

广发基金刘玉： 在多元平衡中静待花开

□本报记者 万宇



逐步拓展能力圈

刘玉2008年入行,见证了经济结构转型,经历了资本市场数轮牛熊洗礼。环境的变化和丰富的从业经历,塑造了刘玉如今的秉性和心态。

从急躁到耐心、从进攻到防守平衡,刘玉的投研框架也经历了破茧化蝶般的蜕变。

2008年,全球金融危机爆发,沪深300指数跌幅达65%。那年,刘玉从中国人民大学经济学专业毕业,加入广发基金研究发展部,负责房地产行业研究。在6年的研究生涯里,刘玉从房地产起步,涉猎多个行业,逐步拓展自己的能力圈,为如今自上而下资产配置框架打下了坚实的基础。

例如,她曾经研究了5年的房地产,其属于偏周期行业,需要自上而下研究和跟踪宏观经济数据、产业政策、行业景气度等,刘玉由此积累了宏观和周期的丰富经验。

此外,她还研究过食品饮料、餐饮旅游、纺织服装、传媒、环保等板块,让她的研究视角拓展到大消费、TMT板块,从中观维度增加了对不同行业的特性、周期的认知深度。

消费如今是大家眼中的“黄金赛道”,但早年消费属于不太受人关注的冷门行业。当时,中国经济仍处于投资拉动的时代,周期行业属于当时的成长行业,增速高、弹性大;房地产板块被戏称为周期之母,空间大、ROE高、业绩增速快,它的上下游板块也是如此。与此相比,消费板块的表现并不显眼。

“相比其他成长行业,消费行业的增速不是很高,每年30%左右,好像一眼就可以看到未来的天花板,没有太多可供想象的推演空间。”刘玉回忆,彼时看消费行业,就是去调研企业开多少店,估算赚多少钱,研究过程没有那么激动。

但恰恰是早期的积累和观察,在随后A股市场风格发生转换之后,让刘玉迅速意识到了踏踏实实业绩增长带来的投资机会,及时切换到了消费、医药等赛道上。

当时刘玉在银华基金负责专户投资,2015年下半年,没有业绩支撑的“互联网+”成长股泡沫破灭。“投资的核心本源就是企业的业绩和自由现金流,能给股东带来的回报就是公司的ROE,没有业绩,就是昙花一现,怎么上去最后也会怎么下来。”那时刘玉深刻地认识到,即使行业发展空间再大,业绩落不到实处,投资也是无本之木、无源之水,甚至还面临着更大的亏损风险。

经历了熊市的历练之后,刘玉将目光转向企业的基本面,聚焦企业的自由现金流、ROE等衡量企业质量的财务指标,稳定增长的消费、医药等行业就成为了她的核心配置。与此同时,她重视产业研究和产业上下游之间的对比研究。在她的投资体系中,企业价值的比重不断攀升,长周期的资产愈发受到重视。

刘玉,中国人民大学经济学硕士,13年证券从业经历,6年投资管理经验。2008年加入广发基金,任研究发展部研究员,2010年初任研究发展部总经理助理。2013年12月至2018年,先后任银华基金宏观策略研究组组长、投资二部投资经理。2018年10月17日起任广发新兴成长基金经理;2020年1月7日起任广发新动力基金经理。

近年来,主动权益基金取得了优异的业绩,绩优基金经理成为投资者眼中的“男神”“女神”,在顶着明星光环的同时,基金经理其实也承受着常人难以想象的心理压力和工作强度。虽然身处高压工作环境下,但刘玉给人的印象却始终是豁达开朗又宁静平和的,似乎市场的波动、外界的变化从不会扰乱她的节奏。无论是工作还是生活,都像她弹钢琴时指尖流淌的音符,流畅、悦耳、自成一格。

这种淡定与从容,与刘玉的生活理念和她在13年从业生涯中的总结与思考有莫大关系。她认为,在工作和生活中,既要知道自己想要什么,又要知道自己必须放弃什么,找到自己人生的平衡点,才会活得比较从容。基金投资也是如此,既要追求长期良好的回报,也要兼顾风险控制,通过平衡收益和风险为基民提供更好的持有体验。

这种注重“平衡”的思想也会落到组合管理上,刘玉自上而下先进行方向选择,优选稳定增长的消费、医药等行业作为核心配置,再以新能源车、光伏、养殖等周期行业作为卫星配置,获取行业景气向上带来的超额收益。“核心—卫星”的组合构建策略,让刘玉的基金在资产层面、行业配置、精选个股等层面达成多元均衡的状态。

据招商证券研究统计,2018年10月17日至2021年5月31日,刘玉管理的广发新兴成长的任职回报为158.17%,年化收益率为43.53%,大幅跑赢沪深300指数和偏股基金指数;2019年和2020年两个完整运作年份,业绩表现分列灵活配置型基金前12%和前16%,回撤表现同样优于沪深300指数和偏股基金指数。

多维度打造平衡组合

刘玉的从业经历,不仅影响了她的理念,也体现在她的投资行为中。2018年10月17日,刘玉开始管理公募产品。走上投资岗位后,她就非常清楚自己要赚的是企业业绩增长的钱,重视回撤控制,在风险和收益之间寻找平衡点。

“构建组合是基金经理寻求最优解的过程,我的目标不是追求最高的回报,而是希望获得更高的风险收益比。”刘玉说,自己不仅是帮助基民理财的基金经理,也是一位普通的基金持有人。站在持有人的角度,她希望自己的基金不仅能有不错的长期回报,也能给基民带来较好的持有体验。

落到投资层面,刘玉偏好于根据宏观经济状况、市场流动性、投资者偏好等层面判断周期,再从中观出发进行行业选择。对于自上而下的筛选方式,刘玉认为,“弄清楚当前宏观经济位于什么阶段,哪个领域属于景气度向上,哪些领域库存在降低,从宏观大趋势角度选择行业,犯错误的概率相对较低。”

从她选出来的投资标的来看,主要分为两类:一是作为“核心”仓位的稳定成长公司,他们大多是行业龙头,在品牌、渠道、产品类别、研发、市场定价等方面具有很强的竞争力,现金流良好,ROE、ROIC有较高的水平,未来几年大概率有20%—30%的增速。从历史持仓来看,稳定成长企业主要分布在食品饮料、医药、家电等。

与“核心”仓位不同的是,刘玉的“卫星”仓位来自于景气度阶段向上的周期行业。这类机会通常是由供给

端、需求端、产品定价机制或产品迭代带来的全行业景气度向上的机会,也是长周期赛道中的某些阶段高增长集中兑现带来的机会。例如,2019年的半导体和养殖,2020年的光伏、新能源产业链等。

值得一提的是,对于这两类不同的资产,刘玉的挑选思路并不同。她对核心行业的要求是增长确定性强、增长质量高,波动性不能太大。筛选办法一方面要符合ROE、ROIC、业绩增速、自由现金流等财务指标,另一方面要有足够高的“护城河”、较强的研发能力、规范的企业管理等定性的标准。

至于“卫星”仓位,由于配置的是景气度向上的行业,刘玉则有另一种投资逻辑。“相比而言,这些行业具有自身的产业周期,按照各个行业自身的景气度进行投资,会有很好的收益,但需要对一些行业进行密切跟踪和研究。”

从持仓比例来看,“核心”仓位在刘玉的权益组合中占比为60%—70%，“卫星”仓位的占比是30%左右。之所以采取这种配置,刘玉表示是基于两点考虑:一是让组合的收益来源更加多元,有助于其在不同的市场中把握不一样的机会;二是不同行业的周期波动不一样,有助于平滑组合波动。

此外,从整个组合来看,刘玉在行业和个股方面的持仓都较为分散,单一行业占比不超过25%,前十大重仓股合计占基金资产净值的比例通常在四成左右,大多数时间不超过50%,力求在资产类别、行业配置、个股之间达成多元均衡。

采取稳健配置策略

相比过往两年的结构性牛市,今年的A股市场波动加大、风格轮换加快、赚钱难度加大。开年一季度,周期一度成为领涨明星,但近期白酒、医药、科技又有接棒上涨的迹象。展望下半年,稳健增长类资产和周期类资产如何抉择?

对此,刘玉表示,今年确实不太好看。从流动性来看,今年的方向是边际收紧,或维持中性偏宽松,但至少不会再边际宽松。假设未来流动性收缩,估值也会随着流动性的边际变化而变化。

“对于下半年的市场,我们要关注流动性这个最重要的变量。”刘玉认为,未来一段时间A股波动可能加大,需要时间来消化较高估值,宜采取稳健的配置策略,精选风险收益比较好的品种。

在采访中,金牛座的刘玉打趣自己是个“实用主义者”,从不在无谓的鸡汤文上浪费感情。作为基金经理,她也注重自己是否能给投资者带来更具“实用性”、性价比更高的投资工具。在

当前的市场背景下,平衡型基金就是刘玉颇为推崇的一类基金品种。

“这种产品有天然的抗跌属性,就算不用择时模型,最高也只有65%的股票仓位,基金净值在市场调整时的回撤会小于纯股票型基金。”在刘玉看来,股债平衡型基金属于“进可攻,退可守”的投资工具。当市场上涨时,基金表现能尽量跟上市场;但当市场出现系统性风险时,基金净值的跌幅小于主流指数。

6月15日至6月21日,拟由刘玉管理的新基金——广发均衡回报混合在中国银行、广发基金直销等渠道发行。这是一只平衡混合型基金,股票投资比例为30%—65%,其中港股通标的股票的投资比例不高于本基金股票资产的50%。刘玉表示,她将密切关注股票、债券市场的运行状况与风险收益特征,通过自上而下的定性分析和定量分析,确定固定收益类资产和权益类资产的配置比例。