

广发基金王明旭:

# 价值为舵宏观作帆 均衡配置穿越周期

□本报记者 万宇



王明旭,经济学硕士,拥有16年资管从业经验、12年投资管理经验。现任广发基金价值投资部基金经理,担任广发内需增长、广发价值优势、广发稳健优选等基金的基金经理。曾任东北证券研究所策略研究员、生命人寿资管中心组合投资经理、东方证券研究所首席策略分析师、兴证全球基金专户投资经理。

## 上半年仍有结构性机会

中国证券报:近期A股波动加大,结构在分化,你怎样看待今年的机会?

王明旭:今年A股投资的主逻辑是全球经济加速复苏,但另一个影响市场的重要因素是流动性可能收紧的预期,到底是经济复苏给市场带来的正面驱动作用更大,还是市场对于流动性收紧的担忧更多,两者会不断“赛跑”,市场波动可能加大。

我们预计上半年仍然有不错的结构性机会,下半年则要看流动性的变化。从大类资产的角度,当前最优配置大宗商品,其次是股票,第三是债券。今年大概率要降低对A股的回报预期。

中国证券报:近期市场调整,有些投资者比较悲观,你怎么看?

王明旭:到目前为止,暂时还看不到市场全面下跌的迹象。一方面,经济复苏力度比较大,今年A股上市公司盈利增长还不错,有基本面支撑。

另一方面,从流动性来看,过去一个多月,美国十年期国债利率、中国十年期国债利率均快速上扬,这反映的是市场对于未来一段时间流动性收紧的预期。春节后市场出现调整,也是基于这种预期。但就目前来看,远期利率处于短期高点,进一步走高的概率

偏小。另外,从经济复苏的情况来看,短端利率并不具备上调的基础。

中国证券报:你具体看好哪些行业?

王明旭:今年上半年就是沿着经济复苏这条主线寻找机会。去年受疫情影响比较大的行业,比如酒店、航空、旅游、院线等,在今年疫情缓解之后,会面临盈利和估值的双重提升。如果这一轮经济复苏持续的时间足够久,并且能出现一轮很完整的复苏,那么跟经济相关的顺周期行业都会表现不错。另外,金融行业尤其是银行业,是宏观经济的晴雨表,它们对此会更敏感,也会有不错的投资机会。

中国证券报:去年四季度,你管理的广发内需增长配置了顺周期行业,你是如何把握周期机会的?

王明旭:我将自上而下的宏观分析和中观的景气度比较相结合来寻找机会。去年三季度,宏观数据在进一步变好,一些细分行业,尤其是上游偏周期行业的价格出现变化。这背后不仅是行业需求向好,也包括某些行业受环保及其他政策制约,供给也出现明显收缩。此外,跟这些行业相关的金融行业的盈利能力也在好转。因此,可以判断经济复苏大概率已经进入加速期,着力于寻找在供给和需求方面都有变化的细分行业。

## 顺周期与银行是配置首选

中国证券报:“顺周期”这个词很火,你如何定义顺周期?

王明旭:最近几年,大家才开始提顺周期这个词,以前就叫周期。周期行业是指企业经营和经济波动相关性较强的行业,比如,上游的大宗原材料(如煤炭、水泥),中游的制造(如钢铁、机械),下游的服务(如海运、航空)等。我们把周期行业分为强周期行业和弱周期行业,其中,钢铁、有色、煤炭是强周期行业,家电、食品饮料属于弱周期行业。

周期行业的分析重点是看供需变化。供给方面,周期行业的产能扩张没有太多的壁垒,往往是重资产,当经济景气度较高、行业需求向好时,容易扩产,但产能通常无法在短期内释放出来,会导致短期产品价格成倍上涨。当产能释放出来时,可能已经是两三年之后,需求可能没有那么好了,产能就会过剩。

简单来说,上游强周期行业的产品或者服务同质化较为明显,需求的变化则与经济周期的相关性较高。周期行业的盈利变化,主要是由于经济周期轮换导致的供需错配。

中国证券报:顺周期的投资逻辑是什么?

王明旭:顺周期的投资逻辑主要有三个:首先,供需格局变化带来的机会。这种投资机会有两类:一类是供给大幅收缩,比如2016年、2017年供给侧改革,钢铁和动力煤因为政策上要求淘汰过剩落后产能而强制收缩,导致产能减少,价格出现大幅波动;另一类是需求出现爆发性增长,最新的例子是新能源汽车,需求有望出现几何级增长,对上游资源和中游材料的需求也会迅猛增加。

其次,是周期成长股。在行业格局相对稳定的一些行业中,龙头公司通过持续的产能释放,提升自己的市场份额,并保持较高的盈利增长。这类公司由此摆脱周期的束缚,变为阶段性的成长股。

第三,是低估值、重资产。当周期行业扩张

的产能释放出来、行业陷入景气低点后,一些龙头公司在较低的价格上仍然可以实现盈利,且现金流较好、估值很低,这类公司也可以给投资者提供不错的稳定回报。

中国证券报:本轮周期行情的上涨逻辑是什么?

王明旭:A股历史上有过几轮周期股的牛市行情,如2006年-2007年由经济繁荣和汇改带来的周期股超级行情,2009年受益于国内四万亿投资经济刺激计划和美联储“量化宽松”的“煤飞色舞”,2016年-2017年的钢铁煤炭供给侧改革以及新能源汽车上游的资源品行情等。

不过,本轮的周期行情,背后有不一样的驱动逻辑。2015年之后,宏观经济进入低波动时代,一些细分行业的总需求持续下滑,小公司不断退出,但龙头公司由于成本管控能力较强,在行业景气低迷时依然可以实现盈利。而且,这类龙头公司还有能力扩大产能,市场份额不断提升,对上下游的管控能力和价格调节能力也更强。

过去3-5年,一些行业龙头呈现“独立于周期”的发展态势,它们在一定程度上已经脱离了强周期的属性,比如水泥、工程机械、面板行业中的某些龙头公司。未来可能会有更多行业和公司走出这样的发展态势,摆脱固有的强周期属性。

中国证券报:见证这么多轮周期行情后,你的投资方法和思路有没有发生变化?

王明旭:2015年之后,周期行业的研究方法和投资思路都有比较大的变化,要摆脱原来的“价格不涨就没有投资机会”的惯性认知。

2015年之后,我们对行业供需格局以及资本周期给予了更多的重视,会从零增产能、行业集中度、进入壁垒等角度对行业未来的格局进行研判。在投资机会上,我们更侧重寻找有Alpha的细分行业,寻找能够率先在行业竞争中突围的龙头公司。

“在市场起伏中活下来,比追求短期高额收益率更为重要。”入行16年、管理资金12年的王明旭,这样总结自己在股海沉浮中的心得。或许经过了近期的震荡回调,很多投资者对此都会产生共鸣。

王明旭是一名均衡风格的价值选手,他在投资上有其独特之处:投资大师中,他更认同格雷厄姆,将安全边际放在重要位置;他不刻意追求要做“时间的朋友”,如果一只股票持有3个月就涨到估值不可接受的程度,会果断减持;他的组合配置均衡,持仓覆盖8-10个甚至更多不同的行业。

与此同时,王明旭也是市场中少见的周期股爱好者。去年三季度,他敏锐地发现宏观经济数据在变好,一些细分行业尤其是上游周期以及相关的金融行业,盈利能力都在好转。“当时,我判断这一轮经济复苏已经进入加速期,供需发生变化的行业,具有比较好的机会。”基于上述判断,王明旭在组合中大幅提升了金融业的配置比例。

站在当前时点,王明旭认为,经济复苏是上半年市场的主逻辑,看好经济复苏相关的顺周期、利率敏感的金融行业以及受益于疫情缓解的航空、旅游、酒店等行业。

## 追求风险可控的长期回报

中国证券报:你是研究宏观策略出身,也做过很久以绝对收益为目标的,这对你管理公募基金有什么影响?

王明旭:过去几年,宏观经济的周期波动变小,大多数人认为,研究宏观对管理组合带来的效能下降。但实际上,A股市场对宏观的反应非常灵敏,90%以上的行业都有一定程度的周期属性,只是强弱不同。因而,我更习惯于从宏观出发,自上而下挑选行业,提高投资效率。

此外,由于我管过保险资管、基金专户这两类以绝对收益为投资目标的资金,所以天然就会比较注重风险控制。因此,我接手公募基金后,也希望给持有人更好的投资体验,在风险可控的基础上实现资产保值增值。

中国证券报:你的行业配置比较多元,有消费也有周期,是出于怎样的考虑?

王明旭:我的投资框架是自上而下配置,从宏观经济和产业发展的维度出发,选出长期受益于经济发展、能不断做大做强的行业。按照这条逻辑,我选择“大金融+大消费”作为核心底仓,因为过去20年,食品饮料、医药、银行、家电、保险、旅游(主要是免税)这几大行业的周期波动相对较小,增长持续性和稳定性也相对更强。

在底仓相对稳定的基础上,会选择至少在未来两、三个季度内景气上行的行业进行阶段性配置,增厚组合收益。我比较看重组合的平衡性,在同等的宏观和市场条件下,选择波动方向不一致的行业进行均衡配置。这样,组合整体的波动和回撤会相对更小。

中国证券报:你是少数长期配置银行股的基金经理,其中有怎样的投资逻辑?

王明旭:我可能是目前市场上少有的“长期银行股爱好者”。为什么将银行股作为长期配置的品种?我的投资逻辑有三点。

第一,银行是沪深300指数中权重最高的行业,在过去十五年间,大概有70%的年份,银行都跑赢了沪深300。

第二,银行是ROE(净资产收益率)比较高的行业,在A股中排名靠前。而且,银行的相对估值较低,在持仓中适当配置银行,有利于降低组合的波动度。

第三,在银行板块中也有一些成长性非常好的公司,它们的资产质量、净资产收益率、拨备前利润增速均在A股上市公司中排名比较靠前。

中国证券报:在个股的选择上,你如何做好风险和收益的平衡?

王明旭:我希望以好价格买到优质的公司。买任何一只股票前,我首先会考虑它的下跌空间,坚持以低估或者合理的价格买入。

“好价格”是投资成功的必要条件。以好价格买入,当行业竞争格局或公司治理没有明显变化时,大概率能赚取估值波动的钱,如果能幸运地买在估值低点、业绩又开始超预期增长,就会实现“戴维斯双击”。

但“好公司”是大前提,我不会为了低估值去买基本面一般的公司,而是会在公司质地和估值之间进行平衡。