

天治基金许家涵:

校准宏观研究定盘星 锤炼行业轮动掘金术

□本报记者 徐金忠



宏观研究定盘星

对于宏观研究重要性的认知,在许家涵身上,经历了一个逐步提升的过程。

许家涵曾就职于吉林信托自营资金部、上海金路达投资管理有限公司。2007年,许家涵加入天治基金,曾任交易员、交易部副总监、大金融研究员、交易部副总监。如今,他的身份是天治基金副经理、投资总监兼权益投资部总监。

可以看到,有着18年证券从业经验、8年多投资管理经验的许家涵履历中,早年专修交易,彼时的许家涵,是市场博弈的弄潮儿。倏忽万变的市面之中,交易最关心的是应对,关注实然,不追求应然。这样的术业专攻,是那个阶段的进攻姿态,也是与当时资本市场运行模式和自身资产管理属性相适配的模式。

而成为大金融研究员、权益投资部总监、投资总监等角色后,许家涵的投资有了明显的进化。用许家涵自己的话来说,延续原有的交易模式,有过光辉岁月,但是时移世易,固守原有的模式,也“交了一些学费”。此时的资本市场,很难再以交易这一单一维度来度量,或者说,交易决策背后需要考虑的因素更多了。

许家涵的改变,首先是向宏观研究做深度拓展。这一路径,是顺势而为。许家涵擅长的交易,本身就是市场整体信号的集中体现。此前通过交易,许家涵已经对影响市场的宏观变量有了直接的认识,例如宏观政策、市场流动性、投资者情绪等。

确定了拓展深度研究的方向后,许家涵开始系统梳理可以校准宏观研究“定盘星”的因素。剔除间接的因素、剥离重复的因子,

许家涵化繁就简、返璞归真,确定了“五大要素”的宏观研究体系。

“五大要素”体系,包括经典的消费、投资、出口“三驾马车”,以及汇率、流动性两大市场的“温度计”。

“三驾马车”是许家涵观察经济基本面的基础框架。在他看来,万变不离其宗,在实现革命性突破之前,这三方面的因素,就是经济发展的主发动机,“‘三驾马车’代表着中国经济大趋势走向”。其余的宏观因素,也大多围绕这三个因素衍生、演绎。

汇率和流动性这两大市场的“温度计”之中,许家涵表示,前者能将国内投资与国际资本联系起来,在全球布局产业链的当下至关重要;市场流动性与宏观经济等因素相比,在许家涵看来,看似偏中观,实则是市场复杂信号体系的关键指标,而且流动性因素的变化,有时候是资本市场阶段性超前或滞后宏观基本面的决定性因素之一。

持续校准宏观研究这一市场的“定盘星”,让许家涵在近年来的市场中获得了较好的“回报”。在2022年的投资中,许家涵就用这套宏观体系,指导了多次投资实操。去年三季度,许家涵观察到,宏观经济的“三驾马车”中,投资之中最为关键的房地产行业还没有改善的苗头,消费则持续受到疫情因素的干扰,出口也到了一个边际走弱的当口,复杂的国际形势又带来人民币汇率的多变,“五大要素”体系中,四个要素都出现了不尽如人意的表现,仅剩市场流动性继续保持充裕。许家涵的选择是,在仓位上控制风险暴露,以应对可能的市场调整。事后来看,这一选择颇为精准。

投资越来越需要全方位、立体化的体系。近年来的资本市场,一方面,验证了景气度投资的有效性;另一方面,对宏观研究能力提出了更高的要求。景气度投资无法抵御宏观环境的波动,宏观研究最终要体现在景气度投资上,因此,两者缺一不可。

天治基金副总经理兼投资总监许家涵构建的体系,就是在深度宏观研究的基础上,做好高效的行业轮动。在深度研究层面,许家涵构建了“五大要素”体系,消费、投资、出口“三驾马车”再加上汇率、流动性两大市场的“温度计”。在宏观研究指引之下,行业轮动则水到渠成,既可以看到周期反转的机会,也能囊括持续景气的机遇。在个股的选择上,许家涵则相信市场、借助“外脑”,尊重市场交易形成的龙头个股,尊重团队研究员持续跟踪的专业研判。

许家涵,天治基金副总经理、投资总监、权益投资部总监。曾就职于吉林信托自营资金部、上海金路达投资管理有限公司。2007年9月至今,就职于天治基金管理有限公司,历任交易员、交易部副总监、交易部总监、基金经理。

高效行业轮动

公募基金的投资,毕竟不可能演绎成宏观对冲的策略,许家涵在不断校准市场“定盘星”的同时,要用宏观研究来指导具体的投资。从宏观走向具体,逻辑上通顺的步骤是行业轮动。

有了宏观研究作为支撑,许家涵持续修炼的是在行业轮动上的“掘金术”。在加强宏观研究和学习的基础上,许家涵更加重视行业比较,其关注的行业轮动机会,主要包括两大类:一类是高景气度、盈利高增的行业,另一类是困境反转的行业。

在许家涵看来,盈利高增的行业,拥有行业景气度和宏观政策的支持,短、中、长期的需求都比较明确、持续向好,公司的盈利也能稳步提升,因此这种行业的配置是“守正”方面的投资。

困境反转的行业则更多地代表着对市场预期差的把握。“这类行业逐渐可以由‘钟摆’的最左侧向中线乃至右端摆动,未来有望向高的盈利转变。这类行业的估值往往是合理偏低的,成长性也是逐步改善的,在左侧布局后的收益空间,有估值回归作为保障,再以行业景气度变化作为加持,能够获得较好的收益。”许家涵认为,这类机会是“守正”之外的“出奇”。

许家涵还讲到投资中“顺逆”的辩证统一。许家涵认为,在投资研究中,思维可以逆向,但是投资必须顺势,两者调和。

言简意深。在许家涵看来,研究和投资可以相对左侧,如果能具备左侧发现机会的能力,则事半功倍。但是,左侧的布局,最后要能落地为顺势的投资。对应前述两类行业机会,

高景气度、盈利高增的行业,要最终能成为景气投资;困境反转的行业更应如此,如果是填估值的机会,那就要将估值填实,如果是困境反转后的景气投资,那更需要坚实的支撑。因此,逆向的投资思维,最终只能靠顺势的投资来验证,否则为了逆向而逆向,毫无意义。

从宏观到行业之后,下一步应该深入个股。在这一层面,许家涵强调团队的力量、专业分工的优势。在他看来,自己的“能力圈”和精力分配,集中在宏观和行业,个股选择则需要研究员等专业能力的支撑。事无巨细的完满模式,许家涵自认无法做到,只能有所取舍。

在实践中投资理念和方法,面临的情况更为复杂。许家涵直言在行业轮动上,自己还有很多功课要做。以2022年许家涵对于猪周期的把握来看,精进之路,还需不断上下求索。

许家涵回忆,在经济复苏、居民消费等宏观研究的预判基础上,不同于市场同行,在行业研究层面,他对猪价形成了不一样的认知。“不同于大家对于产业龙头的关注,我更关心中小规模养猪企业的能繁去化,通过大量实地调研,在看到这类企业的去化程度后,我认为猪价的反弹超出当时市场的主流研判。”依靠这样的判断,许家涵对于猪周期投资机会的挖掘程度超过不少同行。

但是,许家涵也表示,对于猪周期的投资,事后来看,并非十分满意。在宏观因素出现变化时,许家涵较早地在养猪股上做了获利了结。“一来是看到了宏观政策信号的变化,二来是看到了更有机会的板块。但是,这不能否认深度研究指引下的行业轮动需要持续打磨的现实。”许家涵说。

计算机板块“双轮驱动”

许家涵看到的更大的机会,是计算机板块。许家涵观察到,从2017年开始,“数字经济”已经连续六年被写入了政府工作报告。从2022年底到2023年初多个数字经济顶层政策陆续发布,将数字经济与创新、制造业等放在同等位置,重视程度前所未有。“数字经济除了改善传统产业的运营效率,更大的意义在于,推动资产改善企业报表结构,远期成为新的增长曲线,是经济发展的新抓手。”许家涵说。

具体来讲,许家涵认为,数字经济要发展,信创行业要安全,我国未来技术创新肯定会持续坚持,并且平衡好发展和安全两个方面。产业数字化、数字产业化是数字经济的重要内容,其中推动数字技术与实体经济深度融合是数字经济发展的主线。高质量发展一定会提到数字化趋势,这是必然的方向,未来也一定会从政府主导市场,逐步变成自发性、长期、持续、稳定、良性的行业发展状态。

因此,数字经济、信创行业所关涉的计算机行业,有望迎来“业绩+政策”双轮驱动的行。

在细化的方向上,许家涵重点提示了五大投资机会。

一是信创行业。2023年国产化有望进入常态化招标阶段,招标范围有望较以前扩大数倍,带动基础软硬件和应用软件市场进入

第二成长曲线。二是数据安全行业。数据生存周期里面各个阶段包括采集、存储、传输等都需要数据安全技术作为基石,技术要求和价格逐年提升。三是银行金融IT每年费用开支比例在逐年提升,税务IT和财政IT建设也将迎来新基建规划,金税四期和预算一体化对财税体系的建设带来更多新的挑战和建设需求。四是新颁布的“数据要素二十条”和数据资源入表的政策,明确划分了个人数据、政府数据和公共数据,同时也允许数据有偿交易以及数据资源入表,能够极大降低相关公司费用提升利润率。未来随着数据确权、数据交易的更多相关法律法规落地,这一领域将会迎来更大的市场发展空间。五是AI领域。国内在算法、算力方面都有很多优秀的公司,随着未来下沉到C端用户和盈利模式的改变,短、中、长期AI领域都具备很多投资机会。

“市场在寻找下一个类似新能源这样的高景气行业,走出困境、走入景气的计算机板块,有望带来这样的机遇。”许家涵说。对于该板块的把握,已经体现在许家涵所管产品的业绩上。Wind数据显示,许家涵管理的天治低碳经济混合、天治研究驱动混合A/C等产品近期业绩表现亮眼。

“我要做的就是敬畏市场、尊重市场、相信市场。”许家涵直言,“这也是我投资生涯到现在最深的感悟。”