

招商基金吕一凡:A股已经度过最差时期

□本报记者 张昊

看好真正的成长股

随着近期市场的逐步回暖,越来越多的市场人士对后市充满期待。大型公募基金的动向以及对于未来的研判作为市场的风向标,此时更加受到市场的广泛关注。招商基金投资总监吕一凡在接受中国证券报记者专访时表示,近期股市的回暖有着其内在的逻辑。种种迹象表明,A股已经度过了最差的时期。正是出于对于市场未来的乐观预期,招商基金在投研团队建设上不断扩充实力,正进行着多方面的准备。

对于未来市场可能出现的机会,吕一凡认为沪港通的启动无疑会为市场引来增量资金,按照境外投资者的投资习惯推断,他们对具备估值优势的企业会比较青睐,目前传统制造业企业的估值在国际上都具备优势。那些对利率敏感对宏观经济不敏感的行业也值得期待,比如水电和家电行业。至于成长股,只有那些能够保证业绩的成长股才具备真正的投资价值。

中国证券报:近期市场热点不断,蓝筹股受沪港通等利好的提振而反弹,部分成长股的表现也很活跃,你未来会关注哪些板块?

吕一凡:沪港通启动在即,给A股带来的增量资金主要是海外资金。海外资金青睐的多是业绩增长、ROE高的企业,对于市场热炒的题材股可能不太感兴趣。相对而言,A股具有优势的企业则是传统制造业,这些制造业在国际上具有成本优势且技术居前,市场占有率高,但比海外市场上的同类股票估值低。相比而言,目前市场上的大多数成长股可以说是“物不美、价不廉”,我们只看好少数有业绩保障的成长股。

新环境要有新思维。在结构主义的视角之下,一切才可能表里俱澄澈。地产周期下行直接导致多数周期性行业盈利和估值双杀,趋势性机会难以见到;而消费品不仅遭遇需求增速系统性放缓,而且价格上涨的故事也难以延续,估值水平存在系统性调整的空间。

就可能的机会而言,我们判断,新经济的发展方向将由制造向服务、由重资产向轻资产过渡。事实上,这一趋势在股票市场上已经逐步得到体现,例如医疗服务与传统中药生产和生物医药之间的估值缺口不断扩大,TMT子行业中互联网、软件、传媒板块的估值系统性地高于电子设备、其他元器件板块。另外,静态地看,阿里巴巴、腾讯、百度和京东这4家在海外上市的国内互联网巨头市值已超过创业板市值总和;动态地看,在中国移动和腾讯控股市值演变的过程中,二者相向而行,新经济方向由“硬”及“软”趋势明确。我们同样看好传统经济中的龙头企业,多轮周期磨砺下强者恒强的格局有望延续。事实上,代表传统经济的主板上市公司业绩成长性与中小板和创业板相差无几。考虑到其在估值上具备相当优势,可从中寻找安全边际充裕、基本面确定性强的价值型标的。

未雨绸缪 充实投研团队

正是出于对于市场的乐观研判,招商基金从2013年起开始充实权益投资的投研团队。权益投资部门从1个扩展为4个,研究员也从16人扩展为25人。原来招商基金只在深圳设立投研中心,如今在北京、上海、深圳三地都设立了投研中心。在这一过程中,招商基金的整个投研队伍也一直保持稳定。这一切都表明,招商基金已经成为未来市场可能出现的机会做好了准备。

中国证券报:从近年来招商基金的业务发展重点可以看出,每个时期的投研团队建设都有所侧重。既然看好未来的权益投资机会,招商基金对此做了哪些准备?

吕一凡:在2012年之前,招商基金大力发展固收团队,逐渐做大固收类资产。当时的布局是非常有前瞻性的,为近两年招商基金的固收规模和业绩在业内居前打下了坚实的基础。现在招商基金的固定收益团队操作风格稳健,经验丰富,由副总经理张国强从大的资产配置、投资策略上进行宏观指导,团队整体投资业绩良好。

在固收取得一定成绩后,我们从2013年开始重点发展权益类投资,这其实也是和市场行情有关,我们认为市场走熊多年,未来肯定有投资机会。我们按照风格对招商基金的一线

基金经理进行分组,目前主动投资的部门已经扩充到4个,分别是侧重传统公募业务的投资一部、侧重私募业务的投资二部、侧重绝对收益和保本业务的投资三部、侧重成长股研究的投资四部。

在这种创新的统一平台多元化分组投研架构之下,投委会在制定公司统一的投资规则、授权体系、策略研究讨论等传统职能的基础上,会着力解决各小组共同的问题,如风控、交易、业绩归因等,并通过加强核心股票池管理,为各投资小组提供有效沟通平台等措施,加强对各小组专业层面上的指导和支持。投决会与研究、交易部门会公平地对待每个投资小组,专注于解决专业性的问题。

这种共同平台下的专业分组有助于提升基金公司投研的运营效率,其优点主要有三个方面:一是分工更加明确,专人覆盖特定领域。通过划分小组,将投资风格接近的基金经理放在同一个组里,有利于提高研究效率,充分发挥基金经理特长;二是产品特色定位更明确,投资小组有利于打造具有鲜明特色的基金产品供客户选择;三是倡导内部良性竞争。实行组长负责制,小组独立考核,使得组与组之间存在一定的竞争,不仅要与市场平均水平比较,还要与其他小

组比较,可以充分挖掘每位团队成员的潜力。

招商基金投研团队也从外部积极吸引人才。今年,明星基金经理王忠波加入招商基金,他此前曾任银河基金研究部总监、国联安基金总经理助理兼研究总监等职务。另外,东吴基金的唐祝益也加盟招商基金。在此期间,我们的研究员队伍则从16人扩展到25人,以前只在深圳招募研究员,如今我们在北京、上海都设立了分支机构。

同时,我们也支持投资人员的内部流动,这样可以充分调动和发挥投资经理的个人优势。如基金经理张慎平,之前在股票投资部,英语很好,恰逢公司香港子公司成立,在开展ROFII过程中需要相关投资管理人才,在结合他个人意愿的基础上,将其调任至公司国际业务部,兼任香港子公司基金经理。

我们按照风格对基金经理进行分组,也制订了针对各小组的激励机制,而在制度的设计上同时考虑了业绩和规模的增长。这样的做法好处很明显,例如近期大盘蓝筹股表现不俗,招商大盘蓝筹基金也表现出色;去年成长股迎来一波行情,招商基金的中小盘基金表现也不错。另外,小组之间也会进行良性互动与竞争。

吕一凡:经济学硕士,曾任深圳证券交易所综合研究所高级研究员。2000年进入南方基金管理有限公司工作,先后从事研究、产品设计、基金投资等工作,曾任基金开元、基金隆元(南方隆元)、南方高增长基金的基金经理,全国社保投资组合基金经理。2013年加入招商基金管理有限公司,现任副总经理兼投资总监,投资决策委员会主席,招商先锋证券投资基金、招商瑞丰灵活配置混合型发起式基金及招商丰盛稳定增长灵活配置基金的基金经理,兼任招商资产管理(香港)有限公司董事。

市场反弹后劲足

对于近期市场的反弹,吕一凡认为根本原因在于优质企业的盈利状况有所改善,同时降低社会融资成本、混合所有制改革等政策出台也从根本上改善了企业的生存环境。在企业净资产收益率(ROE)水平根本好转的当下,有理由对于市场未来的走势寄以更大的希望。

中国证券报:近期A股热点不断,多个板块表现活跃,市场的气氛有了明显改善。你认为此轮反弹有何深层次原因?对于市场未来作何预测?

吕一凡:过去几年,市场一直徘徊不前,其实反映了实体经济中存在一些问题。我们发现,近几年企业的负债率越来越高,ROE却逐年下降,这说明企业借了更多的钱,却没有产生更好的效益。与此同时,在利率市场化等因素的影响下,社会融资成本越来越高,更对企业的盈利造成不利影响。

不过,值得注意的是,经过几年的去产能化和改革,很多企业的盈利能力有了根本的改善。在此之前,很多行业出现产能过剩,面临去产能的压力。但是去产能到了一定阶段之后,大量的中小企业被挤出行业,余下的一些管理严格的大企业盈利能力反而得到增强,市场占有率也更高,这些企业的ROE也得到提升。

改革也是提升ROE的重要手段,特别是近期正在推进的国有企业改革。本轮国企改革的对象主要是那些拥有优质资源但盈利效果差的国有企业,通过改革后这些企业的盈利能力也会释放出来。混合所有制改革的目的正是将民企的管理优势和国企的资源优势相结合,我相信随着本轮改革的推进,更多的利润也将被创造出来。

无风险收益率下降是近期市场反弹的又一个重要原因。过去几年制约股市的一个重要因素是无风险收益率的抬升。从目前的货币政策看,现在的利率水平应该是历史高位,未来利率下行的趋势很明显。利率的下行在提升企业业绩的同时,也会为市场带来增量资金。

因此,对于未来,我们还是充满期待的。

