

东吴基金权益投资总监刘元海:

拥抱AI 把握新一轮科技创新大周期

证券时报记者 杨波

“我做投资的时间比较长,走过的弯路比较多,老话说‘吃一堑长一智’,如果这个逻辑成立,那我的确积累了不少经验与教训。”东吴基金权益投资总监刘元海笑着说。

刘元海于2004年获同济大学管理学博士学位,同年加盟东吴基金,至今拥有20年证券从业经验;2011年开始担任基金经理,投资管理经验12年。中长期来看,他的投资业绩颇为亮眼,以他管理时间最长的东吴移动互联网混合为例,Wind数据显示,自2016年4月27日管理至今,截至7月26日,A类任职回报181.22%,年化回报13.34%。在去年震荡下跌的行情中,刘元海也获得了相对较好的投资业绩,2023年东吴移动互联网混合A年度回报为44.92%。

在漫长的投资生涯中,刘元海如何建立自己的投资框架与投资方法论?在跌宕起伏的市场上,他如何穿越周期?如何不断进化和迭代?证券时报记者日前采访了刘元海,就相关话题进行了深入交流。

“不要一直做一个方向”

证券时报记者:你于2011年10月开始管理东吴新兴产业精选基金,当时怎么做投资?

刘元海:我的开局并不顺利,2012年经济比较低迷,只有低估值的金融地产表现较好,而我偏向成长股思维,从定期报告看,我配置了较多科技股,特别是重仓股中有一家计算机公司,一家通讯公司,受伤比较严重,导致整体业绩不佳。

我当时经验不足,没有经历过完整的产业周期,对行业理解不深刻,在做盈利预测时主要是线性外推,这是很重要的一个教训。后来我变为从中观角度研究行业趋势,如果公司战略布局跟行业发展趋势一致,可以考虑多配置一点;如果判断行业有问题,即使对公司乐观,仍应该谨慎一些。

证券时报记者:你早期偏小票风格?

刘元海:2013—2015年小票走得相对较好,我也在小票上有所收获,就有了路径依赖,导致2016—2018年都是偏小票为主,却没有意识到当时市场风格已经改变,从小票变成了蓝筹白马股。

这次教训让我认识到,市场会在不同风格之间变化,要把握住市场风格变化节奏,顺应市场风格和产业趋势的变化,不能一直做一个方向,不能认为过去成功过,未来这个方向就还会成功。我的风格开始慢慢往市场主流转,从我管理的产品定期报告看,持仓开始往细分行业的龙头股集中,2019年我的主要配置方向为科技、医药、券商以及金融IT公司等,2020年我的业绩出现明显好转。

证券时报记者:2023年你获得了优异的业绩,请讲讲你具体怎么做的。

刘元海:2022年底,我开始往科技方向转,重点关注了电子半导体,当时跌得很惨,我觉得足够低了。同时,我们判断电子半导体景气度有可能在2023年上半年见底,从历史经验来看,电子半导体股价可能会领先行业景气度低点一到两个季度,这意味着,2022年四季度有可能是电子半导体的相对底部。另外,我们判断信创行业可能从培育周期进入成长周期,也重点关注了,2023年春节前,这两个方向表现得都相对不错。

证券时报记者:从公开资料看,你后来加仓了人工智能。

刘元海:2023年春节假期,我们开始系统研究ChatGPT,结论是它有可能成为科技行业的杀手级技术,有望驱动全球科技进入创新大周期。春节后我把投资关注的主线切换到人工智能方向,当时也不知道大模型谁能成功,本着最朴素的逻辑,不管谁做大模型都需要算力,就以算力为基础来做配置,这一点也可以从我管理的产品的定期报告中发现,因为2023年参与得比较早,获得了相对较好的收益。

证券时报记者:你近两年的投资方向主要在科技,为什么?

刘元海:今年年初,我们公司内部从宏观策略角度梳理了投资主线,认为未来较长时间,可能需要关注三个方向的投资机会:一是科技,二是红利资产,三是制造业出海。从现在看,未来3到5年甚至更长时间,科技股的投资机会



可能比较大,我在这方面也研究了十几年,算是相对比较擅长。做投资还是要尽量在能力圈内找机会,这样胜率相对更高,所以,未来比较长时间,我可能都会重点关注科技股。

“A股市场胜在贝塔”

证券时报记者:你获得了优异的长期投资业绩,请问超额收益的来源是什么?

刘元海:我的超额收益主要来自行业贝塔,来自对行业趋势的把握。2019年以前,我在投资上还不够成熟,失败的经验比较多,2019年以后,我的投资风格出现明显变化,就是要跟着时代走,把握大的产业趋势。

证券时报记者:为什么特别重视对产业趋势的研判?

刘元海:从历史经验看,A股市场获利较多的基本是具有大的产业趋势的行业,因此做投资比较关键的是对宏观的判断。至于关注什么公司?我现在基本以行业龙头为主。中国经济发展到现在,许多行业的竞争格局都基本确定,未来大概率是强者恒强,很难像过去经济快速增长阶段那样,小公司能变成大公司,黑马能变成白马。这也导致未来选公司相对简单,比如细分行业的龙头,它们可能不会缺席行业的发展。

证券时报记者:你会不断做行业比较分析?

刘元海:在我看来,做投资一定要有宏观策略的思路,基金经理首先应该是行业比较策略分析师,只有对30多个行业进行比较,才知道自己的能力圈处在怎么样的性价比,否则很容易沉迷在自己的能力圈范围内,永远觉得能力圈内的资产很好,这是很致命的。当能力圈有机会时,要考虑把仓位降下来,然后去努力分享、学习投研团队的研究成果,后面机会来临时操作也会更从容。

证券时报记者:你也会这样要求基金经理?

刘元海:我们要求基金经理要有中观的视角,行业比较分析的视角。另外,一定要对市场风格有一个判断,A股市场比较重要的是胜在贝塔,要把风格贝塔、行业贝塔研究透。我们也要求基金经理在自己的能力圈范围内,一定要研究深、研究透,努力成为行业专家,机会来临时,一定要敢于下重手,因为这是投资胜率相对比较高的时候。

“绝大部分公司无法避开行业周期下行”

证券时报记者:你在2022年回撤很大,为什么?

刘元海:复盘来看,2022年我重点关注新能源汽车,我判断新能源车一个重要核心的指标是碳酸锂价格,只要碳酸锂价格没见底,新能源车的利润大概率不会见底。Wind数据显示,2022年8月碳酸锂价格40多万元一吨,还处在上行的趋势,我判断行业可能还没见

顶,股价可能还有机会,一直到9—10月,碳酸锂价格涨到50多万元一吨,我觉得差不多到顶了,就降低了对这个方向的关注。因为退出稍晚了一些,造成了基金净值的回撤。

造成2022年回撤较大的另一个原因是,我们关注了一些汽车半导体方向的公司,我认为这些公司切入到智能汽车业务,可能有了新的利润增长点,一定程度上缓解传统业务的下滑,没想到半导体的下行周期远远超出预期,即使新业务的利润也无法弥补,后来股价又跌了一波。这让我认识到,在行业下行周期,绝大部分公司可能都无法避开周期下行,不要幻想你买的标的就是例外。

证券时报记者:会否考虑降低产品的波动?

刘元海:近年来,我会较多考虑控制波动,我的投资组合一般有3到4个方向,通过不同方向的配置,努力获取不同方向的收益,致力降低净值波动。比如今年初,我重点关注AI算力,到4、5月份,因为算力方向涨得比较多,我就慢慢降低关注度,增加了对处在相对低位的电子半导体的关注,通过这种组

合的再平衡,来平滑基金净值的波动。另外一个方式是着眼行业龙头,它们的波动性明显低于小股票,可以一定程度上控制回撤。

证券时报记者:你具体如何构建组合?

刘元海:在构建组合时,我秉持的策略是,手里拿着一个,心里想着一个,眼里看着一个。心里的组合是我看好的方向,但市场不一定认可,我会考虑配一些底仓,眼里观察市场的变化,如果心里想的与眼里看的一致,就把仓位加上去,这样投资效率会相对较高。

证券时报记者:近年来你的业绩比较好,有什么可以分享的心得?

刘元海:在做产业趋势投资时,一定要有阶段性思维模式,我习惯把行业分为培育周期、成长周期和成熟周期,从经验来看,0—1的培育周期主要是主题性投资,要买得早,而且要考虑快进快出,因为它没有业绩,很可能跌回来,尽量不要在培育周期一直拿着股票等待成长周期;进入1—N的成长周期是投资相对较好的时间段,可能看到业绩释放,这时候不要担心股价波动,如果股价跌下来就恐惧,可能会错失一些

产业投资机会。到了成熟周期会比较复杂,在A股市场景气行业一旦过了成长周期,大概率应该考虑卖出。

证券时报记者:是否不同的产业有不同的规律?

刘元海:每个产业都有自己的规律,有不同的研究方法,比如新兴产业很重要的一个指标是行业渗透率。我们要把产业研究清楚,把每个阶段的产业趋势抓出来,然后重点关注,比如AI,从去年二季度到今年一季度,我一直重点关注AI算力方向,现在我慢慢转向关注空间相对更大的AI应用方向。

“科技股投资的关键点是拥抱AI”

证券时报记者:现在市场总体比较低迷,你怎么看?

刘元海:我总体上偏相对乐观,因为A股经过3年多下跌,已处在历史相对底部区域,中长期价值凸显。另外,我的经验是,只要市场指数处在相对低位,没有显著系统性风险,对机构来说都可能存在投资机会。比如今年上半年

年,虽然A股市场处在调整中,但结构性机会还蛮多的。

我做博士论文时,研究过股票定价与行为金融学,历史的经验告诉我们,做投资需要逆人性,在市场都很悲观时,不要太悲观,在市场都乐观时,要多一份谨慎。

证券时报记者:你为什么看好科技投资?

刘元海:科技行业有自身的产业逻辑,比如日本迷失了20多年,科技股依然有表现较好的时间段,因为处于两轮大的科技浪潮:一是上世纪90年代PC互联网时代,二是2010年到现在的移动互联网时代,从这个角度来看,科技股机会可能相对比较大。另外,国家也鼓励科技产业的发展,从历史经验来看,国家政策鼓励哪个方向,这个方向未来的表现就可能值得期待。

科技行业杀手级产品、技术的应用,通常有望驱动行业进入创新大周期,从而有望催化科技股大行情,从市场角度出发,行情持续时间可能在5—10年,行情级别可能是5—10倍。上世纪90年代,个人电脑应用加速落地,美股迎来科技股时代,Wind数据显示,纳斯达克指数涨幅近6倍;2009年全球迈入移动互联网时代,2010年杀手级产品iPhone4发布,从2009—2021年,纳斯达克指数涨幅超9倍。有了这些案例,我们时刻都在期待科技行业杀手级产品的出现,我研究科技行业十几年了,可能在这方面敏感性相对较强。

证券时报记者:ChatGPT是否算杀手级技术?

刘元海:我认为,以ChatGPT技术为代表的AI人工智能技术可能具有“杀手级”产品特征——技术通用性和用户覆盖的广泛性,有望推动全球科技进入新一轮创新大周期。AI大模型相继在端侧落地,包括手机端、PC终端、汽车端、部分物联网设备,产业趋势越来越明显。未来科技股投资策略的关键点可能就是拥抱AI,谁的AI含量高,谁的投资机会可能就相对较大。

A股科技股的投资可能是美股科技股的映射,要关注海外,特别是美股科技股技术的进展,以及产业趋势,再来判断A股的科技股产业趋势是否有望跟上全球科技创新的产业趋势。

公募尝试寻找职业经理人 “海选”总经理效果有待观察

证券时报记者 余世鹏

随着新增案例持续出现,公募基金公开招聘总经理成为一个受关注的话题。

今年7月,中航证券在官网发布一则子公司中航基金总经理招聘公告,是公募基金“海选”总经理的最新案例,而在不久前的5月,国新国证基金和天治基金也曾公开招聘总经理。根据天治基金股东方吉林信托发布的《天治基金管理有限公司招聘公告》,天治基金市场化选聘总经理、副总经理各1名,工作地点在上海。据报道,此前还有金鹰基金、申万菱信基金、宝盈基金、民生加银基金、银河基金、苏新基金等公募公开招聘过总经理。

除发布招聘信息外,猎头也在寻觅合适人选。“昨天我正好接到猎头电话,说有个公募总经理职位,问我有没有兴趣。我直接说不感兴趣,他问我为什么,我说了两点原因:一是自己能力不够;二是年龄也大了,不太合适当总经理。”一家中小公募资深高管对证券时报记者表示。

“早期基金行业并没有那么多总经理人选,股东为了确保方针得到贯彻和落实,一般会直接选派总经理,再搭配市场招聘的二、三把手,就组成了基本架构。但随着行业不断发展,

总经理的备选人才在持续丰富。”北方一位资深公募人士对证券时报记者表示,相比选派,公开招聘路径会使得股东考核更直接清晰。此外,与股东选派带来的盘根错节的治理结构相比,基金公司期待公开招聘能带来更市场化的管理效果。

此外,沪上一家公募的品牌总监对证券时报记者表示,一方面,基金业竞争日渐加剧,基金公司需要更优秀的管理人才来应对市场挑战。另一方面,监管对基金公司的合规性和内控管理要求越来越高,公开选拔模式相较内部选派模式,可以更好地确保总经理人选的专业性。

“公募基金公司的专业定位是资管机构,优秀的总经理要有过硬的综合能力,才能带领公司在激烈竞争中稳住地位。其中,总经理在投研、产品或市场等方面的资源能力,对公司形成差异竞争力、实现弯道超车有重要作用。此外,总经理有影响力、有人格魅力,能聚集人才、知人善任,也是影响公司发展的重要因素。”上述公募品牌总监称。

该公募品牌总监还说到,基金公司也是资本市场的参与主体之一,和其他主体构成了大的生态系统。有生态就有链条,包括资源流转、合作和协同。因此,基金公司的总经理可以从其他领域跨界而来,给公司导入外

部的资源,这有望带来新的思维方式和业务模式。

上述资深公募人士也表示,基金业虽有26年历史,但快速发展其实只集中在近七八年,职业经理人的发展路径也还未完全成熟。虽然基金业已有自己的业态,但从金融管理本质而言,仍需持续引进经验更丰富、视野更开阔的管理人才。

实际上,在近年扩容背景下,特别是在一批中小公募跌宕起伏发展过程中,基金业已沉淀出了一群职业经理人。

不过,从过往的案例来看,大多职业经理人并没发挥出预期效果。“这固然和个人能力有关,但根本原因不在这里,而在‘谁来聘用’问题上。公开招聘总经理的基金公司,背后一般是国资机构股东。股东和职业经理人之间,会在业务经营、公司治理等方面存在分歧。因此,国有股东去聘用市场化经理人,双方如果理念不一致,总经理往往受到掣肘,日常工作难以开展。”前述中小公募资深高管称。

一位从业超过20年的金融高管对证券时报记者表示,在一些基金公司中,股东派来董事长,董事长还会在公司里安插财务总监、人力总监等角色,使得总经理日常工作容易受到掣肘。



2022年6月施行的《公开募集证券投资基金管理人监督管理办法》规定,基金公司应当在公司章程中明确经理层职责、高级管理人员范围,明确规定董事会的人员构成,强化专业、独立、制衡、合作原则。其中,总经理负责公司的经营管理,董事会和董事长不得越权干预经理层的具体经营活动。

目前来看,即便是公开招聘,有时候基金公司也很难找到合适的总经理。以今年5月海选总经理的天治基金为例,该公司早在去年12月4日就公开招聘过总经理,但一段时间后最终由副总经理许家涵出任。根据天治基金2023年6月17日公告,总经理、首席信息官、财务负责人徐克磊因个人原因离任,董事长马铁钢暂代任总经理。根据相关监管要求,公募基金董事长兼任总经理的时间不能超过6个月。在去年12月发布招聘公告时,已经逼近这一半年期限时点,最终天治基金在12月18日公告由“内部人”许家涵出任总经理。

