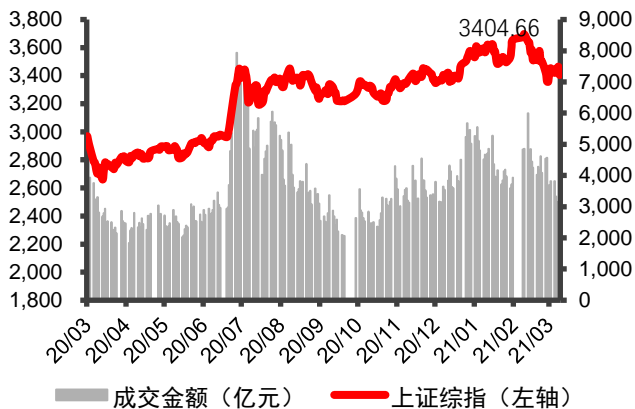


2021年3月22日

2021年第11期（总第837期）

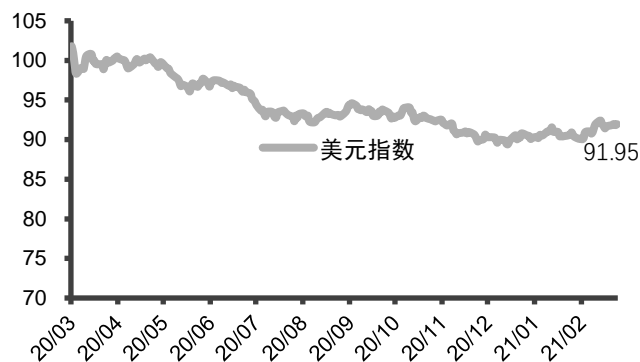
基金视窗

上证综合指数近一年走势图



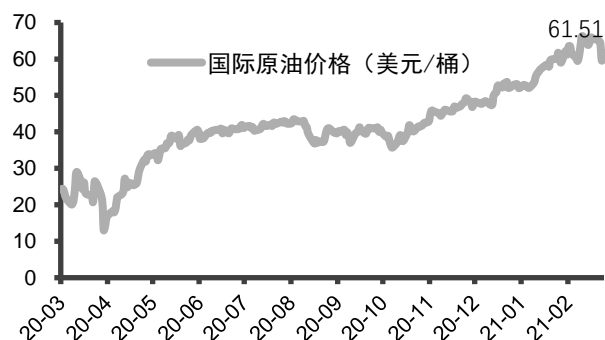
数据来源：万得，截止日期：2021.3.19

美元指数近一年走势图



数据来源：万得，截止日期：2021.3.19

国际原油价格近一年走势图



数据来源：万得，截止日期：2021.3.19

基金经理论市： 经济数据向好，季报期悲观情绪有望修复

上周A股前四个交易日延续前期企稳反弹态势，周五美债利率大幅上行、叠加中美谈判的紧张气氛再度冲击A股，全周来看上证指数下跌1.40%，沪深300下跌2.71%。行业方面，机构低配行业表现较好，军工（3.18%）、轻工（3.07%）、纺服（2.82%）、商贸零售（1.89%）及地产（0.28%）涨幅居前。非银（-4.03%）、石化（-3.85%）、电子（-3.48%）、电新（-3.13%）及汽车（-2.69%）跌幅居前。

国内方面，1-2月经济数据向好，工业生产及消费均好于预期。具体来看，1-2月份，全国规模以上工业增加值同比增长35.1%，比2019年1-2月份增长16.9%，两年平均增长8.1%，为近年来同期较高水平。1-2月社会消费品零售总额名义同比+33.7%，两年复合同比增速+3.2%。1-2月整体固定资产投资增速为35%，受基数影响数据出现跳升。其中地产投资表现最为强劲，地产投资的增速38.3%，制造业投资同比37.3%，基建投资的增速36.6%。统计局披露2021年相比2019年的两年复合增速，整体固定资产投资为1.7%，其中地产投资最强为7.6%维持强劲，其次为基建投资-1.6%和制造业投资-3.4%。

事件方面，习近平3月15日下午主持召开中央财经委员会第九次会议，研究促进平台经济健康发展问题和实现碳达峰、碳中和的基本思路和主要举措。习近平强调，实现碳达峰、碳中和是一场广泛而深刻的经济社会系统性变革，要把碳达峰、碳中和纳入生态文明建设整体布局，拿出抓铁有痕的劲头，如期实现2030年前碳达峰、2060年前碳中和的目标。碳中和主题是当下A股关注的焦点。

国内经济数据向好，出口、生产、消费数据均超市场预期，高频数据来看螺纹钢库存早于季节性回落，经济延续改善趋势。边际来看，美债收益率对美股及A股的冲击均逐步弱化，中美会谈从官方声明来看，好于市场预期，上周五市场反映可能过于激烈。3月下旬引来年报季报密集披露期，预计市场情绪将有所修复，配置上以经济复苏逻辑为主，兼顾超跌的优质科技、消费股，在业绩支撑下的反弹行情。

专栏：以周期思维践行价值投资

对于很多人来说，“周期”是当下的“风口”：估值相对较低、经济修复过程中业绩弹性大、机构配置比例低，以及短期股价弹性较大，都令人难以忽视。今年以来化工、有色等行业表现出色，但纵观全市场，对于周期行业的投资机会，长期参与者较少，原因在于，周期板块的股价表现一如其名，周期往复，大起大落。因此，多数人通过在“风口”来临时配置行业权重股，追求贝塔收益，而在风头减弱时，迅速调仓，以锁定收益或是及时止损。

专注周期中上游资产，以主动选股追求阿尔法

在这样的环境下，大摩进取优选或许算是为数不多的在策略上专注周期中上游资产的产品，这主要与我对目前能力圈的定位有关。在过去9年的从业生涯中，我最初在海通证券负责化工研究，而后进入摩根士丹利华鑫基金从事策略及周期研究，因此对于周期行业投资有较多的心得。

我们的特征是鲜明的周期思维，采用周期的框架和思维去理解不同行业和公司，通过识别行业周期和盈利拐点，在目标被低估或合理阶段入，等待价值修复和兑现，所获得的回报基本来自企业盈利和景气周期驱动的业绩增长进而带来的股价增长。我们更加关注业绩增长，而不是估值扩张；尽管当前行业相对集中，但我们对自我的要求仍然是专注在公司本身，重视选股，淡化行业配置，持股相对集中。

回顾2020年上半年，周期板块先后经历了两轮冲击：国内疫情发酵导致行业基本面恶化，欧佩克减产协议破产导致油价大幅回落。同时，在疫情后的宽松举措为市场带来了充裕的流动性，在市场的反弹中，必选消费、科技等板块与周期板块间的估值差距进一步拉大。面对绝对收益与相对收益的双重压力，我们的确经历了一段艰难的考验，但得益于对行业长期基本面和对持仓个股质地的信心，最终承受住了压力。随着疫情得到控制，周期行业盈利逐渐复苏，资本市场也迎来了这一轮趋势性的行情。

周期行业盈利修复，贝塔行情有望延续

站在当前时点，尽管疫情数据有所反复，但随着疫苗研发成功及推广，全球宏观经济需求的回暖仍是大概率事件，周期行业整体仍处在盈利修复上行的趋势中。在供给侧改革、去杠杆、疫情三轮冲击下，传统周期与制造业龙头竞争优势愈发明显，随着需求的逐渐好转，有望在本轮上行周期中获得更大的业绩弹性，因此周期行业在2021年有望获得贝塔行情。大摩进取优选也将继续专注于质地优秀、自身价值不断增长、同时业绩处于上行期的优质周期企业。

以周期思维践行价值投资，稳步拓展能力圈

大摩进取优选是以鲜明并且持续的周期风格而受到关注，但实际上我们并未刻意为自己贴上某种风格的标签，过往持仓是结合行业基本面与个人能力圈选股的结果。诚实地说，我们当前投资管理年限还比较短，视野还不够大，目前需要小心谨慎地在能力圈内经营。

在我看来，周期不仅仅存在于传统的“顺周期”行业中。科技、消费或周期等分类只是表象，所有行业的发展过程中都经历了周期波动。在不同的行业中，也都存在着很多具有周期属性的资产。关键是正确识别周期阶段，以及保持足够的耐心。

事实上，我们一直在用周期的思维去践行价值投资。如果说价值投资分为价值修复和价值增长两个阶段，那么过去我们更加擅长从价值低估到修复的那一阶段；随着投资年限的增长，以及企业的价值理解更加深刻，正小心谨

慎地拓展到价值增长的部分。

当然，保持现有能力圈内的优势是拓展边界的前提。为持有人力争长期可靠的回报，是我投资的初心，也是选择每一个投资标的基本标准，不过，心存梦想，仍需脚踏实地，追求卓越并不意味着要去拥抱当下最火热的投资赛道，而是需要真真正正地为持有人赚取收益。我们不会由于短期压力而参与到缺少足够认知的热点和主题的炒作当中。短期的股价波动、市场风格很难预测，重复正确的难度很大。结合自身的能力特点，我更倾向于参加比拼耐力的长跑比赛，而不是需要每个环节严密配合的短跑接力。基金管理者既要在顺风阶段搏风击浪，也要在逆风阶段坦然面对，才能实现可复制的投资表现。

（专栏作者：大摩进取优选基金经理朱睿）

风险提示：本周刊中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这固定性及完整性不作任何保证。在任何情况下本刊物中的信息或所表达的意见并不构成实际投资结果，也不构成任何对投资人的投资建议和担保。本周刊中专栏的观点、分析仅代表作者意见，不代表摩根士丹利华鑫基金管理有限公司立场。本刊物版权归摩根士丹利华鑫基金管有限公司所有，未获得本公司事先书面授权，任何人不得对本刊物内容进行任何形式的发布、复制。投资有风险，敬请谨慎选择。