

华商基金周海栋：

# 周期股和价值股行情或刚开始

□本报记者 王宇露

穿越周期 捕获成长

如果给自己的投资理念选一个关键词，周海栋认为“周期”最为恰当。他相信，机会总是周期性出现，资本市场也在牛熊交替中循环反复。然而，能够把握市场周期，甚至穿越周期，并不是一件容易的事。华商基金权益投资总监周海栋是一位深谙周期的基金经理。

近日，周海栋在接受中国证券报记者采访时表示，虽然2022年以来市场有所调整，但相信A股市场今年有望继续为投资者创造收益。其中，最好的机会可能往往在共识之外，周期股和价值股的行情可能才刚刚开始。

今年以来，市场剧烈调整，去年表现出众的新能源、医药、半导体等板块光芒不再，热点赛道表现掉头向下。由于基金重仓股遭遇轮番杀跌，权益类基金整体表现不佳。在此背景下，由周海栋管理的华商甄选回报混合基金表现不俗，而这正得益于他“一手周期、一手成长”的能力圈。

在进入基金行业前，周海栋曾有丰富的实业经历，他曾任上海慧旭药物研究所研究员，上海拓引数码技术有限公司项目经理，中国国际金融有限公司

谈及自己的投资策略，周海栋介绍称，他主要是通过自上而下的方式，根据对宏观经济和周期变化的跟踪，从大周期的角度去理解细分行业，关注行业供需结构发生的变化。在此基础上，结合宏观因素、估值等去做概率选择，博弈未来发生的可能性。

“周期是用于理解世界规律、分析行业和公司的抓手，概率是对不确定的未来做出假设和判断的标尺。

尽管近期市场波动较大，基金发行也由热转冷，但由周海栋担纲的华商鑫选回报一年持有混合基金正在火热发行中，备受投资者的关注。

在周海栋看来，虽然2022年以来市场有所调整，短期投资情绪或有所影响，但相信A股市场今年有望继续为投资者创造收益。其中，最好的机会可能往往在共识之外。周期股和价值股的行情，从较长时间维度看，可能才刚刚开始。

展望后市，周海栋认为，2022年最大的投资主线或仍为供应约束下的需求恢复。具体到行业方向上，

研究员。2010年周海栋加入华商基金任行业研究员，现在已为华商基金权益投资总监、权益投资部总经理，任华商新趋势优选灵活配置混合、华商优势行业灵活配置混合等多只基金的基金经理。

实业经验帮助周海栋对相关上市公司的模式变革、技术创新有深入了解；长期一线的投研经验，又能帮助他全面地挖掘上市公司的投资价值和制定投资策略。两者相辅相成，让他形成了“一手周期、一手成长”的能力圈，研究范围覆盖上游的化工、有色、煤炭，周期

基于周期和概率的价值投资

无论是周期股还是成长股，都遵循周期运行规律，只是时间维度不同。”周海栋表示，他会基于对宏观、行业、公司三个层面的“周期思考”，把对当前周期位置的判断，作为决定具体投资策略和分配研究资源的出发点。

周期层面，他主要从两到三年甚至更长维度的行业周期出发，将供给层面的约束作为首要考虑因素。当看到一个长期的趋势时，才会做出大的决策。

关注供应约束下的需求恢复

资源类周期和金融板块是2022年可以关注的方向，如铜、金、铝等有色金属，油气开采、油运等原油相关，以及煤炭、银行、房地产、建筑、钢铁等。

此外，对于成长领域，周海栋表示，成长股尽管有阶段性反弹的可能，但应该注重研判基本面，可关注绿电和电网等能源建设方向。

华商鑫选回报一年持有混合基金设置一年的最短持有期限。周海栋认为，一方面，设置持有期能够帮助投资者约束短期择时的冲动，确保市场上涨的时候要在场；其次，也有助于节省频繁申购赎回

特征明显的交通运输、农林牧渔，以及具备成长特征的医药、电子、计算机等。

以其管理的金牛基金华商优势行业灵活配置混合为例，该基金2016年三季度至2021年底的所有季报中的十大重仓股所属行业，上榜次数较多的既有成长特征明显的医药生物、计算机、电子，也有周期特征明显的交通运输、有色金属、银行。可见周海栋该只基金的投资范围广泛、投资风格不单一，为其应对各种不同的市场环境奠定了坚实基础。

一旦做出了决策后，就会倾向于长期持有。而大的趋势出现变化时，组合也会进行大的结构性调整。

除了长期的趋势外，同时也要关注其他维度上的变化，比如商品价格的波动、短期需求的变化、公司的基本面等因素。当多个维度共振，均给出积极的信号时，周海栋会进行重点布局。而当长中短期的因素给出了不同信号，则要把不同方向的概率作为判断的依据。

的费用，手续费积少成多，带来的投资损耗可能超出投资者的想象；此外，也有利于基金组合的流动性管理，有助于减轻基金经理管理流动性的压力，让基金经理可以按照自己的投资理念和策略，进行中长期选股和仓位布局，有利于提高投资组合的稳定性。

“在投资的过程中，随着市场的波动，一定会出现多次赎回冲动，这是很难避免的。但基金行业20多年的发展已经证明，长期持有才能很好地分享基金带来的财富增值。”周海栋表示。

导读

珠江滔滔，不舍昼夜。

在时间的洪流中，风流终被裹挟而去，唯价值沉淀。

何谓价值？《资本论》赋予了其政治经济学的基本定义：

凝结在商品中无差别的人类劳动，而在证券投资领域，价值通常是在说企业内在价值和市场赋予其价格之间的关系。

好公司需要日积跬步打造护城河，好生意需要千锤百炼

形成强壁垒。好价格，也需要在市场的波动中等待时机。价值投资背后，凝聚着时间的结晶。

我们邀请到广发基金的基金经理，请他们分享对于时间的认识，对价值的思考。

让我们，以时间的名义，为时间正名。

让我们，以价值的名义，为价值赋能。

珠江滚滚，一江春水向东流！

## 浅谈“固收+”投资中风险和收益的关系

□ 广发基金副总经理 张芊

翻开金融历史，我们会发现许多想象中“百年一遇”的危机在现实中却是几乎每隔十年就会发生一次。从统计学概率上，那些多少个标准方差以外的“黑天鹅”，一而再再而三地出现。

今年前4个月，就同时出现了好几个“黑天鹅”事件的冲击：俄乌冲突加剧了大宗商品价格上涨的压力，能源、粮食、化肥等资源品价格飙升；奥密克戎传染度明显增加，导致疫情加速扩散，由此也对社会生产带来影响。对于战争和疫情这两个新增变量，即便是经验丰富的专业投资人也很难评估它们对市场的影响。而正因为无法有效评估，这两个因素带来的资本市场风险溢价显著上升，从而导致市场出现大幅波动。

回归到投资本身，我们该如何衡量一笔投资？我们认为，衡量投资并非仅仅从收益率角度出发，而是对收益和风险的一种权衡。收益和风险，本质就是一枚硬币的正反两面，通常，不承担风险，往往就不会有收益，要获得高收益，往往需要承担较高的风险。但是，收益不是完全来自风险的放大。

所以，我的投资目标不是以风险博取收益，而是追求长期、稳健的风险调整后回报。例如，在“固收+”基金管理中，大部分持有人风险偏好不高，对回撤比较敏感，所以这类产品的管理需要兼顾长期收益和持有体验。这就要求基金经理既要通过大类资产配置、单项资产的精选来获取超额收益，也要注重组合波动率和回撤的控制。

换言之，“固收+”投资需要兼顾收益和回撤，做好两者的平衡。我们要比较积极主动地管理组合，当市场有机会时积极地

获取能赚到的超额收益。但积极的动作有两个前提：一是要契合产品的风险收益特征；二是积极的动作是有限度的，不是以提高风险偏好博取高收益，而是寻找高性价比的投资机会。

做投资，绝大多数时间都是在“做选择题”。是选择在意风险，还是选择追逐收益，是选择相信自己的判断还是敬畏市场趋势，是选择主动管理风险还是被动执行纪律。每一次选择，都没有标准答案，而是来自基金经理自己的认知，这就是一个基金经理的长期Alpha。今天，我从风险和收益的角度出发，浅谈自己对“固收+”投资的一些看法。

理解收益和风险背后的关系

圈内有一句行话，股票投资人更关心的是企业未来的发展前景，债券投资人往往对风险更敏感。这也是我从业多年以来的切身体会。从事固定收益投资，追求的是长期的风险调整后收益，千万不要只看收益而忽视收益背后所隐藏的风险。

固收产品的定价，本质上是风险报价和收益率报价的结合。我们以信用债为例，有些企业提供5%至6%的票息，高出银行存款利率和货币基金收益率一大截。另一方面，虽然信用风险的发生是小概率事件，但一旦出现信用风险，却有可能会吞噬100%的本金，这就如同在“压路机前捡硬币”。从这个角度看，债券是一种把收益都摆在桌面上，但风险需要自己衡量的投资。

橡树资本创始人霍华德·马克斯曾经提到：“投资最重要的是不是你赚了多少收益，



而是你为了赚取这些收益背后承担了多大的风险。”大家都知道，一笔性价比高的投资，应该是承担较低的风险去获得较高的收益。而债券相比股票，风险是滞后的。即便承担了一些风险，不一定短期会在价格上体

现。这就更需要专业投资者要有风控意识。

在基金组合管理中，我们会面临各种各样的风险，包括利率风险、信用风险、大类资产的择时风险、流动性风险等等。但其实，投资中最大的风险，是我们没有意识到的风险。认清自己很重要，坚守能力圈，有所为而有所不为。“固收+”投资涵盖股票、信用债、利率债、可转债等多种细分资产，我们不可能抓住所有的市场机会。错过部分机会不要紧，关键是不要让本金承担超过自身容忍程度的风险。

投资的本质是对风险的定价，这也是专业投资者的价值所在。稳健收益的背后，是在控制风险的基础上，再去最大化收益。芒格说过，要懂得“倒过来”思维。我们对投资的态度也应该是“倒过来”的，先看的是风险，而不是收益。永远不要因为想获取更高一点的收益，丢掉对风险控制的底线。

敬畏市场和主动管理背后的关系

永远要对市场保持敬畏，即便我们事前已经做了比较审慎的研究，但影响市场趋势的因素很多，不确定性是市场的必然特征和客观规律。任何人，都很难精准预测短期市场的表现。

我相信大部分情况下市场是正确的，如果市场走势和我之前的判断不一样，需要从市场大概率是正确的角度出发思考问题，积极主动地管理组合，并非不断在做“动作”，积极的动作是有限度的。当市场确实给了我们能力圈范围内的高性价比投资机会时，我们才去做出动作，获取市场馈赠的Alpha。

“固收+”投资强调对波动的控制。因

为这类产品的持有人风险偏好较低，能承受的波动并不高，如果发生了信用风险，可能一个波动就把票息收益都抹去。所以，我们不能基于大概率的预期做特别极端的投资。作为主动管理基金经理，我们希望预测的准确性高一些，但最终所有的操作都要在风险特征的约束内进行。

“固收+”投资如何兼顾收益和风险？我们认为，管理组合的波动要充分发挥“固收+”产品的特点：通过各类资产之间的负相关性进行对冲。例如，股票和债券这两类资产在绝大多数时候的相关性为负。此外，我们对于持仓的行业和个股也会做非相关性的分散，希望在不牺牲收益的基础上降低组合波动。

桥水创始人达利欧在《原则》一书中提到：投资组合整体收益率等于配置的各资产收益率加上管理者的Alpha，这一概念对同一市场或不同市场的Alpha都成立。通过选择最优的Alpha加以分散，执行一个合理的Alpha叠加策略，投资者就能获得更高的风险调整后Alpha水平。

从这个角度看，高风险敞口未必完全对应高收益，但是低风险敞口，大概率对应比较低的收益率。我们实现稳健收益的方式，并非降低单一资产的风险敞口，而是用非相关性做分散对冲，积极管理组合的总风险暴露。

正如我们前文提到的“固收+”产品的管理涉及多种细分资产，每一类资产之间的差异很大，风险管理必须建立在团队协作和公司的平台基础上。所以，在“固收+”投资中，拥有多类资产主动管理能力的平台型基金公司会有天然的优势。