

景顺长城基金邹立虎:

周期自有轮回 稳健是长久之道

□本报记者 张韵



邹立虎,景顺长城基金混合资产投资部高级副总裁、基金经理。此前曾任华联期货研究部研究员,平安期货研究部研究员,中信期货研究部研究员,国投瑞银基金量化投资部高级研究员、基金经理助理、基金经理。2021年8月加入景顺长城基金,2021年11月起担任混合资产投资部基金经理。

“考虑最多的是概率和赔率”

对于投资,邹立虎介绍道,他遵循的是自上而下与自下而上结合的理念框架。自上而下的宏观研究,并不是为了预测宏观经济增速几何,而是为了更好地做出投资战略层面的决定,寻找在特定宏观环境下更有可能受益的资产。例如,2018年,政策基调偏向去杠杆,经济增速存在放缓压力,当时防御性标的更容易带来比较明显的超额收益。

在邹立虎看来,宏观环境不仅决定着投资品种和方向的选择,更关乎投资的总基调。以投资中颇为重要的估值为例,他认为,宏观环境对估值的影响是巨大的。在市场整体处在拔估值阶段,公司质地可能并不是特别优秀,但也会受益于整体的估值提升而出现较大幅度的估值溢价;而如果处在整体估值下行阶段,即便公司再优秀,估值也有可能受到拖累,此时的估值评估则需要更加谨慎。此外,行业发展的不同生命周期下,估值基调也会有所差异。因此,身处市场之中进行投资,最重要的是不断适应市场,灵活调整估值预期,而不是在任何环境下都使用一样的估值体系。

在投资江湖中,估值时常成为投资者们吐槽的一大话题。“感觉已经低估了,结果发现还有更低;好像已经很高估了,结果还能猛涨一波……”对于这一现象,邹立虎坦言:“估值是一门艺术。”诚然,投资很难做出绝对的估值高低判断,不追求极

致是他的应对之道。情愿放弃一些空间,也不追求赚到最后一个铜板,因为在最后阶段里的赔率往往会变得不太合适。

“我们考虑最多的还是概率和赔率(预期收益向上空间和向下空间的比值,也叫盈亏比),想要找的是大概率和高赔率的机会。”邹立虎解释,像一些公司虽然质地很优秀,但如果市场已经给了较高估值,配置的机构较多时,可能也会较少参与,希望尽量不往太拥挤的方向走。而在大概率和高赔率难以兼得时,他会更看重概率,即首先要选择那些进场后获利概率远大于亏损概率的公司。赔率则可能是在盈利概率同为正的情况下,进行标的优选的参考要素,赔率越高,投资比重也会随之增加。

他也坦言,要想快速找到大概率、高赔率标的很有难度,更多地可能需要等待,以及有超越市场大多数人的认知。尤其是那些存在较大预期差的行业,因为不同投资者预期有所分歧,这里面可能更容易产生大概率、高赔率的机会。他认为,现在的市场对传统行业的认知就存在这一情况。在2019年至2021年以成长风格为主的市场环境里,大量的投研力量都去覆盖成长行业,对传统行业覆盖较少,这也是导致现在市场对传统行业的预期有较大差异的原因。以周期行业里的有色金属品种铜为例,不同机构预期的2024年供需缺口规模就相差非常大。

“复利最怕出现巨大亏损”

对于近期周期股的走强,邹立虎在欣喜的同时,也保持着清醒,他深知投资并不能只限于周期。在市场里最重要的是适应,还要不断拓展自己的能力圈。他目前正在沿着周期相关领域进行拓展,后续可能会进一步延展至高端制造、机械、医药等领域。

“理想的状态是,不管是什么类型的市场风格,都能够持续稳健地赚取复利回报。”他说,“复利最怕的就是出现巨大亏损。”如果出现大亏损,光弥补损失可能都需要至少一年半载。这不仅需要市场和行业的配合,也需要相当长时间。因此,他对回撤管理的重视贯穿其整个投资流程。

首先,在行业集中度上不过于极致。即便非常看好某一个细分领域,也不“all in”。或许在一些投资者看来,他在管的基金基本都是重仓周期股,行业集中度较高。但是,他解释说,一方面是因为部分基金本身投资范围有所限定;另一方面,周期作为一个大板块,其实是囊括众多细分行业的。化工、交运、农业等都算周期行业,不同细分行业是有差异的。其在管的其它全市场选股基金的单一行业集中度一般不超过30%-40%。

他举例说,能源和有色金属的“市场定价”有所不同。比如,近期有色金属板块涨幅明显,但石油板块下跌;此前煤炭板

近期,周期板块的“迎风起舞”将一些早早重仓于此的基金推向大众视野,多只产品净值大幅上涨。其中,景顺长城基金邹立虎在管的产品表现颇为亮眼。天天基金网数据显示,截至5月17日,邹立虎管理的多只基金近一年收益率位居同类基金前2%分位。

邹立虎在接受中国证券报记者专访时表示,周期行业有其自身轮回,此刻的繁荣其实是其历经多年低迷后的结果,繁荣过后亦会有低迷之时。唯有不断适应市场、逐步拓展能力圈才是长久之道。稳健赚取复利回报是他理想中的投资状态,自上而下把握投资基调与自下而上寻找大概率的高赔率机会,是他目前奉行的投资理念。他认为,2024年全球制造业和库存周期有望回暖,高股息资产大概率受益,将继续关注上游资源品,同时看好家电、交运、金融等价值方向以及出海方向。

周期定会有低迷和繁荣时刻

“我从毕业开始就在看周期行业,本身对这方面研究很感兴趣,因为它是不变的,我喜欢研究不变的东西。100年前的石油和现在的石油,没什么区别。周期有自己的规律性。”从毕业就开始研究周期行业的邹立虎,扎根周期研究长达约15年时间,终于在近期再度迎来其深耕领域的市场风口。周期行业内多个细分领域的明显上涨,将邹立虎推进投资者的视野范围内。

对于这一轮周期行情,邹立虎的看法很理性,他认为周期是轮回的,现在看到的繁荣,其实可能是好多年的低迷换来的结果,也就是所谓的否极泰来。此刻看到的是收获繁荣,但其实也是前期扛住波动、熬过亏损后才迎来的回报。而且,既然是周期,有繁荣,那自然也会有低迷的时刻。

“周期的力量是巨大的。当它来的时候,可能会很疯狂;当它走的时候,也可能很惨烈,底部和顶部可能都会超出一般投资者的认知。”他回顾过往的周期投资时感慨说,在这种情况下,最重要的一点就是要理解周期的性质、判断周期的位置。“上涨是小反弹还是大反转?下跌是周期大趋势中的回调,还是意味着大趋势已经走完了?”对这些问题展开的判断是关乎投资战略层面的。想要把握住周期投资机会,需要做的就是抓住并顺应大趋势。

“大的周期趋势需要天时地利人和。”邹立虎认为,首先,宏观环境不能太差,如果宏观经济急速下降,再好的市场供需也会受到抑制;其次,股市整体环境要相对稳健,如果处在大熊市环境中,即便是质地很好的股票也可能受到下行压力的影响;第三,行业和公司业绩都应该向好发展。确认大趋势后,如果机构配置仓位普遍较低,通常来说上涨压力会相对小,这或许可以视为趋势初期;当行业内相关基金出现大量申购,基金规模特别大时,或许就需要思考周期趋势是否已经进入中后期阶段。对于周期的判断,他认为,熟读历史是一个较好的办法,“从历史角度来看,很多事情其实都发生过”。

就现阶段的判断而言,他认为,结合多方面情况,上游资源品行业经历了2010年到2020年约十年的下行周期后,从2020年下半年开始,应该进入了一个由产能周期决定的8-10年向上景气周期。在这一过程中,2020年下半年至2022年上半年涨了近两年,后面又回调了近两年。最近,伴随着需求的逐渐稳住,上游资源品价格再度上涨,这或许可以视为又重新回到上行趋势中。不过,他也表示,市场从来都是与不确定性博弈,这一判断未必准确,但可以大胆假设、小心求证。