

■ 高端访谈·知名基金经理论市系列之五

丘栋荣：当前持仓聚焦“两高两低”

□本报记者 李良



丘栋荣，中庚基金副总经理、首席投资官，中庚价值领航基金、中庚小盘价值基金的基金经理。具有10年证券投资经验，低估值价值投资践行者，擅长以“不确定性定价”为核心的低估值价值投资。

捕捉“错误定价”

中国证券报：在很多投资者眼里，高仓位与低波动的结合，以及高成长与低估值的结合，是一个理想中的投资模式，在现实中很难找到。为什么在当前将此定为持仓策略？

丘栋荣：确实，从字面上去理解，“两高”和“两低”的结合，会给人一种矛盾的感觉。因为在投资实践中，既希望上市公司实现高成长，又希望它处于低估值，这确实是一种理想状态，而且如果建立了高仓位，却又希望它低波动，也有违反市场规律的感觉。但是，在去年下半年市场的过度下跌中，部分优质小盘股的“错杀”却提供了执行这种投资策略的机会，这是相当难得的。市场也会出现“错误定价”，只是这种“错误定价”存在的时间不会太久，但我们抓住了这样的机会，进行了这样看似矛盾但其实是机遇的配置。而即便是今年A股市场出现了一波反弹后，我们依然能在A股中找到符合“两高两低”标准的个股，所以，我们依旧会继续这个持仓策略。

同时，我们应当正确理解“两高”和“两低”的含义。高仓位所对应的，是当前市场隐含回报率较高，值得我们去承担相应的市场风险，但低波动的要求，则是基于对未来不确定性的判断，因为市场风险始终存在，而且有剧烈波动的可能，不能贸然去承担超额的高风险。

至于高成长，在以往的投资思维里，会因此接受所谓的“估值溢价”，即对未来的预判提前反映在股价上涨中，而低估值作为价值策略的一种，存在估值修复的投资机会，二者似乎可以单独作为策略存在。但我会坚持二者的结合，缺一不可，单纯的高成长或者低估值，都不是我的投资对象。

中国证券报：刚才提到，高仓位策略是因为当前市场隐含回报率较高，这是否表明A股市场未来走强的趋势不变？

丘栋荣：我们投资策略的核心，可以用一句话来概括——基于不确定性定价的价值策略体系。也就是说，我们对未来的态度永远都是“不确定性”，即不去预测未来的趋势，也不会根据市场预测来决策。所以，A股市场未来是否能够持续走强，我们无法给出判断。

不预测未来是因为不确定性，但是，对于现实，却是有很多确定性可以把握的。比如，在经历了2018年泥沙俱下的大幅调整后，A股市场的隐含回报率确实大幅增加了，这让A股市场在大类资产配置中的吸引力显著增强。即便是在今年市场出现了一定幅度的反弹后，隐含回报率略有下降，但仍处于相对较高水平，而近日市场的下跌其实再度提升了它的吸引力。

如何正确理解这个隐含回报率呢？我想强调的是，A股市场基本面的风险始终存在，而且阶段性的风险不可预测，但是，在这个阶段，市场的风险补偿也相当高，如果能够正确承担风险，那么未来所获得的风险补偿也是相当可观的。所以，核心并不在于你如何判断经济运行的趋势、政策层面的变化，而是在于你采用怎样的方式去正确承担风险。在我的策略里，“两高”和“两低”的结合，可能是最好的选择。

也正是基于这个策略，我们的第二只产品——中庚小盘价值基金就明确提出了“三高”的目标，即高beta、高smart beta和高Alpha。

对于普通投资者来说，读懂丘栋荣很难。当然，这并不妨碍他们成为丘栋荣的粉丝。

比如说，每次丘栋荣路演完成后，都会有大批的投资者追着要加他的微信。年轻帅气且始终微笑自然是他的招牌，但丘栋荣真正吸引普通投资者的，是他执掌基金以来令市场为之惊艳的长期业绩。

在正式任职中庚基金之前，丘栋荣曾是汇丰晋信大盘基金和汇丰晋信双核基金的基金经理。自2014年下半年他相继接任这两只基金产品直至2018年4月离开，汇丰晋信大盘基金的任职回报高达193.86%，年化达到惊人的近35%，汇丰晋信双核基金的任职回报也达到111.85%。需要指出的是，在这约4年的时间中，A股历经了暴跌和熔断。

时间进入2019年。履新中庚基金副总经理、主管投研的丘栋荣，能令执掌的新基金再现辉煌么——这是A股近年来持续剧烈波动下，投资者迫切想要知道的答案。但丘栋荣的回答和他的策略一样有趣：他从不预测未来，只想准确把握当下，在不确定性中明确自己的定位。

而在当前，丘栋荣的持仓策略很清晰，概括起来就是“两高、两低”：高仓位与低波动的结合，以及高成长与低估值的结合。

永不止步的“进化”

中国证券报：我们关注到，你的投资策略并非静态恒定，而是会阶段性地修正或者动态变化。这些变化的依据是什么？

丘栋荣：首先要强调一点，我的投资策略虽然发生变化，但有一点是始终不变的，那就是价值投资策略。只不过，从表象上来看，我的价值投资策略和其他人有所不同，因为会添加很多动态的成分，根据市场环境的变化、所遇到问题的变化以及客户需求的变化等进行升级，但从本质而言，我依然秉承的是坚定的低估值价值投资策略。

在坚持价值投资策略的基础上，我的变化主要源自于对“不确定性定价”的理解。我有幸在人行后见到了这几年A股市场的持续剧烈波动，每一次市场变化都给我提供了宝贵的经验，让我得以有机会进化我的投资策略，并不断完善我的投资体系。比如说，2012年之前，我采用的是传统的费雪-芒格策略，但在实践中发现，在当时，符合这个策略的企业并不多，而且会出现预料之外的事情。因此，我便从传统的价值投资策略转向基于不确定性定价的价值策略体系。

而在之后的几年时间里，A股市场持续性地出现了剧烈波动的情况，让我得以对这个价值策略体系进行了不断的“进化”。2012年之后，我持续研究、跟踪PB-ROE框架，发现它的效果特别好，因此，在2014年大盘股低估值、性价比高的时候，就把这个策略彻底、快速地应用到组合管理中。在2015年，大牛市背景下价值策略遇到很大的挑战，我们就动态调整为“基于风险和风险溢价的资产配置策略”，在当时建立了“业绩归因分析和风险控制系统”，着重强调风险控制。至2016年熔断之后，市场风险急速降低，波动性也变小，我们意识到过度的风险控制会损失收益，因此，将风险控制升级至风

险管理，强调识别风险、管理风险以及正确承担风险，这是一个质的飞跃。在2017年，在市场估值过快上升、风险显著加大的时候，我们衍生发展出“低波动策略”，目标是在控制回撤的基础上实现绝对收益。而在2018年，我们根据市场的变化和客户需求建立了纯阿尔法策略和“三高”策略。

中国证券报：从描述中可以发现，你的投资策略似乎始终在“进化”的过程之中，这也是外界很难解读你的投资方法的根本原因。这个“进化”会有终点么？最终追求的目标是什么？

丘栋荣：这些年的投资经验告诉我，如果你想让你的投资策略富有“生命力”，最好的办法就是让它始终处在“进化”之中。从这个角度而言，这个“进化”是没有终点的。

而从另一个角度出发，我们要看到，投资策略所对应的市场是在不断进化发展的，这个发展也是没有终点的，并没有任何的历史经验和策略可以保证在未来一定适用，“不确定性”在市场的进化发展中永恒不变。既然如此，不能够跟随市场发展而不断“进化”的投资策略，必然会在某一阶段被淘汰。因此，从这个角度来分析，投资策略的“进化”也是没有终点的。

目前，我们策略体系框架的核心包含三个方面：第一，基于风险和风险溢价的资产配置策略；第二，PB-ROE自下而上的选股策略，核心是ROE的不确定性研究；第三，风险管理系统。三个核心模块构建了完整的“基于不确定性定价的价值投资策略”。你会注意到，在整个策略体系中，价值投资是确定的，但其它的都是不确定的，我们会一直在不确定性定价的研究应用中进化我们的策略。所以，我们永远不去预测市场的明天，但我们希望，能够正确地把握现在。

构筑“护城河”

中国证券报：作为中庚基金投研部门的“当家人”，对中庚基金投研的未来要求是怎样的？

丘栋荣：中庚基金在投研方面的要求简单而纯粹，就是一句话：中庚基金，深耕价值，只做价值投资。我们会特别专注于资产本身，专注于资产本身的价值和现金流定价，而非基于市场行为和交易行为。而我们的所有资源，尤其是投研体系资源都集中在基于资产本身研究中，把我们所有的资源和优势集中起来。我们希望通过这种方式，在主动权益市场获得尽可能大的竞争优势。

我们的定位看起来很窄，但它的清晰度很高，可辨识度也很高。中庚基金在产品类型上主要聚焦于主动管理，而且，在主动管理中只做基于价值投资的策略，同时进行细分，以满足不同类型投资者的真实需求。我们希望在这样一个领域建立自己明显的竞争优势。

中国证券报：具体来看，你会采用哪些方法来建立公司的竞争优势？

丘栋荣：我们的愿景是有机会打造A股市场一流水平的团队体系，为客户提供一流水平的主动权益的投资产品线。而要实现这个目标，我们认为至少必须包含三个方面的因素：

首先，必须找到一个相对可靠，而且有优势的策略，更重要的是要有生命力。我们把我们的策略体系总结为“基于不确定性定价的价值策略体系”，并且在不断的持续进化过程中，保持策略体系的生命力和竞争力。其次，要有合格的符合标准的人，最好是优秀的、一流的人才来执行这个策略，以及一个能够把优秀的人组织起来的高效组织系统。最后，要有良好的机制、文化和氛围，以确保策略体系、整个团队和系统能有持续的生命力。从人性的角度看，任何人以及组织，退化都是必然的。所以我们必须要有良好的机制、氛围和文化，把我们策略体系的问题发现出来，以确保我们的策略持续有活力和竞争力。这三个方面的因素缺一不可。