

德邦基金提云涛：

好公司可能会“请假”但不会“退学” 量化投资要坚守底层逻辑

证券时报基金研究院 陈书玉

在量化投资日益向高频化、复杂化演进的今天,德邦基金基金经理提云涛的框架显得有些“格格不入”。他不追逐市场热点,不频繁调整因子,也不试图通过择时来博取短期收益。

这位证券从业生涯超过二十年的量化基金经理,将统计学根基、计量经济学思维与金融学原理深度融合,构建了一套以长期基本面为锚、以稳定性为先的量化投资体系。“好公司可能会‘请假’,但不会‘退学’。”他用这样一句朴素的话,概括了自己最核心的投资信仰。

伴随优质企业成长 做“有逻辑的量化”

在提云涛看来,投资的本质大致分为两条路径:一是买入优质企业并伴随其成长,分享时间复利;二是依托交易速度与技术博弈赚取差价,在零和博弈中寻找机会。他坚定地选择前者。

“一方面,市场上总有更为聪明的参与者;另一方面,这条路径也更符合基本金融规律。”提云涛表示。

这一理念的形,深深植根于他的学术沉淀与职业经历。从统计学到计量经济学,再到金融学,提云涛笑称自己习惯于“融合三类学科的思维来分析问题”。1998年入行时,A股市场还没有成体系的量化研究范式,因子与模型都得从底层财务逻辑出发自行构建,这段经历让他养成了凡事追问“为什么”的习惯。他所坚持的“有逻辑的量化”,正是立足公司股价长期上涨的内在逻辑,筛选能代表优质企业的基本面量化指标,将统计学工具、计量方法与金融学原理深度融合所形成的一套量化投资路径。

正是基于对底层逻辑的长期追踪与深刻理解,提云涛构建的模型呈现出鲜明的“基本面导向”特征。他不追求因子的高换手和高频迭代,也不迷信复杂模型。“系统越复杂,稳定性往往越



德邦基金/供图

差。逻辑上,一个因子只有经历过阶段性失效,才可能在长期维度上持续有效。”在权重设定上,他选择化繁为简,采用大类及内部等权配置,“等权可能是长期最稳定的方式。”对于因子的动态调整,他表现出一种近乎“克己”的定力,“承认自己做不到某些事,知止而止,把追逐即时满足转换为追求延迟满足,反而能让投资做得更好。”

优秀指增产品 应具备三个维度

如果说“有逻辑的量化”是提云涛的方法论基石,那么他在管理指数增强产品上的具体操作,则是这一理念的现实映射。在他看来,好的指数增强产品应当具备三个维度:收益性、持续性与差异性。其中,持续性是他反复强调的核心。“对沪深300指增这样的产品,首要目标是每年都能稳定地跑赢基准,力争

跻身同类产品前二分之一。如果能持续达成这一目标,持有人的实际获得感将得到显著提升。”在提云涛看来,超额收益在时间维度的分布越均匀,对持有人就越友好——不同时间申购的投资者,持有一段时间后都能享受到超额收益。市场下行阶段回撤比指数小,市场上行阶段能够跟得上甚至超越基准。这种超额收益的均匀性,远比某一阶段的极致弹性更有价值。

为了实现这一目标,提云涛在组合管理中执行严格的行业和市值中性控制。“这是最重要的风控抓手。”他举例说,在行业划分上,不能简单套用一级行业分类,而要精细化处理,比如,券商和保险同属“非银金融”,但商业模式和财务报表差异巨大,应当拆分到二级行业分别对待;而TMT板块中的某些细分领域,则可以适当合并。这些看似琐碎的基础工作,在他看来恰恰是稳定超额收益的来源。

在风控理念上,提云涛坚持“前置”

广发基金赵杰：

追求可持续超额收益 打造“底仓型”产品

证券时报记者 安仲文

今年以来,A股市场演绎了一轮结构性行情:上半年科技成长方向一枝独秀,7月市场出现回调,前期强势板块明显回撤,风格再平衡的预期随之升温。经历了这一轮起伏后,投资者的配置心态也在发生变化,比起追求短期弹性,更希望找到一种能够稳定跟上市场、让持有过程更安心的方式。

在此背景下,锚定宽基指数的指数增强产品获得更多投资者关注。由赵杰管理的广发中证500指数增强基金就是其中之一。截至8月27日,该产品今年以来回报率18.25%,相对业绩基准的超额收益接近12个百分点。谈及指增产品的管理思路,赵杰表示,他希望依托传统多因子模型与机器学习模型并行的“双模型”架构,从多维度积累超额收益,努力为持有人提供能够稳定跑赢市场的“底仓型”产品。

八分跟踪、两分主动 积小胜为大胜

赵杰拥有18年从业经验,8年公募基金管理经验,长期深耕指数增强和量化选股策略研究,重视运用多种量化选股策略挖掘市场机会。在他看来,指数增强是在跟踪基准指数的基础上逐步累积超额收益,策略的核心在于“稳定的超额收益”。“稳定”体现在策略能够很好地跟住基准的走势,“超额收益”则体现在获取高于基准的收益,但并非追逐脱离基准的高收益。

赵杰介绍,在基金定期报告中,指增产品的股票持仓通常会划分为“指数投资”与“积极投资”两部分。其中,“指数投资”是用来复制标的指数的基准仓位,也就是指数本身的成份股和备选股。这部分持仓的作用是保证基金锚定基准不发生漂移,获取与指数同涨同跌的贝塔收益。以广发中证500指数增强为例,截至今年二季度末,“指数投资”占基金资产净值的74%,构成了组合的核心持仓。



广发基金/供图

真正拉开与基准指数收益差距的,是“积极投资”部分。这些股票并不在指数的成份股名单当中,而是基金经理通过量化模型主动筛选出的“奇兵”。截至二季度末,广发中证500指数增强的“积极投资”部分合计占比16%;其中制造业占比14%,相对中证500指数略有超配。

非指数成份股的前五大重仓股,分布在芯片、高端制造和新材料等领域,与产业升级的方向较为契合。这些标的,都是赵杰在全市场股票池中通过量化模型精细筛选,最终锁定的一批基本面扎实、交易信号积极,但尚未被纳入指数的个股。

“可以这么理解,指数投资部分是组合的‘压舱石’,确保组合不跑偏;积极投资部分则是‘放大器’,贡献大部分阿尔法。”赵杰解释道,“两者分工明确,相互配合。我们用七到八成仓位紧跟基准,用一到两成仓位主动出击,积小胜为大胜。”

此外,赵杰还设置了严格的风险约

束。在股票池设置上,基金并非面向全市场无限制选股,而是将积极投资的选股范围主要限定在“中证800+中证1000”标的池内,并剔除基本面存在瑕疵的个股。同时,他对行业偏离和个股偏离均设置严格限制,所有持仓都要服从统一的风控纪律,保障组合整体风格保持稳定。

双因子+双模型 锤炼超额收益能力

指增产品能够实现稳定超额表现的核心支撑,来自赵杰带领的量化投资部投资团队打磨形成的体系化投研能力。该部门自2011年起深耕量化投资领域,自主搭建投研一体化量化平台,团队全体成员的研究成果(因子、策略、回测数据等)均在平台统一沉淀与共享。“平台化、系统化的作战模式,使得超额收益能力得以持续积累与传承。”赵杰说。

与“独立”两大原则。“最好的风控不是等风控部门来提示。”他认为,基金经理必须在组合管理的前端就嵌入风控模型,而且这套风控模型的视角必须与投资模型不同,“如果两者逻辑趋同,就如同两条平行线,起不到真正的约束作用。”除了行业与市值维度的控制,他还会从公司治理、负面信息等维度对候选标的做前置筛选,进一步降低尾部风险。

看淡短期博弈 追求可长期验证的超额收益

对于量化投资在国内的现状与前景,提云涛认为,被动指数产品是市场价格的接受者,而量化指数增强则有助于修正市场的定价偏差,两者都是市场生态中不可或缺的组成部分。未来,量化工具的技术门槛持续降低,会有越来越多的从业者使用量化工具辅助投资,但这并不意味着超额收益会消失——恰恰相反,方法论的差异化将让不同规模的机构找到契合自身的生存发展空间。

近年来,每当市场出现大幅震荡,量化资金就会成为被重点关注的对象。对此,提云涛直言:“所有交易都是买卖双方撮合达成的,我不太认同‘主力资金’这种说法。在成交的那一刻,多空双方都认可各自的交易逻辑。量化本身只是一套中性的工具,阶段性超额收益和回撤都是周期现象,长期终将均值回归。”他进一步表示,把量化简单理解为“收割流动性”并不客观,真正优秀的量化策略,恰恰是在捕捉错误定价的同时,为市场提供更有有效的价格发现功能。

提云涛对下半年及更长期的市场保持中性偏积极的看法。他认为,量化超额依然存在机会,但最终效果取决于策略框架是否经得起市场考验。对于普通投资者,他的建议同样朴素而务实:“长期持续战胜宽基指数并非易事。借助指数增强等工具去争取稳定的超额收益,或许比追逐极致的短线收益更加现实可行。”

经过多年实践沉淀,团队搭建起一套“双因子+双模型”投资体系。赵杰将其比喻为:“双因子”提供原料,“双模型”负责加工。

在因子挖掘环节,团队重点关注因子背后的经济逻辑,将因子划分为两类:一类是基本面因子,涵盖成长、盈利、价值等维度,负责提供相对稳定的收益基础;另一类是交易面因子,涵盖动量、反转、资金流等微观信号,擅长捕捉市场情绪波动带来的定价偏差,起到提升收益弹性的作用。两类因子各占一半,互为补充。

在因子加工环节,团队采用“传统多因子+机器学习”并行的双模型架构。赵杰介绍,早期团队主要依靠传统多因子模型,该模型逻辑透明、运行稳健,擅长开展中长期基本面判断。近些年,团队引入机器学习模型。“机器学习擅长从海量数据中挖掘非线性规律,更善于捕捉短期市场情绪。”赵杰表示,双模型协同发力,为产品适配不同风格的市场环境筑牢基础。

今年上半年,赵杰所采用的均衡配置框架,较好把握住了科技成长行情。进入7月,成长板块出现回撤,组合内部的均衡策略又发挥出“压舱石”的作用。“组合兼顾波动与收益的平衡,不会因为看好某一类风格就过度偏向单一策略。”赵杰分析,可持续的超额收益,来源于多因子、多策略在不同市场环境下的交替贡献。

展望后市,赵杰态度积极:“随着各项稳增长与改革政策落地,国内经济以及上市公司盈利有望迎来较好修复。以人工智能为代表的新兴产业发展趋势延续,国内流动性预计维持较为友好的水平,综合来看,市场后续仍具备可观的投资机会。”他判断,投资机会或将从科技板块逐步向覆盖面更广、结构更均衡的领域扩散。

落实到广发中证500指数增强的管理工作上,赵杰将继续坚守“积小胜为大胜”的投资理念:持续跟踪各类子策略的运行状态,结合市场环境开展动态平衡,在严格的风险约束之下,为投资者耐心挖掘来自基本面、交易面的多维度阿尔法收益。

分化,已是当下市场的常态。一端是科技股在高换手与高波动中反复拉锯,每一轮涨跌都牵动着紧绷的神经;另一端是被寄望捧棒的价值股,反弹、回调接连上演,让试图坚守的人生出几分迟疑。市场难以再靠押注一个方向而轻松胜出,这种无处不在的“拧巴感”,让投资者进退两难。也是在此时,一批回撤控制能力强、净值持续上扬的主动权益基金进入大众视野,博时裕益灵活配置混合基金便是其中之一。这样的产品如何练就超额收益?答案要从博时基金基金经理王冠桥十四年的“翻贝壳”之路说起。

从汽车研究员到全市场捕手

2012年上海交大硕士毕业之后,王冠桥在兴业证券深耕汽车产业链七年。2019年转至西部证券拓展新能源研究;随后于2021年进入中信保诚基金,任研究部助理组组长;直至2022年3月,他加入博时基金,并在一年后正式开启了公募产品管理生涯。

这段时间里,王冠桥的研究版图持续向外延伸,从电新、机械,逐步拓展到电子、有色、化工,再到快消、医药。用他自己的话说,能力圈的拓展没有捷径,这更多是“翻贝壳”的过程,“入行14年以来,我不敢说‘翻’完了A股所有行业,但至少翻了一大半,努力从中挑选出能够理解的股票。未来,我还要继续‘翻’下去。”

对每一只股票的投资决策,王冠桥习惯从三个维度拆解:胜率、赔率、效率。他遵循的原则是“胜率优先,兼顾赔率,不执着效率”,希望将资金永久损失的风险控制在最低限度,并追求长期回报最大化,以此打造高夏普比率的产品。“博弈型交易的投资者追求高赔率,但想要在中长期生存下去并赚取合理回报,提高胜率就非常重。”

基于此,王冠桥管理博时裕益三年以来的选股胜率基本维持在55%—60%。他认为,以合理的价格买入低估的公司,重视安全边际,是提升胜率的关键。对于看重的标的,他向下预留30%的安全边际,向上争取三年一倍的成长空间。他愿意接受等待,不追求买入后立刻上涨,更重视股票的长期回报率。

这样的标的从何而来?王冠桥以“创造价值+成长空间”搭建双层漏斗,既要企业能够产出真实自由现金流,又要保有再投资扩张潜力,层层过滤后,仅60—80只个股进入长期观察池。经估值与产业维度二次权衡,最终纳入组合的仅有15—20只个股,组合平均市盈率15—20倍。每一只重仓股,他都会亲自做案头研究,再奔赴一线实地调研,“基金经理不能做思想外包,需要走到产业一线去。”

逆向而行 在传统行业里翻金子

在仓位层面,王冠桥不沉迷高频择时。“大规模的仓位调整,我三五年才会动用一两次,且大多发生在市场的顶部与底部,这种环境下会有多重信号相互验证。”他坦陈,管理博时裕益以来,曾有过两次对抗市场共识的关键操作。

第一次是在2024年上半年。彼时,资本市场在政策信号下迎来反弹,但基于对后续经济前景的审慎判断,他主动调低权益仓位从八成降至四成;同年8月,市场情绪坠入冰点,转债普遍跌至债底,他又逆势加仓转债与低估值股票,把握住了风险收益不对称的布局窗口。

第二次是2026年二季度。王冠桥选择通过调整组合结构来应对市场的风云变幻。二季度AI行情如火如荼,全市场资金涌向科技板块。但意识到行情过热风险的他,再一次选择逆向操作:虽然整体权益仓位仍维持八成以上,但科技股仓位一度降至此前一半,将筹码向被市场冷落的价值品种转移。

这些被市场遗忘的部分传统行业,在他眼中却是“被低估的‘好生意’”。他买入的逻辑很简单:向下风险有限,向上等待周期修复。于是乎,某工程机械龙头、水泥龙头、复合肥龙头,相继进入他的持仓。

以某水泥龙头为例,当市场对传统周期股避之不及的时候,他看到这家企业承接海外成熟资产的成长潜力。即便行业处于周期底部,企业依旧能够创造可观的经营现金流,在极低估值之下,向下风险有限,海外产能扩张打开中长期向上空间,在他看来,是当时很适合投资的品种。

AI的波动率会放大 现金流资产定价不充分

当下时点,王冠桥判断,接下来的市场,尤其是AI板块,可能进入波动率放大的阶段;市场预期2027年美国AI资本开支或将扩张至1.2万亿美元,一旦AI创造收入的能力不及预期,板块可能面临估值收缩的压力。正因如此,尽管王冠桥认同AI技术的价值和长期潜力,本身也是AI的重度用户,但他也不得不承认,AI硬件板块的胜率与赔率本身并不清晰。

配置层面,王冠桥一方面控制科技板块在组合中的占比,避免AI泡沫破裂对净值造成永久性损失的风险;另一方面优化科技板块内部结构,相比赚取高利润的北美供应链,他更看好国产算力和AI在应用领域的创新机会。

他认为,下半年市场将更加均衡,非AI领域亦蕴藏着未被充分定价的机会。其中一条清晰的主线是“中国制造业出海”,消费品、资本品、新能源等正依托国内积累的成本与效率优势,持续向海外延伸触角,抢占全球市场的份额。如果说AI是全球科技的贝塔,出海则是属于中国企业独有的阿尔法,也是他配置相关标的的底层逻辑。这些公司在上半年受到ETF指数基金赎回影响较大,估值处在历史偏低的位置,提供了较好的安全边际。

另一条主线是具备现金流的低估值资产,如保险、建材、化工、有色等,它们的股息率普遍落在4%到5%之间,在十年期国债收益率仅有1.7%的当下,这份收益已不算薄。“我认为A股对现金流类资产的定价是不充分的,反而对最厚最薄的定价非常慷慨。在固定收益回报率持续下降的环境下,高股息公司的估值中枢应该是提升的。如果企业还能有增长,那么既能够赚取自由现金流,同时又具备成长性的公司,会更加稀缺。”

博时基金王冠桥——
三波动率放大背景下
高现金流资产配置价值凸显

证券时报基金研究院 沈述红