

兴证全球基金董理:

打造“整车式”投资框架 灵活应对市场多元“路况”

□本报记者 王鹤静



董理,博士,历任国信智能有限公司技术部系统工程师,嘉实基金管理有限公司分析师、基金经理,华夏久盈资产管理有限公司投资经理,现任兴证全球基金研究部副总监以及兴全轻资产混合(LOF)基金经理、兴全趋势投资混合(LOF)基金经理。

搭建一套完整投资框架

随着国内经济结构转型,兴证全球基金研究部副总监、基金经理董理发现,行业之间的强弱越难以判断,技术创新在不断催生新兴行业,获取个股阿尔法的难度与日俱增,因此他将目光逐步转向捕捉细分行业机遇。

如何在变化之中练就一身与时俱进的“投资功夫”?董理的秘诀是,打造一套完整的投资框架,“不能等到快要撞墙了,才发现车子需要装转向系统。我希望投资框架能像整车一样,配件、装置是完备的,在需要转向的时候能够提前给我提示。”

在框架的指引下,董理更加注重对宏观线索与行业周期位置的判断。结合去年下半年以来的经济环境变化以及近期相关政策出台,董理预计,随着经济周期扭转,周期板块将最先受益,并且相对宽松的流动性环境对于成长板块也较为有利。展望明年,董理更加期待具备后周期属性的消费板块表现。

担任基金经理7年多以来,董理的投资策略随着时代发展,在此前的基础上不断迭代更新。在行业中摸爬滚打多年,董理背后的立身之本,在于搭建起一套完整的投资框架。

“这就像设计一台车,不能等到要撞墙的时候,才意识到原来需要安装转向系统。方向错了之后再改,这并不是我喜欢的方式。我希望设计出来的车的配件、装置是完善的,能够在需要转向的时候提前给我提示。”董理努力打造的,正是能“转向”、能“加减速”,甚至还能“倒车”的投资框架。

但是这样的打造过程,离不开一次次的“撞墙”经历。经验告诉他,既然“撞墙”无法避免,那就不要害怕面对,而是发生“撞墙”之后,在能力范围内尽量把犯错带来的伤害和损失降到最低。

将“整车式”的投资理论放到行业当中,董理发现,其实很多现象都能够解释得通。“比如某些赛道型产品为什么短期业绩极致优秀,但却无法长期持续下去。归根结底,其实就是设计投资框架的时候没有装“刹车”,过度极致的持仓必然要承担相应的风险。”

的持仓必然要承担相应的风险。”

搭建起完整的投资框架之后,即便市场风云变幻,董理发现应对起来也没有那么困难了。董理投资框架的核心,是对于库存周期位置以及政策作用力度的不断思考,以宏观大方向为线索,观察行业的边际变化,这样对于行业走势的判断也更加有把握。

并且,从时间维度来看,董理的视野也放得更加长远。以前可能三年没赚到钱就会被他定义为失败的投资,但如今只要基本面没出现大错误、总体方向没有大问题,他就会选择坚守。基于中周期三到四年的维度来做判断,董理更加重视对胜率的要求。

在个股的估值部分,董理也在投资框架的指引下做出判断:结合产品能力、渠道能力等因素,计算公司三年后的合理估值,如果收益率符合自己的目标,而目前又跌得足够便宜,那么继续下跌的概率就会相对较小。在现有规模的约束下,董理更倾向于左侧布局。对于流动性足够好的标的,他会考虑偏右侧卖出;但标的如果流动性较弱,他更倾向于偏左侧卖出。

关注周期与成长两条主线

随着去年下半年市场预期回调以及经济结构调整,秉持着底线思维,董理对于未来国内经济发展是长期看好的。在周期、成长、消费三大板块当中,今年下半年董理更加看好周期和成长板块的表现。

“如果出台了足以扭转经济周期的政策,那么周期行业将会最先受益。成长行业是用时间撬动巨大的价格杠杆,并且对资金相对敏感,相对宽松的流动性环境对于成长股比较有利。当政策和经济发生更积极的变化之后,在市场信心充分的条件下,成长股就能够承担相对较高的估值,而并不需要等到业绩兑现。”董理说。

但消费在董理看来更多是后周期属性,并且是盈利驱动的模式,往往在经济表现好转之后,才能转化并体现在消费数据上。因此,基于对经济好转的判断前提,董理目前的持仓节奏还是以周期和成长为主,但是他同样期待明年消费的表现。

自入行以来,董理已经多次经历了市场底部,在他眼里,这些都是宝贵的经历。随着经济结构调整以及不同行业在不同周期下所处的位置变化,董理总结发现,不同阶段的底部是截然不同的,同样的政策力度对于市场的影响也是不一样的。

“比如2018年,消费品不论是产品价格还是渠道压力,都远远没到峰值,消费品还有涨价的空间。因此,

2019年消费和经济实现同步复苏,并且价格上涨贡献了大部分的业绩增速。”但是立足当下,董理坦言,目前消费品价格已经到了很高的位置,所以在结构上的选择就会完全不同。

在不同之中,董理认为有一点还是相像的,那就是基本的市场条件已经具备,很多行业的去库存进程基本结束,流动性已然放开,只不过是向实体经济的传导不够通畅。“现在看来可能重塑信心是最为重要的,由于信心不足,市场错误地解读了部分政策传递的信息。”

董理对于政策始终是抱有期待的:“最近密集召开很多行业会议,大面积进行深入调研,其实态度已经很明确了。”作为公募基金行业的专业投资人,董理十分清楚政策对于引导投资预期的重要作用,合理的政策假设有助于判断接下来经济结构的调整方向。他相信,后续的政策能够有足够的力度来重塑市场信心。拉长时间轴,董理认为A股投资还是要乐观一些,市场向上的概率可能更大。

“我是比较偏市场派的,股票能否上涨更多还是靠市场来选择,所以鼓励资本市场活跃起来是非常有必要的。同时,政策带来的信心也有助于进一步修复市场的消费意愿。”基于理性推导,董理建议,当前时点不应该再悲观,提前做好准备可能会带来更好的结果。

焦点从个股转向行业

2015年刚开始担任基金经理时,董理主要投资精力都放在自下而上选股上。“在我国经济超高速发展阶段,哪些行业强,哪些行业弱,其实是比较容易发现和做出判断的。如果在好的行业里面能够找出个股的阿尔法,那么就有可能获得数倍的收益。”

但是随着国内外大环境变化以及经济增速放缓,董理逐渐发觉,行业之间谁强谁弱开始变得很难确定,而且行业表现的变化速度也在不断加快,很多以前并不被看好的行业,现在也在不断出现新的机遇。

2016年,宏观环境带给董理很大冲击,他决定开始修正自己的投资框架;2017年加入兴证全球基金之后,董理在公司平台的大力支持下,开始不断丰富自己对于细分行业的理解。

“现在我花在终端行业层面的研究精力相比以前有所增加,行业研究对于组合的收益贡献也在不断提升。”特别是在经济结构转型幅度较大的阶段,董理发现,很多问题只靠调研公司和个股是无法解决的,而唯有站在更高层次,才能看得更加清楚和明白。所以,这也是董理顺应时代发展而必然实施的转型。

伴随着经济结构调整,新兴行业也在不断涌现。对于此类新出现的行业,董理打造了一套有效的“识别系统”,对于不同级别的技术创新,董理的参与态度也有所区分。

“我将技术创新划分为三个级别:一是没太大水花的,基本上我都会放弃;二是还不错,但是不够伟大,技术本身可能存在增量需求,并且在增量市场能够占据一定的份额,但是不一定能创造出较大的市值;三是真正伟大的技术创新,不仅能够创造增量的需求,而且更重要的是还能抢存量的‘蛋糕’。”董理关注的重点主要就在后两个类别上。

何为真正伟大的技术创新?在董理眼中,一个是互联网,不仅创造性地提供全新的线上渠道,而且还掠夺性地取代众多的线下渠道,原来花在这部分线下渠道创造价值的资金都会转向线上渠道;另一个就是智能手机,不仅完全取代传统手机,同时还取代了部分游戏机、照相机的功能。

在参与这种伟大级别的技术创新时,董理对估值是相对敏感的,他更希望在标的市值较小的时候参与,等上涨到一定水平之后,他会考虑卖出。

对于“太新”的技术创新,董理同样也进行分类处理:一类是短期可见两三年内都无法应用,另一类是部分商业模式或产品已经开始落地。“在这方面,我最在意的是格局,就像消费一定要看懂需求,成长需要看懂的正是格局,赛道不能太窄,同时天花板也不能太低。”董理希望能够在格局最好的赛道当中去做选择。