

沅京资本高波：

将严控回撤内化成公司文化核心

□本报记者 叶斯琦 李惠敏



高波，沅京资本董事长，北京航空航天大学MBA、CFA，历任中国银河证券股份有限公司研究员、中国人寿资产管理有限公司股票部投资经理，24年从业经历。拥有丰富的超大规模资金管理经历，曾管理的中国人寿集团账户股票组合最高规模达200亿元，业绩优秀。

人机结合提升投研效率

从大型资管机构的投资经理，到私募基金的创始人，高波坦言，面对的问题无疑更加复杂化。“过去做投资时，我们有很大的投研服务平台，投资经理只是体系中的一环，无需太过操心其他环节。现在不仅要做好投资，还要做好公司管理、渠道建设等。”

但是，高波在实践中总结了管理经验。首先，要学会借助外部力量，例如PB业务外包给过去合作过的券商，研究也会借助卖方研究员的研究力量。“任何事情并非你不了解就一定要从头做起，而是要选择相信其他人。正如我们团队，互相之间非常信任。”

其次，从过去的投资经验中总结管理之道。高波说：“过去我们从投资的角度分析上市公司时，看到的是财务报表、盈利模式这些经营成果。现在自己经营公司，我就一直思考，如果我是一名投资者，会如何看待现在的这个团队，如何看待我自己。尽管沅京资本还不大，但我们也要踢正步，要完全按照优秀投资公司的框架来搭建。”

实际上，实践经验进一步帮助他做好投资。“任何东西，如果你不喜欢，不能全身心投入，就会觉得分散精力；可一旦你全身心投入，就会发现实践的知识，带来的是对投资端的提升。”

“过去我们作为大机构的投资经理，‘菜’都是别人端上来的，你只要挑哪道‘菜’更好。现在自己做公司，就要自己动手做那道‘菜’。这样的实践丰富了我们

的知识结构。从大机构出来，从零开始，我们的心态一直很好。我们会慢慢向市场证明自身的能力。”

值得一提的是，沅京资本非常重视人机结合，这一思路和桥水有几分相似。“如何既能保留私募灵活高效的优势，又能补齐研究全面性上的短板，我们思考的答案就是用可视化、体系化、逻辑优化的IT手段来实现，以沅京的投资风格和投研框架整合各种内外部研究资源，搭建研究IT系统，实现数据处理的及时性和可视化。”高波介绍，把多年投资经验中已被验证为有效的数据逻辑关系，通过现代技术，充分可视化、自动更新，能极大地提升投研效率，可以避免投资中“拍脑袋”的主观判断，也能进一步强化保险资管出身的团队在“自上而下”层面的投研优势。

他用一个具体的例子进一步解释：“市场一到某些关键时点，我们往往需要在全中国范围内比较资产证券化率，但平时投资经理们经常忘记关注这一指标。如果我们把该指标变成系统中的一部分，一打开系统就会看到自动进行全球比较的结果，那么就能很好地将知识保留在体系中，真正变成决策的一部分。”

高波说，未来沅京资本计划用更多源、更丰富、更清晰的投研系统和内外部数据，在自身投资框架下进行整合改造。这个基于客观数据、逻辑、分析框架的体系，会使得团队的理念更加统一，方法更成体系，团队风格也更能强化。

当前环境适合配置股票

对于当前的市场环境，高波引用霍华德·马克斯新书中的一句话来阐释——“投资中的好时机可能来自于对我们在周期中的位置进行勤奋评估，然后做出正确的决定”。在他看来，精准预测周期拐点很困难，相对而言，评估周期所处的大致位置远比准确预判周期在哪个月份见底见顶更为重要。

他分析，除去2008年金融危机极端值以外，目前PMI指数在历史15%分位数左右，工业增加值、固定资产投资、社会零售总额、出口金额等传统经济指标都处在历史1/4甚至1/8分位以下，十年期国债利率处在3%—3.5%的中性水平，M1、M2和（M2—GDP）都处在历史低位。尽管CPI可能受食品价格扰动阶段性上升，但PPI处在历史中位数水平。

展望全年，高波相对乐观。“当前的股市环境依然处在经济从衰退向复苏、货币从紧缩向宽松的阶段，虽然过程反复但方向并没有改变，这种环境依然最适合大类资产配置向股票市场倾斜。当前应做的是仔细评估宏观政策、实体经济和股价预期三者之间的匹配节奏，并据此做出相应的战术性调整。市场阶段性调整让我们有更从容的心态、更充裕的时间来挑选具有中长期竞争优势的股票机会。”

高波认为，A股被纳入全球主要指数将是中长期趋势，沅京跟踪的海外大型投资机构对于配置A股的价值主要是基于经济结构向消费转型、大规模新兴技术的应用、股市基础设施逐步完善、市场机构化带来的效率提升、与全球股市低相关性、规模大且流动性好等理由，A股将成为这些机构独立配置的重要市场之一。上述因素并没有因为短期的风险偏好波动而消失，外资未来还将成为A股增量资金流入的重要力量。

谈及刚刚开板的科创板，他表示从投研方面看有三个特点要关注：一是从已受理上市公司看，覆盖的新兴领域更广，各类细分领域优质公司更多，这给研究选择的余地更大；二是科创板公司目前来看体量小，规模小，但可能具备高速增长、持续成长的潜力，这需要结合已上市公司更多进行横向对比，深入研究，排除风险，其中不乏有十倍、二十倍的成长公司；三是科创板的交易制度更加灵活，市场波动也会更大，对于沅京这样的机构而言，通过这种波动更多是获取可能低价买入的机会，而不是参与价格博弈。“我们会紧密地跟踪、研究科创板上市公司，只要符合我们在产业空间、财务质量和估值角度的选股标准，我们并不特别区分它上市的场所。”他说。

追求绝对收益的保险系私募

什么样的“秘密武器”让沅京资本脱颖而出？“如果一定要给自己贴一个标签，那么我们最认同的就是追求绝对收益。”高波告诉记者，“我们团队成员多是保险系出生，在保险资管干了许多年，管理过数百亿规模的资金。保险资管更倾向于追求绝对收益，我们传承了这一理念。”

正如巴菲特对本金的无比重视，沅京资本也将控制回撤视为生存的第一要务。“我们对于本金安全、最大回撤、绝对收益、净值波动，都有着非常严格的风控标准。从某种程度上说，我们甚至不那么追求收益跑得多么超前，但反复强调严格控制回撤，这已经内化成团队文化中最重要的一部分。”高波进一步阐释，“风控的原理和原则其实并没有那么复杂，实际操作中的难点往往在于投资世界观的成型、人性弱点的管控以及对交易纪律的执行，因此我们制定了看起来比较冷冰冰的内部警戒线——0.95、0.92、0.90，并配合以其他手段，最大程度克服人性的弱点，保证风控纪律的坚决执行。”

实际上，在股票投资中如何“断舍离”，是一项技术，更是一门艺术。谈及此，高波表示，事前预测周期是非常困难的，不过评估周期所处的位置却相对容易很多。因此，一方面，我们需要经常评估市场和宏观环境所处的位置区间，判断卖点成立的概率是否加大；另一方面，在卖点执行上，沅京资本往往会稍微“右侧”一点，容忍一个小幅度净值回撤，来进一步确认卖点成立的确定性。“因此，纵观我们的历史净值，在每一轮阶段性行情顶部，我们往往不是毫无损失地‘完美逃顶’，但每次都能控制住后续回撤。这其实同样考验着纪律执行效率。”而在买点的执行上，沅京资本团队的思路也大致相近，同样稍微“右侧”一点，往往在趋势初步形成后，才会追加后续仓位，这样可以在股票价格严重低于价值时的恐慌期，同样将净值回撤控制在可以承受的范围。

与这样的投资思路一以贯之的是对于投资标的的选择。高波告诉记者，自己倾向于选择经过时间检验的公司。他认为，一个好公司，需要时间才能呈现出好的状态，需要时间才能真正走出来，需要时间才能在反复研究中被发掘。

近年来，沅京资本的风格向价值趋势投资集中，也就是基于公司基本面的股价趋势变化进行投资。高波认为：“当前市场存在一个误区，就是普遍认为‘大白马’的预期已满，不再有投资机会，因此不再进行真正的跟踪。但近两年来，‘大白马’赚钱效益最为明显。其中不少板块，如果进行长期跟踪、分析数据，进行全球范围内的估值比较，往往会发现许多很不错的投资机会。”

在他看来，“大白马”之所以脱颖而出，一是数据经得住检验，二是更容易在周期变换中获取超额收益。换句话说，在经济偏弱的趋势中，龙头公司更具优势，融资相对容易，抗风险能力更强，因此可能有超预期的表现。

至于如何挑选能超预期的白马股，高波指出，第一是看估值，对于看好的公司要进行全球范围内的比较；第二是看盈利模式，判断未来的成长性是否依然存在。“之所以在全球范围内进行估值比较，是因为外资和险资是未来A股最主要的增量资金。要思考这些主流资金的想法，以期在信息更对称的基础上进行提前布局。”

6月的一个下午，沅京资本管理（北京）有限公司董事长兼投资经理高波接受了中国证券报记者的专访。在两个小时的采访中，霍华德·马克思是高波多次提及的名字，这位投资大师曾援引过的一句话也是高波挚爱的格言——“投资界有老的投资者，有激进的投资者，但没有又老又激进的投资者。”

在第十届中国私募基金牛奖评选中，沅京资本荣获三年期金牛私募管理公司，高波荣获三年期金牛私募投资经理。实际上，对于本金安全、最大回撤、绝对收益、净值波动的高度重视，正是沅京资本的一大特色，这与其团队成员大多出身保险资管密不可分。

高波将沅京资本的投资形容为“价值趋势投资”。他认为精准预测周期拐点很困难，相对而言，评估周期所处的大致位置远比准确预判周期在哪个月份见底见顶更为重要。

展望未来，他认为，当前股市环境依然处在经济从衰退转向复苏、货币从紧缩转向宽松的阶段，虽然中间过程反复但方向并没有改变，这种环境下的大类资产配置最适合向股票市场倾斜。当前应做的是仔细评估宏观政策、实体经济和股价预期三者之间的匹配节奏，并据此做出相应的战术性调整。