

诺安基金曲泉儒： 沿经济复苏主线捕捉“双击”机会

□本报记者 余世鹏



两种收益的统一

从大学本科起，曲泉儒就开始了系统化的金融专业训练。他告诉记者，早在大二时，他就萌生了从事二级市场投研工作的想法。2012年从中国人民大学经济学硕士专业毕业后，曲泉儒就直接进入了一家中型私募基金从事行业研究工作，主要研究板块覆盖汽车、电力设备和新能源、轻工制造等领域。

“当时，我所就职的私募基金机制灵活、投研互动充分、充满压力而又不失活力，提倡研究深度而又不乏覆盖广度，我基础的研究框架就是在那个阶段形成的。”曲泉儒表示，股票研究本质上是一个信息再挖掘、再加工、再发现的过程，对信息处理的深度和广度能力尤为讲究。“深度不够难以给投资决策提供扎实的数据基础，广度不够则难以给投资决策提供广泛的横向比较。”

曲泉儒表示，他在行业研究过程中，会对比不同行业间研究的共同性与差异性，最终逐渐打磨出一套成体系的研究框架。“在研究过程中，我会对数据更为敏感，一方面是行业和公司的经营数据，包括市场空间、市场份额、产品数量和价格等；另一方面是公司的财务数据，包括收入规模、净资产收益率、现金流、估值等。”

正是这些扎实的研究功底，让曲泉儒很早就踏上了投资之旅。2015年6月，就职于长盛基金的曲泉儒，开始管理一只保险权益类专户产品。2016年初曲泉儒来到诺安基金，持续在专户产品上进行着投资实践。“在诺安基金早期，我先后管理了若干只权益类专户产品，主要委托人集中于大中型保险

机构和银行资管，以一对一的机构委托账户为主。”

“我开始管理资金账户时，恰逢股票市场大幅波动。我管理的专户资金是风险承受能力较低的保险资金，当时承受着很大的投资压力。后来，我在诺安管理的几个机构客户资金，也基本是以绝对收益为主。可以说，我后来形成的注重稳健回报和回撤控制的投资风格，与这段经历有着很大关系。”

曲泉儒对记者表示，管理账户后，他形成了一个习惯：对每笔交易做记录，记录该笔交易的核心逻辑。“一方面，这保证了我的每笔投资都是可追溯、可验证、可反思的；另一方面，我也在这过程中不断锤炼和优化自己的投资方法，以实现投资组合有序、高效的迭代。这算是我从基础研究工作到一线投资的一种‘传承’吧。”

从2019年4月开始，曲泉儒任公募基金基金经理，先后接手诺安新动力混合基金、诺安益鑫灵活配置混合基金、诺安平衡混合基金。截至目前，他管理时间最长的是诺安新动力混合基金，在近两年的管理时间里创造出超过80%的区间回报率，且在近期市场大幅调整的情况下也较好地控制了基金回撤，提升了持有人的投资体验。

“管理公募基金后，我的投资目标开始从绝对收益逐渐转向相对收益。两者看似矛盾，但实际上是在投资实践中实现统一的。”曲泉儒说，从中长期视角看，绝对收益做得好，相对收益也不会差（两者短期内可能有所背离）。回溯公募基金历史业绩，如果中长期能取得年化15%—20%的绝对收益率，相对排名是很靠前的。

中国本土价值投资实践的丰富多元化，有着早期拓荒者筚路蓝缕的开疆拓土，也同样离不开后辈们的茁壮成长。包括曲泉儒在内，近年来“新生代”基金经理的迅速崛起，则是这一传统的生动注脚。

近日，中国证券报记者在与曲泉儒的独家对话中获悉，从行业研究到管理资金账户，曲泉儒实现这一过程仅用了3年多的时间。他不仅以扎实的研究基本功“输出”了优异的投资业绩，如今还以鲜明的投资风格，成为诺安基金投研团队的中坚角色之一。他表示，价值投资的本质是基于“业绩和估值匹配”前提，获取业绩持续增长带来的价值回报。在可持续、可复制的价值投资路径中，不仅能实现绝对收益与相对收益的统一，还能遵循市场主线捕捉到估值和业绩提升带来的“双击”机会。

曲泉儒，硕士，曾任远策投资管理有限公司研究员、长盛基金管理有限公司投资经理。2016年加入诺安基金管理有限公司，任投资经理。2019年4月至2020年7月，任诺安益鑫灵活配置混合型证券投资基金的基金经理。2019年4月起，任诺安新动力灵活配置混合型证券投资基金的基金经理。

寻求稳健增长品种

“投资是客观存在性与主观能动性的结合，基金的净值曲线是基金经理价值观的映射，选择什么取决于相信什么。”曲泉儒认为，价值投资的本质，是在纷繁复杂、不断变化的市场中挖掘具有确定性的价值标的，即基于“业绩和估值匹配”这一前提，获取业绩持续增长带来的价值回报。

曲泉儒认为，要实现稳定收益，就需要提前确定好收益目标，找到收益之锚，并在交易中一以贯之，直至形成可持续、可复制的投资路径和价值风格。“稳健的投资收益，核心在于避免估值和情绪波动，赚业绩稳定增长的钱，这需要基金经理去寻求中长期收入和利润稳定增长的公司，在估值合理时买入，并陪伴他们成长。在组合构建起来之后，基金经理还需要在市场变化中进行持续的思考和横向比较，以实现持仓更新和组合迭代。”

值得一提的是，曲泉儒稳定投资风格的背后，有着他自己的历史视角对比。他统计了2009年—2019年这11年间股票型基金和信托类产品的收益率和规模，发现在这期间股票型基金复合收益率略高于信托产品，但股票型基金的规模却远逊于信托资产规模。“为什么投资者没有选择收益率更高的股票型基金呢？”曲泉儒认为，这一规模差距虽和大环境有关（这11年间房地产市场和债券市场的蓬勃发展推高了信托类资产规模），但两种资产的收益稳健性存在明显差别，或许这才是规

模差距的重要原因。曲泉儒指出，在这11年间，股票型基金收益率的标准差达到28.5%，而信托产品这一指标只有0.5%。“虽然股票型基金的年化收益水平好于信托产品，但其夏普比率低于信托产品。往后看，这种情况会逐渐发生改变，优秀股票型基金收益的稳定性和夏普比率会逐渐提高。”

在进行个股价值挖掘时，曲泉儒表示，他善于在行业景气度由差变好的背景下（即与复苏阶段的经济周期相匹配），选择竞争力处于“好上加好”的绩优标的。在这个过程中，他会对比行业空间、公司管理能力、竞争优势、业绩的稳健性和持续性等方面更为关注；同时，在估值维度，他会优先选择估值合理、业绩稳健持续甚至加速的公司，以期在业绩稳健增长或加速增长中，捕获到估值提升带来的收益回报。

“我们要寻找的，是每年业绩增速维持在15%—20%的稳健增长品种。从历史上看，能长时间维持每年15%以上的业绩增速是比较稀缺的。相对应的，如果组合投资能长期维持15%以上的年化回报率，这样的投资业绩也是较为突出的。但是，寻求这类稳健增长的标的，需要结合估值因素进行衡量。比如，某类标的因宏观经济原因使得业绩增速下降，但长期竞争力格局没有发生变化，则可以基于估值匹配原则给予该标的相对较低的估值，以期实现业绩和估值齐升的‘戴维斯双击’。”曲泉儒说。

牛年行情将转向盈利驱动

短短几年里，曲泉儒以扎实的研究基本功“输出”了优异的投资业绩；业绩背后的鲜明投资风格，又让曲泉儒成为诺安基金投研团队的中坚角色之一。

在诺安基金新一轮权益投研改革背景下，曲泉儒既是价值投资策略的基金经理，同时还是总量投研互动小组的组长。据诺安基金权益投资事业部总经理韩冬燕表示，组长基于他们的投研积累，开展组内和跨组间的投研互动，对研究员给予方向性指引和研究拓展，从而萃取出更好的预判，并提炼到投资策略当中来。

作为总量组的组长，曲泉儒认为，总量组的研究在诺安基金整体权益投研中起到“指引”作用，颇有“更夫”和“点灯人”意味。他直言，总量研究具有很强的实战观和是非观，既要注重扎实的逻辑基础，又要注重可靠的市场验证，逻辑基础依赖于主动深度的投资思考，市场验证则依赖于多维高频的数据跟踪。通过这两个维度的研究成果，有助于为团队其他基金经理的投资决策提供宏观层面的指引，如当前市场交投情绪如何，经济复苏处于何种阶段，该阶段下投资的风险收益比如何等。这些方向性的指引，有望为其他基金经理的仓位和个股选择提供决策依据。同时，总量组还聚焦中观的行业研究与微观的个股研究，提升个股价值挖掘效率。另外，总量组还通过关注同业持仓变化、南北向资金走势来跟踪外部的观点和配置

变化，以提升投资研究的敏锐度。

“每个阶段的市场核心矛盾有所不同，如2014年—2015年的市场核心矛盾是金融创新；2016年—2017年的核心矛盾是供给侧改革；2018年—2019年的核心矛盾是去杠杆和外部扰动；2020年以来的核心矛盾是流动性。从2021年往后看，疫情的影响可能会逐渐消散，宏观经济复苏态势和流动性走向，会成为影响市场的主要因素。”曲泉儒认为，经济复苏将是接下来一段时间内市场行情的主旋律，流动性最宽松的时候基本已经过去了。未来的策略布局主要集中在两个方面：一是在估值可接受的范围内寻求成长确定性，二是在个股业绩改善的确定性中寻求估值和业绩提升带来的“双击”机会。

在经济复苏背景下，曲泉儒认为，中国制造业会持续体现出比较优势，消费行业的复苏主线也将从必选消费逐渐走向可选消费，尤其是汽车消费和旅游出行消费，接下来会在高频数据跟踪基础上，根据终端行业和景气度的轮动情况，去布局其中的某些细分品种。“汽车消费属于早周期领域，但该行业的前期基数较大，不太可能发生跨越式的高增长，而是经济复苏背景下的修复性增长；随着疫苗普及，旅游出行领域将大概率迎来业绩的确定性增长。此外，随着资产负债表的持续修复，往后看金融资产，如银行保险等板块，也有望出现向上的景气度发展。”