

中金基金耿帅军:

# 指数投资是主动研究的前置化

□本报记者 葛瑶



“指数投资本质上是主动研究的前置化。”中金基金量化指数部负责人、中金中证优选300基金经理耿帅军在谈及对指数产品的理解时说道。

作为被动指数产品的基金经理，耿帅军大部分投研工作做在了产品诞生之前。通过和第三方公司联合编制指数，即便在被动指数产品中，耿帅军和团队也力图实现投资组合构建上的独特性。展望指数投资的未来，耿帅军认为，随着市场逐渐成熟，指数产品以其成本低、效率高、持仓透明等特点将逐渐在A股投资中发挥更为重要的作用。

## 把握长期趋势

在许多人看来，被动指数基金经理的工作简单明了，似乎只需根据指数成份股的变化调仓即可。但在每只指数产品的背后，都需要基金经理大量的主动研究工作和决策。其中之一便是挑选指数。在ETF产品设计初期，耿帅军在挑选指数方面有三个原则：

一是指数成份股具备长期配置价值。标的指数应契合长期投资、价值投资理念，成份股应具有盈利能力好、持续性强或具备较为广阔的成长潜力和增长前景等特征。二是指数设计具备研究附加价值。标的指数设计符合投资组合的构建原理，编制方案应满足可跟踪、可复制、可投资等基础要求，此外能尽可能为投资者提供较优的长期风险收益特征。三是指数应具备特色和辨识度。指数自身应具备特色鲜明、辨识度突出等特点，更好发挥工具化产品的工具属性，便于投资者选择和配置。

在产品布局上，相对过于细化的行业指数基金，耿帅军和团队更偏向选择主题指数基金进行布局，如消费、科技和绿色等主题。“因为我们相信主题能更好地把握长期趋势，同时在指数开发中加入了有长期风险溢价的价格偏离，以更好地体现研究附加价值。”

## 差异化产品求突围

在研究海外指数基金的行业格局时，耿帅军发现指数基金在相同标的下具有明显的先发优势。这对于一些之前没有涉足指数业务的后发基金公司而言，构成一定挑战。

公募指数产品竞争逐渐白热化，差异化成为耿帅军及其团队的突围之路。“目前我们的指数布局一类是基于宽基指数发行的指数增强类产品，第二类是选择市场上具备独特性的指数进行跟踪。这意味着即使我们采用被动管理策略，仍然能通过独特的指数，在投资组合的构建上赋予其独特性。”

基金行业进入高质量发展新阶段。新格局之下，公募行业的产品布局思路正在从“重首发、轻持营”向“重持营、轻首发”转变。“目前市场上已有上万只公募基金，投资者选择基金比股票更为复杂。所以我们不追求产品线盲目扩张，更希望集中精力优化已有产品，满足投资者的基本需求。”耿帅军说。

## 指数化投资可期

2023年，国内ETF规模飞涨。A股市场的首只千亿基金诞生。出人意料的是，这只产品并非投资者往常推崇的主动权益产品，而是一只ETF。

“我认为这既有周期性原因，也有结构性原因。”耿帅军表示，从周期性来看，指数产品，尤其是宽基指数产品，由于风险分散、风格稳健、持仓透明，且成本较低，成为投资者逆周期布局的较优选择。从结构性来看，伴随法制化、市场化、机构化进程不断演进，主动管理在A股市场创造超额收益的难度或逐步提升。

晨星数据显示，截至2023年底，美国市场被动指数基金规模已经超越主动基金。耿帅军认为，这是市场自然的演变。未来，主动投资在市场中仍有它的发挥空间。而随着市场逐渐成熟，指数产品以其成本低、效率高、持仓透明等特点也将逐渐在A股投资中发挥更为重要的作用。

展望2024年的被动指数投资市场，耿帅军认为，今年主动管理战胜指数可能存在一定难度。“因为从资产的相对性价比来看，部分持仓相对较重、估值相对偏高的主动管理配置的股票仍面临再平衡压力。从这个角度来看，主动管理是否能够大幅超越指数还难以确定，因此指数产品可能在相对性价比上具有优势。”

止于至善投资何理:

# 做人工智能时代的价值投资践行者

□本报记者 王辉



凭借过往多年突出的业绩表现，以及在人工智能(AI)赋能股票投研方面的领先实践，2023年以来止于至善投资在私募业内持续“吸睛”。日前，止于至善投资创始人、基金经理何理在接受中国证券报记者专访时表示，依靠扎实践行“只以合理价格，投资卓越公司”的朴素投资理念，公司自2016年成立以来稳健应对了多轮市场周期。面对2023年以来AI技术的关键突破，公司正坚定拥抱由AI带来的技术变革，努力做人工智能时代的价值投资践行者。

## 以合理价格投资卓越公司

作为一家风格鲜明的二级市场私募机构，成立于2016年的止于至善投资，旗下主要有两大策略线：坚持满仓运作的价值投资策略；以及进行完全对冲、主打低回撤的阿尔法策略。公司名称“止于至善”来源于《礼记·大学》，涵义为：尽量要将所做的事情做到至善至美。

从投资理念上看，何理表示，公司始终秉持“只以合理价格，投资卓越公司”的理念与初心，坚持挑选出同时具备竞争力强、成长性高、价值创造大、价格合理四要素的卓越公司股票，并将相关标的进行动态组合。此外，基于投研团队逾十年对价值投资的深度理解，公司基于自身能力圈的考量，在权益投资上主要聚焦于科技创新、消费升级、人口老龄化、高端制造和超级周期等方向。何理称，在这些领域中，既不会有被世界改变的卓越公司，也会有改变世界、引领时代的卓越公司，公司长期致力于挖掘其中卓越的企业并构建成为“攻守兼备”的均衡投资组合。

值、价值成长、颠覆性创新三大价值投资子策略。从投资哲学上看，一方面，我们非常推崇巴菲特提出的用合理的价格买入伟大的公司，另一方面，我们也非常认同卡瑟琳·伍德关于“投资那些具有颠覆性创新特点公司”的投资理念；我们对上市公司最看重的能力，则是适应变化的能力”。何理称。

## 打造AI原生投资体系

何理表示，自2016年成立以来，公司已经历多轮市场周期，尤其在2022年到2023年较为稳健地经受住了市场调整期的考验。自2023年以来，公司开始坚定拥抱由人工智能(AI)带来的技术变革，以期在AI赋能主观权益投资上开启新征程。

何理认为，AI可以简单理解为“一个非常强大的数字大脑”，其对主观投资能够带来非常大的帮助。“自公司开始积极拥抱这项技术以来，小到日常会议纪要、分析总结研报、制作公众号，大到投资体系策略的修订，AI都参与并且重塑了公司的工作流及整体投研周期。我们也在私募业内初步打造了国内少有的AI原生投

有科学的成分，也有艺术的成分，相对前者更多；我们认为专业投研团队和AI一起做出的研究结构、投资决策结果，可能会更好地体现出主观股票多头策略的科学性和艺术性。”展望未来，何理表示，经过近半年多时间由AI部分指导投资的全新实践之后，公司也更有信心在未来更泛化地使用AI工具。

## 聚焦三大领域

站在当前时点展望2024年的权益投资，何理表示，当前市场主要面临三大关键因素：中国经济进入高质量发展转型期、世界地缘格局相对动荡以及人工智能时代的开启。一方面，变革可能会是未来股票投资的主旋律；另一方面，投资者也需要适应这个时代，抓住这种变革中巨大的机遇并规避可能的风险。整体来看，经过近两三年的调整之后，A股、港股市场中许多优秀的公司都已经有很高的投资性价比。

具体来看，何理表示，基于“科技创新作为人类发展核心动力”的认知，止于至善投资未来会重点聚焦并看好以下三大领域：一是人工智能。AI本质上是一种先进的生成工具，公司会围绕算力、数据、算法、应用、新商业模式等方面进行布局。二是消费及医药。何理认为，“高性价比”“出海”将成为中国消费方面的投资关键词；而在医药方面，相关细分机会则应当重点把握人口老龄化的投资线索。三是“超级周期”。何理表示，少数人口总量、产业结构与中国过往结构性相似的国家或地区，其权益市场预计也会有一定投资机会。

何理进一步总结，公司将以科技创新为“一体”，消费医药、周期制造为“两翼”，通过对行业、个股等方面的优化，实现在风险可控下的动态均衡。

资体系，并已经大幅提升公司在投研上的生产力和决策效率、决策优势。”

目前公司建立的“AI赛博坦投资体系”，其对上市公司的评分结果，已经达到投研团队60%的水平。依靠AI的辅助，投研人员在具体对产业专业书籍、上市公司公告与研报的阅读理解上，最高可缩短高达90%的时间。目前，公司投资基于AI技术的研究模型，是对投研团队日常研究的重要补充，根据实测，其对于境内外上市公司的最终评价结果与公司投研团队共识性评价结果的差异，平均值已经低于5%。

“从投研赋能的角度来看，AI技术同样既