

摩根士丹利基金雷志勇:

# 密切跟踪产业变化 挖掘AI领域确定性机会

□本报记者 张韵



雷志勇,曾任中国移动总部项目经理、中国移动(广东)中级网络运行支撑主管、东莞证券研究所通讯行业研究员、南方基金产品经理。2014年10月加入摩根士丹利基金,历任研究管理部研究员、基金经理助理,现任权益投资部副总监、基金经理。2023年3月起担任摩根士丹利数字经济混合型证券投资基金的基金经理。

## 密切跟踪行业景气度变化

雷志勇的投资框架,可以概括为:从中观维度进行行业切入,先选行业再选个股,最后结合估值高低等因素构建投资组合。其中,行业景气度的比较是关键一环。

根据摩根士丹利基金的“投研一体化”架构,权益投研团队分为成长组、消费组、周期组,每个组的组长由基金经理担任。而雷志勇就是成长组的组长,他介绍,成长组关注的领域主要集中在TMT、高端制造、国防军工、机械、新能源等。“回顾历史上的多个长周期行情,市场对高成长始终都会买单。”这也成为他坚守成长领域投资的一大信念。

他表示,虽然从结果来看,有时可能只投资了其中某几个行业,但就过程而言,研究团队其实一直都对成长领域内各个行业保持着同等力度的跟踪关注。即便是还没有投资的行业,哪怕市场热度较低,他们也会始终密切关注产业的一线变化。

“春江水暖鸭先知。不到里面去游泳,很难第一时间知道行业的变化。”他认为,只有始终保持对各个行业的关注,才能真正挑选出更具性价比的投资标的。在每周的投研例会上,成长组有一个不变的议题,就是比较各行业在未来两个季度甚至更长时间

的订单情况、产业周期方向,精选出景气度更高的行业。

研究团队内部的合作也打破了传统的行业研究惯例。雷志勇表示,近年来,随着TMT产业和高端制造业不断升级,包括汽车、手机、国防军工等很多行业的研究工作都出现了跨行业融合的趋势。以新能源汽车为例,除了汽车行业研究员外,还需要新能源、电子、计算机行业研究员参与其中。这种融合研究的协作模式,不仅提高了判断的胜率,也更好地打通了由研究到投资落地的链条。

他认为,科技成长方向的魅力在于创新创造需求,从事科技成长方向的投研,需要对新鲜事物保持敏感度和好奇心。“今天的主题投资,几年之后很有可能就会演变成巨大的产业投资趋势。”他表示,不应盲目否定主题投资,而应通过持续关注,捕捉其投资逻辑演变的拐点。他举例说,就像去年年初ChatGPT推出之后,AI相关板块掀起过一轮上涨潮,彼时研究团队将其判断为主题投资。但是通过持续跟踪,去年年中,可以观察到相关板块已出现业绩催化迹象,横向比较后,判断部分细分领域企业在未来两个季度的景气度更优,因此得以较早地入场扫货。

左手抓红利资产、右手持人工智能(AI),已成为今年A股较为“吃香”的配置策略,布局这两个方向的公募基金普遍收获了相对较好的业绩。在一众相关产品中,摩根士丹利数字经济混合格外亮眼。Wind数据显示,截至8月末,摩根士丹利数字经济混合A今年以来收益率为23.86%,在偏股混合基金中排名靠前。

主投A股科技板块的公募产品很多,摩根士丹利数字经济混合业绩何以居前?近日,中国证券报记者在对摩根士丹利数字经济混合的基金经理雷志勇进行专访时发现,他尤为重视对产业的跟踪。通过调研产业产销情况,精挑细选景气度更高的领域,从与产业链上下游、企业内部人士的交流中,筛选出产业链地位高、口碑佳、经营效率更优的标的。

## 挖掘确定性更高的机会

“我们现在对产业和相关公司的调研频率,差不多是一天至少两场。”雷志勇表示,近年来,借助于线上会议的便利性,研究团队与产业一线人士的沟通交流大幅增加,这也是借以较早发现产业景气度变化的重要方式之一。“产业内公司的生产是‘三班倒’进行赶单,还是无单可做?通过调研,是能够感受到产业温度的。”

摩根士丹利数字经济混合年内出色的业绩表现同样离不开产业调研的贡献。从财报披露信息来看,重仓AI领域尤其是光模块个股,是该基金收益率居前的重要因素。相比于许多产品在今年一季度AI板块行情启动后才跟进,摩根士丹利数字经济混合对相关标的布局较早。2023年三季度末,该基金就已较大比例配置光模块个股。

被问及何时进场布局的原因,雷志勇表示:“去年年中时,我们调研发现,光模块的厂家反映‘加单’情况非常明显,海外相关封装企业反映的情况也是供不应求。”在随后的持续跟踪关注过程中,研究团队更是发现,这一向好趋势进一步加速,AI产业链的订单旺盛,业绩高增长的确定性较高。

至于缘何能在近期AI板块有所回调之际,基金年内收益率涨幅仍然位居前列,雷志勇分析,这背后可能主要是两方面原因:一方面是基金没有过度追求净值弹性而去配置一些偏主题概念的算力公司,持仓里更多还是有“实实在在业绩兑现”的公司;另一方面,区别于许多同类基金主要布局算力云端、大模型等领域,摩根士丹利数字经济混合二季度的布局已向AI应用终端延伸。

他表示,向应用终端的延展同样是基于产业调研的选择。在密切跟踪行业变化的过程中,研究团队发现,海内外科技巨头在人工智能的发展上出现了新的产业趋势,除了算力、云端,行业巨头们大量布局服务器链条,并开始向应用端延伸。而且,经过行业比较之后,研究团队发现,智能终端方向可能比大模型方向更具投资价值。因为目前纯大模型方向的相关公司业绩仍未兑现,而智能终端方向已有订单支撑。同时,以智能手机为代表的终端产业链,尤其是苹果产业链,正处于去库存之后的缓慢复苏上行周期。

从雷志勇的回应来看,立足一线调研跟踪产业趋势变化,及时优化投资方向以及对成长确定性的追求,正是摩根士丹利数字经济混合表现出色的底气所在。

## 重视产业一线反馈

以景气度变化为切入口,中观维度优选行业后,如何选股?拥有通信行业实业背景的雷志勇颇为重视来自产业一线的反饋。

他介绍,通常会结合产业链巨头、供应链上下游以及竞争对手的评价,来判断公司的产业链地位。此外,还会约谈上市公司高管和业务骨干,收集来自员工的反馈以了解公司经营效率、成本管控、订单生产情况等,研判业务发展的态势。最后,钻研财务报表中包括应收账款、毛利率等关键财务指标,多维度比较,挑选出质地较好的公司。

在雷志勇看来,公司质地是决定估值容忍度的重要因素。对于公司质地可以达到90分以上的公司,他对于估值的容忍度会相对较高,即便估值居于历史中高分位水平时,也会考虑买入。反之则会降低对高估值的容忍度。

不过,相比于如何选股,什么时候买入,雷志勇始终认为,卖点的把握比买点困难得多。

“一种情况是如何避免过早地卖出。如果产业趋势没有结束或者产业趋势加速的话,即便股价到了我的目标价位,我也会选择分批卖出,分阶段减仓。另一种情况是判断错了,没有及时卖出,使得组合出现巨大的浮亏。如果亏损是由于市场系统性风险导致的,而个股基本面没有出问题,甚至景气度还好,这种情况下会倾向于持有,如果条件允许的话还会考虑加仓。但如果公司的基本面出了问题,则要果断卖出。”他

表示。

对于回撤控制,他认为,在科技成长板块的投资上,回撤难以避免,没有任何一个股票或指数一直上涨不回调。把更多的精力放在判断股票的基本面和行业的景气度上,是应对回撤更理想的办法。“只有选出来的产业趋势和个股基本面经得起考验,在回撤之后,股价才会重新上涨,甚至创新高。”他认为,相较于主动降仓位或择时来控制回撤,关注公司质地可能才是更可靠的选择。

展望后市,投资科技成长行业里的上行周期产业链依然是雷志勇的坚定选择。其中,人工智能是其颇为青睐的板块之一。他认为,从产业端来看,人工智能依然处于左侧阶段,同时天花板很高;从投资端来说,虽然市场表现已经较为火热,但依然拥有很大的想象空间。

谈及近期人工智能板块的回调,他表示,在最近与产业链上市公司的沟通交流过程中发现,这一波回调可能更多是由于供给端的产品设计仍需改进以及外围市场扰动导致,并不意味着人工智能产业的增长态势被证伪,行业订单和需求相较于其它行业,依然展现出较好的增长态势。

“产品发布或技术升级迭代可能推迟,但并不意味着产业趋势的走低。”雷志勇认为,作为一个大产业趋势,人工智能的远景依然是星辰大海。与此同时,产业趋势的演绎并非一蹴而就。面对市场的波动,还应保持平和的心态,不被市场情绪所裹挟,坚持研究和学习,不断完善投资框架。