

3月16日，基金

君邀请到财通资管权益公募投资部基金经理于洋做客粉丝会，请他谈谈如何在剧烈波动的市场中，引入绝对收益理念，提升风险收益比。

于洋具有11年证券从业经验，wind数据显示，截至3月13日，他所管理财通资管消费精选混合基金自2018年4月2日成立以来收益率55.77%，同期业绩比较基准涨幅3.71%，近一年夏普比率2.57，远超同类均值1.21。

基金君从市场观点、投资理念、后市策略三个方面，整理了当天活动的文字实录，供大家分享：

中国基金报童石石

### 【市场观点】

A股结构性机会仍然存在

问：全球市场震荡加剧，上周美联储连续注入流动性，但美股仍遭遇“黑色一星期”，您怎么看？

于洋：

近期全球股市进入暴跌模式，是由原油引发，但本质上反映了投资者对新冠疫情全球持续蔓延引发对全球经济衰退的担忧，担心后期疫情可能在全球范围之内，特别是欧洲范围之内出现失控。

当前，全球已经在积极应对疫情，从中国经验来看，从开始应对到稳定控制需要一个过程，另外美联储、欧央行等全球央行都开始启动大规模宽松刺激，也有助于稳定疫情对经济的影响。整体来看，全球疫情的蔓延短期对资产价格有较大冲击，但从历史统计来看，SARS、埃博拉、H1N1等疫情都没有对长期市场形成影响，反而形成了区域底部。

问：青春：有人期待A股走出独立行情，但A股亦在加速开放，您觉得决定国内市场的主要变量是什么？

于洋：

从全球权益市场来看，现在A股市场是比较好的避险资产之一。目前我国基本已经控制住了内部疫情的问题，现在更多是控制后期输入性风险，国内也开始陆续进行复工，是最早复苏的国家，所以有人期待A股可以走出独立行情。

当前国内情况与海外明显分化，一方面，国内疫情已迎来阶段性转折，而海外很多国家还处于早期的扩散阶段；另一方面，国内各项托底经济、维稳市场的举措持续出台，宽松预期持续存在。因此，未来一段时间，A股在全球市场中应该是表现比较好的几个市场之一。

从历史表现我们也可以看到，海外的冲击是短期的，中长期来说，A股市场走势还是由自身的基本面和流动性所决定，我们有理由相信，A股结构性机会仍然存在。

问：全球央行大放水，疫情过后会不会有“资产荒”？是否现在可以开始布局一些优质蓝筹股？

于洋：

为了应对疫情，各个央行都推出比较宽松的政策，如美联储大幅调降了利率水平，同时推出大规模刺激计划。从流动性方面来看，未来经济下行叠加政策宽松的组合会长期存在，即剩余流动性有望持续回升；历史上当剩余流动性为正时，一般权益市场即存在较为明显的结构性机会。

但权益市场还是由基本面来决定的，盈利方面来看，虽然未来PPI大概率重新转负，整体盈利承压，但预计不少与疫情弱相关的新兴板块及非周期板块仍有增长性，因此估值与增长匹配是获取超额收益的关键。目前，可以考虑布局一些后期有增长潜力的板块，特别是经过这次疫情之后，整个全球的产业链将会重新梳理，A股一些上市公司有望重新崛起。新基建是未来经济发展火车头

问：科技板块出现回调，是否预示了市场将进行风格轮转了？如何给科技股估值更合理？后续科技股走势如何？

于洋：

当下时点，科技股估值整体有所提升的背后更有着明显的分化。从我们跟踪的市场风格判断模型来看，当前科技板块出现调整，但它的性价比其实还是要优于一些偏价值或偏白马的板块。从指数角度来看，比如中证500或者中证1000为代表的一些中小成长股板块指数，仍好于以沪深300或者上证50为代表一些白马价值股的板块指数，短期内市场风格或不会出现比较大幅的转变。

科技股的估值比较复杂，因为它是典型的成长股，盈利预测不是线性增长。价值股它的盈利预测是线性的，比如每年有20~30%的增长，较为持续稳定。但很多成长股的业绩增长或者它的业绩爆发点，并不是线性的，可能前2年是15%-20%增长，第3年会出现爆发式增长，有几十甚至几百倍的增长，所以科技股估值不能简单地去看PE或PS角度去看，得去看整个海内外同类公司的市值，对比市场空间等等来综合给成长股估值。

从中长期维度来看，科技行业公司都享受高估值是不太可能的。科技是一个不断创新的领域，各种新技术的演化，创造新的需求或者带来竞争格局重构，在某些领域能够持续创新并保持高增长的公司，在一定阶段保持较高的估值是有合理性的。后期调整之后，偏成长类股票或仍有比较好的机会和表现，但内部结构或者个股的分化也会更加突出。

问：新基建是当前最热的概念，如何看待具体的投资机会？

于洋：

我们比较关注新基建板块，因为这或是未来决定中国经济增长潜力最重要的方向，会由以房地产为火车头带动经济，慢慢逐渐转成新基建为火车头带动经济。当前新基建主要包括七大领域：5G基建、特高压、城际高速铁路和城际轨道交通、新能源汽车充电桩、大数据中心、人工智能和工业互联网。

在当前疫情的影响下，国内的经济增长具有一定的压力，进行新一轮的基础设施建设有助于稳住经济增长，但老基建主要作用是对冲经济下滑，而新基建不仅为经济结构转型打下基础，更符合经济未来发展方向，具有广阔的增长空间。从参与机会来看，新基建的长期性更好。

### 【投资理念】

关注风险收益比，提高长期“胜率”

问：我们知道，您在管理公募之前，曾做过专户投资，这对您的投资风格有什么影响？

于洋：

先做了绝对收益，再去管理公募基金产品，会有不同的视角看待投资。对我来说，其实最关心的不是净值涨幅，而是产品的回撤，希望给客户 provide 不错的调整风险后收益。当市场调整的时候，我们能跌幅较小，当市场上涨时，我们能跟上市场。

我希望给客户提供一条长期平稳向上的净值曲线，让持有人无论在任何时候买入它，持有一段时间或长期持有，都会有一个不错的回报。这样也会有比较好的持有体验。

问：您的投资风格比较偏均衡吗？

于洋：

大家不要以为做绝对收益概念就是偏均衡的风格。在具体操作上，我们在行业上筛

选时，单一的行业占比不会过大，但并不意味着我们整体风格是偏均衡风格。事实上，如果过度依赖某一种风格，会导致在风格切换后，净值回撤比较大。所以说我们更多还是以控制净值回撤为出发点，去做整个组合的管理配置，力求做到一个Alpha能长期延续，不管在任何时间点，都是用自己的组合去适应市场，而不是锚定某一个风格，让市场去适应自己的风格。

问：A股的轮动非常频繁，请问您是如何把握风格切换，获得超额收益的？

于洋：A股市场的波动不小，无论是牛熊切换，还是风格切换。

过去几年A股投资风格也是出现较大的变化。2013到2015年是偏向成长股投资风格，2016到2018年是偏向价值股投资风格。我们不希望给自己贴一个风格标签，而是能适应不同风格的市场，长期给持有人带来好的体验。

在做任何动作时，无论是调仓、还是买卖股票、或者板块切换，我都非常看重“胜率”。我们最终所有的研究，都在想怎么提高我们的胜率。包括选股的胜率、行业配置的胜率、组合管理的胜率等等。绝对收益投资理念的方法论

问：事实上，公募是相对排名的管理，如何去理解绝对收益的理念？

于洋：

我们财通资管的投资理念，是“深度研究、价值投资、绝对收益、长线考核”这十六个字，实际上，我们从投资框架到考核体系，都是以三到五年这样的维度来进行，这能让我们在具体投资的时候更考虑长期导向，更为从容。这种背景下，我们会更关注组合的夏普比率。

这样的好处是带给管理人和持有人双方稳步成长的机会，比如持有人持有产品更多的是希望获取长期可持续的回报，而不是大幅的波动回报，那这样对持有心态和持有时间都是比较好的。作为管理人，我们更关注整个市场波动的风险，在思考过程中，更多用是长期的维度来思考投资标的，组合构建等等，这样更有利于整个组合长期的表现。

过去我们做绝对收益的时候，会非常关注风险，这个在相对收益中同样适用。首先，你不能去冒一个巨大的风险。其次，当你犯错后，必须要有纠错的动作。我们把做绝对收益的优势，引入到公募的相对排名管理之中，因此我们整体的投资框架和体系，都是一脉相承的思路。

此外，我们也非常看重研究团队的支持。我们研究员的整体配置也是非常到位，他们大部分时间用来跟踪覆盖核心股票池中的150个股票，对于公司的理解和基本面

跟踪都是相当不错的。

我们首先要保证的是，对于个股认知的胜率，并不需要研究团队去覆盖过多的股票。对于基金经理来说，我们在任何时间点，都去做胜率较大的决策。这是我们做配置最根本的出发点，从胜率角度出发，寻找未来有绝对收益的品种。

这样我们组合长期来看，希望可以走出一条平稳向上的曲线，中间会有一些波动，但波动幅度比较小，持有人可以有较好的体验，这是我们在公募产品中做到绝对收益投资理念的方法论。

问：您管理的消费精选混合基金近一年的相对收益也非常强，同类排名也很靠前，这是怎么做到的？

于洋：

短期业绩其实并非我们看重的，里面也会有一些运气成分。我们看重的是三年、五年时间的长期业绩，这背后需要一个长期稳定的投资框架。

我认为，投资中超额收益的来源，基本上三个方面。

第一，自上而下配置的能力。比如有很强的板块轮动能力、或者行业配置能力。第二，自下而上选股的能力。大部分基金经理的超额收益都是来自这一块。第三，组合管理的能力。这三个点构成了基金经理产品的特征。我们并非在某一个领域特别强，或者特别依赖某一块的能力。

因为我是做绝对收益出身，我会去思考对于组合管理更多的因素，比如不同时间点的风险敞口，板块轮动，以及出现风险事件后的对策及纠偏机制。如果在这三方面均衡，无论市场风格如何变化，产品可以实现相对来说比较好的长期回报。基于行业或主题去筛选个股

问：您是如何选择到在不同时间点之上正确的赛道？

于洋：

我们会把市场大的宏观结构分为几个象限，每隔一个季度做一次回顾。根据流动性、经济基本面等自上而下因素，我们去判断哪个象限中不同指数的表现。

事实上就是判断行业的盈利状况、风险偏好和流动性的变化。如果我们判断下来，认为市场在这个阶段是盈利拉动，我们就选盈利比较好，风格上偏向价值的股票。如果未来风险偏好有提高，我们就去寻找那些偏向成长的股票。

在做了一个大判断之后，我们再落实到选股。买入的每一个股票我们都会想清楚，到底是赚盈利提升的钱，还是赚估值拉动的钱。每一个股票我们也设好止损点，万一我们判断错误，避免对组合过多拖累。

最后落实到组合管理，我们会有一部分长期持有纯自下而上的股票，也有一部分自上而下进行配置的股票。纯自上而下配置，会有一部分股票仓位用来稳定组合净值，希望组合净值不会大幅的飘移。单一个股不会占仓位太大，更多是基于行业或者主题的角度出发去筛选个股。

问：相比海外成熟市场，A股的波动率很大，如何降低投资组合的波动率？

于洋：

过去几年，A股的波动水平要明显高于海外成熟市场，但这一情况在2016年大量海外资金进入A股之后出现一定变化，整个市场或A股波动率已经出现明显收敛。做组合管理的时候，我会特别考虑波动率这个因素。有些股票天然波动率比较低，我可以容忍这类股票在组合的比例高一些。有些成长股的波动比较大，我对单一个股的容忍度就低一些。基于不同个股历史上波动率水平，去考虑对其在组合中应该有的比例。

从组合管理角度出发，我看重组合收益和波动率特征。我愿意牺牲一部分收益去换取更低的波动率，而这个底气来源于我们并不追求短期排名，可以选择一些夏普比率更高的一些股票或者行业来进行配置。

问：如果买入之后，和预期不一致，或出现黑天鹅等情况，您会从哪些方面考量进一步的决策？

于洋：

这要看导致“不一致”原因是什么。如果只是一些外因影响而导致业绩波动，我们还会继续观察持有，视情况决定是否加仓。如果是核心影响改变内生动力的因素，比如它的业绩增速、销售情况、价格情况出现一些相反情况变动，那就是前期对基本面的判断出现错误，我们将会果断减仓止损。

要强调的是，如果出现黑天鹅事件，止损是非常重要的，每个人都会犯错。所以我们会明显的止损点位，避免组合出现过大的波动。

## 【后市策略】

消费、周期等板块有估值修复机会

上会有改变吗？

于洋：

我的上一只产品是聚焦泛消费领域，这一只新产品不设行业主题限制，但实际上，核心投资逻辑不变，还是以绝对收益的理念来管理，希望带来持续稳定向上净值曲线，同时控制净值的回撤，获取比较高的夏普比率。

我们不会刻意追求某一个行业的具体比例，而是以一级市场的深度研究二级市场，筛选出好的公司，从两到三年维度把握公司成长性与确定性，选择风险收益比良好的标的，并注意从股价驱动因素上进行合理的分散。

问：对于今年后市，您更关注哪些行业的表现？

于洋：

在经济悲观预期没有充分释放之前、叠加对流动性持续宽松的预期，目前市场风格还是偏成长风格占优势。虽然最近偏成长的板块调整幅度都比较大，比如消费电子、通信、计算机，还有半导体等等，大家更多担心外需受到影响，整个产业链、整体业绩情况，或者订单情况会受到比较大冲击。但我们想强调几点，第一，在后期疫情得到控制之后，这一类公司的增长空间还是比较大；第二，这次疫情会对整个中国在全球上产量分工造成比较深刻的影响，这一类公司有机会获得比以前更多的订单和市场份额的提升。

第三，新基建是后期财政政策发力的主要方向，包括5G、人工智能、新能源汽车等，还是比较好的方向。随着复工的不断扩大，前期科技股、成长股有望转变为相对均衡，等到经济预期出现反转的时候，风格可能会有切换，届时消费、周期等板块可能有估值修复机会。

问：未来消费类板块，您更看好哪些细分行业？传统龙头是否还具有投资价值？

于洋：

结构上我们更关注盈利受到疫情影响相对较小的新兴消费领域，如云视频会议、在线办公、在线教育、互联网医疗等方面更是迎来良好发展契机，而流动性也有一定的宽松，对成长股估值较为有利。

对于传统消费，我们更多认为它是稳定组合净值的或组合波动率的锚。短期，或许传统消费公司业绩不会有大幅的提升或者增长。但长期，它是向上的行业。疫情过

后，也可关注传统消费龙头的估值修复机会。

问：在市场波动加大的时候，个人投资基金应该注意哪些问题呢？

于洋：

在市场较大的波动面前，首先，要保持冷静理性的心态。我们更应该坚守价值投资原则，客观审视市场的核心逻辑是否发生变化；其次，作为个人投资者，可以借此复盘一下现有的资产配置情况，我的中长期的投资目标是否有变化？所选择的投资管理人是否有变化？

如果答案都是否定的，不要被外部情绪所左右，应该克服恐惧心理，避免阶段性低位的赎回，保持对市场的观察，需要以更长期的维度来看待自己的产品，这样才能分享市场长期超额收益的机会；也可以结合自身的风险偏好进行逆向布局，耐心等待时间的玫瑰。

本文源自中国基金报