

嘉实基金刘斌:

# 探寻基本面系统化投资

□本报记者 杨皖玉

刘斌,现任嘉实基金董事总经理、增强风格投资总监。国内首批公募量化基金经理,拥有16年证券从业经历,13年基金投资经验。2013年12月加入嘉实基金,负责包括量化股票、指数增强、对冲绝对收益在内的主动量化业务。



## 量化与基本面深度结合

“量化”加上“公募”,当两个词条组合在一起时,真的就代表着超额收益日渐消失吗?

自2016年以来,刘斌及其团队致力于锤炼量化与基本面深度结合的投资体系,逐渐从量化投资走向基本面系统化投资。刘斌目前所在的团队也以增强风格命名。近年来,嘉实基金将这一增强风格团队从之前的指数团队中分离出来,将之纳入主动投资团队的一员。

刘斌说:“我们现在量化团队和主动投资研究员联系的程度,或者对主动投资研究员依赖的程度可能是整个行业最高的。”

基本面系统化投资并不是对量化投资的抛弃。据刘斌介绍,这是一个博采众长的融合过程。“传统量化投资方法对于风险波动、回撤管理相对好一些,这是它的优点;基本面投资方法对公司有深入研究和定价能力。我们最终把这些投资方法做了一个结合。”他表示。

具体来看,这一框架体系包括风险模型、量化因子模型、景气行业配置、系统化主动投资4个层次。

“这个结构里面最底层是风险模型,来自于长期量化的定价基础。我们团

队管理的产品多是增强类和绝对收益类的产品,对风险回撤、波动都有比较高的要求,所以系统的最底层一定是风险模型。”刘斌介绍,在此风险模型的基础之上,基金业绩大幅跑输业绩基准的可能性很小,原因就在于量化投资对市场有着成体系的风险管理和监控办法,其市场风险识别、风险管理远优于基本面投资。

与此同时,量化因子在基本面系统化投资中,同样没有被舍弃掉。“量化因子本身代表了风险溢价,不同风险溢价在不同宏观环境下会有明显的差异性表现。”刘斌表示。

“比如,当经济上行、利率上行时,价值类的因子会比较好;当经济下行、利率下行时,成长类的因子会比较好。”刘斌表示,通过剔除量化因子,结合宏观环境变化,以迅速调整整个组合在各个不同风格维度上偏离的水平,从而在不同宏观环境之下迅速将组合调配到一个合适的状态。

然而,刘斌认为,只依赖风险模型、量化因子模型,是无法获得深度定价能力的。基本面系统化投资的关键在于,如何将研究员的深度研究能力嫁接接入整个体系当中,而这正是寻找投资价值的关键。

嘉实基金董事总经理、增强风格投资总监刘斌是国内量化投资的先行者。十几年里,刘斌不断探寻投资本原,见证了国内公募量化的发展壮大,也感受到了行业的转型阵痛。

如今,刘斌是业内增强风格领军人物,他和团队打造的“基本面系统化投资”这一投资框架,正在将量化投资与基本面研究深入融合。在这个过程中,刘斌越发体会到投资的价值与意义。

## 思考投资本原

千禧年之初,在热闹的华尔街上,流行着火箭工程师去做量化投资,在这群人中,有不少是信号与信息处理专业出身。

当时,国内量化投资还是一片尚未被开垦的土地。机缘巧合之下,2006年,刚刚从信号与信息处理专业毕业的刘斌,投入到这场国内量化“垦荒”的浪潮之中,他由此成为国内最早从事量化研究的人,也是国内基金业第一代量化基金经理。

曾经,被誉为量化投资鼻祖的詹姆斯·西蒙斯在全世界搜罗最优秀的语音识别专家从事金融研究。“投资本身就是信号和信息处理的过程,无外乎是采集金融市场的各种信息,然后对这些信息进行处理,转化成交易指令。”刘斌向中国证券报记者介绍。

2008年,在金融危机冲击下,不少之前在华尔街从事量化投资的人回国寻找机会,同时正好赶上国内公募出海发展的潮流,一进一出之间,太平洋东海岸的量化之风趋势飘到西海岸。2009年,嘉实基金、长盛基金等公募先后发行了自家首只量化类产品,刘斌正式成为基金经理,这一年也成为国内的量化元年。

投身量化投资几年后,刘斌发现,将理想的理科思维运用在国内市场并进行演绎,效果似乎并不理想。

“那时对于整个证券金融市场理解不够,后面交了很多学费,我们并没有特别多去理解或者思考投资的本原,即投资本身赚的什么钱?”在刘斌看来,海外量化投资应用到国内“水土不服”的核心原因在于,国内市场和海外市场是两个不同结构的

市场。“量化投资框架建立在有效市场上,通过量化因子对全市场模型进行比较,发现哪些特征所能带来的收益显著性提升,通常是一些风险溢价带来的收益。”他表示。

真正促使刘斌思考投资本原这个问题的,是2016年后国内市场三股力量的大幅提升。这三股力量的变化可以统一概括为“机构化”。

第一,沪港通与深港通相继开通,外资在国内市场流动性中的比重迅速提升。

第二,自2019年以来,公募基金行业迎来较快发展,公募基金权益投资规模大幅上升。

第三,量化私募步入快速发展阶段。中信证券测算,当前量化私募行业的管理规模已突破1.6万亿元。

刘斌认为,这三股力量的发展使得A股市场中的散户占比下降;同时,在机构化过程中,白马股等优质股票通过持续的资金流入而实现股价上涨。

在量化私募通过高频交易不断获取收益的背景下,在刘斌看来,当机构投资占比提升到一定程度时,整个市场的有效性会变得很高,这使得公募利用传统简单的短期趋势型套利方式很难实现收益。

在这个过程中,刘斌对投资的感悟也越发深刻。“短期套利式的定价本身是一种博弈,赚的是博弈的收益。而在资本市场中,只有通过发现价值才能获得长期回报。因此,在逻辑上,应该是通过对价值的正确定价来获得市场的回报,这是投资创造的社会价值,而那种博弈出来的收益并没有回答公司的价值是什么的问题。”他表示。

## 五维度判断行业景气度

刘斌和其团队的基本面系统化投资就是基本面量化吗?其实不然。在介绍这一区别的过程中,刘斌的理科思维自然而又强势地流露了出来。

在他的理解中,二者关键的区别在于“因果”二字。

刘斌表示:“不同于基本面量化将各种财务指标拿到不同的行业里面进行历史回测,寻找对于未来收益具有领先作用的财务指标,我们在一开始就关注到这个行业基本面定价逻辑是什么。”

刘斌认为,基于历史财务数据寻找超额收益在一定程度上具有滞后性。“我们会和研究员沟通,将行业的定价逻辑用知识图谱的方式表达出来。”他说,以银行业为例,回答什么是好银行这个问题,通过简单的财务数据是不够的,他和团队把资产规模、不良率和息差等因素作为选择银行的重要标准,评估银行板块是否有投资价值。事实证明,投资效果较之前有了很大改善。

“就像双色球,我们完全可以基于历史数据建立一条非常好的模型曲线去预测每一期的双色球的结果,但这一结果对未来却并没有任何的预测作用。”刘斌认为,基本面的研究应当建立在行业基本面逻辑的思考上,而非完全依赖行业历史财务数据的梳理。

至于基本面系统化投资的最后两个模型——景气行业配置、系统化主动投资。刘斌介绍道,把主动型基金业绩进行长期归因,会发现它长期能够跑赢指数主要来自于两种收益,一是研究员对细分行业的

发展空间进行的判断,二是自下而上对公司信息最新的挖掘。

这其中,行业景气的判断并不是依赖于对行业财务数据打分。“我们更多来自于公司研究员通过实地调研和对行业深入理解所建立的一整套成体系的框架。”刘斌表示,对各个细分三级行业,其团队都会进行长期景气度、中期景气度、短期景气度评价,同时还要结合整个公募基金规模情况,和细分行业估值水平,通过这五个维度对各个细分行业产生一个景气度的综合判断。研究员们每个月都要更新一次景气度判断。

2022年,嘉实中证半导体增强面世,这是刘斌和其团队第一只将基本面系统化投资运用到行业指数增强上的产品。

“如果我们的投资方向在一些大的板块或者赛道上做一定的变化,我们就会越来越感受到,传统的量化方法更加不适用。”他说。

刘斌表示,细分行业意味着股票数量相对较少,当投资领域变窄之后,很多简单统计方法的意义就不是那么显著,就更要依赖景气行业配置、系统化主动投资这两个模型作支撑。

对于国内量化投资的发展前景,刘斌认为,未来大致有两个发展方向。其一,更深入,往智能系统化方向去做;其二,量化私募往更快、更深入方向发展。

“我觉得长期来看,还是要在传统的风险溢价基础之上来提升定价能力,往深度方向上走,这是公募的一个必然选择。”刘斌表示。