



国联基金郑玲：

自知者明 自胜者强

□本报记者 王雪青 杨皖玉

《道德经》曰：“知人者智，自知者明。胜人者有力，自胜者强。”

国联基金的基金经理郑玲似乎一直是这样做的：认识自己，战胜自己。

她有点特立独行。当大多数基金经理追逐业绩排名，比较相对收益的时候，她却表示“不看排名”。因为她的初心从来不是跑赢别人，而是组合获得绝对收益。她说：“留住客户的盈利，是我心中最顶层的KPI。”

她经常逆向而行。市场悲观情绪蔓延时，她最忙，频频找投资者耐心沟通，“只有第一时间将组合情况传递给投资者，他们才能踏实”；当市场人声鼎沸时，她又劝诫客户谨慎为上，“莫贪天功为己功”。

她相信“万物皆周期”“强者从来不抱怨环境”。有人说她爱“道歉”，因为她总不断反思和调整，不允许自己在同一个地方跌倒两次。

她说：“希望我开的这趟车，虽然可能开得慢一些，但能够带着一群人去更远的远方。”

绝对收益的守望者

中国证券报：什么是绝对收益投资？你为什么反复强调对绝对收益的追求？你对绝对收益的追求和相对收益排名的市场环境冲突吗？

郑玲：绝对收益投资的核心是不亏钱，尤其是在市场低迷时期。留住客户的盈利，我认为是基金经理最应该做的事情。

2009年我入行时，受金融危机的影响，没有进入头部券商的投行部工作，算得上经历了金融危机对职业的冲击。当时先去了央企财务公司工作，这家机构考核绝对收益，更在意风险控制，因此绝对收益投资理念可能在我入行时便已根深蒂固。

后来我管理专户时又经历了2015年市场大幅波动以及2016年初的“熔断”行情，专户管理非常在意净值的回撤。这次冲击让我深刻意识到，对市场一定要有敬畏之心，特别在2015年的调整行情中，很多股票想卖都卖不出去，我开始重新审视极端行情下对于投资组合的压力测试。

一直到2020年，我才开始管理公募基金产品。在公募领域，我还算是一个新人，但从2009年以来，更长的时间维度上我一直在做绝对收益，目前并没有特别感受到“绝对”“相对”之间的冲突。

中国证券报：你是否关注自己基金业绩的排名？

郑玲：我并不关注排名，因为关注排名会干扰基金经理的主观判断。比如，“如果最近排名不太好，是不是要去调整投资组合”，但基金经理调整投资组合应该基于客观因素。

我从事基金经理工作的初心是给投资者赚到钱，这是这份工作的核心使命。而且客户买基金的最終目的，也是希望实现长期的资产保值和增值，而不是一时的相对排名高低。

我特别在意每年年底自己管理的基金能否以正收益收盘，哪怕市场表现不尽如人意，也要努力实现这一目标，这是我对自己的KPI要求。

中国证券报：以绝对收益的思路投资和客户真正赚到钱之间，可能还是有一定距离，这个中间你是如何做的？

郑玲：确保客户的绝对收益，最好的方式就是让自己投资的节奏跟客户赚钱的节奏匹配到一起。

市场低迷时，可能会有客户因为心里不踏实就“下车”了，作为基金经理，我希望能“开着车”带客户一起去更远的地方，而不想看到中途把客户“颠”下去了。所以，在市场陷入调整时，我经常自己背个包就出去路演、见客户，基金经理只有第一时间把自己对市场和产品的分析判断传递给客户，才能让客户踏实。客户如果能够在较低的点位买入，那么大概率会获取绝对收益，如果进来的位置



郑玲，本科毕业于华中科技大学经济学院，硕士毕业于北京大学中国经济研究中心。证券从业年限14年。2022年11月加入国联基金，现任国联基金总裁助理、研究部总经理、基金经理。

比较高，就很难在市场波动中赚钱。

而在市场高位或者我认为市场有了泡沫的时候，历史操作中我会限制大额申购，同时向客户提示风险。在市场高点时保护客户资产，留住客户的盈利，是基金经理应该做的事。

但很多时候，基金经理很难完全控制客户买卖的时间点。因此对于基金经理来说，仅有一点自己完全可以控制，就是任何时候确保投资组合风险可控，令组合长期处于低估状态，这样客户申购的时间点对于其能否赚到钱的影响程度不会过高。

中国证券报：高点留住客户的盈利，一定程度上意味着告诉客户到了“抛售时刻”，这会不会和公募基金按照产品规模收费的商业模式冲突？

郑玲：我觉得需要把眼光放长远。短期来看，如果为了基金规模或者公司的利益，趁着行情好将基金规模做得特别大，但可能会伤害到客户的利益。客户的利益只能被伤害一回，因为在被伤害之后，客户不会再信任你。从长期来看，会出现“双输”的局面。

我们需要把投资这件事看得更长远一些，它的核心是长期给投资者创造回报。而且金融行业是一个关于信用的行业，金融的信用是可以传播

的。很多事情看得更长，投资决策就会变得简单。如果你一直站在客户的利益角度考虑问题，那么长期客户会投出自己的信任票，其实长期来看，基金公司不会出现规模方面的压力。因此，基金公司规模、基金经理业绩以及与客户获利之间的关系没有任何矛盾，三者是统一的。

其实有些时候，基金经理投资的压力来源于很多短期因素，比如由于短期业绩排名不尽如人意，客户选择赎回，对应的基金要卖出股票，这样一来，基金经理就不得着眼于部分股票短期的表现。很多时候，客户与基金经理之间是相辅相成的关系，双方是互相选择和认同的过程。如果基金经理的策略相对稳健，客户的策略需求也较为稳健，他们相互陪伴的过程才会更加稳定。

稳健回报与“三梯队”策略

中国证券报：能否分享一下你的投资方法论和选股逻辑？

郑玲：以守为攻，稳健回报。追求绝对收益是我构建组合的目标，通过行业均衡配置和仓位管理降低组合的波动率，在此基础上抓住确定性机会，提高组合的胜率。守，是以低估值为守，重点布局行业景气度发生拐点

和个股“困境反转”的机会；攻，是选择估值相对低的成长股，带来组合的弹性。

我偏好左侧布局，一般会回避估值较高、短时间内过热的行业，偏好不拥挤、未来景气度会出现拐点的行业。通过偏行业维度和自下而上的选股策略，构建整体估值较低的投资组合。

选股时深入研究、提高个股胜率。标准是行业处于周期底部，未来景气度向好；个股是优质公司，基本面边际改善；股价估值低，处于周期底部。当行业、个股均在周期底部共振，且呈现边际反转趋势，就会出现较好的“困境反转”机会。

中国证券报：你构建投资组合常采用“三梯队”策略，怎么理解这一策略？

郑玲：“三梯队”策略是将投资标的分为三个不同的梯队，每个梯队都有其特定的角色和功能。第一梯队是先锋队，这部分包括已经在上涨通道中的股票，它们是组合中的进攻力量，负责在市场表现良好时提供收益。第二梯队是临近拐点的潜力品种，这些股票可以在稍微左侧一点的时候布局。第三梯队是被市场低估的价值股，它们可能因为市场情绪或其他非基本面因素而被低估。

很多基金经理希望自己的组合都在第一梯队，但是往往这样的股票可能出现最后一波上冲，当客户来买产品的时候，上述股票可能已经处于高位。构建“三梯队”组合可能存在产品锐度不强的情况，但是持续性会比较好。

中国证券报：左侧布局困境反转品种是你非常重要的一个投资策略。在具体操作时，如何准确把握左侧布局的时间点？

郑玲：困境反转策略是在估值底部寻找基本面出现边际变化的品种，这些指标包括：订单开始明显好转、成本下行、盈利能力改善或者行业出现重大拐点等。万物皆周期，部分公司往往在经历了一段时间的业绩低谷后，开始出现复苏的迹象，有获得绝对收益的机会。

我不会选择长期看不到拐点的标的。我给所选标的拐点预留时间大概就是一两个季度。为了准确判断公司何时能够实现困境反转，需要密切跟踪公司的运营状况、行业趋势以及宏观经济环境。如何做到密切跟踪，正是左侧布局的难点所在。

修正困境反转选股标准

中国证券报：困境反转策略在2021年的投资效果比较好，听说你却在当时怀疑自己究竟适不适合做投资？

郑玲：确实是这样。2021年核心资产迎来一波大牛市，而当时我认为部分核心资产价格偏贵，从绝对收益角度有些“下不去手”，于是买了一些市值下沉的品种。但当时核心资产股价一直涨，我手里的中小市值公司普遍出现调整，我开始怀疑自己究竟适不适合做投资。

在那段时间，阅读《曾国藩传》对我触动很大，让我明白处在困境时只要把握住方向，坚持下去，最终会有相应的回报。到了2021年4月下旬，我的组合恢复了绝对收益状态，那一年大概为投资者赚了40%的回报。这个过程是投资上对自我的重新审视，我觉得还是应该坚持做自己能力范围内的投资。

也是在那一轮核心资产和中小市值品种切换的行情中，困境反转策略得到了充分的演绎。现在回过头来看，我会说一句“万物皆周期，莫贪天功为己功”。2021年我还是赚了一部分贝塔的钱，即核心资产调整后中小市值品种迎来估值重估，许多行业渗透率迅速提升，带动一些公司业绩出现上行，而不是我自身选股的阿尔法能力有多强。

中国证券报：今年初的时候，你管理的产品也经历了一波净值回撤，你对投资组合做出了怎样的调整？

郑玲：今年初的一轮调整行情，对我管理的产品影响不小。今年初我对于市场偏谨慎，控制住了仓位，在这种情况下仍然出现了不小的净值回撤，个人压力很大。

我分析原因在于做了市值下沉，因为过往有一段时间产品获得收益的核心来源于中小市值下沉策略，赚到了来源于行业渗透率提升的贝塔。其实，近两年与2021年情况有很大的不同，受限于整体大环境，很多公司基本面情况没有迎来困境反转，因此在业绩端出现下调，因此这种配置不适用于今年1月份的市场行情。

所以，今年我已对困境反转选股标准做了一些修正，更在意左侧的时间点和确定性，不能介入太早，要看到一些实际的边际变化，比如订单数据是否能在下一季度出现明确的拐点。这一策略我还是会坚持，但是选股条件会更加苛刻。因此，今年以来我更注重标的的质量，因为市场调整阶段往往是标的基本面的试金石。

到了2、3月份，随着市场流动性恢复，很多中小市值品种出现了反弹，我在那个时间点进行了调仓换股，有三个主要调仓方向：第一类是低估值的国企；第二类是管理层具有企业家精神的民营企业，这类公司能看到明后年的成长性；第三类是港股市场具有稀缺性的资产。

中国证券报：说到“反思”，经常在基金报告或采访中看到你给投资者“道歉”，你为什么这么做？

郑玲：我道歉确实是我认为自己在某个阶段做得不够好，我要让客户知道这段时间的回撤原因是什么，同时也会告诉客户下一个阶段我会做哪些方面的优化，这样才能让客户追踪到我的变化，从而更加踏实。

在投资上，我觉得我还是比较有执行力的基金经理，比如我看到自己哪里做错，我会反思、调整、优化，不会说类似“下次再看看”的话，一定不会。

中国证券报：你今年越来越注重对标的软实力的考察，比如公司凝聚力、企业家精神等，在选股时，这种软实力难道比硬实力更重要吗？

郑玲：如果是在流动性特别好的强势市场里，软实力并不会被特别重视。但是如果不在强势的市场环境中，如果对公司质量要求更高，软实力就成了很重要的因素。

从投资角度来看，公司的软实力、硬实力都很重要，一个决定了长期方向，决定了它能走多远、跳多高；另一个决定了它如何走、如何跳，公司还是需要通过自己的硬实力持续前进。作为基金经理，我们要在考察公司的业务之后，进一步通过软实力判断公司长期是否致力于股东回报，这是很重要的指标。