

不求波澜壮阔 专注做好价值投资基础题

□本报记者 张韵



理性看待港股投资

中国证券报: 加入南方基金之初，你就任职于国际业务部，一路走来，从部门助理研究员到主持工作的负责人，可以谈谈你的成长历程和投研理念变化吗？

恽雷: 我是2015年从香港中文大学博士毕业之后以应届生的身份进入南方基金的，刚开始在国际业务部担任助理研究员，专职从事港股投研大概6年时间。到2021年左右，我的投研范围开始拓展至A股，并被调到A股权益投资部，在A股投研上积累了大概3年多时间。2024年11月，我再次被调回国际业务部，担任国际业务部副总经理（主持工作）。现阶段我在管产品包括主投A股和港股两个市场的基金。

一路下来，投研范围有变化，投资理念也在不断迭代，从重视公司商业模式、竞争力以及增速这种“选美”式的投资变成越来越重视估值与风险。对于投资，我还是希望能保持相对理性克制，从为投资者赚钱而非规模和业绩排名的思维出发。以前期的港股市场为例，我不会因为它行情好就去向投资者大力宣传。港股投资难度要比A股更大，很多投资者对于隐含风险可能并没有很清晰的认知。

中国证券报: 你所说的投资难度更大和隐含风险主要是指什么？

恽雷: 我之所以觉得港股市场比A股市场的投资要更难一些，是因为港股市场流动性相对稀缺，这会导致市场的定价有效性较弱，更多时候表现为不同风格之间的轮动，某一个阶段可能只有一两种风格有效。例如，有可能现阶段成长股表现好，但过不了多久就轮转到价值股，或者在动量因子、质量因子等之间不停轮动。

这种市场环境对基金经理的能力要求比较高，他们需要有覆盖各种风格类型资产的能力

力，通过风格轮动、掌控回撤来把握市场交易机会，或者通过构建多元化投资组合分散收益来源。而且，基金经理在港股市场投资不仅要关注公司基本面，还要留意市场资金流向，尽管过去十年南下资金正在逐步改变港股的生态，但是当下港股整体还是一个以外资为主的市场。

此外，港股市场标的的不限涨跌幅，市场具有双边交易机制也会放大个股价格波动，可能会短时间内快速上涨，但也可能短时间内大幅回落。叠加港股市场中还存在着许多“仙股”，这些对于普通投资者都会构成较大挑战。

中国证券报: 近期，港股市场确实发生了较大调整。投资者在港股投资中如何应对风险呢？

恽雷: 港股市场主要有两种应对风险的方式。一种是顺应市场去做轮动。从我平常的观察来看，市场上确实有一些基金经理在港股轮动投资上做得比较好，不仅能较好地把握住轮动时机，而且敢于下重仓。但是，这种方式要求基金经理对大部分行业没有投研短板，而且要非常专注，对市场变化的嗅觉非常灵敏，难度比较大。

还有一种方式就是索性不做轮动，通过构建组合的方式来应对风格轮动。也就是说，构建一个投资组合既包括成长股，也包括价值股，让不同风格资产保持相对均衡的配置。这也是我应对港股市场不确定性的方法。

当然，这一方式是利弊共存的。弊端就是可能没有轮动型的基金业绩弹性大，有时甚至可能会大幅跑输，净值的增长可能会是一个比较缓慢的过程。但是，这一方式的好处是可以避免轮动失误带来的大幅回撤，并在不同市场风格中都能保持一定的韧性，在市场风格轮动中实现“东边不亮西边亮”，组合收益来源是多元化的。

南方基金恽雷：专注做好价值投资基础题

□本报记者 张韵

恽雷，2015年5月加入南方基金，历任国际业务部助理研究员、研究员、投资经理助理，现任国际业务部副总经理（主持工作），南方产业智选股票、南方全球精选配置股票（QDII-FOF）、南方沪港深核心优势混合等产品基金经理。

价值股投资是基础题

中国证券报: 行业里似乎习惯于把基金经理划分成价值投资风格和成长投资风格。在此标准下，你认为自己是属于哪个类型的基金经理？

恽雷: 我应该是比较典型的价值投资风格基金经理。我一直相信，从方法论的角度来看，价值股投资是基础题，而成长股投资更像考卷里的附加题，考验的是对未来的认知洞察，对行业发展的深度理解，对公司管理以及企业文化的前瞻判断。至少对我一个没满40岁的人来说，这种能力是不完备的，更何况绝大部分基金经理都没有实体产业经验以及管理经验，不能基础题都还没做好就盲目去做附加题。

当然，这也不是说成长投资就不好，毕竟市场上相当一部分基金经理都是更偏好做比较光彩夺目的成长股投资，只是不同基金经理选择有所不同罢了。这也与我的性格和对待生活态度有关，我认为，生活中几乎所有幸福都来自于低预期，不盲目乐观也就不会有太多的失落。

中国证券报: 可以详细谈谈你的价值投资框架吗？面对全市场A股和港股标的，你是如何进行选股和买卖决策的？

恽雷: 我更偏好以低估值买入高质量的自由现金流资产。我认为，能够长期稳定创造自由现金流并且积极回报股东的公司就是好公司。

具体到A股投资上，我会习惯于将上市公司分为两类资产。一类就是能够创造自由现金流的资产，也是我偏好投资的价值类资产。在这类资产投资过程中，我倾向于选择自由现金流收益率比较高的资产，并在能够估算出公司未来自由现金流和算得清楚账的基础上，优选那些估值处于更低水平的资产。敢于在低估值时重仓买入非常重要，这也是价值投资比较逆人性的地方。

另一类是未创造或者比较少创造自由

现金流，但可能产业趋势较为强劲的资产，我将其称为波动类资产。这类资产可能常常因为产业热度较高而具备较高的流动性和股价弹性，例如前段时间的人形机器人和AI产业链上的部分标的。但高弹性往往伴随着高波动，对于这类资产，投资更多是以交易型为主，到了一定阶段就要卖出。我不会太多参与这类投资。

在港股投资上，性价比同样是我很看重的一点。由于前段时间港股的短期涨幅可能有些透支，整体投资性价比有所降低。因此，我现在更偏好“翻石头”的投资策略，从股息率、自由现金流率、估值等方面选择具有高性价比的标的。

中国证券报: 前段时间人形机器人和AI

大涨确实让不少基金的业绩脱颖而出。这种

出圈效应不会让你有所动摇吗？有人认为，

投资就是投未来大产业趋势，太过关注自

由现金流和股息率可能偏于保守，你如何看待

这一观点？

恽雷: 我相信，不是所有的投资者都会成为我的客户，做好自己就行，不同风格的基金自然会吸引不同风险收益特征的客户，基金产品也是有灵魂的。我并不会太追求在业绩排名上有多么出圈，只要能够长期稳定地实

现低回撤、低波动、中等收益就可以了。因此，我可能更适合那些追求稳定收益的投资者。

而且，我觉得人形机器人和人工智能板

块虽然弹性很大，但也蕴藏着不少风险。

投资不能总是波澜壮阔、大起大落，投资者在

进行资产配置的时候，除了追求弹性以外，

总会希望有一部分配置到更为稳健的资产上，我更希望能够成为投资者进行稳健资产

配置的一个选择。

对于那些真正值得投资的标的，比起在人声鼎沸时入场，我可能更喜欢在无人问津处买入。追涨杀跌往往是在二级市场犯大错的主要原因。

另一类是未创造或者比较少创造自由

现金流，但可能产业趋势较为强劲的资产，

也是我偏好投资的价值类资产。

在这类资产投资过程中，我倾向于选择

自由现金流收益率比较高的资产，并在能

够估算出公司未来自由现金流和算得清楚

账的基础上，优选那些估值处于更低水

平的资产。敢于在低估值时重仓买入非常

重要，这也是价值投资比较逆人性的地

方。

另一类是未创造或者比较少创造自由

现金流，但可能产业趋势较为强劲的资产，

也是我偏好投资的价值类资产。

在这类资产投资过程中，我倾向于选择

自由现金流收益率比较高的资产，并在能

够估算出公司未来自由现金流和算得清楚

账的基础上，优选那些估值处于更低水

平的资产。敢于在低估值时重仓买入非常

重要，这也是价值投资比较逆人性的地

方。

另一类是未创造或者比较少创造自由

现金流，但可能产业趋势较为强劲的资产，

也是我偏好投资的价值类资产。

在这类资产投资过程中，我倾向于选择

自由现金流收益率比较高的资产，并在能

够估算出公司未来自由现金流和算得清楚

账的基础上，优选那些估值处于更低水

平的资产。敢于在低估值时重仓买入非常

重要，这也是价值投资比较逆人性的地

方。

另一类是未创造或者比较少创造自由

现金流，但可能产业趋势较为强劲的资产，

也是我偏好投资的价值类资产。

在这类资产投资过程中，我倾向于选择

自由现金流收益率比较高的资产，并在能

够估算出公司未来自由现金流和算得清楚

账的基础上，优选那些估值处于更低水

平的资产。敢于在低估值时重仓买入非常

重要，这也是价值投资比较逆人性的地

方。

另一类是未创造或者比较少创造自由

现金流，但可能产业趋势较为强劲的资产，

也是我偏好投资的价值类资产。

在这类资产投资过程中，我倾向于选择

自由现金流收益率比较高的资产，并在能

够估算出公司未来自由现金流和算得清楚

账的基础上，优选那些估值处于更低水

平的资产。敢于在低估值时重仓买入非常

重要，这也是价值投资比较逆人性的地

方。

另一类是未创造或者比较少创造自由

现金流，但可能产业趋势较为强劲的资产，

也是我偏好投资的价值类资产。

在这类资产投资过程中，我倾向于选择

自由现金流收益率比较高的资产，并在能

够估算出公司未来自由现金流和算得清楚

账的基础上，优选那些估值处于更低水

平的资产。敢于在低估值时重仓买入非常

重要，这也是价值投资比较逆人性的地

方。

另一类是未创造或者比较少创造自由

现金流，但可能产业趋势较为强劲的资产，

也是我偏好投资的价值类资产。

在这类资产投资过程中，我倾向于选择

自由现金流收益率比较高的资产，并在能

够估算出公司未来自由现金流和算得清楚

账的基础上，优选那些估值处于更低水

平的资产。敢于在低估值时重仓买入非常

重要，这也是价值投资比较逆人性的地

方。

另一类是未创造或者比较少创造自由

现金流，但可能产业趋势较为强劲的资产，

也是我偏好投资的价值类资产。

在这类资产投资过程中，我倾向于选择

自由现金流收益率比较高的资产，并在能

够估算出公司未来自由现金流和算得清楚

账的基础上，优选那些估值处于更低水

平的资产。敢于在低估值时重仓买入非常

重要，这也是价值投资比较逆人性的地

方。

另一类是未创造或者比较少创造自由

现金流，但可能产业趋势较为强劲的资产，

也是我偏好投资的价值类资产。

在这类资产投资过程中，我倾向于选择

自由现金流收益率比较高的资产，并在能

够估算出公司未来自由现金流和算得清楚

账的基础上，优选那些估值处于更低水

平的资产。敢于在低估值时重仓买入非常

重要，这也是价值投资比较逆人性的地

方。

另一类是未创造或者比较少创造自由

现金流，但可能产业趋势较为强劲的资产，

也是我偏好投资的价值类资产。

在这类资产投资过程中，我倾向于选择

自由现金流收益率比较高的资产，并在能

够估算出公司未来自由现金流和算得清楚

账的基础上，优选那些估值处于更低水

平的资产。敢于在低估值时重仓买入非常

重要，这也是价值投资比较逆人性的地

方。

另一类是未创造或者比较少创造自由

现金流，但可能产业趋势较为强劲的资产，

也是我偏好投资的价值类资产。

在这类资产投资过程中，我倾向于选择

自由现金流收益率比较高的资产，并在能

够估算出公司未来自由现金流和算得清楚

账的基础上，优选那些估值处于更低水

平的资产。敢于在低估值时重仓买入非常

重要，这也是价值投资比较逆人性的地

方。

另一类是未创造或者比较少创造自由

现金流，但可能产业趋势较为强劲的资产，

也是我偏好投资的价值类资产。

在这类资产投资过程中，我倾向于选择

自由现金流收益率比较高的资产，并在能

够估算出公司未来自由现金流和算得清楚

账的基础上，优选那些估值处于更低水

平的资产。敢于在低估值时重仓买入非常

重要，这也是价值投资比较逆人性的地

方。

另一类是未创造或者比较少创造自由

现金流，但可能产业趋势较为强劲的资产，

也是我偏好投资的价值类资产。

在这类资产投资过程中，我倾向于选择

自由现金流收益率比较高的资产，并在能

够估算出公司未来自由现金流和算得清楚

账的基础上，优选那些估值处于更低水

平的资产。敢于在低估值时重仓买入非常

重要，这也是价值投资比较逆人性的地

方。

另一类是未创造或者比较少创造自由

现金流，但可能产业趋势较为强劲的资产，

也是我偏好投资的价值类资产。

在这类资产投资过程中，我倾向于选择

自由现金流收益率比较高的资产，并在能

够估算出公司未来自由现金流和算得清楚

账的基础上，优选那些估值处于更低水

平的资产。敢于在低估值时重仓买入非常

重要，这也是价值投资比较逆人性的地

方。

另一类是未创造或者比较少创造自由

现金流，但可能产业趋势较为强劲的资产，

也是我偏好投资的价值类资产。

在这类资产投资过程中，我倾向于选择

自由现金流收益率比较高的资产，并在能</p