

基金再造新价值投资时代

如果说2003年末,金融、钢铁、汽车、石化、电力等“五朵金花”行情的演绎,一举奠定“基本面分析”的价值投资在A股市场至上地位的话,那么2006年末,工商银行、中国银行等巨无霸的崛起则很可能预示新一轮价值投资革命的来临。

股评家嘴中所谓的“大资金操作大股票”只是表面现象。真实状况是,在牛市行情全面恢复、机构规模迅速巨型化的背景下,部分一线公募基金公司在2006年展开了一场投资体系和投资理念的新变革。这场变革以“一本三强”为特征——回归投资本源,强化投研协作、强化组合投资、强化风格投资,并且已经开始对A股市场形成巨大的影响。

若以大盘股表现为横轴,以基金为代表的机构表现为纵轴。那么,2007年初的A股市场状况与2004年初几乎处于同一坐标——热情万丈的市场、雄心勃勃的基金以及大多数还没有头绪的其他投资者。 ◇本报记者 弘文

投资 布局压倒一切

“3.5亿的基金,几个好股票或许能”搞掂。“但是到了50亿以上,基金经理哪怕是一年365天都在外面跑公司,也找不到足够的黑马来填满自己的组合。”

和高明的围棋手讲究布局谋势一样,进入2006年,重视行业配置环节,强调基金投资的布局,在一些反应迅速的基金公司中成为共识。

比如,博时基金展开的新一轮投资流程体系改革;南方基金通过研究总监定期向投资委员会递交行业配置方案的做法来强化旗下基金的行业配置效率;大成基金强化了策略小组的布局功能;汇添富要求行业研究员自下而上的参与制定基金行业配置方案等,均是在投资决策体系上有意识地增强行业配置能力的举措。

在这背后,则是市场和行业格局在近年来发生的翻天覆地的变化。博时精选基金的基金经理陈丰对此颇有感触。

在陈丰看来,基金经理投资管理的思路一直发生变化。目前

的最新动态是,随着机构规模增长,行业布局已经成为了基金业绩表现的关键“砝码”,也是基金经理构建投资组合的重点。

导致基金投资思维变迁的原因之一是因为市场的机构都越来越聪明,黑马股日益难寻。“2003年的时候,我们发掘一家好公司,往往是买入几个月后才被市场注意到。而现在,稍好一点的股票,还没怎么买,一群机构就都下了手。所谓其他人没发现,就你一个人看到的黑马股,在如今这个市场越来越少了。”陈丰说。

另外,基金规模越来越大,也造成即便发现几个黑马股票也吃不饱的现象。一位基金经理认为:3.5亿的基金,几个好股票或许能“搞掂”。但是到了50亿以上,基金经理哪怕是一年365天都在外面跑公司,也找不到足够的黑马来填满自己的组合。

基金投资从“手工作坊”模式转向团队式作战的萌芽已经出现了。陈丰感慨地说:“找到一两匹黑马,远不如看紧身边的这群白马来得要紧啊。”

研究 “配菜”的学问

“找黑马,一两个人就可以找,盯住白马就需要一群人、一个团队来跟踪。”

市场竞争格局的变迁,必然影响到了研究体系,作为历次基金投资体系变革的关键,研究体系以及投研合作机制,从来都是投资变革的“兵家要地”。

广发基金的投资总监朱平曾经打了个比方说,研究人员和基金经理的关系就是厨师和助手的关系。基金经理是做饭的,保证出来的菜肴质量。研究员是洗菜配菜的,负责提供原料。这个比喻深得业内赞同。

而从基金经理的角度来说,投资布局的重点变化还意味着他们和研究团队的沟通要求进一步上升。用高阳的话说,“找黑马,一两个人就可以找,盯住白马就需要一群人、一个团队来跟踪。”

相应的很多基金管理公司,也会设计一些特别的环节来加强研究和投资的沟通,比如在博时,除了业内常见的每日晨会和每周行业跟踪报告外,独创的研究小组化机制和每周投资研究例会都是十分重要的安排。

每周一下午3点,研究部

副总经理李培刚和他的研究团队都会准时召开投资研究例会。会议程序是,两个行业研究员会进行行业深度分析和个股推荐,以及其后基金经理和研究员的双向质询。整个会议的气氛会不断趋于热烈,下午开的会议通常延续到晚上也难以结束。

会议讨论气氛热烈的一个重要原因在于,在博时新的投资体制中,相关的讨论一般在开会当晚就形成纪要,重要部分还会形成具备约束力的投资决议。博时基金副总裁李全说,以前在讨论投资意见的时候,有的投资经理或许碍于面子等各种原因,不一定把想法和盘托出。但是现在,大家都抢着发言,因为事关自己的投资操作和未来业绩啊,不说不行。

事实上,类似上述答辩式、碰撞式的投资研究讨论机制,对于研究人员的长线激励机制,已经成为目前一线基金管理公司的标准机制,通过集体的讨论机制,来对公司和行业的配置意见进行考察,使投资的部分环节理性化、公开化和深入化,这是改革后基金投资体系普遍具有的特征。

风格 投资标杆树立

种种迹象显示,价值、成长、乃至基于某些理念的混合型投资以及特定产业的长线投资手法都将可能在未来的A股市场获得生存发展的空间,多层次的投资者结构催生多样性的投资风格,对于A股市场来说是不遥远的前景。

对于新价值投资时代而言,更具标杆性意义的是——风格化投资的悄然回归。2006年至2007年,先后有两家基金管理公司先后宣布成立了风格化的基金投资小组,一为博时,一为嘉实,开创了基金行业的先例。

作为国内价值投资的一个坐标,博时基金在去年进一步增设了价值型投资小组,这种一条路走到黑的现象,让很多业内人士看不懂。

价值组组长、博时负责社保投资的主管归江认为,其实,市场对于价值投资的误解很深,似乎认为死抱着萧条行业的股票就是价值型基金,就不挣钱。但以博时价值组的专户投资管理的经验看,通过适当的均衡配置和价值选股,价值投资是

可以挣大钱的。在3年半以来,投资业绩与同期可比的70多家公募基金相比,是排在最前列的,而承担的风险却很低。

另外,即便是牛市里,价值投资的标的也不缺乏,其回报也很可观,但承担的风险却低很多。比如在2006年,深高速、上海汽车、中国联通,乃至宝钢、武钢这样的优秀公司,都出现过低于净资产价格交易的机会。事后证明,市场预期一旦发生逆转,宝钢这样的公司可以在一个月内,一个季度报表的催化下变成了成长型公司。

现在,从净资产角度看,很多便宜的公司似乎很少了,但从产业投资者的角度,从产业整合的视角看,还有很多战略价值相对低估的公司。在全流通时代,这些具有战略价值的资产很快会成为并购的对象而实现价值重估。事实证明,价值投资理念加上现代组合管理的工具,完全可以给投资者创造长期稳定的回报,且在规避市场风险方面体现出显著优势。

目标 回归契约本源

基金行业的基本规律,中国基金业也不会有什么特别。

根据统计,目前我国A股市场里,基金名称中包含成长型基金的有137只,价值型基金有21只,但是两者投资组合的区别却十分模糊,甚至出现价值基金比成长基金更“贪恋”成长股的现象。

至于部分基金有意识、无意识的逾越基金契约主旨、或者在操作,唯短期业绩至上,忽视流程和契约的状况在中国业内更不是个别现象。

那么为什么会造成如今的局面?曾在美国联博基金(AllianceBernstein)的股票投资部门工作半年多的杨锐认为,归根结底是市场环境和行业生态造成了对公募基金定位的一个“误识”。

杨锐认为,从商业模式考量,公募基金是为投资者提供标准型理财产品的,因此,其首要的投资目标是保证投资者能够尽量实现他的预期——基准指数的收益。这种以达到相对稳定的预期和适度的超额才

是公募基金应该追求的。遵守契约,回归基准是最要紧的生命线。

但现在的持有人的心态和基金业生态,使得基金管理公司更倾向于国外私募基金的行业特点,即追求熊市的绝对收益和牛市的超额收益。但实际上,对于投资收益的过分追求,从来不是没有风险的。2006年,股票型基金的年收益率相差3倍,远远超过基金基准表现的差异,不啻为这种操作方法“双刃剑”效应的双向体现。

杨锐认为,中国基金投资的发展方向,最终一定是国际化和规范化的路子,一方面,按照价值风格和成长风格的判断,以契约约定的方法挣钱;另一方面,更重视组合管理、更重视自上而下的资产配置,以制度和流程来适应资产管理规模的升级。至于以证明“你能,我也能”的个人主义风格,最终也会在基金体系的改革大潮中淹没。

◆实例

博时布局 新投资体系

2003年前,基金的投资和其他机构一样属于游击战,2003年后,基金通过正规军战斗,确立了市场的优势地位。现在随着管理规模的扩大,基金又要重新面对如何进行集团军作战的考验。

投资体系建设方面一向领先的博时基金,在2006年中,又率先启动了一轮投资体系改革。在这次大改革中,博时的基金团队划分为四个小组——成长组、价值组、指数组和固定收益组(2007年年初博时又设立了混合组),原有的单兵作战体系被打破。

分组后,上述基金经理小组接手了博时旗下包括13只基金产品及部分社保基金组合在内的总计730亿元资产管理任务。

其中,成长组和价值组目前各配备5名基金经理和若干基金助理。股票投资部总经理高阳任成长组组长,社保基金经理归江出任价值组组长。2007年初,博时又设置了混合组,公司首席策略师杨锐出任混合组组长。目前,成长组、价值组和混合组的资产管理规模都在140亿元以上。

与分组同步改革的还有公司的投资决策流程和体系——原来确定的投资委员会领导下的基金经理负责制被修改。取而代之的是投资决策委员会、基金投资小组、基金经理的多级投资决策机制。

改革之后,博时公司的投资流程中,投资决策委员会成为决定战役大方向的司令部;基金经理小组作为制定具体

战斗计划(行业配置)的“前线指挥部”,发挥及时决策作用。基金经理成为一线指挥官,根据实际情况选择个股完成最后一击。

其中,最大的关键变动是强化了策略分析师的策略配置功能和基金经理小组的权限设置。根据高阳的介绍,在公司投资决策委员会定期通过的资产配置方案框架内,基金经理小组通过每周召开小组会议,制定动态的行业配置建议,这些建议以纪要形式通报相关人员,并对基金经理的行业配置形成一定的约束力。

“原来开会的时候,10多个基金经理坐一圈,逐个发言。现在的小组机制,都是理念相近的基金经理一起讨论,直接就能切入行业正题,投资的效率和深度都大大提高。”一位成长组基金经理说。

而行业配置恰恰是现阶段决定基金业绩的关键因素。去年10月份,水泥行业出现了景气复苏,这个动向被博时基金的研究员及时调研到了后,博时的成长组一致通过决议,增持水泥股,两个月不到,盈利率达到了60%。这成为基金经理小组“快速反应”的一个经典案例。



漫画 张大伟