

# 南方张原:在全球视野下考量企业价值

证券时报记者 付建利 杨波

## 价值投资的思维是一个合格的基金经理最起码的

基本素质。但价值投资并非意味着死守不动的持有,而是要在市场发生变化的时候主动去适应市场,顺势而为是首要的投资纪律。

投资不仅要关注当下,还要关注历史和未来,不仅要关注中国的情况,更要关注世界,用全球的视野研究中国企业的投资价值。”谈起投资之道,南方中证500指数基金拟任基金经理张原深有感触。他认为,在经济复苏回升阶段,中小公司的高成长性和新兴增长盈利模式带来的更大想象空间,让投资者又重新赋予了它们更高的业绩预期和估值空间,因此,相信小盘股指数未来的表现依旧会非常抢眼。

### 投资一定要有宽阔的视野

张原2006年从美国密歇根大学应用经济学硕士毕业后即来到南方基金公司,负责机械和电力设备的研究,2008年1月被任命为南方高增长的基金经理助理,参与投资决策工作。回忆起三年多来的研究员和基金经理助理生涯,张原在中国船舶上的投资经历让他印象深刻。

相信经历过上一轮牛市的投资者对沪东重机记忆犹新。沪东重机停牌以后,中国船舶宣布借壳,而此前沪东重机股价已经从5元涨到30元左右的高位。张原在经过十多次实地调研后,认为中国船舶极具投资价值,并向公司极力推荐。就船舶工业的历史来看,世界造船业兴起于欧洲,上世纪五六十年代转移到日本,七八十年代日本造船业优势渐衰,韩国船舶工业承接起全球造船业的领

头羊地位。而近几年,中国船舶工业在经过技术积累之后,造船技术取得了很大进步,加上原材料和人力成本的优势,张原认为世界船舶业的第四次转移将发生在中国。就中国船舶而言,这家企业彼时订单饱满,国有企业的背景、管理层优秀,都让张原认定了中国船舶的投资价值。而后来中国船舶的表现也证实了张原当初的判断,中国船舶在上一轮牛市中股价最高冲至300元附近,创造了A股第一高价股的牛市神话。

张原由此笃信一个投资的道理:投资一定要有宽阔的视野,研究的眼界要尽可能地广,中国的企业要放在全球产业链的背景下来进行考量。既要用历史的和现实的眼光进行研究,也要把横向和纵向的思维交叉起来。

张原认为,价值投资的思维是一个合格的基金经理最起码的基本素质。但价值投资并非意味着死守不动的持有,而是要在市场发生变化的时候主动去适应市场,不做逆势而为的事情是张原的首要投资纪律。

### 经济复苏才是股市上涨的主线

对于近期市场的大幅调整,张原表示,近期的调整非常正常。我们不认为A股这轮上涨纯粹是流动性推动的行情,经济复苏进程才是主线。”

张原认为,近期股市调整,原因在



于市场对以下三方面问题的看法出现了分歧:一是七月份宏观数据平淡,工业增加值未达到市场人士的预期;二是对收缩流动性的担心,特别是央行表示要动态微调,引发了市场的负面预期;三是估值水平,部分投资者认为A股整体已经出现估值泡沫。

在张原看来,下半年的宏观数据会逐月转好。中国经济复苏进程正在深化,随着美国、欧洲、日本经济依次见底,国内出口不断回升,对宏观经

济的正面作用会越来越来。此外,从5月份开始,房地产拿地意愿明显加强,下半年私人投资也会跟上来。这些因素都决定了A股下半年仍然值得期待。

在流动性方面,张原表示,下半年信贷肯定不可能维持在上半年的高位,出现自然回落的态势应该是大概率事件,但自然回落与紧缩是有区别的,只要央行不硬性控制贷款规模,流动性问题就没有必要过于担忧,实际

上下半年更多资金将流向实体经济。另外一个投资者必须关注的问题是存款的活期化,7月份居民存款下降了190亿元,企业存款下降了450亿元,说明整体的投资意愿都在上升,流动性充裕的局面并没有改变。

在估值上,南方基金7月底做过统计,以2008年的业绩计算,A股平均市盈率是30倍。2009年经济开始复苏,考虑到企业经营的滞后效应,企业盈利可能与去年持平或略有增长,如此测算下来,2009年是30倍,但2010年,企业20%-30%的增长还是可以预期的,A股市场的估值在22倍左右,这是一个较为合理的估值水平。从这三个方面来看,张原对后世抱较为乐观的态度。

张原告诉记者,经过近期的调整,市场整体估值水平在25倍左右,就明年的盈利增长来说,还是比较有吸引力的。下半年的投资主线主要有三条:一是受益于出口的相关产业,以及中游制造业。随着以美国为代表的发达经济体的复苏,对中国这样出口导向型的国家来说,受益不言而喻,出口的机会值得关注。另外,在经济复苏进入到现阶段后,运营杠杆比较高的公司,如钢铁、机械等固定成本很高,收入增长一点,利润就会增长较大的行业,值得重点关注。三是在经济复苏过程中,具有供给瓶颈和刚性需求的上游行业。另外,部分稳定增长的下游行业如医药、食品饮料等。都有投资机会。

### 中小企业可以给予较高估值

据介绍,即将发行的南方中证500指数基金将完全复制中证500指数,按照契约要求将不低于基金资产90%的资产来被动化地复制指数。通过严格的投资纪律、约束和市场风险管理手段,力争控制基金净值、增长率,每年跟踪误差率不超过4%。

张原表示,中证500是一个横跨沪深两市中小企业的跟踪指数,由于

这些企业规模比较小,增长模式比较新颖,对于经济周期弹性比较大,因此给予比较高的估值是可以理解的。在经济复苏阶段,这些中小企业对于经济复苏敏感性要大于那些大型企业,因此,投资中证500指数是一个比较好的投资中国最有活力的中小企业的工具。

中证500指数成分股的成长性十分突出。组成中证500指数的500家企业,过去三年的企业净利润达到24.82%,这一数据相对其他指数来说,是比较有优势的;中证500成分股在过去5年的收益率达到31.7%,在所有中证规模体系的指数中,是排名最高的。

另外,通过分解中证500指数与沪深300指数成分股的行业构成分布及比例,可以看到实体经济中各个行业的分布更加均匀。它不像沪深300为代表的一些大盘指数,这些指数中有60%的市值是被金融地产行业占据。而中证500指数更加全面地涵盖了在我国积极改变经济增长方式这个大背景下,未来将获得高速发展的内需主导型产业,第三产业以及先进制造业。

张原告诉记者,在大多数时间里,中证500指数都获得了超越大盘指数的表现,相对沪深300指数的累计收益差在大部分时间为正,并一度超越100%。

张原表示,虽然中证500的估值较高,但静态地单纯比较估值水平的高低并不能成为投资决策的唯一依据,中证500指数基金仍然是良好的投资品种。与在经济下行探底阶段投资者矫正过正的大幅下调上市公司盈利相反,在经济复苏回升阶段,中小公司的高成长性和新兴增长盈利模式带来的更大的想象空间让投资者又重新赋予了它们更高的业绩预期和估值空间,因此,相信小盘股指数未来的表现依旧会非常抢眼。

# 华安卢赤斌 实战中成长的投资高手

证券时报记者 张哲



卢赤斌最大的心愿就是严格恪守自己的职责,为持有人谋取收益。尽管表面上看被动投资属于“无为而治”,但实际上每天都需要重复关注众多的细微技术环节,保持高度警惕。

国内ETF有创新了。伴随华安180ETF联接基金的日趋临近,让这些梦想着去银行柜台轻松低门槛买卖ETF、开通ETF定期定投交易的投资者,如愿以偿。在陆家嘴,华安基金被动投资组负责人、基金经理卢赤斌对记者娓娓道出这背后的诸多故事。

### 在美国先锋成功转型

求学时专业是IT而不是金融投资的卢赤斌,如今在华安统领着一个由6名国内外知名大学金融工程博士组成的豪华投资阵容。不过,这丝毫不影响

卢赤斌在被动投资方面的专业性。

1998年的卢赤斌在美国利坚,供职在美国资产管理巨人——先锋基金公司做IT,为先锋基金核心股票投资部提供支持。在美国,指数基金被称为继封闭式基金和开放式基金之后的第三代基金,并以手续费低廉、投资范围广泛等迅速风行海外市场。卢赤斌通往指数基金王国的大门,也在此敞开。

我的金融知识都是实际工作中干出来的。”据介绍,作为当时仅次于美国富达基金的资产管理公司,先锋集团每年给每位员工提供数千美元的

培训费。对于这笔奢侈的培训费用,卢赤斌笑道,我尽量把它最大化,对工作有用的金融相关的课程我都修了。”在先锋基金藏龙卧虎的强大阵容里,卢赤斌工作中也得到了众多一线投资精英手把手的投资真传。

刻苦认真加之对投资的悟性,卢赤斌很快顺利地由IT领域过渡到投资部门。回顾这段弥足珍贵的学习经历,卢赤斌认为正是当初做投资系统的背景帮助他走上投资道路。从事被动投资的人都很清楚,一套先进的IT系统对投资的重大作用。对卢赤斌来讲,他闭着眼睛也知道怎么回事的系统流程,

让他在具体投资时有着超出常人的清晰和熟练。

先锋集团是全球最大的指数投资公司,卢赤斌可以说是尽情地遨游在指数投资的王国。

### 牵手华安备战ETF

2002年,当时筹备上证180指数增强型基金(现MSCI中国A股指数基金)的华安基金造访华尔街。在业内专业人士的接触中,卢赤斌跟华安考察团交流甚多。他根据美国成熟市场的经验,指出中国指数基金发展的必然趋势是ETF,它将逐步成为传统指数基金外一个重要的指数化投资工具。而后在华安基金的热情动员下,卢赤斌告别长期留美的妻女,在2004年7月成为华安的正式一员,开始他的中国被动投资之旅。

回国伊始,卢赤斌开始真正着手ETF产品开发。华安基金通过对市场上主要指数分析研究后认为,上证180指数可投资性强,抗非系统性风险能力佳,做成单市场的ETF可行性很高。从历史的数据来看,180指数2002年7月正式发布至今年上半年,历经7年中牛熊多次转换,其表现大幅超越了上证指数。

不过,他遇到的困惑也不少:当时国内A股存在或明或暗被操控的部分个股,这些个股的流动性问题严重阻碍了未来ETF的构建效率。经过观察论证,华安针对180ETF提出了“分层抽样”的优化复制解决方案,最终得到管理层批准,华安180ETF得以在2006年4月,也就是他回国近两年后问世。

由于历史的原因,当时180指数成分股中存在多只流动性有潜在问题的个股,同时还有一些个股存在一定程度的被操控。这些我当时都不太了

解,我们的股票投资团队尤其是当时的投资总监王国卫给了我很大的帮助。”他说,这几年,180ETF运作良好。同时根据市场变化、指数成分股调整以及上市公司股本结构优化,过去被操纵的股票数目逐步减少直至消失,180ETF在标的成分股和投资策略方面也做了相应调整。2008年,180ETF从抽样复制变更成为全复制制的指数,覆盖面更广。”

### 指数投资并非“无为而治”

我在很多场合听到过不少场外投资者的呼声,有机构,也有个人,他们是真正需要ETF的投资者。”经常在一线调研的卢赤斌开门见山。目前,对于场外投资者来说,还无法直接参与ETF的投资。即使在场内,也只能与指数对应的一篮子股票在交易所申购或者赎回ETF,而不能以现金申购赎回,且门槛较高。

华安的金融工程团队2年前就开始设想:在这中间搭一座桥,让众多场外的投资者也能够轻松投资ETF。经过综合分析和考量,最终他们决定采用境外联接基金的模式打通场外现金申购赎回ETF的大门,为投资者提供指数化投资的第三种模式。”

在被动投资的王国,卢赤斌自由尽情地遨游。外界一直认为,做被动投资没有主动投资那么刺激,甚至不少人认为被动投资的基金经理无事可做。”卢赤斌坦言。而懂得被动投资的人都明白,被动投资并非编几个模型那么简单,尤其是ETF,当中成分股现金替代、成分股调整以及套利等大有学问。

在合规的前提下,我在做每个投资决策时都会首先考虑是否符合基金持有人利益,如果对持有人利益有利

就做,反之不做。”他说,指数基金经理往往也要克服自己的“贪欲”,严格遵守投资目标、投资理念和投资策略,否则容易出现大的投资失误。你做指数基金,却大幅偏离了跟踪标的指数,表面上来看,也许给持有人赢得了更多利益。但如果出现双向市场,这么做是损害了做空投资者的利益。因为,对于投资者来说,投资指数基金的目的就在于紧跟指数,而不是超越。在海外有很多指数衍生产品存在做空机制,尽管目前境内是单向市场,未来一定是会走向双向市场的。一旦指数基金的跟踪偏离度太大,会打乱投资者的配置预期,影响投资决策的准确性,甚至造成巨大损失。”

为人处事谨慎小心的卢赤斌称自己最大的心愿就是严格恪守自己的职责,为持有人谋取收益。尽管表面上看被动投资属于“无为而治”,但实际上他每天需要重复关注众多的细微技术环节,保持高度警惕。比如,对市场变化的动态掌握、对标的指数调整变化的分析和预测,对成分股流通量变化的监测、对成分股公司行为的具体分析及可能引发股价波动的预测和申购赎回清单的编制等等,如果不细心忽略了,就是持有人的损失。”

联接基金实现了很多场外投资者投资ETF的梦想。现实中的美利坚和中国,却依然隔着几千里的云和月。

问及远在美国的妻子和女儿,我每个季度会回美国看她们。我离开美国来华安时,女儿刚刚摇摇晃晃学走路,现在已经6岁多了,不过她有时会叫我Uncle Daddy。”卢赤斌开玩笑道。不过,他经常在为她女儿在花样滑冰、游泳和芭蕾舞等方面所绽放出的天赋感到非常自豪,同时也因没能陪伴其成长感到深深的愧疚与遗憾。