

东方红资产管理胡晓:

精选周期龙头 布局“供给优化”

□本报记者 魏昭宇



胡晓,上海东方证券资产管理有限公司(简称:东方红资产管理)基金经理。清华大学工学硕士,曾任东方证券资产管理业务总部研究员、东方红资产管理行业研究员、权益研究部周期组组长。

数年之前,当市场大部分投资者目光尚未聚焦于上游资源领域时,胡晓在一份内部研究报告中做出判断:上游资源品的价格中枢将随着供给约束或资本开支的长期受限而系统性提升。这份报告前瞻性地捕捉到了全球地缘局势不确定性加剧的背景下,实物资产价值重估的历史性机遇。

时过境迁,胡晓已成为掌舵产品的基金经理。面对行业快速轮动、市场情绪起伏不定的复杂环境,胡晓更加笃信主动管理的核心价值在于穿透市场噪音,发现那些被错误定价的优质企业,并通过深度研究挖掘其内在价值的回归。如今,她再次做出明确判断:顺周期板块在未来两到三年内具备较高的投资胜率。基于此,东方红资产管理于近期发行了拟由胡晓担纲的新产品——东方红周期研选混合发起基金,旨在为投资者提供布局周期领域新一轮价值发现的工具。

在板块配置层面,胡晓主要围绕三大核心思路布局:一是聚焦顺周期大板块中,受益于供给优化进程的优质企业,挖掘其价值重估机会;二是甄选资源品赛道里,具备成长潜力且存在估值提升空间的企业;三是立足国内长期低利率的市场环境,遵循超越红利的选股逻辑进行标的选择。

在定价不合理之处挖掘价值

胡晓的研究生涯始于2009年,2010年便进入东方红资产管理,陆续研究煤炭、有色金属、公用事业、交运、钢铁、石油石化等多个行业,为其后续的投资生涯打下了广泛的行业基础。她将自己的研究历程划分为两个阶段:第一阶段是2019年以前,横向覆盖各个周期子行业,积累广度;第二阶段是2020年至2023年,更多从事多行业比较的系统化研究框架搭建,将分散的点串联成体系,深入理解周期研究的共性。

2024年2月,胡晓开始担任基金经理。此前的周期研究经历,赋予了她独特的“周期思维”。在她看来,周期投资需要综合考虑宏观经济周期、行业产能周期、企业经营周期和市场的估值周期。“如果所有的周期都共振向上的时候,肯定是最好的投资的阶段”,但大多数时候并非如此,这就需要投资者具备更全面的视角和更耐心的布局。

在选股维度上,胡晓坚持价值投资的核心理念,即企业的价值来源于其持续创造的现金流,自由现金流贴现模型是有效的定价体系。“我们投资的目的其实是找到很多内在价值不断提升的企业,在价格远低于价值的时候买入,高于价值的时候卖出。”她说,这是一种经过国内外市场长期验证的,既能追求获得绝对收益、长期也能争取相对收益的方式。

然而,知易行难。她坦言,现金流预测是实际操作中的难点,尤其是在熟悉的行业与不熟悉的行业之间,预测的可靠性差异很大,“特别是在一些强周期性的行业里,因其久期较短,可预测的能见度会较短一些”。

胡晓特别区分了周期股投资与商品投资的不同。“我一直认为,商品投资跟权益市场的周期股投资有本质上的差异。”在她看来,前者是在商品市场发现价格变动

趋势、用单边或者套利策略表达对商品价格看法,而后者是在权益市场给企业股权定价,这些企业销售的产品价格或许有较大周期波动属性,但企业价值不完全跟随商品价格变动,而且这种差异会随着经济增速的放缓、资本市场成熟度的提升越来越明显。因此,捕捉所谓的拐点极为困难。正是基于这种认知,她放弃了难以把握的拐点投资,专注于在两到三年的时间维度里,找寻胜率较高的供给优化下的龙头企业。

对于周期投资来说,产业周期与股价表现并不同步是常态。股票价格不仅反映商品价格波动,还包含了估值因素,而估值又受到宏观经济周期、行业产能周期、企业经营周期、市场估值周期等多重影响。谈及这一话题,胡晓认为,这与市场的流动性密切相关。她解释说,在当下流动性充裕的环境中,资金会提前布局潜在方向,在流动性紧张时,股价表现可能滞后。面对这种复杂性,她不断优化自己的投资结构,不单纯依赖左侧布局,而是采取更加均衡的策略。“仓位管理不如组合结构管理更有效,我们既要左侧实现前瞻性布局,也要看到阶段性景气抬升的股票,在不同的周期阶段都要进行相应的配置。”这种灵活性与她坚守的价值内核相辅相成。

作为一名基金经理,胡晓说,自己不会对商品价格或个股走势给予过高的“置信度”,会始终保持着自我怀疑和不断验证的思路。“假设的胜率不一定很高。”在她看来,她所做的不是追逐热点的“周期轮动”,而是深耕基本面的“周期价值发现”。

在当下快速轮动的市场中,这种“不对热门狂热,不对冷门无视”,坚持在定价不合理的地方寻找机会的投资方式,正是主动基金经理为投资者创造长期价值、提升持有体验的重要路径。

谨慎乐观看待权益市场

胡晓对2026年的市场保持谨慎乐观。她认为,从2024年下半年至2025年,市场整体处于偏估值提升的阶段。“站在当下,国内宏观经济已开始进一步复苏,需求端有望企稳回升。同时,供给端的格局优化也在许多行业确实实地发生。”胡晓表示,“展望2026年,A股市场的上涨有望由流动性和估值驱动转换为盈利驱动。”

对于近期持续强势的资源品,她认为,在全球不确定性加剧的背景下,以美元定价的实物资产会迎来一轮较大的投资机遇。这一趋势自2020年左右便开始酝酿,根源在于资本开支长期不足导致的供给约束,以及地缘局势不确定性下的供应链成本上升和各国对实物库存需求的提升。“资源品这部分的供给跟不上,但是需求仍在,价格就会随之上涨。”她表示,资源品的周期一般以5年-10年计,“目前这一趋势还没有看到明确的刹车迹象”,除非出现全球流动性显著收缩或价格高到

反噬工业需求的情况,否则这一趋势将会延续。

除了备受关注的资源品,胡晓说,“内需方向”是未来重点布局的另一主线。她提示,过去几年,以国内需求为主导的顺周期行业如造纸、面板、快递、养殖等领域,经历了资本开支的冲击,相关企业盈利普遍被压缩到极致水平。在胡晓看来,这些行业供需关系的改善或将带来企业盈利修复的确定性机会。

此外,胡晓表示,盈利稳定、愿意回馈股东的红利类权益资产在长期较低的无风险利率环境下仍然具备配置价值。但随着过去两三年红利策略取得了显著的超额收益,不少公司的估值也得到了大幅提升,甚至相比与市场和其他行业不再具备估值优势。“我们未来可能会把目光聚焦到有潜在红利属性的公司,尽管这些公司之前的盈利波动性较大,但其未来的盈利状况会趋于稳定,同时具备一定的估值保护。”

周期板块有丰富的结构性机会

近期有色金属板块风头正劲。相关主题的ETF大幅上涨,吸引了投资者的目光。但需要注意的是,有色金属仅仅是大周期板块中的一员。胡晓向中国证券报记者表示,在有色金属板块高歌猛进的同时,许多顺周期细分领域仍处于下行通道或蓄势待发,“比如上游的黑色产品,中游的一些制造领域过去几年都在偏下行的通道中运行”。这种分化意味着,周期板块内部蕴含着丰富的结构性机会。

拉长时间来看,在胡晓看来,顺周期行业在未来两到三年内都蕴含着投资机遇。胡晓将其核心逻辑归结于“供给优化的价值发现”。她认为,许多行业正经历从新兴成长到成熟阶段的转变。进入成熟期后,行业会先经历一轮激烈竞争,内部企业盈利水平被压缩至极致,通过市场化方式出清那些缺乏竞争力的企业。“出清过程结束后,剩下的那部分企业,会拥有更高的市场份额和更强的定价能力,从而获得更持续和稳定的业绩。”此时,这些龙头企业往往处于盈利和估值的“双低”状态,有望迎接一轮“双击”。

“在很多情况下,成熟期的企业确定性反而比较高,可以在一定程度上获取较为亮眼的超额回报。”胡晓认为,不同于渗透率从1%到10%过程中寻找牛股所需的高难度产业洞察力,在成熟期寻找优质企业的价值发现,其确定性更符合她追求稳健回报的投资理念。

近期有色金属行情表现强势,但主动权益产品跑赢主题ETF的情况却较为少见。胡晓坦承,在某个品种或行业出现非常明确的上行趋势时,主动基金较难跑赢纯粹的行业ETF。这恰恰凸显了主动基金经理在周期投资中的独特价值,并非追逐单一热点,而是在更广阔的周期领域进行多板块布局和分散投资。“所以我们更希望在每一个阶段都能通过组合配置和分散投资的方式,在整个大周期板块里面,争取获得多元的超额收益来源。”胡晓表示,并不会把此次新发的基金定义为一只范围很窄的主题产品,而是希望能够通过组合投资、分散投资的方式把握住这一轮大的上中游周期,追求获得更大的确定性,争取为投资者切切实实地赚到钱。