

津京资本高波：

修炼稳定投资内核 穿越牛熊周期

□本报记者 张舒琳

2015年4月成立的津京资本，见证了A股狂热且失落的一年——彼时，上证指数盘旋在4000点之上，并一度突破5100点，然而，成立的第二个月，反转接踵而来，股指开启下跌模式。险资出身的津京资本创始人高波坚信，保护本金、追求绝对收益、行稳致远永远是第一位的，这样的理念伴随津京资本平稳穿越多个牛熊周期。

市场风云变幻，如今，津京资本已成立8周年。高波接受中国证券报记者专访时坦言，经过时间的淬炼，津京资本的投研体系日臻完善。

追求绝对收益

在资本市场耕耘25年的高波，拥有多年险资管理经验，管理账户的资金规模一度超过200亿元。另一名2018年加入的合伙人陈华良，同样是险资出身，管理过大规模保险资金及企业年金。团队的背景决定了津京资本将控制回撤、追求绝对收益的理念刻在公司文化基因中。

仓位管理便是高波擅长使用的工具之一。为了尽可能降低回撤、平滑投资曲线，他形成了根据经济周期、金融周期、政策周期和市场周期进行仓位管理的体系。例如，在2022年宽幅震荡的市场中，高波多次择时，通过减仓降低回撤，并在低位及时加仓。

“去年市场遇到美联储加息等冲击，尽管难以量化评估影响力度，但这个时候我们意识到必须减仓。仓位一度降到两三成，在二三季度也进行了调仓换股，并在12月份以后逐渐加仓。”他回顾道。

对于仓位调整时点的把控，高波表示，需要综合关注多方面因素，包括库存周期、资本开支周期、经济基本周期、政策导向等。近几年来，国内外政策对于资本市场愈发重要，因此，他加大了政策导向因子的权重，综合判断国内央行，以及美国、欧洲、日本等政策导向带来的短期冲击和长期影响。

要做到严控回撤，投资纪律就十分重要。“人类无数次实践证明，不可能对所有事物准确预测，所以，要把对未知的敬畏内嵌到投资体系里，敢于承认自己无法对某些风险事件定价。而即使出现无法定价的情况时，也要严格遵守交易纪律，将仓位降下去。”他表示。从结果上看，津京资本的调仓主要体现为偏右侧的操作。

对绝对收益的苛求，还体现在津京资本独特的高预警线上。过去，津京资本一度在内部设置0.9元的较高预警线，直到去年才把内部预警降低至0.85元。他表示：“这是因为，过去几年，市场环境发生剧烈变化，轮动迅速加快，个股投资偏短期化。背后因素一是外资投资减



少，二是参与的产业资本增多，而产业资本在行业调研、景气度把控方面更具优势，消息传递十分迅速。以往A股投资中信息不对称的时间大幅缩短，优质企业一旦被发掘，产业资本也会迅速反应。”

经过八年时间沉淀，高波感受到，公司的投研体系越来越有效。“如果让我自己打分，我觉得现在做到了70分。我们内部无论老将是新秀，都在坚持学习，让投资框架经受时间的检验，在学习过程中不断修正。我越来越相信这套投研框架的优点，对于个股的研究、对市场整体的判断框架都在逐渐完善，能够面对

不断变化的投资环境。”他说。

看好三大方向

今年以来，市场在一轮快速反弹后开启震荡格局。高波审视自己的持仓后进行了调整，略微降低仓位。随着ChatGPT的火热，他意识到这是一次人类技术的重大进步，加大了人工智能领域的投资。当前，资产配置主要分布在通用人工智能、经济复苏以及“中字头”股票三个方面。

从经济基本面角度，高波认为，此轮市场复苏需要站在约两年的时间维度来看，在这个过程中，要选择预期较为稳定、受益于经济复苏的行业和公司。例如，传统行业集中度的提升带来的投资机会，包括地产产业链等。

国际化过程中也蕴含着许多值得投资的机遇。“在地缘政治紧张、国际形势变幻的情况下，相当一部分中国制造业的全球订单仍在增长，这类企业已经成为产业链中不可或缺的一环，这便是难能可贵的投资机会。”他表示，看好化工、高端制造业、新能源产业链中的新材料板块等。受俄乌冲突影响，俄罗斯对欧洲的能源输出短期内无法恢复，且几大国际化工巨头都在裁员减产，面临产能老化的困境，而重新再投资是一个非常漫长的过程，全球对中国化工产业依赖程度正逐渐加深，这为中国的化工企业带来大量机会。

此外，看好“中国特色估值体系”投资机遇。例如，从市净率角度以及业务估值层面，三大运营商、石油等央企长期被低估，而这类企业承担着重要的社会责任，增长空间较大。

高波还表示，今年布局了不少计算机和游戏股。它们的共同特点是处于政策和行业周期的低谷，叠加人工智能的重大突破，行业面临巨大的投资机会。尤其是游戏行业的出海表现出极强的竞争力。

中科沃土基金徐伟：

领先市场主流共识 力争获取超额收益

□本报记者 万宇

从实业到研究再到投资的角色转换，让中科沃土基金基金经理徐伟对行业和公司的理解逐渐深入。他在接受中国证券报记者专访时表示，投资中需要凭借更深的理解，领先市场主流共识，以此争取获得长期超额收益。今年，他对中国经济复苏相对乐观，将从行业和公司基本面的景气度出发，重点分析供给端的变化，力争把握结构性机会。

选股为主择时为辅

“不要投资于你根本不理解的公司。”彼得·林奇在他的书中这么说。作为一名颇为推崇彼得·林奇投资法的基金经理，徐伟对此深以为然，在他看来，投资中需要凭借更深的理解，领先市场主流共识，以此争取获得长期超额收益。在走上基金经理岗位之前，在实业和研究领域的工作经历，为他深刻理解行业和公司打下坚实的研究基础。

公开资料显示，徐伟在加入中科沃土基金之前，曾在北京精雕科技有限公司、宏源证券、中信建投证券等公司担任机械设计部工程师、分析师等职务，在企业的实战经验让他对一家公司怎样才能做好有了感性认知。在券商从事研究工作期间，他又形成了对行业和公司系统性的研究方法，扎实的研究基本功让他如今的投研中坚持研究驱动、价值投资的理念，也有了逆向操作的底气，将研究成果有效地转化为投

资业绩。

徐伟介绍，在具体的操作上，他以选股为主，择时为辅。宏观经济层面，他先会从宏观经济、股债对比出发，进行股票仓位的研究。中观行业层面，他则是从行业和上市公司基本面的景气度出发，结合估值情况，调整行业配置比例。

在具体的组合构建上，他会综合分析公司的成长性、周期性、产业链地位、市场格局、竞争优势、商业模式、财务状况、管理层、治理结构等基本因素与逻辑，再考量估值情况，优选出具备中长期阿尔法属性且被低估的个股，构建核心股票库。再借助行为金融学的理论分析，结合重大政策、管理层动作等选择买入卖出时机。

为了给投资者更好的持有体验，他在构建组合时进行分散化配置，降低波动率与风险，并且对投资组合进行风险评估和动态管理，定时进行回溯评估，如果确实有偏离，及时进行修正与调整。

关注供给端变化

在研究中，他高度关注公司的核心竞争壁垒，注重上下游、竞争对手与第三方多角度调研，十分重视供给侧研究。他认为，目前，我国经济还处在发展较快的阶段，在很多行业中，企业产能变化较为剧烈，供给情况往往决定着企业



的盈利能力，因此供给的变化比需求的变化更为重要。

以能源行业为例，在2022年的投资中，他重点配置了煤炭等传统能源行业标的，而对于备受市场关注的新能源板块则阶段性地减少了配置。他解释说，这正是出于供给端的考虑，虽然新能源长期来看具备良好的投资机会，但站在去年的时点，新能源板块估值偏高，而传统能源行业已经多年没有较大的产能扩张，经济活动中对传统能源的需求并没有大幅减少，加之俄乌冲突、极端高温等因素，传统能源价格上涨，去年不少传统能源企业盈利大增。同样，去年他对房地产等板块的配置也是从供给端来考虑。得益于重仓持有传统能源和房地产等板块，他管理的中科沃土沃瑞A截至3月20日近一年来收益率超过7%，高于同类产品平均-3.67%的收益率。

展望后市，徐伟对今年经济复苏整体看好。他认为，今年的经济复苏幅度会较大，确定性较强。

他表示，今年A股市场或将缓慢震荡上行。指数会有一定的上升空间，以结构性行情为主，结构性分化可能较为明显，低估值、高股息的股票存在超额收益的机会。在具体的投资机会上，科创板定价已经比较充分，顺周期板块还存在定价不充分的情况。他将通过深入调查、研究和分析，把握行业供需格局和景气度，捕捉结构性机会。不过他也指出，今年在投资中需要关注疫情等不确定性因素。