

# 王华：慢牛刚刚开始 千万不要现在下车

□本报记者 曹乘瑜

## 明年大小股票都有机会

王华认为，A股或将迎来一个5-10年的慢牛市，目前正是入市的好时机。逻辑有四：首先，底部稳健。大盘在2000点附近已经盘桓多年，并逐步消化了经济模式转型、经济增长降速的负面效应。

其次，财富效应已经开始。随着利率中枢的下降，信托、房地产的预期收益正在回落，只有股票市场能够给投资者一个较好的回报。虽然目前部分股票估值水平已经较高，但是估值修复和盈利增长都将带来向上的空间。

再次，改革正在逐步推进。改革的意义在于提振信心，从而提升股市的估值。

最后，投资的结构性力度加大。在经济转型的背景下，结构性的投资仍然存在。虽然这一次政府没有进行大规模的基础建设，但是在很多领域或以前短板的领域，政府还在加大投资力度，由此将带来很多行业的革新，从而引发市场结构性的表现。此外，接下来马上要推进的国企改革也能够给市场带来更多活力。

“千万不要在这个时候下车，”王华表示，“没有上车的则要找机会赶紧上车。”

明年的机会在哪里？王

华认为，过去两年的结构性牛市以成长股为主，中小市值表现的结构差异特别大，但明年的机会跟之前将不一样。因为明年的增量资金以养老金、机构投资者、保险资金和公募基金为主，此外还有来自沪港通的海外资金，这些资金将沿着自己的偏好去配置蓝筹股。

“明年结构差异会小很多，大小股票都有机会，其实现在市场已经在预演了。”王华说，“市场不会缺资金，所以肯定有机会。”

王华认为，随着资金的入场，股票筹码越来越少，股市会不断上涨，这是一个缓慢的过程，但是会呈加速度进行。他呼吁散户尽早入场，不要再像2007年的牛市那样最后“在山顶上站岗”。

2014年11月，王华管理的银华回报灵活配置定期开放混合型发起式基金进入发行期。在慢牛启动期发行新基金，王华内心充满喜悦，他认为牛市越慢越健康。“只有慢牛的时候基金经理才能挖掘公司价值，才能给投资者带来长期回报。”王华说，“美国走了十年的牛市才把共同基金做得深入人心，成为最大的投资渠道。我觉得中国也需要这样的时间。”

## 与投资者“荣辱与共”

作为一名在基金行业耕耘14年的基金经理，王华的一大感悟是，投资者并不善于辨别基金经理，所以需要一个更好的机制，帮助投资者和基金经理形成良性关系。

因此，在银华回报灵活配置基金的设计里，采用了一个特殊的设置——引入附加管理费模式。简单地说，就是要与投资者利益捆绑，荣辱与共。

根据产品介绍，该基金的管理费分为基本管理费和附加管理费，前者每日提取，后者在每个封闭期结束日提取。其中，基本管理费率为1%，远低于目前1.5%的行业水平。附加管理费为每年15%。但是，需要基金在每个封闭期当期收益率超过1.25%，并在提取评价日当天，基金份额累计净值超过以往提取评价日的最高基金份额累计净值，才对超出部分提取附加管理费。

这种类似私募提取业绩报酬的方式，让管理费和管理人的业绩贡献挂钩，是一种产业链上的创新，将投资人和基金管理人绑得更紧密。而此前的管理费，可能更多和渠道的规模贡献挂钩。

目前，市场上也有几只

提取业绩报酬的公募基金，但都是以市场中性策略为主，银华回报灵活配置成为首只提取业绩报酬的主动管理型产品。相比之下，因为是主动管理，对基金经理的能力考验更严苛。

按此计算，当该基金年度累计收益超过9.7%时，银华回报灵活配置基金的持有人成本大于常规1.5%的基本管理费模式。

虽然9.7%看上去是一个并不算亮眼的业绩水平线，但是，要长期达到这一数字却很难。根据Wind数据，2009年成立的47只主动管理型股基，到目前为止，仅有5只年化收益率超过这一水平，2010年成立的51只产品中仅有9只达到这一水平。

“关键是建立机制，我们希望与投资者建立长期的关系。”王华说。

王华认为，公募基金行业长期缺少“绝对回报”，投资者对公募的信任和行业里的优秀人才在一同流失。将私募机制引入公募行业，既能够在费用环节让投资者少花“冤枉钱”，也能鼓励基金经理提高业绩，减少基金经理的流动性。带着一份行业责任心，他做了第一个吃螃蟹的人。

在同一公司担任基金经理超过10年的人并不多，王华是其中的一个。自2000年10月加入基金行业，王华一直在银华基金管理，从研究员到基金经理，再到A股投资总监，这一做就是14年。

14年间，王华管理的基金并不多，从2006年11月至今的8年时间，他只管理过两只基金。虽然数量不多，但其管理银华富裕主题7年间，基金累积涨幅达117.8%，期间获得三次金牛奖；另一只基金——银华中小盘，王华接手一年多，涨幅也达到35.8%。

管理基金多年，王华深切觉得，投资者无法仔细分辨基金经理的投资能力，因此需要一套能让基金管理人与投资者“荣誉与共”的机制。在长达一个多小时的采访中，“安全边际”是他反复提到的投资理念，无论是建仓、选股、止损，都是建立在“安全边际”上。言谈中，记者能够深切地体会到这位老基金人对“稳定回报、长期投资”的行业前景的向往。2014年11月，王华首尝“螃蟹”，选择掌管银华回报灵活配置定期开放混合型发起式证券投资基金，这是市场上首只在绝对回报基础上提取业绩回报的主动管理型基金。

王华言谈朴实。谈起最近的市场，他表示，市场慢牛刚刚开始，居民财富大搬家也刚刚开始，资金正在源源不断地流入，而且这一轮牛市的结构性差异要远小于过去两年，散户投资者千万不要现在“下车”，没有“上车”的则要抓紧机会。



王华，经济学硕士，中国人民银行研究生部毕业，中国注册会计师协会非执业会员。2000年10月进入银华基金管理有限公司，现任银华基金管理有限公司A股基金投资总监、投资管理部总监，并任银华中小盘精选股票型证券投资基金的基金经理。

## 安全边际

### “护航”绝对回报

长期以来，王华期望的，就是打造波动小、回报平稳的产品，以换来和投资者的长期关系，这是任何一个成熟市场的方向。因此，他从来都注重安全边际能力的修炼。“有了安全边际，我才会再去考虑一只股票向上有多少弹性。”他说。

他认为，安全边际不仅仅是股价区间的安全垫设置，而可能来自多个方面。例如今年以来，市值也是表现得比较突出的安全边际的概念。当一个企业仅有二三十亿元的市值时，如果它还有业绩，或者在做转型，或者手中有大把现金，都可以用来综合考虑为安全边际。

安全边际还体现在寻找向上弹性的过程中，要寻找有弹性的个股，意味着股票要有预期差。所谓预期差，可能来自基本面、行业层面和景气度以及宏观政策的变化。“我们最看重的是基本面的预期差。例如处在行业拐点上的企业和行业，肯定是指向关注的标的。”

知识密集型的投研行业，对于上市公司的研究已较为充分，想要找到有预期差的行业和公司，并不是一件容易的事。王华认为，预期差藏在被市场长期抛弃的地方。

“市场对很多行业已经很久不关注了，但是它的产能可能悄悄地在开始增长，最后在行业供给、定价机制等方面都出现了显著的变化。”王华说，“但是这个时候可能很多人因为长时间没有跟踪这个行业，因此不能敏锐地发觉这种变化。”

与此同时，一只冷门股，其股价也必然处在低位，向下空间不会太大。“风格转换的时候不会很难受”，从而存在安全边际。

纵观王华掌管的银华中小盘精选基金，可以发现，在过去一两年的成长股结构市里，其重仓股中并没有很多热门的TMT等个股，更多的是食品饮料、农业和医药方面的个股。“在冷门中寻找基本面的预期差，才能体现出研究创造价值。”王华说。

他寻股谨慎，持股大胆，持股集中度长期在50%以上。王华认为，合适的标的并不多，找到这种投资标的后就应该中长期驻扎其中。

安全边际，还体现在对进攻节奏的把握上。王华认为，基金经理对于什么时候买入核心仓位，什么时候加仓，什么时候将最后一颗“子弹”都打出去，应该有所把握。“不能一下就直接买成特别重要的股票。可以先买一两个点，慢慢看看市场对这只股票的认同度。如果觉得市场是站在我这边的，则可以继续加仓；如果不是，就先将这两个点的仓位放着，不要着急，因为仓位不重，所以影响也并不大。”他说。

最后，安全边际还体现在回撤上。王华认为，是否要考虑止损，并不是教条地看看损失有多少个点，更重要的是反思原因。“到底是基本面看错了，还是盈利预测做错了，还是市场就没站在风头上面，具体问题要具体分析。”他说。