

平安大华颜正华：适应通胀 迎接“成长”

证券时报记者 余子君

如果您对2008年的金融危机还记忆犹新的话，那么颜正华这个名字您一定不会陌生。2008年上证指数下跌超过60%，而颜正华掌舵的华夏回报仅下跌不到25%，在同类型基金中排名第一，一战成名。2009年上半年颜正华离开华夏基金，加盟平安大华。进入平安大华后，颜正华避开了镁光灯的追逐，开始潜心搭建投研团队。

虽然离开了公众的视线，但颜正华并没有远离证券市场。进入平安大华以后，颜正华一方面积极组建投研团队，另一方面也同时进行实战演练。据了解，平安大华基金的投研团队在筹备期间曾经运作过两个模拟账户，一个是纯股票账户，不做选时，100%满仓操作，2010年累计绝对收益率达9.5%，超越业绩比较基准沪深300指数19个百分点，考虑到纯粹是选股超额收益这个成绩还是相当优异的。另一个账户是做绝对收益，管理仅半年时间取得了超过13.5%的绝对收益率，特别值得一提的是，这个账户始终保持了较小的波动率，在颜正华管理期间，净值从未低于0.997元。

多年沉淀热爱“成长”

面对骄人的投资业绩，颜正华笑称，并没有什么投资秘籍，只是对成长股情有独钟而已。而颜正华本身的从业经历也是一部不折不扣的“成长股”崛起史。

1998年颜正华复旦大学国际经济学硕士毕业后在中兴通讯工作，两年后进入证券业，先后任职国海证券、江南证券以及华夏基金。这期间，颜正华从研究员做起，凭借在实业领域积累的经验和卓越的投资眼光，很快便成长成为一名优秀的基金经理。

在颜正华看来，成长股简而言之就是企业未来的成长空间一定要广阔、成长速度一定超越同业，这样的公司必须满足三个条件：首先是公司的产品或服务要有巨大的成长空间，通过研究和分析，未来3-5年成长空间至少要2倍以上的公司才能是成

长股；第二是成长速度在行业中要位居“先锋”，未来3年公司的复合增长至少要达到20%，最好在30%以上，当然能达到50%~100%以上更好；第三是要有独特的商业模式，成长模式的逻辑一定要成立。最后是市盈增长比率（PEG）不能大于1倍。颜正华表示，如果PEG在0.5-0.8或更低就最好，也就是说现在以30倍市盈率来购买一个公司未来复合增速50%的公司就是一笔好的交易。目前市场上较为流行的是市盈率（PE）来评估股票的价值，与PE指标相比，PEG是在PE估值的基础上发展起来的，它弥补了PE对企业动态成长性估计的不足。一般来说，当PEG等于1时，表明市场赋予这只股票的估值可以充分反映其未来业绩的成长性，当PEG大于1的时候，则表示这只股票的价值可能被高估，如果PEG小于1则表明这只股票很可能被市场低估。

对成长股的偏爱以及由此引发的长期关注也让颜正华在过去的投资生涯中受益匪浅。印象最深的一次成长股投资就是格力电器，投资这只股票在我过去在华夏基金的投资经历中为我的组合带来了丰厚的回报。”说起这段经历，颜正华的话里至今还留露出一些当年成功的喜悦。

当问到成功投资成长股最难的是什么？颜正华笑称，最难的莫过于公司的成长速度太快。他表示，如果公司成长速度太快，二级市场涨幅过大，心里就会发虚，一旦出现回调，很有可能被洗出局，错过后面更大的行情。”要想避免这种情况发生，颜正华表示，唯有扎实的调研，对上市公司更长期的发展前景有较为清晰的把握才能避免。在投资格力电器之前，我做了大量的调研工作，不仅多次去格力电器走访，包括格力电器20多个经销商和竞争对手也一一进行了详细调研，最后才决定出手。”

虽然在成长股上获益颇多，但颜正华并非从一开始便是成长股的拥趸。颜正华表示，虽然是金融专业出身，但是刚进入这个行业时，对投资也是在不断摸索中开始，起初也看了大量投资方面的书籍，巴菲特、索罗斯、彼得林奇、费希尔等投资大师的

书籍均一一研读过，也在实际操作中去按照这些投资大师的投资方法一一试验，经过了多次实践后，最后才发现自己更认可费希尔的成长股投资理念和二级市场的投资方法。

适应通胀迎来牛市

谈到下半年A股市场的走势，笃信成长股的颜正华表示，在今年的伯克希尔·哈撒韦公司股东大会上，巴菲特说过，在纸币时代，对于投资者来说，通胀是不可避免的，尽管大家都痛恨通胀，但是我们要做的应该是适应通胀。我个人非常赞同这个观点，投资者适应性往往都是很强的，今年市场表现不佳，主要是由于投资者对通胀忧虑过度，未来只要适应通胀，牛市也就不远了。”

颜正华表示，与上半年相似，下半年通胀依旧会成为影响市场走势的最大不确定因素。他认为，目前A股市场的估值已经处于历史低位，安全边际已经很高，相当具备投资价值。但是由于投资者对通胀的担忧情绪还是很浓厚，这将成为市场上涨的阻力。颜正华预计，下半年居民消费价格指数（CPI）同比应该会有所下降，但是从环比来看降幅不会太大，因此，整个下半年通胀可能都会处于一个较高水平，政策环境也会相对偏紧。

投资者之所以如此惧怕通胀，主要是因为担心持续的高通胀会带来证券市场的持续低迷。”颜正华表示，2008年由金融海啸引发的市场巨幅下跌的背景之一即是2007年下半年高达6%的通胀率，而当年6月CPI再度超过6%的时候，又引发了投资者的担忧。高通胀让很多投资者“一朝被蛇咬、十年怕井绳”。这种惧怕程度，和2003年人们对非典的惧怕如出一辙。事实上，非典并没有带来世界末日，经济照样发展，而股市调整之后会继续前行。经历过了的事情，就不再害怕或兴奋，没有经历过的事情，就会异常紧张和兴奋，这就是股市投资者的心态，正是这样的心态造成对预期的变化，就会带来股市或股价的大幅下跌或上涨。”说到这里，颜正华笑了笑，举了下面的数据和例子来说明他对通胀和股市投资的理解。

其实，无论从中国历史还是美国100年的历史来看，通胀一直是存在

的，投资者都无需过度忧虑通胀。”颜正华表示，从历史看，中国曾多次处于高通胀阶段，建国初期、20世纪50年代末60年代初均处于较高的通胀水平下；20世纪80年代末期到1995年，中国更是经历了恶性通胀阶段，当时通胀水平一直维持在10%以上甚至超过20%；接下来便是2007年以来的这一轮高通胀。而美国也同样经历过高通胀阶段，从1945年到现在，经过多次通胀，其中1974年至1984年美国更经历了一个连续10年左右的恶性通胀阶段（CPI一直平均在10%）。但是美国股市总体回报惊人，道琼斯指数从40多点上涨到了现在10000点，上涨了250倍。美国投资者经历过多次通胀，已经适应了通胀的起起伏伏，巴菲特数十年如一日执著于投资于成长股为其投资人获得了丰厚回报，其回报率远远战胜了美国通胀水平。而现在中国股市投资者还不能适应通胀。如果未来一段时间中国的通胀水平能相对控制在3%-5%之间，而A股现在这么低的估值水平，投资者需要做的就是学习美国人的乐观心态、学习巴菲特的选股技巧，适应通胀，挖掘成长股。”颜正华表示。

●在纸币时代，通胀是不可避免的，尽管大家都痛恨通胀，但是我们要做的应该是适应通胀。今年市场表现不佳，主要是由于投资者对通胀忧虑过度，未来只要适应通胀，牛市也就不远了。

如果以一种动物形象来比喻优秀的基金经理，你会想到什么？相信不少人都会想到狼。但是初识颜正华，淡淡的微笑、不急不缓的语速、谦逊的态度，让记者很难将他与狼联系在一起。深聊下来，不难发现，对于投资，颜正华身上确实拥有那种像狼一样的果敢和进攻性。

“我是比较喜欢公募基金这种排名机制的，因为这会让我时刻保持一种战斗的状态，虽然排名也会给我带来困扰和压力，但是我更乐于将这种压力转化为动力。”颜正华直言不讳，人是很容易滋生懒惰情绪的，排名机制会让他投资的道路上不断学习，成为他对抗懒惰最有力的武器。

其实，投资从某种程度上说拼的就是研究，2000多家上市公司，确实不容我们半点松懈。”颜正华感叹道，而且现在市场上的机构投资者越来越多，基金经理只有比其他人付出更多的努力，做更深入的研究，才能领先一步发掘出牛股。



一位喜欢排名的基金经理

业余时间，颜正华特别喜欢下围棋，也曾经在大学时代担任上海交大围棋协会主席，获得过上海交通大学和复旦大学围棋比赛的冠军，但是自从担任平安大华投资总监后，这个爱好也被闲置了。已经有3年没有下围棋，技术都生疏了。不过做股票投资，每一次决策，就如同紧张的围棋比赛中的下一手，均需要从决策树角度进行最优化的决策，绝不能像业余爱好者那样随意发挥。随意发挥，很可能将之前的全部成果毁于一旦，而这是投资中最大的忌讳。这就是过去职业化的围棋训练给我现在投资上最大的帮助吧。”颜正华笑称，当基金经理和下围棋都是从事高强度的脑力活动，平时工作时间已经是强度很高，下班后就不想再过多思考了。

确实，颜正华加入平安大华后，不仅要担任基金经理，还担任了公司的投资总监，肩负公司投研团队建设的重任，与之前相比，他更忙了，也许下围棋对他来说也算一种奢侈吧。（余子君）

纽银基金闫旭：回归投资的本质

证券时报记者 海秦



闫旭，几年前就认识的美女基金经理。在上海环球金融中心纽银基金会议室，她谈吐中蕴含冷静。从华宝兴业明星基金经理到如今纽银基金投资副总监，她完成了华丽转身。新的平台，闫旭看待市场，依然保持原有的质朴和淡定。2011年做投资，应该回归投资的本质，就是找好公司，赚企业盈利的钱。”

经济转型酝酿结构性投资机会

中国经济正面临着前所未有的新形势，“十二五”规划勾勒出了中国经济第二次转型的蓝图。在闫旭看来，尽管经济转型中阵痛不可避免，但不低的经济增速下，依然蕴含长期的投资机会。每一轮的经济演变方式都不同，对应的投资机遇也不同。尽管近几年中国经济不可能复制上一轮周期那样波澜壮阔的产能扩张，但随着“十二五”规划对经济转型的蓝图公布，中国经济仍将呈现出结构性机遇。每年保持8%以上的国内生产总值（GDP）增幅在世界范围看并不低，宏观经济数据相对平稳，社会整体就业水平稳定，如果通胀可控，宏观经济仍将保持平稳运行。”

对通胀的认识，闫旭表示，不能期望回到以前的通胀水平，要对一定程度的高通胀保持容忍度。这一轮引起通胀的因素跟以前是有所区别的，最根本的原因在于劳动力成本的上升。除此以外原材料成本上升、运输成本上升等都会反映在产品价格中。被低估的要素价格的恢复将是一个长期的过程，因此通胀的压力会在较长时期内存在。但货币政策从来不

是消灭通胀的杀手，效率的提升才是最终解决通胀的根源。”

在高通胀、经济转型背景下，闫旭判断A股市场总体将呈现震荡的格局，如果能够较好把握结构性机会，会带来较高的超额收益。她分析指出，判断证券市场是结构性机会，这是由经济本身结构转型决定的，并且这种态势不会是短期的，因为经

济发展有其自身的规律，产业结构的变迁不是一蹴而就的，而是循序渐进的过程。因此判断市场未来的走向，必须厘清经济转型期的规律。”

闫旭指出，伴随GDP的高速增长，出口导向型的中国经济也显现出隐忧：高产出严重依赖于高投入；国内消费水平偏低；生产要素价格低估；区域发展不平衡；以及资产价格过快上升带来部

分地区产业空心化等。以往的模式已无法为中国未来的可持续发展提供足够的保障，中国的经济社会发展状况已没有更多的空间来承担旧的增长模式所带来的压力。

闫旭认为，面对粗放型经济增长的不可持续性与失衡问题，“十二五”规划已给出了未来经济的走向，即让经济增长摆脱过度依赖外部需求的危险，转向支持未得到充分开发的内需，同时以产业升级与新兴产业的培育寻找新的经济增长点。经济体的转型是个系统工程，既要着眼于扭转当前投资与消费失衡的局面，着力扩大内需；又要结合未来我国人口结构变化以及由此引起的要素变化，尽早做好前瞻性的长期布局。

回归投资本质 着眼企业盈利能力

闫旭认为，尽管转型提供了一轮新的长期投资机遇，但宏观经济已然与前几年迥然不同，乐观预期的趋势性行情显然不现实，在转型初期结合对市场动向、政策动向、资金动向的把握来精选个股，才能获得超额收益。过去几年经济波动大，从宏观着手，做重点行业配置即可获得较高的超额收益，期间更多地是获得行业性的收益。随着经济波幅的收窄，已不能简单复制过去的投资方法。看待企业的眼光要更苛刻，也就是说，回归到投资的本质，即买好公司、着眼企业的盈利能力。”

闫旭认为，在目前的投资环境下，需要更多的耐心去寻找经济的结构性驱动力，人口结构的变化与企业生存压力下催生的劳动效率的提升、成本压力下新材料的应用与资源的循环利用、新生科技的需求与应用等都是市场化的选择。对于消费而言，以往的吃穿住也行

●A股市场总体将继续震荡的格局，如果能够较好把握结构性机会，将会获得较高超额收益。过去几年经济波动大，从宏观着手，做重点行业配置即可获得较高的超额收益。随着经济波幅的收窄，市场不会简单复制过去的投资方法。今年是回归投资本质的一年，真正地看企业发展，赚的是企业盈利增长的钱。

发生了明显的分化，移动互联网的日益广泛应用以及精神消费需求的提高都是值得重视的。

因此，经济转型机会并非是要新兴不要传统那么简单。她表示，整个经济的发展模式在发生变化，不是以前的简单依靠投资、产能扩张，以资源消耗、污染环境为代价，而是对这些方面进行收敛，此类行业面临着去产能的过程，如水泥、钢铁、玻璃、铅酸电池等。在去产能达到一定阶段，供需格局发生变化时便产生了价格的提升，这是供给端变化带来的机会。另一方面的机会则源于技术创新，在传统行业的基础上创新带来不同经济部门与环节效率的提高、资源消耗的减少等。

同时，闫旭认为新兴产业也并非简单地炒作概念。新兴产业的成长是大浪淘沙的过程，只有少数真正具有核心竞争力的企业会脱颖而出成长起来，能真正将新的盈利模式、技术、渠道优势转化为利润。同时，经济转型的过程也是淘汰弱小企业、提高行业集中度的过程，我们相信其中会有好企业走出来。落在具体的投资中，我们要关注的是企业的真实盈利。”

因此，在今年复杂的投资环境下，闫旭认为，当经济波动区间收窄时，很难用大的行业框架来指导投资，而是要细化到细分行业与公司，重要的是精选个股。今年是回归投资本质的一年。真正地看企业，落在企业财务报表上，赚的是企业盈利增长的钱。”她说，这个阶段投资要更挑剔一些，而非非以第一个主题、一个大的行业配置、概念炒作，就能够做出买入决定的，而是

真正落实到企业盈利上。”

引入股东 iFlow 严密监控资金流向

影响金融市场表现的重要因素之一就是资金流向，资金流动往往预示着市场风险偏好的转换。值得注意的是，闫旭掌管的纽银新动向基金此次引入了股东纽约梅隆集团的 iFlow，中文称资金风向标监测工具。依托其 25.5 亿美元的托管资产，可以观察到约 25% 的国际资金在股市、债市、汇市和商品市场之间的流向与流量。为分析市场的趋势和走向，提供最与新鲜和完整客观的数据支持。可对 A 股市场风格的最新动向进行预判，为股票与债券比例的调整提供及时的参考。

闫旭表示，iFlow 主要用以监测托管资金流量，包括托管资金在各类资产市场间流动方向及强度等，以此来跟踪全球资金进出中国等新兴市场的动向，跟踪全球资金进出大宗商品的动向，为判断股市与债市相对强弱提供参考。同时，与其他指标不同的是，观察资金流向具有前瞻性的作用。她表示，资金流监控对投资可在两方面产生较大的作用，第一个可以对大类资产配置做出参考，第二个对行业配置会有一定的作用，比如大宗商品的配置。

过去每隔一段时间闫旭就要被公司宣传人员“逼迫”写投资相关的文章。“其实我写的也不是投资观点，主要是自己一个投资阶段的一些感悟和想法，写的过程也是对自己投资思路的梳理过程。”当被证券时报记者约稿时，闫旭笑道。