

尚正基金张志梅:

将安全边际考量放在首位

□本报记者 张韵



张志梅现任尚正基金副总经理、尚正竞争优势混合发起等产品基金经理,是尚正基金公司创立初期的筹备组成员。1994年8月进入金融行业,曾担任南方基金研究员、基金经理助理、专户投资部投资经理兼总监助理,宝盈基金专户投资部投资经理、专户投资部副总经理、权益投资部副总经理。

“把下行风险放在第一位”

对未来潜在收益率的预判,其实更像基金经理们在投资中“眼观星辰”。而在投资中,除了需要进攻性之外,有时还需要“脚踏实地”进行适当防御。在近年来的市场震荡背景下,“如何防止较大幅度的回撤”逐渐成为市场更为关注的要素。

谈及风险管理,张志梅称:“投资要把下行风险放在第一位。”首先,投资的企业要足够优秀,并要以尽量更便宜的价格买。便宜的价格赋予更高的安全边际。当判断出错时,这种方式可以将下行空间控制在一定范围内。具体到操作上,买入某个标的时,在畅想未来上涨空间之前,更要扪心自问:还有多少下跌空间?如果跌了,是否还愿意以更低价继续买入?这对于明确安全边际很重要,只有对此有了足够的认知后,才能更好进行回撤管理。

“我一直觉得,回撤不是自己能够主动控制的,控制回撤就意味着说你想控制,或者是你预判到要跌了,所以你卖出回避回撤。但这也不是那么容易。”她认为,最好的回撤管理不是事后进行的,而是在下单买入那一刻就蕴含着对风险的预判。“足够优秀的公司+有足够安全边际的买入价格”,这才是控制回撤的最好办法。当然,这还有一个隐含前提就是,市场是有效的。有效市场环境下,好公司终究是会被大多数投资者所认可。

张志梅坦言,有时候用底线思维做布局,最后反而会收获更不错的结果。以对有色行业的布局为例,此前她对这一板块的投资其实单纯是因为看到许多公司的股价已经较为便宜,处

于颇为低估的水平,而且现金流和股息率情况都不错,加上缺乏新增供给,一些有色资源产品价格表现出易涨难跌的趋势。“当时只是觉得应该会有还不错的回报,但没想到今年突然涨得这么猛。其实我还挺纳闷,那会儿都跌得没人买,现在却人气高涨。投资有时候就是这样。”

对有色板块的早期布局,恰恰成为张志梅在管基金尚正竞争优势混合发起的主要业绩贡献来源。数据显示,截至4月24日,该基金今年以来的净值增长率已超过10%,位居全市场前5%。2024年一季度,该基金获净申购超2亿份,基金规模增加至9.19亿元。

被问及这一在管基金的市场表现时,张志梅表示,今年以来排名靠前更多是因为持仓布局与市场风格关联度较高,这往往也是业绩相对排名靠前的主要原因之一。“这一排名结果也带有一些运气成分。”她解释说,这在管基金的定位是做绝对收益,追求年化10%至15%的收益率。

之所以选择绝对收益模式,主要是因为当前市场上同类型基金数量较少。在公募基金行业竞争日趋激烈的环境下,中小基金公司的生存和发展面临挑战,因此更希望做一些区别于主流的特色化产品,打造出公司的业务特色,进而赢得更多投资者的认可。而且,许多机构投资者对此类产品也有配置需求。“全市场这么多基金,你怎么跟别人推销?这其实很难的。客户并不需要那么多追求排名前列的产品。”张志梅说,从客户角度思考问题,清晰的产品定位尤为重要。

“股息率是企业商业模式好坏的结果”

去年以来,高股息策略火热,受到各路投资者热捧。在张志梅的投资中,股息率(股息/股价)指标亦占据一席之地。在买入时,股息率的高低是其判断资产估值是否便宜的一个重要衡量因素;而在卖出时,股息率是否还具有吸引力,也会成为其考虑因素。

“有一些公司,单纯从股息率绝对值的角度来看,就已经超过7%甚至10%,这个时候的股价就比较便宜。”她补充说,比如港股投资,虽然通过沪深港通投资港股会产生额外的税务成本,但其股息率比投资A股还是要稍高一点。股息率相差一两个百分点,虽然在短期看可能影响不大,但如果时间稍微拉长一点,对业绩的复利影响还是蛮大的,会在不知不觉中影响产品的最终业绩表现。

她认为:“股息率是一个很好用的指标,股息率的高低是一个企业商业模式好坏的结果,也是公司治理是否优良

的结果。”股息率高的企业往往代表其有赚钱能力,而且愿意回报股东。在市场整体环境较为震荡的情况下,投资者往往希望持有具备保底收益的资产,高股息品种就是一个很好的来源。

张志梅提示,也并非所有高股息品种都有投资价值,需要进一步的甄别。例如,高负债率公司的高分红,需要警惕其后续运营是否还能靠自有资金支撑;高分红后又进行再融资,这种高分红意义也不大。真正有意义的高分红应该是,公司赚钱后没有新的投资需求,利润远超过所需开支时,将所赚到的钱通过分红方式回馈给投资者。当然,这种现象往往更多出现在发展相对成熟的行业中。她认为,高分红无疑是上市公司提高股东回报的重要方式之一,随着市场对分红因素越来越重视,后续或可考虑借鉴海外市场提高分红频率的方式,如每季度进行分红等。

“投资最根本的就是投资企业”

对于投资,每个人都有自己的章法。不过,放眼基金行业,“价值投资”几乎是所有基金经理都会提及的字眼,一度被誉为投资理念范本。然而,伴随着近年来普遍承压的公募基金业绩,越来越多的基金经理开始就所谓的“价值投资”进行深入的思考。

“当然,谁也不会说自己是来投机的,肯定都说是在奔着价值来的。但是,‘价值投资’这四个字的要求其实很高。”张志梅坦言,现在很多基金经理确实都不好意思自称是价值投资流派,正确应用价值投资理念特别考验投资功底。在她看来,价值投资的关键是怎样理解并长期灵活贯彻下去,并不是说某一赛道持续发展的态势很好,就一直持有相关标的,不管股价多高都持有,这并不叫价值投资。她理解的价值投资,一方面是所投资的公司真正具备竞争力,另一方面是能够围绕价值和价格关系进行投资。

她认为,具备竞争优势和增长性的公司才是真正意义上的好公司,只有持有好公司,投资过程中才能保持信心和底气。“企业的发展趋势是往上走的,就不用过多地去盯着它这个季度怎么样,下个季度怎么样,翻来覆去地琢磨。只要公司质地是好的,其股价大概率会持续上行。”在好公司的甄别上,她似乎更偏好于行业内身处龙头地位的公司,并通过自己的案头调研、实地调研等多种方式,对不同公司核心竞争力和未来成长性进行对比研究。以资源行业为例,她认为,行业最重要的竞争力体现在资源禀赋方面,对应在财务报表上就是开采成本,这是决定公司价值的核心要素。开采成本低的公司在应对资产价格下跌中有其独特优势,是典型的好公司。

在张志梅的投资中,真正触发买卖操作的因素是股票价格。“价值需要始终进行动态衡量,投资需要随时对资产的价值和价格进行比较。”她在访谈中多次提到,在过往的投资决策中,价格很便宜是促使她买入的一大关键驱动因素,卖出则多因判断价格偏高。至于所谓的低估和高估,确实并没有绝对的标准答案,就她而言,会更偏好用“未来三到五年有多大概率实现10%至15%的年化收益率”这把尺子进行衡量。

以卖出为例,“主要是看未来还有多少的上涨空间”。常用的观察指标有公司资产、利润增长情况,资产负债表和现金流情况,公司重置成本,股息率是否依然具有吸引力,还有经济大环境变化、无风险收益率趋势等因素。当未来预期年化收益率收窄,如低于10%时,她可能就倾向于卖出。但是,由于基金的仓位要求,卖出某些标的后,往往还需面临再买入新资产的状况,如果找不到更具吸引力的标的,当前持有标的潜在收益率优于现金资产时,她可能也会适度容忍高估泡沫,直到找到更好标的进行完全替代。

初见尚正基金副总经理、基金经理张志梅,她留着一头清爽短发、笑容可掬地将投资理念娓娓道来。在金融行业历经约30年的磨炼,她身上似乎更多地散发着一股温柔和淡然的力量。对于投资,她认为,最根本的在于投资企业,要选择那些在行业内具有明显竞争优势的企业,并在其价格有足够安全边际时买入,这样的长期投资才更有底气。将对下行风险的考量置于首位,用绝对收益思维做出买卖决策亦成为其一大投资特色。