

博道基金张迎军

# “匠心”二十年 扬眉剑出鞘

□本报记者 李良



张迎军,博道基金管理有限公司基金投资部副总经理。经济学硕士。20年证券基金从业经历,16年组合管理经验。曾任申银万国证券研究所策略研究部研究员,太平洋资产管理有限公司组合管理部组合经理、太平洋保险集团投资经理,交银施罗德基金固定收益部副总经理、权益部副总经理,交银施罗德基金投资部副总监,交银优势行业混合基金、交银双息平衡基金的基金经理。

## “牛气”徐来

中国证券报:我们注意到,早在2月3日A股受到冲击时,你就发表观点称,不用担心短期波动,因为大类资产配置的暖风正在吹向A股,能否详细阐述一下理由和前景?

张迎军:现阶段,境内的大类资产向A股转移正处于初期,只是开始。未来境内资产向股票转移将呈现两个特征:第一,它是一个被动行为,因为其他类别资产回报率不高;第二,借鉴中国房地产市场经验,如果各方参与者利益协调一致从而形成自我循环,就有可能形成一个较长周期的牛市。

从第二点来看,所有参与方利益协调一致,一个良性的市场运行机制在中间发挥作用,股票市场就会成为国民经济中产业升级的重要着力点,然后整个市场机制发挥作用,优胜劣汰。当这些条件都具备的时候,我个人认为,中国的大类资产转移就从被动逐渐变成了主动的自我循环的过程。当然,如果运行中间,这些条件不能很好地契合,会造成一定的波折,但我相信,向好的大方向不会改变。

中国证券报:现在市场有另一种忧虑,那就是受负面因素影响,今年中国经济会受到一定冲击,这是否会影响A股市场的走势?

张迎军:从长期观察来看,相较于GDP增速,A股市场其实更关心的是上市公司增长的质量,即ROE水平。因此,在过去很长一段时间,中国GDP高速增长,但A股市场表现一般,其中原因之一就是因为多数上市公司的ROE指标并没有随着GDP增速显著提升。如果用全社会的ROIC即增量资本回报率来衡量,我们就会更清晰地看到,过度靠投资拉动的经济增长模式,其结果是全社会的ROIC指标不断下行。

过去两年,特别是2018年,A股已经用大幅下跌来消化了中国

经济中长期L型经济走势的预期,而传统行业长期处于低估值水平也折射出这个预期。与此同时,在这个过程中,一些新兴产业因为受到政策扶持,或者新投资需求的拉动,使得整个产业的前景更加明朗,从而催生了2019年的结构性牛市。因此,可以预期的是,即便GDP增速有所影响,但A股市场所关心的上市公司增长的质量却可能不断上行,叠加大类资产配置转移对股票市场的中期影响,今年单纯从GDP数字上反映的中国经济变化,不会拖A股市场中期向好的后腿。

中国证券报:在上述前提下,你认为,A股市场今年最需要重视、最核心的投资主线是哪些?除此之外,还有哪些板块值得重点关注?

张迎军:最值得重视的是四条主线:核心资产、5G及后周期、半导体及芯片股、新能源汽车产业链。

首先,核心资产是中国经济增长、产业升级和消费趋势的一个行业映射,而现在,核心资产基本完成了估值重估,接下来需要依靠上市公司业绩来支撑股价的继续上涨。其次,5G及后周期,以及半导体及芯片这两条主线,可

以统称为科技股主线。需要指出的是,5G的底层技术在中国,而且中国具有很强的商业模式创新能力,因此,随着5G落地,5G的运用将催生更多优秀公司的诞生。最后,新能源汽车主线中,当特斯拉本土化之后,中国零部件企业大规模制造的优势与特斯拉产品的竞争力相结合,使得新能源汽车相对于传统汽车的竞争优势更加凸显,从而加速新能源汽车的渗透力,形成产业的良性循环。另外,我们也要关注过剩产能拐点出现之后,行业龙头上市公司所具备的投资机会,它们可能获得定价权的提升,带来毛利率与净利润率提升的一个过程,这样会形成投资机会。

## 牛市是什么?

在年轻投资者的眼里,它可能是指数一往无前的气势,也可能是此起彼伏的涨停板,更可能是自己股票账户里不断增长的数字。总之,牛气冲天,皆大欢喜!

但股市老手们,却不这么看。数次牛熊的火线穿越,用血泪经验锤炼的直觉,让他们更容易直击事物的本质。比如,花了20年时间浸淫A股的张迎军,会更喜欢用巴菲特的一句名言来警示自己:“只有当潮水退去的时候,才知道谁在裸泳。”

这句话的潜台词是,如果忽视A股的内在规律,即便短期暴富,最终难免散尽千金。因此,要想守住牛市成果,不仅要有攻城拔寨的气势,还要有镇守山河的本领,而这些能力的综合体,常常只有经验丰富的老将方才具备。或许,这也正是近年来老牌基金经理们频频“爆款”的根本原因。

而加盟博道基金的老将张迎军,即将迎来他的新力作:博道嘉元混合基金。他告诉记者,这个产品比较符合他的投资风格,仓位可以在35%—80%之间灵活配置,既能主动把握市场机会,也可以灵活控制波动。“我希望能以长期陪伴的心态来做这个产品,用心做业绩。”张迎军说。

## 老将“新作”

中国证券报:近年来,公募基金行业的一个现象引人注目,即有历史业绩沉淀的老将们,正取代年度新秀成为资金追捧的对象。你如何看待这个现象?

张迎军:如果我们把老将定位在投资风格更加稳健,年度新秀定位在投资风格更加进取的话,现在部分资金开始追逐老将,说明投资者的投资需求正在多样化:有些投资者希望在短期之内获得比较高的收益,就会去追逐年度新锐;有的投资者风险偏好相对更低,重视长期可持续的稳健回报,对短期回报的预期相对低一点,就会去追那些投资风格更加稳健的老将。我觉得,这是一个成熟市场正常发展的趋势,各种投资需求都应该得到满足。

中国证券报:有人认为,老将的优势在于能够实现长期稳健的收益;也有人认为,年轻基金经理的优势在于对新事物的领悟力要强于老将,你怎么看这些观点?

张迎军:我持中立态度。所谓“老将”,他在经历更多的牛熊周期之后,有可能实现更加稳健的收益。这个说法我觉得是在一定条件下是成立的。就我个人而言,我希望通过多次大的周期轮回,对股票市场内在的规律性认识更为深刻,对“何种投资方法论更适合自己”的理解更为深刻,对风险与收益如何平衡的理解更为深刻。

认为年轻的新锐基金经理对于新技术有更强的领悟能力这一说法,我也持中立态度。我觉得,无论新老,你必须永远具备学习和前瞻的能力,而一个真

正的有前瞻性的基金经理或者经验更为丰富的基金经理,他可能对这些问题的理解更有深度,而这有助于提高他们对这些股票投资的胜率。但要指出的是,这一轮科技股的周期还没有走完,到底最后谁更优秀,还没有到揭晓的时候。

中国证券报:你即将执掌一只新的基金。能否介绍一下这只产品的基本情况?产品成立后,会执行怎样的操作?

张迎军:我将要管理的是博道嘉元混合基金。这个产品比较符合我的投资风格,仓位可以在35%—80%之间灵活配置,既能主动把握市场机会,也可以灵活控制波动。其实,在我公募基金的从业生涯中,我管理的产品数量并不多,管理时间最长的是交银优势行业基金,管了近六年半,所以我还是希望能以长期陪伴的心态来做这个产品,用心做业绩。

我一直认为,对一个基金经理来说,最高的要求是风险调整后收益特别是长周期的风险调整后收益,也就是在承担同样风险的前提下,你能帮投资者谋求更高的收益。很多投资者还没真正了解这个概念,因为市场上的样本常常时间太短了,如果参考交银优势行业基金这样的十年期产品,就比较能说明问题:如果一个基金经理是稳健的风格,比如他管理的基金夏普比率较高、回撤较小,并且能够形成长期的风格,那么他长期的胜算更大,或者说他获得稳定收益的概率更高。当市场发生大的调整时,他也会有能力以一个相对较小的损失来规避市场风险。

## 众志成城

中国证券报:虽然面对的都是A股市场,但是投资风格的差异,却会导致结果千差万别。请介绍一下你的投资理念和投资风格。

张迎军:用一句话来描述,就是“基于价值的趋势投资”。如果展开,可以用三句话来形容:第一句话是,顺势而为尊重市场,相信市场趋势的力量,以及趋势背后你没有看到的市场的有效性;第二句话是:基于价值,注重趋势投资与基本面研究的结合,注重组合持股的“长短结合”;第三句话是:自上而下和自下而上动态结合,通过深度研究,挖掘长期上涨的股票。

从投资中长期绩效的归因角度来看,要获得超额收益,我的理解就是两个途径:一个途径是一个组合里有尽量多的长期

牛股,第二个途径就是你的组合的净值回撤要控制得好。

中国证券报:投资者申购基金,除了看重基金经理的经验外,还会研究支撑基金经理的基金公司投研平台。能否介绍一下博道基金的投研团队情况?他们最强的领域在哪?

张迎军:博道的研究平台,在基于共同的价值投资理念的基础上,寻求主动、量化等多方方法的融合,多视角分析。这个团队在私募阶段,无论是股票策略还是量化策略,都拿过金牛奖。在这个平台上,有资历和业绩很好的专户投资团队及公募基金经理,也有资深的行业分析师队伍,大家基于共同的理念在同一平台上进行智慧融合,这样对提高投资决策质量帮助很大。