

张延闽：和卓越的公司谈恋爱

□本报实习记者 黄丽

牛市初期行业轮动明显

中国证券报：你怎么看待这一波大盘急涨的行情？

张延闽：首先，我认为这是流动性宽松推动的股指上涨。有人说经济基本面并没有改善，A股这波上涨很难得到支撑，其实，仅仅从经济基本面是无法解释今年日本和印度市场的上涨。过去几年在全球QE大背景下，主要的权益市场都处于蓬勃向上的过程中，但除美国外，其他国家的实体经济都并无实质性复苏。未来一年中国将进入降息周期，我认为股指向上的概率较大，短期看，蓝筹股仍将迎来上涨机会。

其次，社会资产重新配置的趋势正在上演。资金正从地产及其相关行业转向股票权益市场，同时无风险收益率下行又带动了债券的牛市。过去两年，小市值股票的赚钱效应和近期金融蓝筹的暴动大幅吸引了人气，产业资本、个人投资者成为增量资金的主流，这种资产搬家的趋势将持续进行。

另外，政府乐于见到股市繁荣。国有企业改革必须解决资产重估的问题。国企改革的核心问题是资产定价，而只有在公开市场交易才有公允价值，而资本市场就是最好的定价平台，并只能通过指数上涨才能完成。一方面，每年接近10万亿元的房地产开发投资可能挤出资金；另一方面，货币投放仍然保持两位数的增长，而资本市场是一个很好的蓄水池，我认为政府会把部分“闲散资金”有序吸引到股票市场来。还有一个原因是过去两

年，创业板等小市值股票将牛市的人气带起来了，大量散户资金往股市里涌，权益类市场的泡沫实际上有助于企业级的创新融资，减少国家投入。

中国证券报：你认为现在处于牛市的什么阶段？

张延闽：从指数来看，现在正是牛市的初期。从结构来看，现在小股票的牛市可能已经走了一半。整个中国的资产证券化率还很低，我们现在是35万亿元的市值，以中国的经济体量来估计，未来或将到60万亿元，甚至100万亿元，所以指数在现在3000点这个位置，风险并不太大。但牛市初期的特点就是指数波动比较大，因为人们往往将信将疑，不敢相信是牛市。

我预计未来一年行业轮动特征会比较明显。金融蓝筹将带领指数继续走高，未来至少半年时间内，中大市值的蓝筹股相比于小股票更容易有超额收益。如果后续数据支持，地产龙头的业绩估值双升，中小板和创业板的繁荣或将在明年一季度过后出现，但是小股票一定会出现分化。游走法律边缘的一二级市场联动，导致现在部分小股票市值操纵已经到了令人发指的程度，创业板的整体估值超过70倍。新增资金买不进去，明年年初公募基金又要调仓，可能发生互相踩踏，所以很多股票可能会下跌，有的小股票可能下来就再也起不来了，但是好的股票洗尽铅华之后股价会翻几倍。

银行将成明年上半年主导板块

中国证券报：你觉得明年哪个板块会成为主导板块？

张延闽：这一波蓝筹上涨，并不主要是因为蓝筹好，而是因为可比资产实在太贵了，小股票一定要有价值回归的过程。所以我觉得，明年至少一季度到二季度，银行可能会是主导板块，其次是券商。

我接手基金后建仓银行，当时的逻辑是在流动性宽松的情况下指数上涨的概率是偏大的，全球范围内都是这样。指数要上涨，光靠创业板是不行的，肯定要靠大市值的股票拉升，那么在大市值的股票中，银行的权重是最大的。但是当时看好银行的人很少，第一是因为银行坏账的风险比较大，第二是非对称降息会缩减银行的利润，对银行的估值和利润是双杀。但是我认为现阶段过度压缩银行息差无助于降低实体经济融资成本，银行惜贷问题更严重。未来应该让银行“薄利多销”，所以降准势在必行。未来降准的次数和力度或不亚于降息。同时，不管是国外还是中国，在一个降息周期中，坏账生成率并不会显著提升。

此外，现在到明年对银行还存在一些利好因素，比如市场预期会修改存贷比；其次是降准；第三是国有银行要做股权上的混合经营，试行员工持股，改革会对银行降低成本费用比产生积极影响；第四就是到明年下半年，银行股有可能被纳入MSCI指数，届时会有新增资金进入。有这些逻辑在，明年银行

有超额收益的概率是偏高的。

中国证券报：但是如果明年再出现降息这样的利空呢？

张延闽：我计算过，即使出现再降一次息这种最悲观的情况，银行的利润回到2013年水平，股息率一般也都能达到5%到6%之间。所以我觉得，银行在现在这个位置是有安全边际的，未来以利好都有可能提升银行的估值。

按照以前的存量思维，银行股并不是基金经理的心头爱，觉得地产股都比银行好，如果银行某一天拉出一根大阳线，就贸然冲进去，可能会被拖好几个月。这个过程很折磨人。多少年来都是这样，就像钢铁股一样，投资者经常被套。但是现在有新的资本进来，并且很多做产业的人往往没有二级市场的人心急，银行股每年的分红不错，进入市场后银行或许成为他们的首选，有些有炒股经验的甚至会加一点杠杆。蓝筹只要涨5到10个点，他们的收益就很可观了。

明年券商表现也会不错，因为券商正处于一个加杠杆的过程，这个过程还没有到头，新业务也层出不穷。市场的“熵”值在不断提升，券商的盈利模式是一个典型的正反馈系统。未来监管层可能需要设定一些“阈值”加以约束，但短期内无法改变其震荡发散的走势。券商本质上是周期股，景气高点的股价往往呈现高盈利和高估值，而显然现在其盈利依旧处于快速攀升过程中。

张延闽是位年轻的基金经理。接手第一只基金产品时，正好赶上了A股“任性”上涨的这波大潮。在充斥着短线和波段的权益市场上，张延闽语出惊人：“要敢于和卓越的公司谈恋爱。”市场对这份初生牛犊不怕虎的精神给予的回应是，在张延闽管理期间，基金通乾的业绩在市场上8只传统封闭式股票型基金中遥遥领先，其任职一个多月，也就是10月25日至12月18日期间，基金总回报达到26.73%，期间同类排名第一；近一月回报23.6%，也是同类第一。

看似大胆，实则谨慎。

张延闽表示，他的组合策略至少会考虑半年到一年之后。把握不准，宁可错过也不会匆忙地做交易。

在接受中国证券报记者专访时张延闽表示，未来一年中国或将进入降息周期，股指向上的概率大，银行可能成为主导板块，并带领蓝筹上涨，成长股则会出现明显分化。未来将重点布局工业4.0、燃料电池、生物原创药，同时关注国企改革、互联网相关的投资机会。



张延闽，硕士，5年证券从业经验，具有基金从业资格。2010年1月至今，就职于融通基金管理有限公司，从事机械、新能源、汽车行业研究工作。现任融通通乾封闭基金经理。

听“风”找“老鹰”

中国证券报：未来你会在哪些行业寻找投资机会？

张延闽：我从来不会因为某个行业好而只配置这个行业，未来我会主要从两个方面寻找超额回报的机会。

一个是处于周期低点、被极度低估的传统行业。因为周期行业低点往往孕育着巨大的产业机会，例如船舶行业。其实今年以来船厂的新增订单是增长的，但业绩却不太好，因为船厂的订单周期很长，反映到业绩要滞后好几年。我认为，化工、农业、食品饮料、传统零售正处于历史低点，2015年这些行业的股票可能会有机会。

另一个是挑选成长性行业里面的龙头。中国社会正在发生巨大变化，互联网正在改造和颠覆传统行业，人口结构变迁导致消费需求品牌化、时尚化和娱乐化，制造业从满足内需变成要输出产能。在成长性行业中挑选战略得当的公司，可以享受行业和公司的“戴维斯双击”。

中国证券报：我注意到你接手基金通乾以来净值拉升得很快，请问你的投资风格和选股逻辑是什么？新发行的融通三动力会怎么布局？

张延闽：我即将参与管理的融通三动力和基金通乾选股标准是一样的，投资理念也相似，即集中持股，想清楚了才做，尽量少交易。因为两个基金规模不一样，通乾规模比较大，风格更偏向于中大市值的大蓝筹，但是融通三动力会偏向于中等市值的成长股。

我个人的投资风格是比较注重前瞻性和风险控制。

首先，我比较擅长通过产业分析挖掘未来市场的热点。在过去五年的国内外行业对比研究中积累了大量的素材，比如今年全市场热炒自动化的时候，我们已经提前两年在此方向上关注并投资了相关标的，取得了翻倍的收益。未来一年我们看好工业4.0、燃料电池、生物原创药，同时也会对国企改革、互联网相关的专题进行研究。

此外，对个股回撤的把控是组合风险控制的核心。我会同时研究、跟踪大量的目标公司，但实际建仓个股并不求多。一方面，做困境反转的公司价格一定要极其便宜；另一方面，好行业好公司且必须是合适的价格。在没有做好准备的情况下，我不会轻易进入。

中国证券报：你个人有什么投资心得？

张延闽：投资是个概率游戏，我们希望提高成功概率的同时增加组合赔率。提高成功概率的方法就是听“风”，一个好的行业里跑出牛股的机会更大。同时增加赔率，依靠自下而上精选个股，找到风中的“老鹰”，才能有穿越周期的持续性。

我投资的方法就是集中持股，敢于和卓越的公司谈恋爱，同时降低换手率。

组合的战略方向决定收益率的高低，而博弈和高频交易不能创造价值。回顾今年一年的行情，年初是蓝筹，接着是农业，三季度是军工，四季度是互联网金融和券商，每年市场都有很多主题，如果一直跟着市场热点背后追，基金经理将疲于应付。生活中博弈太多就交不到朋友，做股票也是一样。好公司一票难求，对于进入“买入池”的优质个股重仓，同时对于可能爆发的行业也会相对集中持股。根据统计，利用30%仓位每年抓住市场一到两个机会，同时控制其他仓位配置的回撤风险，该组合可以稳定进入市场前1/3。俗话说财不入急门，没有必要通过每日反复捕捉市场热点来追求净值增长。

我的换手率非常低，组合策略至少会往后想半年到一年。做组合之前一定要想清楚，宁可错过把握不准的机会，也不会匆忙地去做交易。

驾校里的教练通常讲，上高速公路时一定要看远方，车才会开直，如果只盯着眼前，方向盘一定会晃。做投资也是这样，如果看短了就会很被动。