

19年投资老将华夏未来巩怀志：

数次择时替客户守收益 从未因市场而失眠

□本报记者 吴娟娟 实习记者 葛瑶



巩怀志，拥有19年金融行业从业经历。历任全国社保股票组合基金经理，华夏成长、华夏蓝筹、华夏优势、华夏大盘基金经理，Nomura QFII基金经理、华夏基金投委会委员、投资副总监(兼宏观配置投资部总监)。现任华夏未来资本投资总监。

再次成功逃顶

7月中旬，华夏未来旗下的产品净值创出新高。在巩怀志看来，这一次，他做对了两个重要决策：一是春节前一周减仓，二是3月底调整方向。

“华夏未来自1月15日起逐渐降低仓位，我们通过两种方式减仓，首先，减持之前估值较高的股票。当时我们拿了很多新能源股票，还有一些大蓝筹。我们评估这些股票估值难以为继，减持之后，增持了大型银行股以增加组合的防御性。其次，通过股指期货做对冲将净仓位降下来。”巩怀志在近期的一次采访中介绍。

春节前夕机构集中持股达到极致。如果这时意识到部分股票的估值已经进入高风险区并非难事，但巩怀志后来的操作则反映出华夏未来深厚的宏观研究功力，以及他开放、灵活的操作手法。

从3月26日开始，巩怀志增加了组合在成长股上的比重，增加了新能源车、光伏、军工等行业的持仓，并适度增加一些制造业股票。在金融股中，将大型银行替换为成长性好的区域性或者股份制银行。组合的净仓位从10几个点提升至20%到30%。

3月底的操作将他与部分“价值型”投资选手区分开来。2020年下半年，价值和成长的风格轮换讨论在A股市场弥散。和一些“价值型”投资选手一样，巩怀志在2020年下半年增加了顺周期的风险暴露，但临近年底他洞悉环境变化，开始增加一部分成长股的比重。到3月底，他的思路发生了显著变化。

3月底时，他发现，种种迹

象表明无论是M2增速，还是社融、信贷的增长，以及银行间市场利率水平都指向了同一趋势，市场的流动性并未像预期得那样收紧。

此时，经过3月大幅下跌。部分新兴成长股估值和成长性匹配度提升。此时，市场的成交量在6000亿元到7000亿元之间徘徊，市场情绪冷淡。

此时，巩怀志认为可以再度调整方向。距离春节前夕减仓仅一个月有余，他果断再度调整策略，降低防御性股票仓位，显著增加成长性股票的比重。

巩怀志事后谈起这两次调整时显得从容淡定。的确，这一次的成功逃顶，看起来没有2015年那次那样惊心动魄。由于及时使用股指期货对冲，2015年华夏未来旗下产品的回撤不到5%。

不过，如果在2021年期间参与了A股市场，便会清楚地知道，2021年如同巩怀志那样，同时做到这两步并不容易。

2021年3月底调整组合，他在一定程度上否定了自己之前对于市场流动性的判断。

全球对冲基金巨头桥水创始人瑞·达里欧说，成功需要两项看似矛盾的特征，勇于坚持自己的判断，同时保持开放及时纠正自己的错误。散户易盲目从众，而专业的投资者却容易走向另一个极端——过于执迷自己的判断。既能独立思考又开放包容及时纠正自己错误的人非常少见。

除了乐观的性格，巩怀志说，长期坚持宏观分析，洞悉宏观变量对A股市场的影响是他能保持灵活性、及时纠错的关键原因。

从业19年，
巩怀志从未因
市场而失眠。

历经市场风
云变幻，逐渐熟
悉市场先生的脾
气，他总能在市
场先生疯狂之前
减仓，为投资人
守住收益。

由于多次精
准逃顶，管理产
品净值曲线平
滑、回撤小、波动
低，在华夏未来
的现有投资者
中，有不少投资
者自公司创立陪
伴至今。因为这
样的基金他们拿
得住。

这不禁令人
好奇，巩怀志和
他的团队的秘诀
是什么。

2002年，巩怀志加入鹏华基金。鹏华基金成立机构理财部，用以申请全国社保基金管理人资格。鹏华基金团队引入有海外经验的人才，搭建投研框架，试图建立体系化的投资方法。最终鹏华与华夏、南方、博时等基金公司成为首批6家全国社保基金管理人。巩怀志直接任职基金经理助理，一年之后，他又接任全国社保一零四组合的股票基金经理。

在注重基本面的投资方法刚在A股萌芽时，巩怀志便接受了事后看来是最正确的办法。这为他后来形成的注重宏观分析，自上而下与自下而上相结合的投资思路打下了基础。

2005年，巩怀志加入华夏基金，一直到2013年离开并创立华夏未来。巩怀志

本人也留下诸多可圈可点的纪录。例如，天相投顾统计数据显示，2010年，全市场729只基金利润合计50.8亿元。而由巩怀志管理的华夏优势增长当年盈利逾30亿元。

2010年他也实现了投研方法的飞跃。他事后这样总结，“2010年后，我个人进入了职业生涯最大的腾飞阶段，逐渐跳出了行业轮动的框架。我们通过对宏观经济的跟踪，发现未来GDP增速会持续放缓。在经济增速放缓的过程中，轮动效应弱化，经济周期不再大起大落。至此，我的投资方式转向顺应时代浪潮，研究未来经济转型方向，成为最早开始投资新兴产业的基金经理之一，如新兴消费和科技等。”此后，宏观分析嵌入了他的投资框架。

驾驭风格轮换

宏观变量周而复始，周期也顺理成章成为巩怀志的视角。他鞭辟入里，从纷繁的表象中直击核心矛盾。巩怀志说过一句被不少人引用的话，“市场总是从一种抱团走向下一个抱团。”在他看来，在公募基金的相对排名机制下，机构集中持股是永恒的旋律，不过每一次持有的股票不同。

抓住了主要矛盾，2020年当资金疯狂涌向消费蓝筹时，巩怀志已经将眼光投向了A股市场下一个方向。

要找到A股未来的方向，巩怀志认为可抓住三条法则，“未来的上行周期越长越好，上行斜率越陡峭越好，同时一定要符合时代特征。”

在他眼中，集中持股市质上是市场对某个行业景气度形成共识。这看似是从众心理、羊群效应的体现，但它实际上是行业的景气度变化驱动的。

一旦某类企业的业绩快速增长，市场便会呈现特定风格。巩怀志认为，驾驭风格轮换，本质是选择景气度向上的行业，并结合公司财报和企业经营情况，验证自己对行业景气度的判断。

同样地，从行业景气度出发，巩怀志指出，判断一个抱团是否趋于瓦解，也可从三个方面观察。

第一，基本面趋势是否发生不利变化。比如上半年的工程机械、家电等行业，去年行业销量大幅增长，但今年单月开始出现15%的下行，所以股价大跌。或者行业本身供求发生变化，导致产品价格下跌。

第二，流动性是否恶化。由于抱团股的估值往往推得很高，若市场承接资金匮乏会带来估值回落。比如，年初美国十年期国债收益率上行，导致全球共振，高估值股票遭重挫。

第三，市场是否出现了更具吸引力的资产。春节期间，铜、铝、原油等大宗商品

价格暴涨，节后有色、钢铁、煤炭等周期股出现井喷行情，对原抱团股资金形成了强烈的分流。

做到这些，便可穿越表象，直击核心矛盾，并提前埋伏下一个方向。反之，如果看不清行业景气度变化，就容易落入价值陷阱。

巩怀志以房地产与扫地机器人举例解释，2007年时高达50倍市盈率的房地产板块，现在已经降到5倍市盈率；而作为新型消费的扫地机器人产业，目前坐拥高估值。仅从估值角度来看，房地产板块目前极具性价比，然而从行业景气度角度比较，扫地机器人产业前景蔚然可期。“投资唯一的落脚点，是这个公司真真正正的成长。”巩怀志说。

当然这一切有一个前提，即当判断与事实相左时，必须坚持事实。

近期大跌的保险股，曾一度被巩怀志团队看好。去年，巩怀志团队认为保险行业处于低估值阶段，叠加疫情期间的保单累积，他们预测保险行业或许会在今年出现井喷，于是在去年下半年出手买入。但追踪后发现，各保险公司为保证今年的开门红，从去年10月份起便开始积攒保单。即使如此，公司1、2月的保费增长仍然非常勉强，而3、4月份时更是在低基数上出现了负增长。“逻辑跟现实出现差异的时候，我们尊重现实。”巩怀志说。

在竞争激烈的资产管理行业，巩怀志是少数状态松弛的基金经理。他冷静而很少焦虑紧张，周围人评价从未见他纠结、发脾气。他优异的投资业绩似乎是水到渠成。

他的秘诀是什么？

巩怀志多次引用索罗斯的话：市场是一部充满谎言和假象的连续剧。认清假象，全情投入，然后在别人都看清楚之前退出来，才能制胜。洞悉本质，及时退出，或许正是他的秘密武器。