

融通基金邹曦:

把握结构性产业趋势 周期龙头或迎价值重估

□本报记者 张焕灼



邹曦,中国人民银行研究生部金融学硕士,19年证券、基金行业从业经历,具有基金从业资格。2001年2月加入融通基金,现任公司权益投资总监、融通行业景气证券投资总监、融通行业景气证券投资产品的基金经理。

深耕投资体系

在邹曦看来,深入把握上市公司基本面是投资最本源的方式。在基本面投资上,希望能够使用把握结构性产业趋势的视角和方法,来看待所有资产。

综合社会体系的变革、技术进步、经济体制的变革等要素,最终实际上需要回归投资追求的真正目标,即观察上市公司盈利增长的速度、持续性和稳定性。

“我希望做到一以贯之。”邹曦表示,无论对于周期股、科技股、消费股、金融股,基本的方法没有区别,只是不同领域的要点不同。否则仅仅只对某一行业或者某一类资产很了解,可能投资成功的运气成分会相应较高。如果真的能够做到一以贯之,才能有效把握基本面投资的本质和脉动。

实际上,这背后隐含的重要前提,是对每一类资产都有深入了解,过去20年的投研经验积累的能力圈是邹曦投资坚实的基础。

“每一类资产我都亲身经历过、实践过。”对于邹曦而言,这是对各类资产深刻理解来源,也是自身投资真正的比较优势。

总结来看,邹曦认为,一个完整的投资体系应该包括以下几个方面:

第一,认识论,即如何认知世界、认知市场、认知股票,然后从投资理念到方法论(基于投资理念把握股价运行规律),到工具箱,到能力圈。

谈到2021年的市场,邹曦有两个重要观点:一是今年系统风险不大,但结构性风险非常明显;二是抱团有可能瓦解,但并不意味着大小风格会转换。

从宏观角度来看,基于以下三点因素,目前市场系统性风险或不大:

第一,从经济状况来看,经济应该比市场预期要好。市场之前认为疫情之后前高后低,但从环比数据来看超出预期。

第二,从流动性角度来看,预计流动性会逐渐收紧,但可能是一个斜率相对较低的过程。流动性的收紧,疫情之后一次性的流动性释放结束,必然会有正常化过程,但会相对平缓,极度收紧的状态不太可能出现。

第三,从估值角度来看,现在有很多股票,尤其是资金抱团股,估值相对来说已经非常高,或存在泡沫,不过这种估值毕竟不是系统性、全市场的高估。

邹曦指出,现在可以明显看到资金抱团现象,以及较高的估值。很多板块、行业、子行业都已经达到甚至超过历史最高估值水平,并且还在不断创新高。在这背后,流动性的因素应该是主导。接下来需要观察流动性什么时候出现逆转。国内流动性的逆转,预计3、4月份或逐渐开始,与社融的收紧高度相关。

谈到市场热议的顺周期和逆周期,邹曦指出,在低估值的周期板块中,有必要区分顺周期和逆周期,这是去年三季度以来新的领悟和结论。

所谓顺周期方向,简单理解就是与出口制造业相关的;逆周期方向是房地产、基建相关的。辨析周期股的投资机会,一定要考虑顺周期的业绩弹性和逆周期的盈利可持续性。

邹曦认为,从弹性来看,出口制造业一改过去十年的低迷状态,可能进入到了新的向上阶段,或者说在疫情之后,出口应该比疫

第二,如何做组合管理和交易实施、有效进行风险管控、获取稳定可持续的收益。

第三,如何平衡自己的投资心态,让自己处于一种持续稳定的工作状态。在邹曦看来,心态可能是做投资的那个“1”,而其余都是后面的“0”。

“自洽”也是邹曦始终强调的重点。如何做到“自洽”?邹曦表示,“看长”和“均衡”是结合自身特质与工作习惯总结的两个方法。

他表示,首先是要看的长。因为相较于周期景气的短期变动,结构性的产业趋势变化,本质上是一个长变量、慢变量。因此在体系逐步成型之后,邹曦管理组合持仓中很多股票的持有超过4年以上;其次是组合配置相对均衡,不会去跟风做大的风格切换,尽量做到风格中性。在贝塔中性的基础之上,深耕基本面,挖掘阿尔法机会。

值得一提的是,融通基金权益业绩近年来全面爆发,也与邹曦的投资体系紧密相关。早在2017年接手融通基金权益投资管理工作时,邹曦的这一投资体系就以初步确立雏形,近几年来的亮眼业绩,正是一种水到渠成的结果。

回首来看,邹曦认为三方面经验值得总结:第一是明确追求多元化的阿尔法;第二是做到真正有效的投研一体;第三是融通基金旗下的公共组合起到了支撑平台的作用。

龙头价值重估

情之前的中枢水平要高。制造业因为在各种融资本体环境的改进以及中国产业升级的推动下,发生了明显的变化,所以可以成为拉动经济的主要动力。

宏观因素的变化反而会导致房地产、基建从过去十年稳定经济,托底经济的力量,变成了经济的平衡器。房地产和基建的持续性或会超过大家的预期,预计未来五年、十年可以看到房地产、基建的投资保持个位数的增长。它的韧性和持续性是关注的重点。

具体来看,沿着前述两个方向,在顺周期中,邹曦更看好的是航空、化工、高端制造业等。从逆周期的方向考虑持续性,更看好的是工程机械、重卡、消费建材等。

邹曦认为,从基本面出发,周期板块的优质龙头股或将成为新的“抱团”方向。

他指出,当中国经济进入平稳增长的新常态之后,周期波动将大幅降低,对于传统周期行业,其需求增长的持续性和稳定性会远超市场预期。经历了过去十年严酷环境的洗礼,众多周期行业的竞争格局明显优化,企业之间竞争的主要因素从规模扩张和价格等数量型方式,逐步转向品牌、渠道、技术进步和成本控制等质量型方式,龙头公司已经凭借综合优势取得有利的竞争地位,并能持续保持甚至不断扩大。过去五年,可以看到相当数量的周期行业龙头公司已经具备不逊于消费行业龙头公司的良好财务结构,现金流稳定,资本收益率维持在较高水平。关键在于,由于思维惯性的存在,周期板块的优质龙头股普遍处于较低的估值水平,完全没有反映其基本面脱胎换骨的改变,从内涵价值来看,其估值水平完全有可能跃迁至新的中枢。

“2021年将成为周期板块优质龙头股全面实现价值重估的元年,无论是内涵价值、政策催化、还是资金属性,基本条件都已具备。这可能是一次历史性的重估行情,同时也可能是十年一遇的机会。”邹曦表示。

在纷繁复杂的A股市场中,最稀缺的莫过于“更加长久的经验”与“相对普适的方法”。

融通基金副总经理、权益投资总监邹曦正是一位具备20年基金行业从业经历,14年公募基金投资经验的老将。同时,邹曦极具特色的产业趋势投资体系与组合均衡管理的方法论,也让他对全市场的各类资产都有着以一贯之的审视方法。

由邹曦担任基金经理的融通行业景气基金,2019年以来机构投资者占比逐步提升,最新季报数据显示,超过七成的持有人为机构投资者。

邹曦认为,2021年把握结构性机会更加重要。他强调,周期板块优质龙头股或将实现全面价值重估,迎来历史性的投资机遇。值得一提的是,由邹曦拟任基金经理的融通产业趋势2年封闭运作混合基金即将于2021年2月25日起正式发行。

把握长期变量

在20年的投研经验中,邹曦铸就了产业趋势投资与组合均衡管理两大重要利器。

邹曦坦言,回到根本的认知角度,“盈利增长预期”是推动股价上涨的根本动力。“我希望把握住中长期一个相对较为确定,又不会轻易改变的变量。”邹曦表示,找到结构性的产业趋势,而不是仅仅去把握周期景气的波动,这就需要运用自身产业趋势投资体系。

邹曦认为,产业趋势投资体系的核心原理在于:社会经济生活中存在种种产业趋势,能够提高人们的生活水平,提升生产效率,符合推动社会进步的方向。而在其中,引领或顺应产业趋势的企业,不管宏观经济和股市环境如何变化,其内含价值都在持续提升,其股票具有投资价值。

产业趋势投资重视中观研究,在驱动力相同的行业群体中,依据共性因素进行比较,以发掘具有投资价值的产业趋势,而非强求全市场通用的行业比较标准。

具体来看,产业趋势本身的驱动力可分为以下三类:社会体系变革、经济体制改进和技术进步。

第一,社会体系的变革角度,更多用来研究消费股。关注消费习惯和行为方面的变化,对短期的消费需求不会特别关注。

第二,技术进步角度,更多是用来研究科技股。主要看技术进步能不能创造新的需求,有的技术进步能创造新的需求,比如智能手机、TWS耳机、光伏;而有的技术进步可能只靠匹配需求,比如像新能源汽车、芯片等,其股价表现模式会

完全不一样。

第三,经济体制改革角度,主要是用来研究周期股的变化,更多的会从产业经济学和制度经济学的角度去分析。

“无结构不投资。”邹曦强调,如果没有结构性的产业趋势,他不会轻易介入。

同时,产业趋势投资注重结构性跃迁,不仅仅是简单的均值回归和周期往复。在大类资产配置与个股选择方面,同样基于产业趋势研究。产业趋势强的板块可以多配,产业趋势不明显的板块少配,同时根据宏观经济状况,判断市场可能出现的极值风险并予以规避。

在产业趋势投资之外,对于组合均衡管理的思维也是邹曦投资体系的重要组成部分。

但在邹曦的投研体系中,组合管理原则是获取一般情况下的阿尔法和极端情况下有限的贝塔。邹曦表示:“阿尔法代表能力,贝塔代表幸运。我们要时刻分辨并提醒自己赚的是幸运的钱,还是能力的钱。”

根据驱动力的不同,融通旗下投研团队将市场分成四个大的板块,包括:第一,利率驱动的金融地产板块;第二,出口与制造业驱动的顺周期,以及房地产等逆周期板块;第三,消费驱动的消费板块;第四,技术进步驱动的科技板块。

一般而言,组合的仓位是贝塔,个股是阿尔法。而在邹曦的组合管理体系中,这四大板块之间的配置属于贝塔,这一部分由宏观策略因素决定。但是在板块里面选行业,属于行业的阿尔法。而邹曦与团队主要精力是用来寻找阿尔法,既有行业阿尔法,也有个股阿尔法。