

夏俊杰:知行合一 做逆向投资践行者

□本报记者 叶斯琦



夏俊杰,仁桥(北京)资产管理有限公司创始人、投资总监、基金经理。南开大学金融学专业硕士,13年基金行业从业经历。2006年4月加入嘉实基金,任行业研究员;2008年9月加入诺安基金,历任诺安灵活配置基金经理、投委会委员、权益配置组总监、事业部投资总监。

坚定的逆向投资者

夏俊杰是坚定的逆向投资者。在他看来,均值回归和二八定律是广泛存在于市场中的规律,也是逆向投资的逻辑支撑。

中国证券报:如果给自己的投资贴一个标签,你认为是什么?

夏俊杰:我们是坚定的逆向投资者,并且对于逆向投资策略有系统化的理解。

既然将逆向投资策略当成最重要的投资方法,首先就要保证这一策略在逻辑上是站得住脚的。我们做逆向投资策略,有两大逻辑支撑:

第一是均值回归。就是说,无论是市场风格还是估值水平,长期来看都遵循均值回归的规律。举一个例子,把过去十几年中每一年市场的主流风格都标示出来,如2018年是双杀,2017年是价值,2016年是周期,2015年是成长等等。可以发现,每一年的主流风格与上一年和下一年都不同,但是每隔几年,一种风格会重复出现,这背后正是均值回归的力量。

再举一个例子,过去十年,中证500对上证50溢价率明显分成三个阶段。2010年至2012年溢价率下行,说明大盘风格领先小盘风格,或者说价值风格领先成长风格;2013年至2015年溢价率上升,说明小盘风格强于大盘风格;但2016年以后风口再次调转。所以,均值回归是广泛存在于整个市场的。

第二是二八定律。可以看到,股票市场虽不属于零和博弈,但符合二八定律——市场高位时,投资者认购踊跃,但往往收益欠佳;市场低位时,投资者认购冷清,但往往收益较好。其实,不仅是散户,如果将基金行业作为一个整体,结论也是类似的,追涨杀跌同样普遍,多数基金仍然是指数高位的时候仓位很高,指数跌到低位的时候仓位普遍很低。可见,专业投资者也在做顺周期的事。所以,如果要想获取超额收益,客观上就要求敢于与众不同,这必须要逆向思维。

中国证券报:你最坚持的投资理念是什么?

夏俊杰:我们的投资理念主要有三个:

第一是安全边际原则。安全边际是选择任何投资品种的基石,也是实现主动风控的核心。有些人觉得一个品种只要足够便宜,就叫有安全边际,但对我们来讲,只有最好的品种,才谈得上安全边际,只有始终如一地投资于最好的品种,才能保证将“踩雷”的概率降到最低。

第二是确定性优先原则。这又有两层含义:第一层含义在于,我们评判各种各样的投资机会时会发现,有些品种是高风险高收益,有些则是低风险低收益。但对我来讲,在风险收益比相同的情况下,优先选择绝对风险低的品种,因为我看中的恰恰是他的确定性。第二层含义在于,我希望在自己的组合中,广泛引入对冲或套利策略,并尽可能多地布局类期权属性的行业和个股,宁可错过不要做错。

第三就是逆向思维原则。

中国证券报:你的投资策略有什么样的优点和不足?

夏俊杰:我们这种投资方法,第一个优点就是容量比较大。逆向策略能够容纳非常大的资金规模。因为你都是逆着市场来的,别人不看好的时候,你开始慢慢关注,开始“捡”东西;别人开始疯狂的时候,你已经在卖出了,所以策略容量比较大。

第二个优点是与其他投资方法的相关度较低。别人涨的时候,你可能不涨;别人跌的时候,你可能在涨。

第三个优点是回撤可控。我们最终选择的是优秀且估值合理的公司。由于估值远低于历史均值,公司的风险已经被充分释放,组合的回撤相应会比较小。

至于劣势,那就是在牛市后期我们的投资策略跑不过别人。因为那时候大多数公司的估值都远超历史均值,根本就选不出太多品种,压力自然会很大,正如2015年2、3月份的时候。换句话说,我们赚不到泡沫的钱。但既然是泡沫,迟早都要破。

包括约翰·邓普顿、大卫·德雷曼、霍华德·马克斯在内的诸多投资大师都总结过一个投资思路:大家蜂拥而至不去投资,大家落荒而逃时积极买进。

仁桥资产总经理兼投资总监夏俊杰正是将逆向投资的策略演绎至极致的人。在他的投资体系中,均值回归和二八定律是两大逻辑基础,由粗筛至精选的四步骤则是具体实践的方法论。

对于A股后市,在他看来,当前部分“核心资产”已过于拥挤,真正具备盈利增长潜力的行业才能带领A股走出新一轮牛市。

四步骤筛选优质公司

夏俊杰将自己的投资理念,充分运用到私募投资实践中,通过四个步骤筛选出优质公司。极度注重风控的夏俊杰坦言,最近对于风控有一些新的想法,即究竟需要给自己的组合上多大的保险。

中国证券报:如何将这些投资理念运用到实践中?

夏俊杰:主要有四个步骤。一是选公司。要选出有安全边际的优秀公司,需要把每个行业进一步分成非常细的子行业,在每一个子行业中,对比市场份额、利润率、ROE、现金流、公司治理等指标,用我们的系统进行打分,找出一两家得分最高的公司,这样就能圈出四五百家最好的公司。

二是对选出来的每一家公司都做历史估值回溯,也就是自己跟自己比。通过这一步,我们会筛选出当下的估值水平远低于历史均值的公司。有些公司虽然质地非常好,但由于估值处在历史较高的水平,因此在第二轮就被剔除。实际上这一轮会剔除很多公司。

三是将留下的公司做初筛。这就是说,既然它是子行业里最优秀的公司,同时估值水平又远低于历史均值,那是什么原因造成的?导致它低估值的因素未来会不会发生变化?如果影响因子能够改善,就再进入下一轮。

四是对剩下的公司做自下而上的深度研究。其中既包括必要的案头研究,更包括产业链的调研,最后决定买不买。

中国证券报:什么时候是卖出的信号呢?

夏俊杰:对我来讲,卖出的信号,第一就是估值回到历史均值以上,第二就是基本面一些领先指标开始出现拐点。尽管同步指标或者滞后指标还在向好,但公司的基本面领先指标开始要走坏了。出现这些

苗头,我就要考虑卖出。

不过,关于卖出的时点和方法,我最近有一些新的想法。正如霍华德·马克斯所说,钟摆还是要完整的。既然在一个方向走到了一个标准差的位置,那么另一个方向也会走到类似的位置。因此,越过均值就卖出,赚的是非常确定的钱,但还是会少赚一些。换句话说,给自己上的保险太大了。

实际上,最近我正在思考对我们的风控思路和体系进行优化。按照绝对收益的指标,净值回撤到一定幅度,我们的仓位就要相应减少。但实际上,越到后面,越要加入一些相对收益的指标。这是因为我们在开始就用绝对收益的指标控制了风险,相当于早早加了一道保险,之后如果市场继续下跌,我们的净值一定比指数、比同业少跌很多,这个时候就不要再用一个具体指标卡自己了,而是越便宜越买入。否则,指数跌到极端地位再去砍仓,这对任何一个人来说都是难以接受的,也是违背投资的基本原理的。

中国证券报:与公募时相比,做私募有什么不同的感受?

夏俊杰:做私募有两个优势,第一是在绝对收益的目标下可选范围更广。除了A股,我们还可以做港股、美股,可以用股指期货对冲等。第二是在一些确定性的机会上,公募基金面临10%的限制,赚的钱往往是不是的,私募却可以比较充分地把握。

中国证券报:如何看待银行理财子公司出现?

夏俊杰:银行理财产品往净值化方向发展,对我们这种风格的私募是一个很大的利好。我们的风格是用较低的回撤去实现中高收益,这很契合银行理财资金的需求。

拥挤的“核心资产”

对于后市,夏俊杰认为,当前A股处于牛市的前夜。大方向A股是向上的,但更重要的是结构。在他看来,真正能带来牛市的不是低估值行业的估值扩张,而是具备盈利增长潜力行业的爆发。

中国证券报:如何看待A股后市的机会?

夏俊杰:在我看来,当前A股处于牛市的前夜,或者说牛市的第一阶段。

从去年开始一直影响市场的几个要素,一是外围因素,二是货币政策,三是经济预期。未来,到2020年底,外围因素总体应该是向好的趋势;货币政策相机抉择,也不是太大问题;经济下行周期还没有结束,还需要消化。

大方向看,A股是向上的,但更重要的是结构。近期部分最热门的核心资产创出新高,坚决拥抱“核心资产”也成为全市场最有效也最受追捧的投资行为。但是,作为长期坚持逆向投资策略的我们相信,这种由一致性行为催生泡沫的情景似曾相识,没有拥挤便没有踩踏,而危险恐怕已在不远处。

很多人会反驳说,这次不一样。首先,随着外资占比的加大,其对市场的定价主导权必然增强,而他们对“核心资产”均青睐有加;其次,在股票定价模型里,A股市场过去很长时间过于重视增长率这个因子,而忽视了稳态下ROE的水平,但随着经济增速整体下台阶,高增长的公司越来越少,稳态下的ROE更为重要,这有助于“核心资产”的估值提高;再次,科创板

打新的底仓配置需求有利于资金源源不断的流向“核心资产”。

每一条似乎都有道理,然而,这次真的会不一样吗?我想还是用《周期》里面所引用的马克·吐温的那句名言来回答吧,“历史不会重演细节,但过程却会重复相似。”每一个泡沫均是如此。

股价是不是有泡沫,我只看是什么因素推动了股价创新高。如果是业绩推动,我认为没有问题;如果是估值推动的,那就将出现均值回归。从近期创新高的几个最热门公司的长期估值波动区间来看,显然这些公司近期股价的上涨是源于估值的快速扩张,目前的估值水平基本都处在各自长期历史均值向上一个标准差之上的位置。这些不能告诉我们股价顶在哪里以及顶在何时,但在长期的历史数据下,它真切地告诉了我们现在所处的位置,以及今天的股价背后隐含了多少投资者的乐观假设和亢奋的情绪。

中国证券报:如何看待科创板的投资机会?

夏俊杰:我们很关注科创板的机会。经过四十年的高速发展,未来经济增长方式将发生深刻变革,科技和创新将成为推动经济持续增长的新动能。可以预见,当前金融(银行利润占85%)、材料和地产合计利润占比近60%的现状是很难持续的,未来大概率会进入一个缓慢的下降通道,而信息技术、医疗保健和消费品的利润占比则会不断提升,这种此消彼长的拐点也许即将到来。因此,科创板的机会值得关注。