中欧基金投资总监周蔚文:投资够博才能专

证券时报记者 程俊琳

中欧基金投资总监周蔚文的从业之路非常符合传统基金经理的成长逻辑，从卖方研究到买方研究再管理基金。不同的是，他的研究图谱中，涉及过电子、医药、计算机等多个行业，这种大前提使他无论是在管理富国天合期间，还是如今管理中欧新蓝筹、中欧新趋势，都让人看到了沉淀市场十余年后的冷静。

自从年初加入中欧基金以来，周蔚文在新平台已经工作近一年的时间，从刚来了解投研团队，到如今计划对投研的二度整合，业绩提升效应逐步显现，来年投研能量的累积效应在期待之中。

选股逻辑 “独”中见 “稳”

事实上，从周蔚文持仓股票可以发现，他并不是一位喜欢大众情人式股票的投资者，他管理的中欧新蓝筹2011年三季末重仓股显示出其独特的选股逻辑，很多重仓股并不是市场主流配置。

据今年三季报披露，他增持了较多医药板块个股，例如恩华药业、海翔药业、舒泰神等，不少股票的同业持有率非常低。第一大重仓股恩华药业仅4家基金重仓持有，永利带业仅中欧基金独自配置，还有舒泰神、汉得信息同业仅2家重仓持有。据天相投顾统计，截至12月9日，中欧新蓝筹四季度以来的净值增长率为4.56%，而四季度以来上证指数下跌1.86%，股票型基金净值平均下跌2.68%。

对于自己所表现出来的“独门”特性，周蔚文表示，背后投资逻辑很简单，那就是根据宏观环境趋势判断哪些行业可能会有比较好的前景，再从行业深挖具有成长性的公司。

投资创业板并非是自己高风险偏好的体现，选择医药板块也并非源自防守策略。基于自己对未来宏观经济发展认识，他做出了未来半年里宏观经济会相对较差的前提判断，并认为这一趋势不会很快探底上升，医药股的优势不是防御性，而是成长性。

即便自己选择了医药板块进行配置，但在周蔚文的投资逻辑里，未来医药行业可能并没有整体机会，只是其中部分公司具有投资价值。他认为，包括消费股、医药股在内，这些板块未来一定会进入选个股时代，这是因为这些行业景气周期并不明显，但个股之间相差很大。

以选择医药股为例，在周蔚文的判断标准中，首先公司本身需要有研发能力；其次，药物本身有明确疗效。中国过去几年医药支出增长非常快，社保支出是医药支出中的大头，从未来趋势判断，未来两年这一部分支出是下降趋势，一些疗效不明显的药品会被淘汰，药效明确的公司将会脱颖而出；第三，医药公司并不能只有一种药品，后续要有新的品种，持续研发能力比较强。

投资风格 “稳”中有 “进”

因为在这个市场时间足够长，经历过完整牛熊周期，再加上自己对不同行业的研究功底，周蔚文认为，如果能够对股市规律多一些了解，落实到投资上才能把握较好的投资节奏。

“投资就是寻找可能的投资机会，什么样的机会可能存在？这就需要不断总结。这和人与狗相处一样，狗是善良的动物，它对人很好，但与它接触的人如果对其品性不了解，狗也会伤人。但人如果仅怕被咬，一直不敢接近它，也感受不到它的温顺之处。”因此，周蔚文认为，投资如果只是一直投资那些相对保守的行业，业绩就必定不会很好。自己之所以很多行业都敢投资，是因为随着行业经验增多，对股市规律越来越熟知，“进”的成分就会越来越多。

“最早时候对博弈类机会倾向于不参与，对于某些板块基本不碰。但现在，不管哪个行业，已经没有特殊偏好。投资需要冷静，不管涨还是跌，都需要根据宏观环境进行客观分析。”落实到选择标的上，周蔚文最喜欢的投资标的是那些未来2到3年具有较高成长性、符合经济转型趋势的好行业，公司则选择这些行业中的优质公司，同时股价最好能跌得比较透。

周蔚文还是以自己在三季度增持的医药股为例，他认为，“在投资中，任何时候其实都谈不上真正的防守，下半年选择医药，是出于进攻性认为医药板块中的某些个股具有投资机会，而不是这个板块本身。”在周蔚文的投资逻辑中，就是寻找存在亮点的公司，因此主要配置那些能看清未来成长轨迹的公司。首先看公司是不是真正具有成长性；其次看估值，但低估值并不是唯一选择要素，因为估值低可能也会有陷阱。

投资中的稳健来自于研究行业的广泛，这也是他目前对研究团队提出的新要求，行业融会贯通才敢于寻找不同行业中的投资机会。周蔚文却从来不听信消息，他只将消息看作信息点，自己根据这个点去深入了解一家公司，从来不会做出不了解就投资的决策。因此，他现在也要求自己的研究团队能够换行业研究，虽然短期对研究员来说会遭遇阵痛，但经历过多行业研究之后的优势将会在日后极大显现。

逆向思维看投资机会

近期市场一番连续下跌，空气中弥漫着悲观的氛围，周蔚文认为当前看来指数下跌空间应该不大。目前所有市场预期比较悲观，部分券商对明年经济增速预测为8%~8.2%，这其中隐含政策因素。他认为：“如果全年在8.1%左右的话，明年第一、二季度国内生产总值（GDP）增长不到8%，政策方面肯定朝有利于市场发展的方向发展。”

在这种逆向思维之下，周蔚文看到了当前出现的积极因素，例如票据贴现利率已经较早前大幅回落。“经济增速下降、资金需求下降，股票市场的资金来源就会增多。随着通胀回落、经济下滑，政府政策未来不可能继续收紧，将会越来越松。”这是在当前全盘悲观中的一抹亮色。

反观国际环境，周蔚文认为虽然欧洲未来没有成长性，但其他区域上依然会有亮点。未来投资方向中，消费品、新兴产业是主要投资方向，超跌周期性板块也会有阶段性机会。

周蔚文认为，当前市场环境下，要先逐渐减持一些主题类、稳定成长类股票。本轮市场从2500点震荡下行是由银行地产板块所率先发动，前期表现较为突出的主题类、稳定成长类股票下跌并不明显。

他判断：“市场在春节前后可能会有一定的机会，由于房价进一步下跌、经济趋势进一步明朗下，政策方面可能会略微放松。不过随着市场快速跌破2200点，地产板块已经有逐渐相对走强，市场反弹可能会有所提前。”从过去统计规律来看，一般连续三年都景气度都非常好的行业需要非常小心，过去电子、汽车行业都有过这样轨迹，目前时点白酒等看似景气度较高的板块值得警惕。

方正富邦投资总监兼研究总监赵楠

公开信息的掘金人

证券时报记者 孙晓霞

寻找公开信息的掘金人，沿着这个线索证券时报记者找到了赵楠——方正富邦投资总监兼研究总监。

赵楠的故事颇具吸引力，“2008年10月份到现在，3年的时间，他曾经研究投资的3只股票分别涨了10倍、6倍和4倍。赵楠反复强调，无论每天晚上是否加班、应酬甚至出差夜归，他都坚持看一遍上市公司的公告。因为，他大部分的投资线索都来自公开信息，这也是他多年来坚持的投资原则与投资习惯，谈话就从这里展开。

公开信息:阳光下的金子

证券时报记者：在目前的A股市场里，您认为，公开信息里有足够的信息可供投资决策吗？

赵楠：我认为上市公司的公开资料里有足够的信息量可以挖掘，我的很多投资线索都是从公告里来的。我每天下班后都要看公告，通常工作到晚上11点以后，看完公告再睡觉似乎已经成为强迫症。每年季报和年报公布的时候，通常是我最忙的时候。并且，这种投资方法回报率不低，还可以让我很安心地睡觉。部分非公开消息有很多法律问题，而且钱赚得不踏实，我比较保守。

证券时报记者：能否详细介绍一下最近3年的时间里，您是如何从公开信息中发现那3只涨幅巨大的股票？

赵楠：最近3年中，我研究了3只涨幅超4倍的股票，均是从上市公司公开信息中发现线索。以涨幅超10倍的股票为例，2008年9月，公司发布了一则语焉不详的合资公告，根据公告内容，我研究了下合资方背景，发现合资方是从事太阳能相关业务的外资公司。10月份前往公司做第一次调研后，发现公司的传统业务基本没有受到金融危机的影响，而与新能源相关的业务还处于供不应求状态。当时股价对应的动态市盈率不到10倍，而股息收益率已经高于一年期定存利率。在如此的安全垫下，强烈建议基金买入。后来该股得到市场极力追捧最高涨幅超过10倍。

投资策略:A股市场水位表

证券时报记者：除了利用公开信息寻找投资线索之外，能否把您的整个投资理念、方法，全面地描述一下？

赵楠：我个人的投资风格偏保守，我的优势在个股研究，并不属于交易型选手，尽量少做择时。在个股选择方面，我偏好寻找中长期的成长股。我通常偏向在市场没有认同一只股票时买入，也就是在公司显露成长特性的时候切入股票，在市场充分认同其价值时退出，投资期相对长。

做投资忌讳与股票谈恋爱，但研究投资一只股票的过程却有点像“谈恋爱”，你很难在初次接触后就认清公司的所有要素，所以需要不断跟踪、质疑和辨别。即使是确定买入的股票，随着认识的逐渐深化，我也在不断地寻找它的增长底线，寻找这只股票有没有超出市场预期的潜在因素。

证券时报记者：您有很好的研究个股的功底，在您的投资中，为什么还要强调策略？

赵楠：在国内做好投资，一定需要个股研究和投资策略两方面都强。

我们常说，基金经理就像是浮在水面上的鸭子。你能够浮多高，不取决于你的能力，而取决于水面有多高，而策略则是帮基金经理测量水位和水压的。

策略主要是对市场的一个短期、中期以及长期决定性因素的判断，在我们的策略体系中，短期我们看中流动性，中期看中宏观政策，长期则取决于经济。同时，除了策略体系的主要矛盾外，我们还要参考辅助指标如市场人气、情绪、海外指标等。通过建立一个相对完善的策略体系，能够帮我们及时厘清大的投资配置思路。

通常，个股的研究可以带来超额收益，尤其当基金资产规模还不够大的时候。而随着资产管理规模的不断扩大，找到标的股票的难度逐渐增大的时候，策略就显得非常重要了。

中国经济转型:未来将更强调技术创新与应用

证券时报记者：如何看待未来中国经济的转型？

赵楠：我认为未来20年的中国经济周期将更强调研发与技术的力量。今年5月份我去中国台湾地区调研的时候发现，目前的台湾地区收入最高的不是金融业而是IT行业，我认为这也将是中国未来的发展趋势。

我认为，企业的一些内生性的变化一定是在经济下滑，不容易赚钱的时候才会发生。在经济增速下滑的背景下，企业才有动力做产品和产业升级。在这样的时代背景下，基金经理要考虑新的盈利模式将会是什么？我认为，下个经济周期，无论是土地、还是能源的权力寻租将很难继续。

证券时报记者：未来企业发生内生性变化的动力是什么？

赵楠：相比于全球其他国家，中国是一个足够大的经济体，从省到市到县，绝对人口量很大，每一层都有着显著的消费分层，需求也呈现出多样化的特征。在这样的背景下，我认为，经济下滑不会是一衰均衰。

在房地产业受到调控的影响时，我们看到有些产业需求反而很稳定。我在调研公司时发现，一些企业现在最大的麻烦是产能不足。从微观层面来看，有些行业的景气非常好，而且未来两年内都不会有变化。例如我今年9月份去东北调研时发现，一些食品加工业、设备制造业，金融IT业以及铁路行业里的一些公司盈利状况份非常好，近两个月的走势也反映了这些因素，总体比市场要好很多。

证券时报记者：您认为，未来A股市场能否出现可口可乐、沃尔玛这样的公司？

赵楠：A股市场很难出现伟大的公司。因为，中国大部分上市公司的生命周期都很短，A股市场的好股票最多能拿两年，两年后，它的价值要不被市场过度追捧，要不被就市场辨识出是假的。因为这些公司以往赚钱太容易了，整体上没有好的商业模式。所以，在这个阶段做投资我们只能靠比市场早一些发现企业的价值，在市场没有确认其价值时进入，而在当卖方大量出研究报告的时候，我们通常会选择撤退。

证券时报记者：能否具体谈一下明年资本的市场走势？

赵楠：按照美林的投资时钟理论，

从去年下半年到今年三季度，中国经济处于滞涨阶段。这个阶段，无论是股票和债券的投资都不适合。现在，我们认为中国经济转入衰退，这个阶段，我们认为可以投资债券，很多做债券的基金经理认为随着明年货币政策的宽松化或者降息，明年债券市场仍然是牛市。

同时，我们认为明年，类债券类股票资产如高铁等公司，或者有稳定现金流的公司可以关注。我们认为，上市公司业绩环比下滑至少要到明年二季度，通胀在明年也将是前高后低。

70后基金经理代表:投资并生活着

赵楠可以很典型地代表基金业70后基金经理。这一年代的人有生存的压力，但兴趣与爱好已在他们的人生决策中扮演着越来越重要的位置。

76年出生的他受过良好的教育，据赵楠说，北大学习生涯中，一位50多岁的女教师，教给他们的做事原则令他终生受益。“做化学实验一点都不能出错，事先要把每一个步骤都考虑清楚，否则很容易需要推倒重来。从大一开始，同学们每次去实验室做化学实验，经常都会从下午一点一直做到晚上11点，这个过程不吃不喝，老太太总是一直陪伴着我们，直到我们达到了万分之一精确度的结果。我在投资中严谨、事先通盘考虑再做决定以及不断验证的投资风格和我那段经历密切相关。”

对于目前的市场趋势，赵楠感觉做绝对收益的机构比重正在提高，但在公募里面做趋势交易的人也越来越多。“我希望能用我们的研究理念和方法带出一个具有特点的基金投研团队。”这也是他去年放弃了待遇更优厚的券商自营跳槽到方正富邦的主要原因。

赵楠此次从券商自营跳槽到新公司组建团队，挖来了一些原本在大牌券商待遇远高于目前水准的80后研究员，这让他很自豪。“研究员也是知识分子，80年代后期出生的人看中的是公司的氛围和彼此理念的认同。和70年代的一些优秀的基金经理一样，他们最看重的已经不再是待遇了。”

除了北大那位严谨的老师，对赵楠在投资上启发最大的还有原来中信基金投研团队的同事们。“在那个精干的团队里，没有什么明星，但大家都在各自的专业领域做得很出色，而且能够无保留地交流和讨论。”赵楠很欣赏这种强调专业而又能无为而治的管理境界。

在投资上，赵楠坦率地讲自己更欣赏彼得林奇的投资理念。在赵楠眼里，彼得林奇比巴菲特能够更早地发现企业的投资机会。“彼得林奇相信一个经济体和一个社会的发展总会有新的成长性东西诞生，而我今生的乐趣就是在中国发现它们。”（孙晓霞）

道富环球投资管理公司董事总经理李婷:

低成本将为ETF赢得未来市场

见习记者 陈春雨
证券时报记者 李湉湉

随着经济增速放缓以及市场波动减小，新兴市场的股票收益将在未来逐渐回归平均，而投资者会越来越注重交易成本和产品费率问题，这将为低成本的交易型开放式指数基金（ETF）提供巨大的增量空间。”近日，全球ETF翘楚、道富环球投资管理公司资深董事总经理李婷在接受证券时报记者采访时表示，在经历连续高速增长后，中国经济肯定会在未来进入平稳期，资本市场的收益率波动也会随之减小，这意味着拥有费用优势的被动型投资产品在国内还有广阔发展空间。同时，道富环球的成长轨迹也印证了ETF的巨大发展潜力，作为全球最大的投资管理公司之一，该公司资产管理总规模超过1.8万亿美元，其中大约90%的资产都是被动型产品。

费率低廉 复利收益优势明显

李婷说，在金融危机之后，投资者对于被动型产品的喜好有所增加，以美国为例，在过去3年，主动型投资资金净流出超过2000亿美元，而长期被动型投资净流入超过5500亿美元。她分析，这是因为主动型产品整体表现不佳，吸引力下降，而被动型产品以低廉的费用、透明的制度迎合了投资者在后金融危机时代的需要。

“在新兴市场，股票波动很大，股票本身的收益很容易掩盖交易成本，所以投资者对费率并不敏感。”她说，但是在欧美成熟市场，由于近两年股市回报率长期处于个位数，主动型基金获取超额收益的优势不明显，但申购、赎回、管理费等成本依然存在，在扣除这些费率之后，投资者真正获得的收益更低，因此，不仅个人投资者会算交易成本的账，有着大笔管理资金和长期投资需求的机构会更看重交易成本的差异。

“考虑复利效应，在长期投资中，即使细微的费用差异也将引起巨大的收益差异。”李婷说。

另有统计显示，在1983年至2003年，由于费率不同，美国先锋公司的指数型基金和主动型管理基金平均年收益分别是12.8%和10%，虽然平均年收益率相差无几，但考虑到扣除交易成本的复利收益，实际的差距着实不小，如果投资者在1983年分别投资10万元于这两种基金，20年后指数基金的资产变成101.2万元，主动型管理的基金的资产则是57.3万元。

除此之外，ETF良好的流动性也深受机构青睐。李婷表示，体量巨大的共同基金必须考虑在撤离市场时产生的冲击成本，“国外ETF市场的广度和深度已经发展到了一定阶段，机构投资者一天从ETF里撤出几亿元都没问题。”

机构青睐 成长空间巨大

众所周知，道富环球是专注于被动产品的资产管理公司，其迅速崛起也得益于ETF市场的爆发性增长。那么，在国内目前的市场环境下，是否能为专注于被动产品的基金公司提供生存土壤？在规模排名和业绩压力下，专注于被动型产品的基金公司在中国会有发展空间吗？李婷分享了道富环球投资管理公司的成长经验。

李婷说，道富环球1978年才成立，到2003年时就跃居当时世界第一大资产管理公司，“我们基本只为机构客户服务，90%以上的业务都是被动产品，这样的定位刚好契合了美国和欧洲从上世纪80年代开始的养老金改革，这部分资金庞大而且是长期入市资金，他们更青睐于被动投资。”

实际上，国内基金市场的数据也显示出被动型产品的巨大潜力。据相关统计，从2007年到2011年三季度，国内基金行业整体资产规模从3.2万亿下降至2.2万亿，而指数基金却从同的2056万亿上升至3122亿元，增长52%。

“随着人口红利的逐步消失以及老龄化社会的到来，中国也必将推进类似401K的养老金改革，整个基金业以及被动型产品的发展都将因此受益。”李婷说。

不过，也有业内人士担心，在国内基金行业不成熟的情况下，推出401K为时尚早，但是李婷认为，两者并没有必然的时间先后关系。她说，401K并不只是投资股票市场，还包括货币、债券等固定收益类产品，可以采取资产配置的方式获取稳定收益。虽然美国在共同基金发展50年之后再推出401K计划，并并不是刻意等待基金业发展到相当成熟后再推出401K，而是针对老龄化社会问题要求在当时有养老制度方面的改革，“所以，何时推出401K计划关键是看社会老龄化何时到来，其他条件指数辅助性的因素，而非决定性因素”。

主动型基金仍占主导 两者相辅相成

李婷指出，但值得注意的是，虽然被动型产品在过去3年得到了迅速发展，比如美国，被动投资从2006年的13.1%上升到18.4%，但是主动型仍占据8成以上的主导地位。

“这是一个非常合理的现象。”李婷说，如果没有积极的主动投资者，也就没有指数的有效性。当所有人都变为消极投资者，这个市场和指数就没有意义，是失效的市场。主动型投资基金与被动型基金发展，两者没有优胜劣汰之分，而是相辅相成、相互促进的关系。