

交银施罗德何帅： 成长价值投资的“现实主义”

□本报记者 徐金忠



何帅,12年证券基金行业从业经历,交银施罗德基金明星基金经理,以稳健成长、注重安全边际的投资风格被市场熟知。现管理交银优势行业、交银阿尔法、交银持续增长三只基金。凭借出色的中长期业绩表现,交银优势行业连续六年斩获金牛奖。

“价值的成长是比较好的选择”

何帅做投资的底色是“成长价值”。

“价值投资定义很宽泛,我的价值投资,大部分还是基于公司价值的成长,极少量是基于公司静态价值被明显低估;从过去的经验来看,价值的成长是比较好的投资选择,而静态低估是很难投资的。”何帅将自己投资的底层逻辑和盘托出。

选择背后是逻辑。何帅之所以选择“成长价值”,是因为他面对的是具有成长机会的肥沃土壤。“中国的经济和资本市场都是一个成长的市场;现有价值的低估也必须通过未来价值的成长来实现,否则市场很难自动去填平那个沟壑,除非你要非常有耐心地等待几年一遇的可能的某种‘事件’发生。总而言之非常困难,且费力不讨好。”何帅的“现实主义”在这里显而易见。

那么如何捕捉“成长价值”的机会?何帅有“长坡、厚雪、价格”三位一体的方法论。“长坡”和“厚雪”,在近年来市场景气赛道明确、市场高效挖掘优质公司大行其道的大背景下,虽然看似难有出挑之处,实则更是考验专业能力。

“过去一两年,我们越来越发现‘长坡厚雪’就是藏在公司的财务报表之中,各种预测天花乱坠都不如财务报表最务实,所以我们现在对于定量的部分权重会提高,有些公司把自己的竞争优势和未来讲的很好,但是财务报表上面没有显示出来,我们会放弃,而一些公司表达能力可能不佳,但是报表极度强劲,我们也会非常感兴趣。”何帅将投资返璞归真。

“长坡厚雪”仍有客观的数字依据,而“价格”则更是考验技术能力,根究到性格和认知层面。“胆子大和认知更深都可以去接受相对较高的价格,但在牛市过程

中,很难区分是胆子大还是认知深。”何帅直言不讳。反观自己,他认为自己的性格是比较保守的,但与此同时,认知上的加深更为重要。“过去几年,我有在相对便宜的位置买过很多非常优秀或者主流的公司,但最后都卖得比较早,导致没有享受到收益最厚的阶段;反思来看,是我的认知不够,我希望能够持续进步。”

其实,在“价格”的背后,还有一个成长投资深层次的问题:成长价值和趋势投资如何界定清晰?何帅在投资中,也注意到这个问题。他看到,在成长价值和趋势投资之间,经常容易模糊。“很多公司回过头来看价值是成长了,但在中间段,其实很难区别到底是趋势投资还是成长价值投资。因为很多公司的成长具备很强的惯性,带动股价持续上涨,从而吸引趋势投资者。我猜想,还是要看投资者介入这些公司的价格时点,如果在估值底部或者相对逆势的时候介入,应该是偏向于成长价值。”

何帅承认,“市场先生”还在持续地给他出难题,考验他的理念、方法和心态。巴菲特所说的“投资很简单,但又不简单”,在国内市场上,又有不同的意义和表征。“简单和不容易,是指投资的底层逻辑是很简单的,但是具体到标的的选择,并且能够知行合一并不简单。我觉得A股除去上述的简单和不容易以外,还有两个特点,一是国内的经济发展很快,使得对很多公司基本面的研究会比成熟经济难很多,这是特有的不容易;二是我个人直观感觉A股热门股票的短期估值波动相对比较剧烈,不容易的是在于估值上下的过程中,你能不能坚持自己的估值体系不被市场影响。”何帅的辩证和现实又在此体现。

“在疯狂的市场先生面前,我们时常会忘记作为一个人的能力——独立思考和正确思考。”价值投资“开山鼻祖”格雷厄姆的警句,具备穿越时空的生命力。在当下激情涌动却又喧嚣不安的投资环境之中,独立和正确的思考恰如沧海遗珠,有人寻觅不到便弃之舍之,随波逐流亦是生存之道;有人求之索之、守之琢之,虽然这样的历程无始亦无终,但念念不忘、甘之如飴。

何帅属于后者。作为“百亿级基金经理”的他,并不是“流量”聚光灯下的常客。但是,“于无人处”,他一直求索于独立且正确的思考。何帅的投资有三个基本要素:长坡、厚雪、价格,但是他又说,长坡厚雪不是立于危崖之上,而是夯实于定量的财务报表之中,至于价格,他则认为最终与性格和认知相关。他将自己的价值投资进一步细化为成长价值,但是在成长价值和趋势投资之间,他又有不拘泥、不呆板的思考。他认为在成长经济和成长市场的大背景下,成长带来价值,成长形成趋势,投资之中,知进与知止同样重要;他明白“规模、收益、风险”的投资不可能三角,但是组合制胜之中,他又不放弃投资的“活泼”,不放弃挖掘和投资公司的趣味性……

在这些思考之中,可以看到何帅对自己的定义:现实主义。不过,何帅的“现实主义”,更多的应该是客观、灵动。这样的“现实主义”,还体现在他对基金经理和投资者关系的认知上。“你和持有人之间的连接点,就是产品”,所以何帅将基金产品的收益率和波动,作为他和投资者之间“最大的现实”。

挖掘和投资公司的趣味性

基于充满变化的宏观经济、市场环境,何帅将价值投资放置在成长价值之上,那么,他就需要面对成长价值投资所必然的压力,就是既有彼得·林奇所说的“翻石头找虫子”的压力,又有需要为这样的新机会合理定价并且合理配置的压力。

在挖掘和投资公司上,何帅受过“专业训练”,而且对投资的“活泼”,对发现新机会的“趣味性”,一直保持着难以掩饰的热衷。有两个人对何帅在研究和投资上的活力的塑造影响至深。

到2022年,何帅在交银施罗德基金任职已满10年,在交银施罗德基金之前,任职于国联安基金时,何帅这种“专业训练”就已经开始。“对于一个研究员或者后来成为基金经理,起初公司和领导的影响其实很明显,当然也是一个互相选择的过程,你的性格和公司文化是否匹配。我是一个注重案头研究的人,也是一个追求细致的人。记得招我入国联安的是当时研究总监陈苏桥,我在实习的时候,他会要求我们很仔细的做财务模型,同时条理清晰地把公司的未来盈利预测到底如何实现讲清楚,这对于刚入行的我其实影响蛮大的,可以说一开始就是基于这种仔细的盈利预测去判断公司投资价值的变化。”今日的何帅,在当

时就已经开始奠定基础。

到了交银施罗德基金,何帅的研究和投资开始了既有承启,更有进化的新进程。“来到交银,当时的研究总监是张科兵,对于深度研究的细致程度继续升级,记得面试时,他会问我某家大型连锁百货企业中某一个门店过去几年的增速,利润率的变化,想看我对于这些公司研究的细致程度。后来我才知道他并不是想了解具体的数字,只是想看看我当时的反应。这就是公司研究文化的一种考验。交银的研究文化是非常正的,极度讲究前瞻和深度,后来我们团队也出了很多不错的投资经理。”时至今日,何帅对这些细节仍然记忆犹新。

这样的进程,随着何帅从研究转向投资,特别是成为“百亿级”基金经理,更是有了不一样的跃升。

“管理规模大了以后,我的投资框架其实没有大的变化,但个股的集中度是下降的,因为确实很多小公司没法买到很多。我觉得虽然管理大基金,但还是要保留一定的活泼,因为发现一家好公司本身是件非常快乐的事,可能你只能买到很少,对于组合的贡献不明显,但我依然会买入,我喜欢这种挖掘、投资公司的趣味性。幸运的话,它们会长大,最后成为你的重仓股。”这是何帅所感受到的“翻石头”的快乐。

产品是和持有人之间的连接点

当然,何帅的投资不会是这样简单的“自得其乐”,对他来说,基金产品背后是一个具体的持有人,而基金经理和持有人之间的连接点,就是基金产品。

何帅有一个经典的“车库模型”,他认为,投资就像买一个车库,本质是你愿意投资多少钱,而车库租金能带来多少现金流。他也毫不掩饰地表明,喜欢“车库模型”能够形容的公司,也就是可以相对可靠用现金流来估值的公司。不过,基金产品背后还有投资者的收益预期、资金“久期”等,投资实操中,何帅需要考虑的问题更多。

“‘车库模型’是理解价值投资一个简化模型,是我所有投资的底层逻辑。”何帅说道。但是在实际操作中,他还是非常关注未来2-3年的预期收益率,并且以此作为调整组合的最主要指标。“我希望组合始终处于一种性价比较高的状态,分子是未来2-3年的预期收益率和公司的成长空间及长期竞争力;分母是短期的风险,比如静态估值、不确定性等。这是一个动态调整的过程,每个因素的权重也是在调整的,但是大的框架就是这样。我希望调出来的组合,和我的性格是匹配的,我希望追求持续稳定的收益率,同时严格控制回撤的风险,通过产品的连接,使持有人也能够感受到这种风格。”

组合思维的底层,自然是一个个投资决策。何帅认为“善于止盈”是一种价值投资的能力。但是,不得不说,近两年市场的波动变化,在止盈压力的同时,止损压力更是立足现实的基金经理无法避免的问题。何帅在这个问题上,同样在进行独立且正确的思考。

“以前其实我不太看重止损这个动作,觉得属于趋势投资的范畴,但最近一两年,我有些新的思考,就是市场在大部分时候都是对的,你可以不迎合它,但你必须尊重它。我不会去设置一个止损点,但如果你喜欢的东西市场价格在不断下降,那其中一定存在问题,最核心的是你是否对基本面误判了,或者需要思索市场是怎么理解这家公司的。通过这些反思,你会受益匪浅。”何帅持续锤炼这样的自省和思辨能力。

采访中,何帅也直言,自己的投资理念、方法还将变化和革新,自己所能总结的是一个阶段、一个时期的经验和教训。但是,他也明确地表示,从基金产品中能看到最为真实的自己。“你和持有人之间的连接点,就是你的产品,就是产品的收益率和波动,所有的信息都在里面,我希望比较严格地控制回撤,持有人不用每天看产品的净值波动,耐心持有,时间久了,自然而然地能够帮助持有人实现收益。”