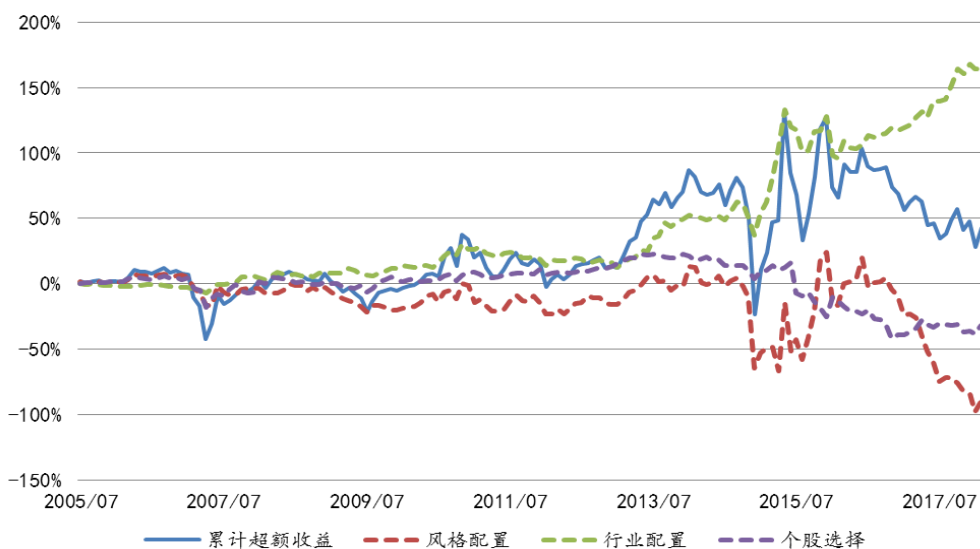


## 【基金经理手记】关于行业配置的一些思考（上）

刘 瑞

绝大多数中小投资者对于“行业配置”和“大类资产配置”这两个概念或许比较陌生，这是由于资金体量决定的。从几万块到几千万的体量而言几只股票就完全能够容纳，并不需要进行行业配置和大类资产配置方面的过多思考；若资金量到了几十、上百亿则不得不花精力考虑行业配置；若资金体量达到成千上万亿，则会将大部分精力放在大类资产配置层面上，此时去过多考虑行业配置甚至个股是效率和性价比极低的做法。

行业配置对于中大型资金收益贡献显著。下图显示了 A 股所有主动偏股基金 2005-2018 年多因子业绩归因的结果，其中行业配置是超额收益的主要贡献因素。



基于过去近二十年的数据统计可知，除大级别的牛市（2000年、2006~2007年、2009年、2015年）或熊市（2008年和2011年），行业维度刻画的年度收益率差异极其显著，其中年度表现最好的五个行业收益率能够优于表现靠后的五个行业高达100%。

	农林牧渔	采掘	化工	钢铁	有色金属	电子	家用电器	食品饮料	纺织服装	轻工制造	医药生物	公用事业	交通运输	房地产	商业贸易	休闲服务	综合	建筑材料	建筑装饰	电气设备	国防军工	计算机	传媒	通信	银行	非银金融	汽车	机械设备	
2000																													
2001					-18			-14	-16				-18					-18								-13	-20	-15	-17
2002				-14				-16	-19	-18	-13	-17	-14	-17	-20	-14		-18			-20	-3			-16		-8	-14	
2003			-1		9	-7	-8	-10	-18	-19	-18			-19			-16	-5	-17	-1	-17	-3	4			3		-11	
2004		-2	-13	-9		-7		-13	-20	-17	-19		2	-17	-9	-8				-20	-1								
2005	-16	-11	-11	-18	-9		-13	6			-13	-15	-12	-5	-4	8				-9	-1	8	-19	-15	-11		-18	-16	
2006																													
2007																													
2008																													
2009																													
2010		-6					1		9	3		-11	-11		5	10												-11	
2011								-9																		-5			
2012	-5	-5	0	-5		-1		-1	-10	-3	8	6	-4		-12	5	-3	4		-19	-6	-5	-5				5	-6	
2013			8	-17				-7	9				6	-10					-7	-11						-7	-2		
2014																													
2015		2		4																						1	-16		
2016	-9	-7	-9	-8	-8	-15	-3	7	-15	-15	-14	-18		-19	-15		-15	-1	-1	-18	-20			-18	-5	-15	-11	-18	
2017	-13	0	-4							-13	4	-7	7	1	-14	-4		6	-6	-8	-17	-11			-3		-1	-10	
2018			-18	-11				-14			-13					-4		-18				-11			-15				

一般教科书及其他关于行业配置的相关资料中倾向于将其描述为“行业轮动”，其更多侧重于“轮动”二字。基于过去多年在实际工作中的积累和思考，我们对于行业配置有些不同的认识。

侧重轮动的方法论更多地基于对于：经济增长的预期、通胀的预期、短期资金价格、风险溢价、机构持仓结构、外部事件冲击、短期催化剂、阶段性涨跌幅等因素的判断进行配置，且配置的目标久期多在于月度、季度级别，有的可以长达一年的维度，但几乎没有更长的。

对于我们而言，做的是所谓的“大”行业配置。这个“大”体现在两点上：第一，在配置的思考过程中，我们对于产业长期空间、未来 3-5 年中期增速、竞争格局、产业链上下游位置和议价能力、周期性、确定性等产业自身基本面的重视程度远高于其他的一切；第二，我们组合中绝大多数仓位（6-7 成仓位）的配置目标久期长达 3-5 年，剩余的 2-3 成至少是基于较为确定的一年级别维度机会，我们不考虑月度和季度级别的所谓“轮动”。

希望通过下面几个例子为大家更具象的阐述“大”行业配置对于投资收益率的巨大贡献。

1998 年中国房地产市场开启市场化改革，自那时起至今的 21 年即 84 个季度中，地产行业龙头 A 股的股价跟随其业绩持续上涨，年均回报率超过 19%；2001 年上市后，受益于中国经济持续发展，消费持续升级，高端白酒量价齐升，行业龙头 B 股在 18 年即 72 个季度中股价跟随业绩持续上涨，年均回报率超过 35%；2006 年后，基于房地产高速成长的红利以及白电行业价格战后的集中度

持续提升，C 股在 13 年即 54 个季度中股价跟随其业绩持续上涨，年均回报率高达 41%。

从上面几个案例中不难发觉，其所涉及的行业投资期限都非常长，分布在 13 年-21 年的区间内，这远远超出大多数投资者所关注的时间维度。然而，恰恰就是在如此长的时间维度中，我们可以做出更高确定性的判断，通过拉长时间将中间的波动熨平，从而充分享受到基于行业长期基本面研判捕捉到的业绩成长带来的收益，而非由于行业基本面正常波动或者情绪波动而引起的短期冲击。基于我们的经验来看，大多数短期看上去令人毛骨悚然的波动，睡一觉再看实际上都是茶杯里的风波，兴不起多大风浪。

具体到实际工作中，通常在研判行业中长期投资机会时我们会首先聚焦三个核心问题：

行业长期 5-10 年的空间有多大

行业中期 3-5 年的成长速度有多高

行业的竞争格局如何

( 未完待续 )