

津京资本高波:

直面市场变化 构建“新实业投研体系”

本报记者 李惠敏 林荣华

高波,津京资本董事长,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。



多维度严控回撤

连续两年获得三年期金牛私募管理公司奖的背后,是津京资本成立以来经历了2015年下半年股市大幅回调、2016年年初的熔断及2018年的整体下跌,每年仍然能够盈利或几乎不亏钱。

优秀的业绩背后则是较低的回撤和波动。津京资本是由一群保险资管出身的投研人员组成的团队,与简单的投资收益率相比,高夏普比率是他们更致力于追求的目标。实现这一目标并不能靠一时的灵感,而是要打造一整套投资策略体系。

“这就像建高楼,也是多层次构成的。”他表示,第一层根基是严格把握上市公司质地,具备良好的治理结构、合理估值保护的优质公司是绝对收益的第一道防线;其次,适当分散风格,过于集中某个板块或某种风格,可能会放大短期业绩的波动;第三则是尽力规避趋势性风险,坚持以流动性为核心,以风险偏好为参照对中期市场趋势进行研判,若判断市场在较长时间内不具备投资机会,会严格控制仓位,以防较大幅度的回撤和损耗;最后是以交易纪律作为客观约束,例如内部更为保守的净值预警线和止损线、建仓期的特定限制、个股与组合回撤的风控限制等等。

“我们对于本金的安全非常重视,包括最大回撤、绝对收益、净值波动等都有严格的风控标准,在此基础上追求收益。这也是对保险资管理念的传承,即追求绝对收益。方法和纪律是一种约束,但最重要的是团队对这种理念的认可,是关键时刻的果敢判断,是多年绝对收益资金管理经验的条件反射般的意识。”高波说。

得益于丰富的保险资管经验,高波很早便形成了自上而下与自下而上相结合的分析思路。在他看来,评估周期所处的位置非常重要。“我们会判断宏观环境和市场所处的位置,分析市场处于卖点概率是否加大。同时,津京资本的风格稍‘右侧’,能容忍一小点的净值回撤来进一步确认卖点的成立与否。”

回顾今年的市场,高波从四个周期维度详细

分析了疫情发生前后的宏观环境变化:疫情未发生前,从经济周期看,中国经济处在产能周期和库存周期的相对低点,是一个向上爬升的态势;从金融周期看,宏观杠杆率有所稳定,货币政策在狭小区间内波动;从政策周期看,以稳为主,保持经济增长不失速的情况下致力于结构性改革;从市场周期看,整体估值并不高,也没有非常严重的杠杆风险,市场越来越多地关注那些具有长期增长潜力的行业和公司。因此,疫情前的A股市场是相对良性和健康的。

高波认为,疫情发生后,以上述四大周期为框架,一些情况发生变化,但也有一些现象还在继续。经济周期方面,一季度经历了停滞式的严重冲击,但中国是全球经济体最先恢复的,从微观看,二季度已有很多行业恢复到去年同期水平。即便如此,津京资本对经济的总体看法仍是低增长环境,需求、债务、效率等仍是制约经济发展的因素,疫情并没有完全改变这种节奏;金融周期方面,央行基本结束了疫情期间特殊环境下应急式的货币政策,仍维持较为宽松的货币环境,从宽货币到宽信用还有很长的路要走;政策周期方面,政府没有急于出台大规模的刺激政策,在更为强调稳就业的基础上,深化改革、提升产业活力仍是鲜明的政策方向;市场周期方面,低增长和低利率环境所带来的超额流动性支撑了市场行情,同时疫情带来了人们生活方式的长期变化,市场对具有中长期增长潜力的行业和公司的追逐进一步强化。

高波表示:“低利率的环境或延续一两年,因为全球央行都很难在经济复苏基础还不扎实的时候就急于退出宽松货币政策。整体低增长、产业大分化、资金面宽松,这些市场特点对我们的投资将带来很大挑战。一方面,要去找那些具有长期发展逻辑、业绩确定性强的赛道和公司;另一方面,还要关注这种低增长、低利率环境下风险偏好带来的市场波动,市场情绪极有可能在乐观和悲观之间快速切换。”

看好创新药投资机会

时间的沉淀,是投资经理职业中最宝贵的财富。虽然已有26年行业经验,但高波始终对市场心存敬畏。他坦承:“投资挺难的,最后挣的是世界和价值观的钱。只有不停地改进世界观和价值观,才能把握得更好。”

价值趋势投资风格强调的是,在方向确定后,不过多被市场所干扰,这点与投资大师彼得·林奇颇为相似。在高波看来,做好投资,关心的不应仅仅是市场和个股本身,还有自身的世界观和价值观的改进。基金经理如何改进和完善自身价值观?高波直言,只能靠不停地读书和慢思考,光看上市公司报表和股价肯定是不行的,要想做得更好,就必须把个人世界观建设的维度拉长,思考问题的角度也要拉长。

工作之余,高波的爱好就是读书和锻炼。他列举了最近看过的书带来的启发:“投资和其他事情一样,其实没有那么多确定性可言,比如《八月炮火》里描述的一战,实际上整个过程充满了不确定性,并非后人分析的那样理所当然。曼德尔·布罗特在《大不列颠的海岸线有多长》一文中明确指出,海岸线的长度是一个依赖于测量所用标尺的量,50公里的海岸线如果以厘米为量度单位,

海岸线就要长很多了。放在投资中也一样,专业机构是非常强调研究的深入和对细节的把握的,但是掌握到哪一种程度就是关键,这个层面上生物学思维更有启发性。”高波笑着说。

回到A股市场,尽管今年以来食品饮料和医药生物涨幅较大,但高波表示,从社会发展进程看,“奢侈品”和真正“必需品”仍是不错的长期投资标的。“任何一次市场大跌都可能是买入奢侈品龙头的机会。此外,创新药也拥有比较确定的长期发展趋势。随着中国人口基数出现老龄化趋势,在工程师红利下,站在巨人的肩膀上,中国医药行业在创新方面具有后发优势。”

高波还指出,短期看,景气行业内的分化程度将有所弥合。“当市场流动性较强时,对财务报表的要求会有所放宽。过去对财务报表的要求除数据真实外,还尤其强调现金流匹配,而在当前流动性宽松背景下,景气产业上下游均较容易获得资金流。”

除此之外,高波认为,目前存在预期差的还有地产板块。“随着行业集中度的提升,品牌效应越来越重要,部分龙头企业的资金成本低,拿地能力强。”他对于地产板块中的部分公司非常看好,认为短期地产板块可能发生估值修复。

强调投研实业经验

回顾过去一年津京资本的变化,除了保持一贯的优异业绩,构建“新实业投研体系”是一大进步。

“我一直在思考,市场环境不断变化,津京资本需要什么样的进化,才能在日趋复杂且激烈的竞争环境中争得一席之地?津京资本能否培养出自己的投研人才?”高波告诉记者,“‘新实业投研’的一大特点是重视实业背景。作为基金经理和研究员,他们对于资本市场各个行业的研究虽然都有自身优点,但非常容易固化,所以从今年开始,津京资本新进的研究员必须有实业背景,而不是把投研经验当成唯一指标。”

为了强化研究员的实业背景,高波“不拘一格降人才”。在当前金融行业普遍招“高材生”的背景下,津京资本更喜欢从产业里走出来的研究员。“今年是我们招的第一批具有产业背景的研究员,相比于学历要求,实业背景这一加分项更重要。”高波说。“招聘的时候就对他们说,希望你能带着津京资本向前跑,而不是由我来推着你们往前走。”高波说,“他们都能接受这个要求。”

为了让新研究员尽快融入投研团队,降低团队间沟通成本,提高研究效率,高波十分重视标准化建设,力争将投研过程打造成精密的流水线程序。“标准化流程特别关键。我一直在思考该如何培养研究员,最后总结出来的经验就是让研究员按照公司研发提炼的研究模板开展工作。即使是一位中等水平的员工,按这个流程模式,也能很快成为熟练的研究员。”这也是高波颇为自豪的一点,“新来的研究员按流程模板做一遍研究,逐渐就能推荐股票,与基金经理沟通时也能用行业语言表达得更清晰、准确。”

投研团队注入了新鲜血液,自然要加速运转。津京资本的投研讨论十分高频。“除了例行的晨会、周会等,每个周末还要进行行业和公司的研讨交流,一开会就是大半天,越讨论越深入。”高波说。正是一次又一次的深度交流和激烈碰撞,激发研究员去做更加深度的调研和分析,津京资本的投研团队因此也显现出更大的合力。“团队成员彼此间融入得很快,研究员几乎每天都在外面跑调研,现在我们的投研会常常只能通过腾讯会议召开。从效果看,这些有实业背景的研究员进入津京资本后,都对投资产生明显的引导和启发,形成良性正反馈。”

除了通过标准化流程提高效率,津京资本继续朝人机结合开拓,丰富细化了IT系统。“IT系统包括宏观、行业和公司的基本研究框架、产业数据和财务数据,也可实现研究报告的撰写、审批、存档,还具备股票池维护、管理功能,研究、投资、风控环节等全在线上实现,同时还能保留团队的研究成果。这种持续地打磨、改进和积累,时间越长,津京资本的投研内功就越深厚,效果也会越好。”高波介绍。

夏天的一个上午,中国证券报记者再次专访津京资本管理(北京)有限公司董事长兼投资经理高波。与去年那次见面时相比,高波清瘦了些,眼神中是一如既往的朴实和沉稳。2019年以及今年以来,津京资本的业绩均大幅跑赢指数,公司构建的“新实业投研体系”效果显著,投研团队取得长足发展,管理规模再上台阶。

回顾五年来的历程,成立于A股上一轮牛市高点,挺过市场反复巨震的艰难期不断发展。凭借优异的成绩,津京资本在第十一届中国私募基金牛奖评选中,斩获三年期金牛私募管理公司奖项,这也是津京资本连续第二年获得三年期金牛公司奖。