

中欧基金桑磊:

# 构建FOF投资组合就像一场“田径比赛”

□本报记者 李岚君



桑磊, CFA/CPA/FRM/中国精算师, 具有15年证券从业经历, 现任中欧FOF策略组负责人, 全市场首批养老FOF基金经理之一, 2018年起担任中欧养老FOF系列基金经理, FOF管理经验丰富。

## “田径比赛”组合法

“核心+卫星”是桑磊在构建FOF投资组合时秉持的策略。他认为,核心部分是压舱石,追求的是长期均衡,在此基础上通过卫星部分来应对波动。在他看来,此种策略既有稳定的部分,又有灵活的部分,结合起来有利于应对多变的市场环境。

首先,在核心部分,桑磊坚持立足于长期比较均衡的配置。“大幅度的择时、风格的极致切换,做对了能够带来不错的收益,但是很容易做错,承担的压力也更大,所以在核心部分我还是坚持比较均衡的思路,并不是完全均衡、没有偏差,而是在日常跟踪中注重测算偏离的程度,控制偏离程度不要过大。”他表示。

桑磊以田径比赛为例,如果在每个田径项目里都选择一名优秀的运动员组合在一起去和田径十项全能冠军比赛,那么组合获胜的概率可能相对更高;对应到投资组合构建上,基金经理也和运动员类似,很难有在任何市场环境下都表现很好的全能冠军。“通过田径比赛的理念构建长期均衡配置,并对基金经理按照投资策略进行划分,在主要的投资策略里选择优秀的基金经理加以组合,才有较大希望取得相对整体市场更好的投资回报。”他表示。

基于投资策略角度,桑磊将权益类基金经理划分为低估值、均衡、成长三个大类,并细分出低估值分类下的低估值价值、低估值成长,均衡分类下的宏观行业、中观行业、GARP策略,成长分类下的行业景气度、长期成长、长期企业价值,一共八个小类。

桑磊表示,FOF产品需要考虑的是基

金经理是否在行业和个股中有很好的挖掘能力,但最终还是回归到基金经理的投资策略和投资目标是否匹配。“新锐基金经理可能短期业绩较好,但说不清是因为能力强还是运气好,也未经历过更多市场考验。随着管理规模加大,投资策略或行为转换可能导致分化出现。成熟的基金经理往往转换得比较好,虽然业绩锐度相比之前有所下降,可能会错过一些机会,但犯错误的概率也在降低;而一旦转换不过来,只是依赖于过去短暂的成功,业绩就会很快回落。”

在卫星部分,桑磊分别从长期、中期、短期来搭建投资框架。他表示,长期是看大类资产或者行业的长期特征,从而避免出现较大的决策错误;中期是看行业景气度,对于行业的判断要做加法而不是乘法,加法是指先对行业有自己的基础判断,再基于此和基金经理、行业研究员不断沟通来扩充认知,最终形成自己的决断,而乘法则是在没有任何行业判断的基础上从市场中选择顶尖的基金经理,完全交由他来判断,比如这样选择基金经理的胜率可能是70%,其对行业判断的胜率又是70%,两者相乘得到的最终胜率并不高;短期则可以把握一些市场波动、行业轮动、风格切换的机会,前提是对于行业长期特征的了解和对中期行业景气度的判断。

值得注意的是,桑磊强调“在投资上要做加法,不要做乘法。”在他看来,虽然FOF基金经理对行业的判断不如股票基金经理深入,但也要在自己认知上做出判断,不能完全依赖底仓基金经理。

## 提供投资解决方案

对于基金的回撤,桑磊认为可以从两个角度看待,一方面是回撤给投资者带来的感受,对于权益仓位较高的产品,回撤的接受度相对更高,而权益仓位稍低的产品会把回撤放在相对更重要的位置;另一方面是把回撤和投资机会结合起来看,回撤没有绝对的优劣,主要还是取决于基金经理修复回撤的时间,如果回撤小,但是恢复时间很长,也会错失很多的市场机会,所以二者要结合起来看待。

如何把控回撤,桑磊总结了三个层面的方法,“一是明确长期权益中枢的位置,根据历史数据可以测算出假设静态的最大回撤;二是结合风险特征进行判断,尤其是风险承受度较低的组合更需要适当的风险前瞻;三是回撤控制较为严格的产品可以考虑纪律性的操作,比如当回撤到达何种程度时风险资产仓位下降多少等等。”他表示,通过对风险特征、市场环境的判断,再加上纪律化操作,大多数情况下可以把回撤控制在可以接受的位置。

随着公募基金市场的迅速扩张,产品类别日益丰富多样,在桑磊看来,FOF产品作为投资解决方案,可以帮助投资者解决资产配置、基金选择、持有体验等方面的问题,“一方面,有些投资者缺乏对资本市场的深入研究,进行资产配置将会漫

中欧基金FOF负责人桑磊有一套独门基金组合“法典”,即用“田径比赛”的逻辑构建投资组合。

“田径比赛”中,只要每个项目都选一名优秀运动员,其结果就能超过一名十项全能冠军,因为每个运动员都有自己擅长的项目。基金经理和运动员有相似性,都希望在比赛中取得好成绩。然而运动员很难有十项全能冠军,基金经理也是如此,很难找到一位在任何市场环境下都表现很好的基金经理。

所以,在拥有系统性思维和全局规划观点的桑磊看来,构建FOF产品和田径比赛很像:在每个项目上,找到最好的基金经理组合在一起,大概率就能获取不错的超额收益。

## 目标、策略、行为三位一体

投资目标、投资策略、投资行为是桑磊在构建投资组合和基金研究时最为关注的三个维度。在他看来,每一个维度都离不开基金产品、基金经理、投研团队以及公司整体的密切配合,在此基础上,基金产品的长期业绩才会有保障。

在接受采访时,桑磊反复强调,其最关心的是匹配度问题——合理的、相匹配的投资目标是最重要的。在每个产品设立之初,他都会给自己确定一个明确清晰的目标,并在执行中保持一致。确定投资目标后,桑磊会对市场短期、中期和长期作出判断,其中,他尤其注重中期判断,也就是1年到3年的观点。

在基金研究和选择思路,桑磊认为,一只好的基金应该是目标清晰,投资策略和行为有效且稳定的。从投资目标来看,基金经理对于产品定位有着明确的目标;从投资策略来看,虽然各有千秋,但可以通过量化或者定性沟通的方法总结出来,且策略应当是可持续而有效的。从投资行为来看,这一点越来越受到投资者的关注,其中既包括持股集中度、换手率等指标,也包括一些深层次的行为特征,虽然行为本身无优劣之分,但应当和投资目标、投资策略保持一致,不

因市场波动而变形。

在桑磊看来,资产配置主要是解决两个问题。一是不同资产组合在一起会带来什么样的结果,二是资产组合在一起才最适合。关于资产配置,他主要关注以下三个方面:“一是大类资产的长期风险收益特征,二是对于宏观经济、流动性和估值等因素的判断,三是自身的风险承受能力、收益需求以及产品的风险收益特征。”

具体到基金筛选上,桑磊大体总结了五个步骤:第一步是初步分类;第二步是量化初步筛选;第三步是对想要研究的基金进行全面量化分析;第四步是和基金经理定性沟通,通过以上定量和定性的综合评估后,决定基金是否进入备选池;第五步是对入选基金的表现跟踪,包括对日常业绩的追踪,对比较重要或者短期业绩异常的基金经理定性跟踪,以及对定期报告的系统性分析等。

同时,桑磊也列举了一些需要调仓的情况:“一是当市场参考的基本指数出现变化时;二是通过事后跟踪发现选择了不合适的基金;三是当组合有调仓需求的时候发现更合适的基金;四是发生基金经理变更、重仓股债风险等重要因素变动,需要对基金重新进行评估”。