

富国基金曹文俊: 均衡投资 长情陪伴

□本报记者 李岚君



不同寻常的全局视野

依托于“自上而下”与“自下而上”相结合的投资框架,曹文俊有着不同寻常的全局视野,坚守上下融通的方法论,行业布局动态演化。

具体而言,曹文俊首先会以季度为单位进行宏观研判,参考政治、经济、社会、技术、环境、法律等多个维度进行前瞻判断,捕捉重点行业;其次在中观层面上,曹文俊对产业生命周期、价值链等主题进行比较,挑选“行业的美丽方向”;最后,曹文俊综合公司治理、股权结构、管理层激励、管理经营能力、企业文化等因素严格遵守选股纪律,自下而上挖掘个股。双维度交叉印证,提高组合配置的有效性。

“胸有成竹”的曹文俊心中也有一张坐标图,按照“风险暴露程度的高低”和“投资久期的长短”,两个维度将投资标的划分为周期、价值、成长和主题四大类,并依据自上而下的策略决定每个象限的配置比例。其中,短久期的部分主要是价值和周期,长久期部分主要是成长和主题。在不同宏观背景下,以自上而下的策略思维决定每一类股票的配置权重,然后根据不同象限的分析框架对行业做对比,最后自下而上选股。

周期与成长是曹文俊的核心优势,也是他的能力圈。他表示,在投资象限之上,根据风险收益比特征,正常情况下他更倾向于70%至80%的个股集中在成长与周期两类领域,这两个象限在同一时间段里自上而下的逻辑和自下而上的业绩增长匹配度往往较高。与之相比,主题象限主要起到调节组合贝塔的作用,而价值

象限一般在市场较悲观的背景下才会重仓。

对于周期股,曹文俊认为研究关键在于“趋势、拐点和均值回归”,基本框架就是供求关系,判断产能利用率所处位置。这其中趋势和拐点勾勒了其周期性因素,需要通过自上而下宏观的需求脉动来做需求端展望;而供给端情况大多数是通过行业中观层面研究获得的。

曹文俊称,周期股赚钱的时间机会点主要有两个,一是行业景气度底部出现向上拐点的时候;二是产能利用率过了临界点之后。“当高经营杠杆特性体现出来的时候,就是所谓价格弹性比较大的阶段。如能够把握好这个趋势和拐点,赚钱是没问题的。如果能够把结构性因素一并研究得很透彻,周期股是有机会赚大钱的。”

对于成长股,曹文俊认为关键在于核心竞争力、市场容量、生命周期所处阶段。成长的研究框架折射到财务模型上面,无外乎就是研究公司收入端增长速度、增长持续性以及毛利率净利率稳定性。成长股的收益70%~80%来源于公司自身业绩长期高速增长所产生的复利。

“成长股投资,本质是长周期投资,在看得比较远的前提条件下,比拼谁看得更准。”曹文俊说,“可能在投资之初,它的估值水平就不低,随着时间推移,其估值水平可能不降反升。成长股研究相较于周期股有一个非常大的差异点,在于对公司毛利率的稳定性要求非常高,对公司核心竞争力的考察至关重要。”

曹文俊,复旦大学理论与应用力学学士,上海财经大学投资经济学硕士;历任申银万国助理分析师、申万巴黎基金行业研究员;2010年6月至2017年6月,任交银施罗德基金行业研究员、基金经理助理、基金经理;2017年6月加入富国基金,2018年4月起任基金经理,目前任富国转型机遇、富国优质发展、富国低碳环保、富国稳健策略6个月持有期、富国金安均衡精选的基金经理。

古人云,文武之道,一张一弛。周期和成长研究方法论差异很大,少有基金经理能全面覆盖,为何曹文俊张弛有度、全面均衡?在进入公募基金前,曹文俊曾担任卖方分析师,在钢铁、交运等周期行业颇有建树,在这一时期他对宏观经济和产业格局形成了深刻理解。在此后多年的投研积累中,曹文俊逐步将投资范围拓展至成长、主题、价值等其他领域,进化形成全面的能力圈。

起步于周期股的高瞻远瞩,加速于成长股的见微知著,独特的职业生涯让曹文俊形成了“自上而下”与“自下而上”相结合的投资框架,这是他区别于大多数投资人士的核心竞争力。

历经熊牛,玉汝于成。如今的曹文俊在周期股与成长股之间游刃有余,在大局观和秋毫之间举重若轻,在风险暴露和持有久期之间灵动应变,彼此交融,方显“鹰击长空,鱼翔浅底”之妙。

合二为一的梯度配置

基金经理的买入“决策”大都来自对个股的深度洞悉与推演,而曹文俊选股框架比普通基金经理更上一个量级——与风控体系合二为一。

按照风险收益比,曹文俊把这个股分成三类:第一类是核心战略性品种,以长期阿尔法突出、核心竞争力稳定的股票为主,持仓权重最高;第二类是配置型品种,持仓权重较低;第三类是弹性品种,持仓权重相对较小。配置品种和弹性品种主要用于填补行业贝塔的暴露,同时基于宏观和中观的判断动态把握三类股票配置,灵活应对市场变化。

具体来看,第一类核心战略型品种,是自上而下逻辑通顺,自下而上业绩增长匹配度高,整体瑕疵点较少的股票。考察点主要包括公司治理情况、公司信息披露是否充分、公司经营管理层的经营管理能力是否经过历史检验、利益诉求和二级市场是否基本一致等。这些要素如果都比较完美,则可以作为基石仓位。

第二类配置型品种,虽然也是宏观逻辑通顺,但可能在阶段性存在小的瑕疵点。例如公司可能只有一半业务跟投资主线相关,另一半业务虽然

没风险但弹性相对较小;也可能公司财务不那么稳健,比如股东质押比例很高,经营杠杆很高。

第三类弹性品种,大多数是主题投资,优缺点都很明显:优点是进攻时锐度更高,缺点是如果行业景气度出现下滑,或市场流动性开始收紧,这些股票跌幅也很大。策略上,如果市场水温比较高,权重会上调一些;如果市场水温较低,权重会下调一些。

值得一提的是,梯度配置这一方法论容易在流动性驱动的单边上行市场中失效。一方面,核心战略品种可能不是弹性最大的进攻性品种,而是风险调整后收益最理想的品种,在单边上涨的牛市中很难跑赢市场;另一方面,牛市中后期匹配度高的可选标的越来越少,但单边市场要求高仓位,两者存在矛盾。

为了使投资策略“全天候”,曹文俊给方法论短板打上了“补丁”:通过自上而下的策略预判,如果判断市场是流动性驱动的牛市的话,会主动增加第三类弹性品种的配置比例,采用跟随策略,将组合贝塔尽量向市场中位数水平靠拢。

稳健均衡的长情“告白”

不求近功,不贪小利。曹文俊给自己定义了清晰的投资目标:积小胜为大胜,追求组合在风险可控、稳定性和波动率相对可控情况下的收益弹性。曹文俊曾说,“我并不希望以押注一两个行业,在较短时间内积累较大超额收益,而是希望平稳、平均、逐步积累超额收益。”

曹文俊深谙攻守之道,梯度配置持仓结构保持很强的均衡特质,也就是典型的“进可攻退可守”类型,能够抵御不同的市场风浪,最终获得了较优秀长期回报,减少基民的情绪波动,使投资体验更佳。

他曾表示,自己的风格较稳健,注重绝对收益和长期回报,会在投资的各个阶段对不同资产的价值进行比较和分析,坚持风险可控下胜率最大的路径。从富国转型机遇、富国优质发展等产品的投资布局中,可以看到曹文俊对市场的敬畏之心,以及以投资者长期利益为核心的坚持。

路遥知马力,日久见人心。在近几年市场结构变化快速的环境下,无论是从核心资产到专精特新,还是从医药消费到科技新能源,曹文俊均跟上市场节奏,带给持有人良好的投资体验。不做“赌博”式风格暴露,追求

每年排名相对靠前的“长情”,是曹文俊对持有人的“告白”。

银河证券数据显示,截至2021年12月31日,曹文俊自2018年4月25日起管理富国转型机遇以来,近两年、近三年净值增长率分别为103.18%、212.43%,在同类偏股型基金中排名84/485、89/408,排名均居于同类前1/4。凭借优秀的表现,富国转型机遇受到机构持有人的认可。基金定期报告数据显示,截至2021年6月30日,富国转型机遇机构持有者占比从2018年末24.15%攀升至83.26%。

具体到下一阶段的配置重点,曹文俊表示,会关注景气度相对较高的领域,比如新能源汽车、汽车智能化等细分行业,还将关注PPI向CPI传导过程中受益的食品、机械行业。此外,曹文俊比较关注政策纠偏下地产行业的估值修复机会。“我个人比较关注地产板块,目前地产股的估值位于历史较低位置,在‘稳增长’压力下,未来政策或有望回摆。部分地产公司的资产负债表较健康,拿地不激进,现金流也足够稳定,若政策回摆,未来市场份额有望显著提升。”