

嘉实基金总经理助理、研究部总监詹凌蔚：

明年资本市场结构性机会比今年多

明年，资本市场的表现会比今年好，但是这个好更多地体现在结构性机会上。指数涨幅可能有限，但是结构性的品种可以享受到比较高的超额收益。中国的工业化城市化还没有结束，我们看好行业中的龙头企业整合带来的投资机会。

证券时报记者 孙晓霞

“十二五”开局之年，中国经济同步进入产业结构转型期的开端，更加注重增长的质量以及经济、社会、环境等的均衡发展，这对新兴产业中竞争优势强、管理水平高且具有持续增长特性的周期行业和公司形成显著利好。2012年，中国将处在一个什么样的经济周期中？新周期对投资产生什么样的影响？证券时报记者就相关问题采访了嘉实基金总经理助理、研究部总监詹凌蔚。

明年是中周期角度的复苏

证券时报记者：请描述一下您对2011年资本市场的看法。

詹凌蔚：2011年，国际上的关键词是去全球化；就国内经济来说，下一届政府可能更强调创新升级，尤其强调创新的实践。明年，我觉得资本市场的表现会比今年好，但是这个好更多地体现在结构机会上。指数涨幅可能有限，但是结构性的品种可以享受到比较高的超额收益。

证券时报记者：如何理解您讲的结构性机会？

詹凌蔚：从长周期的角度来看，整个中国经济正处在衰退的进程中，整体上没有大的机会。从短周期来看，GDP和CPI正在双下，虽然根据我们的预测，企业盈利阶段性低点可能要到明年二、三季度才出现，但流动性阶段性低点已经出现。所以，我们可以率先看到由流动性推动的一些结构性机会，流动性的推动会使明年债市和股市都比今年好。第二，从经济内生性的周期来说，新一轮周期开始了，明年可能是这个中周期角度的一个复苏和繁荣阶段。

证券时报记者：这个中周期的复苏

和繁荣是由什么带来的呢？

詹凌蔚：我认为是由设备更新和投资推动的设备和节能领域，时间可能是在六到八个季度，不会特别长。由于它的推动力不像房地产和汽车那么强，所以它给资本市场和整个宏观机会带来的仍是一些结构性机会。而如果真的是中周期上的一次繁荣和复苏，那必然存在先导产业，这就促使我们既要去寻找经济周期波动的轨迹，也要去寻找周期后面推动的引擎，这个引擎在每一次周期规律中都是不一样的，所以它就带来每一次周期的最好的板块的表现是不一样的。

证券时报记者：如何理解中国经济整体衰退和这个繁荣的中周期之间的关系？

詹凌蔚：中国经济正处在一个大周期或者叫长周期中的过渡期，大背景下能够确定中国经济在逐步衰退，也就是说长期周期是在衰退周期中的。但是中周期角度，我们仍然提出新周期概念，认为它在一个过渡阶段。在这个阶段，中国的特有形式叫做转型，就是改变原来出口导向，转向内需，而内需实际上包括投资和消费。

我仍然认为，转型期中国的投资和消费是双轮驱动的，不会只有消费没有投资，但是投资从过去四年来看已经发生了结构性改变，由原来偏向上游的投资驱动转到现在的偏向中下游，未来的投资驱动和消费服务民生更相关。例如，国家投资的重点不是在新建产能，而是在产业的升级改造上。如钢铁产业国家更多地关注技改环保，为电厂配环保，为水泥配余热发电。投资的重点领域更多地集中在对劳动力成本上升的一些替代装备

上，对能源价格上升替代的节能行业上，这些领域从产业生命周期来说，还处在成长期，有的甚至还处在成长期的早期，这是我们看好的明年投资重点。

坚定看好进口替代企业

证券时报记者：从自上而下的角度来看，顺应中国经济转型领域的企业存在投资机会，那么，从微观层面来看，市场是否具备相应的条件呢？

詹凌蔚：这样的企业在我们的组合中不会大幅度地买入卖出，只是做一些阶段性的再平衡，因为这些领域中目前不会有太大市值的领导型的企业出现，我们的重点在于前瞻性地挖掘有可能在未来成为领导型、大市值的公司。

我们坚定看好这些企业是因为他们受中国转型经济的要求，必须发展起来。这些企业未来还有一个特征叫做进口替代，他们的需求端其实已经成熟，关键是我们提供的产品性价比是不是能够替代国际巨头提供的产品，这些毫无疑问都是行业内最优秀的公司能够做到的。比如在制冷设备、变频设备，甚至包括格力在做中央空调领域。我认为这些企业如果找到，就会重演中兴通讯和华为等企业取代爱立信、朗讯、阿尔卡特、诺基亚的历史。

证券时报记者：您看好明年哪些领域的投资机会？

詹凌蔚：从狭义周期行业来看，中国的工业化城市化还没有结束，我们看好行业中的龙头企业整合带来的投资机会，具备整合能力的公司目前和全球的巨头公司比，市值还不高，我们会关注股权收益率水平和市净率的配比做一些反向投资策略。

其次，我们觉得制造业的大部分公司经历了四年熊市的调整，目前的股价已经充分反映了经济转型的要求和未来的不确定性。在中国工业化和城市化还没有完全结束的背景下，这些公司目前的估值给的是绝对价值股的估值，它们中的优秀企业还具有成长性的特征，我们会选择一些优秀的公司介入。

研究员最高职位可到 MD

证券时报记者：投研一体化一直都是各基金公司追求的目标，嘉实在这方面是如何考虑的？做出了哪些尝试？

詹凌蔚：投研是不能切割的。如果用足球队来比喻的话，研究团队更像是球队的中后场，经过大量的传递寻找进攻机会。而投资就像足球团队的前锋，去完成临门一脚。我到嘉实之后，就是希望能够起到一个中前场的作用，更好地去组织中后场，然后把球通过我的岗位传给前锋，提高他们临门一脚的能力。

投研之间存在隔阂，需要我们这样一个岗位把它理顺。最根本的是希望研究员能够从产业投资者的角度来看待上市公司的价值，建立有效的研究方法，同时也要照顾到投资的需求，寻找爆发力与弹性，寻找空间和期限的匹配。

证券时报记者：您认为，目前基金公司的整体投研效率方面，普遍的缺陷在哪里？

詹凌蔚：应该是研究员的发展问题，具体说就是研究员的退出机制问题。

目前，资深研究员有两种发展路径。一是跳槽，二是做投资。而我们正努力创造第三种发展路径，即从制度建设以及物质激励方面，确保那些可以长期做研究工作的人才持续地在职业序列上提高，有效地确保个人的无形资产成功转换为集体智慧，避免长期培养职业经验的流失。在职业序列的最高峰，嘉实现在改革的职级上，学习海外经验，研究人员最高可以到投资总监（MD）的位置。

证券时报记者：那么如何检验这套投研体系的有效性呢？

詹凌蔚：对研究员的考核要做到几个平衡：一是定量和定性的平衡，二是过程导向和结果导向的平衡，三是逻辑持续性和结果的爆发性的平衡。对于嘉实来说，我们会在保证逻辑的持续性和过程导向的同时，加强结果导向和爆发性。实际上逻辑的正确性是科学，结果的正确性在一定程度上是艺术。我们计划明年研究员的考核引入两年期的标准。

在郭晨看来，在面临通胀与经济增长的双重压力，重工业化步入成熟阶段、劳动力供求关系正在逆转的中国亟待经济增长方式的转变。在转型和告别传统增长的过渡时期，产业政策、信贷融资、财政补贴、税收优惠等方面都有利于目前已上市的中小企业。内生性增长迅猛，对外抗干扰能力强，中小企业借助新兴产业的蓬勃发展，显示出顽强的生命力，这也是其看好中小板的最大原因。

个股分化是市场化趋势

在郭晨对于市场的认识里，当前中国市场系统性涨跌现象会在未来发生改变，这一改变的快慢无人能知，但确定的是，在日渐成熟的市场中，指数涨跌的波动会逐步减小，但个股分化会加大。一直以来从个股走势看大盘脸色，这一传统会随着市场扩容、上市公司增加而变得日趋理性。郭晨认为，随着市场化发行的推进，二级市场无法承接众多企业，这会直接造成企业分化加剧。

好的公司会得到市场好的定价，而基本面有瑕疵、成长性欠佳的公司就会陷入估值低、成交不活跃的境地，迫使企业去思索经营之道，而不仅仅是为了上市变现。”郭晨认为，企业增多对市场来说是好事，这增强了二级市场的话语权，上市公司的定价更为合理，垃圾公司才能真正被市场淘汰。

在这一思路指导下，郭晨认为从投资角度来看，目前一些好的企业调整已经到位，但不排除还有一些质地不佳企业远未到位的现实。因此，从长期趋势来看，目前已逐步进入可投资区域，但对个人投资者来说，投资标的的选择是投资纪律中必须着重考虑的因素。

熟知郭晨的人都说，他是一个沉稳的人，有着超越其年龄的沉稳，这从郭晨新基金操作思路上也可见一斑。由于即将接手的是一只指数增强型基金，按照基金合同规定，他可以将上限是20%的股票资产进行增强操作。但郭晨的思路非常明确，作为一只指数基金，增强只是锦上添花，在确定性前提下，适度操作产生正增强效果才是有意义的操作，否则在看不明白的行情中不如放弃增强管理，确保产品能够跟上指数表现，也不枉费投资者购买指数基金跟上跟踪标的的投资初衷。

浦银增利分级债基拟任基金经理薛铮：

看大趋势 做大配置

能看到的安全信息是，债券市场中期内不会面临基准利率上调的风险，可以比较肯定地说，债券市场至少存在若干次交易性机会。在债券投资中必须要警惕一些低等级信用债券，投资需要仔细甄别信用资质。



证券时报记者 程俊琳

10月以来，债券市场迎来强劲反弹行情，反弹高度达到3.77%，部分券种涨幅超过10%。熬过了9月的暴跌，债券基金重拾吸引力。浦银增利分级债基拟任基金经理薛铮认为，未来债券市场行情依旧会延续。

在多年的投资经历中，趋势和估值相结合是薛铮判断债券市场进而决定操作的重要准绳。对债券市场而言，对未来趋势的判断决定应该采取积极主动的频繁交易获利，还是采用精选个券，寻找估值偏低的券种，降低交易频率的做法。“一旦看准趋势，操作手法做适当转换，赚到钱的概率非常大。”他坚定地告诉记者。

趋势看法决定操作思路

浦银增利分级债基是浦银安盛基金发行的第一只分级产品，也是薛铮管理的第二只债券基金，他操作的浦银收益债券给了公司将新产品交给他的信心，数据统计显示，截至10月底，浦银收益债券基金A和C近一年来的净值表现在55只同类型基金中位列前十。

管理债券基金和管理其他基金一样，资产配置是决定业绩的主要因素，只要资产配置到位，业绩都会不错。但事实是由于债券市场和宏观经济走势关系非常紧密，宏观经济复杂，经济走势很难提前预判，只能边走边看，这样资产配置的调整就显得非常重要。”薛铮对债券的投资模式很简单：对趋势的判断决定了基金的操作方式。

在这种逻辑指导之下，薛铮很注意研判债券市场的趋势。在行情明确情况下，尽量累积收益，在行情不明朗的情况下规避风险。例如，如果判断至少未来三个月之内没有大风险，他就会采取相对积极的投资策略，比如适当提高杠杆比例，利用各种市场上的套利机会，主动加大债券市场的交易频率，通过交易获利；一旦可能出现风险，则会采取较为保守的策略，挖掘被低估的券种，做好债券价值投资，寻找安全边际高的个券进行配置，减少交易频率。

正因为如此，对于自己将要管理的这只分级基金，薛铮有更多规划，如建仓时需要选择的券种，建仓时机等等，他都一直在进行各种测算以求求较好标的和时机。不过，令他乐观的是，这只新基金很可能赶在年底前成立。基于各种原因，年底券种选择会更多，一些有价值的投资品种能够在这时拾到便宜筹码，因此有利于降低债券基金的建仓成本。”

根据约定收益分配规则，浦银安盛增利A约定目标收益率为“3年期银行定期存款利率+0.25%”，根据目前银行存款利率，这一约定收益为5.25%，在所有的分级债基A类份额中处于较高水平。基于自己对债市的判断，薛铮认为，只要操作适当，债券基金投资债券的票息收益能够使投资者获得较高的收益水平，对于A类份额的约定收益，他并无过多担忧。

寻找安全边际

一直以来，寻找市场中的错杀品种似乎是股票基金经理的专利，但急跌的债券市场给了债券基金经理寻宝的机会。市场急跌，我们要去找原因，是正常市场调整还是恐慌性抛售？”面对9月的市场表现，薛铮始终把这一判断准绳。

在他看来，在这番市场表现中，信用债以及转债暴跌有其导火索，城投债风波直接导致信用债恐慌性抛售，流动性急剧枯竭，石化转债二期预计发行又导致转债市场估值中枢迅速下移。但他又认为，即便没有这样的导火索，这两类券种也会下跌，因为信用债和转债相对估值都已经过高，本身就有下跌动力。在资金面趋紧的大前提下，基金保持着信用债和转债的高仓位，机构赎回引起基金调仓，基金卖出带来的必然是债市进一步下跌，从而引起新的赎回以及为应对赎回的抛售，随着机构的止损，这个正反馈不断增强，最终导致了市场的暴跌。

薛铮分析，未来债市表现一定会好于今年。逻辑非常简单，就是相对今年的收紧政策而言，政策层面出现的放松信号值得注意，这从当前的公开市场操作情况、贷款超预期，以及央票利率、回购利率的下行可以得到部分验证。资金面预期的放松会改善债券的需求，结合目前通胀水平超预期的回落，加上整体经济环境在明年上半年比较确定的逐步回落，这些都为债券市场的趋势性上涨奠定了基调，债券市场进一步回暖可期。”他告诉记者。

在基金经理手中持仓品种一通暴跌后，债券的再度下跌失去了理性。基于自己对宏观经济以及未来债市判断的大前提，薛铮在市场调整前对组合进行了动态调整，卖出了部分收益率偏离理性价值的高风险品种，在市场开始非理性下跌时他并没有抛售。虽然暴跌过程中基金净值也受到损失，但债券投资价值中的理性回归给了债券基金正名的机会。”薛铮告诉记者。

未来债市机会较大

10月以来债券品种急涨，薛铮认为目前债券市场进入了一个尴尬位置，债券收益率大幅下行，市场再一次面临抉择。但在他的分析体系中，未来的债券市场值得看好。从政策角度来看，未来压缩基建、房地产投资几乎是必然；消费看不到超预期的可能性；出口形势也不乐观，在这种经济环境下，看不到货币政策进一步收紧的可能性，看不到对债市的负面干扰，因此处于“先大风险”区域。最起码能看到的安全信息是，债券市场中期内不会面临基准利率上调的风险，可以比较肯定地说，债券市场至少存在若干次交易性机会。”薛铮如是认为。

随着债市反弹，二级市场B类份额折价率较之前已有了明显缩小，折价基金数量也在减少，B类份额进入全面溢价趋势。薛铮认为，目前各券种收益率处于历史高位，配置价值较高。展望后市，未来政策注意力过渡到控通胀和经济增长相平衡目标，货币政策将由偏紧转为中性适度调整，财政政策结构上更为积极，对债市投资的宏观环境来说整体偏暖，因此，目前债券下跌风险可控，上涨空间可期，时点属于配置和交易两相宜。在相对乐观前提下，薛铮认为，在债券投资中必须要警惕一些低等级信用债券，投资需要仔细甄别信用资质。

对于资产配置，薛铮有自己的逻辑，那就是自上而下的整体资产配置策略，通过对宏观经济运行状况、货币政策变化、市场利率走势、市场资金供求情况、经济周期等要素的定性定量考察，预测各类资产未来收益率变化情况，在不同的大类资产之间进行动态调整和优化，规避市场风险，提高基金收益率。先求稳再求收益，债券基金的购买者都是低风险承受者，这是任何时候投资都必须遵循的原则。”风险控制不仅是整个浦银安盛基金的紧箍咒，更是他对自己的要求。

华富中小板指数增强基金拟任基金经理郭晨：

契约精神追求者

证券时报记者 程俊琳

“有好的心态才能管理好产品”，华富基金郭晨在基金经理这份职业中练就了一份从容。

或许是出于天性的淡定，华富中小板指数增强基金拟任基金经理郭晨认为，作为基金管理者需要简化处理问题。带着这份从容与淡定，自管理指数基金以来，郭晨的投资心态日趋沉稳，为自己、为投资者交上了一份答卷。

如今，郭晨即将管理一只具有增强因素的指数产品，视“化繁为简”为投资宗旨的郭晨，新基金操作思路已经明确，那就是在跟上指数表现之余，争取实现增强操作锦上添花。

指数基金 无为而治”

“天下万物生于有，有生于无。”老子的无为而治精髓被郭晨用在了指数基金管理中。这种简化理论带来了直接的成绩，作为衡量指数基金管理能力的跟踪误差体现，郭晨管理的华富中证100指数基金4月到10月仅0.402%，在同类指数基金中排名第二。

跟踪误差，一般投资者也许还不甚了解，甚至觉得有点复杂，但郭晨认为，以简化的眼光来看，实际并没有那么复杂。郭晨认为，造成跟踪误差的原因有很多，影响较大的主要有仓位上限、申购赎回影响、托管行替代等几方面。

从这几个原因来看，由于业绩比较基准的仓位设定为95%，基金经理在实际操作中很难真正做到95%上限，长期仓位差别自然形成第一道跟踪误差数据。在此基础上，由于开放式基金每天都有申购与赎回，尤其对一些规模不大的基金而言，少量赎回金额就会造成组合的持股不稳定，再形成第二道跟踪误差。同时，由于一些指数基金托管行同时也是其成分股，为了合规选择其他替代个股也会造成

自然偏差。除此以外，“零股”偏差以及成分股定期不定期的调整也会对组合造成一定影响。

找到误差出现的“因”，日常的基金管理中就可以尽力避免其产生的果。在郭晨的管理哲学中，按照基金契约管理产品是其坚持的个性。“从投资角度，某些时候很难避免个人看法，但指数基金的基金经理不能随心所欲按照自己的想法去调整组合，这是对投资者不负责任的表现。”从这个信条出发，郭晨崇尚完全复制类指数基金按照其契约规定操作，并在日常管理中坚持简化操作的管理方式，从目前管理成效来看，在其管理华富中证100指数基金期间，他做到了降低误差，回归指数基金跟踪指数的本质。

在这看似“简化”的管理模式中，作为指数基金经理却需要将更多功课做在课外。因此，在更多时候，郭晨将时间花在了模型调整、数据复核、个股动态跟踪等方面，这些工作综合起来所花费的时间远远超过管理一只指数基金本身，也正是日常更多的课外作业，使他越来越有效地管理指数基金。

中小板块有大文章

再度启航，郭晨将管理一只中小板指数基金，在他眼中，这是一只成长鲜明的指数产品，从自己所做的功课来看，领涨不领跌的统计结果也推翻了自已一直以来对它“领涨领跌”的定性认识。

参考第三方的测算模型，郭晨展示了2005年以来两次涨跌阶段中小板指数表现。数据显示，2005年6月7日至2008年3月4日这一上涨阶段，中小板指数以524%成为超越深证成指、沪深300、上证180以及上证50的表现，而在2008年3月5日到2008年11月4日的下跌阶段中，中小板指数则以-65%的表现基本等同于



其他4个指数-64%、-65%、-64%和-62%的跌幅数据。在2008年11月5日到2010年11月11日的上涨阶段以及2010年11月12日至2011年6月20日的下跌阶段，这一数据再次被印证。

与成熟大盘指数相比，中小板中的企业成长性大大强于大块头公司，过去近7年里，每年都有新公司不断入主中小板，600多家企业为中小板指数提供了更多可选择的公司。

目前市场中存在一上市就变脸的企业，这些企业在两年或三年之后经过检验被市场疏远，从这个角度来说，中小板指数成分股上市历史较长，逐步成长成为指数成分股，成为我们的投资标的，中小板指数成分股是在相对确定性中寻找成长性企业。”郭晨告诉记者。

谈及高成长性企业更为聚集的创业板，郭晨则提出了自己的看法，从风险对比来看，创业板上市时间较短，首发上市时过高定价需要更长的时间进行挤压，今年以来业绩低于预期公司高台跌落的现实也使“风险”在创业板不断演绎。因此，与高风险或带来高收益的创业板相比，中小板指数成分股似乎又具备了几分确定性。