

公募基金高质量发展之路

海富通基金胡耀文:

# 拥抱产业趋势 底层逻辑出发构建方法论

□本报记者 魏昭宇



胡耀文, 硕士。15年证券从业经验, 其中10年为基金投资经验。研究员出身, 2021年1月加入海富通基金管理有限公司, 2021年5月起任基金经理, 现任海富通养老权益投资部负责人、基金经理。其管理的海富通国策导向混合获评第22届基金业金牛奖“五年期开放式混合型持续优胜金牛基金”。

在经济结构与资本市场的历史性变迁中,能够真正穿越周期的投资模型,其第一步往往在于敏锐识别不同时代经济运转的底层逻辑演变。过去十余年,中国经济的核心主线围绕着地产大周期展开,投资思维深受美林时钟理论影响,外资流入也在一定程度上塑造了资产定价逻辑。然而,新的驱动力量正在崛起——产业升级的迫切需求、资本市场的扩大、年轻一代投资者和消费者力量的显现,预示着要有一套新的认知框架来理解未来的市场。

海富通基金的基金经理胡耀文,正是这样一位在时代大变革中不断迭代自我、积极寻找新规律的实践者。他不仅看到了传统经济引擎的变化,更在产业趋势的细微处洞察新机,在宏观格局的变幻中把握机遇。

谈及后市研判,胡耀文基于全球宏观视野判断,美国正处于降息周期前半段,财政扩张有望延续,经济软着陆的概率较高,或带动进口需求从而对中国出口产业链形成一定利好。他看好黄金在美联储降息与地缘风险背景下的长期配置价值,并认为全球资源配置将趋势性向中国倾斜。科技领域,他肯定美国AI巨头由基础设施投资驱动商业化的逻辑,这将强化科技股价值并带动中国相关投资。他计划在保持组合均衡的基础上,适度提升进攻性,逐步增加对科技成长板块的配置,同时关注有色金属的周期演绎,以及新能源车、光伏等制造业在出清与创新后的修复机会。

## 找寻稳健与活力之间的平衡

初看胡耀文的持仓,或许会给外界留下“均衡价值派”的印象,前十大重仓股多为金融、周期、消费领域的龙头企业,显得颇为稳健。但深入交流后会发现,他的投资组合在稳健的根基之上,蕴含着对新鲜事物的积极拥抱与不失活力的灵活调整。

他勇于接受并学习新鲜事物,尤其是那些代表未来产业趋势的方向。例如,2026年开年阶段一些科技前沿主题走红市场,胡耀文对此表现出浓厚的兴趣。“我们完全不排斥对这些主题的研究,我们觉得热门主题的背后很有可能蕴含着此前没有关注到的产业逻辑。”他认为,对于新兴产业趋势,不能简单地用过去的周期性思维去套用,而需要理解其产业逻辑的独特性。

对波动率和回撤的控制是胡耀文非常看重的一点,这也使得他的产品吸引了大量机构客户。这种机构化的持有人结构,反过来也促使他更加注重组合的稳健性和持有体验:以核心股票池构成坚实的底座,力求保证组合的基本盘稳定;以卫星股票池(边际变化部分)提供弹性与增强收益。“我们最重要的理念是与优质公

司同行,为持有人创造更加优质的持有体验。”这种结构旨在降低因过度偏离基准或追逐短期热点而导致的业绩波动。

值得一提的是,核心仓位与边际仓位在功能上各有侧重,但并非割裂。核心仓位的功能是提供长期稳定的阿尔法,与优质公司共同成长;边际仓位的功能则是捕捉行业景气变化和产业趋势初期的贝塔机会,同时为能力圈拓展提供实践场景。二者之间存在着良性的互动。“边际公司也可能慢慢变成核心公司”,当一个来自卫星池的公司经过多次跟踪验证,其商业模式和成长逻辑得到确认后,便有可能被纳入核心池,实现从“选手”到“核心资产”的晋升。这种动态的调整机制,确保了投资组合既能保持根基的稳定,又能不断地注入新鲜血液。

对于仓位的择时,胡耀文表示,从2025年下半年开始,随着市场波动率降低和中长期资金入市,单纯的仓位择时重要性下降,结构调整成为更有效的手段。他现在通常将产品保持较高的权益仓位,将更多精力放在通过行业轮动和个股选择来争取创造超额收益。

## 投资框架的打破与迭代

胡耀文的投资生涯始于2015年,那正是上一轮资产价格的高点,也是外资加速流入中国的时期。他坦言,早期的投资方法论不可避免地带有那个时代的烙印:“在2021年之前,信用周期驱动的美林时钟框架非常有效,逆周期配置龙头品种,尤其是白酒等长周期资产,是当时的主流策略。”然而,2020年之后,他清晰地认识到,经济环境与市场生态已经发生了较大变化。这种强烈的危机感与迭代意识,驱动他逐步摆脱了对过往经验的过度依赖。

在他看来,基金经理最大的风险之一,是经验在某些情况下可能成为包袱。“那些以往看似固若金汤的规律在新的市场环境下可能会变成阻碍,我们的能力圈不能完全刻舟求剑。”因此,他将“复盘”视为投资工作中至关重要的一环,通过不断反思与剖析,力求更客观地认知自身的能力圈边界,并持续进行拓展和修正。

构建系统中观行业轮动框架是胡耀文投资体系的核心。他将市场划分为金融、周期消费、科技成长三大板块,并致力于让自己的能力圈覆盖这三大领域,从而使行业轮动更为立体。具体的决策依据是一个独创模型,该模型融合了主动的深度研究与量化的客观指标,旨在捕捉基于月度宏观数据的周期性变化,避免与高频量化策略进行正面竞争。

在选股层面,胡耀文构建了一个核心股票池,这些公司需要具备良好的公司治理、稳固或者处于上行趋势中的行业地位,并且在两三个完整的经济周期中证明自身的穿越周期能力。对于核心池的成员,他会进行长期跟踪,一旦公司连续两个季度业绩低于预期,便会被剔除。同时,他也会设置一个“边际变化”的卫星股票池,其仓位占比通常不超过组合的四分之一。这个卫星池不仅为组合提供弹性,更重要的是,它还可以作为能力圈拓展的试验田。“如果你一直不尝试有边际变化的部分,那么你很难对于核心品种进行扩容。”

胡耀文极度看重公司的商业逻辑与第二增长曲线。“我们经常会因为某家公司培养出第二曲线后又将其买回。”这种敢于在公司拓展新业务、即使短期逆风时也基于深度理解而加仓的投资行为,体现了他对商业本质的深刻洞察。

值得注意的是,他在行业配置中还加入了风格因子的考量。“以煤炭行业举例,我们会区分高股息的红利属性与价格弹性的成长属性。通过将风格因子纳入选股分析,使得组合构建更加精细,更能适应不同市场环境的演绎。”胡耀文表示。

## 乐观看待后市

胡耀文的投资框架具备广阔的宏观视野,他善于从全球政治经济的宏大叙事中,判断大类资产的走向和市场风格的变化。

他对美国经济的研判构成了其全球宏观分析的重要维度。胡耀文预测,当前美联储处于降息周期前半段,这与此前的加息周期有本质不同。他说,美国“财政货币双宽”的格局有望延续,其经济软着陆的概率较高,这将带动进口需求,从而利好中国的出口产业链。“从整体周期分析,这种拉动效果在二季度之后或较为乐观。”同时,在美元降息和地缘政治风险叠加的背景下,黄金作为降息交易和对冲美元信用风险的载体,具备长期配置价值。他进一步认为,全球资源配置将不可避免地更多向中国倾斜。

在科技领域,胡耀文对美国AI产业的发展持积极态度。他认为,目前美国科技巨头公司凭借强大的现金流创造能力正在进行大规模的资本开支,一旦闭源模型成为核心护城河,差异化的服务将催生更加清晰的

商业模式。这种由基础设施投资驱动,最终导向商业化应用的逻辑,将强化科技股的长期投资价值,并推动中国科技投资趋势的进一步加强。

基于上述判断,胡耀文计划在未来适度提升组合的进攻性。他透露,未来在保持三大板块均衡的基础上,倾向于将科技成长板块的配置上限慢慢提升,但会严格控制该板块的配置比例,以确保组合的均衡性。他表示,未来或许会加大对一些方向的关注,包括半导体、国产算力等。同时,他也关注有色金属周期的演绎,看好贵金属、工业金属以及底部反转的品种。对于新能源车、光伏等先进制造业,他认为在经历产能出清和创新驱动后,也会迎来修复机会。

总体来看,胡耀文表示,A股一些板块已经展现出结构性机遇。对于市场关注的地产行业,他提到,地产行业真正的拐点或许在2026年出现。此外,胡耀文还表示,倾向于在消费领域寻找具有“情绪价值”的新消费趋势,而非拘泥于传统的必选消费品。