

大江洪流资产姜昧军：

# 精准投资 与优秀企业共成长

□本报记者 张凌之



姜昧军，大江洪流（珠海）资产管理有限公司执行董事。毕业于北京大学光华管理学院，于1999年获得学士学位，并于2008年获得工商管理硕士学位。2016年，任上海证券交易所第四届理事会风险管理委员会委员。2014年，任江西省证券期货业协会副会长。

## 强调稳健与精准

作为一家核心团队成员均具有保险资金管理经验的私募基金，险资投资经验已经在姜昧军团队投资理念上打下了深深的烙印。“绝对收益目标以及强调资产配置能力是我们管理私募基金的鲜明特点，强调‘稳’是我们这家私募基金管理公司的核心理念。”姜昧军表示，“我们另一个核心理念是精准投资，集中投资。”

“从过往投资看，虽然我们管理大体量资金，但我们真正投资过的股票不超过20只，真正重仓持股不超过10只，而每一只股票都经过数年深入研究和观察，投资出手次数并不多，每一次都力求精准，即精准把握投资标的和买点，重仓股票投资规模都过百亿，大部分投资都取得了不错的回报。”谈及精准投资，姜昧军说，目前股市已经有近4000家上市公司，但从近20年投资实践来看，大部分红极一时的大牛股现在已经芳踪难觅，甚至连上市名称也都变了，真正能够长期跑赢大盘指数、创造长期收益的股票并不多。这就要求投资团队能够有能力深入研究公司基本面，深刻理解公司的价值驱动因素和竞争优势。优秀公司的盈利增长是投资的第一回报来源，所以我们要以投资实业的心态，与真正优秀的公司共成长。

在“稳健”与“精准”投资理念的指导下，姜昧军将团队的投资框架体系概括为“451方法论”。“4”是第一个层面，即四个投资驱动力：护城河、估值、事件驱动、财务驱动。“所谓的投资驱动力就是真正能够让投资经理下定决心，勇于决策的根本逻辑。”姜昧军幽默地说，“这一点有点像婚姻。基金经理选择一个公司作为潜在目标很容易，市场上有近4000家公司可供选择，这些公司能够在中国上百万家中脱颖而出，本身就说明公司是某一方面的佼佼者，每一家都有可投资理由。但就像恋爱

的对象可以有很多，而真正能够进入婚姻殿堂的只能有一个。如果要求投资经理只能投资一家公司，就要将最根本的逻辑做一个排序，排在第一的就是投资驱动力。当然，正如婚姻一样，投资驱动力错误导致的投资失败代价也是高昂的。”

在姜昧军看来，四个驱动力中“护城河”是最重要的因素，寻找有护城河的企业也是他和团队投资的第一要务。因此，第二个层面，即“5”是“护城河”能力的五个方面：特许经营权、规模优势（低成本优势）、品牌优势、创新商业模式、技术创新优势。“这五个方面就是我们评估一家公司能否基业长青的关键因素，也为我们精准圈定了为数不多的标的。由于不同公司的资源禀赋和公司战略不同，使得公司的护城河由五个因素中的一个或多个组成。”他说。

通过一个投资的经典案例，姜昧军介绍了如何寻找有护城河的企业。“在护城河五个因素中，招商银行就是1+2+3组合，即同时具备了特许经营权、规模优势（低成本优势）和品牌优势。”姜昧军说，“我们从2010年开始研究招商银行，当时已经认识到招商银行在零售银行方面的战略和优势。2012年，我们选择了招商银行估值较低的时点开始投资，进入招商银行的前十大股东。如果从开始投资招商银行的2012年算起，招商银行八年间表现出长期盈利能力和业绩增长潜力有目共睹。虽然八年间股价累计涨幅巨大，但从当前的估值来看，仍与八年前基本在相同水平。此外，招商银行后续坚持了零售银行方面的战略，并且通过APP上的投入在银行互联网时代继续保持了优势。因此，我们一直坚定持有招商银行这只股票，也获得了接近4倍的投资收益（含持有期的分红收益）。 ”

## 十年一遇的投资机会

姜昧军投资框架体系的第三层面即“1”，是宏观情景分析与动态资产配置，而宏观情景分析是其中的核心，他称之为“造梦”：“电影《盗梦空间》是对这个方法论最精准的概括。如果大家看过这部电影就知道，造梦师是一个有特殊能力的人，他们能够通过对于现实世界规律的认识和模拟形成不同的虚拟梦境，而这些梦境又像真实世界可以演绎、推演。宏观情景分析就像造梦师一样，根据当前宏观面的各种变量以及规律，推演出很多情景，通过分析这些情景并推演各种资产的可能表现，从而决定资产配置的最优方式。”

在全球资本市场巨幅波动的背景下，全球宏观面成为对资本市场影响权重很大的因素，宏观情景分析也变得更为重要。姜昧军认为，近日美股恐慌性下跌，从宏观视角来看是两个事件驱动，一是新冠肺炎疫情，二是货币政策。通过对历史重大疫情对经济影响的对比和梳理分析发现，对于疫情，市场的反应是“一过性的”，过去就会反弹，恢复如初。所以，更重要的是美国应对本次全球新冠肺炎疫情的货币政策——降息。姜昧军表示：“问题不在于降息本身，而在于这次降息是否有意义。好

比一个人，他得了病，但医生不知道他得了什么病，为了救命给他下了一剂猛药。目前的情况是，下完猛药后，市场感觉很恐慌，认为这个事情很严重，这是由于信心缺失造成的。所以，美国此次大幅降息影响将是深远的，美国大幅下调利率意味着美国认为其自身经济可能出现了重大问题。美国是世界第一大经济体，如果它的利率下降到零，欧盟由于零利率导致的宽松货币环境，在美国零利率的冲击下，很可能就会失效。另一方面，如果美国将利率降为零，全球的经济增长将会失速。在这种情况下，任何一个依赖对外贸易、国际债务的经济体所面临的风险将更大。”

在姜昧军看来，当前中国经济受全球疫情影响不大，货币政策整体仍然正常和健康，具体表现为面对本次疫情，国家除了卫生医疗领域外，并有没实施更多的刺激政策。而美国从独立正常的货币政策转向全面宽松甚至零利率的政策阶段，只在2008年发生过一次，所以市场对美国降息的行为非常恐慌。而实际上可能没有想象的那么糟，市场也会快速反弹。因此，他认为，这个阶段是个难得的机会，做投资就要抓住这次十年一遇的机会。

## 投资老将的初心

“我虽已从业20年，投研一线工作仍然让我有‘跳着踢踏舞上班的感觉’。”有着20年从业经历的资本市场老将姜昧军如是说，投研一线也是他做投资的初心。

2000年，姜昧军作为中航证券（原江南证券）的一名研究员进入证券行业，时值中国资本市场与全球同步的科技网络股大牛市，也是证券公司在资本市场投资的高光时刻。那时公募基金、险资刚刚开始发展，体量相对比较弱小，证券公司是市场的绝对主力。“那时候证券公司的研究为公司投资提供支持，直接感受资本市场的巨大魅力。我毕业于北大光华管理学院企业管理专业，学校学的东西可以直接运用到日常工作中，专业对口，因此一入行我就感觉自己找到了自己可以终身从事的行业。”姜昧军说。

2007年，随着险资入市比例逐步提升，保险资金在 market 中的地位上升，姜昧军也从券商转战保险公司，负责保险资金运用。姜昧军回忆说：“一路走来，经历了保险公司在资本市场发展壮大的全过程。保险公司精准个股投资、集中投资等大资金运作模式，让资本市场对保险资金有了比较清晰的认识。”

2014年，姜昧军又重回证券行业，但心里一直放不下的，是他做投资的初心。五年后，姜昧军终于下决心“奔私”，与保险公司的老同事一同创建大江洪流（珠海）资产管理有限公司，重新回到了熟悉的投研一线。

站在新的起点，姜昧军对投资也有了新的理解。他表示：“我理解私募基金和保险公司投资有很大的不同。一个明显的区别是资金规模不在一个量级上，保险公司资金体量大，私募基金目前还主要在百亿规模。当然，这方面差距正在缩小。但更重要的是，两者投资目标和对待风险的态度不同。虽然二者都强调风险控制下超越基准的投资目标，但由于投资波动（亏损）对于保险公司构成重大影响，投资结果会影响公司偿付能力，进而引发保险产品发售规模受限等一系列连锁反应。因此，保险资金以绝对收益为目标，对于风险有‘硬约束’；私募基金主要履行受托责任，受到市场的公开评价，客观受到业绩相对排名影响，市场对于基金管理人产品的波动用脚投票，属于风险‘软约束’。此外，保险资金因为绝对收益目标，使其更强调资产配置能力，根据宏观不同情景采取不同的资产配置策略，资产配置仓位更加积极，倾向于主动对宏观经济进行判断，从而捕捉投资机会或者回避投资风险。而私募基金更关注业绩排名评价，因此也会更关注同一类别其他基金公司表现或者业绩比较基准的表现，在与市场博弈中追求胜率。”

“回归投研一线是我的初心，也让我时刻有‘跳着踢踏舞上班的感觉’。”有着20年从业经历的资本市场老将姜昧军，在2019年站上新的起点——与团队一起创办了大江洪流资产管理有限公司。他说，接下来，将延续一贯的投资理念，坚守稳健投资与精准投资，为客户深入挖掘有“护城河”的企业，与优秀企业共同成长。