

景顺长城常务副总经理刘颂：

## ETF的未来在于创新



刘颂，英国牛津大学工商管理硕士。曾任职于路透香港上海办事处、路透香港、路透伦敦有限公司及伦敦洛希尔父子有限公司；2006年加入香港景顺投资管理有限公司，担任景顺大中华区机构业务拓展部总监；其后任香港景顺驻北京代表处首席代表。2009年加入景顺长城，现任常务副总经理。

证券时报记者 杜志鑫

7月9日，景顺长城上证180等权重ETF在上海证券交易所挂牌上市，这是市场上第四十三只交易型开放式指数基金(ETF)。随着越来越多的ETF涌现出来，未来ETF将如何发展？景顺长城常务副总经理刘颂在接受证券时报记者采访时表示，一些细分市场如策略ETF、跨市场ETF、主题ETF、跨境ETF未来还有很多创新机会。

中国ETF市场终将繁荣

ETF在全球流行，据景顺Power原

Shares产品策略及研究部门的数据统计，今年前5个月全球上市交易的ETF总规模增长941亿美元，全球ETF资产规模近1.7万亿，包含超过45000只ETF产品。

中国的ETF热潮也在不断升温，今年上半年共有6只ETF发行，总量达到43只，由于跨市ETF新品种的上市，总资产规模增至1200亿元人民币，实现飞跃性的增长。美国经过1993~2000年近七年的产品种类扩充和市场教育推广后，ETF的发展进入快速拉升通道，目前中国ETF也正处于类似美国早期的发展阶段，亟待新品种的加入，以带动市场的后续增长。

刘颂表示，相对于美国来说，中国的ETF还有很大的发展空间，目前中国ETF资产占整个基金资产4%，而美国ETF占了约14%；美国ETF成交量占市场成交量的30%，中国ETF的成交量只占市场成交量的2%，从上述两方面来说，中国的ETF都有较大的发展空间。

目前，中国ETF的发展在加速，产品类型逐渐丰富，除了跨境、跨市场产品，未来有望涉足固定收益、商品或其他标的。同时，中国的专业套利者初具规模，将来更进一步发展将为市场提供流动性。多家券商已有限地开展双边报价等做市服务。随着各项条件走向成熟，中国的ETF市场终将走向繁荣。

致力于智能指数产品开发

“上证180等权重ETF是景顺长城旗下第一只指数基金。”刘颂表示，推出ETF产品后，公司产品线将进一步完善，同时被动投资能力也将得到发展。从战略角度考虑，未来公司将不再仅仅专注于主动股票投资，而是致力于成为一家综合性资产

管理公司。

尽管在ETF领域景顺长城并不是市场尝鲜者，但此时介入该领域仍有其后发优势。在刘颂看来，景顺长城努力的方向是创新型ETF供应商，未来的产品侧重于智能指数方面。开发智能指数产品，需具备一定的市场基础，在投资者对ETF已有认知的情况下，智能产品能够提供多样化选择。景顺长城选择此时进入ETF业务领域，其背景是目前ETF在中国已渐渐被投资者接受，在有一定基础的市场环境中开展ETF业务，可以吸取行业发展过程中的经验，借鉴国外ETF发展成熟经验、理念，能够更好地制定战略规划，体系化地推出产品。

“未来我们可能还会用一些基本面的因素作为权重的指数，比如PB，或者PE，甚至可能会用股票的波动率作为决定权重的因子。这些指数的设计本身就体现了我们的投资理念，而不是简单地反映市场走向，给投资者提供了更多的选择工具。”刘颂表示。

在智能指数产品方面，景顺长城外方股东景顺集团子公司Power原Shares是该领域的领导者。据景顺集团董事总经理、美国零售及全球ETF负责人Andrew Schlossberg介绍，景顺PowerShares是全球第四大ETF供应商，管理着近600亿美元资产，在业内以创新著称，已经开发出智能股票、固定收益等多种创新型ETF。该公司将为景顺长城开发ETF产品提供强大的技术支持。

未来将推出跨境ETF产品

数据显示，过去十年ETF在全球发展迅猛，资产规模年复合增长率达到31.2%。其原因除了投资者较喜欢被动投资产品外，还缘于ETF

操作非常简便、透明，费率很低，投资者可以将其当作一个工具来实现多元化配置。

“从产品线看，国内的ETF产品在宽基方面取得了成功，但在策略、跨市场、主题、跨境ETF开发方面尚处在初级阶段，还有很多创新机会。”据刘颂介绍，中国的ETF市场近年来发展很快，当前监管部门和交易所对ETF创新的推动力度非常大，另一方面，经过多年发展，目前国内投资者对ETF产品投资理念有了一定的接受程度，使得创新具有较好的基础。

据悉，在外方股东作强力支持之下，推出等权重ETF之后，跨境ETF将是景顺长城下一个战略发展方向。实际上，近年来公司已积累了丰富的海外投资经验，旗下合格境内机构投资者(QDII)基金——大中华股票基金成立以来业绩表现良好。

“我们未来的跨境产品并不限于香港，也不限于外方股东所熟悉的美国，加拿大和欧洲市场的指数也将纳入我们的研究范围。”刘颂表示，在做跨境产品时，景顺长城将继续秉承做智能创新型指数的理念，从主题、行业的角度进行各方面的创新。例如目前国外推出的关于水的ETF、木头的ETF、金属的ETF，这些产品不仅具有创新概念，同时还与环保理念相关。

据了解，景顺长城的ETF发展战略得到了外方股东的大力支持。外方股东景顺集团业务遍布全球，与许多国家当地的交易所、指数服务商、做市商等都具有良好的业务合作。景顺长城在股东的帮助下已经和海外许多指数服务商进行了接触和交流，未来将形成景顺集团、景顺PowerShares和景顺长城三方相互支持的ETF业务平台，景顺长城将借力中外股东核心优势，实现全球资源与本土经验的最佳组合。

嘉实研究精选基金经理张弢：

## 赢在中观策略



“中观策略内容很丰富，既包括宏观变化带来的线索，一些产业演进的变化，还包括新技术的使用所带来的行业格局变化，如3G的应用。”

证券时报记者 孙晓霞

无论是在银河证券的基金评价体系还是海通证券的基金评价体系，甚至是晨星的基金评价体系，张弢管理的嘉实研究精选均被评为五星基金，在牛市、熊市甚至震荡市的接替中，是什么样的方法创造了如此稳定的业绩，证券时报记者采访了该基金的基金经理张弢。

张弢表示，您将业绩取得的原因归纳为中观投资策略，能否谈谈您制胜的法宝中观投资策略？它与行业投资和主题投资相比有何不同？

张弢：我所指的中观策略包含的内容很丰富，既包括宏观变化带来的线索，一些产业演进的变化如国际上造船工业和电子产业的产业转移，还包括新技术的使用所带来的行业格局的变化，如3G的应用。我通常会通过中观层面选择投资线索以及防范组合风险，并通过精选个股来实现更大的收益。

在现阶段的中国，我觉得挖掘中观层面的因素是能够带来稳定超额收益的。原因有三：首先，中观策略适合中国目前所处的发展阶段。过去十几年来，很多为投资者带来超额收益的好公司，不仅仅因为它本身管理优秀，更重要的是因为它所在的产业恰逢景气周期。近几年来，随着中国工业化进程的加快，带动了一批如三一、中联等装备制造企业类企业，同时，华为以及中兴也在全体通信大投资的背景下共同发展起来的；第二，从中观的角度出发，能够让我的研究聚焦，找到一批投资效率高的投资标的；第三，对中观层面的考虑可以更好地识别投资组合的风险收益特征，有效地把控风险。如果一个基金组合里的股票特性很分散，实际上是很难从单个股票的风险来度量组合风险的。

证券时报记者：能否结合投资实践具体谈一下中观策略的应用？

张弢：2005年开始我到嘉实做机械和汽车行业研究员，2006年我重点推荐的就是一只造船股，嘉实买了该股流通盘的25%，股票从2006年开始涨，一直涨到2007年八九月份，从不到20元钱，最高涨到300元钱，为公司获得了十几倍利润。

证券时报记者：那时看好这个企业的理由是什么？这个案例主要是您中观策略哪部分理念的体现？

张弢：这是中观策略中产业转移的典型例子。首先，2006年我观察到造船业中心正从日本转移到韩国，也即将从韩国转移到中国，这个行业的收入面临快速增长，这是最强的中观支撑因素；第二，除了考虑中观因素外，我特别强调和行业的资产特点相结合。造船业本身的特点是重资产的行业，重资产的行业意味着毛利率带来的利润弹性是很高的。一旦业绩稍微突破，它的盈利将非常高；第三是内需，最大内需毫无疑问是房地产，如果把地产排除在外，仅依靠例如汽车等其他行业不太可能拉动内需，所以政策方向应该围绕内需，内需主要是地产，由此来看，房地产板块的未来表现依旧值得期待。

证券时报记者：您提到中观策略

中欧中小盘王海：

## 房地产机会仍存 三季度超额收益更明显

蒯此次房地产行情很可能是反转而并非反弹。地产股在三季度的表现可能会好，因为政策上如果实施房地产差别化调控，三季度经济很可能见底，对资本市场投资也会相对乐观。

蒯我倾向于持有招保万金为等优质地产股，这些公司业绩持续增长至少3年。

证券时报记者 程俊琳

对于基金经理这份工作的定义，中欧中小盘的管理者王海有着独特的见解。在他眼中，如果投资学会放弃，把握能够把握的机会，则是一件轻松的事。

对于中欧中小盘，王海的投资逻辑很清晰，去年11月左右，在制定思考下一年度投资脉络时，王海认准了今年房地产板块会有行情，坚定地超配了房地产板块，而这种确定性行情的把握使中欧中小盘半年取得了16.91%的业绩表现，在274只同类产品中位列第三。

绝对收益出身深耕个股

从2002年到2008年，王海在一家央企做绝对收益投资，这种以个股为主的投资方式训练的是深度研究，在很长时间内，他甚至不关心指数，只做深度研究，投资有确定性收益的股票。正因为如此，只要是自己分析研究能够把握的个股，他都敢于投资，即便在当时很多迹象并未开始显现的逆势环境中。

确定性收益的寻找也会经历失败，在海王的投资生涯中有过两次大的失利，也正是这种真切亏损促使他不断反思。他最终得出了投资选择的核心思维，那就是挑选公司首先要偏向基本面良好的企业，公司业务尽量简单，管理团队积极正面，这些都是考察公司很重要的因素，要有持续力；其次，公司要专注一类业务，有相对较长的历史表现；第三，公司要有三到五年持续盈利的能力，这能够体现出企业的核心竞争力所在。

板块。上半年，中欧中小盘对房地产板块的配置高达40%以上，根据天相的统计，房地产板块上半年涨幅为21.81%，在23个申万一级行业中排名第一。这种高比例配置来源于去年底对今年市场的预判，王海说，去年底他定的投资基调是乐观、强烈看好地产，上半年实际结果证明他的预判比较准确，但他也承认，全年结果还需要看后半年验证。事实上，王海开始投资房地产板块正处于这个板块被大家抛弃的低谷，这种逆势投资的判断与勇气来源于客观的分析与预判。

王海透露，从去年9月他就开始加仓房地产，10月下旬加仓50点，他的逻辑是：从2009年开始到去年10月一直是单边调控政策，表现为股价一直下跌。但后期出现了几个积极信号，使他判断10月下旬的政策开始转向，作为基金经理他抓住了这个极强的信号。

他认为，此次房地产行情很可能是反转而并非反弹，因为从房地产过去3年以来市场环境发展的历程来看，从2009年10月开始到去年10月是第一阶段，主要是单边打压房地产政策；去年10月到现在在第三阶段政府开始微调是第二阶段；第三阶段则是从过去的单边政策转向差别化调控阶段，这一过程或将持续相当长时间。

王海认为，正确的房地产调控政策方向应该是差别化调控，差别化是指两个方面：一是对于投机行为坚决打击甚至加大力度，另一方面对合理的刚性需求给予大力支持，只有两条措施并举，中国房地产业才能平稳发展，对中国经济做出正面贡献。差别化的调控将成为一种常态化的政策措施，市场将习以为常，从而能够稳定大家的预期，以至最终政策因素不再成为左右市场判断的一个关键因素。“限购可以坚持五年、十年甚至更长，但应该打击投机性购房需求，大力支持正常购房需求，中国经济才有正面进步。”他如是表示。

有很多层次，除了产业转移外，您还提到由于新技术的应用而带来的行业格局的变化，能否具体谈一下？

张弢：2009年初，3G正式推出，我当时重仓了一个做手机分销的股票，为我的组合创造了超额收益。看好的理由是联通刚刚引进3G，而3G的推出带来了整个运营商格局的变化，手机分销商的价值开始体现。这个时期，这家手机分销厂商不仅得到了相关运营商的补贴，同时还增强了和手机厂商的谈判能力。除此之外，在个股层面，这家公司以前毛利率很低，利润率则更低，当行业竞争格局改变之后，它的利润弹性变化巨大，这就是行业格局变化带来投资机会。

证券时报记者：您曾谈到宏观层面也能提供中观的线索，能举例么？

张弢：很简单，比如基于对经济是通胀和通缩的判断，组合里的股票一定不同。今年年初，我判断今年是CPI下降的环境，所以，我的组合里一直没有煤炭类价格驱动的股票。

证券时报记者：中观策略的角度，您还看好哪类的股票？

张弢：消费品和医药，这类股票的中观因素比较稳定，这个行业是看到十年以上的。

我认为，中国目前的消费处在一个起步前段，消费升级的空间还是非常大。过去几十年，中国的财富分配从投入要素角度来说，分配给了资本，谁有资本，谁就能挣更多的钱。但是越往后，随着资本价格上涨，中国已渐渐成为CPI高度敏感的经济体。在这种趋势下，整个社会财富分配会越来越倾向于人力、劳动力方面，资本获得的蛋糕慢慢会缩小。所以，植根于老百姓基础需求的消费动力是很足的。

证券时报记者：结合您的中观策略，能否举个具体的投资案例？

张弢：比如说我长期看好的一只日用消费品个股，我从2007年开始投资它。这只股票出现在我以往管理的很多组合里，包括当年我管理的社保账户以及企业年金，也包括我之前管理的嘉实增长的和嘉实策略。这个公司我差不多一年要去十趟以上。

证券时报记者：您看好的具体理由是什么呢？

张弢：大池子才有可能养大鱼。首先，这个公司处在一个大行业里，行业在全球产生过宝洁这样的上万亿市值的公司，第二大公司联合利华市值规模也很大；第二，从精选个股的角度来说，这个公司的能力在国内是最好的，管理层知道如何做消费品。从竞争力的角度来看，在由宝洁和联合利华构成的不对等竞争的行业中，这个行业大部分本土品牌如小护士、大宝都被卖给宝洁和联合利华之后，它2011年实现了36亿左右的收入，今年有望实现40多亿的收入，已经有体量和宝洁、联合利华在某个子行业竞争；另外，您还看好它的理由即是去年底整个集团顺利实现了改制。因为体制的变化，它在很多环节都有着巨大的弹性，所以业绩增长一定是跳跃性的，而不是简单的线性外推。我2007年左右买这个公司股票的时候，它当时只有三四十亿的市值，现在则有200亿的市值。但是我觉得以它现有的体制，以现有的产品，它将很快达到500到1000亿的市值。

证券时报记者：众所周知，消费类的股票估值都很高，您是权衡这类股票的成长性和估值上的压力？

张弢：首先，你要比市场其他投资者对公司的前景看得稍微长一点。你要挖掘这个公司超越市场预期价值的同时，你还要去发现这个公司潜在的一些风险。

证券时报记者：那么，您的这种中观策略的方法论是如何形成的呢？

张弢：主要是总结自己的一些投资经验以及教训。正如2006年，我虽然找到了为公司赚了十几倍的股票，但回过头来看，我当时犯了一个很大的错误，就是没买造船股。由于造船行业正处在景气周期，几乎所有的造船类股票都涨了十倍左右，上涨的最核心驱动因素是行业因素，而等到行业见顶向下的时候，无论怎样管理都没有用了。这个变化加深了我对中观因素的认识。其实，我刚开始做投资时过分强调个股的贡献，但随着自己的不断学习和体会，后期越发重视中观层面的把握。