

市场不好更要强调投研致胜

——对话嘉实基金副总经理窦玉明

从人人都能赚钱的投资乐土到大家都在忍受煎熬的绞肉机,证券市场从喧嚣走向平静也许只用半年的时间。在这半年的时间里人们对专业的机构投资者——基金公司态度也经历巨变,从蜂拥而至的狂热到不加区别地怀疑。那么,在变幻莫测的市场面前,基金投研力量的专业性到底体现在哪里?在股市出现大的调整过程中,基金经理又能做什么呢?基金公司是否还能坚持自己所倡导的价值投资理念?本报记者日前就投资者关心的问题与嘉实基金副总经理窦玉明进行了对话。

◎本报记者 王文清



如何检验基金公司投研团队

记者:在你看来,基金投研的专业性体现在哪里?你认为什么样的基金投研团队是优秀的?目前国内基金公司在投研团队提升方面应该做那些方面的努力?

窦玉明:境外机构在选择投资管理团队的时候,有三个衡量标准,他们叫做“3P”,即: People, Process, Performance。

首先,我们来看“people”,投研人员。从国内基金公司来看,投资管理从个体来讲可以分为三类人。第一类人很早就开始在A股市场摸爬滚打、边学边干,经验非常丰富,但没有受过专业训练。第二类人则是受过专业训练,擅长基本分析,同时又有一定的投资经验。第三类人是从成熟市场回到中国,他们有比较完善的方法和理念,但对国内环境尚不熟悉。

目前,嘉实投研团队中第二类人占大多数,现在我们有十几位基金经理,他们在嘉实基金做的时间都比较长,做了几年研究再做投资,基本功都不错,尽管投资经验相对弱一点,但我们相信再过两年很快就会超出第一类人。

第二个是Process,即理念和流程。嘉实有什么样的理念和流程呢?我们的核心是什么?我们只有一个核心——我们是选股的基金公司,核心理念就是要选出好的股票。有些基金公司是自上而下的看宏观经济,看策略、看主题的。这些我们也看一些,但最根本的基础还是选股票。

怎么样选出好的股票呢?嘉实是自下而上的选股流程。众所周知,如果是自上而下,一个人来做就可以了,比如国外的宏观投资基金经常只有一个人来操作。而自下而上选股的话,一个人的精力是有限的,一个人大概能够覆盖到40只股票,但在一个阶段能够想明白其投资价值的也就5到10只股票。可以设想一下,一个再有天分、再努力的基金经理,一天到晚不睡觉也不可能选出40只好股票。但是,基金公司未来要操作上万亿的资金,所以需要整个投研团队对上市公司进行基本面研究。嘉实的体制,并不是特别突出某一个人,一个人不可能使嘉实成为全球最优秀的基金公司之一,也不可能成为中国最优秀的基金公司。

第三个“P”即是Performance,基金还是要靠业绩来说话的。嘉实追求的目标是长期业绩,在过去八年中,除了2006年我们略弱于上证指数,其它每年我们的平均业绩都战胜了上证指数。

记者:过去这八年来,嘉实的投研团队建设经历了哪些阶段?下一步发展的方向是什么?

窦玉明:我认为嘉实经历了三个阶段。第一阶段是2000年到2003年,这是方法论建设阶段。我们当时主要关注研究模型、业绩分析、行业分析等等。当时认为,正确的方法能带来持续优良的业绩,但后来发现没有那么简单。

之后我们进入第二个阶段,即流程建设。流程建设的目的就是让大家协作作战,使大家团结在一起,流程是大家在一起的工作方式。

2005年之后,我们开始进入团队建设、队伍优化阶段,这也是未来

最长期的工作。这一阶段要解决怎么样选人,怎么样培养人,怎么样把人团结起来作战的战略问题。

团队建设的下一步就是国际化。我们要扩大嘉实投研人员的国际视野,加速学习全球投资方法论,从2005年开始每年嘉实都选派4—8名投研人员到外方股东——德意志资产管理公司工作,我们现在的状态有点像吉利跑车的味道,通过上述努力,我们希望能把吉利跑车变成奔驰、丰田跑车。嘉实要走的路,就是标准化配件、开放式系统,按国际化标准来打造投研团队。

震荡市中如何寻找牛基

记者:与去年的单边牛市不同,今年的市场体现出较大的不确定性,投资者包括基金公司之间在市场的判断上分歧也较大,嘉实基金的观点和操作思路是什么样的?

窦玉明:在人们热议政策利好不断护盘3000点的同时,我们也认识到市场中期走势并不乐观:面临宏观经济减速、CPI依然高企、紧缩货币政策短期难以放松的大背景,市场流动性偏紧的状况暂时不会发生根本性的转变,上市公司在成本压力加剧、需求增长可能放缓的情况下,业绩增速逐步回落的趋势已经显现,中期走势不容乐观。换言之,在相当长一段时间里,指数可能并不乐观,但结构会出现分化。

因此市场也并没有人们想象中的那么强势。4月24日,在印花税率从0.3%降低到0.1%的第一个交易日,大盘几乎涨停之后,市场似乎再度进入彷徨期。之后多家基金公司纷纷表示A股回到理性投资轨道上,但同时A股将保持震荡格局也成为市场的共识。

嘉实在3000点市场最恐慌的时候已经提高了仓位,我们认为即使不出台降低印花税率的政策,市场也会自发在3000点形成底部;而政策上的利好也夯实了3000点的基础。

记者:在宏观经济和国内外市场不确定性较大的背景下,哪些公司具备确定性增长、能有效抵御通胀风险和经济增长放缓的能力?是留给基金经理们今年最大的课题,而对于基民来说,又该做怎样的抉择?又该去如何寻找这样的基金?

窦玉明:即使在2001年到2005年的大熊市当中,依然有不少个股胜出。截取2001年12月到2005年12月时间段,以上市以来复权价格计算,振华港机从14.09元上涨到了2628元;贵州茅台更是从38.55元上涨到了88.08元,类似的还有盐湖钾肥等等个股。

而不少基金把握住了机会,在熊市中也为持有人创造了正收益。在2004年大盘暴跌19.2%的情况下,嘉实增长创造了15.37%的正收益;同期嘉实稳健和嘉实成长也分别实现了净收益。

关于选择基金的问题,首先,对于基金投资者而言,在当前的市场形势下,应学会如何在新老基金之

间做出抉择?对此,有资深的理财顾问建议,新基金适合新入市的、风格稳健投资者;而老基金因为已经有一定的股票仓位,能够在市场回暖中取得较快的净值增长,因此,中长期业绩表现良好的老基金,适合有一定基金投资经验、风险承受能力较高的投资者。

值得关注的是,尽管过去也有基金表示强调团队力量,研究创造价值,但是在基金投资模式上,并没有在机制上发挥团队的力量。我们正在发行中的嘉实研究精选基金可以说是专门为公司研究团队打造的一只基金。嘉实研究精选基金除了由研究总监党开宇担纲基金经理外,同时研究员更多参与投资决策过程,通过这一模式以保持基金业绩的稳定性与长期一致性。

公司这样尝试的目的,一方面是传统基金投研模式中,业绩对基金经理个人的依赖比较强,嘉实研究精选更强调团队的作用;另一方面,我们也意识到在当前估值混乱、不确定性大增的市场背景下,必须发挥研究的力量,从而下而上挖掘具备成长性、能够创造价值的公司,来战胜这种不确定性。

基金投研如何适应市场变化

记者:在市场运行特征发生明显变化的情况下,基金的投研优势如何能够得以体现?应该做哪些方面的调整?

窦玉明:在投资流派中,根据行情的不同,基金投资策略往往在注重精选个股的“从下到上”和注重行业配置的“从上到下”之间变化。2007年全年,特别是5·30之后,基金盈利效应催生了基金申购热潮,以及大盘蓝筹股业绩释放带来的惊喜,使得基金规模快速扩张,行业配置成为基金经理的投资重点。而从效果看,大规模基金一样取得了可喜的业绩。

但是2008年新的市场环境下,到底那种模式会更适应这个市场呢?国泰君安最近的一份研究报告显示,根据国内股票型基金2002年一季度至2007年四季度的投资组合数据研究发现,对于国内基金而言,牛市中资产配置贡献较大,而震荡市中个股选择贡献更大。因此,在目前的市场环境下,选择选股能力较强的基金,有望取得较好回报。而申银万国分析了2002年一季度至2007年时间段内封闭式基金和开放式基金主动投资股票基金的业绩表现发现,选股能力对基金超额收益贡献均最高,可达90%左右,表明对主动投资股票基金来讲选股是获取超额收益的重要因素;行业配置对基金超额收益贡献达到20%左右。

换言之,在一个震荡市场当中,基金公司和基金经理是否具有选股能力,基金规模是否适合“从下到上”的操作模式,是基金投资者选择基金的关键。

人物简介:窦玉明,嘉实基金副总经理,清华大学硕士,15年证券、基金从业经验。曾任职于中信国际合作公司、国泰君安证券公司证券投资部、大成基金管理有限公司。2000年10月加盟嘉实基金管理有限公司,历任投资部总监,总经理助理,公司副总经理。