

农银汇理曹剑飞：

## 现在是发掘买入成长股的好时机



证券时报记者 海秦

两会刚刚结束，农银汇理消费主题拟任基金经理曹剑飞表示，两会期间透露出的政策信号依然延续之前的稳健。2月份经济数据显示，宏观经济处于温和回落中，而政策层面尽管不会很快放松，但大趋势仍以微调的姿态逐步放松。

### 今年投资回归稳定成长

曹剑飞指出，国内的整体环境正在趋好。首先，通胀见顶，流动性在改善。银行间市场回购利率下降、银行理财产品收益率下降以及票据直贴利率的回落，都反映了流动性的相对改善；工业增加值处于低位水平，以及信贷投放低于预期则会促使通胀的进一步回落。其次，国内地产政策初见效果，房价得以控制。当前地产行业正处于去库存周期，成交量温和放大，预期未来也不会

曹剑飞，统计学硕士，经济学硕士，现任农银汇理投资副总监，2008年8月至今任农银汇理行业成长基金经理，拟任农银汇理消费主题基金经理。历任长江证券分析师，泰信基金研究部、华宝兴业基金研究部高级研究员，华宝兴业先进成长基金经理助理。

有进一步从紧的调控政策出台。此外，新股发行制度改革、养老金等长期资金入市、基金法和证券法的修订等，都会为资本市场发展提供一个更好的政策环境。

国内情况改善的同时，海外愁云惨淡的经济也在逐步走出阴影。曹剑飞认为，欧债危机最坏的时期已经过去，希腊债务置换方案的成功为解决欧洲其余国家主权债务危机提供了范本；纳斯达克指数创11年新高表明，美国经济的创新动力依然强劲，美国经济的创新动力依然强劲，美国正走出2008年次贷危机的阴影，将再次成为世界经济增长的领头羊。

基于以上宏观判断，曹剑飞认为，2012年的投资环境较之2011年将会有很大改善，今年存在结构性行情。指数方面可能不一定有很明显的表现，但个股的表现会很精彩，分化会非常大。

实际上，去年的系统性下跌对

成长型基金经理是不利的，在泥沙俱下的系统性下跌中，无论是否有业绩支撑，最终都是估值和股价的双杀，只有拥有银行板块彻底防御才是正确的。但到今年，宏观经济处于底部区域，政策趋势放松，正是开始发掘并买入真正成长股的好机会。这时关注具有竞争优势、特殊商业模式和具有优秀管理层的公司，将会收益不菲。今年的投资就是抓住这些转型中积极扩张的成长型公司。

### 看好新兴消费

随着市场情绪的逐步恢复，曹剑飞认为，未来一段时间，最值得关注的是消费、科技等具有增长潜力的个股，这是取得超额收益的主要来源。在消费股中，曹剑飞表示更看好新兴消费。他认为，随着80后、90后年轻人逐步成长为社会建设的主体力量，他们的收入支配方式决定着未来我国消费领域的新方向，例如，金银珠宝、消费电子、旅游、玩具、化妆品等。从商务部公布的2012年1-2月社会消费品零售总额数据发现，总体增长速度一般，但其中新兴行业的增速却很显著，例如服装鞋帽、针纺织品增速超12%，金银珠宝年增长速度超19%，化妆品增速18.5%，通讯器材增速超过44%，成长空间都非常大。

曹剑飞说，这说明现在我国消费结构中的主力军团，他们的消费习惯和其父母那一代人完全不同，更注重个人享受和体验。

不过，曹剑飞也表示，消费行业的公司特点是行业共性不强，不同行业公司的管理团队、营销方法、模式都不尽

一致，但这些因素对消费行业公司的影响又至关重要，因此研究此类公司，需要具体个股具体分析，对投资研究能力提出了更高的要求。

### 自下而上选股长期持有

一只基金风格往往是基金经理投资风格的直观反应。曹剑飞管理的农银汇理行业成长基金，短期看并没有显山露水之处，不过，从2008年8月成立至今，跨越5个自然年度的长期业绩高达52.8%，而同类基金业绩平均不到15%，该基金已获得银河三年期五星股票型基金评级。曹剑飞非常看重投资风格、投资业绩的稳定性。长期来看，大起大落并不利于基金经理长期风格的形成。能够稳定居于同类型基金的前三分之一，长期业绩必然不错。

能够稳定持有优质的成长股，体现的是曹剑飞对待投资的耐心和信心。最近的几年中，能够根据市场行业轮动做波段的时机只有2009年。近两年来看，市场并没有提供做行业轮动的机遇，主要是因为行业轮动得太快，周期太短，很难把握。

而随着今年以来的周期股反弹告一段落，曹剑飞认为，传统行业例如钢铁、水泥等，尽管目前表现尚可，但未来的增长潜力已经不大，今年的投资还是以稳定成长股为主。不过，曹剑飞认为房地产是个例外。首先，作为近两年受到政策打压的行业，房地产股票的股价已经调整较多，估值普遍不高，估值具有优势。其次，我国的城镇化进程还未结束，刚性需求依然存在。第三，随着今年市场情绪的好转，未来对房地产销售数据的预期依然向好。



东吴基金任壮：

## 今年流动性向好可能超预期

证券时报记者 张哲

熟悉任壮的人都知道他投资的特点：仓位稳定、配置集中。

表面上看，他属于较激进型的基金经理，不过跟他交流之后会发现，在他看似激进的操作背后，有着一一种基于对市场趋势把握、行业的深入研究而形成的稳健风格。正是这种鲜明的投资风格，赢得了投资者的关注与喜爱。任壮管理的东吴行业轮动基金规模逐年增长，由2009年的8亿元增长到目前的30多亿元，实现了3年基金规模增长3倍，成为公司规模最大的基金。

### 对确定性行业“出重拳”

任壮管理的东吴行业轮动基金今年以来表现抢眼，截至3月2日的收益率高达18.82%，位居所有标准股票型基金第一，同期上证综指涨幅为11.24%。翻看东吴行业轮动的季报我们发现，优异业绩来源于他去年四季度重仓持有煤炭股，当时东吴行业轮动仓位高达93%，采掘行业占比超过50%。

如此超配煤炭行业，在如今强调均衡配置、分散化投资的基金中，显得有些另类。任壮认为，去年市场低迷时，很多同行对我重仓周期行业的煤炭股非常不解。“尽管备受质疑，任壮依然顶住压力，坚持重仓煤炭股。去年四季报显示，东吴行业轮动十大重仓股中的前6位均为煤炭股，其中，盘江股份、兰花科创、潞安环能等煤炭股今年以来最大涨幅超过30%以上。

最佳的业绩来自任壮对行业的独特理解。他认为，并不能简单划分为周期股与成长股，关键是要看业绩增长确定性、相对估值水平以及市场风格转换等因素，而且要放在一个较长时期内去分析。在他眼中，周期股也可能起到防御，非周期股也可能具有很强的进攻性。例如去年的银行股，就是周期股起到防御作用的典型。而最大的防御行业医药行业，去年表现丝毫不具防御性。

任壮并不认为周期股有多么的不可捉摸，相反，去年大规模配置煤炭股，在任壮看来，是一个晚上可以睡个安稳觉”的投资决策。他捕捉行业的投资机会主要通过“拐点投资”的方法。去年中期我就表示过，煤炭股2011年动态估值甚至一度比2008年最低点更低，估值优势明显。更重要的是，煤炭的周期属性将逐渐被资源属性所替代，煤价在未来几年稳步走高是一个大趋势。”他还透露，他在有色金属行业上配置较少。虽然重仓有色金属涨幅将会比较大，如果重仓肯定比煤炭收益大。但是有色金属不确定因素太多，而煤炭股相对确定性更高，重仓煤炭我比较放心。”

### 关注“超预期”因素

任壮认为，金融危机以来，市场趋势改变主要受“政策预期”的影响。2012年做投资，要密切关注政策因素。一是关注政府对资本市场改革如何推进、落实，例如新股发行制度等；二是政府对宏观经济的具体调整措施，包括货币政策、财政政策、产业政策等，货币政策更重要。”任壮表示，政策之手对资本市场的影响越来越大，2008年金融危机之后，每年证券市场的拐点都与政府政策调整密切相关。例

任壮，管理学博士，7年证券从业经验，中科院金融所博士后，副研究员；曾任兴业证券研发中心高级研究员；2007年9月加入东吴基金公司，曾任基金助理、研究策划部总经理助理，现担任研究策划部副总经理、东吴行业轮动股票基金经理、东吴新兴产业精选股票基金经理。

如2009年货币政策微调，A股进入调整，4万亿投资拉动A股大复苏，2010年政府抛出七大产业政策，引发相关行业结构性行情，2011年控制通胀收紧流动性，导致A股全年没有大的投资机会。”

对于2012年，任壮认为，可以肯定的是，今年政府政策导向的基本格调仍是“稳”字当头，货币政策由去年的“收紧”向“平稳”转变，市场将面临“政策拐点”与“流动性拐点”，而较低的市场估值水平又提供了投资安全边际，市场的阶段性底部区域已现，这是对市场趋势的一个整体把握。不过，根据过往经验，2012年要尤其关注政府政策、宏观数据等方面的超预期因素。因为“超预期因素”决定着未来市场的走势。

“2012年做投资，要密切关注政策因素。一是关注政府对资本市场改革如何推进、落实，例如新股发行制度等，二是政府对宏观经济的具体调整措施，包括货币政策、财政政策、产业政策等，货币政策更重要。”

回顾年初以来的市场反弹行情，我们发现，本轮上涨是有些超出市场预期的。”任壮说，实际上，出口数据向好、欧债危机逐步解决、地产市场有所回暖、流动性指标转好等各个方面都有了超预期的表现，所以市场对此做出提前反应。”

基于这个判断，任壮认为，2012年要重点关注那些有可能超预期的因素，它们可能是导致市场趋势发生重大转折的拐点。去年影响市场最大的一个因素是通胀，通胀的数据超出市场预期。今年，我觉得流动性向好会出现超预期。”关于流动性，任壮指出，要从力度和方向两个层面考虑。从力度上看，美国、欧洲、新兴市场国家都在实行货币宽松政策，加上国内货币政策恢复常态，流动性的影响力度可能会超预期；从方向上看，目前其他投资渠道如民间融资、炒房资金、艺术品投资等，要么已经被炒过一轮，要么可能被堵住，从这些渠道退出来的资金，会随着资金的趋利性最终流入目前估值很低的A股市场。”

### 机会多会在上半年

任壮认为，2012年市场投资机会可能主要表现在上半年。因为上半年政策放松、流动性拐点出现，大多股票有估值优势，市场表现会较好。下半年，通胀可能会有所反复。目前全球都在释放流动性，大宗商品未来价格或将继续上涨，加之中国的人力成本已经进入上升周期，下半年CPI将面临压力。一旦通胀抬头，政府调控政策就可能收紧。”

“可能由于我配的煤炭比较多而受到关注，其实，我主要是通过寻找行业‘投资拐点’这个逻辑，来挖掘投资机会的，看好的行业就多配置，并不只针对周期性行业。”任壮表示，他看好消费升级相关的行业，如食品饮料、传媒、移动互联网等，农业、稀土永磁等出现盈利拐点的行业也值得关注。保增长最大的引擎就是拉动内需，跟居民生活密切相关的衣食住行都有机会。”任壮表示。

华富量子生命力基金经理朱蓓：

## 遵守量化投资铁的纪律



证券时报记者 程俊琳

一轮量化基金的集体上涨，使管理这类基金的基金经理受到特别关注，华富基金美女基金经理出现在公众面前。这位具有“双重性格”的基金经理自从上任以来，就一直沉浸在数据模型的构建与调整之中，过着既简单枯燥又充满乐趣的生活。

如很多女性一样，她喜欢小动物，从学校开始就和各类数量模型打交道的她又有着极其理性的一面，在数据模型中不断分析匹配与否，是否要进行适当的动态调整。

### 实现设计图的建筑师

如果说朱蓓整天都在模型中游弋，一点也不为过。每天，她与模型以及数据库在一起的时间远远超过了与家人相伴，跟踪模型、观察模型失效的可能，不断研究新的可能产生阿尔法收益的因子，再构建新模型，这种看上去非常枯燥的操作，构成了朱蓓的工作。

朱蓓认为，传统主动型基金经理强调自下而上进行行业配置以及个股选择，而量化基金经理则通过寻找合适的模型获得阿尔法收益。相比而言，量化基金经理群体似乎更为沉静。在某种程度上，量化基金经理更期待自己的有效模型是独特发现，这种期待也使得量化基金经理的工作更加枯燥。

朱蓓在枯燥面前有异乎寻常的耐力，这来自她的坚持。朱蓓的全部工作经历都与模型有关。在券商工作期间，她给量化组合提供支持，为投资部提供模型研究。这种工作有点像

朱蓓，上海交通大学安泰管理学院硕士，4年证券从业经验，曾担任平安资产管理有限责任公司量化投资部助理投资经理、华富基金金融工程研究员、华富量子生命力基金经理。

负责建筑图纸的设计师，研究很多时候是脱离盘面的，模型出错还有调整的机会。”但一旦转入买方，不仅自己的理念开始改变，而且必须直面模型是否有效。在实际运作中，模型错了就没有调整机会，所以作为基金经理，模型的严谨性比单纯模型研究高得多。”

事实上，从卖方到买方的角色转变，朱蓓深切感受到，真正管理一只基金，不仅要考虑交易冲击成本，更要考虑交易限制等问题。我现在的角色更像是一个建筑师，需要实现设计图。在遇到设计漂亮但实现有难度的图纸时，研究员只需要修正，但基金经理就需要推翻重来。一些看上去很美的图纸在市场上却行不通。”

### 板块轮动适宜量化基金

今年以来量化基金整体表现突出，数据显示，截至3月9日，13只量化产品的平均净值增长率已达12.39%，华富量子生命力更是以14.31%的收益率名列前茅。朱蓓认为，每只量化基金有不同的策略风格，单就量化基金整体共性来看，就能够非常清晰找到今年以来量化基金表现突出的原因。

朱蓓认为，量化基金最大特性是股票分散度高，这表现在量化基金的持仓个股众多，行业分散。回过头看，今年市场呈现出行业轮动热点转换行情，且速度非常快，长则一周短则一两天的轮动行情中，基金经理主观去捕捉个股机会，操作难度较大。传统的投资模式在这种行情中无法快

速捕捉。此时，量化分散特性就很好地发挥了作用，因为其行业覆盖广，在每一波行业轮动中均有表现不错的板块与个股。

不过，即便整体出现分散性投资模式，不同量化基金也存在不同量化策略区分。在朱蓓看来，无论采用何种投资策略，最好是找到适合自己的模式。“从产品来说，不能肯定地说量化比主动好，或反之，需要寻找其中的平衡点与适应性。”例如索罗斯基于宏观套利为主，辅助于量化模型，他的业绩表现很好，量化投资的策略选择本身并不存在哪种模式更好的定论。

目前，量化基金在国内还处于摸索阶段，大家都在努力寻找适合自己的模式。朱蓓认为，不管是量化为主、为辅还是两者结合，只要能摸索出较好的路径与投资模式，都可以成功。

量化基金这类产品，朱蓓认为，如果是2011年的单边下跌市场，量化模型难有好表现，在单边快速下跌的市场中，市场以板块主题为特征的股票轮行情下，传统主动型基金可以利用调仓来规避。量化基金由于有很强的调仓时机纪律性，不能随意调整，很难快速做出调仓决策规避市场风险。从运作经验来看，在熊市中，量化基金的表现能够与指数持平，就算守住市场，更多情况是没有阿尔法收益。相对而言，在牛市中量化会更出彩。”

对投资者来说，量化基金首先需要理念上认可，理念匹配才会做到长期持有。朱蓓也意识到，目前量化基金的排名表现确实波动较大，不过也存在参照物的选择问题。对量化基金来说，最大基准是指数表现，而不是同类基金或是全部基金的比较。

### 模型建立并非一劳永逸

在传统思维中，量化基金就是预先研究和建立模型，使基金按照模型运作，获得收益。身为量化基金的管理人，朱蓓对“模型无止境”这一观念感受颇深，无论在基金成立前还是运作过程中，永远都要不断地跟踪与动态调整。

朱蓓解释说，不同模型有不同阶段的适应区间段，基金经理的职责就是按照历史检测，判断它适用的区间