

南华基金黄志钢:

# 主观选股 量化投资

□本报记者 刘伟杰



黄志钢,南开大学金融学硕士。2019年加入南华基金,现任南华基金总经理助理兼量化投资部总经理。15年量化投资经验,18年证券期货从业经验;曾任国联安基金量化投资部基金经理;金鹰基金指数及量化投资部总经理。

## 价值选股 双重轮动

谈及如何具体使用“价值选股,双重轮动”的操作方法时,黄志钢表示,模型预测每家公司的ROE和E/P,再代入公式计算IR值,根据IR值进行排序,选择市场上排名前100的股票构建投资组合。

他进一步表示,在“双重轮动”方面,第一重轮动是按照相关公式进行排序,上市公司的排序有变化,自然而然就带来对股票组合的调整;第二重轮动由股票池构建逻辑带来,股票池从全市场选择过去3-5年调整幅度较大的股票构建基础股票池,每天动态更新。如果某股票阶段涨幅大了,就剔除出池,相应进行卖出处理;股票调整幅度大了,就重新纳入股票池。

黄志钢的量化体系秉持“学术驱动、量化赋能”的模式,从投资的第一性原理出发,围绕价值投资理念对程序进行开发和迭代。基本面因子具体围绕不同周期维度的ROE等指标展开,技术面因子作为误差项融入定价模型中。

“预测模型核心的思想是线性外推,线性外推用到的ROE等指标都是最新的,而ROE占比的权重达70%;另一个维度是E/P,其权重占比为30%,将这两个因子按照一定比例关系合成,就构建了每一只股票未来的潜在收益率。”黄志钢表示,策略公式最核心的是ROE,ROE并不是一个简单的数字,是运用一系列的时间序列模型预测下一次的ROE,并且预测ROE涉及一系列的复杂财务因子。

在黄志钢看来,量化轮动的核心逻辑正是低买高卖,通过股票池的筛选将低买高卖的操作跟选股体系融合。此外,投资风格表现出来的只是选股的结果,市值风格是根据模型自适应的,核

心的理念是价值投资,重视基本面因子,重视企业质量,不会对风格做过多约束。

从一个比较长期的视角来看,市场有效性会不断提升,价值投资符合投资的第一性原理,是长期有效的策略。黄志钢认为,价值投资的核心是“好公司、好价格”,对于两者侧重的不同,价值投资流派可以简单的分为深度价值流派和成长价值流派。

黄志钢进一步表示,深度价值流派更加注重“好价格”,注重安全边际的考量;成长价值流派更加注重“好公司”,注重公司成长性的考量。而市场的风格在价值和成长之间存在周期性的摆动,这就表现在基金经理业绩经常呈现“风水轮流转”的情况。

黄志钢认为,绝大多数时间,“好公司”和“好价格”不可能同时存在,量化投资就是在“好公司”和“好价格”之间找到一个最佳的平衡,使得长期业绩最优而不是某些年份业绩最优。因此当前的量化价值选股风格,既不是深度价值流派,也不是成长价值流派,而是中间派。

另外,当前市场中的散户投资者占据相当比例,市场还存在较大的交易性阿尔法因素,而交易是有交易成本和冲击成本的,同时过度重视交易性阿尔法,也会牺牲部分选股阿尔法。当前私募基金运用高频量化因子,通过高换手率获取高的交易性阿尔法,而在选股创造的阿尔法相对较小;而传统主观的基金经理换手率较低,主要通过长期持有获取选股上的阿尔法。

黄志钢称:“我们的量化策略是在公募基金的交易环境中找到一个较合理的交易换手率水平,在交易性收益和交易成本之间取得最佳平衡。”

## 淡化择时分散配置

黄志钢在产品的布局上更倾向于淡化择时、分散配置,其在行业上的配置比较分散,单个行业最多也不会超过10%。他表示,由于策略的背后内嵌了行业轮动的机制,因此每天的行业权重变化也会调整,同时在行业上不赌赛道,在风格上不走极端,且产品仓位不做择时。

以南华丰汇混合为例,该基金在去年四季度小比例配置了大市值股票组合,但小盘风格依然突出。黄志钢表示,其主策略较2022年底基本没有大的调整,已形成了相对成熟的量化价值策略。策略从价值投资的底层原理出发,就“安全边际的构建、价值陷阱的识别、个股潜在回报的定价”三个维度进行量化,使得投资不随波逐流。

此外,不同产品的策略也存在较为明显的区分度。以南华丰元量化选股混合为例,该产品采用深度价值策略,选取极度低估的股票,通过挖掘潜在回报高的股票,进行分散投资;另一只产品南华丰汇混合则采用困境反转策略,在跌得

多的股票池中进行选择。

对于如何看待小盘风格未来的情况,并在拥挤度增加时,如何避免之前抱团行情的负面影响?黄志钢称:“无论大盘还是小盘风格占优,我们的策略在不同市场环境上都有很好的适应性,通过低买高卖策略,逐渐将小市值兑现为大市值,确保市值风格逐渐向大的方向迁移。”

黄志钢进一步表示,并不预测市值风格的变化,但对风格变化有基本的判断。尽管在当前市场中,在市值风格选择上已经取得了一些优势,但交易、选股和行业因素,也创造了阿尔法,这与市值无关。未来可能会适当增加一些长周期预期因素,长周期预期因素可能意味着在市值上稍微偏向大盘,但只会进行适度调整。

对于调仓的周期是多久,黄志钢透露:“每天都在调仓和选股,如果选择的股票和当前持仓有差异的话,就会进行调整。平均来看,一年是15倍的双边换手,换手主要集中在财报季时间窗口。”

毕业于南开大学的黄志钢,在量化投资的“大江大河”中畅游了15年。他在经历了几番风雨洗礼后经常问自己,怎样的量化策略才是有效的?到底该在变幻莫测的市场中赚什么样的钱?如何在量化和主观之间找到最佳平衡点?

这些疑惑不停地推动黄志钢向前走,而答案似乎也在市场的风浪中逐渐显露出来。他现在认为,量化必须由“人”来驾驭,做到“主观为舵量化为舟”,在“价值选股,双重轮动”的投资理念中让二者血肉交融,真正将价值主动投资理念与量化投资相结合。

在价值选股方面,黄志钢始终通过ROE(净资产收益率)、E/P(盈利收益率)等指标对个股进行定价,着重于其内生长性;而在组合构建上,他长期坚持不赌赛道、不走极端,持仓风格较为分散,单个行业占比约为10%,坚信“行稳方可致远”。

作为黄志钢投资风格的代表作之一,南华丰汇混合2023年基金净值率增长率达21.96%,远远跑赢了同期业绩比较基准收益率,业绩排名靠前。该基金系智能选股产品,在去年四季度小比例配置了大市值股票组合,但小盘风格依然突出,由此形成非对称的“哑铃型”结构。他表示:“市值风格是根据模型自适应的,其核心理念是价值投资,始终重视基本面因子和企业质量。”

## 选股指标偏重企业内生长性

黄志钢在资本市场纵横已历时20载,经历了交易员、研究员、衍生品市场高级经理等多个岗位,最终在量化投资赛道“修成正果”,这似乎“冥冥中自有注定”,与他从小热爱数学有关。

2019年8月加盟南华基金后,黄志钢担任总经理助理兼量化投资部总经理,而他2008年便在国联安基金任职量化投资部基金经理,2015年又来到金鹰基金指数及量化投资部出任总经理。他表示:“投资犹如逆水行舟,不进则退,要始终不停学习,摸索市场的秉性,经历了多个不同的岗位后更能立体地看待市场的变化以及隐藏的风险点。”

黄志钢坦言:“对股票感兴趣始于2000年初,那时B股刚向境内投资者全面开放,这一政策的出台犹如石破天惊,由于资金供给出现爆炸性激增,记得当时一开市就掀起了连日涨停的行情,那会儿自己还是学生,但投资的魔力已深深吸引了我。”

黄志钢回忆起当时的场景仍兴致高昂。他说:“当时并不知道股票为何会大涨,也没听过价值投资,而是痴迷于技术分析,还特地买了一套光盘深入学习,每天都跟小伙伴讨论K线,但两个月后B股出现大幅波动,很多技术投资理论不攻自破,我们普遍陷入困惑之中。”

“2004年6月下旬上证B股再次回到低位。”黄志钢苦笑地回忆说,那时他刚硕士毕业,却正好赶上行业低潮,很多券商都倒闭了,但还是决定从交易员开始做起,心里也憋着一股气,想把学到的知识用到实处,也相信经济的发展和日后必将带动金融业的繁荣。

在经历了交易员、研究员等岗位的历练后,黄志钢接触到了股票、衍生品等不少投资标的,既丰富了眼界又练习了实战,但始终没有体会到投资的真谛,直到后来遇到量化投资,才感觉瞬间发现了“宝藏”。他说:“最开始的时候真心觉得量化无所不能,当第一款产品开发出来后,整个人心潮澎湃,记得从2010年至2016年的年化收益率,几乎每年都有40%,但后续几年就不太赚钱了。”

对于从“大赚”到赚钱难,黄志钢解释说:“主要由于之前的A股市场中散户偏多,量化投资确实算是‘降维打击’,但后来机构越来越多,量化产品也大幅增加,赚钱也变得艰难了。于是,我开始潜心做主动量化投资的研究,最初效果相对还不错。”

“买股票就是买企业,这是最底层的逻辑。”黄志钢再一次将重心回归到价值投资的“大道”上,他将整个量化投资的框架概括为“价值选股,双重轮动”,在价值选股方面,通过IR(潜在收益率)、DR(股利支付比例)以及ROE等评价标准,对上市公司进行定价,这些指标充分体现了企业的内生长性。