自拥有独特的能力圈；4)投资操作的信息在基金经理之间实时共享、充分透明。这些特点帮助基金经理之间取长补短，交叉赋能，进而形成一个超级能力圈。

量化大发展具有阶段性 面临转型升级

证券时报记者：量化机构管理规模近几年快速增长，作为主观私募代表，您会有危机感吗？如何应对这样的趋势变化？

王庆：作为主观私募的代表，我们的确感觉到了行业层面上的变化和一定压力，但我们并没有所谓的危机感，因为我们知道这是中国资本市场和资管行业的一个发展过程，量化机构近年来的迅猛增长具有阶段性，面临转型升级。

我国股票市场发展比较晚，资管行业的发展就更晚，我们的市场定价机制还不够成熟。一段时间以来，投资者对不同层次的投资收益的理解并不到位，从而也就对所谓阿尔法和贝塔的定价也并不精确。在经济高速增长或市场充满各类

贝塔型机会的时期，这些市场定价机制不成熟的潜在问题，可能并不突出，也不受关注，但当我们的经济从高速增长进入中低速增长阶段，当市场整体缺乏赚钱效应时，这个问题就会暴露出来。在2021至2024年的市场低迷期中，相当一部分从事主观投资的公募和私募基金遭遇了很大的挑战，其原因表面上是收益率不如人意，但深层次原因在于违背了底层的商业逻辑。

过去几年，ETF和量化有了大发展。理论上，ETF提供的是贝塔，量化是阿尔法，但我感觉其中也是有隐忧的。当前流行的做法是私募量化中按超额收费，给投资者的印象是我能创造阿尔法，只有创造了阿尔法，我才收费。然而

实际当前很多量化产品，尤其指数增强型私募产品，其组合成份股和对标指数的成份股之间有很大偏离度。归因分析显示，超额收益的来源是大幅偏离成份股，从小市值股票风格中获取收益。严格地说，那是另一种贝塔，而不是阿尔法，但此类产品又可以按阿尔法收费，这个定价机制可能有待完善。如果说主观多头策略经历了过去几年的阵痛和蜕变，正在从2021年前的高速增长开始进入高质量发展阶段，我们的量化策略，尤其是私募量化策略，将来也可能面临转型升级。

客观地说，作为一个投资方法，主观与量化各有优势、互为补充，各有机会。从表象上看，

以重阳投资为代表的这类主观多头策略的投资管理人，通常是持股相对集中，组合中股票数量较少，聚焦中大市值股票，且换手率很低；多数量化策略则恰恰相反：持股非常分散，组合股票数量很多，偏重中小微盘股票，换手率非常高。在这个意义上，可以说以重阳投资为代表的追求绝对收益体验的主观多头策略，其实构成了对高频量化策略的天然对冲。今年7月市场剧变检验了两种方法论的各自风格特点：量化产品普遍回撤较大，重阳投资产品净值逆势修复。多策略共存是市场健康发展的基础，过去几年量化的确实现了跨越式发展，但是重阳投资也同样实现了规模的显著增长。

被错杀优质成长股将迎价值重估

证券时报记者：结合当前市场走势，极致分化行情似乎正在收尾，市场出现再平衡。您如何判断当下A股的整体估值水平、市场风险偏好以及后续行情的核心演绎逻辑？

王庆：7月，市场大幅回调，短期波动幅度看着很大，但拉长周期看似乎只是阶段性插曲。支撑市场的底层逻辑并未发生改变——资产荒环境持续存在，无风险利率依旧处于低位。经过近期调整后，股市其实整体并没有大幅上涨，仅有少数板块走出了明显的行情。

回顾这轮行情，2024年，“9·24”政策转向托底经济与资本市场，市场风险偏好从极低水平全面修复；2025年，全市场成长股迎来全面重估，各类成长标的同步上涨，背后是市场信心提升、政策持续托底。进入2026年后，成长股全面重估行情结束，行情表现显著收窄，只有少数景气度极强的板块延续估值抬升，而2025年涨幅较好的多数成长赛道则出现了下行。

出现这一分化的原因，主要有两点：第一，2025年成长股普涨属于“鸡犬升天”，不少标的

缺乏业绩支撑，行情过后自然迎来分化调整；第二，今年2月底爆发的中东冲突，对通胀、货币政策周期形成压制，拖累绝大多数对宏观经济环境敏感的板块，仅有业绩非常亮眼的AI硬件板块走出了独立行情。资金持续向高景气AI硬件集中，到了6月演变为板块抱团，成为纯粹的主题投资行情。7月，AI板块估值泡沫已充分积累，叠加海外市场冲击，市场便出现了一轮集中调整。

即便经历本轮调整，市场底层逻辑并未改

变。以沪深300、中证500为代表的非科技中大蓝筹全年涨幅有限，当前股权风险溢价处于中等合理区间。综合来看，市场不存在系统性下跌风险，本次调整只是极致结构性行情后的结构性风险释放。往后，市场会进入再平衡阶段，科技板块内部、传统板块内部都会出现明显分化。过去3个月，市场把所有非AI赛道标的都归为“老登股”，不少具备成长性的标的因为不在AI主线内被错杀，后续市场会逐步挖掘这部分资产的投资价值。

走出两大认知误区 抵制极致短期收益诱惑

证券时报记者：当前市场环境下，围绕践行长期投资，您对投资者有哪些建议？需要走出哪些投资误区？

王庆：当下，投资者最需要摒弃的投资误区，是脱离经济与市场基本面，抱有过高且不切实际的年化收益预期。目前，十年期国债无风险利率约1.7%，叠加A股长期4%—5%的合理

股权风险溢价，单纯权益资产长期收益中枢大致在6%—7%；叠加优质管理人创造的阿尔法收益，兼顾回撤控制，能够长期稳定兑现的合理收益区间，集中在中高个位数到低两位数。如果一味追求显著高于该区间的回报，本质上会承担大量隐藏的其他风险。近两年，部分量化、赛道激进策略出现的大幅回撤，已经充分印证

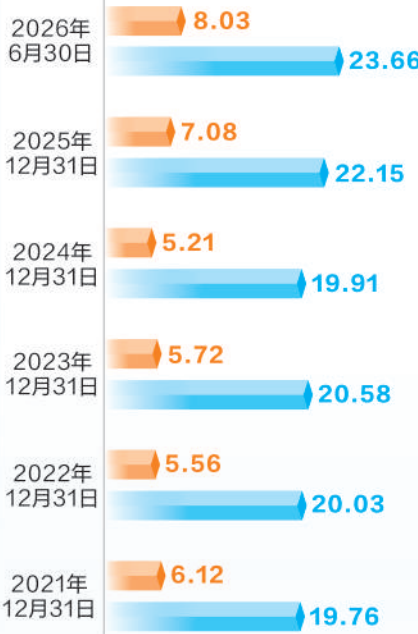
了这一点。

此外，市场普遍存在两类典型认知误区。第一，简单将短期收益线性外推，把一两年赛道行情带来的阶段性高收益等同于长期常态，由此跟风追逐短期排名靠前的产品与管理人，忽略收益背后对应的波动风险；第二，忽略无风险利率持续下行的中长期大背景。对比5年前，当前无风

险利率水平明显走低，国内经济也从高速增长转入高质量发展阶段，权益资产的长期收益中枢同步下移，投资者却没能同步下调自身收益预期。想要真正落地长期投资，核心是建立贴合市场现实的合理收益预期，以此为标尺筛选投资标的与管理人。理性看待短期行情波动，拒绝追逐极致短期收益，才能守住长期复利。

近几年私募基金规模变化

■ 私募基金总管理规模 单位：万亿元
■ 私募证券投资基金规模



数据来源：中国证券投资基金业协会
沈宁/制表

