

东吴基金陈军：

清洁能源将是未来3至5年黄金赛道

□本报记者 李岚君

东吴基金常务副总裁陈军是公募基金行业中当之无愧的“元老级”人物。身为较早一批投身公募基金的资深专业人士，他是A股市场多轮涨跌行情的亲历者，也是行业变革的见证者。管理公募基金15年，陈军堪称行业常青树，其秘籍就是顺势而为。“长期专注优质资产，紧跟时代发展浪潮。”陈军对于投资的理解大道至简，但贯彻始终。

陈军不仅是一名优秀的基金经理，更是一名卓越的团队管理者。2020年6月，陈军加盟东吴基金，担任公司常务副总裁、投资决策委员会主席。来到职业生涯的全新站点，陈军依然从事着他所熟悉的工作：作为基金经理的投资研究和作为管理者的团队组织。二十载行业浸润，陈军凭借其丰富的实战经验，迅速为东吴基金打造了一个强大的投研团队和一条口碑较强的产品线。

十二字投资箴言

之所以能在复杂的市场行情中傲然屹立，原因在于陈军始终坚持十二字投资箴言：“景气赛道+优质公司+长期主义”。

知易行难，在纷繁复杂、变幻万千的市场中抓准景气赛道，并不容易。在他的投资体系中，行业景气度是他一直重点关注的因素。他表示，只有把握经济发展的周期和宏观政策的导向，重点关注符合经济发展趋势、契合政策目标的行业，从3年至5年甚至10年的维度拨云见日，才有望做好行业景气度分析。

投资时，陈军着眼优质公司，他会重点关注公司治理、行业地位、财务指标等。在他看来，A股市场周期性明显，优质公司是穿越市场涨跌周期的关键因素之一。对于看好的企业，陈军倾向于中长期持有，致力在长赛道中分享时间的复利。

市场上有句话流传广泛：“模糊的正确远胜于精确的错误”。同样的道理，陈军做了更加生动的类比，他将投资标的比喻成大象，基金经理则是蒙眼的摸象人，深度研究的过程就是获取

一片片零散的“马赛克”，一般基金经理将“马赛克”拼到70%就能确定眼前之物是否是大象，但是大象是否健康很难短期看出，只有去陪伴、去压力测试，才能确定。这也是陈军信奉“长期制胜，与优秀公司偕行”的深层原因。

“短期越是充满不确定性，就越需要长远眼光。”陈军说道。在投资上，他所谓的“用马赛克拼出大象”的过程，其实是对经济周期的大致判断，对市场相对底部和顶部区间位置的模糊把握，对行业和经济周期等宏观规律的方向性遵循，对公司基本面判断的整体确定，制定出正确的投资战略。在短线维度上，陈军力图避开日常细枝末节的干扰和市场短期波动的影响，坚定地陪伴优秀企业成长，如果本末倒置，追求精确，反而可能因小失大。

投资上做减法

经过二十余载的市场历练，随着时间的推移，陈军在投资上不断做“减法”：放弃自己不擅长的能力圈，不要在自己没有认知能力的地方做投资，把擅长的东西做到极致。



他坦言，自己现在已经不再关注短期的排名，而是将更多的时间放在对于公司的深度研究上。对于自己研究明白、看得透的公司提升投资集中度，产业上做减法，个股持有数量做减法，在精选的个股上做文章。归根到底就是致力于个股的深度研究，努力找出那些优秀赛道的领导者，致力于持续分享优质企业带来的成长价值。

回忆最初做基金经理的时光，陈军称：“确实什么都想投，有机会的地方都想去了解。但我慢慢领悟到，人的时间、精力、知识积累是有限的，顺势而为也很重要，因此对宏观以及产业的框架就愈发重视。我一直跟宏观和策略领域的优秀研究人员有深度交流，跟产业内人士不断去沟通学习，这样才可能少犯错、少花精力地选出好方向。”

陈军的投资理念可以用其一直提及的电梯理论生动概括：“有些行业是往上走的，有些行业是向下走的，我如果坐电梯，会选择往上走的那部。选择比努力更重要，选择长期有机会的行业，短期慢一点也没有关系。”事实上，选择合适的电梯并非机缘巧合，能顺利搭上电梯也并非偷懒，而是对基金经理认知水平的一大考验。

看好清洁能源赛道

顺势而为，在时代浪潮中，陈军选择了清洁能源这部“电梯”，陈军相信清洁能源有望成为未来3年至5年A股的黄金赛道。

陈军介绍道，清洁能源包括前端的能源制造和后端的能源使用方，如风电、光伏、核电，还有电动车等。中国有一批整车企业有望变成电动车和智能车的全球领先企业。

“相比整车，汽车零部件可能是黄金赛道的重要一环。”在他看来，汽车零部件相对更容易走向全球，地位从以前的不入流到一级供应商，企业发展速度较快。汽车整车有个人喜好差异，但是未来给这些汽车提供零部件的公司规模有望成长迅猛，市值空间可能更大，同时汽车零部件估值也相对较低。目前很少有千亿级的零部件公司，随着市场慢慢扩大，未来可能会看到整车万亿级、零部件千亿级的公司。

陈军还认为，当下光伏属于完全市场化竞争，我国光伏企业全球竞争力强，且从政策上来看，光伏可能是国际范围中商业发展阻力相对较小的部分。“随着技术迭代升级，光伏设备每过3年—5年或面临一个全新的市场，市场空间可能更大。这意味着谁在里面不断钻研，并伴随优秀的客户一起成长，谁可能就是赢家。光伏产业链中的黄金赛道可能是光伏设备公司，因为光伏设备相当于‘卖水人’。”陈军说道。

■ 广发言 | 以时间的名义

广发基金罗洋：坚信长期成长的力量 以均衡配置穿越周期

国内证券市场起步较晚但发展迅速，时至今日A股总市值已经接近80万亿，成为国民财富的重要组成部分。受益于资本市场的繁荣发展，资产管理行业不断壮大，关注度持续提升，但其中也有一些不同的声音。

比如，A股是否在持续创造财富？长期投资A股，能否让投资人分享经济增长的红利？有些投资者甚至调侃A股市场一直在打“3000点保卫战”。

又如，主动权益基金经理能不能战胜市场？还是和美股市场相似，像巴菲特说的选择指数基金更好？

此外，为什么常常有“基金赚钱、基民不赚钱”的现象发生，为什么有一些基民的投资体验并不好？……诸如此类。

作为资产管理行业的一名从业者，我希望和投资者加强沟通，利用自身的知识和经验积累，帮助大家解答一些问题，或者消除一些误解。更进一步，如果能帮助大家更好地做好投资这件事，也是对我从事这份职业的积极肯定。

明确目标 寻找长期有效的规律

关于A股是否在持续创造财富，答案是肯定的。虽然上证指数似乎不时回到3000点附近，但如果我们把观察的范围扩大就可以发现，在过去10年间（2012年—2021年），A股的大部分宽基指数的复合收益率达到7~12%，例如，沪深300全收益指数过去10年复合收益率为10%，其中大致包含8%的资本利得和2%的分红。

而上证指数复合收益率相对较低，与指数的结构不无关系，其行业组成中，传统的金融行业占比超1/5。从指数的结构出发，我们更建议投资者关注沪深300或中证800等指数，更能代表中国经济的运行情况。

那么，在A股市场中，主动权益类基金能长期跑赢指数吗？很多投资者都知道巴菲特更认可投资标普500指数基金，他认为主动权益基金经理们长期难以战胜指数。但在A股市场中，主动权益基金在绝大多数时间能跑赢市场（指沪深300或者是中证800等主流指数），每年大致有2~3%的超额收益。

当然，不可否认的是，尽管主动权益类基金拥有长期超额收益，但很多投资者的盈利体验并不是那么友好，其中的原因之一一是A股市场波动较大，几乎每3~4年就会有一轮30%以上的回撤，极端情况甚至会出现50%以上的回撤。大幅的市场波动会影响投资人的体验，而且，很容易导致投资人在波动中出现“追涨杀跌”式的错误操作，从而降低投资收益。

另一方面，A股市场的风格切换、板块轮动也时常发生，有时市场偏成长风格，有时又偏价值风格，如果投资



广发基金策略投资部基金经理 罗洋

者持有的产品持仓品种风格恰好与市场短期风格相悖，阶段性体验也会不佳。

这些特点，是由社会经济发展阶段、市场自身发展阶段等内外因共同决定的。对于投资人来说，寻找长期有效的规律并作为行为准绳，是对待这个问题的更有效的方式。比如历史的发展总是呈螺旋式上升，短期的扰动不改变长期的前进方向。放到A股市场，这个道理同样适用，短期的波动回撤并不改变长期的收益趋势。拉长周期来看，市场整体的估值波动大体符合均值回归的规律，一般3~4年为一个周期。

对于投资者自身来说，无论是专业投资者，还是普通投资者，都需要明确自身的投资目标和实现方式，只有当投资目标和实现方式明确了，才能够更坦然地面对市场，

接受相应的风险收益情况。

例如，作为公募基金经理，我给自己定的目标是希望能够为投资者带来良好的持有体验和长期良好的回报。我是在2014年由研究转到投资，曾有5年时间管理专户组合，其中有部分组合是以追求超额收益为主，这些思路和经验后来被我借鉴到公募产品的投资管理中。

2019年5月接手管理公募基金时，我把投资目标定位为长期稳定取得超额收益，力争每年跑赢沪深300指数5~10个点，复合收益率达到15~20%。而我所采取的就是均衡配置策略，通过在风格板块和行业层面进行相对均衡的配置，希望一定程度弱化市场风格变化和行业景气度波动带来的风险。通过积小胜为大胜的投资策略，进而实现高夏普、高信息比的长期目标。

坚信成长 保持风格和行业的均衡

所谓均衡配置策略，一言以蔽之，指投资时不在某个行业或某个风格上有过多的暴露，或有选择性的暴露，在配置时要综合考虑胜率、赔率、机会成本等多方面因素。其内涵主要包括行业配置均衡和风格相对均衡。我强调风格均衡的原因，主要是因为一些行业的相关性比较接近，在同一种市场环境下面可能出现股价的同向波动，从而导致组合净值波动较大。

按照申万一级行业分类，A股有31个行业，我们再根据每个行业的特点，进一步将31个行业分为金融地产、消费、科技成长、周期制造四大风格板块。在不同环境下，A股经常会出现不同风格的轮动或板块的切换，比如今年一季度，受大宗商品价格上涨、疫情反复等多种因素扰动，只有周期板块表现较好，其它板块表现较弱。到了二季度，随着大宗商品价格下行，以及市场流动性的宽松，科技成长板块表现较好。如果我们的组合只在某一类风格的行业进行分散配置，并不能真正起到分散风险的效果。所以，要兼顾不同风格的行业分散。

另外，在31个行业中，不同行业在市场的权重差别很大，对于权重既大的行业，同样需要考虑适度均衡配置。单一行业既有自身的景气周期，也受外部环境、产业政策等多方面因素影响。如果在单一行业采取过于集中的配置，同样需要承受较大的波动。比如疫情对消费的冲击，或者经济下行周期金融地产一般表现较弱等等。

总体而言，我所采用的均衡策略是基于市场长期趋势向上这个大原则，在风险收益比上进行一定改进，希望能提升投资者的盈利体验。

在过去三年的投资中，我采取的策略是“高ROE底仓+周期成长”。即，在长期高ROE行业中选择优秀的公司作为长期的底仓配置，例如，食品饮料、医药、家电等行

业的白马股。一方面，高ROE是组合稳定回报的重要来源，根据经典的投资理论，持有时间越长，投资回报会越接近企业的ROE，选择ROE与目标收益率接近的公司长期持有，是较为可靠的投资方法；另一方面，这些行业通常也是沪深300指数的权重行业，配置这些行业，虽然不是直接复制沪深300中的权重比，但仍然可以较好地对标指数，力争在市场风格发生变化时组合也能大体跟上市场表现。

在这些主要的底仓行业中，我也会根据行业基本面和估值变化做超配或低配的调整。过去，金融地产在沪深300指数中占比较高，但近两年，沪深300指数权重的结构逐步从偏价值转向偏成长，金融地产的权重有所降低，这与经济发展趋势有很大相关性。为此，我的组合也开始逐步减持金融地产。反之，提升了电气设备等行业的配置比例。

周期成长方面，我主要是基于1~3年维度的产业周期，把握周期反转或者周期成长的机会，获取超额收益。背后遵循的是均值回归的原则，区别于短期的景气度投资，或者说我们更多只是利用市场的定价错误，而不纠结于短期的博弈。组合配置的新能源、化工、建材、有色中的新材料、养殖等行业，均属于这一类。例如，2018年底和2021年超配光伏、2019年初配置养殖、2019年底配置面板LED等，为组合捕获一定的超额收益。

无论是长期底仓还是周期成长的部分，我都较为看重行业的成长性。长期持有成长性的行业，弹性不一定最大，但投资胜率可能更高一些，容错率更高。而且，每次出现景气度波动时，更多是给了我们获取超额收益的机会，尤其是有确定性增长行业的龙头公司，熬过市场低迷时期，只要它有足够的竞争优势，每一轮底部都是获取超额收益的好机会。

大道至简。从长期的角度，投资回报最重要的来源还是企业的成长价值。坚守成长价值，不追逐某一极致风格，在投资实战中不断提升均衡投资能力，是我一直不曾懈怠的事情。

基金经理简介：罗洋，北京大学硕士，证券从业年限12年，投资年限7年。2012年加入广发基金，任化工、新能源行业研究员；2014年3月转做专户投资，2019年5月起任广发策略优选基金经理。

（风险提示：文章涉及的观点和判断仅代表投资经理个人的看法。本文仅用于沟通交流之目的，不构成任何投资建议。投资有风险，入市须谨慎。）