

●公募基金投资更多应该从股票的价值出发，从基本面来选股，从低估的角度来选股，从成长性的角度来选股。看好估值便宜、有国际竞争力、公司治理结构较好、管理层比较优秀、善待投资者的公司。



鹏华基金程世杰：

谨守价值挖掘成长

证券时报记者 朱景锋

对于国内公募基金经理而言，刚刚过去的2011年是值得深思的一年。当积聚了一年半时间的成长股泡沫纷纷破灭，以金融股为代表的蓝筹股再次成为市场的稳定力量，基金经理才如梦初醒：原来我们如此偏离价值投资的轨道！

在现实的冲击下，越来越多的基金经理开始回归价值投资路径。而一部分坚守价值投资理念的基金经理经受住了2011年股市寒冬的考验，鹏华价值优势基金经理程世杰是典型代表。

在鹏华基金内部，大家都称程世杰为老程。无论股市如何变幻，谨守价值投资始终不动摇，这就是老程坚守的信念。这一信念使得他穿越股市四季变迁，为投资者奉献了长期稳健回报。据银河证券数据显示，截至去年底，程世杰管理的鹏华价值优势基金成立以来累计净值涨幅达到132.39%，去年更是夺得股票基金抗跌榜亚军。

坚守价值

程世杰管理的鹏华价值优势目前有100多亿规模，是鹏华基金公司的旗舰基金。程世杰有14年金融从业经验，2001年5月加盟鹏华基金，迄今已是他在鹏华的第十个年头，目前担任基金管理部总经理，一直专注于价值投资理念。程世杰曾在一封给投资者的信中表示：“作为一名从贫苦山沟里走出来的基金经理，我能够深刻理解广大投资者投资致富的热切心情，深知肩上的重担，一直在努力，一直在反思、总结和进步，争取为投资者取得理想的投资回报。”

程世杰是价值投资的忠实拥趸。对于价值投资，他有自己的深刻理解，在他看来，“公募基金投资更多应该从股票的价值出发，从基本面来选股，从低估的角度来选股，从成长性的角度来选股。有些好股票，被人最不看好的时候，如果你觉得这家公司有价值，你敢买，就能够得到超额收益。”在市场持续震荡、各种概念遭到轮番炒作的2011年，程世杰没有随波逐流，而是通过冷静分析，坚持了自己的投资理念。要坚信我们持有的股票顺应

热点问答

证券时报记者：能否谈谈您的选股风格和仓位控制？2011年金融股抗跌性良好，当时配置银行股的时候，基于什么样的考虑？您配置的金融股、电器股是否具有长期投资价值？

程世杰：我比较偏爱大盘蓝筹股，喜欢估值便宜、累计涨幅不大、公司管理层比较优秀、行业竞争力比较突出的公司，而对市场热点把握有较大差异。我不擅长于通过仓位的频繁大幅变化获取收益，从成立至2011年底，一直维持较高的股票仓位，只有在个股涨幅较大，达到目标价位时才进行大幅度的减持。重仓银行股主要是由于银行股比较便宜，估值没有泡沫，投资价值比较明显，相反，一些中小盘股票则有比较大的泡沫。一直以来价值优势的换手率比较低，我们的投资都是基于基本面和较长期的考虑，我们认为银行股和家电股具有比较明显的投资价值。

证券时报记者：您怎么看2012年投资机会？看好哪些行业和板块？将采取何种策略迎接新一年的市场？

程世杰：我们还是看好估值便宜、有国际竞争力、公司治理结构较好、管理层比较优秀、善待投资者的公司。本基金目前的持仓品种就是我们未来看好的方向。将继续坚持价值投资的理念，坚持自下而上的投资方法，精选个股，不断优化投资组合，力争取得较好的投资回报。

证券时报记者：针对2012年的市场，您建议投资者如何把握风险和机会？

程世杰：在目前经济增速下降，国际环境不利，股票供需严重失衡，重融资而忽视投资者利益的情况下，股票市场是很难看到大的机会。但经过连续两年的下跌后，短期市场风险也已经一定程度上得到了释放，目前部分个股的投资价值已经开始凸显，对于喜欢自下而上选股的投资者来说，投资机会正不断增加。建议投资者立足长远，从企业基本面入手，选择自己熟悉的领域，克服贪婪和恐惧心理，选择估值合理、能够做大做强的公司，分享企业的成长。 (朱景锋)

海富通基金投资总监陈洪：

熊市中一定要保存实力

证券时报记者 程俊琳

2011年，A股市场跌了再跌，海富通基金投资总监陈洪表示，虽然短期市场仍难言乐观，但从长远来看，很可能是黎明前的黑暗。

有十几年投资经验的陈洪，已惯市场的涨涨跌跌，心态也很淡然。他谦虚地表示，自己已不再年轻，反应也没有年轻人那么快，但还是希望能够跟上市场的变化，不辱使命。他最大的感触是这个行业变化太快，基金经理需要不断学习才不会落伍。在经济周期变幻的大环境下，经济的可预见性下降，基金管理人要在不确定的情况下做出合理的决策并不容易，基金经理素质需要不断提高，视野需要不断开拓。”他说。

资本市场不该是零和游戏

谈起上证指数10年涨幅归零，陈洪有些遗憾，他表示，虽然同为2000多点，2001年是一个炒作顶峰，就像2007年的6000多点，市场过热泡沫过大，而现在的2000多点则是市场的低迷期，不能简单类比。

在陈洪看来，基金经理只要踏踏实实做投资，依旧有投资机会。证券市场的确存在一些制度上的问题，如果能够得到解决，未来10年股市还是很有希望。”他说。

2011年，“黑天鹅”频现，公募基金频频中踩地雷股，公募基金的投资也颇受市场诟病。作为基金经理中的一员，陈洪表示：基金投资是组合投

资，一个基金组合里可能有几十只股票，出现一两只问题股的概率并不小，不能因此而否定基金经理的投资能力。事实上，公募基金之所以采用组合投资的方式，就是为了规避个股风险。”

陈洪表示，偏股基金以股市为投资标的，基础市场的健康发展对基金投资起着关键性的作用。现在市场是零和游戏，投资者通过互相博弈赚钱，而不是赚企业成长的钱，这决定了短期行为在A股市场大行其道。”

保存实力学会止损

应该用更积极的心态去看市场，但前提是你还有子弹。每一轮熊市都会消灭很多投资者，所以我把保住能够继续玩下去的资格放在第一位。”对此，陈洪反复强调。

这种根深蒂固的风险意识来自于陈洪的外汇交易经历，1992年，他涉足外汇交易，陈洪最大的感受是，是在熊市中一定要保存实力，保住还能够继续在这个市场中玩下去的资格。熊市的最后一跌杀伤力很大，不经意间你有可能就会在黑暗中倒下，后面曙光出现与你已经没有关系了，所以第一是控制风险。”陈洪告诉证券时报记者。

陈洪回忆，外汇交易有很强的止损机制，需要借助技术分析进行止损，也需要借助外盘分析指导盘中交易。理论上外汇交易是技术分析更有效的市场，它是一个更大、参与更

多、没有主导主体的市场。我有理工科背景，一旦有什么方法我就希望它抽象出来，甚至用一些工具把它固化下来。我花很多时间去验证很多方式，到后期发现工具体并不能成立，唯一有益的就是止损。”

这种铁的止损意识来源于做错时候的痛苦经历，陈洪笑言，外汇交易的杠杆很高，风险很大，账户市值波动也很大，稍一犹豫，就可能损失很大，甚至可能爆仓。在资本市场中，任何时候都必须紧绷住保存实力这根弦。无论你自己的判断在日后看来有多正确，都要有止损的概念，因为你需要有继续做下去的资本。”他说。

市场处于黎明前黑暗

陈洪认为，A股市场经过相当长时间的调整，已经反映了对全球经济和国内经济的悲观预期，但这并不意味着市场会迎来上涨式修复。在海富通内部，投研部门在对宏观经济、国内生产总值(GDP)增速等推演过程中，发现这些数据将在2012年会呈现下行态势，最迟二季度将迎来下行低点。

在不明朗的行情中，风险控制格外重要。”他说。

在对大的经济环境有了初步的判断后，陈洪重点考虑品种选择的问题。他认为，两大思路值得探讨，一是经历了长期估值调整的周期品种；二是符合未来经济结构转型的主题投资资产。考虑到目前经济仍在迷雾中，应当采取均衡策略，以避免投资过于偏激。

●熊市的最后一跌杀伤力很大，不经意间你可能会在黑暗中倒下，后面曙光出现与你已经没有关系，所以第一是控制风险。



他表示，第一类资产的估值已经到位，一旦市场转好，配置这类资产能够享受到贝塔收益。

至于第二类资产，陈洪认为，适应经济发展方向的投资品种在市场氛围好的时候相当吸引眼球，估值一直较高。不过，在市场的反复下跌中，其中一些真正有吸引力的公司股价也大幅下降，出现了较好的投资机会。

总体而言，陈洪在2012年会采取相对比较均衡的策略，在控制风险的前提下，布局未来。

●今年是债券暖春，正是债券基金建仓好时机，尤其看好信用债品种。未来债券基金要回归固定收益本源，走纯债化路线。

融通四季添利拟任基金经理乔羽夫：

播种封闭债基正值好时机



证券时报记者 方丽

融通四季添利债券基金拟任基金经理乔羽夫，已拥有8年固定收益从业经验。未来债券基金要回归固定收益本源，走纯债化路线，尽量回避权益市场风险。”而融通四季添利正是“纯粹债基”的代表，不参与股票二级市场、极少投资可转债、积极分红、封闭运作。

乔羽夫对这只基金充满信心，认为获得超越定期存款的收益将是大概率事件。他目前最看好的债券品种是信用债，而目前正值建仓良机。

债券暖春适宜建仓 最看好信用债

今年是债券暖春，正是债券基金建仓好时机，尤其看好信用债品种。”乔羽夫对即将管理的融通四季添利债券基金充满信心，收益跑赢定期存款是大概率事件。

乔羽夫的信心来自于今年的宏观环境判断。他预计，今年上半年整个宏观经济将处于底部区域，一方面是国内经济处于转型期，海外情况也不乐观，因此经济增速较往年可能下一个台阶。可能全年国内生产总值(GDP)增速在8%左右，这是可以接受的一个增速水平。”而通胀方面，他预测2012年全年居民消费价格指数(CPI)涨幅将维持在3%左右，一季度可能在3.5%左右，而二季度可能在3%上下。

经济增速下行，通胀出现明显回落，过去持续一年紧缩的货币政策必然转向为一个稍微宽松的中性政策，而且也给政策调控留出了空间。”乔羽夫表示，目前宏观政策已经出现微调的苗头，前期央行已经下调了一次存款准备金率。不过，政策将有节奏地逐步放缓，目前央行对今年通胀形势还非常谨慎，不会立刻放宽。

乔羽夫进一步表示，宏观经济走势对债券市场的影响要分开看。债券市场主要有两类产品，一是利率产品，另一类是信用产品，国债、金融债等利率产品和宏观经济走势是反向的，但信用类产品常常和宏观经济走势是正相关。因此，他表示，债市经历了去年下半年的上涨，目前利率产品收益率下降空间已经不大，目前10年期国债利率已达3.4%，而从过去10年走势来看，10年期国债收益率波动区间在收窄，近年来基本在3%至4%之间波动。但是信用类债券收益率仍有较大下降空间，因此更看好信用债市场。”

乔羽夫表示，信用债恰逢建仓良机，从紧的货币政策转向较为中性，将缓解目前资金面紧张的状态，企业融资压力和融资成本均会减轻，企业的违约风险也大幅降低，信用利差(信用债和国债之间收益差值)也将降低，而信用债的投资价值凸显。从绝对收益来看，目前信用债收益也处于历史较高水平，各等级券种的信用利差也处于历史较高位置。这意味着，在经过深入研究选出的资质较好的信用债券，即使持有到期也将获得可观的回报。

此外，他表示，目前银行票据贴现利率出现了大幅回落，从去年9月份的10%以上，回落到目前的6%左右，意味着企业融资压力得到缓解，回到了正常的水平，这将有利于信用利差的缩小。

基金成立后，我们计划尽快建仓，主要是投资AA及以上等级的信用类产品。”乔羽夫表示。不过，对于备受市场关注的城投债问题，他认为城投债不会发生大面积违约，但是个别信用事件仍有可能发生，考虑到此类债券的流动性风险，将较少去参与。

回归固定收益本质 稳健是立足之本

投资者选择固定收益类产品，是希望能够尽可能地规避风险，实现

保值、增值。这就要求管理固定收益类产品必须严格控制风险，操作上要稳健。”乔羽夫反复强调稳健是立足之本，这也是他从从业固定收益8年来的经验教训所换来的。

乔羽夫于2004年9月加盟融通基金，先后从事债券交易、债券研究以及债券投资等工作；他管理过货币基金，也运作过债券基金，对固定收益有自己独特的见解。尤其是经历了去年三季度股债双杀的教训后，他认为，为投资者创造持续、稳健的回报是固定收益产品管理人的首要任务，最好远离权益市场波动，给投资人带来长期稳定的回报。

我这么多年债券投资经历中，印象最深刻的是两个惨案事件。”乔羽夫坦言，2006年货币市场基金遭遇新股重新开闸等情况，一时间整个行业的货币基金遭遇“失搬家”，出现巨额赎回。几十亿的货币基金几天就只剩下几个亿”，这让他心有余悸，投资更为谨慎。

让乔羽夫印象深刻的另一件事是2011年7月城投债引发的债市暴跌。城投债问题导致市场恐慌性抛售，继而导致信用债大幅下跌，在信用债卖不掉之后，可转债也开始大跌。”他坦言，这是他从从业8年以来遭遇的债市跌得最惨的一次，给他很大的震撼，也因此树立了稳健的投资理念。

无论是多知名的基金经理，也不可能永远看对市场，因此光靠基金经理个人作用是很难的，需要从产品设计上让债券基金产品回归固定收益本质——给投资人带来稳定回报，尽量让个人判断失误给组合带来的影响做到最小，达到长期稳定的收益。”乔羽夫表示。

相比海外市场，国内债券基金的空间很大，未来我们更应该做精做细，回归本源。”乔羽夫还表示，海外债券基金多为纯债基金，海外投资人更看重长期稳定的回报，债券基金业绩基准是跟债券指数比较，甚至收益超出基准很多都会引发持有人的不满，担心是不是冒了太高风险。

他反思国内的债券基金定位并不明确，产品投资范围宽泛，也使得产品风格特征不明确，与很多投资者进行资产配置的需求不相符，实际效果并不好。因此，他反复强调债券基金应该回归其固定收益的本质定位。

做只纯粹的债券基金 季季分红+封闭运作

乔羽夫表示，债券基金最核心的是要为投资者带来稳健长期的回报，而这

一理念正体现在他即将管理的融通四季添利债券基金上。

封闭式债券基金问世以来，受到投资者普遍欢迎，而融通四季添利债券基金在“前辈”的基础上更有创新。据乔羽夫介绍，这将是一只“纯粹的债券基金”——不在二级市场上买卖股票，配置可转债上限为10%，我原则上不配置可转债，除非是特别有投资机会且风险很低的品种，会少量参与，大方针是远离权益市场的风险。”

不仅远离权益市场，乔羽夫表示，这只基金还力争做到“季季分红”，让投资者将收益及时落袋为安。我希望在条件允许的情况下，创造出一定收益就马上进行分红。”乔羽夫表示，在满足分红条件的前提下，高比例、高频率的分红形式，能将收益落袋为安，并平衡基金持有人对当期收益和长期收益的双重需求，为投资者提供可预期的、持续稳定的现金流，适当弥补了封闭式基金无法赎回的弱点。

债券投资有两大风险，利率风险和流动性风险，而封闭式债券基金可避免这两大风险。”乔羽夫介绍，采用封闭式运作，可以将投资债券组合久期和封闭期限匹配，做到大部分债券持有到期。这样不管市场利率如何波动，债券票面利息是确定可以拿到的，规避了市场利率风险。同时封闭式运作可以避免赎回压力，即使持有期利率波动，也不会因赎回而卖出债券，造成不必要的损失，有效规避流动性风险。而且，封闭式债券基金没有申、赎压力，能通过融资回购提高产品的收益率。乔羽夫测算，今年融资成本预测大概是3%至3.5%，而AA至AA+等中等评级的债券目前收益率在5.5%以上，这之间存有2个百分点以上的利差。

此外，融通四季添利债券基金封闭期仅为2年，而目前市场上的封闭式债基封闭期多为1年或者3年，该基金可以满足投资者不同的持有年限需求。该产品还可以参与新股申购，不过只申购公司研究部推荐的新股，规避基金经理为业绩压力而盲目热衷申购新股带来的风险。

让乔羽夫更有信心的是，针对信用债产品，融通基金通过2年时间完成了公司内部的信用评级体系。我们投资信用债，一是要参考外部评级，二是要做自己的内部评级，三是公司还有严格的投入库流程，比如除信用分析师外，还会参考股票行业研究员对发债主体和所在行业的意见。”