华泰柏瑞基金田汉卿:

优势贝塔叠加优质阿尔法打造指数增强精品

□本报记者 徐金忠

“指数增强产品的投资回报由两部分构成,一部分是指数收益(贝塔),一部分是超额收益(阿尔法),也就是超越指数的收益。如果同时找到优势贝塔和优质阿尔法,投资自然事半功倍。”华泰柏瑞副总经理、量化与海外投资团队负责人田汉卿在接受中国证券报记者采访时直指指数增强策略的要义。

在田汉卿看来,未来一段时间里,中证500指数具备估值优势、盈利增速优势、风格优势和配置优势,中证500指增产品有望在优势贝塔的基础上,发挥量化投资挖掘阿尔法的优势。

优势贝塔

“指数增强产品的投资收益由两部分构成:一部分是指数收益,我们把它称作贝塔,指数的回报由市场决定,不受管理人左右,是投资的外生变量。我们把它当标尺,用它来判断投资时机、衡量投资效果;另一部分是超额收益,即管理人在指数回报的基础上力争提供超额收益,我们将这部分回报称为阿尔法。”田汉卿说。

从这个角度来看,投资指数增强基金首先需要寻找到优势的贝塔。在未来一段时间内,田汉卿认为,中证500指数的贝塔优势较为确定且明显。具体来看,中证500指数具备四方面的优势。

第一,是相对估值优势。截至3月15日的数据显示,纵向来看,中证500目前的市盈率和市净率都低于有史以来的绝大部分时间;横向来看,中证500指数相对于沪深300估值从历史最高的4.5倍下降到1.43倍,价格倍数从过去5年最高的2.2倍下降到1.5倍,投资的安全边界较高。

第二,是盈利增长优势。田汉卿指出,中证500指数盈利成长弹性大。到2021年三季度,仍处于较高水平,营收增速远超同期沪深300和上证50指数。2021年三季度,中证500指数仍能保持较高的利润增速,而同期沪深300和上证50的利润增速均有明显下滑。从2022年和2023年的盈利预测数据来看,中证500指数也有比较明显的优势。

第三,是风格优势。经历了2017年以来长达近4年大盘占优的局面之后,2021年春节以来中小盘具备较大均值回归势能。而中证500指数的成分股以中盘为主,行业分布较为均衡,将有望成为未来最具风格优势的贝塔。

第四,是配置优势。去年春节以后,抱团现象有所瓦解,机构大小盘均衡配置的需求持续上升,去年四季报显示,公募偏股型基金对于“茅指数”成分股的持股比例继续下滑,而对于中小市值的配置显著增加,“中证500指数目前拥挤度较低,未来超额收益可期。”田汉卿指出。

优质阿尔法

对于阿尔法的获取,田汉卿指出,所有主动投资管理人的目标都是力争拿到合理的正超额收益。

“首先,我们要看管理人是如何获取超额收益的。每个管理人各有招数,每种策略也各有周期,建议投资人选择长期超额收益突出,且稳定性比较好的产品。其次,要看超额收益和主动风险的性价比,通常我们会通过信息比率这个指标来衡量。信息比率是年化超额收益除以年化跟踪误差(主动风险)的比例。信息比率越高,说明每单位主动风险暴露下,管理人的超额收益能力越强,投资的性价比也就更高。”田汉卿表示。

另外,正因为指数增强产品是在一个相对贝塔之上寻求较优性价比的阿尔法,所以风险控制的问题,贯穿始终。“这里说的风险是主动风险,贝塔的风险属于外生变量,管理人无法控制,而阿尔法的风险则是管理人选择的主动跟踪误差,跟踪误差过小,中长期的预期超额收益会比较低;跟踪误差过大,也可能导致组合在有的时间段落后指数较多。我们一般根据研究结果和市场状态决定较优的目标跟踪误差。”田汉卿将风险控制条分缕析。

在优质阿尔法的获取和风险控制上,华泰柏瑞基金的量化投资已经摸索出规范化的、行之有效的模式。

华泰柏瑞基金的量化投资主要运用基于基本面信息的多因子选股模型来获取超额收益。具体来看,将上百个投资逻辑以因子的形式组合成模型,综合评估出收益可能较优的个股来构建组合,并且通过有严格纪律的操作规避投资中人性的弱点。相比单因子模型,多因子的互相验证增强了模型的稳定性。同时,模型也会随市场变化而动态调整、更新。不同于换手率较高的短期交易量化策略,华泰柏瑞基金主要量化策略的持股期更长,平均在4-6个月,因此策略容量也相对较大。

田汉卿表示,华泰柏瑞基金的量化投资“基因”也将延续到公司正在发行的指数增强新品——华泰柏瑞中证500指数增强基金上。“用指数增强工具来进行投资,长期可能会有不错的表现。这里强调一点,必须是长期,指数增强基金投资最忌讳追涨杀跌。坚持做长期投资,坚持相信就会有收获。”田汉卿总结道。

导读

珠江滔滔,不舍昼夜。

在时间的洪流中,风流终被裹挟而去,唯价值沉淀。

何谓价值?《资本论》赋予了其政治经济学的基本定义:凝结在商品中无差别的人类劳动,而在证券投资领域,价值通常是在说企业内在价值和市场赋予其价格之间的关系。

好公司需要日积跬步打造护城河,好生意需要千锤百炼形成强壁垒。好价格,也需要在市场的波动中等待时机。价值投资背后,凝聚着时间的结晶。

我们邀请到广发基金的基金经理,请他们分享对于时间的认识,对价值的思考。

让我们,以时间的名义,为时间正名。

让我们,以价值的名义,为价值赋能。

珠江滚滚,一江春水向东流!

投资是永不止步的进化过程

□ 广发基金副总经理 傅友兴

最近三年,尤其是2021年,价值投资者饱受煎熬:市场估值出现两极分化,便宜不再是硬道理,高估值高景气的资产持续跑赢低估值资产。那么,经典的价值投资失效了吗?在新的市场环境中,如何找出未来有增长前景、具有竞争优势的公司?

结合自己的实践,我认为投资风格只是一种外在表现,背后的企业价值才是支撑收益的最终来源。不管是哪种风格的基金经理,核心是在经济产业变迁的环境下保持与时俱进、不断迭代的学习能力,尽可能让自己的认知跟上产业的发展。

价值投资要跟上时代的步伐

举一纲而万目张,解一卷而众篇明。价值投资的本质是什么?这是每一位价值投资者首先需要思考的问题。

价值投资的鼻祖——格雷厄姆,在他的《证券分析》一书中对价值投资做了严格的定义:一种通过审慎的分析研究、在本金安全的基础上获得满意收益的行为。这句话包含了价值投资的两大内核要素:一是对企业价值的挖掘要做深入审慎的评估;二是追求在本金安全的前提下去获取收益。

格雷厄姆阐述了价值投资的内涵,但在不同的时代,企业价值的表现形式并不完全相同。比如,在格雷厄姆时代,他的选股标准是股价要低于公司净有形资产的2/3。这是因为当时美国正处于工业化阶段,重工业发展较快,偏重资产模式的上市公司占比较高,再结合大萧条的背景,所以他更关注公司的有形资产价值,对估值保护的要求非常苛刻。

到了上世纪80年代,美国从重工业时代步入消费时代,消费占GDP比例较高,企业价值的决定因素不再是传统的厂房、设备等重资产,更多是通过品牌护城河获得更长的产品生命周期,以及相比于竞争对手的溢价能力。所以,巴菲特在这一时期更偏好具有品牌护城河的消费品公司。

随着信息技术和互联网的发展,美国步入信息产业驱动经济的时代。科技互联网成为过去一二十年贡献最多经济利润的产业,其所占利润比重及创造价值的能力远远超过同时期的消费产业。最近二十年,科技类企业给投资者带来的收益越发显著,比尔·米勒、英国的Baillie Gifford资本等擅长科技板块的投资人受到市场的高度关注。

从历史来看,美国的产业结构随着经济发展而逐渐变化,价值投资的表现形式也随之不断改变,但不管如何改变,企业价值始终是支撑收益的最终来源。从这个角度看,价值投资的内涵是一致的,但因为时代背景和市场发展阶段不同,其呈现出多样化的投资风格。

和海外市场类似,A股市场风格也随产业结构的变迁而呈现明显变化。2010年至2015年,移动互联产业快速渗透,智能手机以及与相关应用繁荣发展。2016年至2020年,消费升级成为关键词,以消费、医药为代表的核心资产有较好表现。近两年,则是新能源、半导体等高景气资产的行情。

回顾全球产业变迁和投资主线的变化,给我们带来的启示是,投资是高强度的长期赛事,与时俱进、自我迭代是永恒的关键词。因为我们参与的股票市场是多元且不断进化的,投资人必须保持开放的心态,对新行业、新事物保持持续学习的能力,才能跟上时代变迁,在市场中生存下来。

迭代与进化是投资的主旋律

对于如何做好价值投资,投资大师总结了很多宝贵的经验。然而知易行难,在充满不确定性的市场中,基金经理总有阶段性面临业绩压力的时刻,总有投资风格与市场表现不一致的阶段。

过去三年,A股成长风格占优,笔者在投资中也面临新的挑战。期间有两点比较深的体会:一是随着经济的产业结构快速变迁,基金经理的知识结构和认知能力一定要跟上产业的发展;二是再好的资产也有定价的上限,合理的买入价格是获取收益的重要前提。

基金经理的投资理念和能力圈,往往和其成长的时代背景、实践经验、知识结构等息息相关。早年我曾深入研究巴菲特的访谈和持仓标的,发现他喜欢买有特许经营权的企业。借鉴这种方法论,我在消费、医药等偏稳定增长行业中找到竞争优势突出的优胜企业,获得了良好的投资回报。

进入2020年,基于无风险利率水平的下降,市场给予预期稳定增长的龙头估值溢价,股价的上涨由盈利增长驱动转向估值扩张。在传统的研究框架下,不少优质公司的估值水平已超出其能达到的实际增长率,但股价仍被进一步推高。

有研究机构分析,A股过往主要由国内投资者参与,对企业价值的认识相对单一。随着外资持续流入,市场的定价机制和“审美观”发生变化。外资等长线投资者从全球视野出发看企业市占率的提升及企业的远期价值,基于竞争格局、增长的持续性对稳定增长的公司进行价值重估。但是,这一逻辑无法预估股价会在哪个节点出现回调。

2021年春节后,市场风格开始切换,以消费、医药为代表的白马龙头出现大幅回调。这些公司股价的大起大落,让我们意识到再优质的资产,其定价也有上限,其合理区间由集体参与者共同定价决定,很难用客观的框架来估值。在我的框架中,估值依然是重要因素。我认为投资需要规避两类风险:其一是基本面风险;其二就是估值过高的风险。

除估值体系的思考外,我对A股产业周期的更迭也有了更深的体会。在经济增长中枢下移、流动性宽松的环境中,表现比较好的是科技、新能源等高景气行业。基于估值的考虑,大多数价值投资者很少买科技股,但我们要承认,这些高景气行业给投资人带来了显著的超额回报。深入研究经济动态演变过程中的产业结构变化和企业竞争态势,变得更加重要。

2019年以来,我在TMT、新能源产业链投入较多精力,发现其产业周期和行业竞争格局和消费、医药有明显差异。以TMT为例,首先,其行业需求受5G周期、智能手机、科技新载体周期影响较大,需求变化较快;其次,科技创新不断演进,行业竞争格局变化较快;第三,科技行业不同公司之间的分化较大。

投资中唯一不变的,就是我们一直在面对变化的市场。2022年一季度,国内宏观经济呈现滞胀特征。在GDP增速下台阶的环境中,如何找到有结构性优势的行业和公司,是我们需要解答的投资新命题。 -CIS-