

融通内需驱动基金经理鲁万峰：

## A股市场正走出低谷

证券时报记者 方丽

鲁万峰是位风格鲜明的基金经理，公司内部人士评价他，长于从基本面出发并结合市场趋势选择资产，对看好标的敢出重拳。

鲁万峰的投资风格是他16年投资经历的凝练，他属于“全能型”选手，不仅在券商、保险、基金三类机构都任职过，也从事过研究、交易、投资三种工作，因此他能更深刻、透彻、全面地理解资本市场，遵循自己的投资风格。

展望下半年，鲁万峰认为市场正逐步走出低谷，看好水泥、煤炭、家电等板块。

### 市场估值处低位 资金面看到曙光

市场最悲观的时候正在过去，放眼未来一至两年，目前处于市场相对低位。”鲁万峰对市场中长期走势比较乐观，他认为目前市场的决定要素有三，经济面、资金面以及估值水平，前两项更为重要一些，目前资金面正逐渐明朗，而经济面还有待观察。

对于资金面，鲁万峰表示，自有货币数据以来，目前是货币最紧的时刻。他特别选择了用超额货币供应量来量化考察“货币从紧”的程度。所谓超额货币供应，就是超过了实体经济均衡货币存量的货币供给，表现为货币供给减去货币需求。自有货币数据历史以来，中国一直存在超额货币供应现象，超额货币供应历史数据一般在5%至10%之间，2009年货币扩张时曾达到21%，但今年货币紧缩以来已快速跌落至0值水平，5月份甚至转为负值，6月份重又转为0值。

5月份超额货币供应为负数，这意味着流通中的货币量不足以支持实体经济正常使用，更不可能满足虚拟经济的货币需求，这将严重阻碍实体经济的发展。”鲁万峰解读道，通胀维持高位导致了货币政策史无前例的紧，目前虽然通胀仍然是政府面临的主要矛盾，但政府已重提“控物价”和“保增长”并重，显示政府不能容忍经济硬着陆，因此紧缩政策放松就不会很快，至少不会更紧了，而且这将逐渐成为市场一致预期。目前市场反弹就是因为紧缩预期修复，导致场内资金开始活跃，市场在资金面上看到了曙光。

对于经济面，鲁万峰主要考察两个层面，一是宏观经济整体运行情况，另一个是上市公司的盈利水平。

这两个方面并不明朗。”他坦言，目前各项宏观经济指标都在回落，但回落幅度比预想的好，现在市场最担心的是分析师整体下调上市公司盈利预期，市场必将再度往下寻求支撑，因此现在说市场存有大机会还尚早，这需要上市公司中报逐步披露来明确。

目前宏观经济回落主要是去库存导致的，而本次去库存的周期可能较短，因此三季度可能迎来一个相对低点，此后配合紧缩政策缓解，宏观经济可能回升。”鲁万峰表示，经济、调控、物价，这三者互相牵制的，是一个博弈的过程，因此基金投资还需边走边看。

对于估值水平，鲁万峰认为“合理标尺在各人心中”，即并不存在一个标准尺度，但可以通过横向、纵向较来寻求心理支撑。数据显示，目前沪深300动态估值水平在12、13倍，纵向看，处于历史相对低位，仅次于2005年市场900多点的水平，横向看，与欧美等成熟市场相比，也不算很贵。鲁万峰认为，以12、13倍的估值水平并结合经济面和资金面走势，向上修复空间大于向下空间。出现整体市场估值在10倍以下的概率很小，这在2008年最困难时期也没有出现过。”

综合经济面、资金面、估值水平三方面因素看，鲁万峰认为，虽然短期市场很快反弹上去并不现实，但市场机会已悄然来临，主要看7月通胀水平的发展、宏观经济数据，以及上市公司中报业绩，关键时间点可能在8月中下旬。

### 从“投资”看投资机会 青睐水泥煤炭家电

市场单边向下风险不大时就存在结构性机会，下半年应该是仗仗可打了。”鲁万峰分析，就驱动经济的“三驾马车”投资、消费、出口而言，在国内高储蓄率持续的大背景下，由于消费平稳、净出口贡献趋于下降，储蓄缺口将主要由国内投资来消化，由此可以预见今后较长的经济转型期内投资仍将在我国经济增长中发挥主导作用，因此他认为下半年要从“投资”里寻找投资机会。

鲁万峰进一步分析认为，目前无论是公共投资需求、还是私人投资需

求都比较旺盛，就投资驱动力而言，短期依赖公共投资的拉动力，而长期要看私人投资的爆发力。

就长期投资驱动力来看，数据显示，目前非金融性企业净资产收益率（ROE）水平处于历史高位，因此企业的自主投资冲动比较旺盛。而且，随着劳动力成本上升，为了提高劳动生产率，企业设备的更新需求增加，将迎来新一轮10年左右的朱格拉周期，可见长期来看私人投资的需求旺盛。近期私人投资数据有所下滑，主要是被信贷紧缩政策压制住了，一旦政策有所放松，可能会出现一个较大的爆发。”鲁万峰分析。

就短期投资驱动力而言，鲁万峰比较看好公共投资，尤其是保障房和水利建设。从保障房建设看，既可以解决民生问题，又能拉动经济，目前保障房今年要完工400万套，投资1.3万亿，这对经济拉动作用毋庸置疑。而政府对水利的支撑力度也非常大，建国六十年来第一次以中央名义公布“1号文件”强调水利建设。目前水利投资正处于规划阶段，尚未真正启动，他预计最快到今年底或明年上半年可以看到水利投资对经济的拉动作用，水利也将成为保障房建设之后的第二个驱动力。

下半年可以从保障房和水利建设中挖掘投资机会。”鲁万峰表示，将重点布局在风险释放后的行业景气向好、业绩透明度高、估值可提升、机构低配的投资类品种。他比较看好水泥、煤炭、家电（空调）等行业机会。以煤炭行业为例，他认为一方面从市场过往风格来看，由于运输瓶颈，煤炭属于稀缺性资源，尤其是焦煤品种，往往是流动性改善后估值提升最先受益的品种。另一方面从基本面来看，煤炭行业的业绩确定性强，而且大多数煤炭企业是“大集团、小公司”，资产注入预期较强，加上煤炭企业的资产注入很少一次性完成，市场会不断地给予关注度，而目前机构却普遍低配。

此外，鲁万峰还表示将关注成长股。去年市场对成长股预期太高，而随着一季报、中报的披露，其中相当一部分伪成长股暴露出来，对这些创业板、中小板股票估值是必要的，而在泥沙俱下之下，有实际业绩支撑的成长股值得重视，是该捡起来的时候了。”

### 全能型基金经理 坚持长期投资

鲁万峰的投资风格是他16年丰富

投资经历的凝练。

不同于一般从研究员升为基金经理的老路，鲁万峰是一位“全能型”的基金经理，经验丰富。他的履历表显示，他在证券公司、保险公司、基金公司都任过职，而且任职时间都不短，在券商工作了4年，在人保资产工作了5年，而自2006年加盟融通基金，他现在也有了接近6年的基金公司从业经验。不仅如此，他的职业角色也在不断变化，在研究、交易、投资岗位都工作过，甚至还曾在交易所做过“红马甲”。正是他资本市场的各个环节都经历过，让他对投资有更深刻了解。

熟悉鲁万峰的人评价他：内敛、干脆、独立研究。这也正如他的投资风格：偏长期投资理念，不追求短期交易，对看好的品种敢于出重拳。“我会对看好的东西长期投资。”鲁万峰对目前基金投资的机构散户化颇有微言，直言自己崇尚长期投资，偏爱在大的宏观判断下，去探寻行业机会，再挖掘出有竞争力的公司，最后根据估值水平、市场情绪等，选择投资标的。更具特色的是，他在选定好投资标的后，就会出重拳，集中度一般比较高。从2011年基金二季报来看，融通内需驱动的持股集中度达到73.7%，前三大重仓股持股比例均超8%。

鲁万峰表示，投资往往是一个舍弃的过程，他大多数时候持有股票的只数不多，并根据市场不断舍弃。我不会随波逐流，也不会去学别人做市场自然权重配置，那样做效果也不好。”

有趣的是，从事过交易工作的鲁万峰不愿做“交易型选手”。他表示，正是因为他自己当过交易员，他和同事的亲身经历让他明白，做短线交易是不会带来明显的超额收益的，因此他反对频繁的短线交易。

鲁万峰践行着自己的投资之道。在券商自营、保险资产管理等公司和基金公司的投资经历中，大规模的资金都管理过，但无论规模大小，我都是如此投资，不会因规模大小而飘忽。”

有时候投资就是经历累积而成的感觉，因为影响市场走势的因素太多太复杂。”鲁万峰表示，他将坚持并继续完善自己的投资之道。持股集中度偏高可能导致净值波动性大，他也在采取各种策略减少波动性，“我在判断市场无趋势性机会后会控制仓位，只做看得准的股票。”



●以12、13倍的估值水平并结合经济面和资金面走势，向上修复空间大于向下空间。出现整体市场估值在10倍以下的概率很小，这在2008年最困难时期也没有出现过。

●虽然短期市场很快反弹上去并不现实，但市场机会已悄然来临，主要看7月通胀水平的发展、宏观经济数据，以及上市公司中报业绩，关键时间点可能在8月中下旬。下半年可以从保障房和水利建设中挖掘投资机会。

## 本轮消费品投资机会近尾声

证券时报记者：您怎么看下半年通胀形势？

鲁万峰：6月份居民消费价格指数（CPI）可能是个高点，但7月份情况还很难说。不过因为去年基数较高，四季度CPI可能会下来，通胀的拐点可能会出现。对这两月CPI较高的元凶——猪肉因素不必太过担心。

证券时报记者：您如何看待消费品，目前估值是否依然很高？您会如何投资？

鲁万峰：我目前不太看好消费品，本轮投资机会基本接近尾声，这主要是因为估值问题。消费行业属于稳定增长类行业，市场习惯性给予消费品高估值，但随着竞争的激烈和行业的成熟，预计很难再现前几年高盈利增长的消费

品中脱颖而出，行业整体估值水平提升空间有限；其次，消费股的相对估值水平也不低，以白酒行业为例，此前这类行业的估值是整个市场估值水平的1.7、1.8倍，而现在都在2倍之上。

值得注意的是，现在白酒行业竞争格局与之前不同，2007年高档白酒一般认为仅4种，而现在每家酒类公司都有自己的高档白酒，每家都想把量做起来，这必然会增加投入。而且，即使消费需求提高，可能也没有供给量增加得快，新进入的企业会与老企业争抢市场份额，行业难免进入一场混战。中级酒竞争格局更加惨烈，白酒类企业的整体盈利增速会下降。即使个别公司有明显的改善，可以带来短期（一两年）的增长，但难以带动整个白酒行业的盈利高速增长。（方丽）

## 长信基金付勇 不走寻常路

证券时报记者 海秦

基金经理在外界看来光鲜照人，在付勇眼里却是一个枯燥的群体。曾有7年教师经历的他，至今仍执着地怀有一种教师情结。他喜欢送各种各样的书给不同的朋友，每晚十点关机休息，盘中基本无交易指令……不走寻常路，成了付勇投资上获得超额收益的不二法宝。

### 再造长信风格

2010年下半年，付勇从东方基金空降长信，主管投资。在投资上沉寂许久的长信基金，今年上半年开始发力，长信基金旗下5只普通股票型基金今年以来表现可圈可点。Wind数据显示，截至2011年7月15日，长信量化先锋今年以来收益率为5.68%，在10只量化基金中排名第二，在238只普通股票基金中排名第三；付勇掌管的长信金利今年以来收益率为4.18%，在238只普通股票基金中排名第六。除了上述两只产品，另外3只股票型基金长信银利、长信增利、长信恒利也全部进入同类型基金的前35%。

从近期公布的基金二季度报告看，精选个股是付勇的强项。上半年头号重仓股TCL，前十大股东中仅有长信金利基金1只公募基金，去年底就持有TCL的长信金利在一季度持续加仓，到二季度末持股比重已高达6.55%。敢于重仓买入别人所没有的冷门，可谓付勇的一大特色。事实上，从担任基金经理以来，付勇每年



付勇，金融学博士，北京大学金融学专业博士研究生毕业。曾任中国建设银行个人金融业务部主任科员、华龙证券投资银行北京总部副总经理、东北证券北京总部总经理助理、东方基金副总经理。2006年1月至2010年2月任东方基金管理公司东方精选基金经理，2008年6月至2010年2月任东方基金管理公司东方策略成长基金经理。2010年3月加入长信基金管理公司，现任长信基金副总经理、长信金利基金经理。

都能够挖掘出一些超级牛股，如2006年发掘农产品，2007年买入ST信息，2008年的攀钢钒铁，2009年的福田汽车，直到2011年的TCL，均有超出市场的表现。

付勇表示，随着市场越来越有效，一些好的股票很快就能被市场发现、认同，要取得超额收益越来越难。因此我现在的操作与之前很大的一点不同就在于，加强了大类资产配置的力度。”他透露，业绩出色的

原因除了精选个股以外，在一季度做了三四次波段，均取得了正收益。进入二季度，基金整体操作并不频繁。但在市场大跌后仓位则从4月初的70%左右迅速提升到90%以上，市场节奏把握准确。

### 投研体系基本成型

付勇称，到长信基金之后很长一段时间，都在致力打造一个新的投研体系。现在已经基本成型。原先投研很

大的一个问题是投研分离，并且是严重分离。我做的很重要的一点就是投研一体化，从基本的规章制度开始梳理，然后是人员的再分配，将投资、研究的资源整合，信息互通，达到资源利用最大化。”

投研一体化，还表现在对研究员的考核上。付勇表示，研究员的定位，此前一直处于模糊地带，对研究的定位不清晰，研究员吃“大锅饭”现象比较严重。市场普遍的观点是，基金的研究是买方研究，券商的研究是卖方研究，这当然没有问题，但这个定位并不够。把基金的研究定位为买方研究，是站在第三方的角度来看，但如果从公司内部角度看，基金的研究应该是卖方研究，你的研究报告直接受众是基金经理，是为投资服务的。因此我们对研究员的定位是，对外是买方研究，对内是卖方研究。有了这个定位之后，对研究员的考核也就很明了，卖方券商的研究考核都是由买方打分的，内部的也是一样，由基金经理打分，而买方的考核主要看排名，所以我们的研究员也会有排名，根据排名确定奖金分配，第一名和最后一名奖金差距可能高达十几倍。”

同时，基金经理的产生也不是拍脑袋决定，而是通过全公司公开、透明的竞聘来选拔。

### 投资没有捷径

曾几何时，热衷S股的付勇曾被冠以“S股大王”的称号，对此付勇并不认同。风格激进，无非是重仓了别人不太买的股票。但我觉得作为一个基金

●此轮上涨依然只是反弹行情，随后会继续震荡走势，下半年可能没有太大的机会，但风险也不会太大。下半年政策对投资的影响至关重要，需要密切关注。

●消费和新兴产业是两大关注方向。消费中的食品饮料、纺织服装等都看好，而新兴产业中的公司质地差别非常大，好的可能麻雀变凤凰，差的可能血本无归，需要具体研究。

经理或者投资者，投资上一定要有跟别人不一样的东西，否则不可能有超额收益，即使公募基金要相对收益，但还是要看超额收益的来源。”

他进一步解释，“外界觉得我持股另类，是因为大家看到我有的重仓股不同主流，但其实我买的绝大多数股票跟大家都是差不多的。别人有的我也有，只不过有那么几只可能是别人没有而我又比较重仓。而且我以前偏精选个股，配置做得较少，更容易将个人风格放大。”

对于精选个股的诀窍，付勇表示，没有捷径可走，需要逐个具体地去分析。大家关注太多的股票一般很难有超额收益，所以要看别人不太关注的，这样范围就会缩小很多。但即使这样，也要老老实实地去研究。”找到了一只好股票，还要能够拿得住，“我持仓中持有半年以上的股票占大多数，除非有些涨得太快，很快就到了目标位。”

付勇表示，投资不是一时冲动，而是经过了严密的研究。我基本十点钟就关机休息，所有的指令基本都是盘前指令，这么多年一直如此，基本没有盘中交易指令。”

### 看好消费和新兴产业

对于未来市场的判断，付勇认为，此轮上涨依然只是反弹行情，随后会继续震荡走势，下半年可能没有太大的机

会，但风险也不会太大。下半年政策对投资的影响至关重要，需要密切关注。

付勇认为，经济政策可能会放松，但放松的幅度不会太大，需要看通胀是否控制住。从通胀来看，下半年通胀可能下行，但下行幅度不是预期中那么大。”他表示，通胀下行的逻辑主要是基于对整个宏观经济的判断，经济下去了通胀自然会下去。尽管有观点认为导致通胀最大的主因是猪肉价格，但付勇认为，猪肉价格只是因素之一，同时可能不是最重要的因素。

猪肉价格对推高通胀有影响，但同时还要考虑人的价格，劳动力成本对通胀的推升可能更大，比如现在找保姆需要两三千。同时，劳动力成本相对是刚性的，上去了就很难下来。”付勇说，输入型通胀的因素尚难以排除，随着国外经济好转，需要考量这方面的因素。此外，从历史经验来看，食品和日用品价格下半年上涨的概率比下跌的概率大，因为下半年节日较多，需求比较大。

基于震荡市的判断，付勇认为消费和新兴产业是两大关注方向。消费中的食品饮料、纺织服装等都看好，而新兴产业中的公司则属于典型的需要自下而上研究的公司，公司质地差别非常大，好的可能麻雀变凤凰，差的可能血本无归，需要具体研究。”对周期类的行业，付勇认为可能存在阶段性行情，但很难有持续性的行情。