

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，我花了三个月度寝忘食地赶出了十万字的博士论文，既要逻辑也要有创新，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。

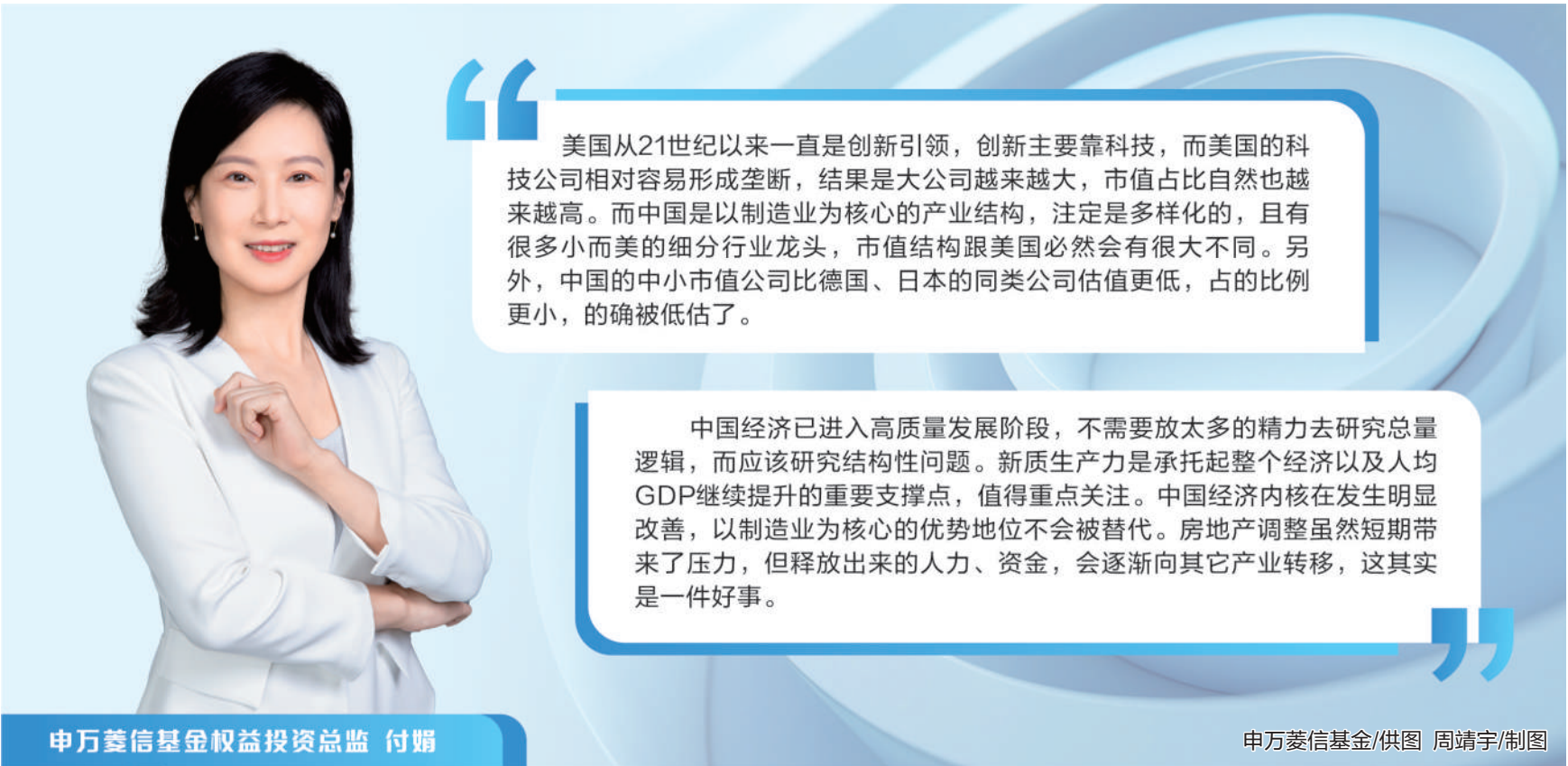
证券时报记者：你当时负责研究什么行业？

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。我以为他“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。

家电行业是中国较早完整经历几轮周期的产业，看过了几轮家电企业的兴衰成败以及市场结构变化的过程，有了比较完整的产业周期视角，再去看看其它制造业，就可以预期它们会经历什么，面临价格战时会怎么博弈，公司从小到大会面对哪些人员以及管理上的困难，在多元化过程中如何调整、平衡业务。家电企业的管理水平很高，包括产品管理、品牌管理、营销管理等都很成熟，后来家电龙头企业为全中国各类制造业输送了很多人才。因此很幸运刚入行时能看家电，家电行业给我提供了研究的大框架。

证券时报记者：有什么记忆深刻的研究案例？

付娟：现在回想起来，当时研究空调的库存比较有意思。空调行业跟很多行业不一样，有大量存货压在经销商，经销商成了一个巨大的蓄水池，这部分库存对行业有举足轻重的影响，但这是公司竞争的一个重要手段，是商业机密，所以成了黑箱，没人能拿到特别准确的统计数据。我下决心想搞清楚经销商的库存，但我没有找相熟的家电公司介绍，而是自己从百度上搜索经销商电话，再一家家打过去，软磨硬泡，还真的撬开了一个口子。慢慢跟经销商做成了朋友，获取了一些真实的信息。我还主动联系做数据发布的公司，跟他们建立友好的关系，希望可以拿到第一手的数据。我一直记得在申万研究所培训时，一位老师说：“你跟别人交往，到底是靠什么？不是靠自来熟的能力，而是用专业交换专业。”正是通过这种



专业能力的输出，我跟空调行业上下游做起了朋友，获得了有价值的信息。

不管怎么迭代 骨子里都是成长股思路

证券时报记者：2010 年你来到农银汇理基金，早期主要做什么工作？

付娟：我到公募后刚开始做基金经理助理兼家电、医药研究员，带我的基金经理特别喜欢研究成长股，让我重点研究开板没多久的创业板。2010 年 10 月，恰逢火爆市场的 iPhone 4 推出，我开始每天研究手机和移动互联网。当时先进的移动互联网公司分布在日本、韩国和中国台湾地区，这些地区成为我每年定期调研的目标。手机产业链最早在中国台湾地区发展，我们先行研究该地区的 iPhone 产业链，再回到 A 股找映射。手机产业链很快转移到了中国大陆，我们找到了很多优秀的投资标的。这段经历种下了我喜欢做成长股的种子，后来不管如何迭代，毫无疑问，我的骨子里都印刻着超级成长股的思路。

证券时报记者：2012 年 4 月你开始管理基金，公开资料显示，2013 年你做基金经理的第一个完整年度就拿到了前 10 名的优异成绩。

付娟：我早期投资特别顺，因为研究比较充分，做基金经理后，完整地享受到了智能手机和移动互联网的产业红利。前期业绩好大大减轻了后面的操作压力，可以比较从容地形成自己的风格。2015 年，因为业绩不错，我在公司的管理职级也是一步一个台阶。当年晋升为公司投资副总监，承担着公司投研的责任和管理权限。

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，我也有些无所适从，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。

专业能力的输出，我跟空调行业上下游做起了朋友，获得了有价值的信息。

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。

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

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高。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，值得重点关注。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。

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，跨境在线零售平台应运而生，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，中国的市场结构会是百花齐放，未来会有很多由技术引领的领域闪现出来。

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，跨境在线零售平台应运而生，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，中国的市场结构会是百花齐放，未来会有很多由技术引领的领域闪现出来。

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，跨境在线零售平台应运而生，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，中国的市场结构会是百花齐放，未来会有很多由技术引领的领域闪现出来。

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

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，跨境在线零售平台应运而生，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，中国的市场结构会是百花齐放，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、

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，跨境在线零售平台应运而生，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，中国的市场结构会是百花齐放，未来会有很多由技术引领的领域闪现出来。

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，跨境在线零售平台应运而生，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，中国的市场结构会是百花齐放，未来会有很多由技术引领的领域闪现出来。

“炒小”“炒差” 或将成过去式

证券时报记者注意到，微盘股的下跌幅让不少基金公司和量化基金意识到量化投资风险控制的重要性。许多此前押注微盘股的公募量化基金在经历大幅调整之后，已经大幅降低了资金对小盘风格因子的暴露。

天相投研指出，鉴于微盘股之前的大幅度调整，公募量化应当更加注重风险控制。之前公募量化策略主要

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，就容易引发较净值大幅波动，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，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。”

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，跨境在线零售平台应运而生，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，中国的市场结构会是百花齐放，未来会有很多由技术引领的领域闪现出来。

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，跨境在线零售平台应运而生，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，中国的市场结构会是百花齐放，未来会有很多由技术引领的领域闪现出来。

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，跨境在线零售平台应运而生，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，中国的市场结构会是百花齐放，未来会有很多由技术引领的领域闪现出来。

基本面向量化选股迎春天

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

模型可以做得很好，就像 Kimi，相信中国 AI 方面的应用不会比美国慢。

寻找供给端 格局良好的行业

证券时报记者：你如何看待资源类板块？

付娟：我们在去年就开始把资源股放在很重要的位置上，这背后有一个非常重要的逻辑，几年前开始的逆全球化以及全球再工业化进程，以及海外基建和制造业建设的规划提升了对传统商品、资源的需求。中国早期渗透资源开采地如南美、非洲等的企业群体，成为了这一轮再工业化的受益者，也成为我们寻找资源板块标的的思路和目标。去年，当大家扎堆调研 AI 时，我们公司则在密集调研偏资源类的股票，依托策略会与大量主营业务做铜、黄金的公司共同交流。

证券时报记者：请谈谈铜的逻辑。

付娟：我们经历了疫情，经历了海外地缘冲突，研究方向应该要有所调整。第一，要拥抱创新和科技，第二，要寻找供给端格局良好的行业。今年我们重点关注铜和有色，中国需求铜的占比很高，虽然房地产下滑会导致需求下降，但现在需求不重要，因为供给侧的变化对铜产业的影响更大。在全球范围内，矿的含铜量严重下降，且铜矿的开采成本大幅上升，供给端进度持续低于预期，导致铜供给从去年到今年出现了缺口。此外，中国有全世界比较好的铜矿资源，所以 A 股相关公司或受益颇深。

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，跨境在线零售平台应运而生，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，中国的市场结构会是百花齐放，未来会有很多由技术引领的领域闪现出来。

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，跨境在线零售平台应运而生，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，中国的市场结构会是百花齐放，未来会有很多由技术引领的领域闪现出来。

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，跨境在线零售平台应运而生，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，中国的市场结构会是百花齐放，未来会有很多由技术引领的领域闪现出来。

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，跨境在线零售平台应运而生，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，中国的市场结构会是百花齐放，未来会有很多由技术引领的领域闪现出来。

