

■ 探访外资资管新势力系列

【编者按】随着我国金融市场开放提速,外资资产管理机构在中国市场的重要性提升。本报从本周起推出“探访外资资管新势力系列报道”,采访知名外资资产管理机构高管、基金经理等,以帮助广大投资者了解外资资管机构的投资理念、投资逻辑以及操作特点。

惠理集团余小波:

把握中国金融市场开放“大机遇”

□本报记者 吴娟娟



余小波,惠理集团投资董事、中国业务总裁。2009年加入惠理集团,历任投资团队高级分析员、基金经理、高级基金经理,2016年晋升为投资董事,2017年升任中国业务总裁,现兼任惠理旗下多只大中华地区相关基金的基金经理。加入惠理之前,曾在中国国际金融股份有限公司、普华永道会计师事务所工作。

寻找长期价值来源

惠理集团创始人谢清海是亚洲价值投资的先驱。谢清海从马来西亚移民走出,借助价值投资方法将惠理打造成为具有亚洲影响力的资产管理机构。余小波认为,谢清海的成功表明价值投资在亚洲也是可行的。

价值的核心是资产长期创造现金流的能力,来源于企业如何组织起各种资源,应对各种挑战,从而创造出客户愿意为之付费的产品和服务,以获得现金流。金融投资者有时会过于理想化,忽视企业经营的巨大不确定性和复杂性。

在余小波看来,惠理也是一家企业,处于高度竞争的资产管理行业,以己度人比较容易认清调研企业面临的不确定性,把握企业发展的长期关键因素。在这过程中,有两个工具可发挥重要作用,一个是常识,一个是同理心。对于市场给出的过于乐观的预期,要以常识去推度其可能性。“我们也是企业,我们的核心管理层都是由基金经理担任,这样我们会以企业家的思维去思考。办企业很不容易,不是敲几下键盘,营业收入、利润数字就能上升的。企业涉及客户,涉及管理团队。我们去调研企业时常常想,如果我们站在他们的位置上,我们怎么能实现他说的业绩目标。”

对具体的公司选择,余小波认为惠理坚持3R原则非常好。一是Right Business,即公司需要有好的商业模式,壁垒高,行业地位稳固,能够应对各种外部挑战;二是Right People,即好的管理团队,有积极性,有诚信;三是Right Price,即合理的价格。他认为价值投资没有行业分别,不是说消费蓝筹股是价值投资,买科技股就不是价值投资。余小波理解的价值投资也不是简单地捡便宜,也不是划定一条线,市盈率多少以上的都不投。他认为公司估值体系的核心是公司业务的未来现金流的折现。“举例来说,一家公司即使现在估值很高,如果他的盈利增长够快,两三年以后它的估值就下降了,对于价值投资者来

说这是完全可以接受的。成长是价值的一部分。关键在于你要做深入的研究,去了解这样的成长有多大的概率能实现,避免陷入成长陷阱。”

预测将来总有不确定性。“你预测企业未来三年盈利增长很高,但你要知道三年可能发生很多事情。你要给自己的远期预测值打一个折扣,给自己足够的安全边际。”在他看来,注重安全边际也是价值投资者把握长期确定性的武器之一。

长期认真地研究企业,对企业业务有深入的理解,当市场机遇来临时,才有大概率把握得住。“我记得比较清楚,有一次是圣诞节放假。”余小波聊到一个案例时说,“当时医疗行业由于突发行业政策变化,市场大跌。当天我们几个人分别身在不同的国家休假,马上召开电话会议,把我们覆盖的公司模型拿出来一条一条检视,看对于企业有多大的影响,并与企业和行业的人员沟通。”由于研究这些公司已经好多年,对其业务非常了解,很快发现新政策对其业务影响很小,甚至可能有正面作用。“接下来的一两周,我们在市场低迷时大举投资了几家中国医药公司,总计数亿美元,随后一年中这些公司平均涨幅达到70%以上。”

当下新冠肺炎疫情肆虐,全球金融市场动荡。长期的确定性是什么?余小波说,在诸多变化中,有两个相对确定的趋势:一是全球化的趋势开始受阻,目前越来越多国家和地区出现了逆全球化的趋势,这可能会对全球的供应链产生影响。这种影响具体将如何展开,是投资者需要思考和研究;二是全球金融体系竞相宽松。在流动性充裕的环境中,不少行业将开启行业整合洗牌的过程。余小波说,龙头优势企业更容易得到资金,渡过难关,实现扩张。他预计接下来,各行业都会加速洗牌。“在这种极具挑战的不确定性和宽松的金融环境中,未来三五年各行业中的胜者是谁?这是我们在不断思考和研究的。”

家门口的“外资”

在采访过程中,余小波经常提醒记者,惠理集团虽然是注册在内地之外的“外资”资产管理机构,但是它与其它的外资机构具有很大的不同。惠理集团大部分员工会说普通话,总部在香港,与内地没有时差,公司管理层可以与内地客户随时交流。在内地市场开放的早期,惠理扮演着“中国专家”的角色,帮助其它外资投资中国。如今,越来越多的内资机构也成为惠理的客户。

惠理集团创始人谢清海称自己是亚洲经济奇迹下的孩子,在中国经济腾飞中成为赢家。随着新一轮的对外开放开启,惠理集团也迎来了新的发展机遇。余小波说,惠理集团的投研与时俱进。捕捉B股的投资机遇曾是谢清海投资生涯的重要内容,而随着中国经济结构转型,消费升级和互联网科技、医疗也成为惠理投资研究的重点领域。

2020年4月1日以后,外商独资公募基金或将获批,A股市场将迎来各路英雄逐鹿中原的新时代,越来越多的“中国专家”或将涌现。面对竞争,余小波非常冷静。“为什么投资一年翻倍甚至数倍的例子很多,而5年下来翻倍也就是做到年化15%回报的却很少?投资者的对手只有自己。投资者的成功不在于超越了别人,投资者的失败也往往不是因为输给了别人,而是自己在投资中犯下了大的错误。”

进入惠理集团十年多,余小波说惠理是一个价值投资学院,留下来的人都有共同的特征,都是价值投资的拥趸,都愿意相信长期的时间力量,捕捉长期价值。

随着中国金融市场的进一步开放,余小波领导的这家“家门口的外资机构”将如何进攻,并与诸多大牌搏杀内地市场,值得期待。

基金经理不能只活在自己世界里

价值投资者经常需要坐冷板凳,即坚守自己看好的股票,等待市场发现它的价值。有时等待是漫长的,这要求基金经理有独立思考能力。不过问题在于,很多独立思考的人,却容易陷入另一极端——过于执迷于自己的想法,不能及时调整,当判断失误时无法及时止损。如何才能既保持独立思考又保持开放性,是价值投资者需要面对的问题。

余小波认为,基金经理需时时提醒自己克服“自负”,这是基金的信托责任决定的。“投资人把钱交给你,这是很高的信任。你不能为了证明自己聪明或者争取短期好看的排名,就拿这个钱去赌博,这与基金投资目标不符。基金的投资目标是在承担相应风险的情况下获取较高收益,不要让外界因素干扰这一目标。”他认为基金经理要把投资者的钱当作自己的钱来管,要时刻检视自己的投资决策是基于事实还是因为自负。克服自负的一个方法是认清事实:“你的能力对于投资组合最后的结果作用是有限的”。

“基金经理不能活在自己的世界里。对于一个投资组合最后的结果,基金经理的投研只能起到一半的作用,另一半需要基金经理和投资者合作完成。我们需要和投资者一起明确其投资目标和风险承受能力。”他说,“不同的投资目标,会导致不同的投资和风险管理方法。如果投资者和管理者在投资目标上差异较大,往往达不到理想的结果。”

重视与投资者之间的互动与惠理集团的使命相关,这家资产管理公司致力于成为大中华区的投资专家。惠理集团的投资流程、理念与欧美大型投资机构契合,又熟悉中国公司,很长时间以来,惠理集团成为外资心中的“中国专家”。

余小波在接受海外机构投资者委托资金时强化了“与投资者一起达成目标意识”。

“我曾经给美国一家退休基金管理过一个组合。这家机构在委托我们投资时,他讲得很清楚,这笔钱是用来配置中国股市的,我们要替他做的就是选股,对方明确表示不需要我们择时。我印象中一旦组合现金比例超过5%,对方就会打电话过来问为什么现金比例会上升。”余小波解释,如果这家机构不看好中国市场,他们会直接拿走一部分资金,但是剩余的资金依然会要求100%投资,他的目标就是获取选股带来的超额收益。

A股市场散户比较多,很多投资者对自己的风险承受能力和投资目标认识还不充分。不过,近年来机构投资者日臻成熟。例如,在与保险机构合作时,能明显感受到他们的投资目标越来越清晰,对基金经理的预期也越来越明确。

近期市场剧烈波动,余小波说惠理中国管理的基金没有出现大额赎回。一是很多投资者与惠理合作多年,理解惠理的风格,惠理长期投资中国业绩良好,这给了投资者与他们一起度过剧烈波动期的信心。二是“与投资者沟通,让他们理解基金的投资风格,是基金经理工作很重要的一部分。让投资者充分了解你的投资方法论,而且长期下来言行一致,关键时候投资者才能信任你。言行不一或风格飘移是最可怕的,这使得投资者对你无法形成预期。”

“最近市场波动时,很多机构投资者与我们讨论的是什么时候可以加仓而不是减仓。”他说,前期的沟通促进了信任,有了信任双方就更容易一起达成投资目标。

“价值投资”堪称投资界最模糊的概念。不过,在惠理集团投资董事兼中国业务总裁余小波看来,价值投资者虽手法各异,但背后都有一个内核——相信长期企业价值的增长,价值来自企业未来创造现金流的能力。

余小波2009年加入亚洲资管机构惠理集团。当年惠理集团刚刚开设上海办公室。这家由传奇投资家谢清海创办的亚洲资管机构有着明确的目标:要成为全球性的资产管理公司。成为全球性的资产管理公司需要“大机遇”——中国的金融市场开放正是他需要的重大机遇。

2009年在上海设立办公室,2012年获批QFII额度,2013年设立北京办公室,2015年获批QDLP额度,2017年获批境内私募牌照——近年来,惠理集团不断增加内地布局。目前惠理集团在内地有接近40名员工,共发行了8只私募基金,产品数量居20多家外资私募前列。惠理集团明确表示,内地市场将在集团中发挥越来越重要的作用。作为管理逾百亿资产规模的基金经理和集团中国区负责人,余小波重任在肩。