

银华基金张腾:

## 分散叠加对冲 构建投资“反脆弱”组合

□本报记者 张凌之

作为当今研究“不确定性”的大师,塔勒布撰写的《黑天鹅》《反脆弱》等作品被无数金融大佬奉为圭臬。

有着13年投资经历、超8年基金管理经历的银华甄选价值成长拟任基金经理张腾,其投资风格也深深受到塔勒布的影响。曾陷入职业低谷期的张腾,通过系统学习塔勒布的理论,逐步构建起了自己的“反脆弱”投资框架。这一框架形成的背后,除了塔勒布的影响,更有张腾自上而下对宏观全局的前瞻和基于扎实专业功底对产业变化的逻辑推演。

张腾正在用他独有的投资策略,拥抱不确定性,探寻获取收益的密码。

## “三位一体”的能源全局观

2021年,当主流市场投资者还聚焦新能源板块时,张腾的关注点已经转向以煤炭为主的传统能源板块。

彼时,张腾敏锐地注意到,因为碳中和政策的推进,当时的火电投资几乎处于停滞状态,但电力需求仍在旺盛增长,短期出现了巨大的电力缺口,而这个缺口,在当时电力价格管控的背景下,难以填补。张腾大胆预言,电力补缺需要通过价格机制的理顺来实现,而上游的煤炭行业,有望成为最主要的受益者。随后市场的表现,也验证了张腾的这一推演。

与张腾深入交流后了解到,同样是煤炭股,张腾关注的逻辑与其他投资者并不相同,这是基于他独特的“三位一体”碳中和框架做出的判断,即“经济学思维+能源体系视角+能源技术前瞻”。“虽然会有些反直觉,但是从经济学思维角度,纯逻辑推导,就能得到在碳中和初期,煤炭企业业绩的确定性和稳定

性,因而带来该板块投资价值的必然性。”张腾介绍。

完备的能源体系视角和对能源技术的前瞻,让张腾从不跟风市场热点,而是通过前瞻思维、从全局视角考量碳中和的投资机会和风险。张腾在两年前就前瞻性地关注了氢能,基于他对全球跨能源体系的认知,推导出氢能未来某个阶段肯定会迎来技术突破。“从学术层面讲,未来三五十年要走哪些技术路线是相对确定的。”张腾说:“事实上,新能源只是能源体系的一小部分,我过去的投资机会是基于对整体电价体制机制以及煤价机制的理解上获得的。”

## 构建“反脆弱”组合

张腾的投资范围并不仅仅局限于能源,相反,他恰恰是通过行业分散、对冲等方式构建自己投资的“反脆弱”组合。

“反脆弱”投资理念的构建,要从张腾的投资经历说起。2015年,在鲜明的市场成长风格中,初任基金经理的张腾是一个赛道型选手。2017年,市场风格骤变,张腾遭遇职业生涯的第一次“滑铁卢”,这让他开始反思和自我革新。“通过反思,我得出了两个重要的结论:一是保持对宏观环境的关注和思考;二是职业生涯要走得更长远、更稳健,需要做一定的分散投资,做长期正确的事。”张腾回忆说。

在这一“反脆弱”组合中,张腾首先要做的,是事先的行业分散。“在行业的选择上,我一般会有5个主要持仓方向,即便是自己最看好的方向,也不会过度集中。做到深度聚焦能力圈的同时,也适当持仓其他行业。”其次,在张腾看来,主动投资一定要把核心驱动要素研究清楚,如此,可以进行基本面驱动要素的对冲。



“2020年和2021年由于海运费率上涨,我重点关注了某海运公司。随后,在运费下跌的过程中,我转向了受运价影响最大、弹性最大的轮胎板块。”张腾讲述了他一次经典的核心驱动要素对冲投资。此外,在交易方面,张腾也会考虑市场共识及仓位管理。

## 在波动市场中寻找预期差

在一次次构建“反脆弱”组合的过程中,张腾逐渐形成了自己完整的投资框架:以自上而下的视角,对产业链条的各个部分进行逻辑缜密的推演,从中找到最具市场预期差的部分。

在有着宏观和全局视角的张腾看来,美联储即将进入降息周期是目前市场上确定性较高的共识。不过,他也表示,尽管市场从去年11月份就开始预期美联储的宽松政策,但真正的宽松尚未到来,因此市场仍存不确定性。

沿着美联储降息的主线,在张腾看来,“因为市场预期了未来的降息,有些投资提前了,有色板块在今年4月高点后出现交易拥挤,但经过两个月的回调,现在进入了性价比相对合适的阶段,看好工业金属下一波的行情。”

张腾还表示,虽然美联储降息带来的无风险利率下降将有利于成长股投资,但由于目前市场风险偏好尚未出现明显提升,因而需要谨慎重仓成长股,“成长股投资,目前看好但不能抢跑。我可能更多是找一些能做择时,或者能做出超额收益的方向进行分散配置”。

此外,张腾还建议关注电网和军工板块。电网作为国家基础设施的重要组成部分,随着新能源的快速发展和智能电网技术的不断进步,电网行业将迎来新的增长机遇。而军工行业,在国家战略需求和国防现代化建设的推动下,展现出强大的发展潜力和较高的确定性。对于红利相关标的,张腾表示现在配置价值仍在。

整体来看,张腾对我国经济的持续增长和活力保持信心。他认为,随着经济稳步提升,投资者对股市的风险偏好有望逐步修复。这或将为股市带来积极的影响,并促进市场情绪的修复,为投资者带来更加稳定的投资环境。

博道基金陈连权:

## 量化赋能 打造红利低波二级债基新产品

□本报记者 魏昭宇

2024年,红利板块的走强让越来越多投资者意识到红利资产的长期配置价值。博道基金固定收益投资总监陈连权日前在接受中国证券报记者采访时表示,从长期数据来看,具备良好分红能力的优质价值资产是值得长期投资的Smart Beta(聪明指数)赛道,具备长期向上的稳健特征,这与二级债基追求长期稳健回报的产品特性非常适配。如果在此基础上,能进一步有选股超额收益,实现聪明的贝塔与优秀阿尔法的有机结合,或许更能匹配当前波动市场下投资者的诉求。

这一理念即将被陈连权应用到他的新产品中。公开资料显示,拟由陈连权担纲的博道和裕多元稳健30天持有期债券将于8月1日公开发售。他表示,博道和裕集“债券、红利、量化”于一体:首先,债券筑底,主要投资于利率债及高等级信用债,不做信用下沉,坚守稳健底色;其次,股票端聚焦具备稳健特性的大盘价值和红利品种,力求降低波动;第三,产品以量化方式管理,通过发挥量化投资所具有的动态、多维与宽度优势,力争为投资者打造一只具备长期稳健回报的二级债基产品。

## 在性价比高的优质赛道掘金

选择大于努力,选择了适合的赛道,那么努力会有事半功倍的效果。二级债基在股票端的选择很重要,会带来收益和波动的差异,而博道和裕作为一只二级债基,陈连权在股票端的布局,将瞄准大盘价值及红利品种,力求稳健。



谈到此处,陈连权展示了一组数据。数据显示,以大盘股为分析对象,价值与成长品种具备不同股性,大盘价值品种的曲线具备长期稳健向上特征,而大盘成长品种的曲线特点则是高波动。“可以想象一下,奔放的‘木头姐’和稳重的巴菲特管理的品种一定有着截然不同的净值曲线。”陈连权表示:“如果我们要做一只债

券打底的低波稳健二级债基,希望其能呈现‘安稳向上’的特征,那么大盘价值品种的特点就与之非常契合。”

同时,红利品种也是这只新产品在股票端的重点选择方向,陈连权以一组数据为例,2011年以来,红利因子在13个年度均实现了正的超额收益,年均超额收益6.5%。但是,红利品种也需精挑细选,“我们的量化模型中除了有传统的股息率、派息率等指标,还增加了对分红稳定性、分红事件冲击的行为等指标,而选股范围也不局限于大盘价值股,希望在更广的范围内找到优质的红利资产”。

## 量化加持

“当代电梯向上,在电梯里做俯卧撑也可以到达顶部,而当电梯向下,只做俯卧撑可能就会有点累了。”先寻找具备内在的长期向上基因的贝塔策略无疑是明智的选择,同时,如果能再提供一些增强阿尔法因素,那更是锦上添花,这离不开陈连权的看家本领——量化。

前面提到,在贝塔的选择上,博道和裕侧重于大盘价值和红利品种,在陈连权看来,如果能排除买入的“价值陷阱”,这类贝塔具备长期向上的稳健特征,而排除价值陷阱的过程也是产生阿尔法的过程,这方面量化模型大有可为。具体实践中,主要通过精细的质量、红利、波动率三级因子进行系统管理,动态甄别高质量、稳定分红能力、低波动率等特征的标的,实现对价值陷阱的排除。同时,量化也应用在债券管理方面,陈连权表示:“我们建立了利率周期的多因子模型,多角度判断利率周期,有助于为利率交易与资产配置提供量化指引,也有助于提高债

券交易的胜率与收益。”在他看来,以量化模型的管理方式,能更好实现聪明贝塔与优秀阿尔法的有机结合。

陈连权进行量化分析工作已超过十七年,是行业内最早一批将模型和系统应用在股债管理中的基金经理之一。目前,看论文、写代码仍然占据着他大部分工作时间,在他看来,模型只是将常识显性化,将正确的思维方式刻入生产流程。

每当聊起一类因子策略,他都会侃侃而谈:“举个例子,在分析质量因子时,我非常关心一个公司的员工薪酬增长跟公司的业绩增长水平有没有匹配,我相信如果一家公司能够长期业绩稳健增长,同时员工的薪酬水平也能够稳步提升,那么这家公司是比较容易获得员工的认同与热爱的。”在采访过程中,陈连权还分享了许多有趣的观察指标和观察角度,因子构造的背后都有很细致的逻辑支撑。

## 看重大类资产配置

谈到对宏观的研判,陈连权表示,目前宏观经济正在企稳回升,股票价值相对低估,处于较佳布局区间。“经济基本面,宏观经济震荡向上,通胀指标也呈现出周期磨底特征。政策方面,决策层会强化宏观政策逆周期和跨周期调节,仍可期待货币政策工具进一步释放。”

债券市场方面,陈连权认为,地产政策迎来边际变化,中长期仍看好债市。“下一阶段,短债的逻辑仍然较为确定,长债可能继续震荡。在此背景下,保持股票与债券的平衡配置仍是较佳的选择。”