

申万菱信基金付娟:

拥抱创新和科技 寻找供给端格局良好的行业

证券时报记者 杨波

2020年底,核心资产气势如虹,很多人都相信,这次真的不一样。

喜欢特立独行的申万菱信基金权益投资总监、基金经理付娟却有自己的看法,她发表了一篇关于增量经济的文章,在她看来,核心资产是存量经济,而国产替代与中国自主品牌正在崛起,是不容易忽视的增量经济。她决定拥抱科技与创新,抓住中小市值股票的机会。

付娟2006年毕业于上海财经大学,获会计学博士学位,有深厚的财务功底。博士毕业后她加盟申万证券研究所任分析师,2010年加盟农银汇理基金公司任基金经理助理、基金经理、投资总监;2020年加入申万菱信基金公司,任基金经理、投研部负责人。

日前,证券时报记者采访了付娟。从2021年中到现在,A股市场经历了三年艰难的调整期,在大家情绪比较谨慎的当下,付娟却保持乐观,在她看来,虽然中国经济增长整体放缓,但中国经济的内核正在改善,她认为不要放太多精力研究总量,而应该重点研究结构性机会。

做研究是梦想中的工作

证券时报记者:请讲讲你的早期经历,为什么来到证券行业?

付娟:我是山东人,高考时考进了上海财经大学会计学院,本科毕业后,我考本校会计硕士,考到全国第七名,学校提出前十名可以免试升博,就这样,我拿到了会计博士学位。

读博对我帮助特别大,公司内部审计需要从特别微观的角度去看企业,为此,我当时走访了上海很多大型国企,开始接触实业和产业。另外,我花了三个月废寝忘食地赶出了十万字的博士论文,既要有逻辑也要有创新,对我的思维和动手能力都是很好的训练,这些积累为我后来做调研、写研究报告打下了很好的基础。

毕业时,大家都劝我留校任教,但我喜欢探索外面未知的世界,决定出来找工作,我拿到了一家头部商投行的Offer,但申万研究所也向我伸出了橄榄枝,研究所副所长老师找我谈话,我觉得他很真诚,就决定过去,但当时真不太知道股票研究到底是什么。正式入职后,才发现这是我梦想中的工作,我非常喜欢做研究,觉得太有意思了,所以,能入行真是非常幸运。

证券时报记者:你当时负责研究什么行业?

付娟:研究所让我看家电,我当时认为家电很简单,并且家电已经过了较好的年代了,我也跟大家一样想要看很火的“五朵金花”。当时的副所长说,我们要找能力强的人看家电,如果你把家电看透了,那么其它行业对你来说就可以驾轻就熟。我以他“忽悠”我,很多年以后,我才意识到自己从家电研究中获益匪浅。

证券时报记者:你在投资的哪个阶段感受到了压力?

付娟:一方面,2016年开始供给侧改革,是偏上游的机会,这是我极不适应的一年。2018年中美贸易冲突导致市场走低,我也有点无所适从,很痛苦。理想很丰满,现实很骨感,在市场波动中,我曾经认为有希望成为英雄的上市公司都纷纷遭遇滑铁卢。在客观市场面前我开始往回收,甚至还学会了防守。甚至在2018年,一度只有六成仓位,而且几乎全部持有低波动的股票。

另一方面,从2017年到2021年春节,是中国核心资产也称为中国版“漂亮50”的时代,但我内心始终对核心资产的成长性较为谨慎,未曾参与。总体上,2016—2020年,是我在投资上相对压力较大的时期。

看好增量经济 抓住中小市值股票机会

证券时报记者:2020年你加盟申万菱信,换了一个平台后你在投资方向上有什么变化吗?

付娟:2020年底我发过一篇文章,非常明确地提出,核心资产是存量经济时代的产物,而增量经济时代正在来临,中小市值股票已经被低估,或将迎

申万菱信基金权益投资总监 付娟

美国从21世纪以来一直是创新引领,创新主要靠科技,而美国的科技公司相对容易形成垄断,结果是大公司越来越大,市值占比自然也越来越大。而中国是以制造业为核心的产业结构,注定是多样化的,且有很多小而美的细分行业龙头,市值结构跟美国必然会有很大不同。另外,中国的中小市值公司比德国、日本的同类公司估值更低,占的比例更小,的确被低估了。

中国经济已进入高质量发展阶段,不需要放太多的精力去研究总量逻辑,而应该研究结构性问题。新质生产力是承托起整个经济以及人均GDP继续提升的重要支撑点,值得关注。中国经济内核在发生明显改善,以制造业为核心的优势地位不会被替代。房地产调整虽然短期带来了压力,但释放出来的人力、资金,会逐渐向其它产业转移,这其实是一件好事。

申万菱信基金/供图 周靖宇/制图

来春天。

为什么会有如此肯定的结论?我做调研、与相关专家探讨、做数据分析,如对比中国、美国、德国、日本、韩国等国家的产业结构和上市公司市值分布,发现中国的“漂亮50”跟美国完全不一样,也不能跟美国“二八”的市值结构比,为什么?因为产业结构不一样,美国从21世纪以来一直是创新引领,创新主要靠科技,而美国的科技公司相对容易形成垄断,结果是大公司越来越大,市值占比自然也越来越大。而中国是以制造业为核心的产业结构,注定是多样化的,且有很多小而美的细分行业龙头,市值结构跟美国必然会有很大不同。另外,中国的中小市值公司比德国、日本的同类公司估值更低,占的比例更小,的确被低估了。

证券时报记者:请具体讲讲增量经济。

付娟:2018年,我们在调研中发现,因为中美贸易战,各行各业都在做国产化替代。以前我们只能做金字塔的下面,贸易战给了我们机会往上做,而且发展速度很快,比如半导体设备。

另外,中国企业过去以贴牌为主,2020年新冠疫情导致海外停工,而中

国生产线未停工,这一契机让市场发现国产自主品牌广受市场欢迎。由此,突然发现中国的自主品牌在海外也很好卖,跨境电商零售平台应运而生,这也让我意识到,中国是有增量经济的。而现在,又多了一个新的增量经济——AI(人工智能)。增量经济不仅包括创新产业、科技产业,也包括更高附加值的产品。虽然中国的GDP增长有所放缓,但这只是实物量的放缓,我们孕育的高价值量的东西正在蓄势,正在起来。

2020年之后,我的精力又再次回到创新成长上。2021年,我抓住了中小市值股票上涨的机会,所以业绩比较好,2023年也不错。不过,因为量化基金的强化,小股票出现调整,我所管理的产品也有所波及。但我始终相信,中国的市场结构会百花齐放,未来会有很多由技术引领的领域闪现出来。

中国AI应用不会比美国慢

证券时报记者:谈谈你对AI的观点?

付娟:我是发自内心喜欢新兴产业,现在主要聚焦在AI上,细分领域包括算力、应用、人形机器人、智能驾驶、

卫星互联网等。AI可以全面提升生产力,提升国家竞争力,有人说,AI就像移动互联网的iPhone时刻,我觉得AI对人类的意义比iPhone时刻更重要。

科技的魅力在于不可预期,目前,我参加了美国硅谷的GTC大会,台上的演讲者令我印象最深的一句话是:太快了!这一年变化太快了,令所有人都感到震惊!一是芯片的紧缺,成为影响开发进度的非常重要的瓶颈;二是AI应用带来的效果很震撼。随着AI技术不断应用,未来可能迎来内容大爆发,比如半年前我们还不敢想象真的会有AI生成的电影出现,但现在中美都有导演表示,未来想要上映纯AI制作的电影。

证券时报记者:你怎么看AI在中国的前景?

付娟:之前很长一段时间大家一直觉得,中国的AI有待观望,直到Kimi出来,才改变了大家的看法。外国工程师对Kimi的评价是:这是高出很多模型的独立存在。Kimi可以分析200万字文本的中文,而ChatGPT只能处理50万字文本的中文。虽然我们在综合大模型、通用大模型方面相对美国有两到三年的差距,但并不妨碍我们在细分领域的深度应用,我们在某一个特殊功能上的

微盘股策略渐被抛弃 公募量化拥抱基本面选股

证券时报记者 吴琦 王小芊

近期,微盘股经历了年内第二次大幅回撤,相关指数跌超10%。面对跌宕的行情,业界普遍认为,微盘股策略的短期情绪和信心可能难以快速修复,其后续的长期表现将关键取决于基本面的变化。基于此,机构投资者正在主动减少投资组合对微盘股的暴露和依赖,以期缩小风险敞口,减少微盘股对产品净值的冲击。

与此同时,证券时报记者注意到,采用微盘股策略的量化基金只是公募量化基金中的一部分,而另一部分采用基本面选股策略的公募量化基金则成功“渡劫”,在今年取得了不错的业绩。机构人士认为,最近提出的新“国九条”细则将促使投资人更加关注企业的基本面,预计这将使基本面量化模型的表现得到进一步提升。

微盘股策略短期或失灵

回顾2023年,公募量化基金曾凭借突出的正收益表现受到市场关注。其中,采用微盘股策略的基金表现尤为突出,规模持续增长,许多基金经理因此声名鹊起。

然而,进入2024年,微盘股行情突然转冷。今年以来,微盘股多次出现崩盘式下跌,导致押注微盘股的基金产品净值急剧下降,许多公募基金的年内净值跌幅超过了30%。采用微盘股策略的公募量化基金在今年遭遇了历史性的最大回撤。

业内人士预计,随着近期新“国九条”的发布,公募基金管理人收紧了股

票池的筛选标准。在没有资金支持的情况下,微盘股策略短期可能会失效。

博时基金指数与量化投资部基金经理刘玉强认为,新“国九条”发布后,市场对公司基本面的关注将更加重视。

公募量化需要重新评估基本面和市场面因子的权重分配,在构建投资组合时,也有必要剔除可能的风险股票,降低持仓中风险事件股票的可能性。同时,随着小微盘股票的波动加剧,一些资金会减少对这些股票的暴露,这可能会降低小微盘股票的流动性,投资这些股票时也需要考虑到可能的交易冲击。

华泰柏瑞量化与海外投资部表示,2月初小微盘交易的流动性出现问题,小微盘暴露较大的私募量化经历了较大的超额收益回撤,反观主流公募量化超额收益基本受影响较小,说明主流公募量化与当前大部分私募量化在投资策略上有很大的不同。这段时期,超额收益回撤较大的私募量化策略一般在小微盘风格上的暴露较大,而主流公募量化的风险控制更加严格。

“虽然短期内新‘国九条’的规则不会对市场造成冲击,但微盘股的整体业绩波动较大,分红比例也较低。

未来对并购重组的监管将更加严格,

壳资源的价值也将减少,因此微盘股策略的贝塔波动可能会比之前更大。”华南地区的一位基金经理表示。

中欧基金则认为,新“国九条”的核心是强监管。没有基本面支持、仅剩壳价值的小市值公司将面临多重压力,并最终被清除出A股市场。

预计未来A股市场优质公司能为投资者提供良好回报的机会将增加,而以“炒小”、“炒差”、“炒概念”为代表的落后思维将被市场淘汰。

集中在微盘股投资上,这导致其小盘风格因子暴露过高,一旦市场风格发生转换,就容易引发净值大幅波动,从而恶化基金投资者的持有体验。

招商基金量化团队分析认为,微盘股中受到实质性影响的公司数量较少,策略的恢复力难以预测,其后续表现将主要依赖于基本面,是否能持续改善经营成果,提升公司治理及股东价值。此外,策略的恢复力也受到投资者对小微盘股情绪和信心修复的影响。

“虽然短期内新‘国九条’的规则不会对市场造成冲击,但微盘股的整体业绩波动较大,分红比例也较低。

未来对并购重组的监管将更加严格,

壳资源的价值也将减少,因此微盘股策略的贝塔波动可能会比之前更大。”华南地区的一位基金经理表示。

中欧基金则认为,新“国九条”的核心是强监管。没有基本面支持、仅剩壳价值的小市值公司将面临多重压力,并最终被清除出A股市场。

预计未来A股市场优质公司能为投资者提供良好回报的机会将增加,而以“炒小”、“炒差”、“炒概念”为代表的落后思维将被市场淘汰。

基本面量化选股迎春天

值得注意的是,尽管微盘股遭遇重创,公募量化基金的业绩却呈现两极分化,其中不少基金今年实现了正收益,对微盘股的回调影响有限。

例如,招商量化精选基金、华泰柏瑞量化驱动、博时量化多策略、中欧数据挖掘多因子等基金今年业绩不俗。

招商基金量化团队在接受记者采访时表示,团队的量化策略主要以基本面逻辑为基础,在市场剧烈波动时,他们对基本面驱动的投资策略保持相对信心。该团队向记者特别强调了市场的不可预测性,表示将继续关注公司的内在价值和市场的长期趋势。

华泰柏瑞量化与海外投资部告诉记者,他们的中长期基本面量化模型

在小微盘调整期间基本未受影响,并在控制跟踪误差的同时力争实现超额收益。虽然今年以来短期模型的表现不如中长期基本面模型,但超额收益回撤仍在预期范围之内。

今年以来,基本面量化整体表现良好,在华泰柏瑞量化与海外投资部看来,主要有两个原因:一是多个阿尔法因子,如估值、成长和盈利质量等均有贡献;二是对各种风格的暴露进行了严格的风险控制,特别是小微盘风格的暴露较小。

“基本面量化模型自2021年春节以来,超额收益一直在回归过程中,未来3—5年可能会有更好表现。”华泰柏瑞量化与海外投资部判断。

就基本面量化模型而言,一方面,

2021年春节之后,资金集中抱团的力度逐步减弱,直至瓦解,市场资金的投向更为分散化,有利于量化模型更好地发挥选股作用。另一方面,在当前的宏观环境下,投资人越来越关注分红稳定的资产。同时,新“国九条”的细则提出后,投资人将对企业的基本面更加关注,基本面量化模型预期也会有更好的表现。基于上述分析,他们建议关注估值类因子尤其是红利因子,并认为盈利质量类因子和成长类因子将在未来一段时期内继续表现良好。

