傅友兴,18年证券从业经历,超7年公募基金管理经历。现任广发基金价值

投资部总经理,担任广发稳健增长、广发睿阳三年定开混合的基金经理。

广发基金傅友兴:

以确定的增长穿越周期波动



稳健均衡: 为持有人带来可持续收益

在管理广发稳健增长之前,傅友兴干 了11年研究工作,在行业研究和宏观策略 方面都形成了自己的一套方法论。2014年 12月接手广发稳健增长之后,他用持续稳 健的业绩诠释了这只基金的特质。

傅友兴是个性格温和的人, 说话慢条 斯理,具有读书人特有的气质。在广发基 金内部,同事们习惯于喊他"傅老师"。这 不仅是因为他身上有着老师的气质,更是 因为他经常耐心而谦和地与年轻同事分 享研究公司的方法和读书的心得等。

霍华德·马克斯的另一本书《周期》中 提到了两种基金经理,一种是保守配置型, 特点是市场下跌时,他跌得比市场少;市场 上涨时,他能跟得上市场的表现。另一种是 进取配置型,特点是市场下跌时,他的跌幅 与市场一样,但市场上涨时,他比市场涨得 多,长期下来超额收益也很多。

"我们每个人都想做到市场跌时自己 跌得少,市场涨时自己又能涨得多,但是这 很难做到。"傅友兴说,从自己的性格和能 力圈出发,他更倾向干以稳健均衡的风格, 为基金持有人带来中长期可持续的收益。

这种性格与广发稳健增长的设计初衷 不谋而合。作为一只运作16年的股债平衡 型基金,广发稳健增长从设计之初就是面 向风险偏好相对较低的个人投资者,要求 产品波动和回撤比股票型基金小一些。

在过去5年多的运作期间, 傅友兴将 广发稳健增长这一特性发挥到极致。基金 季报数据显示,大多数时间,广发稳健增 长基本保持50%的股票仓位和40%的债券 仓位。从归因分析的角度看,股票投资是 基金的重点,也是主要收益来源,债券配 置的作用主要是平衡风险。

"我是比较厌恶风险的。所以,我在投 资中非常看重安全边际。在日常的组合管 理中,我会不断评估持仓的风险和收益并 进行动态调整。"在介绍基金操作的时候, 傅友兴总结。

傅友兴管理广发稳健增长期间,基金

的最大回撤为27.64%,这发生在2015年的 牛市之后,也是傅友兴刚接手基金不久。之 后,广发稳健增长的回撤幅度逐年下降。例 如,2018年,沪深300指数全年跌幅为 25.31%,最大回撤为31.87%;广发稳健增 长当年净值下跌7.78%,最大回撤为

如此稳健的表现与傅友兴细水长流式 的组合管理方式密不可分。

首先,在买入任何一个品种时,傅友兴 最关注的就是安全边际。"我通常会考虑 买这只股票承担的下跌风险有多少。如果 下跌风险比较小,上涨空间或者合理预期 收益比下跌空间明显大得多,如2比1或3 比1的关系,我才愿意买。"傅友兴说。

其次,从持仓分析,傅友兴在股票配置 上通常保持行业相对分散的配置,单一行 业占比不会超过20%。这样一来,行业自身 的景气变化、政策变化等就不会给组合整 体造成特别大的阶段性冲击。

第三, 傅友兴注重大类资产的动态调 他对记者说,A股市场波动较大,总有 某个阶段,股票整体估值大幅高估,如 2007年底和2015年6月。债市同样如此。债 券到牛市后期,收益率压得低,预期特别乐 观, 如果配置长久期品种, 就会让组合承担 较大风险

谈及管理股债混合型基金的心得,傅 友兴认为,核心原则有两点:一是将资金配 置在风险收益比更高的资产上; 二是注重 "我会从 安全边际,"不赚最后一分钱" 经济周期和股债资产整体估值的角度考 虑,什么样的资产或市场在什么阶段风险 比较大,然后买入更安全的资产,以确保组 合回撤小一点。"傅友兴说。

攻守平衡的配置风格, 让广发稳健增 长的业绩很难在某个阶段特别突出。但是 5年多的细水长流,它的稳健特质越发明 断。由此,广发稳健增长被赞誉为股债均衡 型产品中"最耀眼"的那颗星,近3年两度 荣获"金牛奖"。

霍华德·马克斯 在《投资最重要的 事》一书中说:"成功 投资要的不是短期暴 利,而是长期稳定的 收益。"广发基金价 值投资部总经理傅友 兴正是一位在时间的 长跑中,穿越周期、业 绩出众的稳健派投资 选手。正如他管理的 广发稳健增长这只基 金的名字一样,傅友 兴用股债平衡之术, 为持有人带来稳健的 财富增长。Wind统计 显示,自2014年12月 8日至2020年8月3 日, 傅友兴管理广发 稳健增长的任职回报 为169.38%,年化回 报为19.33%。值得注 意的是,广发稳健增 长是一只股债平衡型 基金,股票仓位较高 时是60%左右,较低 时仅40%左右。

记者统计发现, 自2014年12月8日至 2020年8月3日,年化 收益率超过15%,并 且还能将年化波动率 控制在15%以内的基 金,全市场仅有两只, 广发稳健增长就是其 中一只。

不一样的"稳健": 便宜不是最好标准

提到"稳健",大家都会想到 "古典价值投资"。但从傅友兴的持 仓来看,他并不是固守大蓝筹的 "守旧派",而是更倾向于以合理的 价格买入稳定成长股, 获取企业价 值持续增长带来的超额收益。

2015年一季度至2020年 度,在他的前十大重仓股中,连续持 有超5个季度的股票有15只,超过8 个季度的有6只,超过10个季度的 有2只。其中,我武生物、洽洽食品 的持有期间涨幅分别达到377%和 268%。较长的持股周期、丰厚的投 资回报,一方面表明傅友兴的投资 风格稳健, 偏好以买人持有的方式 创造收益; 另一方面则反映了其独 到的选股眼光和坚定的持股耐心。

对于价值风格选手而言,价值 投资的机会分为当期价值低估和长 期价值低估两大类, 傅友兴更注重 对企业长期价值的挖掘。他对记者 说,自己以前也关注过低估值的企 业,但低估值并不一定能带来好收 "很多低估值企业的价值并不 增长, 我更愿意选择的标的是价值 的创造者。"

对于好公司,大家的认定标准 各不相同,但在傅友兴看来,好公司 的核心标准是价值持续增长。投入

资本回报率(ROIC)是衡量好公司 的标准之-

傅友兴指出,ROIC这一指标能 够把财务杠杆统一化处理。有些公司 账面资金较多,用ROIC更为合理,能 对不同行业的不同公司进行比较。从 理论上来说、ROIC越高越好、但 ROIC越高,可持续的概率越低。

根据财务指标进行筛选后,傅友 兴也注重从定性的角度对具体公司 进行分析,包括公司的发展空间、竞 争优势、管理层情况等因素的研究。

"ROIC高是一个结果,我们会

进一步研究这个高ROIC是什么造 成的,以及能否持续。"傅友兴说, 定量分析只是涉及公司投资的一部 分,定性判断比定量分析更重要。因 为买公司就是买未来,过去的财务 指标只是公司历史经营活动的体 现。通过定性分析才能判断企业所 处行业的竞争格局是不是足够好 竞争优势是不是足够强, 以及未来 的发展空间究竟有多大。

同时, 傅友兴也很看重企业的 治理,包括管理层的能力和公司的 治理结构。"我更倾向于选择业务 聚焦、管理层专注、治理结构比较 好、注重中小股东利益的企业。"傅 友兴说。

投资进化论: 保持开放和学习心态

从2002年开始,傅友兴已经在 证券行业走过18个年头,今年也是 他走上投资岗位的第8个年头。回首 这些年的研究、投资经历,他最深的 感悟是:"快乐总是短暂的,前方总 有痛苦等着你。

傅友兴在投资上也是一位悲观 主义者。他认为,从某种角度看,基 金经理的工作与环法自行车赛冼手 很相似。在每年的比赛中,车手要走 许多不同类型的赛段,有山路,有公 路,而且每年都会碰到特殊的、从来 没走过的路段。做投资也是一样。基 金经理无法准确预判未来会发生什 么,无法知道市场是否匹配自己擅 长的风格,需要不时面对各种各样 的困难, 也很难预期自己在比赛中 的表现。但他认为,短期的落后并不 重要, 优秀的赛车手能够凭借稳定 的发挥在比赛中最终获胜。

如何才能成为优秀的 "寨车 手"?傅友兴认为,市场是不断进化 的,个人在其中很渺小。如果想要在 市场中生存下来,必须保持开放的心 态,对于新的事物和行业要有持续学 习的能力,要跟上时代变化的节奉。

回望过去5年,广发稳健增长的 持仓主要以消费、医疗、制造业等行 业为主,这是傅友兴这些年投入时 间和精力较多并不断累积认知优势 的主要赛道。"有统计显示,美国过 去60年,从行业角度收益率最高的 是必洗消费、医药, 这几个行业的特 点是方差波动性最小而年复合收益 率最高, 所以也是我布局的首选行 "傅友兴介绍。

同时, 傅友兴也在不断拓展自 己的能力圈。近两年来,他开始有意 识地增强对科技行业的学习和积 累,在市场出现质地比较好的科技 企业目估值合适的情况下, 他也在 组合中适度增加科技股的配置。

在采访的最后, 傅友兴向记者 推荐了丹尼尔·卡尼曼的《思考,快 与慢》一书。傅友兴说,股票涨了, 想买进;股票大跌,想卖出,这是反 应式的快决策。但我们不能让情绪 主导投资决策。面对市场情绪的变 化,我们要始终保持理性。

"在投资的时候,快决策的方式 不一定理性。所以,我们在管理组合 时要有意地引入慢思考。这种理性的 决策系统能提高决策质量,帮助我们 把组合管得更好。"傅友兴总结,如 果我们在决策中引入慢思考,便可以 很大程度地抵御短期诱惑。