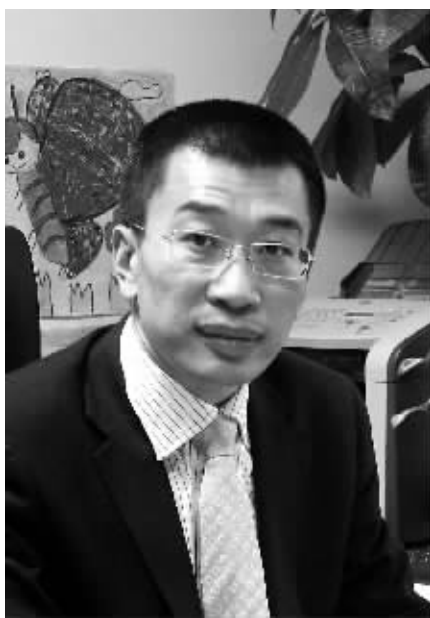


万家基金副总经理吕宜振：

低估值将成为A股常态



证券时报记者 张哲

今年5月，吕宜振卸任天弘基金研究总监，离开北京，回到他曾经工作过的上海，出任万家基金副总经理。从信诚到天弘再到万家，转了一圈，当他再次踏上上海，吕宜振心中的梦想已经不一样——打造一支投资圆梦之队。

打造公募基金“梦之队”

在公募基金奋战十年，吕宜振依然执著坚守这块阵地。爱好篮球的他，有一个梦想，就是亲手打造一支所向披靡的公募基金“梦之队”。此前，在信诚和天弘基金工作期间，他也做过这方面的实践，有成功，有经验。来到万家基金之后，作为主管投研的副总经理，同时身兼万家和谐基金经理，他努力朝着这个方向努力。

来万家半年了，我主要做了一件事，就是构建投研体系。”他说。此前，外界曾盛传，吕宜振从天弘基金空降万家基金主管投研，与他一同来到的还有一支规模庞大的投研队伍。对此他无奈笑道，这个真没有，其实只带了3个资深的研究员来，而当时万家的研究团队只有8个人”。应该说，到任伊始，吕宜振面对的还是一个整体研究力量相对薄弱的团队。而经过短短半年的经营，万家基金投研人员的数量已经增加到40人，也就是说，投研团队在员工总数不过100出头的万家基金，占了将近一半，吕宜振的“重构投研”工程之浩大可见一斑。

吕宜振说，投研力量的扩充主要是引入新鲜血液，研究支持是公司投资能力的有力保障，没有足够强的研究支持，投资即便出现成绩也难以维持。我们从行业中挖了一些优秀的研究员，包括同行的一些大公司，公司在成本方面也给予了极大的支持，我只找最优秀或者具备成为最优秀潜质的研究员，优秀的研究团队是出业绩的基础。另一方面，也要注意

研究体系的梯度呈现渐次过渡的水平，目前我们有15个研究员，4个是在其研究领域拔尖的，5个人具有非常强大的潜力，经过打磨就能够脱颖而出，还有6个呈现加速进步态势。如果到明年年底，有七八个研究员呈现出业内最拔尖的状态，这么长时间的努力就没白费，团队重构就是成功的。”

低估值将成为A股常态

吕宜振认为，2011年已经成为中国证券市场发展极具分水岭色彩的一年，经济结构转型直接影响投资估值体系必须发生改变，估值水平与国际接轨也已经成为现实。从改革开放到现在，中国的工业化经过三十多年的发展已经初步完成，大部分制造业产能过剩、内需主要靠投资、外需主要靠出口的经济模式也必将一去不返。”吕宜振表示，从整个证券市场估值水平来看，沪深300近期的动态PE仅有10倍，这里面有欧债危机、流动性收紧等外在因素，但根本因素还是经济结构的调整使然。”

他指出，在经济结构的几大组成因素中，消费的增长，除非有政策刺激否则很难有大的变化，正经历经济危机的外围也不可能起到拉动因素，经济结构的转型取决于两个因素——新技术、新需求，但是这两点现在都不具备。而节能环保、新能源等产业本身不成熟、产业规模尚小，在这个背景下，市场对未来的经济预期存在极大的不确定性。尽管未来经济增速预期普遍仍较高水平，但除非看到经济结构发生了较大的变化，否则短期来看，A股的整体估值水平很难再上台阶。

吕宜振也表示，未来不排除市场流动性充裕的时候，可能出现阶段性推高估值水平的情况，但是中国A股估值水平长期内处于较低水平已成定局。记得10年前我刚入行时，国外市场都是10多倍的估值水平，国内基本都是二三十倍，例

如苏宁电器、三一重工等。当时我想不明白，为什么是这样。现在想，这是因为，成长股在成长过程中，估值一定是高的。现在国内大多数行业成长期已过，估值就要降下来，所以现在A股的整体估值自然而然跟国外接轨了。”

周期性强的行业估值未来更难上升，只有阶段性的波段机会。”他说，2011年对整个A股市场来说是很关键的一年。原先投资上一些经验型的东西将不再适用。例如，原来估值洼地就是投资机遇，但现在的估值水平已经低于2008年以来的最低水平，却并不代表投资机会来临，市场反而越来越悲观。再比如，以往像下调存款准备金率这样的举措都会引起市场的振奋，但这次并没有这样。”

热点问答

投研不能有沟通成本

记者：听说您会仔细阅读每个研究员的每份报告，单独面对面讨论沟通？这样做的目的是什么？

吕宜振：是的，他们每一份文字形式的研究报告、调研简报我都会认真阅读。阅读并非去看他们对单个公司的看法，而是从报告中看他们调研公司的角度、思维、逻辑能力，在团队目前阶段这些远比调研结果重要。我会跟每一个研究员讨论他们未来的研究规划，比如未来3个月你的研究水平能达到什么状态、写出来的报告到何种深度，1年以后又是如何。

记者：这样您的工作量会非常大，您如何调整？

吕宜振：研究员比我的工作量大。可以说，我这里的研究员工作量比业内平均高出至少50%，但我也没有给他们硬性的规定，我对他们没有工作量考核，不会硬性指标逼他们看多少公司、加班到几点，但他们确实都非常努力。

记者：是否说明您在管理团队方面有独到之处？

吕宜振：就我十多年管理的经验来看，一个好的投研团队必须具备两点，第一，团队氛围令每一个身处其中的成员感到舒服，心情畅快；第二，团队成员都能够切实感觉到自身的进步。压力不是来自上层领导，而是来自周围比你优秀的人还在努力。每个人都清楚现在的努力不是为了别人，而是为自己。

记者：在投研制度方面有没有改革？

吕宜振：其实基金公司投研制度最重要的就是两点，一个是要规避风险，另一个就是提高效率。规

确定的成长是稀缺的

吕宜振认为，在经济转型过程中，确定的成长是稀缺的，未来做投资，需要仔细寻找甄别，机会来自于那些成长确定的公司。具体的行业，吕宜振关注的包括，第一，信息服务相关；第二，农业。过去二十几年，中国经济发展过程中变化最小的就是农业，目前格局还是散乱，某些领域已经出现集中的趋势，优秀的企业一定会从中脱颖而出；第三，医药行业。中国人口基数庞大，正在逐步步入老龄化国家，对医药具有长久需求。同时随着生活水平的提高，对医疗保障的投入更多。加之今年医药行业整体表现更弱，主要是因为医药招标带来的降价压力，但是这些负面影响已经释放，明年将迎来医药的回稳爆发期。

避风险是必须的，我从提高效率的角度出发最大程度打通了投研团队之间沟通的壁垒，原来规定的一些太细太僵化的规定取消了。投研一定不能没有沟通成本，投资要靠各种信息进行决策，信息的有效流动非常关键。我们有具体的规定，研究员、基金经理之间必须有足够的时间用来沟通。此外，交易部门也需要在每天盘后就交易执行情况、期间的重仓股的表现等情况跟基金经理之间做沟通。

记者：挖掘优秀的研究员，你最看重哪些素质？

吕宜振：第一，看他的逻辑思维能力，不管研究哪个领域，从他的研究报告中看他思考问题的逻辑，判断错了没关系，主要是观察未来潜力。第二，是否勤奋，这一行有很多优秀的人，不勤奋就意味着被淘汰。第三，看是否能融入公司整个团队。第四，做人要踏实，性格如何倒可以忽略。事实上，我目前的团队成员各种性格和性格的人都有，张扬的，很闷的，性格之间形成了互补。

记者：您个人选股有什么偏好？

吕宜振：可能从业时间长了，我喜欢自己真正看清楚的公司。类似题材、炒作的股票基本不会碰。

记者：您个人平时有哪些爱好？

吕宜振：我是篮球爱好者，平时再忙再累也坚持去打。我身边很多朋友喜欢打高尔夫，我更喜欢篮球，篮球有很强的对抗性，既可以体现团队合作精神，又能够体现个人能力。事实上，我现在团队建设就是这个模式，我强调团队合作，希望每个人都在团队中体现自身的能力。

(张哲)

汇付天下总裁周晔：

基金业需要更多把基金当主食来吃的人



证券时报记者 李活活

两岁时，妈妈给钱买包子，我就喜欢上支付了。”汇付天下总裁周晔在自己微博中这样介绍。而更多的人把这看作是汇付天下专注于支付的宣言。

作为首家获得证监会批准开展网上基金销售支付结算业务和首批获得央行颁发的《支付业务许可证》的第三方支付机构，汇付天下对自己有精确的定位——金融级电子支付专家。我们的IT系统能保证海量金融资金的安全，规模高达万亿级别的基金市场，是汇付天下发展的重中之重。”

做好资金的搬运工

近日，周晔在接受证券时报记者专访时表示，基金行业需要更多把基金当主食来吃的人”，由基金公司、第三方支付机构和独立基金销售机构构成的产业链必不可少，汇付天下将从中做好自己擅长的资金“搬运工”工作。

支付和销售机构必须划清界限。我们是支付公司、不卖基金，支付公司最擅长就是搬钱，帮客户把钱从银行账户搬到基金公司托管账户，充当资金搬运工的角色。”周晔说，由于独立基金销售机构尚未正式发牌，目前在汇付打造的平台上，一头连着银行，一头连着基金公司的直销渠道。简单来讲，在基金直销模式下，我们就相当于在基金公司网站上放POS机的人。”

周晔用shopping mall来比喻汇付天下和基金公司的关系，汇付天下相当于商业地产开发商，把商场基础设施建好后，基金公司进店，在里面开直营店，支付去直营店买基金，作为开发者的支付机构不介入其中。

除了为基金公司直销模式提供支付渠道外，随着独立基金销售机构即将拿牌入市，汇付天下的支付模式亦将随之调整。可以想见，独立基金销售机构的商业模式肯定是五花八门，有开实体店超市的，有搞理财配置的，有作咨询服务的，有的走廉价销售模式，有的走高端顾问服务路线，一定不是简单的代销。而我们要做的事情就是充分沟通，根据他们不同的商业模式，定制不同的支付解决方案。”周晔说。

他认为，基金销售机构在初创期规模很小，没有能力也没有必要自己建IT系统，因为IT系统要符合银行安

全的要求才能完成接口，这需要挨家去跟银行谈，耗时耗资巨大。现在汇付天下已经捆绑打包了这些支付需求和银行谈好，并且为独立基金销售机构提供个性化的支付结算解决方案。

在基金公司和销售机构之外，今后，个人理财顾问的地位可能愈加突出，这也对支付机构的业务方向提出了新要求。”他说，类似于英国的独立财务顾问，国内今后可能会涌现出挂靠在不同机构下的个人理财顾问。个人理财顾问没有品牌，很少有人敢把钱交给个人理财顾问，对支付机构来说，我们可以靠账户管理解决通过个人理财顾问购买基金的资金安全问题。”

把基金当主食来吃

对于专业基金销售机构即将入市，周晔报以乐观态度，明年基金行业应该刮起一股新风，那么多有创新商业模式的基金销售机构进入市场，无论是从行业格局还是从业人员的结构，这些增量部分肯定会起到活跃市场的作用。”周晔坦言，因为制度设计，银行是基金行业最大的既得利益者，当然，从另一个角度讲，银行坐拥资金和客户，销售基金的收入也是劳动所得，但在今后，基金销售一定会、也需要多元化，因为基民的需求是多样的、甚至是需要深入挖掘的，独立基金销售机构在这些方面肯定会有自己的专业性，能够满足不同客户的需求，在现在银行基金销售服务总体差异不大的背景下，独立基金销售机构的特色服务将是有益补充。

基金行业需要更多把基金当作主食来吃的人，而不是当点心吃的。”周晔说，“只有一批人把基金当主食吃的——基金公司做产品、独立基金销售机构做销售，我们专门做支付，这样才能构成完整的生态链，整个生态链良性发展起来后，基金行业才会真正受益。”否则，在市场不好、资金紧张的情况下，一些渠道本身有自己的理财池，有类似于基金的产品，基金的销售可能会遭遇巨大冲击。

在销售市场，逆向思维往往会取得出其不意的效果。”周晔说，以美国市场为例，基金早期发展得益于证券公司经纪人卖基金的模式，经纪人销售基金的佣金高的达到了7%-8%，在“过度服务”的背景下，定位于廉价销售平台的嘉信异军突起。嘉信把佣金降到1%左右，同时告诉客户，相信客户的智慧，把相关信息免费放到网上，不提供任何建议，由客户自行挑选基金产品。在理财顾问服务已经极度完善的美国基金市场，嘉信用了个相反的力量——廉价销售去切入市场，获得了巨大的成功。而在国内只有销售没有顾问服务的现状下，用相反的力量——提高附加服务也能拓展市场。”

Denise Voss：让欧洲的正常投资者买中国基金

证券时报记者 方丽
见习记者 陈春雨 季斐斐

让欧洲的正常投资者买中国基金，在Denise Voss眼里，这并不是一件遥远的事情，实际上，这正是她对国内基金行业的第一个建议。

Denise Voss具有双重身份，她既是卢森堡投资基金公会副会长，也是富兰克林邓普顿投资公司（卢森堡）督察长。每天，在富兰克林邓普顿投资工作8小时外，她还要去卢森堡投资基金公会工作2小时。目前，卢森堡的基金资产规模占到整个欧洲的30%，是世界上仅次于美国的第二大基金市场。Denise Voss表示，目前中国基金业的发展程度与其实体经济在全球的地位不匹配，国内基金业需要在销售、多元化产品、以及建立全能型资产管理公司上多做工作。

进入国际销售市场

现在大概有6只中国大陆的基金正在与我们协会商谈。”Denise Voss说，这些基金公司已经意识到国际市场对于中国基金业的重要意

义，而进入卢森堡市场，就相当于踏入了整个欧盟。

早在1988年，在成为欧盟成员国的时候，卢森堡就以国内立法的形式认可了《欧洲基金指令》，也就是说，在卢森堡成立的投资基金，自然就获得了在欧盟进行销售的“护照”，一张通往欧盟的销售许可证，这使得跨境销售成为现实，也从此奠定了卢森堡“基金大国”的基础。经过20年的发展，卢森堡已经成为欧洲基金销售的中心，其销售的基金资产规模占到欧洲的30%左右，管理着价值至少2万亿欧元、8800多种投资基金。

目前全球74.6%的UCITS（公募发行的开放式基金）在卢森堡注册，UCITS可以销往全球至少3个国家。”Denise Voss说，卢森堡投资基金协会可以帮助中国基金公司进入欧洲，打开国际市场，这对国内基金公司来说有巨大的吸引力。

Voss认为，截至2010年，中国基金资产总规模仅为2.44万亿元（包括ETF联接基金，不包括QDII基金），在全球占比不足2%，这与中国在世界经济中的地位并不匹配，

中国的基金业一定会发展起来，并在全球市场占有一席之地。

但是目前，由于法律法规的限制，只有在香港成立子公司的基金公司才有可能将基金注册地放在卢森堡。”她补充道，这些公司的全球化色彩更浓一些。

更加多元化的产品

Denise Voss对中国基金行业的第二个建议则是，在产品等方面更加的多元化。

Denise Voss的这个建议是针对中国QDII产品的。自2006年第一只合格境内机构投资者（QDII）基金面市以来，国内基金公司都发行了QDII产品出海，但业绩收效一般。她认为，对于投资者而言，最重要的是找到适合自己的产品，因此基金公司发行QDII基金的类型应该更丰富，如可以发行投资短期回报的股票或债券等短期产品，或养老、退休金服务等“绝对回报”类产品，以及关注长期的、有潜在回报的股票、债券或衍生品等。

投资品种多元化是卢森堡基金行业赖以生存的基础”，Denise Voss分析

说。这里的投资者来自全世界，既有散户和有专业知识的投资者，也有手握大量资产的机构客户，这就需要为他们提供更加丰富且有针对性的产品，需要一体化的综合管理公司和专业投资管理公司各司其职。

这样投资者不仅可以选择不同类型的公司，还可以选择不同国家的产品来分散风险，充分利用全球性的投资机会。投资者不再只依赖于某一种市场，或者说某一种产品。”她说。

Denise Voss介绍，在卢森堡，伞形基金是很多公司都会选择的主流产品，其优势是能够在同一法律框架下，设置多个投资目标完全不同的子基金，简化了单个基金的申报流程，大大便利了基金的发售和后期管理。她透露，为满足投资者的多元化需要，一个基金产品旗下往往有许多子基金，单单在红利发放上就分为月度、季度、或者根本不分红，投资者可以根据自己的需要作出选择。

让投资者和渠道了解基金

此外，Denise Voss认为投资者教育是非常重要的事情。据她介绍，卢森堡投资基金公会有专门为投资者设立的

教育课程。主要分三大内容，第一是教投资者认清自己属于哪一类型，适合投资哪种类型的基金；第二是如何选择适合自己的投资基金，其中包括投资基金种类、基金投资风险、保护措施和成本费用等；第三是大致了解投资基金的整体运作。”

而与国内基金严重依赖渠道销售不同，Denise Voss所任职的富兰克林邓普顿投资公司，非常重视对机构分销商的教育。她表示，分销商主要指具备专业知识的银行机构等，并会针对这些机构设置专门课程，这些课程深入讲解基金投资的信息，例如基金是如何具体进行运作，发售新基金的各种投资模式，分析各国不同的投资基金风险程度等，能使客户从分销商中了解更多基金投资的信息。

她建议中国的基金管理公司，也尽量多进行投资者和渠道方教育，因为这是整个资产管理行业的重要一环，投资者的逐渐成熟、渠道方的合规运作，反过来也能促进整个资产管理行业的发展。

建立一个好的品牌

在中国，常能听到基金公司向资

产管理转型的声音”，Denise Voss表示，这是基金行业的大势所趋，她认为一个好的资产管理公司，要具备完善的管理系统、良好的财务状况，以及多元化的产品，比如可以为投资者提供分红、不分红等产品。而且，资产管理公司的透明度必须高，要有较高的回报率，并做好投资者教育，对投资者需要进行详细地、耐心地讲解，使他们明白投资的意义。

此外，资产管理公司还建立自己品牌。“一个好品牌非耗资金钱和人力，但是非常重要。”Denise Voss说，她以富兰克林邓普顿投资公司为例，该公司并不完全依赖渠道商，而是在每个国家都有设立了一个分销机构，使得对当地的投资文化有了更深入的了解，并将这个命名为“以国际化的思想投资于当地”。“更重要的是，我们不会随意撤出某个市场，而是坚持长期投资路线，使得当地人认识富兰克林邓普顿品牌。”她表示，目前中国有69家基金管理公司，如何突围而出，走一条与众不同的道路，这是转型成好资产投资公司非常重要的因素。”