

# 聚焦 主题投资方法论

编者按:2009年,伴随对金融危机全球宏观政策的全面刺激,迎面而来的还有主题投资的狂潮。敢于踏浪的人勇敢地分享着主题投资的盛宴。然而,普通投资者对主题投资却“雾里看花”。其实,主题投资在之前的不同历史时期都现身过,只是现在它有逐渐壮大之势。那么,到底在什么样的背景下才容易酝酿主题投资萌芽以致“百花齐放”?主题投资跟中小盘股之间有什么样的关系?主题投资只是风格转换中的“昙花一现”吗?当主题已经被挖掘,风格行情就已凋零吗?编者跟踪东方证券策略团队的主题投资研究一年有余,今日终有理论成果与您分享!

## 主题虽制胜 投资重价值

东方证券策略研究团队

主题投资概念起源于20世纪90年代初全球经济一体化的大背景。当时,发达国家的投资经理们普遍意识到,用传统的地域及行业概念界定投资目标已经变得不再准确或全面,主题投资因此应运而生。主题投资的最初倡导者是瑞银华宝

证券前全球首席策略分析师爱德华·科什纳(Edward Kerschner,现任花旗集团花旗环球财富管理首席投资策略师)。目前为止,主题投资已经发展成国际新兴的投资策略,是与行业配置并驾齐驱的策略研究和资产配置方法。主题投资因

其更强的前瞻性和更大的灵活度,摒弃了传统的地域和行业概念,发掘经济体的发展趋势及趋势背后的驱动因素,寻找符合产业升级要求、符合经济增长、受益于政策趋势或确定性事件的相关企业,将其纳入同一主题范围下进行投资

并获取超额收益。主题投资本身也是方法、策略,实际上是建立在行为分析的基础上,通过对一系列事件逻辑的推断,从而预见性发掘预期偏差或发展趋势,从中寻找合理的投资目标。

### 主题投资之

#### 寻找适合的“温床”

尽管挖掘主题是一种可以长期运用的投资理念,应随时对相关驱动因素和重大事件进行关注,但其能否获得可观超额收益却依赖于“温床”——宏观和市场的运行环境与背景。

我们发现,主题投资往往会呈现出“星火燎原”、“全面开花”的趋势:即在市场氛围合适的情况下,最初对个别主题的关注会引发投资者主动寻找更多主题,进而出现短期内多个主题获得青睐并录得超额收益的现象;通过对历史数据的研究,我们总结出A股历史上主题投资比较盛行、超额收益较高的阶段。

#### 主题投资好时节:流动性转向宽松

货币政策的松紧和流动性充裕程度与股票市场高度相关,该因素也直接制约主题投资的效果。对照1995年以来中国流动性趋势变化的5个周期不难发现,主题投资风靡时期往往处于流动性从偏紧变为宽松的拐点或上行区间(6次),仅有两次处于流动性收缩阶段。

流动性扩张的前期和后期更有利于投资主题的产生。流动性好转初期,有限的增量资金会更加关注事件引发的业绩预期剧烈提升的机会;而随着资金的逐渐充裕,行业景气成为配置的主要依据;在后期估值偏高的情形下,唯有利润增长率的剧烈变动才成为估值大幅提升的理由,因而主题性机会倍受追捧。

#### 调整震荡中能规避系统性风险

在相对均衡的调整震荡行情中,主题投资特有的驱动因素能规避市场下跌的系统性风险,从而获得独立于市场的涨幅,使市场体现出结构特征。如2009年下半年的低碳概念行情、物联网概念行情和2010年初的区域振兴行情。

主题投资是积极的攻防兼备的策略,适用条件不仅仅在于横向的震荡整理行情,也贯穿于单边上涨行情的始终;牛市中单边上涨行情的领涨板块,往往就是具有深远影响的主题投资板块。

#### 主题投资的市场演化过程



### 主题投资之

#### 分类和步骤

从投资机会的触发因素看,主题投资主要分为宏观性主题、事件性主题、制度性主题和产业性主题。

实施主题投资的关键,有赖于建立从主题分析、预期趋势判断、投资目标选择以及退出时点把握等一系列投资流程的设计。在主题投资实施过程中,尤其要注重驱动主题持续的关键变量,关注其变化,并随时调整预期。

主题投资的核心步骤就是要素分析、驱动力分析和逻辑分析。要素分析是

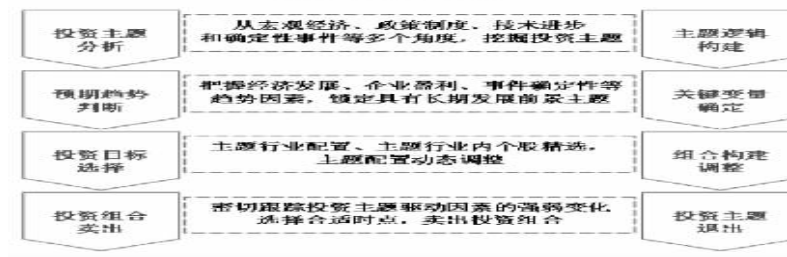
主题投资的内涵,一切主题投资都要依赖一定的要素。这是主题投资的出发点。驱动力分析是主题投资的外在表现。要素确立了,驱动股价上涨的动力自然就是确立。逻辑分析则是主题投资的灵魂和方法论。

专业PE及VC具有敏锐的洞察力,善于在经济结构转变契机显现时前瞻性地把握行业发展的方向,不同的专业投资机构对于同一投资标的投资逻辑的互相验证可以在一定程度上降低犯错的概率。

#### 主题方法论分类

宏观性主题:可以促进经济长期发展或短期变化的宏观驱动因素	金融四国、中国城镇化、人民币升值、通货膨胀、消费升级、区域经济增长
事件性主题:某些特定事件会提升相关企业的资产价值或盈利水平所衍生的主题性机会	奥运会、世博会、圣诞节、H1N1流感、央企重组、上海国资重组
制度性主题:因制度性变革所提供的结构性投资机会	资源要素价格改革、医疗制度改革、股指期货、创业板
产业性主题:来自政策扶持或产业升级的驱动作用所引发的行业性投资机会	十大产业振兴计划、低碳经济、车联网、3G、进口替代、战略性新兴产业

#### 实施主题投资的步骤



### 主题投资之

#### 与行业配置之异同

主题投资是国际新兴的投资策略,有别于传统的价值投资以及行业配置策略,具有更强的前瞻性和更大的灵活度;摒弃了传统的地域和行业概念,发掘经济体的发展趋势及趋势背后的驱动因素,寻找符合产业升级要求、符合经济增长、受益于政策趋势

或确定性事件的相关企业,将其纳入同一主题范围下进行投资并获取超额收益。

主题投资实际上是建立在行为分析的基础上,通过对一系列事件逻辑的推断,从而预见性发掘预期偏差或发展趋势,从中寻找合理的投资目标。

#### 主题投资于行业配置策略的不同之处

<b>主题投资策略</b> 通过事件发展趋势预期的判断为主要基础 投资过程体现预期趋势并持续发展或偏差纠正 主题投资更加强调把握主题核心驱动因素 主题投资策略“核心假设变量”相对较少	<b>行业配置策略</b> 以经济周期、行业景气度为主要判断基础 投资过程不断体现各行业之间的强弱关系 行业配置更加强调把握行业景气程度轮动 行业配置策略“核心假设变量”相对复杂
---	---

### 主题投资之

#### 一年回眸

准确判断市场趋势、把握风格特征是东方证券看好阶段性主题投资机会的前提。早在2009年4季度,其团队就预判2010年上半年经济增速可见回落;随着流动性回收、财政政策逐步退出,A股难有趋势性上涨机会,陷入中期震荡走势的概率较大。从历史经验看,流动性高位回落初期,股市大幅震荡的市场环境正是催生主题性投资机会的温床!因而,他们将主要研究方向从经济景气复苏阶段的行业轮动转移到多因素驱动的主题投资浪潮上来。现借助他们的研究报告回顾一年来的主题投资思路。

**新疆板块:**2009年11月9日推出专题策略《借力政策扶持之翼,实现新疆经济飞跃——新疆区域专题投资策略》;  
**新材料:**2010年2月23日推出战略性新兴产业系列专题投资策略报告之《天生我“材”必有用——新材料,战略性新兴产业的基石》;  
**移动互联网:**2010年3月18日推出战略性新兴产业系列专题投资策略报告之《移动互联网时代,掘金超级终端》;  
**科技创新:**2010年4月7日推出世博科技主题之《科技让世界更精彩——上海世博科技创新技术应用及展示》;

**节能建筑:**2010年4月8日推出世博科技主题之《广厦千万间,寒暑俱欢颜——世博节能建筑的未来》;  
**新空调技术:**2010年4月8日推出世博科技主题之《冷暖革命——上海世博,新型空调技术应用的普及大使》;  
**新能源汽车:**2010年4月9日世博科技主题之《飞跃20年:通往未来之路》新能源汽车产业链专题报告》;  
**世博新媒体展示技术:**2010年4月9日世博科技主题之《争奇斗艳展芳菲——世博新媒体展示技术应用及发展》;  
**智能信息技术:**2010年4月9日推出世博科技主题之《一切皆有可能——上海世博智能信息技术应用研究》;  
**股权激励:**2010年5月18日推出低风险主题投资策略系列之《“天时、地利、人和”——股权激励专题策略报告》;  
**资产重组股改承诺:**2010年7月13日推出低风险主题投资策略系列之《一诺千金——关注尚未履行的资产重组股改承诺》;  
**水利建设:**2010年7月22日推出专题《警钟已响,水利投资加码在即——迎接严重旱涝灾害之后水利建设投资新高潮》;  
**央企整合:**2010年7月26日推出“2010国资整合年”专题系列策略报告之《大视野,大机遇——把握央企整合投资机会》;  
**上海国资整合:**2010年7月26日推出“2010国资整合年”专题系列策略报告之《东风已至,号角吹响——上海国资整合渐入佳境》。

### 主题投资之

#### 海外经验借鉴

过去三十年,世界金融市场出现过11次主题投资热,主题股票的平均回报超过市场均值约150%。

#### 主题投资 催生基金和明星管理者

主题投资日益为投资者所认同,推动了主题投资基金(Thematic Investment Fund)的出现。近些年来,以国际上以“主题”命名并实践主题投资策略的基金不断出现。富达基金、德意志资产管理公司、富兰克林天普顿等资产管理巨头均已推出主题基金。统计显示,全球主题投资基金的总规模已经高达2000多亿美元,国外著名的主题投资基金包括:

DWS Global Themes Equity Fund、DBS Shenton Global Opportunities Fund、Sundaram Energy Opportunities Fund等。主题策略已经与传统的价值投资、成长投资形成鼎足之势。主题投资基金们不但给予了投资者丰厚的回报,也造就了专擅主题投资的明星基金经理者。

深远、持续时间长的重大历史主题而言更是如此:美国互联网繁荣始于1995年,泡沫从1998年10月开始加速,纳指从1343.87点涨到2000年3月的5132.52点,最疯狂阶段为1999年10月至2000年3月,在不到5个月时间内上涨94.98%。受联储调高利率及微软遭地方法院拆分影响,泡沫开始破灭,指数在19个月时间内跌到1108.49点。

A股网络热潮开始于1999年初的海虹控股。与美国互联网浪潮相比,A股只能算是“后起之秀”。由于资本市场对网络行业认识的滞后,后者从1998年底才逐步形成网络股主题投资的氛围;最疯狂的阶段始于1999年4季度。但A股短期爆发力较强,海虹控股在34个交易日从18.54元涨到83.18元,创下连续18个涨停的神话;四川湖山也在同期上涨3-4倍。A股互联网泡沫破灭的时间也略晚于美国,相关个股低点比纳指低点晚3-4个月。

#### 海外引领主题投资风潮

例如,作为美国最早一批主题投资基金,City Financial BioTech Fund将其全部资产投资于美国生物科技类股票,曾在三年内创造了200%的投资回报。英国最著名的基金经理之一Hugh Hendry也来自上而下的主题投资,特别是对宏观主题类投资的精准把握而著称于世。他所管理的Eclectica基金在2008年的大熊市中取得了31%的回报。他的评论及访谈广泛出现在《金融时报》、《每日电讯》及彭博资讯上。

为顺应近十年以来世界范围内投资者对主题投资的追逐,著名的标普公司推出了7只全球主题投资指数,包括了从清洁能源到新兴市场国家基础设施在内的许多全球性热点投资主题。2007年时,相关的主题投资受到投资者的热烈追捧,主题指数也显著战胜了S&P全球1200指数。

#### A股主题投资创造神话

海外股市主题投资的表现对A股主题投资提供了“标本”,展现了强烈的示范效应,尤其是对影响



东方证券策略团队全家福