

诺安基金张堃:

# 人工智能浪潮将至 寻找价值洼地

□本报记者 余世鹏



张堃, 硕士, 具有14年证券从业经验, 管理基金长达6年以上。曾任职于国泰君安证券、长盛基金, 从事策略研究分析工作。2014年5月加入诺安基金, 历任基金经理助理, 2015年8月至2020年4月, 任诺安新动力灵活配置混合型证券投资基金的基金经理, 2020年4月起, 任诺安先锋混合型证券投资基金的基金经理, 2020年9月起, 任诺安优选回报灵活配置混合型证券投资基金的基金经理。

## 解决两大基础问题

**中国证券报:**与很多基金经理不同,你是从策略分析师进入投研圈的,策略分析在投研体系中扮演怎样的角色?

**张堃:**我有个比较形象的比喻:市场行情的起伏好比坐电梯,牛市的时候很多人往高处升,有人认为是靠俯撑上去的,有人认为是靠跑跳上去的,但实际上都是因为电梯升上去了,熊市则是电梯下来了。策略分析师的主要工作则是判断“电梯”的升降方向,这是现代投资研究体系的基础所在。

具体来看,策略分析所要解决的,是“行情识别”和“行业比价”两大基础问题。首先,分析师会通过把握宏观经济走势和行业景气度,以及不同行业的周期变化特征和在经济中的所处位置,来预判未来一段时间内的行情趋势。在此基础上,再通过流动性和市场整体估值等因素,对各个板块的投资性价比做出判断,并给出资产配置建议,如超配或低配等。

**中国证券报:**策略分析的依据有哪些市场指标?能否举个具体例子?

**张堃:**策略研究的指标看似林林总总,但大体可归结为“经济”指标和“货币”指标两类。在现实经济运行中,“经济”指标会滞后于“货币”指标,因此,策略研究对“货币”指标的重视会高于“经济”指标。最重要的货币指标是美联储货币政策,通胀水平、大宗商品价格等指标都是在此基础上衍生出来的。

比如,我们在2020年疫情以来的这轮行情中就明显看到,美联储在货币宽松之后,股票的估值修复行情随之而至;当估值上升到一定阶段时,宏观经济才开始复苏,随后大宗商品价格开始走高,通胀担忧随之而来。之后,流动性

收紧预期就开始出现了。

**中国证券报:**策略分析师的从业背景,对你搭建投资框架有哪些影响?

**张堃:**早期时,我在券商和基金公司都做过策略分析师,宏观经济分析思维的确会对我后来的投资理念产生影响。

不难发现,策略分析的思路和管理基金组合是一致的。最重要的一点是,策略分析师既要针对不同赛道的投资性价比做出判断,也要有明显的前瞻性视野,一般能覆盖到中短期行情区间。甚至,特别优秀的策略分析师的预判,能够看到三年以上的长期趋势。只不过策略分析没有深度到个股配置层面。

正因如此,与具体行业分析师相比,策略分析师天然就具有全局视野,即从宏观趋势和国际经济大势去把握投资方向,抓住时代大机遇。在一片肥沃的土地里,只要是健康的种子,都能结出丰硕的果实。那么,在丰硕的果子里挑个头,难度自然就会小很多。

**中国证券报:**从策略分析师转变到基金经理后,你对策略分析的认知有了哪些深化?

**张堃:**就投资而言,仅有自上而下的框架是不够的。

策略分析师出身的投资者,天然会对市场波动有着高度敏锐性。相应的,由研究转入投资时,自然会尝试波段投资,依靠趋势分析进行高抛低吸。我当时也尝试过一段时间,但事后来看那种投资方式的效果并不理想。一方面,那种方式的投资难度很大,需要时刻关注盘面变化,时间投入成本很高;另一方面,在事后看来,宏观趋势的每一步都是清晰的。但站在当下,这种策略分析只能把握住一个模糊大方向,由此做出的投资决策,胜率并不是最大的。

基金经理的投资风格,很大程度上是个人从业路径的演变结果。在这方面,诺安基金新生代科技选手、诺安优选回报混合的基金经理张堃提供了颇具代表性的“样本”。和大多数行业研究员出身的基金经理不同,张堃是以策略分析师身份进入投研圈的。这一背景,使张堃成为一位全市场选股选手。不过,在多年投资经历的打磨下,张堃的投资认知也在不断更新,现在的他倾向于爆发性强的新兴行业赛道。

策略分析背景是如何使他成为全市场选股选手的?在新兴行业赛道中,他是如何相中“人工智能”“万物互联”这两大领域的?针对这些问题,中国证券报记者近日与张堃进行了一场面对面的投资访谈。

**中国证券报:**高成长赛道近年来备受市场追捧,也是公募聚焦的主流赛道,你的布局主要聚焦哪些细分赛道?

**张堃:**近年来在经济转型升级背景下,国家在支持科技创新方面的力度不断加大,特别是芯片、新能源、人工智能等赛道,成为重点鼓励发展的行业。从行情切换来看,大资金追逐高确定性的成长赛道,特别是中小市值或腰部以下市值公司,会是未来一段时间内的主流投资趋势。

在高成长赛道中,我最看好的是“人工智能”和“万物互联”赛道,目前的组合管理也聚焦这两大领域。今年以来,这两个赛道并不是最耀眼的板块,他们的主升浪还没到来。但这类科技公司的最好投资时点,恰恰是在行业渗透率较低的时候,比如在2%到50%阶段进行布局,能大概率捕捉到快速发展带来的超额收益。

**中国证券报:**你认为这两个赛道的大爆发何时到来?

**张堃:**行业渗透率的迅速上升,需要具备一定的必要条件。以人工智能行业

## “上下验证”提高投资胜算

张堃2014年5月加入诺安基金任基金经理助理,2015年8月正式开始管理组合,成为基金经理管理资金后,张堃开始朝着自下而上的路径去完善投研框架。

**中国证券报:**2015年以来,A股市场经历了新一轮的牛熊转换。这样的市场经历对你有哪些影响?

**张堃:**入市以来,我经历过A股两轮大波动,一次是2015年下半年的单边下跌,一次是2018年的金融去杠杆熊市。现在回过头才发现,仅在牛市里赚钱并不能证明一个投资框架的有效性。因此,在管理资金以后,我的研究逐渐往微观基本面方向转,逐渐形成自上而下和自下而上相结合的投资框架。

在我看来,策略分析所解决的是“趋势”问题,基本面分析则是解决“价值”问题。两者结合起来,在大趋势中寻找价值洼地,则是投资所要解决的问题。因此,一个有把握的投资决策,不仅有着宏观分析和微观视角支撑,宏观分析和微观视角之间往往也是可以相互验证的。

**中国证券报:**这种宏观微观相互验证的思路,在平时调研中是如何展开求证的?

**张堃:**比如,从经济方向和产业趋势来看,某个行业具备很大的发展空间,同时,在公司调研上,又能看到公司订单持续增加,公司季度业绩增速持续走高,从而达到“上下一致”,这基本上能判断是一个值得投资的公司,这样的投资也是高确定性的,胜算的把握比较大。

反之,如果宏观分析没能在微观层面得到验证,或者公司基本面缺乏明显的产业景气度支撑,就说明这不属于大的行情机会,或者决策过程中还存在有待

进一步廓清的盲区。

这时就需要进行决策复盘,究竟是产业趋势分析的方向偏了,还是公司基本面没研究透彻。比如,如果自下而上去看,一家公司的基本面很好,但在自上而下维度缺乏有效逻辑支撑,那这家公司的业绩增长未必是可持续的,而仅仅是脉冲式的、阶段性的,投资这样的公司也必然是不省心的。

这样的例子在市场上并不少见,发生于2014年前后的智能手机行情就是很好的例子。从2010年开始,智能手机大面积普及的趋势已经慢慢出来,到2014年时我们就能看到,智能手机销量在不断增长,产业链的各家公司订单持续创新高,最终在这个趋势中走出一批大牛股。

**中国证券报:**你用“上下相互验证”的思路找出“好公司”后,如何看到“好价格”?对个股估值因素如何理解?

**张堃:**的确,估值对投资效果的影响程度并不亚于业绩。但估值的影响因素纷繁复杂,除了显而易见的盈利增速外,商业模式、企业家精神、行业景气度、产业链地位等因素,也需要综合考虑。

具体来看,盈利增速对估值的影响是短期的,而行业景气度、产业链地位等因素,则是长期估值的主要影响因素。我们在近几年看到某食品饮料龙头股,年业绩增速在20%水平,但市场曾一度给到100倍的估值水平。很大程度上,这主要是得益于该公司的渠道话语权和行业地位。像人工智能、大数据等新兴行业,不少缺乏利润的企业都有着高达几百倍的估值,也是从其未来发展趋势和行业景气度而来的。

## 布局两大科技赛道

为例,当以下三点要素齐头并进时,可能就是人工智能行业爆发之时。类似于十几年前的互联网,这种爆发会极大改变各行各业的生态,其带来的投资价值也是巨大的:

一是数据量要足够大。人工智能要训练出一套成熟的算法,就必须提供足够多的数据。比如,用AI来做图像识别,要达到高精度的话,机器学习的数据量要在几百万张图片以上。从目前来看,我们已处于数字化环境中,无论是手机还是电脑,每天都能产生大量数据,且都有相对固定的场景(社交、购物、运动、休息等),因此数据量并不会构成人工智能的发展阻碍,但某些细分领域的数据,如健康管理等,需要进一步丰富。目前,已有相关公司运用这些数据进行个性化平台开发,以此给出针对性的商业解决方案,提升行业效率。

二是算力要继续提高。在算力不足情况下,数据量一旦增大,计算机的显存就不够了。近年来,业内持续推出高速运转的GPU运算芯片,这是一个很大的进步。随着算力逐渐提升,人工智能的数据

训练效率会越来越高。

三是深度学习算法水平提升。深度学习的理论基础是在2004年前后提出来的,在这之前生物学界在算法领域的发展,大约已停滞了二三十年之久。深度算法的原理类似于人类大脑神经元,极大提高了机器的识别度,特别是对语言和图像的识别能力,从此前的80%上限,提升到了90%层面上来。未来,算法领域的持续进步,将会成为人工智能产业爆发的关键一步。

**中国证券报:**截至目前,上述相关条件在中国的发展情况是怎样的?哪个环节的投资趋势较明朗?

**张堃:**截至目前,中国已经出现了若干家平台型公司,他们在自家平台上对外开放数据,发展趋势较明朗。未来能胜出的巨头,有可能从目前的公司中诞生。

万物互联的产业链,从上游到下游的排序分别是传感器、通信模组、数据平台。从投资来讲,前端的传感器或通信模组弹性较大,业绩爆发性较强;但确定性最高的环节是数据平台,因为竞争壁垒较高,且有着明显的规模效应。