

## 景顺长城中小盘

## 杨鹏 寻找真正的成长股

□本报记者 张昊

近期市场呈现出“大盘蓝筹周期股搭台，新兴产业概念股唱戏”的格局。在这一格局下，景顺长城中小盘等主要投资新兴产业股的主题基金表现突出。Wind数据显示，截至8月20日，景顺长城中小盘近三个月的涨幅达到12.77%。而这个基金在2013年因超配传媒、医药生物、新能源、计算机应用等行业，得益于对行业的准确把握以及基金经理出色的选股能力获得很高的超额收益，赢得2013年度股票型基金金牛奖。

## 成长股要有“一招鲜”

景顺长城中小盘成立以来偏重成长股，这与基金经理成长型的投资风格相关。基金经理杨鹏注重“自上而下”与“自下而上”相结合，在把握结构面改革与宏观面变化中的转型机会的同时，注重公司本身行业竞争优势及拓展市场的能力，从中发掘投资机会。对于自上而下与自下而上相结合，杨鹏有很生动的理解，“提着篮子到市场买菜的日常生活，仔细拆分一下，实际上是自上而下和自下而上结合的典范，涉及到三个关键环节：一是我们先基于理念拿了一个篮子；二是我们是到市场而不是农田或者

陌生的地方采购，节省交易成本规避毒野菜；三是按照一定标准条件在货架拣选菜品。”

如何在成长股的选择中进行自上而下和自下而上结合呢？杨鹏认为，首先是自上而下的，基于生活体验、阅读和观察、交流，分析统计数据等，对宏观经济景气度产生基本的判断，并对未来宏观趋势做出了模糊的预判和乐观或悲观的情绪反应。也会构建出未来一两个关键宏观故事逻辑，比如曾经广被认可的金砖四国概念，比如中国的转型等。除了宏观方面，具体的生活观察和行业调研、专家交流，甚至公司调研，还会构建出未来一两个行业变化的故事逻辑，比如电子产业的转移、工程师红利等，这些宏观和行业的故事逻辑构成了我们的菜篮子。

自下而上进行个股选择。成长股鱼龙混杂良莠不齐，白马成长股是交易成本和风险都比较低而验证性更强的选择，正如去市场买菜，而不是到不熟悉的农田去采购，所以杨鹏相信，选择那些开始引起市场注意的白马股深入研究比起漫无目的的大海捞黑马更具效率和可靠性。具体到公司的选择，在杨鹏看来，公司至少要具备一招鲜属性，涉及到历史和现状的分析。能否吃遍天要和

公司沟通并分析，看是否契合上述宏观行业故事逻辑，而企业自身战略，特别是执行力是最重要的研究和跟踪指标。

## 发挥想像 去伪存真

在经济转型的背景下，新兴产业的机会不言而喻，哪些产业是杨鹏认可的成长行业？在这些成长行业中又如何识别真正的白马成长股呢？大方面上看，杨鹏认为四个方面的危机促成的“真”转型孕育着机会。首先是劳动力紧缺，折射出来的是民工荒实现了平民“屌丝”的低端消费升级。接受高等教育、具备创新能力的中高端人才正在迅速增加，有望取代过去依赖低成本的劳动竞争模式，人口红利聚焦为工程师红利。第二个方面是货币收窄，经济政策更加审慎连贯，不再释放大量宽松，微刺激是新常态，政策也更具“平民性”，如小微企业的税收减免等。在这样的环境中，人们的注意力终究从炒房炒地的通胀思维，回归实业和创新。第三个方面是外需不振，倒逼内需特别是与前期产能投放相关度低的第三产业需求受到重视。制造业从低水平低附加值转向产业升级，具备竞争力的进口替代企业脱颖而出。第四方面是环境污染，为水污染治理、大气污染

杨鹏，经济学硕士。曾任职于融通基金研究策划部，担任宏观研究员、债券研究员和货币基金经理助理职务。2008年3月加入景顺长城基金，担任研究员等职务；自2010年8月起担任基金经理。具有10年证券、基金行业从业经验。



治理等产业带来黄金发展机遇。同时，传媒、互联网等环境友好、资源节约型的虚拟经济真正受到重视。

收入提高和低端智能机普及促进平民经济繁荣，我们已经进入平民经济时代，近年来A股的屌丝热潮突破制造业范畴。2011年以来平民消费的代表是低端智能机、低价SUV，相应的制造业公司，如长城汽车和欧菲光等大受追捧。去年以来美日等海外市场热点不

断，互联网、手机游戏、大数据等主题漂洋过海，国内市场热点开始从制造业向游戏、互联网等概念拓展。杨鹏认为，拥有平台才是平民经济制胜的法宝。平民经济的核心是拥有具粘性的海量用户群，单一用户的少量付费即能汇集成巨额收入；海量客户和人均低消费意味着收入的巨大空间，粘性意味着收入的持续性；掌握平台的公司最有可能成为一招鲜、吃遍天的大牛股。

成长股充满想像，但杨鹏认为在发挥想像力的同时也要注意去伪存真。首先要警惕得不到市场认可的主观判断的成长逻辑。获得市场认可的公司，往往确实进入了成长逻辑的快速兑现期、更能经得起推敲。其次要定期进行的定量筛选，选出股价表现和业绩增长俱佳的标的，再进行后续深入研究，对白马成长股的研究成本低、收益大，虽然建仓成本可能高于黑马股，但成功概率大。

## 鹏华丰收债券

## 阳先伟 严控风险 创造持续稳定收益



阳先伟，2004年9月加入鹏华基金管理有限公司，2007年1月至2014年2月担任鹏华普天债券基金经理，2010年12月至2014年2月担任鹏华丰润债券型证券投资基金基金经理，2008年5月至今担任鹏华丰收债券型证券投资基金基金经理，2013年9月至今兼任鹏华双债保利债券型证券投资基金基金经理。

□本报记者 张昊

基金经理阳先伟从2008年起管理鹏华丰收债券基金至今，业绩表现始终稳定。Wind数据显示，截至8月28日，鹏华丰收从2008年05月28日成立以来，已取得41.97%的收益，年化回报5.76%，显著高于同类平均水平。该基金的收益波动较小，月收益率标准差显著小于同类平均水平，表现稳健。严格控制投资风险是鹏华丰收债券的显著特点之一，正是由于阳先伟在较长的

时间都创造了持续稳定的收益，鹏华丰收债券基金荣获“五年期债券型金牛基金”。

## 坚定策略获得稳定回报

过去5年间，鹏华丰收都获得了优秀且稳定的投资业绩。某种程度上，作为一只债券型基金，“稳定”是尤为难得的投资业绩。阳先伟对此表示，一方面说明基金团队过去对宏观及利率周期的判断大体上正确，另一方面也反映该基金的投资策略相对稳定，没有频繁变化。

长期投资、价值投资是阳先伟一直坚持的投资理念，决定组合中长期配置策略的主要依据是宏观经济以及信贷、利率周期的整体情况，因此投资很少受到市场波动、主观情绪及阶段性流行主题的影响。例如，在经济景气下降，投融资需求减缓的时期，受广义信贷市场供需关系的影响，整体利率水平往往会走低，阳先伟会因此预测到宏观经济走势有利于债市，会上调组合的久期及仓位；相反，在预期经济景气上行，

投融资需求旺盛的时期，组合的久期以及仓位也会适当降低。“当我们制定一定的配置策略后，一般会在相当长时期内坚持，只有当宏观环境发生显著变化时才作相应的调整”。

与此同时，鹏华丰收债券在杠杆的运用上则是相当灵活。阳先伟表示，该基金组合的杠杆水平的高低并没有绝对的目标，而是根据投研团队对市场资金面所作的预判，灵活地进行调整。“在我们预期市场短期资金较为宽松的时期，可能保持较高的组合杠杆，以获得稳定的长短期利差；相反，在市场短期资金较为紧张的时期，我们会将组合杠杆下调至合适的水平，以减少组合负债成本及应付持有人可能出现的赎回需求。”

## 短期债券谨慎乐观

对于未来的债市走势，阳先伟认为下半年债市正反两方面的因素都存在，短期而言谨慎乐观。阳先伟看好未来的可转债市场，对于财务稳健、行业稳定趋好、股东实力雄厚的信用债也表示关注。

降低社会融资成本成为近期以及未来债市的主要政策背景，阳先伟对此有着自己的理解。“降低社会融资成本意味着降低利率，相当于固定利率债券价格上涨。决策层这样的表态当然对债市是正面的。但另一方面

我们应该理解到，降低社会融资成本只是一个政策目标，并不是具体的政策措施；而且它也不是唯一的政策目标”。

阳先伟认为，真正的问题是通过什么样的政策措施来实现降低社会融资成本的目标；以及在需要同时兼顾诸如防范通胀、促进经济增长、控制金融风险等其它政策目标的情况下，降低社会融资成本的目标在什么情况下，在多大程度上会受到制约。

阳先伟表示，如果降低社会融资成本意味着下半年央行将继续维持较宽松的资金面和较低的短期资金利率，那么对债券市场确实是有利的。但另一方面，央行宽松的时间和程度则受制于未来通胀的走势。“如果经济下行压力过大，稳增长的政策目标的相对重要性将会上升，可能需要投放更多的信贷，这又对债券市场可能是不利的”。阳先伟认为下半年债市正反两方面的因素都存在，短期而言，他表示稍偏乐观。

近期债券市场出现一些分化，大盘转债在蓝筹行情的影响下明显上行，个别中小企业私募债爆发信用风险，市场对各等级的信用债出现分歧。阳先伟表示，对于可转债投资将结合宏观趋势顺势而为，而对于信用债将

一如既往的强调对于信用风险的识别和规避。

“转债市场确实可能蕴含着机会，但需要详加分辨”。阳先伟的理由是，从市盈率、分红收益率等指标来看，目前部分蓝筹股已具有一定长期投资的价值，如果中国经济年内企稳或回升的趋势得到确认，这些股票相关的转债都可能有更好的表现，即使在较悲观的情况下，很多蓝筹转债的风险也较为有限，甚至有正的持有到期回报。

对于信用债，阳先伟表示，“信用风险的爆发和不同发行人收益率的分化等情况实际上一直都存在，今年更多的是过往趋势的延续。我们在信用债投资中一直强调对于信用风险的识别和规避，在过往投资中从未买入过发生信用违约的品种。”

阳先伟认为，随着中央稳增长措施的陆续推出，中国经济增速仍然维持较高水平，且银行业具有国家的强大支持，信用风险整体上可控；但另一方面，少数企业过度负债，可能爆发局部的信用风险。总体来说，他倾向于财务稳健、行业稳定趋好、股东实力雄厚的信用品种，相对回避财务激进、行业不景气、公司治理透明度差的企业。