

# 主题投资的分析框架和分类标准

私募工场 2017-05-26



## 公告声明:

私募工场是国内最值得投资人士信赖的专业投资平台。拥有两万多实名注册会员，三百家深度尽调私募，两年多实盘业绩跟踪走访，海量日净值数据分析，上百家精选私募，值得每一位高净值投资者信赖。私募工场为精选私募提供定制化资金支持，定制化产品设计、私募基金产品分析、私募投资策略分析、基金产品业绩归因、投顾尽职调查等服务。

私募工场：资方入股+资金直投一站式服务，助力私募快速成长

微信：guo5\_guoguo

投稿：506743560@qq.com

商务合作：15034081448

主题投资是A股很重要的一个投资体系，系统化的思考其背后的本质具有战略意义。

## 主题投资的定义

定义：通过分析实体经济中结构性、周期性及制度性的变动趋势，挖掘出对经济变迁具有大范围影响的潜在因素，对因此受益的行业和公司进行投资

对具有同一类属性指标、受相同催化剂驱动的上市公司进行分类，根据主题核心驱动力的发展变化调整投资方向和敞口。同类属性指标可以是公司所处地区、所在产业链、市值规模、催化事件、技术水平、资本运作、管理层属性等



## 主题投资和行业投资的区别

突破行业划分的固定性、以及企业多元化经营趋势造成的局限，更灵活，与时俱进；

跨地域、跨行业、跨品种、跨资产类别，从同一主题造成的资产联动挖掘大类资产配置机会

主题投资和行业投资的比较

策略类型	主题投资策略	行业配置策略
基础	以相对事件发展趋势预期的判断为主要基础	以经济周期、行业景气度为主要判断基础
指导意义	投资过程体现预期趋势持续发展或偏差纠正	投资过程不断体现各行业之间的强弱关系
核心因素	更强调把握核心驱动力	更强调把握行业景气程度轮动
缺点	"核心假设变量"易变,缺乏统一分类标准	"核心假设变量"相对复杂,因行业而异

## 主题投资和价值投资的区别

主题投资属于典型的事件驱动型投资;

静态的价值投资忽视了企业发展中的不确定性,对重大变化和制度不够重视或反应不及时;

主题投资分析相比之下面对更多动态事件的扰动,以行为分析为纲的主题投资要求更严格频繁的研究分析和决策流程作为辅助;

主题投资和价值投资的比较

策略类型	主题投资策略	价值投资策略
基础	以事件发展趋势的预期为基础	以内在价值分析为基础
影响因素	投资过程体现在预期趋势持续发展或偏差纠正; 更关心趋势是否延续或偏差何时会有市场体现	投资过程体现在价格逐步地靠近价值; 更关心价值和价格的偏差有多大
获利来源	从根本上认为市场犯错和预期偏差; 主动地利用这一偏差获利	从根本上认为市场犯错和预期偏差; 被动地利用这一偏差获利

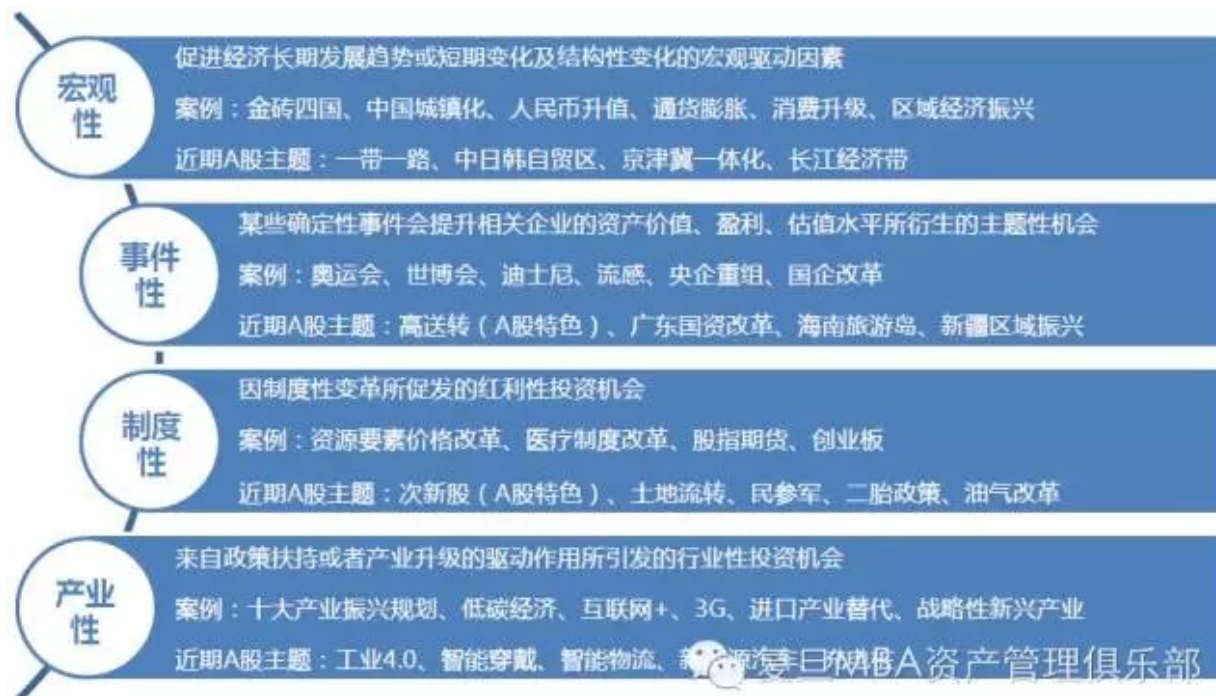
## 主题投资和短期概念、题材、热点投资的区别



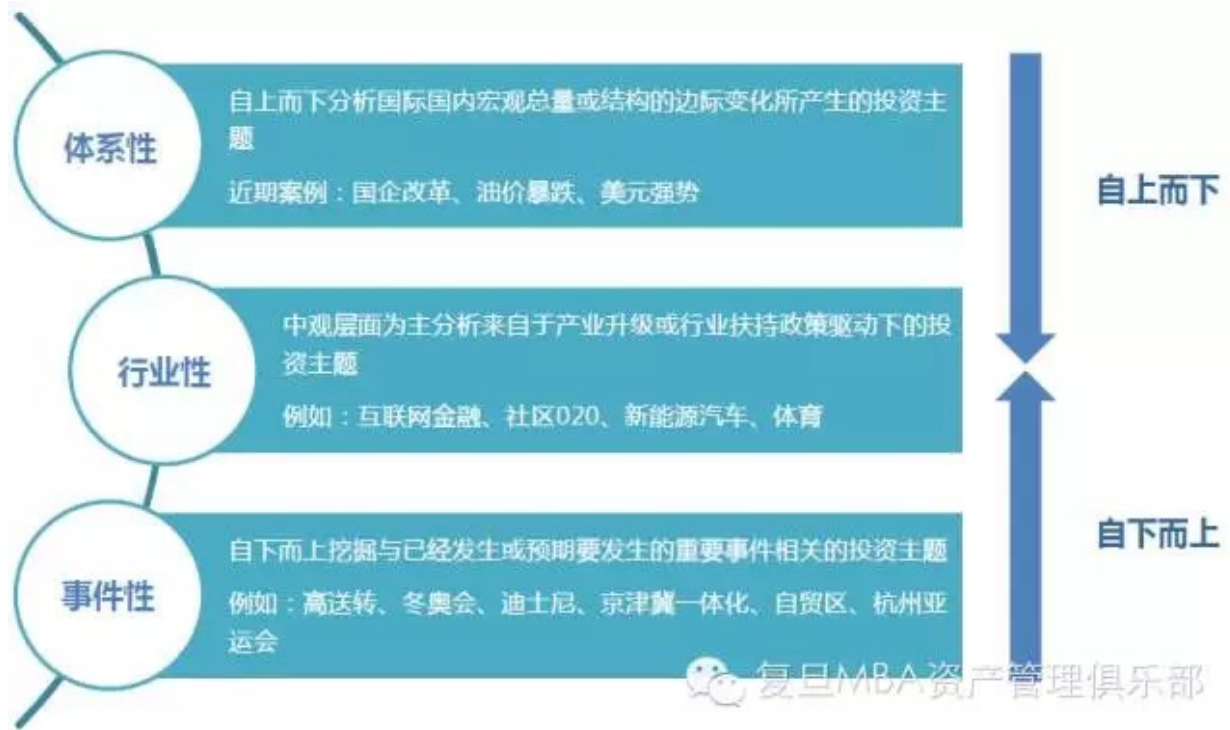


## 1、主题投资的分类

主题投资从投资机会的触发因素来看可以分为宏观性主题、事件性主题、制度性主题、产业性主题



主题投资从投资方法可以分为自上而下、中观行业、自下而上三类



## 2、主题投资的实施

主题投资的实施需要系统性、纪律性

主题投资的操作步骤：（1）主题选择；（2）主题择时；（3）主题投资组合买入；（4）主题投资组合卖出

投资过程中，尤其要注重逻辑构建、关键变量，关注其变化并应对

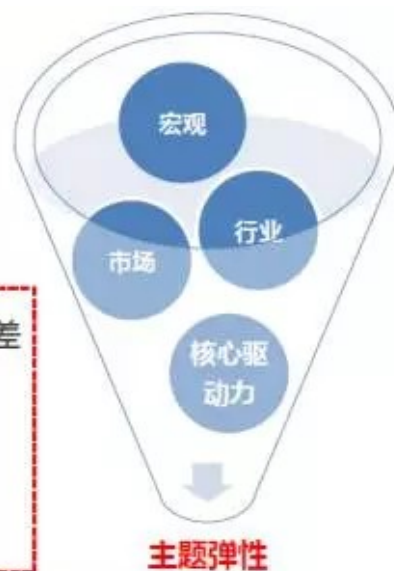


### 3、构建主题数据库

主题投资的关键在于把握核心驱动因素和寻找对应标的，捕捉预期差。

- 研究**宏观**经济指标对于各类型主题的影响
- 研究**行业**表现指标对于各类型主题的影响
- 研究**市场**交易指标对于各类型主题的影响

- 监测主题**核心驱动因素**的变化，及时捕捉主题预期差
- 分析决定不同**主题弹性**的因素
- 寻找各主题**弹性最强的标的**和影响因素



标的弹性

复旦MBA资产管理俱乐部

理想数据库应满足

**及时、全面、易操作、灵活、自动化**

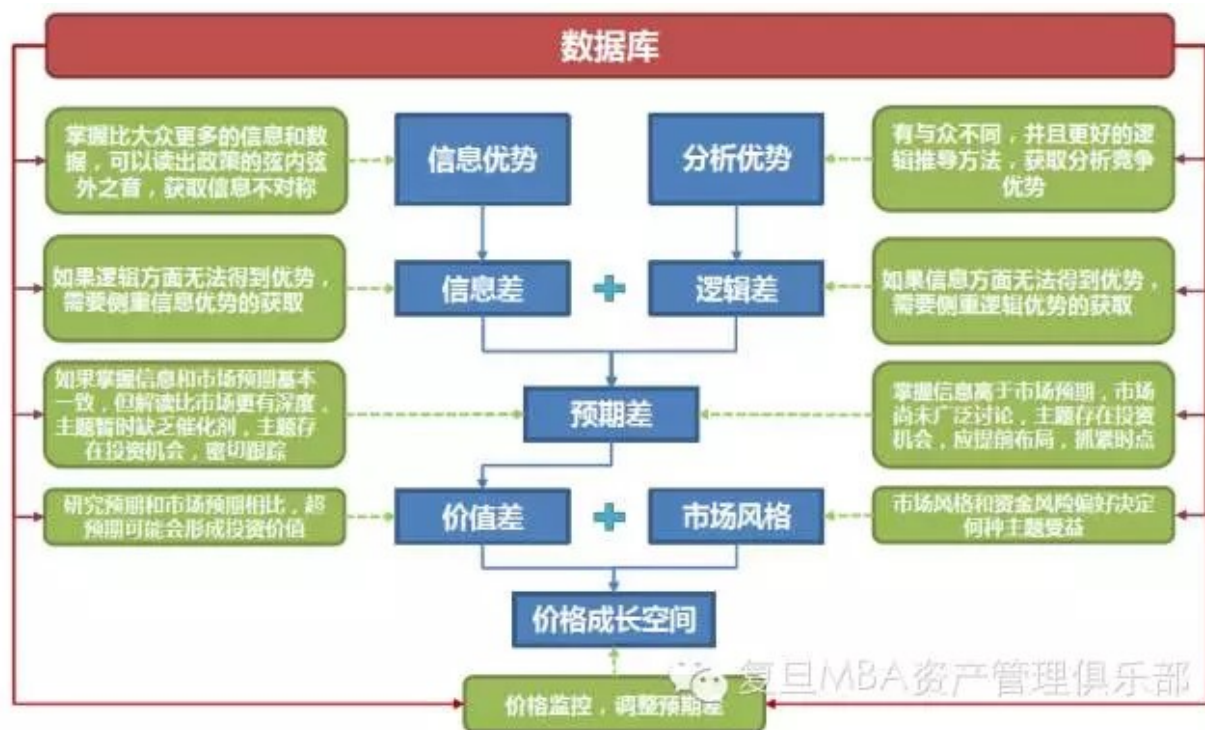
- **及时性：**
  - ✓ 主题数据易于及时更新
  - ✓ 主题相关信息推出后可根据数据库做出第一时间分析
- **全面性：**
  - ✓ 主题相关宏观、行业、市场、核心驱动因素全面覆盖
- **灵活性：**
  - ✓ 易于查询、数据定位、更正错误
  - ✓ 易于加入新数据纬度，变量纳入系统
- **准确性：**
  - ✓ 数据准确、结构逻辑正确
- **自动化**
  - ✓ 如果可以自动高效率更新为最佳



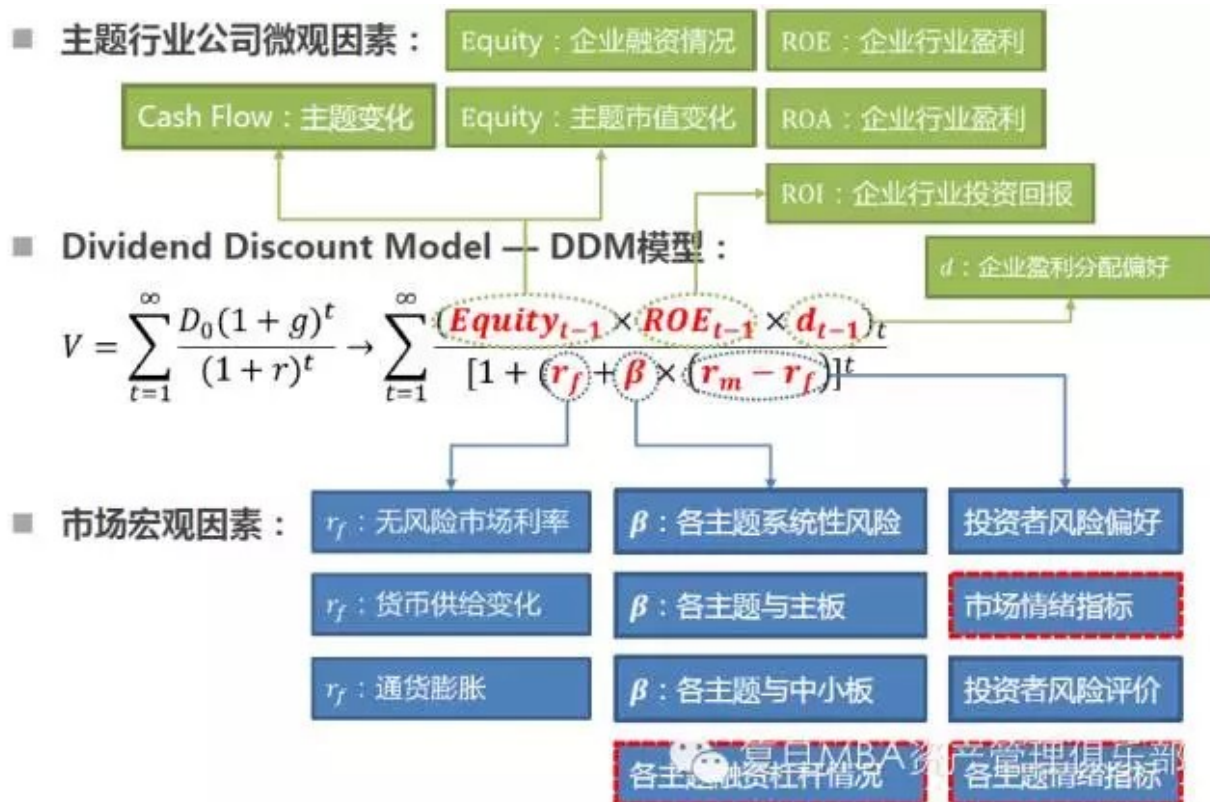
复旦MBA资产管理俱乐部

理想数据库应全面辅助主题投资机会挖掘的决策流程





### 3.1 主题投资的宏观微观边际变化因子



不同类型主题投资的宏观微观边际变化因子

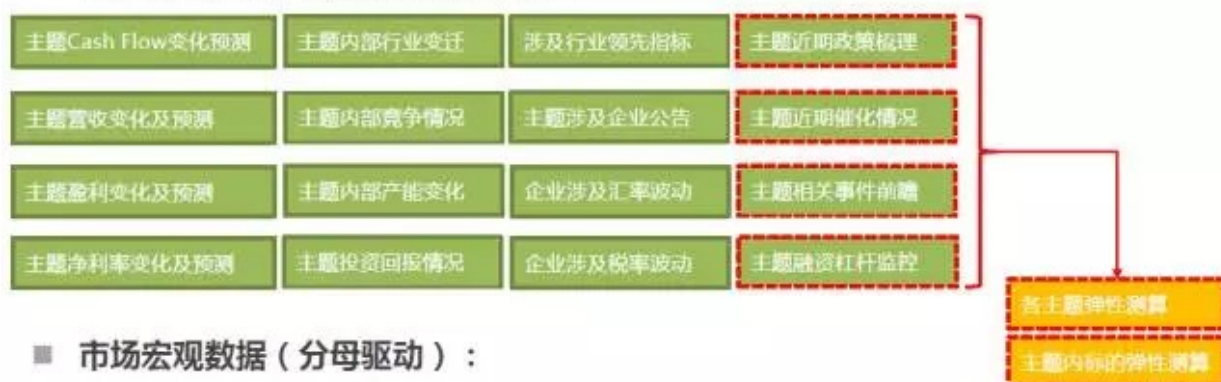
体系性主题：分子驱动, 逻辑推演导致公司现金流预期发生变化，长期行情. 国企改革、油价暴跌触底、美元走强、一带一路、中国竞争力

事件性主题：分母驱动. 信息反映导致投资者风险偏好发生变化，爆发性强，短期行情:高送转、次新股、冬奥会

行业性主题：分母分子驱动. 介于分母分子推动之间，兼而有之，趋势性波动，阶段性行情:体育、新能源汽车、充电桩、90后消费

### 主题投资的宏观微观边际变化因子

#### ■ 主题行业公司微观数据(分子驱动)：



#### ■ 市场宏观数据 (分母驱动)：



5、优质A股主题：高大上、鲜明生动、逻辑简明但纵深强、弹性大

价值取向来源足够高端、市场空间足够广大、逻辑不断加强且难以证伪

主题标签在大众视野频频出现，引发群体探究和好感

逻辑鲜明生动，易传播营销，易引起大众共鸣参与，认同度高，形成资金合力

逻辑纵深强，难以证伪，催化剂给力且延续性强

主题板块曾经或正在创造良好回报，创造羊群效应，产生正反身性



《思考快与慢》, Thinking, Fast and slow — Daniel Kahneman

- 系统1：直觉+联想+过去经验 → Who cares about logic or analysis? → 投资！→ A股特色主题投资 → 市场短期投票机
- 系统2：直觉+联想+过去经验 → Doesn't seem right! → 逻辑理性分析后 → Actually makes sense and is quite cheap! → 投资！→ 价值投资 → 市场长期称重机
- 系统1+系统2：大牛主题 — 新能源汽车、苹果产、港、金砖四国等



## 6、政策类主题需要强催化剂

A股主题投资：政策梳理寻找潜在机会是关键

关注政府文件舆论，抓住风口和核心驱动要素

紧跟市场表现反馈，及时掌握市场偏好

多种政策叠加时，逻辑分析最受益板块：2005年，股权分置+汇改+新会计准则 —— 引爆地产板块

紧跟发改委，保持敏感，及时了解国家产业政策规划

用量化的方法捕捉政策热度和进展(1/3)：百度互联网关键词热度搜索统计（维护简单）**【关于私募工场 (ID: simugongchang)】**；网络爬虫和阈值设定（准确，覆盖面广，需维护）；抓取股票论坛（例如雪球）中所有文本数据，统计20日或30日移动平均值，获取主题热度指标，判断主题何时风起；利用贴吧内和主题相关的帖子，研究帖子内频繁出现的标的，计算相关关系，确定阈值，挑选出和主题相关的个股；利用财经媒体对影响市场大事件所刊登相关文章集中度投选出短期强势主题

体系和行业型主题长期走势要看业绩

## 7、主题概念龙头股一般弹性大

和主题相关性最强的龙头股一般弹性最大，并随主题行情逐步向相关性其次强的标的扩散

国企改革内部龙头先行，最大概率整合品种引领市场想象，以主题为核心进行跨行业扩散



大弹性标的普遍自由流通市值小，机构投资者占比低

8、辨识度强、强稀缺性、直接受益于主题的标的往往弹性大

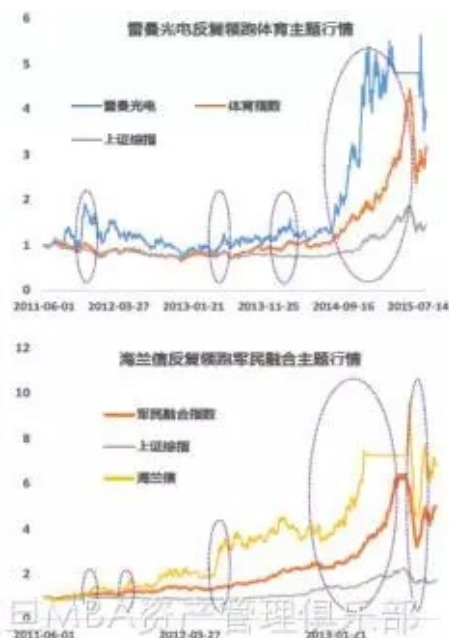
案例一：迪士尼主题和界龙实业

最近历史受到该主题刺激涨幅最大的标的，当主题再次升温之时，往往能成为领跑龙头股

弹性大主题标的若受刺激大涨幅后，如若标的经历了技术性调整，主题再受刺激时，弹性甚至会更大

主题	相关标的数量	月周频上攻次数	大弹性标的数量出现频率	权重量出现标的 (近期超过3次)
国企改革	28	15	44%	中信股份、岳阳林纸、洛阳玻璃、国电南瑞、天坛生物
广东国资改	9	10	67%	珠江实业
互联网金融	54	12	85%	中天城投、申科金融、乐视网、惠时胜、信雅达
标的权重	23	15	85%	佳电股份、东方铝业、海陆重工、丹甫股份、应流股份、南凤股份、上海电力
一带一路	61	6	18%	南方航空、天海港、浙富控股、西安饮食、北方国际、西部建设
军民融合	26	8	24%	海兰信、金信诺、高德红外
体育	18	15	47%	华录百纳、雷曼光电
智能穿戴	22	14	44%	九安医疗、中泰电子
美丽中国	11	14	56%	兴源环境、大禹节水
苹果指数	16	13	64%	共进电声、立讯精密
移动互联网	37	14	52%	盛路通信、拓维信息、乐视网、天喻信息、联捷互动
新能源汽车	26	12	71%	万向钱潮、江特电机、银润电子、比亚迪
充电桩	15	14	77%	奥特迅、科陆电子、万马股份、科士达
环保	48	15	55%	科林环保、三维丝、神雾环保、兴源环境、开都环保、ST国通
迪士尼	27	12	36%	美盛文化、强生控股、陆丰城
航母	23	11	50%	抚顺特钢、盛路通信、成飞集成
京津冀	27	10	69%	宝硕股份、华夏幸福、万方发展、恒天天药
工业4.0	42	12	55%	三丰智能、东土科技、鼎捷软件、华昌达、亿威电子、韩尚股份
机器人	52	11	46%	海康机械、三丰智能、华昌达、中信重工
基因测序	19	8	20%	达安基因、千山药机、万昌科技
养老产业	17	10	42%	世联行、奥乐金、太极集团

黄标指数起于2013年1月，其余为2011年1月  
红色标注为近期权重出现超过(包括)2次



## 9、市场技术分析可以从另一维度鉴别买入卖出信号

### ■ 主题技术指标：

- 主题流通市值占比
- 主题机构持仓占比
- 主题平均换手率
- 主题成交量

### ■ 主题涉及标的的技术指标：

- 标的流通市值占比
- 标的机构持仓占比
- 标的平均换手率
- 标的成交量
- **标的MA法则**
- 标的MACD
- 标的Bollinger Bands
- 标的RSI

### Granville Technical Trading Rules

#### 标的买入信号

突破：均线由下降转为水平或上升趋势，价格由下穿破均线  
向下假突破：均线向上，价格由上向下跌破均线，但很快回到均线之上  
支撑：价格均线之上，向均线下跌但并无跌破均线便再度反弹上升  
反弹：价格急速跌破均并远离均线，后续价格反弹并趋向均线

#### 标的卖出信号

跌破：均线由上升转为水平或下降，价格由上向下穿破均线  
向上假突破：均线向下，价格由下向上穿破均线，但后续很快回到均线以下  
有阻力：价格在均线以下，向上走并逼近均线，没有突破均线便开始再度下降  
反转：价格快速上涨，向上突破均线并远离均线，后续价格反转并向均线趋紧

## 10、主题退出：核心逻辑被证伪时

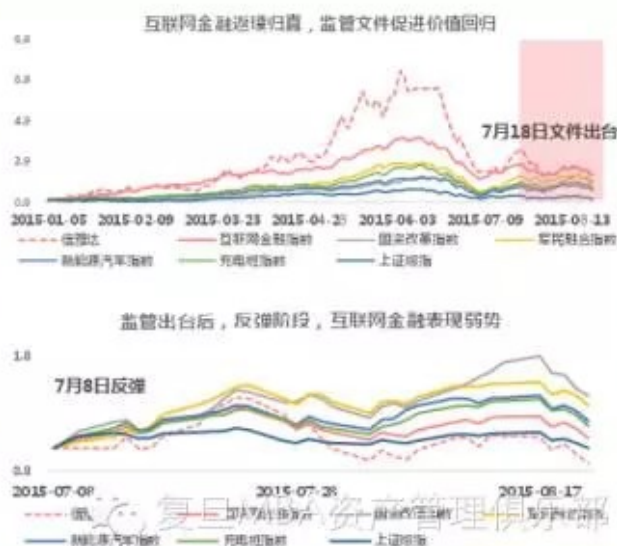
政策低于预期

业绩低于预期、行业竞争格局被改变



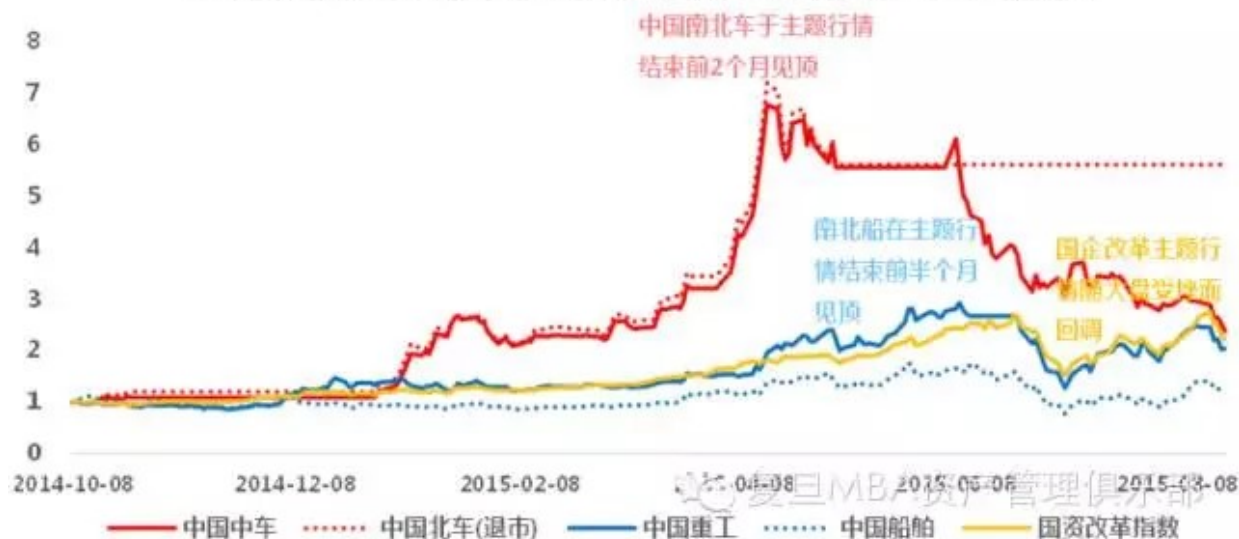
- 2013年至2015年，互联网金融作为最佳主题概念领涨主题板块
- 2015年7月18日，中国人民银行等十部委联合推出《关于促进互联网金融健康发展的指导意见》，《意见》偏收效，打击了市场对于互联网金融发展的空间想象，意见提出：  
互联网金融本质仍属于金融，没有改变金融风险隐蔽性、传染性、广泛性和突发性的特点。加强互联网金融监管，是促进互联网金融健康发展的内在要求。  
互联网支付方面，第三方支付机构与其他机构开展合作的，应清晰界定各方的权利义务关系，建立有效的风险隔离机制和客户权益保障机制。要向客户充分披露服务信息，清晰地提示业务风险，不得夸大支付服务中介的性质和职能。  
网络借贷方面，...，个体网络借贷要坚持平台功能，为投资方和融资方提供信息交互、撮合、资信评估等中介服务。个体网络借贷机构要明确信息中介性质，主要为借贷双方的直接借贷提供信息服务，不得提供增信服务，不得非法集资。

意见偏左，通过和投资者交流，普遍认为低于预期，互联网金融板块从此相比其他概念板块涨幅减缓。



## 主题龙头见顶往往预见主题行情的即将结束

主题内部龙头企业往往最能体现主题核心逻辑，标的见顶下行后对于主题后期投资者有警示作用，降低主题新参与者和存量资金风险偏好



主题内部标的关联度均值，情绪至顶，逆反心理产生，鸡犬升天则物极必反

## 12、事件型炒作主题退出：事件催化剂告一段落

纯事件炒作性主题在事件发生前投资者风险偏好升高，羊群效应带动板块增量资金流入【[关于私募工场 \(ID: simugongchang\)](#)】，事件发生后获利盘了解投资者风险偏好降低，行情往往告一段落，纯事件型主题提前布局很重要，最好的退出节点在于事件发生前一刻。

## 主题投资推荐标准

上面已经提到，主题投资从投资机会的触发因素来看可以分为宏观性主题、事件性主题、制度性主题、产业性主题四类。每种主题炒作模式不同，其影响因素也不尽相同。

### 一、政策性主题

包含宏观经济类和制度类主题。

①宏观性主题：为促进经济长期发展趋势或短期变化及结构性变化的宏观驱动因素。

举例：中国城镇化、一带一路、海上丝绸之路、中日韩自贸区、京津冀一体化、长江经济带、中国东盟自贸区升级，内陆自贸区、人民币贬值。

宏观性主题一般比较大，对上市公司业绩的提振是渐进式的、缓慢的，股价的发展一般震荡趋势性向上，比如中国大力发展城镇化，基础设施建设是重要一环，在中国城镇化不断推进过程中，基建概念股业绩不断向上延伸，对应股价趋势向上，宏观性主题跨越时间长，影响因素多，体现的是大格局、大境界，一般是产业趋势性机会，这类主题适合拥有大眼光的大资金布局。

② 制度性主题：因制度性变革所促发的红利性投资机会。

举例：股权分置改革、土地流转、民参军、二胎政策、油气改革，国企改革、央企重组、沪港通，深港通。

每次大的制度变革都将带来特定的主题投资机会，制度变革有助于淘汰落后的“生产关系”，从而解放“生产力”，有利于促进社会进步。

首先看制度变革的力度，是不是革命性的，比如风靡中国几十年的计划生育突然放开了，原先只能生一个，现在允许生两个，这种变革是大刀阔斧的，市场不由自主的将相关产业市场想象空间扩大一倍，对未来相关上市公司的业绩将产生实质性影响，但

这种影响是缓慢的、循序渐进的，业绩无法立即大规模的反应在报表里，于是预期兑现后，概念股不可避免将会深幅调整。

自上而下反应国家意志的制度变革是资本市场追逐的对象，制度变革的发起方如果由国务院一把手推动，那么炒作效应将会放大，比如14年推出的沪港通，国务院总理李克强在博鳌论坛上首次提出，由国家总理支持推动的制度变革，必将在资本市场刮起一阵龙卷风，后期沪港通概念股应运而生，炒作直至沪港通正式开闸那天才算结束。

一个好的制度性主题可以归纳为：制度发起方为国务院+制度变革具有革命性+制度变革能产生实质性效果=大级别行情

	好	中	差
制度变革力度	大刀阔斧	局部变革	小改小革
制度变革能否起到作用	药到病除	缓慢见效	象征性意义
制度变革的发起方	国务院/中央	中央下属部门	省市级

- 1. 理解政策制定的真实意图，下定的决心与推进的力度
- 2. 政策推动的效果
- 3. 媒体的报道频率
- 4. 板块个股跟风性强，要有涨停板
- 5. 政策的力度越大，涉及的个股越多。龙头个股不倒，板块有持续的炒作空间
- 6. 如果个股的持续不足，只能适用短炒

二、 事件性主题

定义：某些确定性事件会提升相关企业的资产价值、盈利、估值水平所衍生的主题性机会。

举例：世博会、迪士尼、流感、国家最高科技奖、互联网大会、诺贝尔奖，习主席访美、普京访华、互联网大会、世界机器人大会。

推荐依据：

①事件规模。

首先，事件的规模直接决定了主题有无被炒的可能性，一般中国××大会炒作效应小于世界××大会，展览会、博览会炒作效应小于中国××大会，中国全运会炒作效应小于亚运会，而亚运会炒作效应小于奥运会，规模决定炒作层次，越大越好；



## ②事件相关的领导级别。

其次，事件现身的领导职位级别，决定了个股是高开还是直接封板，习主席或李总理亲自到场，那是直接封板，习主席或李总理发话支持却不亲自到场，至少要高开。

简单归纳为：世界级别的大会+主席或总理现场参加=大行情，世界级别的大会+主席或总理口头上大力支持不亲自参加=中级别行情，世界级别的大会+主席或总理无口头上支持且不参加=小行情或无行情；

## ③事件给相关产业带来的实质性作用。

如果一个事件能给某个产业带来实实在在的利好，那么该事件的炒作认同度就比较高，炒作的持续性就比较长，比如奥运会、世博会，场馆建设、交通基础设施改善将带动相应产业链的发展，业绩增厚可体现在报表上，资金认同度就比较高 **【关于私募工场 (ID: simugongchang)】**，一般概念股涨幅比较大，持续比较久；而类似于诺贝尔奖概念股的炒作，这类就是炒没有业绩支撑的虚无“概念”，参与者提前设想哪个领域大概率会得奖，然后找该领域的概念股，资金提前潜伏好后，选择适宜的时机找媒体出消息配合拉升股价，拉高后在诺贝尔奖公布前将筹码交给散户，屡试不爽，这类炒虚无的“概念”，玩的是资金博弈，炒作的持续性差，遇到大盘不好的行情，炒作随时会夭折，可操作性极差；

## ④事件的成果。

事件能否达成重要成果、能否签订重要协议决定了资金参与的热情程度，比如习主席访英，签订核电大单，对核电板块是直接利好，核电被爆炒无疑，且具有一定持续性，假如习主席访英只是在会议上表明希望与英国加强核电合作而无具体协议签署，那么核电板块行情一个高开回落就结束了。

再比如，今年11月份，李克强在北京同捷克总理索博特卡举行会谈，李克强指出，中国核电技术和装备安全性好、性价比高、具有国际竞争力，愿积极参与捷克核电建设，李总理表达了希望加强核电合作的美好愿望，但无具体协议签署，核电板块个股连个高开都没有，事件有无重要成果达成直接决定了炒作的深度和持续度，在实际操作中应分清主次，避免被埋。

总结：一个好的事件性主题可以归纳为：事件具有国际影响力+习书记或李总理亲自参加+事件对产业带来实质利好+有大单签订或重要协议签署=大级别行情

	好	中	差
事件的规模效应	国际级别	国家级别	省市级别
事件现身的重要领导级别	主席/总理	部长/省长	省级以下
事件对产业促进作用大小	大	中	小
事件是否取得“成果”	达成重要成果	达成一般成果	无成果

### 三、产业性主题

定义：来自政策扶持或者产业升级的驱动作用所引发的行业性投资机会

举例：工业4.0、智能穿戴、智能物流、新能源汽车、充电桩、量子通信、VR、IP产业。

推荐依据：

#### ①市场空间。

一个产业如果市场空间巨大，想象空间上不封顶，那么将直接提升参与者的偏向，对股价形成正面刺激，比如新能源汽车，按照政策要求，2020年电动汽车保有量将达到500万辆，市场规模将达万亿级别，市场空间大不大，绝对大，概念股能不能炒，必须要炒。

再比如受11年日本福岛核电泄漏事故影响，中国核电新项目停批，市场空间被封堵，核电上市公司订单减少，业绩下滑，股价也应声回落；

#### ②政策扶持力度。

国家政策上如果大力支持，出规划、出细则、还有补贴政策，主席或总理时不时在某会议上强调要加大某产业建设，那么该产业的炒作将贴上“国家意志”的标签，炒作会更加顺畅。

#### ③产业的业绩支撑。

如果产业有实实在在的业绩作为支撑，而不仅仅是概念孵化阶段，业绩不会被证伪，那么产业将会得到主题投资者和价值投资者双重青睐，投资资金和投机资金共振，股价将会出现“戴维斯双击”式的上涨。比如前几年的苹果产业链供货商歌尔声学，随着苹果手机的日益流行，其业绩大幅爆发股价实现了戴维斯双击。

#### ④个股的受益逻辑是否清晰。

标的个股是直接受益，还是间接受益，是全面受益，还是局部受益，直接决定着资金参与的意愿，比如迪士尼概念股锦江股份，在迪士尼周边布局大量酒店，如果迪士尼开园将直接受益人流量的增长，股价炒作具备一定的持续性。而奥巴马当选总统，澳柯玛涨停，则是纯粹的资金炒作，两者并无任何关系，股价炒作注定不会持久。

⑤标的个股是否容易锁定且易炒。

标的个股是否容易锁定且易炒，决定了标的个股炒作的高度，如果涉及标的股盘子较大，机构众多，那么炒作持续性与空间将受限，如果标的股过多，整体体量过大【关于私募工场 (ID: simugongchang)】，需要资金过多，那么炒作也难以持续，例如，今年世界机器人大会召开，涉及概念股有三四十只，且大部分涨停，第二天只有十来只翻红，其余全部下跌，本次炒作草草结束，再比如，央企改革概念股标的明确而清晰，中粮系（中粮生化、中粮屯河、中粮地产），国投系（国投新集、中成股份、国投安信），炒作不会导致混乱，概念股爆发时容易对号入座，央改概念股大多走出了翻倍行情。

⑥产业所处发展阶段。

如果产业处在发展的萌芽期，那么炒作将会半信半疑，走走停停，比如智能穿戴刚提出来的时候沾点概念的都一飞冲天，因无法大规模产业化，产品处于认知导入期，业绩无法体现在报表上，概念股大涨后又大跌；如果产业处在高速发展期，业绩加速增长，股价将迎来戴维斯双击，比如新能源汽车由于已过认知导入期，目前产业链公司进入业绩爆发期，概念股股价平台式上涨，股价坚挺不易回落。

一个好的产业性主题可以归纳为：产业市场空间万亿级别天空才是尽头+李总理大力支持+产业进入业绩爆发期+受益标的明确且市值较小+产业处在成长的早期=大级别行情

	好	中	差
产业市场空间	巨大	较大	一般
产业国家政策支持力度	大力支持	支持	不反对
产业有无业绩支撑	业绩爆发	业绩一般	无业绩
个股受益逻辑是否清晰	全面受益	局部受益	间接受益
标的是否容易锁定且易炒	容易	较容易	一般
产业发展所处阶段	高速发展期	萌芽期	成熟期

来源：申万、投资顾问钟俊林，作者：王胜、钟俊林



•END•

私募工场

---

码立即关注私募工场



扫码快速注册会员



投顾扫码快速入驻私募工场



微信号：私募工场

[阅读原文](#)