

兴证全球基金乔迁:

经历慢的过程 方有快的判断

证券时报记者 杨波

在与兴证全球基金基金经理乔迁的沟通过程中,记者发现信息密度非常高。一方面,她对市场的看法有着深层次的逻辑推演,另一方面,她对投资框架的思考和描述缜密且细致入微。

这可能和她的成长历程密切相关。2007年,在上海交通大学攻读会计专业的乔迁来到兴证全球基金实习,和所有即将毕业的学生一样面临职业选择,却被前辈的一句话打动:“财务纵深类的职业更像工匠,需要你去雕琢一块木头,而投资则是站在更大的维度去看行业的运行。”

在公募基金行业深耕16年,从初出茅庐的实习生到投资者心中的百亿基金经理、中生代名将,乔迁的每一步都走得很坚实。她在投资中会先守序确定性,再力争超额。这背后有着前辈口中会计背景赋予她自下而上对公司定价的雕琢,也有着几经牛熊,在中观维度对行业周期温度的敏锐感知。

目前乔迁在管3只基金,先后3次斩获明星基金奖。其中代表性产品兴全商业模式基金,在其完整管理的5年间(2019年—2023年)净值增长121.16%。

证券时报记者日前专访了乔迁,她坦率地讲述了自己的成长经历和投资方法论。尽管收获了不俗的投资业绩,采访中乔迁却很少说起赚钱与成绩,更多的是风险与成长,以及公司文化对她的影响。她最常提到的是“平衡与取舍”,16年的积淀,在不断的反思和迭代中,她在方法论、久期与基本面的权衡之间,勾画出了独有的有关投资的平衡曲线。

经历慢的过程 才能做快的判断

证券时报记者:你在2008年就加入了兴证全球基金,并做了长时间的研究工作,这对你的投资产生了怎样的影响?

乔迁:我做了10年研究,然后才做投资,这是对我极大的保护,帮助我经历了从不知道到知道,从以为自己知道到发现自己还是不知道的过程。

我刚走上投资岗位时,有FOF基金经理问我:“你为什么一上来就比较坚持的框架?”原因是我做了比较长时间的研究,也观察和学习了很多内部优秀的基金经理,并且公司文化利于个人对自身的探索,在这些幸运的环境中,慢慢积累了相对比较信任的方法论和框架。

担任基金经理后,有些股票是我在十几年前就去调研并积累过的,所以在别人不敢下判断时,我敢下判断;有些投资的决策,会浮现出前辈曾经历的某些时刻,那时候是如何应对的,这些都对我有极大的帮助。这都需要经历慢的过程,才能在未做出快的判断。

证券时报记者:你具体研究什么行业?

乔迁:我一开始研究轻工行业,后来也涉及零售、纺织服装、医疗器械。这其中包含一些比较传统的行业,早期的研究经历,使我伴随着这些行业从快速发展到见顶回落,经历了完整的周期。其中零售行业在后来遭受了互联网的横向外来打击,整个行业模式发生了巨大的变化,也让我见证了行业面对重大外部冲击后的急剧下滑的周期。

我非常感激这些早期的经历,当很多行业还在摸索阶段,远未走过周期时,我曾经研究过的传统行业已经完整经历过了。周期的路径在行业间是有相似性的,这使我在后期投资中对行业未来的推演、可能的变化以及定价,有更多谨慎的评估。

证券时报记者:2015年你升任基金经理助理,需要做一些跨行业研究,怎样拓宽能力圈?

乔迁:我会在每一个一级行业里,找一家龙头公司,再找些有投资机会的公司进行跟踪。龙头公司并不意味着它是好的投资标的,但可以帮我建立对行业的看法,而且龙头公司董事长对行业往往相当有见地,他所关注的核心要点,能够让我非常快速地抓住行业的重点。

通过对龙头公司的观察,一方面,可以快速认知行业运行的规律,另一方面,也帮助我很快地在行业间进行横向比较,更容易了解每一个行业在怎样的水位上,在市场上处在怎样的定价水平。

针对跨行业的研究,我最早在有实物的行业中拓展,早期研究覆盖过的行业包括制造业、消费品、部分周期品,很多行业底层逻辑是有共性的,只需要补充对行业的知识点和运行规律的把握;

然后逐渐扩展到轻资产行业:传媒、互联网则是更后期的积累,循序渐进地覆盖所有行业。

每个人只能赚到K线图上一部分

证券时报记者:你在投资中非常注重风险控制,对行业和公司进行长期跟踪,这一价值观是如何形成的?

乔迁:我在2007年市场高点时来到公司实习,当时普遍的认知是赚钱的方法很多,培训时,大家都以为是来学习如何赚钱的。但是,令我印象很深刻的是,公司投资总监在培训的PPT上却反复强调风险控制,重要的不是怎么赚钱,而是先学习如何少亏钱。

这句话与我的价值观契合,至今对我影响都非常大。后来,入行时间越长,越发觉,少亏钱其实就是赚钱的一个来源、一种方式,以守为攻,长期的效果可能超乎字面本来的意义。

在做研究员的时候,基金经理会在他们的框架下,鼓励我们不要急切地推荐股票,更希望我们做有前瞻性、偏长期的基础研究工作。比如,早在2008年,我们就翻译了新能源汽车的海外文献。领导引导我们整个团队,很笃定、稳定地做长期研究,在日常的调研中跟随他们关注的长期重点做积累和总结规律。虽然这些工作内容看似对短期投资的转化率不高,但是三五年后回头看,那些研究成果是非常有价值的。

另一方面,我们研究的着眼点,不是推短期特别有进攻性的股票,而是鼓励选出好公司并持续跟踪。这样的好公司考虑定价因素,有时当下并不一定是好的投资标的,但可以建立对企业和行业足够深度的理解。

证券时报记者:你如何面对市场波动,如何平衡短期与长期?

乔迁:在具体的投资上,底层价值投资是最大的保护和前提,但在长期价值允许的框架内,阶段性所显现出来的方法看似是多样的,并没有绝对的对错,这取决于我们面临的外部环境,客户、公司、资源禀赋等各种约束条件。巴菲特的价值投资在长长期是正确的,这也是我们公司的底层投资逻辑,是保证深入研究的前提下守住底线和避免亏损的最重要的方法,但并不是我在股市每个时间段获取收益的唯一方式。

特别是近几年面临市场波动,我深深感受到,我想实现的收益与客观的持有人实现的收益之间是有缺口的。客户的久期跟基金经理想要的久期时常是不一样的,基金经理的判断可能是站在长维度的,而客户持有的周期只有3年或者更短的时间,然后对波动的忍受程度往往也各不相同,我们要考虑这些约束条件,去实现相对均衡的优化组合,都需要取舍和平衡。

证券时报记者:你怎么看待不同方法论所实现的收益?

乔迁:每个人只能赚到K线图上一部分,每种方法论只能适应K线图上一段,没有一种方法论包打天下。

投资中,一旦想要完美,通常就达不到完美。这其中,如何取舍变得非常重要,性格、能力圈与方法论的匹配程度,决定收益是否达到预期。

站在不同的维度上,人们对同一件事情一定有不同的看法,每个人的目标本来就不一样。我所实现的收益,可能是另一个方法论并不看重的。每个基金经理都在努力做正确的事情,之所以结果会不同,很大程度上是因为每个人的个体情况和面临的约束条件不同,导致方方面面的取舍不一样。比如,对于同一只股票,有时候并不在于基本面的预期差有多大,而是在不同的取舍中,有人想要高弹性,而我恰好想要那个确定性;有人想要短久期的资产,有人想要长久期的回报。这也是市场一直有钱赚的原因。

站在第三方视角 保持自醒和迭代

证券时报记者:你会爱上某家公司吗?

乔迁:这是一件非常危险的事情。我需要了解公司,了解管理层,理解他们做事的方式和过程,但又要避免跟企业走得太近。这样,我更能站在外部视角,更客观地评估一家企业。一方面,走太近,我担心失去理性客观的判断;另一方面,如果对公司了解太深后,放大比市场领先太多的一



兴证全球基金基金经理 乔迁

“入行时间越长,越发觉,少亏钱其实就是赚钱的一个来源、一种方式,以守为攻,长期的效果可能超乎字面本来的意义。”

“每个人只能赚到K线图上一部分,每种方法论只能适应K线图上一段,没有一种方法论包打天下。投资中,一旦想要完美,通常就达不到完美。这其中,如何取舍变得非常重要,性格、能力圈与方法论的匹配程度,决定收益是否达到预期。”

“我深深感受到,我想实现的收益与客观的持有人实现的收益之间是有缺口的。客户的久期跟基金经理想要的久期时常不一样,然后对波动的忍受程度往往也各不相同,我们要考虑这些约束条件,去实现相对均衡的优化组合,需要取舍和平衡。”

兴证全球基金/供图 彭春霞/制图

些要素也并不是一件好事。做投资领先市场一两步即可,领先太多以及过于放大其权重,就可能要牺牲性价比去实现收益,影响市场收益率的要素和节奏是相当复杂的。

投资就是在不停地定位自己对自己认识的程度、对公司认识的程度、市场对公司的认识程度,以及投资者在不同环境下的行为认知等,要保证这些要素有相对客观的模糊定位,在这样的定位组合下匹配相应的行动。

证券时报记者:什么时候让你感觉到比较难?

乔迁:其实2021年压力是很大的,因为那一年新能源车相关公司股价冲得非常快,同时我的资产管理规模也在相对顶峰。一开始我认为新能源车被过度定价了,直到我在2020年底买了一辆新能源车。当我作为消费者再深入到这个行业中研究,发现我之前对行业的判断出现了偏差,而市场比我早一步做了修正。我在当时决策评估上坚持不去追,因为感觉相当部分长期具备价值的公司股价已经进入透支的区间。结果2021年结构分化非常明显,新能源暴涨。在前三季度这对我的相对收

益带来比较大的影响。可以说是基于摆脱被动局面倒逼式的加大研究,再仔细学习,仍然能够发现有些值得参与的新能源相关公司,四季度,在可控范围内做一定的调仓和取舍,最终将当年收益维持在中游以上的水平。

后来,新能源相关股票价值回归,很长时间内,股价也没有回去。绝对的价值框架在长期一定是有效的,但当长周期的框架在市场不匹配或无效的时候,作为特定发展阶段的公募基金,如何渡过低迷期,就需要平衡和取舍,包括研究精力、组合管理、核心矛盾的抓取等等。另一方面,在自己确实看错了以后,如何应对,包括对待股票投资以及对待研究的态度。如果坚持做正确的事,持续积累,哪怕已经错过机会,都需要迭代自己的知识结构,客观地归因。这些都是市场会持续倒逼以及需要自己持续反思的部分,这也是市场有趣且残酷的部分。

A股处在长期回报很可观的位置

证券时报记者:你怎么看中国经济

与A股市场的未来?

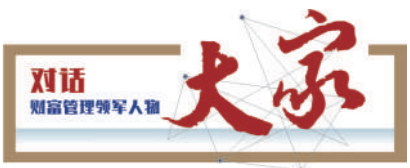
乔迁:我们正处在一个长期看有广阔成长性经济体的短周期底部。只要全球的互动在相对理性的轨道上推演,结合中国经济的成长潜力、所处的经济周期位置,和资产的定价水平来看,A股权益类资产的长期回报处在相当可观的位置。

总体上,我们虽然面临部分行业总量降速的相对问题,但长期的结构升级空间仍然广阔,积极因素也非常多。特别是在这一轮短周期中,很多行业库存、产品价格都处于显著向下偏离中枢的位置,龙头企业目前的盈利和现金流回报能力以及可推演的行业普遍现状,已处于易涨难跌的水平,低库存,低量价的组合,加之目前股价以及估值水平均包含了较多悲观预期,行业下行的空间有限。向上的空间,则有赖于自上而下更多宏观要素的推动以及产业自然向前发展,从底部开始往中枢回归正常的产业逻辑上,大量优质公司已经至少进入到可以时间换空间的过程,如果宏观要素积极,从底部回归到中枢的时间长度可能被缩短,股票收益率水平会更好地展现出来。

证券时报记者:今年你如何做配置?

乔迁:自上而下看,科技创新、进口替代、出口均是中期维度关注的重点领域。一方面,以人工智能为代表的创新技术有望通过提高各行业运行效率创造广阔的需求空间。另一方面,部分总量增长降速的行业中,也有相当多仍然有份额和稳定成长潜力的高质量资产,特别是中国在制造业、消费品以及服务业等均具备优质高效的能力,出口竞争力十分显著,这也是我们关注的机会。

所以,主要会在两头做配置:一是希望通过提升社会运行效率,有非线性需求弹性创造能力的创新性行业;二是中期由量向质转型背景下,在弱总量弹性行业中也存在定价偏低的传统行业公司,他们仍然具备长期稳健高质量成长的能力,价值修复空间可期。



商品型基金全面开花 白银超越黄金跃居第一

证券时报记者 陈书玉

近期,商品型基金集体爆发。今年以来,全市场35只商品型基金(不含QDII)中,34只均实现正收益,其中,国投瑞银白银期货A年内涨幅达27.46%,超越一批黄金ETF位居榜首。不过,商品大幅上涨后,正迎来高位震荡。多位基金经理表示,市场波动可能更多是情绪面上的反映,长期来看,贵金属仍具备配置价值,但普通投资者需做好资金管理。

白银期货基金领跑

Wind数据显示,截至5月24日,国投瑞银白银期货A年内涨幅达27.46%,在全市场35只商品型基金(不含QDII)中位居榜首。根据基金公告,该基金主要通过持有白银期货主力合约达成投资目标。基金经理人将根据白银期货的期限结构以及各合约的流动性状况等因素,合理选择标的合约与换约时机。在条件允许的情况下,基金也可以适当参与白银期货非主力合约。

今年以来,白银期货价格持续上涨,以沪银期货主力合约为例,年内涨幅超30%,并于5月21日创下8733元/千克的年内最高价。不过,创下新高后,沪银期货主力合约出现大幅调整,5月23日当天下跌4.99%,截至5月24日报收7997元/千克。

对此,国投瑞银白银期货基金经理赵健表示,短期剧烈上涨会增加白银的波动。综合考虑潜在地缘政治扰动、制造业回升的需求弹性、货币政策预期,建议关注白银等贵金属的长期投资机会。

赵健认为,从历史长期表现来看,白银等贵金属的走势与美元(或者美债利率)的走势是呈反向关系的,也就是美元降息的环境相对有利于白银等贵金属的表现。如果美联储年内降息,依旧可能有利于白银价格上涨。此外,全球制造业的回升也将增加上游的资源品和工业品的需求,考虑绝大部分上游资源行业过去几年的资本开支都处于历史较低水平,许多商品价格具备显著的向上弹性。

中信保诚中证800有色金属基金经理黄雅表示,白银由于兼具金融和工业双重属性,历史上价格波动较大。从金融属性来看,白银与黄金具有相似性,黄金上涨后白银通常具备补涨需求;从工业需求上看,白银在电子、光伏等多个领域都有应用,近年来,随着白银在光伏产业中的应用需求增长,使得库存有所下滑。从近两月表现来看,在降息预期和补库逻辑双重催化下,金银比回落已经较为明显,后市白银价格弹性可能仍会较大。

豆粕期货ETF逼近历史高点

此外,值得关注的是,以华夏饲料豆粕期货ETF为代表的农产品期货ETF反弹强劲。华夏饲料豆粕期货ETF自年内低点反弹已超20%,截至5月24日,基金净值2.3432,已接近2023年8月29日创下的历史最高值2.3728。

据悉,华夏饲料豆粕期货ETF是国内首批商品ETF之一,也是首只农产品期货ETF。根据基金公告,该基金跟踪的标的指数为大连商品交易所豆粕期货价格指数,该指数可以反映持续投资于大连商品交易所豆粕

期货主力合约多头的投资收益特征。近三年来,上述豆粕ETF涨幅超85%。与此同时,该ETF份额持续上涨,近三年基金份额超3倍,已从2021年5月的1.7亿份,涨至最新的7.05亿份。

豆粕价格主要受两个因素影响:供给方面,主要受国际豆粕价格影响;需求方面,受国内养殖行业需求影响。今年二季度以来,巴西南部持续极端降雨,国际豆粕价格飙升。不过,投资商品期货基金仍需注意风险。华夏饲料豆粕期货ETF基金经理荣膺此前表示,在投资商品期货类ETF时,投资者要了解不同商品价格波动幅度和潜在风险,合理决策投资商品期货ETF资金在个人资产中的占比。

基金经理仍看好贵金属配置价值

目前的35只商品型基金(不含QDII)中,九成以上都是投向贵金属。今年以来,以黄金、白银、铜为代表的贵金属持续走强,Wind数据显示,截至5月24日,大成有色金属期货ETF年内涨幅为18.4%,博时黄金ETF、易方达黄金ETF、国泰黄金ETF、华安黄金ETF、华夏黄金ETF、前海开源黄金ETF、工银黄金ETF等涨幅超14%。而就在刚刚过去的一周,多只黄金ETF迎来高位震荡,在周一刷新净值新高后出现大幅回调。

对此,国泰基金表示,美联储公布了4月30日至5月1日的政策会议纪要,再度放“鹰”。会议纪要显示,多位决策者担心通胀下降进展不足,认为需要花更多时间才会有信心降

息,暗示继续保持高利率的观望状态应持续更久,更有官员称如果通胀风险持续升高,不排除继续加息。受此影响,黄金、白银期现货价格均大幅跳水。不过,当下市场的一致预期仍是2024年底前有1到2次降息,这一预期并未随本次会议纪要的公布而改变,所以,市场波动可能更多是情绪面上的反映,此前的资产定价未必会大幅调整。当前美国的通胀水平距离美联储2%的目标仍相去甚远。黄雅认为,往后看,美联储降息仍是大概率事件,海外流动性仍趋于宽松,利率下行趋势有望提振贵金属价格。从历史上看,在美联储加息停止至预期降息期间,黄金的投资机会是比较值得关注的。长期来看,全球各国央行资产配置中黄金的地位不断上升,央行购金持续增加,贵金属仍具备配置价值。

永赢基金指数与量化投资部总经理章贇表示,从长远角度看,本轮贵金属上涨的背后原因实际上与全球化的退潮、新能源革命的兴起,以及美国国债利率的上升密切相关。以黄金为例,美国通胀是国际金价的领先指标,过去20年美国的两轮通胀高点后的1至2年内,黄金价格分别上涨了70%以上。当前美国的货币超发规模达到近20年之最,新冠疫情导致的美国通胀也达到了近20年的高点,黄金的潜在上涨空间仍然很大。

不过,博时黄金ETF基金经理王祥提示了风险。他表示,尽管我们认可大宗商品的整体牛市进程,但任何资产的上涨不会是一帆风顺的,特别是近期地缘局势的扰动一定程度上放大了商品的波动幅度,投资者在参与趋势交易的同时应做好资金管理。