

# 兴全轻资产混合 董理:用数学思维来做投资



□本报记者 黄淑慧

北大学霸,数学博士……曾经的求学背景为董理贴上了鲜明的标签,长期的数学思维训练也为其投资方法论打上了深深的数学烙印。在他看来,投资本质上就是对大概率机会的追逐,而站在中长期的时间维度,以相对便宜的价格买入优质资产,才能更为有效地把握投资机会并控制风险。在董理的接力管理下,兴全轻资产基金在第十六届金牛奖评选中,再次荣获“五年期开放式混合型持续优胜金牛基金”。

## 着眼长期 寻求大概率机会

谈到数学思维在投资中的运用,董理首先提到的即是概率。“概率是对不确定性事件发生可能性的度量,而优秀的公司出现是天时地利人和共同作用的结果,这种复杂程度让投资具有极强的不确定性。”董理认为,从本质上而言,投资是一件有关概率的事情,更多时候应该去追求模糊的正确而非精确的错误,尽可能筛选出大概率能够获利的投资机会。

他进一步表示,从概率的角度来看,多数投资者会将更多的关注度放在短期收益上,而忽略长期的收益来源。而实际上,短期的涨跌和波动具有极强的不确定性和随机性。相反,时间是投资的朋友,如果以更长的时间维度去研究标的资产是否值得配置,将极大地提升投资决策正确的概率。

因此,谈到当前的市场走势,董理认为,近年来A股市场的指数表现落后于经济增速,目前市场仍然具备相当的吸

引力。“如果我们把视野稍微放到一年或一年以上的维度,目前指数点位处于相对低位的区间。我们虽然不知道未来一个季度或者半年究竟会发生什么,甚至有可能在某些冲击下指数会再创新低,但这些都并不那么重要,这是要承担的一个相对可控的风险。”

“数学思维在投资中还有一个被广为传颂的就是复利思维。”董理表示,基于这一逻辑,投资也应被视作是一件长期的事情,它不仅需要基金管理人用长期价值投资的思维去管理产品,也需要持有人更为长久的耐心,静待时间玫瑰的绽放。

## 精细定价 多维度挖掘价值

因为对于大概率追求,董理十分强调通过严选个股、重视买点、分散投资等举措来把握投资机会并控制回撤。他认为要以相对便宜的价格买入优质资产,这样即便输了时间,但不会输掉最终获利的概率。

对于“何为便宜”这个仁者见仁智者见智的问题,董理认为需要具体情况具体分析,对于不同行业甚至细化到不同子行业,都需要采取不同的估值方法。“在我眼中,价值体现在多个维度,价值投资的内涵亦是多元化的,不能简单地以PE(市盈率)、PB(市净率)等指标作为投资标尺,应该以针对性的定价方式给不同行业定价,灵活应对不同环境中估值方式的差异。”

他简单举例表示,比如看龙头白酒企业,大家重点关注的是资产负债表而不是利润表,预收账款更能体现公司的价值。再比如港股市场的博彩公司,这是

一个成本前置型行业,其毛利率十分稳定,因此在这个行业中就不用纠结毛利率,只需要考虑投入之后能不能引来足够的客流,这样的公司着重看EV/EBITDA。所以对于不同行业,所观察的要素是不一样的。

“甚至同一个行业中,不同的细分子行业,其估值方式都存在较大的差异。”董理进一步表示,比如同样是传媒行业,视频网站、游戏公司、电影公司、电视剧公司,它们的收费周期和回款模式都不一样,其定价方法也将有所不同。

在强调从多个维度评判标的投资价值的同时,董理同时表示,对于一个行业或一家公司定价的前提在于对其商业模式的充分理解。也因此,需要坚持在自己的能力圈内寻找投资标的,并以一定的速度拓展能力圈的边界。

“相对而言,我更倾向于商业模式比较清晰、通过自己的研究能明白其商业模式的行业。对于还在寻找商业模式或者商业模式尚未固化的创新型行业,我的投资组合较少介入,会在研究透彻或者其商业模式相对明朗之后再慢慢参与。”董理表示。

对于当前重点关注的领域,他表示,未来的主线有几个方面:一是受益于经济结构调整的板块,比如消费品是一个毫无疑问的主线。目前消费占GDP的比重超过50%,这与十年前主要靠投资拉动GDP的情况已经截然不同。二是保险。保险也是盈利模式非常清晰、顺应大的经济周期的标的,会持续受益于保险市场的成熟和内生需求。再者,一些科技类公司,特别是研发投入较高、掌握核心技术的公司值得关注。

董理,数学博士,历任国信智能有限公司技术部系统工程师,嘉实基金管理有限公司分析师、基金经理,华夏久盈资产管理有限公司投资经理。2017年8月加入兴全基金,现任兴全轻资产混合、兴全多维价值混合基金的基金经理。

## 华泰柏瑞沪深300ETF

# 柳军:把脉ETF发展趋势 持续打造标杆产品

□本报记者 黄淑慧

作为一家具有超过12年ETF管理经验的基金公司,华泰柏瑞一直在ETF领域扮演着领风气之先的角色,公司在2012年发行的首只“T+0”模式的跨市场ETF——华泰柏瑞沪深300ETF更是被视为业内标杆之作,该基金在第十六届中国基金业金牛奖评选中再度荣获“2018年度开放式指数型金牛基金”奖项。华泰柏瑞基金同时荣获“被动投资金牛基金公司”奖项。华泰柏瑞指数投资部总监柳军在接受中国证券报记者专访时表示,国内ETF大发展的时间窗口已经打开,华泰柏瑞下一阶段将继续巩固优势宽基产品的龙头地位,并持续开发有特色的主题、策略类ETF,打造标杆性产品。

## 巩固宽基产品优势

“我们发现海外ETF发展存在三个所谓80%的现象,即股票ETF约占所有ETF的80%,宽基ETF约占股票ETF的80%,前三大管理人的市场份额约为80%。因此,宽基股票ETF是兵家必争之地。”基于这样的理解,柳军表示,华泰柏瑞基金将努力巩固优势产品的地位,完善宽基产品线。

数据显示,作为华泰柏瑞基金旗下代表性宽基ETF,华泰柏瑞沪深300ETF在场内规模、客户数量、流动性、折溢价和跟踪误差等几大核心指标方面均处于领先地位,是唯一一只规模超300亿元、日均成交额过10亿元、场内客户数量逾10万的沪深300ETF。

2018年以来,伴随着ETF规模快速增长的趋势,华泰柏瑞基金也在持续加强沪深300ETF的营销推广和投资者服务工作,其份额亦快速增长。Choice数据显示,截至2019年5月31日,该基金的场内份额达到90.43亿份,较2018年初的49.8亿份增长81.59%。

展望ETF的发展趋势,柳军表示,随着A股国际化以及长期资金的引入,资产配置的理念逐渐得到认可,未来养老金更多的是以参与公募基金的方式进入股票市场,对指数化投资将产生积极影响。借鉴海外的发展经验,养老产品的大力发展推动了公募基金特别是指数产品的大发展,ETF在国内市场的发展一定会随着市场有效性提升和长钱的引入得到更大的发展。

## 前瞻布局细分产品线

在主流宽基ETF强力吸金的同时,随着客户需求趋于多元化,一些主题、行业、策略类细分ETF也异军突起。柳军认为,作为ETF工具型基金产品的提供商,需要洞悉市场结构和需求的深度演变,才能与时俱进地提供系统化的解决方案。

众所周知,ETF产品具有显著的先发优势特征,因此在产品开发和布局上的前瞻性不可或缺。在这方面,华泰柏瑞基金一直希望成为先行者之一。

时间回溯到2006年,在指数化投资尚未得到市场普遍认可的时刻,华泰柏瑞就逆势发行了A股市场第一只Smart Beta概念ETF——上证红利ETF,而这一产品距离海外红利ETF诞生仅仅几年,

也是首批五只ETF中唯一一只非传统市值宽基ETF产品。“经过十余年的检验,上证红利指数的涨幅远高于上证指数,证明高股息策略能够为投资者提供‘时间的玫瑰’。而随着中国进入经济中低速增长以及低利率环境,这一策略仍将具备较为显著的配置价值。”数据显示,上证红利ETF基金规模和基金份额连续三年稳健增长,规模增长超过3倍,客户数量特别是个人客户数量也大幅增加。

2018年,华泰柏瑞又开发了另一只Smart Beta产品——华泰柏瑞中证红利低波动ETF,这只产品结合了高股息与低波动两大因子策略。柳军解释说,有别于价值和成长等仁者见仁智者见智的因子,红利和低波是最具确定性的两个因子。红利解决分子端收益来源的问题,低波解决分母端降低风险的问题,双管齐下兼顾了长期收益和风险两个投资核心问题,能够有效提升组合风险调整后的收益。

除此以外,目前被华泰柏瑞提上开发日程的是科技细分主题类ETF。对此,柳军表示,随着政策对于科技企业扶持力度的增大以及我国工程师红利的释放,我国科技产业将迎来重大的发展机遇,与科技产业相关的上市公司将从中受益,科技创新有望成为未来很长一段时间内的投资主题。目前A市场上仍未有完全专注于投资科技创新主题板块的相关ETF产品,公司希望在这一领域展开布局。开发中的ETF跟踪指数为中证科技100指数,将囊括沪深两市研发强度较高、盈利能力较强且兼具成长特性的科技龙头公司。



柳军,18年证券从业经历,复旦大学财务管理硕士。2004年7月加入华泰柏瑞基金,历任基金事务部总监、基金经理助理、基金经理、指数投资部副总监,2015年2月起任指数投资部总监。