

天治基金许家涵:

行情从结构走向全面 投资与真实需求并肩

□本报记者 徐金忠 魏昭宇

9月底以来的宏观环境巨变,有没有触动宏观研究的“定盘星”?在市场变而未定之时,如何做好投资的布局 and 轮动?

日前,天治基金总经理、投资总监许家涵在接受中国证券报记者采访时表示,根据自己宏观研究的“五大要素”体系已经能够观察到,随着宏观经济复苏态势逐步确立,市场行情正从结构性机会走向全面性机遇。

在市场行情的演绎中,许家涵跟踪真实需求的企稳回暖,继续坚持高质量的行业轮动,以消费行业为投资“中军”,重点把握服务型消费和创新型消费机会,一体两翼,动态组合。

宏观“定盘星”之变

作为从业经历近20年的投资老将,宏观研究,是许家涵的看家本领。在长时间的投资历练中,许家涵构建了“五大要素”体系的宏观研究“定盘星”。具体来说,这一体系包括了经典的消费、投资、出口“三驾马车”,以及汇率、货币政策两大市场的“温度计”。

对于宏观研究的执着,关乎许家涵对于基金经理核心价值的坚守。在他看来,相比量化投资等技术手段,基金经理应该有坚硬的内核——经验积累和前瞻性研判。“基金经理需要在理性方面尽量接近量化,但在经验方面应该超过量化。优秀的基金经理有经验,能够结合宏观、政策,第一时间做出正确的选择,能够把握朦胧的确定性。要抛弃胜负心,战胜恐惧和贪婪,并能够结合宏观政策变化做出前瞻性预判。”许家涵这样说。

经验由历史而来,指向的却是对未来的前瞻。经验看似是归纳的能力,实则包含着演绎的潜能。在许家涵身上,归纳和演绎兼备,历史和未来皆有。其经验的最核心之处,就在于宏观研究的框架体系,以及在这套框架体系指引下的投资布局。

这套体系在今年以来的市场环境中,对于许家涵的投资大有裨益。许家涵表示,在9月底



之前,虽然在管基金产品经历了一段降低仓位避险操作,但是在8、9月间已经明显感觉到宏观环境将变未变的“躁动气息”。而9月底以来的系列政策,则迅速改变了“五大要素”体系的“得分表现”。

“目前来看,随着政策端日渐明晰化,‘五大要素’呈现向好的趋势,即消费和货币政策是超预期的,投资和汇率是稳的,出口可能有惊喜,那么,市场整体趋势就是向好的。”许家涵表示。

与需求站在一起

在许家涵看来,宏观研究“定盘星”的变化,反映到具体行情的推演上,市场行情有望从结构性机会转变为全面性机遇。

许家涵认为,宏观研究需要结合一定的前瞻研判,才能形成真正对投资有指导价值的建议。在当下,结合客观的“五大要素”变化和基于经验的前瞻判断,许家涵倾向于认为,随着经

济确立复苏态势,投资的主线将会是明显的,即与真正的需求结合在一起。

“9月底以来,市场迅速演绎了多种状态,背后都是投资者对于宏观预期的变化。9月底以来,由政策预期点燃的市场活跃力量主要集中在弹性品种上,这种情绪冷静后,造成的结果是市场的持续盘整。但是,一旦经济基本面的积极信号出现,市场的主线将会进一步明确,投资就是要紧跟这一市场主线。”许家涵表示。

许家涵认为,本轮经济复苏的走势将不同以往。主要通过投资拉动经济增长的旧有模式,将转变为依靠内需消费为主要动力的新态势。在社会整体产能供大于求的环境下,政策已经明确表示,稳经济、促发展的着力点将聚焦提振社会需求,通过内需促进经济发展。

从内需提振带来经济企稳回升的逻辑出发,许家涵认为,接下来一段时间,消费行业有望成为投资的“中军”。在这一投资主线中,又有“两翼”。其一为服务型消费,其二是创新型消费。

在服务型消费方面,是估值修复的投资机会。许家涵认为,随着经济企稳回升,居民资产负债表将迎来修复,服务型消费将直接受益于居民需求的回暖。而在创新型消费方面,则更有值得期待的“星辰大海”。在许家涵看来,创新型消费包罗万象,新的消费场景、新的技术运用等等层出不穷,满足乃至创造了大量的社会消费需求。

创新型消费这一逻辑,可以解释许家涵投资布局在行业上的广泛谱系。观察发现,在许家涵管理的基金产品的定期报告中,对信创、数据要素、卫星互联网、半导体等新质生产力方向有很大篇幅的研判,这些领域也是他重点布局的投资方向。许家涵对于创新型消费的理解丰富且立体。

“新质生产力是指在原有生产力基础上,通过技术创新、管理创新、制度创新等手段,实现生产力质的飞跃,推动社会生产力向前发展的新型生产力。关键在创新,这也比较切合我的投资逻辑,这是提估值的方向,是0-1的蓝海投资。”许家涵表示,新型生产力将带来新的消费场景、消费模式,最终带来新的收入,形成新的行业,这是理想的投资机会。

投资探索精进

宏观研究和行业轮动是许家涵投资的两大核心。面对近年来宏观环境的多变以及行业轮动难度的提升,许家涵也有颇多感悟。

在市场研判方面,许家涵表示,短期走势、长期走势判断起来难度颇大,宏观变化的不确定导致准确率降低和波动率放大。过于关注短期,可能造成踏空,过于关注长期可能导致坐过山车,回撤控制不好。所以他非常关注对中期走势的判断。

“我的定义是这样的:短期包括超短期和短中期,超短期关注两周内的时间,短中期半年内,中期半年到一年半,长期两年到四年。作为公募机构,判断短中期和中期比较关键,这两个周期判断准了,能做好左侧,能吃足收益。我的选择是,短中期抓拐点,重政策、定风格;中期抓趋势,重经济运行趋势,根据经济运行的节奏,阶段性选择风格和行业。”许家涵说。

至于行业的轮动,许家涵表示,在宏观环境的巨变影响之下,行业的选择也迎来了新的范式。但是,对于基金经理来说,行业轮动不用贪大贪全,而是要在聚焦的主线范围内做动态优选。

许家涵选择的创新消费领域,就有大量的细分行业可以做出差异化布局。而且,基于为投资者获取并守住投资收益的出发点,许家涵表示,无论是行业轮动还是个股选择,“要像止损一样去做止盈”,将投资的浮盈转化为投资的收益,这是面临多变市场环境下的必然选择。

许家涵的投资,继续探索精进,不息不止。值得注意的是,在许家涵带领下,天治投研团队形成了鲜明的小而美特色,区块链式的小组化研究充分发挥投研团队能力,在经济结构转型升级的时代背景下,投资风格呈现出进可攻退可守的哑铃型结构,着力满足多元化的投资者需求。海通证券数据显示,截至9月30日,天治研究驱动A最近一年在同类产品中业绩排名前10%,最近两年排名前6%;天治稳健双盈最近两年在同类产品中业绩排名前19%;最近三年排名前31%。

鑫元基金刘宇涛:

夯实低估低波基石 提高量化投资性价比

□本报记者 王鹤静

随着因子逐步被充分挖掘,公募量化博取超额收益的难度与日俱增。近日,鑫元基金量化投资部基金经理刘宇涛在接受中国证券报记者采访时,分享了自己对于未来公募量化如何破局的思考。

刘宇涛认为,一条路是“往上走”,即通过机器学习等算法进行高频交易,采取相对偏私募的打法;另一条路则是“往下走”,即量化与主动投资结合,基于基本面分析夯实收益基础,这也是他更加擅长的方向。在量化筛选低估值低波动的股票池,刘宇涛立足于基本面研究,从宏观、中观、微观维度,进一步增强投资组合的潜在收益和成功概率。

寻找公募量化破局之路

刘宇涛介绍,目前鑫元基金量化团队对于上述两种方法都有所应用,例如,小微盘宽基指增类基金主要采取的是“往上走”的方式,引入机器学习等方法,整体换手率也相对较高。刘宇涛坦言,轮动行情比较适合这样相对高频的量化策略,通过不断换手,赚取个股估值从合理到泡沫之间的收益。

而另一种“往下走”的方式,则是刘宇涛更为擅长的领域。第一步,通过量化方法筛选出股票池,筛选标准为“低估值低波,高估高波”,即个股在低估值、低波动的状态下进入股票池,高估值、高波动的状态下从股票池剔除,以提高整体的潜在收益。

“特别是对于不具备信息优势的公募量化产品,相比博弈高弹性品种,通过‘广撒网’搜

集低估值标的,赚取估值抬升带来的收益往往更具性价比,这也是公募量化长期超额收益的重要来源。”刘宇涛表示。

下一步,刘宇涛从宏观、中观、微观维度对股票池内个股做进一步主观筛选。经过宏观以及中观行业维度的逻辑推演之后,对相对看好的行业做适当的仓位倾斜,以提高整体的胜率。个股维度主要是基于深入的财务分析,以确保低估不是“纸面上的低估”,同时密切关注个股异动情况。

“此外,我们还会借助量化手段进行尾部风险控制,特别是当市场大小盘风格分化到极致的时候,通过适当调整,可以降低尾部风险。”在刘宇涛看来,这种主动与量化相结合的方式,能够使组合在市值风格上没有明显的倾斜,并且量化框架使得组合可以保持“低估值低波,高估高波出”的风格属性。

挖掘低估值低波因子价值

估值在刘宇涛的投资体系里面是至关重要的一个指标。“所有公司在我心中都是有估值的,我不投那些我估不清楚的股票,公司值多少市值,是我投资任何一家公司必须回答的问题。”刘宇涛表示。

自上而下,刘宇涛将估值划分为五层:第一层是宏观环境和行业;第二层是公司战略管理与执行,即公司的发展目标与发展战略;第三层是公司的财务数据,用来验证公司的发展战略;第四层是公司利润;第五层是公司现金流。

“当市场不好的时候,我就会自下而上去判断估值,最看重的就是第五层——公司的现金流情况,账上有多少现金,分红能分多少。当市场预期好转之后,我就再往上估值。当产能增速



提升,甚至再乐观的情况还可以去看宏观和行业维度。”刘宇涛坦言,这也是为什么估值体系在不断变化的原因,估值的逻辑在随着市场环境变化而调整。

相比自上而下做宏观逻辑推演,刘宇涛表示,自己的能力圈更多还是在自下而上方面,对公司现金流、利润情况的充分把握能够让让自己至少在跌下去的时候敢于加仓。并且长期测算下来,刘宇涛发现,低估值和低波动因子持续有效,因此这也成为了他量化策略中重要的基石。

密切关注政策与数据变化

站在当前时点,刘宇涛认为,此前市场的快

速拉升状态可能更值得以事件驱动的角度进行解读。9月底以来的政策“组合拳”旨在促进经济增长,并且涵盖方面多、规模大,时间点同样超出市场预期。

展望未来,刘宇涛在战略上保持乐观。在他看来,行情持续时间或将提升预期,但上升幅度可能放低预期。“若盈利增速能出现明显回升,那么持续时间或许可以更长一些。从中期来看,还是要密切关注政策端变化和经济数据能否持续改善,并且适当关注市场情绪提升带来的高空间、高弹性机会。”

据悉,拟由刘宇涛担任基金经理的鑫元致远量化选股混合于12月23日起发售。刘宇涛介绍,通过量化团队的通力合作,公司将致力于打造一只长期注重宏观配置且能够适度调节仓位的公募量化产品。

刘宇涛介绍,该基金具备以下三方面的亮点。一是做“大是大非”的择时,该基金将根据鑫元基金量化团队原创的“春夏秋冬大格局模型”输出的信号,每月对仓位进行适度调节,把握“大是大非”的变化。二是做逻辑透明的选股。该基金采用类指数化的多因子选股策略,决策逻辑透明。根据量化大格局模型提示的信号,若市场正处于“春夏”格局,产品仓位将适当提高,配置切换为进攻风格,主要配置成长、质量、动量等进攻类的风格因子;若市场正处“秋冬”格局,产品仓位将适当降低,配置切换为防御风格,主要配置价值、红利、低波等防御类的风格因子。三是做长期原则的朋友,原则是一个投资团队的“灵魂”,长期看坚持量化原则比主观随意切换更有效,坚守量化原则是获得长期超额收益的必要条件。