

融通基金邹曦:

19年淬炼产业趋势投资体系

□本报记者 张焕昀

邹曦,中国人民银行研究生部金融学硕士,19年证券、基金行业从业经历,具有基金从业资格。2001年2月加入融通基金,现任公司权益投资总监、融通行业景气证券投资基金等产品的基金经理。



“独一份”投资体系

从业19年,管理基金13年,邹曦的投资历经数轮股市牛熊转换,并凝练成一套完整的个人投资体系,即“产业趋势投资体系”,这也是目前资本市场上的“独一份”。

邹曦介绍,一个完整的投资体系应该包括以下几个方面:首先是认识论,即如何认知世界、认知市场、认知股票,然后从投资理念到方法论(基于投资理念把握股价运行规律),到工具箱,到能力圈;其次是如何做组合管理和交易实施,有效进行风险管控,获取稳定可持续的收益;第三是如何平衡自己的投资心态,让自己处于一种持续稳定的工作状态。总结下来即投资理念、方法论、工具箱、能力圈、组合管理、交易体系、交易心态。

如何理解这套投资体系中最重要“产业趋势投资”?邹曦表示,核心的原理在于:“社会经济生活中存在种种产业趋势,能够提高人们的生活水平,提升生产效率,符合推动社会进步的方向,相关产业中的公司中长期具备投资价值。”

邹曦介绍,产业趋势投资重视中观研究,在驱动力相同的行业群体中,依据共性因素进行比较,以发掘具有投资价值的产业趋势,而非强求全市场通用的行业比较标准。

同时,产业趋势投资注重结构性跃迁,不仅仅是简单的均值回归和周期往复。在大类资产配置与个股选择方面,同样基于产业趋势研究。产业趋势强的板块可以多配,产业趋势不明显的板块少配,同时根据宏观经济状况,判断市场可能出现的极值风险并予以规避。

在个股选择上,邹曦介绍:“主要选择引领或顺应产业趋势的公司。”不管宏观经济和股市环境如何变化,这类公司中长期的内含价值都在持续提升,其股票具有绝对投资价值。

邹曦指出,产业趋势本身的驱动力可以分为以下三类:社会体系变革、经济体制改进和技术进步。

邹曦指出,不同产业趋势的分析原则各不相同。对人性的考量是研究

社会体系变革的出发点,可以用于研究消费相关的产业趋势,其中包括需求层次分析、需求扩散效应和需求价格弹性原理等基本研究方法;关于经济体制改进的研究,需要认清以下基本原则:开放和市场化是促进生产力释放的方向,有效划分市场与政府的边界是体制改革的核心;研究技术进步相关产业趋势的核心在于技术进步对供给的改善能否创造有效的新增需求,其中包括产业生态系统、技术扩散周期等研究方法。

谈到产业趋势投资的具体分析方法,邹曦表示,第一,产业趋势对股价的影响,可以从确定性、强度和持续性等角度进行分析。在确定性方面,产业趋势要存在对中长期逻辑确定的可验证因素,否则容易陷入概念炒作;在强度方面,对基本面的改变程度决定了产业趋势推动股价的力度;在持续性方面,产业趋势持续存在则上涨行情往往能持续。

第二,产业趋势的确认主要包括盈利增长预期和事件驱动两方面。如果事件驱动能够得到盈利增长预期的支持,则产业趋势的确定性和推动力度将较强。一般而言,产业趋势会按以下过程进行确认:趋势逻辑显现——经营数据增长——盈利加速增长,至少要进入经营数据增长阶段才能有效确认产业趋势。

第三,产业趋势的辨识度对行情的涨幅有重大影响,辨识度高、容易被大众所接受的产业趋势,行情上涨幅度或更大,蔓延范围或更广。

第四,关于产业趋势的性质,邹曦认为,可从产业属性和产业组织结构两个维度分析。从产业属性来看,分为消费升级、技术进步、制造业升级、重化工业化、金融自由化等;从产业组织结构来看,分为产业升级和产业集中,驱动力上可分为供给端和需求端。

“虽然我的产业趋势投资体系框架已经相对完善,且能做到自治,但是每个季度仍会更新迭代。”邹曦表示。

在新冠肺炎疫情影响全球经济的当下,国内市场对于基建拉动经济的期待呼之欲出。而对于融通基金权益投资总监邹曦而言,基建投资是再熟悉不过的领域。从业近20年,对于周期的深刻认知,不仅使得邹曦的组合历史业绩长期优异,更凝练出一整套日臻完善的“产业趋势投资体系”。

邹曦的这一体系已经有了近8年的投资实证。银河数据显示,2012年7月3日至2020年4月17日邹曦担任融通行业景气基金经理的任职回报高达176.60%,同期业绩比较基准为51.64%,年化回报13.94%。值得一提的是,以邹曦的投资体系命名的融通产业趋势基金,将于4月28日正式发行。

展望未来,邹曦认为,基建核心资产的投资机会值得重点关注,周期股或将迎来高光时刻。

分清幸运与能干

实践是检验真理的唯一标准。运用了产业趋势投资方法论的组合,会有怎样的特质?“我的组合管理原则是获取一般情况下的Alpha,极端情况下有限的Beta。我认为,Alpha代表能干,Beta代表幸运。我们要时刻分辨并提醒自己赚的是幸运的钱,还是能干的钱。”

一般而言,组合的仓位是Beta,个股是Alpha,那么板块及行业配置呢?邹曦认为,板块之间的配置属于Beta,这是由宏观策略因素决定,具有不可复制性,具有不可持续的投资效果,与仓位选择一样。但是在板块里面选行业,属于行业的Alpha。这直接决定邹曦对研究精力的分配,即主要精力用来寻找Alpha,既有行业Alpha,也有个股Alpha。其中50%的精力放在行业比较上,30%的精力用于个股选择,20%的精力放在宏观策略上。

邹曦介绍,根据驱动力的不同,他将申万一级行业细分为四大板块:“第一,利率驱动的金融地产板块;第二,固定资产投资驱动的投资相关板块;第三,消费驱动的消费相关板块;第四,技术进步驱动的技术板块。”

邹曦指出,因为利率、投资、消费、技术进步这些主要驱动力量之间的相关性比较低,在四大板块之间配置,才能真正做到风险分散。而所谓行业比较,仅限于在大类板块内部比,比如银行与证券比、钢铁与水泥

比,计算机与电子比,因为驱动力相近,具有可比性。而不会做跨类别比较,如拿银行与计算机比,这样比没有意义。

目前,融通基金权益投资团队的行业比较已经从申万一级行业突破到了申万二级行业,通过系统的行业比较后,过滤掉很多短期内不值得研究的行业,大幅提升了研究效率。

根据产业趋势投资体系,Beta对业绩贡献相对较小,因此如果要获得比较大的超额收益,就必须有Alpha,所以行业一定要非常集中。一般而言,在邹曦的投资组合中,一个大类板块最多配置2-3个行业,行业内最多选2-3只个股。邹曦的组合个股配置一般不超过20只股票,前十大重仓股可以占到80%以上。但他的组合波动比同行普遍小很多,因为他已经做好了对Beta的取舍,获得了足够的行业Alpha和个股Alpha。

周期投资是邹曦最擅长的领域。但邹曦并不是对所有的周期行业都看好,他通过产业趋势方法论推导出,工程机械、重卡、水泥三个细分行业或处于趋势向上的景气周期,所以他更看好这三个细分行业。从融通行业景气今年一季报可以看出,钢铁、煤炭等行业他一股没配。而过去两年多,周期股并不被市场过多关照,但邹曦重仓的水泥股收益均翻倍,这印证了他对细分行业和个股的Alpha能力。

周期股或迎高光时刻

近期,全球市场处于剧烈波动之中。“虽然疫情对股票市场的影响十分严重,但是我们认为可以将这种影响定位于一次性。我们的投资策略不会进行调整,依然坚持产业趋势投资,寻找结构性产业趋势推动的绝对收益机会。”邹曦表示。

邹曦分析,从中国的经验来看,全球疫情也将逐步缓解。经济结构性问题也许并没有2008年那么严重,在各国力度空前的经济刺激政策推动下,市场下跌空间或有限。就A股而言,政府稳就业的底线已经非常清晰,在海外经济刺激政策顺风车支持下,3月的低点有可能是全年市场低点。

“中长期决定股价的还是结构性的产业趋势。在海内外经济活动逐渐恢复过程中,我们要认真辨析环比的恢复性增长是否具有可持续性,而疫情之前已存在的产业趋势以及疫情中新出现的产业趋势就是决定性因素。”邹曦表示。

谈到后市看好的领域,邹曦表示:“更看好与内需特别是基建投资相关的领域,尤其看好供需结构优化、具有长期增长潜力的周期核心资产。”

谈到基建核心资产的投资逻辑时,邹曦强调,有三点值得关注:

第一,财政政策通过带动基建投资从而带动上下游产业链及总需求的稳定。

第二,不存在新旧基建孰优孰劣问题,新基建(实质上是新兴制造业投资)方向好,平衡增量;旧基建(传统基建部门)规模仍占绝对主导,贡献总量,对今年来说都十分重要。

第三,从产业趋势和周期景气叠加的角度,看好工程机械、重卡、水泥、消费建材的投资机会。

邹曦指出,对周期板块而言,供需结构良好的工程机械、重卡、水泥等行业的产业趋势将在疫情后期得到验证,加上国内逆周期调节稳就业的政策加持,其盈利增速或将逐季上行,同时估值持续提升,可能存在戴维斯双击的投资机会。

就市场节奏而言,邹曦预计,未来4月、5月或将证实周期核心资产的盈利持续性,5月、6月或将证伪消费需求的持续性,7月、8月或将证伪科技需求的持续性。期间科技和消费板块也许会有反弹,但可能持续性不好。“2-3季度或是周期板块的高光时刻。”