

博道基金杨梦:

# 偏分散度行情或持续 量化产品布局正当时

□本报记者 魏昭宇

今年以来市场持续震荡,结构性行情明显,不少量化类基金产品凭借出色的业绩脱颖而出,引发投资者关注。不过,量化背后的整个体系较复杂,各家公募团队的模型和策略也不尽相同。

近期,中国证券报记者采访了博道基金量化投资部总经理杨梦,据介绍,博道基金的量化团队脱胎于私募博道投资时期的投研团队,迄今已经过十年的实盘历练,策略模型多次迭代。杨梦本人也已经深耕量化领域超过12年,纵观其投资管理生涯,无论是在私募还是在公募,她都交出了一份亮眼答卷。

私募时期,2017年杨梦管理的量化CTA策略私募产品荣获2016年度“宏观期货策略金牛私募管理公司”奖项。公募方面,Wind数据显示,截至2023年6月末,杨梦的代表产品博道中证500增强A成立以来净值收益率为97.92%,而同期中证500指数收益率为45.85%,年化超额收益率超过13%。

## 分工协作 追求可持续超额

量化产品的超额收益来源是什么?在杨梦看来,不论是主观还是量化,如果从投资的超额收益来源的底层逻辑出发,可以拆解为业绩驱动(EPS)和估值驱动(PE)两大部分,对于量化投资而言,就对应着基本面因子和量价因子。量化基金经理会把自己对投资的认识,融合在量化模型和各类因子中,再借助这套工具,在较广的股票池中,寻找符合特定条件的股票进行投资。

以杨梦管理的博道指数增强系列产品为例,其产品背后依赖于统一的多因子模型运作,涵盖从挖掘因子,到生成投资组合,再到风险控制一整套非常庞大且精密的运作系统。如果一定要将每个环节的重要性排序,杨梦认为,建设丰富且具备高预测能力的因子库是其他环节的前提和保证。

“我们团队日常花费最多精力的工作是不断地提升底层大类的有效性,对模型进行

迭代升级,保持其生命力”。对于博道量化团队而言,杨梦介绍,“我们有统一的研究平台和数据平台,大家的研究工作都基于这个平台来开展。每一个团队成员也有相对明确的主攻方向和目标,通过不断的考核打磨、提升竞争力,最终想要实现的目标就是为产品创造更多元的超额收益来源。”

## 历经公私募实盘 基本面和量价并重

在杨梦看来,博道量化团队有两个典型特点,“其中一个是我们量化团队源自私募,在整个行业中是比较特别的。”

在私募阶段,博道量化团队就在持续深耕量价因子,比如GP算法因子、神经网络模型算法量价因子等,都有较早的研究布局,并持续进行迭代,目前模型也大量借助AI算法,助力量价类因子升级。

杨梦认为,作为一位量化投资人,要时刻保持对市场变化的高敏锐度并积极拥抱变化,



“私募阶段的量化经历使得我们整个团队对研究方向的把控更加灵活和前瞻一些。”

“另一个特点是依托于博道基金的大研究平台,我们量化团队可以充分借鉴公司主动研究成果,通过对主动选股逻辑的演变,能更加前瞻性地感受市场变化,调整量化因子升级迭代方向”。在杨梦的模型里面,有很多偏基本面的因子,她会将股票长期竞争力、行业景气度等基本面因子融入模型,扩大量化模型超额收益来源。

与其他基金公司量化投资强调基本面量化

或偏重AI量价不同,博道量化团队在因子挖掘层面,坚守“基本面因子和量价因子并重”的特色,两方面都在持续不断进行超额收益的挖掘。杨梦表示,“就像成长风格和价值风格的轮动一样,基本面因子和量化因子各有适应的市场环境,周期轮回中阶段性表现存在差异,但拉长时间来看,风格此消彼长。基于减小超额收益波动、避免配权损耗的考虑,我们是两者均衡,追求可持续的超额收益。”

## 行情分散度较高 量化策略具备优势

近期,杨梦再度“挂帅”,拟任博道中证1000指数增强基金经理。她表示,当前宏观基本面叠加流动性相对宽松,或更适合配置分散度更强的中小市值产品,在市值下沉环境下,也更有利于发挥量化选股的宽度优势。

“2022年初至今,属于一轮分散度较高行情,也就是大家通常所说的热点分散,轮动较快的状态。在这种环境下,量化策略能够充分发挥模型的宽度选股优势,不拘泥于单个行业、单个板块,广撒网,多捞鱼。”在杨梦看来,本轮中小市值相对占优的行情大概率仍处于中段,在市值下沉环境中,量化策略具备相对优势,量化产品仍处于较好的机遇性布局窗口。

公开资料显示,博道中证1000指数增强对标的中证1000指数有着极强的小市值风格,且具备较高的估值性价比,在投资产业方面更加契合目前技术创新和需求转型升级的投资方向,体现出更强的成长性。

杨梦提示,对于投资指数增强基金,投资者应关注的是,该基金是否能创造超额收益。“厚积而薄发,指数增强基金的超额收益是逐渐累积的,对于投资者而言,这类产品适合作为长期配置的底仓。”

## 广发言 | 以时间的名义

# 广发基金程琨:坚持经典价值投资,陪伴优秀企业创造价值

巴菲特曾经说过,很少人愿意慢慢变富。但是从常识的角度看,慢慢变富才是最符合实际的资本增值方式。

从投资角度来看,投资收益的来源多种多样,有的投资人擅长捕捉市场热点,有的投资人偏好行业配置,还有投资人专注于挑选好企业。某种意义上,经典价值投资的收益来源是选择与最优秀的企业,和企业家为伍,通过分享企业创造的长期价值,来获得资本回报的一种方式。

价值投资人如何才能识别出这些企业界的佼佼者?我个人的心得是“坚持经典价值投资方法论”,通过向优秀企业家学习格局高度、思维模式、洞察能力,构建自己的投资护城河,和优秀者同行。

沿着这个理念出发,我一方面会像企业家那样去理解生意,探寻生意背后的复杂体系,让投资选股回归对生意本质的追问和认识。另一方面,深入思考企业护城河、不断增进自己对不同企业的认知,把心思放在构筑自己在投资领域的长期护城河上,并严格遵循简单有效的原则——深度思考、长期主义、安全边际。

## 深度研究:构建企业家式的思维能力

像企业家那样理解生意,意味着我们不仅要从事务投资者的角度看懂企业,更要从企业家的角度看懂企业的组织、把握企业的战略、思考企业的未来、关注企业发展的持续性。此外,还要具有企业家的心性、耐心、专注度。

这也意味着,优秀的价值投资者需要具备的能力,其实和优秀企业家具备的能力相似,这样才能和企业家以共同的语言做深入探讨。为了能与优秀企业家站在同一水平线探讨经营话题,我将大量的时间花在企业研究方面。

一是深入研究商业活动的本质。要让研究和投资足够深入,必须有足够的商业实践经验,而投资人作为局外人,对企业真实经营的理解容易存在盲点。因此,我注重对经营细节的思考和调研,以及通过持续观察商业实践过程来不断检视和修正自己对商业世界的理解。二是和企业家交流。企业家是我们最直接的学习对象,与企业家以及企业的中高层进行直接对话,能够帮助我们快速积累对商业和企业的理解,抽象出商业活动的本质。

除了对优秀企业的深入研究,对产业保持长期跟踪,进行广泛调研,也有助于提升我们对企业的认知。例如,研究某细分领域的企业时,我们的调研对象不仅仅是企业本身,还包括其竞争对手、合作伙伴、客户、供应商等等。只有调研工作相对全面,才能以更全面的视角来理解企业的生意以及生意背后的系统。

此外,“投资的本质是认知的变现”,而阅读是提升认知的关键手段。芒格说,没有见过一个长期成功的投资人是不喜欢阅读的。大量的阅读积累,有助于投资人拓展



广发基金价值投资部基金经理 程琨

认知边界,建立丰富的思考模型,这为我理解商业的应然世界,提供了扎实的基础。

作为二级市场投资人,将资本引导到优秀企业,是“投资价值”的题中之义。事实上,投资还有更深层次、更有意义的价值,那就是基于各行各业的研究和投资经验积累,为企业家提供有见地的战略思考素材。当企业家发现我们能从商业上给予他提供帮助的思考时,我们与企业家的对话场景也就能更牢固地建立起来。由此,投资人也能逐步形成为社会创造长期价值的价值。这也正是价值投资人参与价值创造的过程。

## 长期主义:内核来自护城河和耐心

如果说深度研究是价值投资的特征之一,那么,长期主义则有别于从持仓角度诠释了价值投资者伴随企业成长的初衷。

如同巴菲特所说:“如果你不想持有一家公司的十年,那最好连一分钟都不要持有”。我在做每一笔决策时都是从企业的长期成长出发,而不是买股票的角度,因此我会倾向于思考更远一点的未来,更关注企业的长期价值,通过企业的长期成长来获得超额收益。

从投资实践看,获得收益的方式无非是两种,一种是

通过交易完成零和博弈,一种是买下生意分享生意和社会产生的正和效应。而一个商业周期往往是五年以上,我希望至少能从两三个商业周期的维度去判断一个企业、企业家能否把一件事情做好。因而,我在选标的资产时瞄准的也通常是10年时间维度的机会。换句话说,我希望能够帮助持有人通过选企业的方式获得长期回报,因而也希望我的持有人认同这个理念,愿意等待并赚取企业价值创造的钱。

有一次,我与某位企业家进行交流时,他谈到了长期主义的内核。他认为长期主义来自于自身内在的积累,如果不具备长期主义内核但又机械地强调说践行长期主义,反而更容易导致企业经营出现问题。而这里提到的内核,其实就是护城河。基于护城河的长期主义,才是有效的、可持续的,才能给投资带来长期超额回报。

“护城河”是市场中被广泛讨论的热门词之一,但其实,大多数人所指的是生意层面的“护城河”,其存在较大的理论局限性。事实上,护城河是一个具备累积效应的动态过程,巴菲特说他认为构建护城河最重要的两个要素是生意和企业家,我认为还要加上组织和环境,因为如果生意和环境不能相融,这个生意长期也会出问题。只有环境、生意、组织、企业家都能在动态过程中持续进化,且这四大要素之间形成良性互动,“护城河”才是相对坚固的。

价值投资者同样需要这样的“护城河”。无论是企业还是投资人,如果不把认知和精力更多地放在自身护城河的构建上,是很难真正践行长期主义。而将深度的研究放在长期的维度中,通过持续不断的积累,对企业进行持续的跟踪,跨越多个经营周期,才能有助于认知的沉淀和迭代。

作为长期价值投资人,本质上考验的是我们在企业身上积累的认知能力,而不是短期择时能力、对市场的猜测能力。因而,我很少参与对市场风格、主题的判断和择时,更多是把有限的时间和精力放在对企业的长期认知积累上。

在投资中,大多数人习惯于做加法,但其实,优秀的投资人更擅长做减法。在市场的机会的驱使下,大多数投资人会选择不停“挥棒击球”,而长期价值投资更倾向于等待,有效的减法能够帮助价值投资人把精力更多地放在思考上而不是决策上,这可以带来更好的长期正向累积效应。因此,保持耐心也是投资人构建护城河的核心要素。

## 安全边际:以价格提升容错度

站在企业家的视角,如果要买下一门生意,除了判断

价值外,价格无疑也是非常重要的考量点。

海外投资大师的实践经验也告诉我们,成功的投资往往既来自于对生意的理解,也来自于对价格的苛求。客观来说,没有一个长期成功的商人不会在意商品的买入价格。反映到投资上,就是对于安全边际的注重。

换言之,因为我是买一笔生意,所以一定要考虑我为这笔生意支付的价格是不是划算,我们对未来的预期有可能是波动的、错误的,买入时就要有容错度。

反映在投资上,买入价格的重要性更为直观。回溯国内外历史,有太多的例子表明,如果你以过高的价格买入某个股票,尽管随后几年甚至十几年其仍然保持增长,你仍然有可能赚不到钱。

在A股市场投资,安全边际的重要性更为突出。因为股价反映了背后诸多因素,既包括基本面的企业有形资产和无形资产的定价,也包括市场面的预期差、资金面甚至风格因子的定价。在国内市场,投资人往往喜欢对交易性因素过分定价并且不停尝试解释过度定价的合理性,因此定价往往会出现更大幅度以及更长维度的错误定价,这对于普通投资者来说并不友好,但对于价值投资者来说往往是机会。

在我的“定价”系统中,估值仅是我的安全边际,而非收益来源。从历史持仓可以看到,我很少会买入PE在25倍以上的公司。

注重安全边际,也体现在我对于自身能力圈的坚持上。我的投资方式更偏向于经典的价值投资。自身能力圈主要体现在成熟商业模式的成熟阶段,竞争格局和企业“护城河”都已经比较清晰的行业。一些尚未进入成熟阶段,技术迭代速度极快,企业后发优势很强,竞争格局仍存在巨大变数的行业,并不是我重点关注的范围。

从事投研工作十几年来,我与数百位企业家交流过。个人的体会是,优秀企业家和优秀投资人的共同点在于,能够明晰并坚守自己的能力圈,而非简单盲目地扩圈。因此,严格自律,也是价值投资人能够创造长期回报的基础。

**基金经理简介:**程琨,金融学硕士,17年证券从业经历,10年公募基金管理经验。现任广发基金价值投资部基金经理,管理广发逆向策略、广发优企精选、广发核心精选、广发行业领先等基金。

(风险提示:文章涉及的观点和判断仅代表投资经理个人的看法。本文仅用于沟通交流之目的,不构成任何投资建议。投资有风险,入市须谨慎。)