

“金牛”巅峰对话

广发基金傅友兴：

以确定的增长穿越周期波动

□本报记者 万宇



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。

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年二季度，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，偏好以买入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益。“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一。

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选手很相似。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“赛车手”？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奏。

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

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，他更倾向于以稳健均衡的风格，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14.33%。

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整。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；二是注重安全边际，“不赚最后一分钱”。“我会从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晰。由此，广发稳健增长被赞誉万股债均衡型产品中“最耀眼”的那颗星，近3年两度荣获“金牛奖”。