

东方阿尔法基金唐雷:

洞悉未来 追求确定性成长

□本报记者 余世鹏



唐雷,东方阿尔法基金公募投资部副总监。武汉大学物理学学士,北京大学光华管理学院工商管理硕士。12年研究和投资经验,曾先后任职于民生加银基金、安信证券资产管理部、金信基金。2013年4月开始独立管理股票账户,2016年7月起任基金经理。

“未来”引领成长股投资

唐雷自上而下投资体系的核心,在于把握经济和产业未来的发展趋势。

唐雷指出,把握未来是成长股投资中的基础性问题。宏观经济、政策环境、科技发展等因素的变化,会导致市场趋势、市场风格乃至投资理念和方法也跟随变化。

“2012年至2015年,成长股投资一度在A股市场大行其道,专注成长股的基金经理创造出了令人瞩目的投资回报。但到了2016年至2018年,因宏观经济政策和资金背景发生变化,市场风格也逐渐从成长切换到了价值,价值投资理念开始占据主导,成长股投资则一度走到市场边缘。”唐雷说。

究其原因,唐雷分析,成长股的潜在高收益固然令人心动,但其风险可能来自于行业和公司基本面的不确定性,以及估值的高波动和市场的风格切换等。投资稍有不慎,巨大的波动会使得收益迅速缩水,甚至本金亏损。因此,唐雷认为,成长股投资要获取长期丰厚回报,关键要从成长确定性和持续性角度出发,选择产业趋势明确、景气向上行业中业绩快速增长的优质龙头公司。

具体地,唐雷指出,从3年以上的长期视角来看,要选择产业趋势明确、处于成长期的行业,行业需求复合增速20%以上。这一类行业主要集中在科技、新兴产业和新兴消费等领域。而从1-2年的中期视角来看,唐雷认为,在众多处于成长期的行业中,要着重关注行业景气的变化。“即使是需求快速增长的新兴行业,也会因宏观经济波动、政策变化、供需关系等原因存在阶段性

景气周期变化。成长股投资需要把握行业的景气拐点,重点投资景气向上阶段的成长性行业,通过自下而上的研究,选择业绩快速增长的优质龙头公司。”

基于此,唐雷总结了三类具有确定性的成长股投资模式:

一是产业趋势爆发的投资机会。唐雷举例说,这种情况类似2013年-2014年的手游、2019年开始的半导体国产替代行情等。“这些行业在由导入期开始进入成长期的前两三年,由于政策推动、技术创新、商业模式变化、突发事件等原因导致产业进程急剧加速,新产品或者新应用的渗透率从3%左右快速提升至30%左右,产业趋势出现爆发态势,市场增速连续爆发式增长(比如3年50%甚至100%以上),相关上市公司业绩也会出现跳跃式增长,这是科技成长股投资中最具有吸引力的一种模式。”

二是成长行业的景气模式,投资成长行业的景气上行阶段。唐雷指出,当一个具有长期成长趋势的行业确认了景气上行拐点之后,板块可能会面临业绩预期的上调和估值中枢的上移,高速增长确定性极高,“戴维斯双升”带来的投资回报会相当丰厚。

三是优选个股模式,寻找长期(3年以上)业绩持续30%以上高增长的公司。唐雷说,在一些行业的成长中后期会出现竞争优势突出的行业龙头,其估值能在较长时间维持稳定,而且业绩高增长的可预见性强。对于这一类公司,通过中长期持有,可以获得业绩持续高增长的巨大收益。

科技成长行情远未结束

唐雷表示,在中国经济增速换挡的结构转型时期,成长股投资就是要寻找经济增长中最受益的细分领域和公司,获取经济增长中最丰厚的一部分回报。

具体来看,唐雷认为,当前的市场风格与2019年6、7月份时类似,即外部环境比较动荡,市场的风险偏好整体不高,资金对业绩确定性高的板块进行集中配置,而对风险偏好高的成长类资产趋于谨慎,因此必需消费品类的在近期走出了一波上涨行情。

“新冠肺炎疫情的阴霾仍未散去,但是最坏的时刻已过,疫情对全球经济的冲击和影响已经边际弱化。”唐雷表示,疫情对全球经济的冲击,在一季度时市场已有过一波反应。虽然近期全球每日新增确诊病例数高位反复,但是疫情在主要经济体已经得到有效控制。随着中国经济步入正轨,疫情对经济的冲击将慢慢消除,全球经济已处于逐步恢复过程中。

“目前市场已经处在上升趋势中。”唐雷分析,国内复工复产迅速,虽

然外需有压力,但是财政政策托底力度大,经济从低位回升。而宽松的流动性环境,也有利于股票市场估值中枢系统性上升。宏观经济修复叠加流动性宽松,投资者风险偏好逐步回升,上述因素的叠加使得市场处于一个中期上升的趋势中,这是目前相对比较明确的判断。未来市场有望对科技成长股重燃做多热情,尤其是半导体、消费电子、计算机安全可控、新能源汽车、云计算、5G应用、光伏等细分领域。唐雷说,从产业发展趋势看,始于2019年、因疫情影响中断于2020年初的科技成长股行情,远未结束。

“科技创新产业的发展是长期趋势。虽然高估值和高市场预期导致科技股的波动率大大高于市场平均水平,但是因为高增长,收益率也往往比平均水平更高。并且,科技股的成色已通过2019年年报和2020年一季报得以验证,市场给予高估值是合理的。疫情之下,科技创新大浪潮或会延迟,但在疫情之后补回来。”唐雷说。

可持续发展的经济体,多有着清晰的路径依赖特征。同样,能持续获取稳健收益的基金经理,也有着以一以贯之的投研风格和由表及里的市场认知。在接受中国证券报记者独家专访时,东方阿尔法基金公募投资部副总监唐雷指出,投资收益源于对价值来源的本质洞悉,这可通过提升风险收益比来逐步实现,但同时要注意做好风险回撤控制。

唐雷认为,当前海外疫情尚未结束,从近期股指横盘震荡和“科技-消费”的跷跷板现象来看,市场资金之间的分歧明显。但无论如何,科技股的成色已通过2019年年报和2020年一季报得以验证。从产业发展趋势看,始于2019年、因疫情影响中断于2020年初的科技成长股行情,远未结束。

投资是风险与收益的“函数”

从2008年入行算起,唐雷已在金融圈走过了12个年头。12年是一个轮回,但在风起云涌的资本市场,个人的认知和视野拓展,却是一个明显的螺旋式上升过程。记者在访谈中发现,唐雷的投资之路有着清晰的进阶路径,贯穿其中的核心主线,就是科技成长资产的研究与投资。

唐雷是理工科(电子)专业背景出身,毕业后在通信设备行业有过两年的从业经历。科班专业背景加上一线实业经历,让唐雷在2008年进入投研行业时,很快就在TMT领域展现出了明显的比较优势。

“我一开始就是TMT研究员,后来研究领域还涉及金融、消费、周期等大类资产领域,但科技一直是投研主线。”唐雷对记者表示,在2013年正式管理资金之前,他有过5年的研究员生涯。“这是一个建立核心能力圈的过程。我以TMT为投研主线,同时也从钢铁、有色等其他板块的研究中开拓了视野。而且因理工科的专业背景,我的投资思路一开始就有着明显的逻辑框架性,会在宏观策略层面上进行思考。久而久之,我就形成了自上而下的投资框架。”

“框架虽在研究员阶段就建立了,但框架的有效性检验,其实是在后来的投资中完成的。”唐雷表示,2013年开始做投资时,无论是对资本市场运作逻辑的有效把握,还是对个人情绪的有效管理,他都显得难以适应。在这期间,他曾对自己的投资框架产生过短暂的怀疑。“但是,怀疑背后的投资短板并没有及时暴露出来,反而被2014年-2015年这波牛市所掩盖,以至于我在2015年时,信心满满地从公募出来转战私募。但很快,我就在市场中吸

取到了更为深刻的教训。”

经此一役,唐雷将风险控制嵌入到了投资体系当中。“很多时候,你赚钱只是因为市场指数在上涨,但并没真正认识到投资的价值来源。”唐雷总结说,投资是风险与收益的“函数”,投研的价值则在于提升风险收益比,其关键在于认识风险并做好风险回撤。唐雷认为,风险控制核心在于对未来各种情况做出合理假设,然后在策略上给予应对,而不是简单地押宝运气。

唐雷进一步表示,在市场中存活下来的人,到最后往往都选择了价值投资。但如果有完善的风险控制体系,成长股投资也会有更强更持久的生命力。“因为价值投资本身就带有风险控制属性,其在选股上偏好公司治理好、ROE高、估值低的绩优蓝筹股。这类股票的成长性虽然不高,但本身的安全边际很足,跌了之后往往还能涨回来,抗风险能力很强。而成长股的价格波动比指数波动更大,比如在2016年-2017年,A股指数整体相对平稳,但成长股却遭到大幅杀跌。这个时候,选股和择时的效率是不高的,而基于自上而下的策略,最好的风控方法,就是暂时把成长股的仓位降下来。”

“这些变化是引人入胜的,它既塑造并夯实了我的投资框架,也让我深刻感受到了市场的残酷。也正是如此,投研的价值才得以体现。通过风险控制去获得投资收益,让持有人的财富持续增值,是我从事这个行业的不懈动力。”唐雷对记者说,投资为持有人产生回报时的心里愉悦感,是其他种类的兴奋难以替代的。