

鹏华基金陈鹏：投新兴产业 赢下一个十年

证券时报记者 朱景锋

在今年4月底伯克希尔公司股东大会上，有人问巴菲特，如果他再活五十年，会选择投资什么行业，巴菲特暗示说，“我们肯定会选择一个规模庞大的行业，在科技界将出现一些庞大的赢家。”他的搭档芒格回答说：“科技或能源。”而此前，因为不了解这个产业，巴菲特一向回避科技类股票。

而在中国资本市场上，对新兴产业的投资布局正在轰轰烈烈地展开，作为基金业管理基金时间最长、投资经验最为丰富的“老十家”基金公司之一的鹏华基金也瞄准了这一最具前景的投资方向，今年该公司首只股票基金锁定为新兴产业。

我们会把资金集中投资在国民经济中成长速度超过行业平均水平的行业，这些行业往往是新兴产业。如果我们这个组合里大部分的行业增长速度能够超过国内生产总值(GDP)增速和大多数行业增速，那么我们持有的股票跑赢行业也将是大概率事件，这是我们投资的核心逻辑。”鹏华新兴产业基金拟任基金经理陈鹏说。

股市反映行业变迁 新兴产业方兴未艾

中国经济经过二十年的发展积累了大量财富，也积累了大量闲散资金，他们需要新的投向，中国经济也走到了转型拐点。在未来十年我们需要一个新的投资方向、新的消费方向，这是我们投向新兴产业的初衷。”陈鹏说。

新兴产业是着眼于未来的长期投资。作为一只产业基金，鹏华新兴产业基金并不关注经济周期或者流动性，而是要在股票涨跌的背后找出行业发展的兴衰和变迁。”陈鹏说，反观美国市场，在上个世纪20年代末期汽车开始普及，出现了一波由汽车股和无线电股带动的牛市；到上世纪

●未来十年，新兴产业的增长速度会非常快，出现大的投资机会是大概率事件，技术进步型和专利保护型新兴行业最值得持续关注和投资。

●产业基金在构建组合时首先关注的是行业的变迁，哪些行业正处于景气上升周期，哪些行业正处于景气下降周期，这是投资的起点。

●新兴产业公司往往处于成长初期，如果用白马股的标准衡量，往往不是十全十美的，因此要容忍它有一些缺憾。

60年代计算机普及，是电子股和半导体股带动的牛市，表现比较好的是IBM、德州仪器等股票；80年代市场开始追捧经营重组、抗癌药物等股票，那个时候生物医药是市场最热的板块；到了90年代则是众所周知的网络科技股时代。从美国近九十年的股市历史可以看到，每一波牛市背后都体现出一个蓬勃发展的行业，这些行业里面也涌现出众多牛股。所以产业基金就是从这些行业里面选择股票，这是它跟其他股票基金看市场不一样的地方。”

这样一个规律在中国股票市场上是否也会存在呢？陈鹏表示，九五期间，国家曾经提出十大支柱产业，包括汽车、钢铁、房地产、有色等，分析九五之后的十年里A股市场表现最佳的行业发现，2002年是汽车地产，2003年是钢铁汽车，到2007年则是煤炭有色，这些年里表现最佳的行业与这十大支柱产业有非常高的重叠性。从A股市场的历史表现看，从行业角度来选择股票或者选择表现最好的行业行得通。”

国家已经为战略性新兴产业规划了美好的蓝图并制订了一系列扶持政策。根据十二五规划，现在新兴产业只占3%的GDP比重，2015年的目标是8%，2020年达到GDP15%的比重。”谈及未来十年，陈鹏用这样一串数字来描述新兴产业的投资机会，GDP本身就会保持比较稳定的增长，新兴产业占GDP的比重将

迅速上升，因此未来十年，新兴产业的增长速度会非常快，很多相关的行业和公司也会不断地成长起来，出现大的投资机会是大概率事件。”

以成长逻辑投资新兴产业 容忍行业 and 个股缺憾美

怎样才能找到具有投资机会的新兴产业？陈鹏提出了一个比较简便的方法，看A股市场上的上家创投、PE在投什么方向，他们投资的都是仍处在成长初期的行业或者公司。统计资料显示，2010年中国创投和PE投向最多的行业是互联网、清洁技术、生物、医疗、电子、光电设备、机械制造、IT等行业。可以看出，未来投资机会将较多地出现在上述行业。”

陈鹏说，新兴产业有一个共同点，就是这些产业都有一条快速增长且能够持续多年的需求曲线。只要抓住这条曲线，就找到了新兴产业。

找到新兴产业后如何构建投资组合？“我觉得新兴产业投资的本质要遵循成长股投资逻辑。”陈鹏表示，和传统基金自上而下、关注经济周期、利率政策、流动性松紧等方法不同的是，产业基金在构建组合时首先关注的是行业的变迁，哪些行业正处于景气上升周期，哪些行业正处于景气下降周期，这是投资的起点。”

此外，还要分析各个行业发展的模式，陈鹏认为，技术进步型和专利保护型新兴行业最值得持续关注和投资。据他分析，对于技术进步型行业，技术进

步会推动成本和产品价格不断下降，一旦产品价格下降到一个临界点，需求就会呈现爆发式增长。光伏发电、风电、LED、芯片都是这个类型的行业。陈鹏目前对太阳能和LED照明比较看好。对于这类企业我们会重点关注它有没有非常强的成本控制能力，有没有一个非常强的技术能力推动成本不断下降。另外一个就是要看拐点到了没有。”陈鹏表示。

而专利保护型行业往往有非常高的行业壁垒，盈利非常高，进入者稀少，最初对应非常小的市场，比如专利药行业，包括LED上游、蓝宝石基板或者一些电子化学品，盈利非常高，但能够进入这类行业的公司也非常少，需要寻找能够进入这些赚钱行业的公司，它们是非常好的投资标的。

陈鹏认为，新兴产业投资跟成长股投资逻辑是一样的。无论是新兴产业行业还是新兴产业公司，往往处于成长初期，如果用白马股的标准来衡量，它们往往不是十全十美的，因此，要容忍它有一些缺憾，同时认清这些公司、行业的主要矛盾是什么，推动这些行业成长的主要动力是什么。有一些指标或者有一些方面不能十全十美的话，是可以容忍的，这是新兴产业个股选择上的一个要点。”

风险控制是首位 专业研究化解个股风险

新兴产业最大的特点是高风险和高回报。对此，陈鹏表示，将会把风险控制放在鹏华新兴产业基金投资组合管理的首位，越是风险高的资产，越是要把风险控制放在首位。”

陈鹏认为，新兴产业基金作为一只股票型基金，除了有和所有股票型基金共同的风险特征之外，还有一些独有风险。相对于全市场基金来说，新兴产业基金的投资范围相对比较窄，投资上会集中在新兴产业上；新兴产业投资大量依赖对新技术、新模式、新市场的判断，难度比传统产业要大得多；新兴产业的估值变化相对比较剧烈。



陈鹏，清华大学工商管理硕士，CFA，8年证券从业经验。曾任联合证券行业研究员，2006年5月加入鹏华基金，2007年3月至8月担任鹏华价值优势股票基金经理助理，2007年8月至2011年1月担任鹏华行业成长混合基金经理，2008年8月至今担任鹏华普丰封闭基金基金经理，2011年1月起兼任鹏华中国50混合基金基金经理。

对于防范行业集中的风险。陈鹏表示仓位选择和个股选择仍然是有效的风险控制手段，在新兴产业出现集体泡沫的时候，普通股票基金往往会转投其他行业，而我们是降低仓位。另外，在行业配置上，分散风险方法跟全市场基金不太一样，全市场基金可能会在周期性行业、非周期性行业做一定轮换和配比来控制风险。而新兴产业基金不同，将会选取处于不同发展阶段的行业进行配置，通过不同行业在时间轴上进行分散来控制风险。也会控制持仓股票加权平均估值水平来控制风险。”

怎么化决策或个股选择风险。陈鹏表示，没有任何捷径，只有深入研

究，做好事前控制，个股选择的风险完全靠研究来化解。”

实际上，对于成长股投资，陈鹏具有非常成功的经验和骄人的业绩。陈鹏于2007年8月至2011年1月管理鹏华行业成长基金，该基金也是以成长股作为投资思路的基金，在2008、2009、2010年分别经历了大幅下跌、大幅上涨和大幅震荡的股市情况下，鹏华行业成长经受考验，三年平均收益率水平超越了市场上绝大部分基金。

陈鹏最后说：“下一个十年一定是新兴产业在中国经济舞台上绽放的十年。未来十年，我们要赢得股市的投资，会投在新兴产业上。”

聚焦 FOCUS 中欧基金固定收益团队

编者按：中欧基金固定收益类产品两年内从一到三，伴随着产品的扩容，固定收益团队也从单兵作战到五人小组。

打造一支强大的投研团队是中欧基金公司发展的根本性战略。目前中欧基金投研队伍已占员工的1/3。而固定收益团队的建设，也随着产品的发展而不断提速、扩容。据介绍，目前中欧基金固定收益团队已经形成宏观、交易、信用评估分析、基金经理以及助理等多层次人员架构，后续投资经理也正处于招聘之中，团队将得到进一步充实。

聂曙光：等待债市小牛到来

证券时报记者 程俊琳

两年时间，从中欧稳健收益到中欧增强回报，再到近期中欧鼎利分级债基的发行，从一级债基到二级债基，从开放式债基到封闭式运作债基，再到现在的分级债基，中欧基金在固定收益类产品布局上表现积极。

聂曙光作为中欧基金固定收益部的核心人物，承担着领路人的职责。自进入公募行业以来，聂曙光慢慢对自身角色有了越来越清晰的认识。这个领域的投资，是要为投资人带来切切实实的回报，因此他以稳健投资为第一要务。

经济增速已出现向下苗头

去年以来中国经济表现较好，但通胀压力随之上升，而随着前期调控效力逐步显现和经济增速回落，中国经济或将逐渐进入类滞胀阶段。”聂曙光观点十分明确。

他认为，目前部分数据已经显示出中短期内中国经济增速可能趋缓，如采购经理人指数(PMI)4月份为52.9%，环比回落0.5个百分点，制造业PMI指数经过3月短暂回升后再次回落。

而下游的汽车、住房等销售端近期已经出现下降，特别是汽车4月份销量下降很快；上游大宗商品、电力以及中游水泥、钢铁等出现了供不应求或者涨价现象。按照格雷厄姆的观点，股票真正上涨趋势形成，不但要道琼斯工业指数上涨、道琼斯的运输指数也要上涨。因此，如果下游经济未来持续低迷，最终对上游的拉动作用会减弱，上中游经

济增速也将放缓。”

不过，对于经济中长期增长并不需要担忧，政府可以通过放松调控政策来进行调整。但中短期来看，经济增速向下苗头已经比较确定，并且会持续一段时间。”聂曙光认为。

未来加息空间有限

通胀一直成为困扰投资者的最大问题，在聂曙光看来，当前通胀向上的势头已经得到遏制，有些结构性指标已经出现下降。受翘尾因素影响，预计6-7月份CPI同比涨幅存在再创新高的可能，但下半年通胀可能出现下行趋势。”他分析认为。

事实上，从能反映通胀发展趋势的领先指标来看，中国人民银行的物价预期指数从历史来看一直是领先于居民消费价格指数(CPI)，该指数2月、3月出现高点，目前已经拐头向下。PMI指数中的分项指数——购进价格指数创下高点后调头向下，这一指数曾在去年下半年CPI上涨之前率先上行，因此他认为，如果历史规律成立，CPI压力在下半年可能会缓解。整体来看，中短期内通胀压力有所缓解，市场上目前的观点有“前高后低”或者“前高后不低”，这两种可能性都存在，但是下半年再创新高的可能性不大。”

聂曙光认为，未来利率调控空间不大。数量调控工具可能会比较多地应用，主要是对冲热钱，这对市场的影响是中性的。同时，市场对于使用汇率工具预期比较强烈，通过人民币加速升值来缓解通胀压力，维持紧缩政策。”

债市或迎来小牛

经济增速较之前下调，通胀维持高



位，这种“类滞胀”阶段或许会延续一定时间。因此聂曙光认为，目前债券市场正处于底部区间，继续下跌空间有限，目前反而是较好建仓时期。未来可能进入“小衰退”经济阶段，债市可能会进入小牛市。”

针对在发的中欧鼎利分级债基，他的投资逻辑非常清晰，由于权益类产品表现尚待观察，固定收益类资产值得看好，在这种即将来临的投资机遇面前，聂曙光表示，对于新基金的20%股票仓位并不会进行标配，而是以追求绝对回报为目标，只有在确认“债能股牛”时才会加大权益类资产投资，去平衡组合收益，不会盲目追求二级市场配置比例。

具体到债券投资策略上，他表示近期应该关注通胀预期拐点什么时候出现，而从现在来看，这个拐点有即将来临的迹象。目前以防御型策略，持仓结构上以低久期、高票息的债券为主，同时关注通胀拐点何时来临。”聂曙光最后总结。

聂曙光出身于被誉为债券投资“黄埔军校”的南京银行，“决策果断与市场敏锐性”这一标志性风格也深深影响了聂曙光的投资风格，在债券基金的大类资产配置上具有前瞻性，当他预见债市投资机遇出现时，果断利用杠杆，放大债券投资收益。

而对于股票仓位的配置，聂曙光则秉持绝对收益策略，他认为，股票可以当做西药，效果一下子出来了，有可能副作用也比较大，而债券投资就像中药，药性会比较温和，要慢慢调理。

赖海英：做立足研究的投资者

证券时报记者 程俊琳

银行抑或保险，通常是公募基金债券投资人才的主要来源。与银行系出身的聂曙光不同，身为基金经理助理的赖海英成长于保险这一大市场。不同的成长环境，带来了不同的思考侧重点，不同的风格汇聚在一起，融合互补成为中欧基金固定投资团队，发挥起1+1>2的团队优势。

人才转型理念先行

“公募基金对投资的要求更高，我们要为投资人负责，更要被动追求相对收益。”和过去不同，由于保险的资金量大，不同保险公司会将不同比例的资产分成权益类投资和固定收益配置，而权益类投资则归属不同部门，对债券投资而言，这种纯粹的债市投资显然更为简单。“公募基金中，有的二级债基还要求基金经理不仅需要研究债券投资，更需要在大类资产配置基础上，适当时候进行权益资产配置，这无疑增加了基金经理投资的难度。”赖海英总结。

不过，对于无论是来自银行还是来自保险的债券投资经理而言，投资都是融会贯通的工作。在这个市场时间越长，就越能对市场有感觉，这也是投资的资本。”赖海英告诉记者，这其中不仅包括长时间投资经验的积累，更重要的是对趋势的把握能力，对债券交易来说，还有市场资源的积攒，这无疑为投资提供了更多助力。

重研究轻交易

学数学出身的赖海英更喜欢做研究，在熟悉公募基金投资环境之后，她一直在思考进行归因分析，利用各种因素测算交易对业绩的贡献度。因为，她认为自己不是交易型的投资选手。

据她介绍，目前债券投资所做的

赖海英认为，以低风险为特征的债券基金应追求绝对收益，实实在在为投资者追求每年的稳定收益，力争跑赢通胀以实现财产增值。这一想法与聂曙光不谋而合，也成为了中欧基金固定收益团队的共识。

学数学出身的赖海英在债券投资上充分发挥自己数量分析的优势，她考虑采用归因分析，利用各种因素测算交易对业绩的贡献度，寻找市场中的机会，通过客观的市场数据，结合自己的投资经验，寻找更多具有绝对把握的投资机会，以降低基金投资中所面临的的市场风险。

久期把握，实际上也就是债券基金的大类资产配置，例如对仓位的控制以及久期调整等。这种久期是指债券投资组合整体的期限，但实际上，组合内的久期有着更多复杂因子，因此更需要细致的因素分析，以反推影响债券基金业绩的重要因素。”

虽然现在只是设想，但赖海英认为，从一般逻辑推导，交易对基金业绩的贡献度不会很大。毕竟交易所要去判断的“底”或“顶”实际上难以绝对判断，这其中就可能造成很多无效交易，反而拖累基金业绩，研究是可以提供基金业绩附加值的工作，这也是这位数学出身的投资经理异常注重研究与归因测试的动力所在。在公募基金的长跑投资历程中，长期持续的业绩回报才是她追求的终极目标。