

中欧基金钱亚风云：

关注四大方向的周期性转折

□本报记者 魏昭宇

2023年A股市场将会走出怎样行情，投资者围绕这一问题的探讨从未停止。近期，中欧基金行业精选基金经理钱亚风云在接受中国证券报记者采访时表示，宏观来看，市场处于“固本培元”的修复阶段，但仍存在不少结构性机会。“从周期的视角看，航空、地产、电子、医药等行业或将率先迎来进一步复苏与发展。”钱亚风云表示。

进可攻、退可守的“行业捕手”

在钱亚风云看来，没有一个行业是“永动机”，每个行业都有自己的巅峰和低谷，而号准行业发展的脉搏，规避景气度处在低迷期的行业，才能享受行业快速发展带来的投资红利。因此，寻找具有广阔发展前景和较大上升空间的增长性行业，是钱亚风云一直在努力研究的事情。

而一个行业仅有成长性是不够的，在钱亚风云看来，成长必须有“壁垒”的加持。因此，钱亚风云最终锁定的企业，除了要具备高成长的特点，还要具备核心竞争力。“要么是这家公司具备品牌壁垒，要么是这家公司具备技术壁垒，要么是与其他公司相比这家公司的投入成本非常低等等。”钱亚风云举例。

此外，钱亚风云非常注重估值性价比。他表示，在投资时会始终立足相对收益，当基本面未发生实质性变化时，享受一定估值溢价，而当基本面发生变化时，则调换成具备更高性价比的投资标的。

尽管擅长行业轮动，但钱亚风云依旧表示，将始终对行业轮动保持谨慎态度。一直以来，钱亚风云注重行业的分散布局，即使非常看好某一赛道，也不会过度集中持仓，这让他无论在市

场震荡阶段还是上行阶段，都能保持“进可攻退可守”的境地。数据显示，钱亚风云过往管理的中银战略新兴产业A，2016年至2021年连续6年跑赢股票型基金指数，历经大盘价值、大盘成长、小盘成长等市场风格轮动，均获得较高超额收益。

周期思维贯穿始终

周期思维得以让钱亚风云始终保持对行业和公司变化的高度敏感性。钱亚风云指出，自己会从宏观经济、中观产业趋势、微观个股基本面等多个角度进行周期性分析。“政策调整、行业竞争格局变化、投资者情绪变化，以及资本市场本身的周期性波动等，都是我们要考虑的因素。”钱亚风云说，“如果我们在景气的中后期，以一个泡沫化的价格买入这些资产，可能就会面临本金的大幅亏损和净值回撤。”因此，钱亚风云表示，将力求在景气度从低迷过渡至复苏阶段时买入，在景气度处于中后期阶段时卖出。

谈到如何将周期思维运用到投资工作中，钱亚风云举了一个例子。2016年，钱亚风云管理的产品搭上了白酒行业的东风，这得益于他对白酒行业的周期性认知。“2012年到2015年，白酒行业连续四年的回报率都不理想，很多人都认为这是一个夕阳产业，年轻人以后都不会喝了。”但在钱亚风云看来，这些观点本身就是周期的作用下形成的较为悲观的看法。

“白酒行业的周期一直与地产行业的周期紧密相关，从2016年开始，在棚改货币化政策的推动下，地产行业的改善趋势愈加明朗，于是我们开始关注并学习白酒这一行业。”钱亚风云说，“而且，2016年，我们从上市公司的报表端就已经能感受到了白酒的回暖趋势，并且当时



整个行业的估值非常便宜。”因此，尽管当时不少经销商和投资人也都表达了较为悲观的情绪，但钱亚风云还是坚定地买入了白酒。

到了2019年，钱亚风云又敏锐地捕捉到了白酒行业景气度走弱的信号。“受疫情等因素的影响，白酒行业的需求端开始逐步走弱，尽管在财务报表端没有反映出来，但其实这一行业已经处于压库存的状态。”最终，钱亚风云果断减仓白酒，将部分资金投向医药行业，开启了新一轮行业轮动。

“我们要找到支持某一行业持续好下去的真正原因是什么，其产业逻辑是怎样的，我只有捋明白了这些，才有信心为接下来的布局进行预判。”钱亚风云说。

关注航空、地产、电子、医药等领域

展望2023年，钱亚风云表示，市场主流指数（沪深300指数、中证500指数、创业板指及中证1000指数）市盈率估值均处于历史相对低位水平，或具有较大向上空间，权益市场投资机会丰富。不过，由于经济仍处于“固本培元”修复阶段，叠加外部环境的不确定性，A股投资进入“纠结”时刻。

谈到接下来的布局方向，钱亚风云表示，看好以下四个方向的产业逻辑：

第一，疫后复苏比较明显的行业，如航空。钱亚风云表示，鉴于过往三年累积了较大的供需差，航空行业在今后一两年可能会有集中释放的阶段。在这一过程中，由于供给紧缺，会呈现量价齐升的现象，盈利较有弹性，潜在收益空间可以预期。

第二，地产行业。“从今年年初披露的地产销售数据看，地产行业的景气度是有向好趋势的，但此时的向好究竟是脉冲式的，还是长期持续性的，仍有待观察，我们希望看到至少一年以上的景气持续性。”钱亚风云表示。

第三，消费电子行业。“尽管这一行业目前看起来景气度不高，但是我相信下半年会逐步迎来改善。从换机周期的角度看，原先是平均两年换一部手机，现在这一周期已经拉长到三年半了，我认为下半年总会有一些换机需求涌现出来，消费电子行业的景气度或迎来向上修复。”钱亚风云说。

第四，医药行业。“如今医药行业已经迎来了快速复苏的机会，从海外经验看，差不多半年就可以基本恢复到疫前水平。而且随着人口老龄化趋势不断增强，医药行业的需求空间还在持续扩张。”钱亚风云表示。

■ 广发言 | 以时间的名义

广发基金蒋科：投资者的未来

1720年，伟大的物理学家牛顿步履沉重地走出交易所，感慨道：“我能够计算出天体的运行规律，却无法预测人类的疯狂。”

彼时英国一度掀起席卷全国的炒股热潮，最终却是断垣残壁、满目疮痍，大量投资者纷纷破产，即使牛顿也遭遇重挫。该事件史称“南海泡沫”，是“泡沫经济”一词的起源，对英国股市的影响更是长达百年之久【注1】。

睿智如牛顿，尚在证券投资中蒙受如此重大的损失，普通投资者又该如何面对未来莫测的资本市场呢？换句话说，对投资者而言，持续战胜资本市场，是一个可能实现的目标吗？

基本面投资的有效性

1984年，哥伦比亚商学院，巴菲特用掷硬币假说反驳了证券投资的随机漫步理论：

假定举办一个有2.25亿参赛者的全美国掷硬币大赛，每回合掷出正面的参赛者晋级，掷出反面则淘汰，20个回合之后，依然会有大约215名优胜者，他们连续掷出了20次正面。

如果你是一名随机漫步理论的拥护者，你会认为这只是概率与运气的结果，而不是他们拥有什么独特的掷硬币技巧，即使换作2.25亿只猩猩参加比赛，结果可能也不会有太大的不同。

巴菲特却指出，即使换作猩猩参赛，如果你发现其中40位猩猩“赢家”都来自同一家奥马哈的动物园，你肯定会前往这家动物园找到饲养员问个究竟，而非简单将其归因于所谓“随机漫步”：为什么这些猩猩能够最终胜出？是否与投喂的食物有关？是否进行过特殊的训练？或是其他种种你认为可能的原因。也就是说，如果那些成功的赢家不同寻常地集中，你就会想弄明白到底背后有什么不同寻常的共同因素【注2】。

在智力发挥着重要作用的投资领域中，显然更是如此。如果我们发现获得成功的不同投资者都共同遵循着某种底层方法，大概率就说明此种方法的有效性。例如，巴菲特和老虎基金均是证券投资高业绩群体中的主要代表，而且他们都坚持着基本面选股的方法论。

相较于家喻户晓的巴菲特，有投资者可能对老虎基金还比较陌生。老虎基金，由朱利安·罗伯逊在1980年创立，到1998年的巅峰时期，老虎基金在扣除费用（管理费及收益分成）后获得了约31.7%的年化回报率，大大高于标普500指数同期的12.7%。

后来，有人编制与之相关的老虎指数，来衡量其业绩表现（参照表1）【注3】。老虎基金及老虎指数的杰出业绩表明，罗伯逊及其门徒们，依靠优秀的基本面选股技巧，真实而持续地战胜了市场。

表1：老虎指数2000-2008年业绩表现

	年复合回报率	年方差	夏普比率	老虎指数年均超额(相对基准)
老虎指数	11.9%	7.4%	1.42	-
对冲基金指数	4.8%	6.7%	0.59	9.0%
标普500指数	-5.3%	15.2%	-0.34	12.8%

数据来源：《富可敌国》



广发趋势动力基金经理 蒋科

那么，巴菲特和“老虎”们的成功，是否是特例，或是仅仅适用于海外成熟市场呢？我们基于A股历史数据做了一个简单的实证研究：自2012年开始，每年将A股所有公司按净利润增速从高到低分为十组，然后观察各组当年的涨跌幅情况。如图1和图2所示，不管是选取一年期维度进行检验，还是将时间窗口拉长至三年，A股标的市场表现的强弱与其净利润增速的高低呈现明显正相关。换言之，业绩明显高增的公司，往往也能够取得更为突出的涨幅，基本面研究方法在A股市场同样适用。

更为关键的是，“盈利增速高低决定相对收益高低”这个基本面选股规律，不仅适用于不同的投资期限，也适用于不同的市场环境，无论牛市或是熊市都同样有效：2012-2013年震荡市、2018年熊市、2019-2021年牛市等等，“业绩明显高增的公司，往往也能够取得更为突出的涨幅”这一论断一直成立。

坚持从基本面出发开展研究，坚持选择业绩优秀的标的进行投资，就有希望在A股市场中抵御波动，有希望持续战胜市场。

图1：一年期业绩增速与对应股价表现

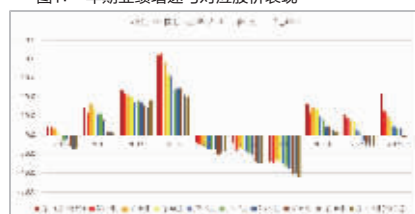
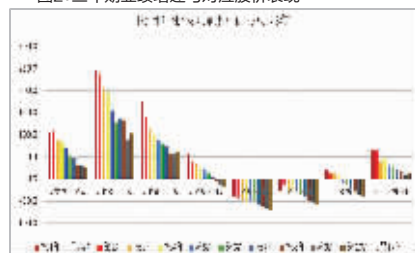


图2：三年期业绩增速与对应股价表现



数据来源：Wind

确定性回报的网球赛——底线击球，上网得分

A股投资就像一场持续拉锯、考验心智的网球赛，基本面是我们手中紧握的球拍，确定性回报是我们想获取的得分——要用手中的球拍赢得分数，优秀选手必须，也只需要做好两件事：一是掌控空间——通过底线击球，积累优势；二是把握时机——适时上网得分，化优势为胜势。

如何底线击球？股息、估值和盈利是选手只能选择的三种打法：

股息打法属于纯防守，能最大化控制失误，但难以打出机会球。A股市场上，能够持续稳定派息的公司较为稀缺，年化股息率也低于主动权益基金的回报率，很难满足投资人的长期回报要求。

估值打法属于压迫式进攻，看似常打出机会，但确定性难以把握，极易主动失误丢分。理论上，盈利增长超预期应该带来估值中枢提升，也就是我们常说的戴维斯双击；但现实中，盈利与估值走向相反的例子也屡见不鲜，通过预判估值变化来博取超额收益，从长期来看其确定性也并不高。

只有“防守反击型”的盈利打法，能够在防守与进攻中寻求平衡，在控制失误和把握机会中取得平衡。盈利打法以投资中确定性最高的回报来源——企业的中长期盈利增长为核心，在多拍拉锯中耐心调动、积累优势。

何时上网得分？对球场形势的清晰阅读是前提，更要在关键时刻果决判断，犹如把握产业何时“起势”。从基本面研究出发，通过对行业和公司的深度研究来获得超额收益，是基本面投资者的底层逻辑。同样的底层逻辑，却可能衍生出不同的投资策略，一如对基本面研究进行延伸的产业趋势投资、景气度投资等，均是应用较广的投资策略。相较于单纯的景气度投资而言，基于产业趋势的投资策略能够更具确定性地把握拐点，企业盈利增长的持续性更强。部分高景气投资量也具备相对中短期的基本面投资特征，但高景气度不一定来自于产业趋势，也可能来自于补库去库、供需错配等短期因素，其持续性难以准确判断。

产业趋势从萌芽培育到快速成长的生命周期，就是我们上网得分的最佳时机。产业趋势主要来自于新技术、新产品和新商业模式等，具有相对完整的生命周期：从萌芽期到培育期、到快速成长期、再到成熟与衰落期，其时间周期较长，创造的市场空间也相对较大。从历史经验来看，产业趋势往往代表着时代潮流，一旦成立，往往会带来比较持续的高景气度区间。

基于基本面来把握击球时机，才能持续命中球拍的“甜区”，稳健送出高质量击球、持续不断得分：一方面，产业趋势验证难度较大，缺少可直接量化的财务指标，需要依赖产业界的调研以及内外部研究资源，与行业专家等进行充分的探讨，并观察销量、产量、渗透率等领先指标的变化来进行综合分析。另一方面，产业趋势得到验证也并非结束，还需要进一步投入精力，通过持续高频的跟踪来观察未来空间。一般而言，产业趋势形成，跨过阈值之后，应该是快速上行；如果跨过阈值后未能快速上行，须得重新审视产业趋势的逻辑。而对阈值的水平把握和上行的斜率感知，需要的是经得起反复考验、能不断进化的基本面功力。

在投资的持久赛里，耐心、技巧缺一不可，终是初心决定恒心方向。无论我们最终能否成功寻得“投资圣杯”，相信紧握基本面的球拍，底线击球兼具稳健威胁，上网得分足够从容果敢，对于投资者而言，确定性回报的领奖台，可能就在不远的未来。

基金经理简介：蒋科，12年证券从业经验，近3年投资经验。现任广发基金成长投资部基金经理，管理广发趋势动力。曾任海通证券行业分析师、上投摩根行业研究员。

文中注释：

- (1)注：参见《世界金融史：泡沫、战争与股票市场》
- (2)注：参见《格雷厄姆-多德都市的超级投资者》
- (3)注：参见《富可敌国》

（风险提示） 文章涉及的观点和判断仅代表基金经理个人的看法。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。)