

金鹰基金杨晓斌： 把握周期变化 追求高确定性投资机会

□本报记者 万宇

万物皆周期。金鹰基金权益投资部副总经理、基金经理杨晓斌在接受中国证券报记者专访时表示，自上而下做好宏观经济的研究与自下而上做好个股的研究一样重要，只有两者相结合，才能把握周期变化，追求更高确定性的投资机会。为此，他构建了一系列指标跟踪体系，通过观察重要经济数据，判断市场环境，进行行业选择。

杨晓斌认为，当前市场或已进入底部，可能是布局投资的较好时点，下半年，他将重点关注稳增长相关领域、估值性价比较高的科技成长领域、具备长期成长性的消费领域等板块的机会。

万物皆周期

“忽视周期，简单地外推趋势，是投资人所做的最危险的事情。”霍华德·马克斯在《投资最重要的事》一书中说道，“投资人的行为经常建立在一厢情愿的想法上：公司现在做得好，投资人就倾向于认为将来会一直这样好下去；投资的资产现在跑赢了市场，投资人就容易认为将来会一直跑赢市场。”这段话道出了宏观经济和环境周期对投资的重要性。

或许是有过担任首席宏观分析师的经历，在投资中，杨晓斌也认可这一观点，他信奉万物皆周期，是一位重视自上而下研究的基金经理。

通过自下而上的研究找到优质公司对基金经理来说固然重要，但杨晓斌认为，即便是好公司，每个阶段也会有不一样的表现，好公司不见得一直都是好股票。要在不同的市场阶段都能找到股价表现突出的标的，宏观分析必不可少。

经过多年投研实践，杨晓斌形成了一套以经济数据为基础的宏观经济研究体系。他介绍，



为了更直观地了解宏观基本面数据对股市的影响，自己构建了一系列指标跟踪体系，编制了刻画盈利周期及宏观环境的“宏观经济晴雨指数”，试图减少市场情绪对投资行为的影响。他把影响市场的重要经济数据分为8大类宏观指标，每类由几个小类指标组成，每月观察经济变化，判断市场环境，进行行业选择。

值得一提的是，杨晓斌还通过历史数据梳理，把海外更有效的研究方法引入国内的股票

市场投资中，针对行业轮动方面，包括大小盘市场风格等进行研究，提炼出一系列在国内行之有效的分析框架后，落实到投资上，争取让投资更加科学。

寻找高确定性机会

在杨晓斌自上而下的大视野下，沿着宏观到中观再到微观的投资链条，形成了自己的一套投资流程。首先，他会通过上述宏观指标，对宏观经济做出判断。在判断了宏观经济环境的主要方向后，再研究中观数据，明确行业方向。最后，他会再进行微观上的公司研究，结合下一阶段宏观的变化、产业之间景气度的变化、政策层面上信息的变化等，进行最终决策。

他介绍，将在无风险利率下行、经济增长速度趋缓、产业结构升级、资本市场深化改革、资金资产配置需求提高的长期宏观背景下，把握各类资产的周期变化规律，寻找具备安全垫的较高确定性的投资机会。在宏观分析基础上，他会选择受益于宏观经济改善的领域，把握行业周期，判断行业在景气度底部时，加大对该行业关注，不主动追涨。相比挖掘个股更注重行业配置，杨晓斌重视收益的确定性。

杨晓斌介绍，在投资中，他倾向于投资具有核心竞争优势的价值类标的，倾向于选择基本面瑕疵少、业绩确定性更高的白马股，重视逆向投资，争取在底部重仓布局，在股价或行业景气度接近高位时退出。

他不会过于纠结换手率、持股数量等，更重视对市场的整体认知，包括对行业的宏观景气度、组合的风险偏好等构建的一系列研究分析框架。他指出，有一个相对成熟的分析框架，就会基于框架给出的结果进行行业配置，再结合中观层面的分析进行个股的比较和择优的选择，力争为获取超额收益打好基础。

把握底部机会

今年A股市场持续调整，杨晓斌分析指出，影响今年市场走势的因素主要有三个方面：一是疫情因素，疫情无论是对消费，还是对工业生产，都产生了明显的影响；二是俄乌冲突，俄乌局势主要是影响上游能源和原材料价格；三是稳增长相关政策及其落实情况。

杨晓斌认为，今年A股市场之所以有如此大幅度的下跌，是因为对上述因素的预期过度悲观。整体来看，A股当前的估值已经较低，随着下半年经济见底，相较于二季度企业盈利或有明显改善。站在当前的时点，他将密切关注货运数据、信贷数据、社融数据等经济数据的变化。

拟由杨晓斌管理的金鹰远见优选于5月23日开始发行，杨晓斌分析指出，虽然短期市场可能维持震荡格局，但拉长投资期限来看，很多公司已经具备投资价值，现在这个位置进行投资布局可能是较好的时点。

具体来看，今年下半年，他认为市场或出现系统性行情，将主要关注受益于稳增长相关的领域，包括建材、家电、家居、化工、工程机械等；经前期调整后，性价比较高的科技成长领域，如光伏、军工、风电等；以及疫情后得到复苏、受益于中国目前所处经济阶段，具备长期成长性的消费领域，以及白酒和免税等。

在风险控制方面，他会把宏观作为把控风险的核心手段。根据“晴雨指数”的变化叠加美林时钟等分析框架，通过宏观环境的变化来确定持仓的风险暴露水平，从而进行重点行业的配置和及时调仓。争取在比较确定的行业方向内，适度分散投资来规避潜在的风险，提高组合的夏普比率，从而最大限度地控制组合风险，力求实现资产长期稳定增值。

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！

风物长宜放眼量 从长期的时间维度追求绝对收益

□ 广发基金混合资产投资部基金经理 谭昌杰

过去两年，“固收+”产品越来越多，公募、私募、银行理财子等机构都有发行或者销售这一类产品。虽然管理机构不同，产品契约各异，但在在我看来，所谓的“固收+”以及衍生出来的“固收-”、“+固收”、“权益-”等，都属于同一个范畴，都是通过多资产、多策略来实现特定的投资目标，只是重点配置的资产及其管理方式各有不同，进而带来产品之间差异化的风险收益特征。

不同的时间维度，决定了投资目标的差异

资产价格出现波动是客观存在的现象，它既是组合获得收益的来源，也是影响投资者持有体验的重要因素。不少投资者希望基金经理能够以合适的策略对波动进行干预，让产品净值的回撤更小，同时享受稳健的回报。

对于基金经理而言，为了实现控制每一个阶段净值回撤的目标，就需要不断地对组合进行干预。投资的目标越多，干预的对象和要求也就越多，最终体现为更多的主观判断以及由此造成的操作成本。但实际上，有一些目标只是阶段性的短期目标，拉长长时间来看，甚至都称不上是一个目标。这就好比生活中，我们遇到的一些困难，一度被认为是无法解决、让人绝望的，最终得以解决后，回过头去看，我们或许发现，其实那些事情可能并没有那么难，甚至根本就不重要。

这就引出了短期和长期的问题，有些事情，短期很重要，长期可能不重要；有些问

题，长期必须要解决，但短期可能并不具备解决的条件。在收益方面，短期和长期的讨论可能会更加激烈一些，比如有些人喜欢高弹性的投资品，期望短期翻倍的收益并愿意承受较大亏损的风险；也有些人喜欢细水长流的复利体验，哪怕每年只挣不多的收益，至少可以承担少一些亏损的风险。

在我看来，这是投资者根据自己的风险偏好、资金属性做出的选择，可能有待优化，但整体无关对错。就好比即使对同一件事情，在相同的外部条件下，即便短期是正确的，但在长期来看有可能却是错误的决策。

就如前面提到的，我们管理“固收+”组合时，既有长期目标（稳健的投资收益），也有短期目标（平滑组合的波动），有些决策是为了实现短期目标，但可能有损长期收益。因此，我对自己的要求是“风物长宜放眼量”：着眼长期，但也要兼顾中短期的需求。

以低估值策略为主，提高长期胜率

在二级市场获取长期收益有很多种策略，就就个人的投研经历而言，我认为获取长期绝对收益（即长期高胜率）主要有三种策略：逆向、低估值以及景气度。

执行逆向策略一般有两个前提条件，一个是基本面没有遭到破坏，周期还能回归；另一个是资金的稳定性，以确保在周期重启前不用被动卖出。本质上来看，逆向策略的核心仍然是对企业、行业、产业乃至经济周期的基本面研究，投资人员可以根据



作过程中，往往都会加入逆向的策略。

第二个策略是低估值。我把低估值策略分为绝对低估值和相对低估值。绝对低估值策略主要投资于估值的绝对值已经处于较低位置的资产，这些资产往往有比较高的分红率，但可能缺乏继续高速增长潜力。相对低估值主要是选取那些估值水平已经处于历史较低分位数的企业或者行业，再在这些相对便宜的资产里面找景气度边际好转的标的。换而言之，对于低估值策略，可以理解为：在便宜的资产里面找上涨机会。

第三种景气度投资策略，是A股市场上最主流的投资方式。这种策略一般以景气度作为买入的首要条件，对估值的容忍度相对较高，整体偏成长风格。值得注意的是，这种策略的持仓股票的绝对估值水平往往比较高，组合的隐含波动较大，因而，尽管这是市场的主流策略，但对于追求低回撤的“固收+”产品而言，一般不会作为产品管理的主策略。

比如，我管理的“固收+”产品，主要采取低估值策略，但也会适度结合景气度投资策略；如果处于波动较大的市场环境时，还会阶段性加入逆向策略。其实对于大部分投资人员，在组合的实际管理中，一般都会以某一个策略为主（进而被市场冠以特定的标签），结合多个策略共同服务于长期绝对收益的目标。

不同约束条件下，评价标准是变动的

在此需要特别说明的是，我们日常所

说的相对收益和绝对收益，长期来看是一致的：优秀的相对收益目标基金（每年的相对排名都比较靠前），即使某段时间负收益，但长期累计回报很可能要比优秀的绝对收益目标基金更高，甚至还会高很多。当然，从短期的角度，基于投资者持有体验的考虑，我们仍然需要控制回撤、平滑波动。但长期来看，投资者追求的是累计的绝对回报，期间的回撤并不那么重要。只是现阶段，在银行理财净值化的初期，考虑到资金的风险偏好，部分投资者或者评价机构会把回撤控制以及中短期的绝对收益放在更靠前的位置。

所以，在不同的时间维度、不同的历史阶段、不同的资金属性，市场参与者对事物的评价标准是会变动的。在当前信息纷杂的年代，很多人和事，长期来看，可能只是过客和杂音；很多眼前的困难，事后来看，只不过是人生旅程中需要逐个翻越的山丘。我所希望的是，尽可能降低外部的干扰，听从内心的声音，做一些对组合长期有益的事情。

基金经理简介：

谭昌杰：经济学硕士，14年证券从业经验，9年投资管理经验。2008年7月至2012年7月在广发基金管理有限公司任债券研究员，2012年7月19日起任基金经理。现任广发基金混合资产投资部副总经理，管理广发趋势优选、广发聚宝、广发恒隆等基金。