

富国基金曹文俊：力争成为一名“全天候”基金经理

点拾投资 朱昂

富国基金的曹文俊是笔者多年的好友，一路从一个周期股分析师逐渐成长为金牛基金经理。生活中，曹文俊比较喜欢带孩子，和我也有类似的价值观。最近正好他在发行新基金“富国转型机遇混合”，也借着这个机会和他做了一次方法论和投资框架的深度探讨。这位带着一些男孩气质的基金经理，把自己独特的自上而下和自下而上结合，周期和成长并存的投资方法论完整的展现了出来。

我个人认为曹文俊比较独特的地方在于，他并不完全“靠天”吃饭。我曾经做过分析，许多基金经理主要依靠某一种风格因子赚钱，有些是消费，有些是TMT，也有一些是周期轮动。曹文俊的出身有强烈周期股投资特征，后天又通过学习扩大了成长股的覆盖范围。而且通过把握宏观因素，努力做到在不同时间段，都能获取超额收益。根据公开信息，其从2013年8月8日到2017年6月13日管理的交银趋势获得了20.96%的年化回报率，累计回报108%，超越基准59%。并且在2014到2016三年中，都取得了正收益。

1.能否先聊聊你的投资方法论？

曹文俊：我的投资方法论属于市场上比较少见的自上而下和自下而上相结合。每个时间段都有一个大的宏观策略研判，根据当前经济所处景气位置以及流动性环境等因素，按照风险暴露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。这四大类股票是互为机会成本的关系。其估值的扩张和收缩取决于当时的经济环境和流动性环境的组合，每个阶段哪一类股票值得重配是由自上而下的策略框架来决定的。价值风格是属于短久期、低风险暴露的品种，比较适合熊市或者流动性偏紧的市场，其防御性特别突出。主题风格则属于久期比较长、风险暴露高的品种，比较适合牛市的后半段，特别是在流动性驱动的牛市里。大多数时候，市场是在一个震荡市，投资机会主要集中在周期和成长中选择，周期和成长属于自上而下的大逻辑和自下而上业绩增长匹配度比较好的领域，和我自下而上选股标准吻合度比较高。

2. 我们都知道你最早入行是一名周期研究员，能否说说你是怎么做周期股投资的？

曹文俊：周期和成长整体研究方法论差异很大，周期所独有的特征是短时间内，盈利能出现非线性变化。比如煤炭企业这个季度每吨盈利20元，到了下个季度可能是50元，再到下个季度变成了200元。周期能够在短期内体现巨大的盈利增长弹性，这种特征在价值、主题、成长等其他类型的股票中很难发现（剔除外延并购）。周期股赚钱的机会在于两个时间，一个景气底部出现向上拐点的时候，这时候预期差是最大的。另一个是产能利用率突破临界点之后，

价格弹性会比较大。一般产能利用率临界点在85-90%，一旦过了这个临界点，供求关系紧张，会带来巨大的价格弹性。

周期股研究三要素：趋势，拐点和均值回归。趋势和拐点勾勒了其周期性因素，我们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，比如行业龙头公司的资本开支，决定了未来供给增加的情况。

周期股比较难的点在于：1)宏观判断是否正确；2)供给端有很多不太透明的行业，比如化工表观产能利用率和实际产能利用率差别很大。

周期股好的地方是，一旦趋势出现，趋势性会非常强。不太会这个月起来，下个月就下去。产能利用率突破临界点之后，需求是刚性，弹性带来很强的持续性，最终转化到业绩增长的持续性。

第三个点是均值回归，考虑周期股结构性因素，包括了集中度，相对竞争优势（比如钢铁企业的自有矿）。大多数周期性行业比较偏向同质化，通常采用低成本策略进行竞争，所以主要研究低成本优势的源头是什么。这些行业结构性因素，拉长时间看决定了行业盈利中枢到底是系统性上移还是系统性下移的。

在研判清楚趋势和拐点之后，如果均值回归在中期维度能考虑清楚，那么周期性行业就能把握很好。

周期股投资需要多用演绎法，从宏观经济指标推演行业景气度变化。

3.说完了周期，我们谈谈你的成长股投资方法？

曹文俊：成长股投资方法和周期股完全不同，关注点主要在于行业增速，行业天花板是否足够高，公司核心竞争力在什么地方，公司相对其他竞争对手的竞争优势是否扩大，以及公司管理能力是否足够出色。这些点最后用DCF模型去看，都能找到对应点。

为什么这些因素很重要？行业增速和天花板决定了行业收入端增长的可持续性，你的竞争优势决定了未来市场份额能否提升。收入增长一般有行业内生增长，市场份额提升，以及新产品的增量。如果所做的领域壁垒很高，竞争优势又很突出，决定了毛利率是否能维持在一个很高的水平；如果你的相对于竞争对手的竞争优势在进一步扩大的，那么你所赚取的壁垒毛利率是在扩张的，你的市场份额大概率也在逐步增加的。如果你挑选的标的



富国转型机遇拟任基金经理 曹文俊

可以完美地符合上述条件，那么恭喜你，这只股票已经具备大牛股的雏形了。

你的模型里面，收入端增速和毛利率，盈利的扩张，决定了一个成长股的质地。这个质地会回来决定公司的估值。比如一个公司的估值30倍，盈利增长30%，许多人觉得估值是比较合理了。但是一个出色的自下而上选手，如果能看清楚这个公司未来5年盈利增长的确定性，那么目前30倍估值肯定是被低估的。所以这种预期差基于产业格局和对公司演变方向的认知。

所以随着时间的推移，一年后能赚到业绩的钱，还可能赚估值提升的钱。估值提升的钱来自你看好公司的核心大逻辑被市场广泛认同并得以强化。

成长股投资的超额收益，来自看得远和看得准。方法论要多用归纳法，核心逻辑主要由社会、文化、人口结构、代际迁移等软性变量决定。

4. 能否谈谈你是如何做组合管理的？

曹文俊：自上而下的研判，从大的方向来讲，每个阶段，不同经济和流动性组合，每种类型的股票强弱差异是很大的。比如2011到2015年，中国经济处于漫长的通缩周期，PPI持续50几个月同比负增长，重工业的煤炭、钢铁、有色、水泥、化工等行业毛利率是不断下台阶的，周期性行业系统性没有机会。那个环境中，大家就把精力聚焦到为数不多行业增长较快、竞争格局不错、核心竞争力突出的成长性行业中，随着时间的推移，成长股的成长性溢价越来越高，其实一个宏观大背景

就是周期性行业始终基本面不行。

反过来到了2016到2017年，随着供给侧改革，大部分周期性行业盈利从底部回升，而且回升幅度很大。那时候很多成长股业绩都是兑现的，投资核心逻辑也没有变化，但是股价表现却很平淡。并非成长股本身出了问题，而是当时成长股投资的机会成本变高，因为周期股存在系统性机会。这个时候成长股估值水平反而收缩了。

所以每个阶段，到底成长股多投，还是周期股多投，对于宏观策略还是有一些把握。我自己宏观策略的做法和市场上卖方相比，还是不太一样。我的框架在交银施罗德担任周期组组长的时候，就开始搭建使用。我的做法更强调宏观与中观的融会贯通，宏观指标很多时候有矛盾冲突，很多指标是失真的。这时候可以通过中观行业数据，量价指标，去做交叉印证。通过宏观和中观相结合的分析，自上而下判断的置信度大幅度提高。

自下而上选股，我主要把选股和风控合二为一考虑，包括了流动性管理。我把股票分为三大类，第一类是核心战略性品种，持仓权重在5%以上；第二类是配置型品种，持仓权重在3-5%以上；第三类是弹性品种，持仓权重在1-3%之间。

我的组合持仓一般在30-40只股票，其中真正满足核心战略品种标准的一般少于5只。按照我的标准，这些公司需要满足自上而下大逻辑通顺、自下而上业绩增长与自上而下的大逻辑匹配度高，公司经营管理能力优秀、公司治理与信息披露良好、财务报表健康、与二级市场利益诉求基本一致等要求。核心战略性品种属于风险调整后的收益最理想的标的，相对可以看到比

较长远，是组合的基石仓位。退而求其次，可以配3-5%的配置型品种就比较多，这类股票自上而下大逻辑比较通顺，但是自下而上有一些小瑕疵，但尚不影响投资大逻辑。当看好一个行业，却又找不出足够核心战略性品种的时候，我们通过打包买入3-4个配置型品种的形式来投资这个行业，他们自上而下的大逻辑是同源的，自下而上的各自的瑕疵点通过组合的形式进行风险分散。常见的自下而上的小瑕疵有以下几种类型：有些公司的匹配性比较差，不是所有业务都和大逻辑匹配；还有一些公司匹配度可以，但是经营管理能力不够优秀；还有些公司其他各方面都挺完美，但是由于增发或者员工激励等因素，阶段性利益诉求与二级市场相悖。第三类是弹性品种，这些品种一般流通市值小，主题色彩浓，在牛市中贝塔比较大，但安全边际比较弱。弹性品种我作为组合的贝塔调节器来使用。

我的组合和投资风格比较适合震荡市和类熊市，但是在牛市的中后期表现比较一般。一方面，因为自上而下和自下而上相结合的选股方法，到了牛市中后期可选的投资品种越来越有限，但是市场仍在上涨，阶段性的会产生矛盾；另一方面，我的核心战略品种属于风险调整后的收益相对比较理想，但是大概率不是贝塔最大的，因此在单边上涨的牛市中很难跑赢市场。作为方法论短板的一个补丁，我会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，会主动增长第三类弹性品种的配置比例，将组合贝塔尽量向市场靠拢，属于跟随策略，但依然比较难跑赢市场。