

富国全球债券基金拟任基金经理林如惠:

# 债券类资产正成为全球投资人的最爱

证券时报记者 张哲



林如惠档案

林如惠:硕士,10年证券从业经验。历任中国台湾保诚证券投资信托股份有限公司国内基金经理、海外组主管兼基金经理,现任富国基金境外投资业务负责人,富国全球债券基金拟任基金经理。

林如惠很忙。时值富国全球债券基金发行期,除了正常的投资研究工作以外,她还需要飞往大江南北进行产品路演。在接受完一个电台采访准备赶赴机场的不到一个小时的短暂时间中,她接受了记者的采访。在上海陆家嘴花旗集团大厦富国基金公司的会议室,记者见到了这位来自台湾地区的女基金经理。

林如惠即将管理的富国全球债券基金,是国内第一只可以投资全球债券市场的基金产品。她表示,随着全球经济增长速度的放缓,债券类资产的吸引力正在提升。数据显示,最近12个月,全球流动资金的70%正流向新兴市场债券基金。

## 时刻保持开放的心态

对内地投资者来说,林如惠不算一个熟悉的名字。事实上,进入富国基金之前,她曾在台湾地区保诚证券工作长达八年,先后管理过7只分别投资于全球不同地区的股债混合型基金。在这期间,她管理的基金平均年收益率超过了12%。在台湾地区,到全球市场上寻找投资机会,已经成为重要的投资方向。

在林如惠看来,与国内相比,海外投资的变化更快,必须时刻保持开放的心态。人很容易执着于单向思维,但在海外投资领域,你需要与不同国家、不同企业以及不同的文化交流,

开放的心态非常关键。”林如惠笑称自己是热爱旅游的射手座,喜欢变化。

她投资有两大定律:首先,基本面研究是关键,在加入保诚之前,林如惠曾供职于一家电子公司研发部,这段实业工作经历,令她在调研的时候多了一个视角。调研时,我关注的东西并不局限于简单的财务数据,数据表上看不到的东西例如企业文化、竞争优势等,都是更立体地评估一个企业的重要因素。”

在QDII投资领域,FOF(基金中的基金)的投资模式非常流行。对于重要的海外资产管理公司与投资标的,林如惠和她的团队都会进行详细的尽职调查与定期拜访。除了业绩指标外,她关注管理团队的文化、稳定性以及与基金经理面对面交谈中的各种细节。

林如惠的另一个投资定律是:好资产并不等同于好投资。“一家好公司,如果价格已经反映或者超过了公司的价值,就不是好投资;而一个平均水准的公司,因为出现负面的传言而造成价格出现明显下跌,这时买入反而会好投资。”林如惠表示,每一个资产与公司,都有合理的价格,如果在价格低于合理的价值区间买入,就是好投资。”

## 看好海外企业债和亚洲国债

债券类资产,在林如惠看来,目前仍是好的投资。

数据显示,过去一年间,巴克莱全球新兴市场债券指数上涨了17.09%,在利率接近零的环球背景下,亚洲国家的政府债券能够提供高于美国债券的收益率,将日益受到欢迎,而以亚洲为代表的新兴市场国家国力增强,其国债信用评级也逐步增高;另外,海外还有不少的高品质企业债,收益较好风险也较低,深受保险、基金等机构的青睐。

经历金融危机之后,全球经济增长步伐放缓,投资者的投资回报预期也在下降。林如惠表示,当人们对全球经济未来会继续放缓达成共识时,对投资来说反而是好事。因为这个时候,投资者的风险意识很高,中低风险产品更受欢迎,债券类资产的吸引力一直在上升。”林如惠称。

根据德意志银行的最新报告统计,最近12个月内新兴市场债券、国际债券以及高收益债券基金成为资金的主要流入地,其中,近7成资金流向新兴市场债券基金,今年以来与MSCI全球股指7.51%的跌幅相比,全球债券指数上涨了5.84%。债券类资产正成为全球投资人的最爱。

与刚刚起步的中国债券市场相比,海外债券市场规模庞大,产品种类丰富。截至2009年底,全球债券市场余额约92.1万亿美元,约为股票市场的两倍,其中,中国仅占约2.8%。除了传统的国债之外,更拥有丰富的企业债、市政债、抵押支持债券、资产支持债券等多样化投资品种。

晨星数据显示,截至2010年6月30日,巴克莱全球债券指数在过去3年、5年、10年中的年化回报率分别为6.78%、5.02%以及6.39%。

林如惠表示,富国全球债券基金将主要覆盖美国、欧洲和亚太市场,关注国债、企业债、资产证券化债券、机构和地方政府债券等品种。其中,海外优质企业债和部分亚洲国家的国债尤

其值得关注。

海外还有不少的高品质企业债,收益较好风险也较低,深受保险、基金等机构的青睐。另外,随着以亚洲为代表的新兴市场国家国力增强,其国债信用评级也逐步增高,在利率接近零的环球背景下,亚洲国家的政府债券能够提供高于美国债券的收益率,将日益受到欢迎。数据显示,过去一年间,巴克莱全球新兴市场债券指数上涨了17.09%。

## 投资最优秀的基金经理

但是,与股票市场相比,海外债券市场的复杂程度更高。在这一机构主导的市场上,场外交易,信息不对等诸多问题,无疑成为初次试水的国内投资者的障碍。林如惠表示,海外投资领域通行的FOF模式,将为国人的海外债券投资之旅铺平道路。

FOF又名“基金中基金”,这一模式通过选择优秀的基金管理人,构建基金组合进行投资。随着基金市场不断发展,以及海外投资盛行,这一模式正日益流行。据美国投资公司协会(ICI)统计,1990年美国市场只有16只FOF,管理总资产为14亿美元。至2008年5月,FOF的数量已达786只,管理总资产高达6746.84亿美元,增长了480倍多。

富国全球债基FOF投资的重点区域,为北美、欧洲与亚太地区。林如惠表示,首先会对可投资的债券基金做

一个定量分级,通过对过去收益、风险综合考察做出初步筛选,然后再对资产管理公司的投资理念、投资流程、人员流动率、研究团队人员充实度、资历等进行细分研究,每个区域选出3只至5只基金,总数控制在15只至20只,构建一个备选池,并对进入备选池的基金进行持续跟踪,一旦有异常情况及时调整。

优质债券由于稀缺性,常常面临僧多粥少的局面。加之债券发行场外交易的信息透明度很低,往往谁和承销商合作多很做好就有优先权。债券市场大者恒大,最终有几个很大的投资管理公司例如PIMCO太平洋投资管理公司等这些在全球债券领域呼风唤雨的机构,拿到优质债券更有优势。”林如惠表示。

她表示,将重点关注国际债券投资巨头——PIMCO、BLACKROCK、TEMPLETON等旗下的债券基金,对一些专注于新兴市场债券投资的精品基金公司,也将保持关注。

投资是件很有意思的事情。达尔文的物竞天择、适者生存的法则,在投资市场表现得淋漓尽致。在这个多变的市场中,需要保持开放的心态,积极调整并努力适应各种变化与突发情况。”林如惠如此总结多年的海外投资心得。对这位来自台湾的女士而言,生活的本质或许就是探究和适应一切新变化,生活与工作对她而言,永远都是人在旅途。

# 谁是比尔·米勒的继任者?

在经历了资产管理规模的大幅下滑之后,美盛资产管理公司正寻求机会再度崛起

Morningstar晨星(中国)研究中心 梁锐汉

## ●摩根“投资通天下”

### 亚洲债券脱颖而出

亚洲经济的强劲复苏,环球增长重心正在逐渐从西向东转移。摩根资产管理认为,在此背景下,亚洲债券将日益受到投资者的青睐。

在政府债券方面,一方面,亚洲货币具有中长期升值的潜力;另一方面,亚洲政府债券的收益率亦较成熟市场更有吸引力,在当前全球低息环境中,亚洲本币债券的收益率较美国为高。

与此同时,随着亚洲市场的法规环境和流动性情况得到改善,环球投资者对亚洲的兴趣日益提高。很多亚洲国家现已跃升至投资等级,将使该区域的投资者数量增加。欧美投资者正在寻求将货币分散至美元以外的资产,过去曾是首选的欧元仍然受困于主权债务危机,亚币债券就在这种情况下脱颖而出。

在信贷范畴,当前的低息环境和利好企业债券,而亚洲企业债券的估值又格外有吸引力。该地区的经济增长较为强劲,银行业也较健康,但亚洲企业债券的息差仍然高于评级相仿的美国企业债券,我们认为,亚洲信贷的潜在回报率应比美国企业债券更加丰厚。

展望未来数年,亚洲信贷市场的技术因素将持续正面。2009年信贷市场形势大好,亚洲企业从市场上募得资金,远远超过债券到期以及利息支付所需的金额。因此,在满足2009年的融资需求之后,亚洲企业未来需要发行新债的压力已大为减轻,今后市场上的新债供应将十分有限。

除此以外,2010年亚洲企业预计将通过到期债券及股息支付等形式,向投资者提供约330亿美元的现金。由于基金经理们需要将这些现金重新投入市场,也将创造需求。

环经济增长正处于从西向东再平衡的漫长过程,亚洲货币的中长期升值趋势刚刚拉开序幕。因此,对于希望分散货币投资的欧美投资者而言,亚洲货币债券成为理所当然的选择。在利率接近零的大背景下,亚洲政府债券能提供高于美国国库券的收益率,再加上基本及技术因素都较正面,相信可为投资者提供有吸引力的风险调整后的回报。

美盛资产管理公司是最能感受到金融危机寒冷的基金公司之一。在过去三年,美盛资本经历了最恐慌的资产规模自由落体运动:由于2007年末到2009年3月市场极度悲观,投资者大幅赎回,美盛资本管理的资产管理规模从2007年5月巅峰时的370亿美元下滑到近期的大约80亿美元。

该事件足以成为资产管理业的“教科书式案例”,无论是基金公司管理层还是基金经理团队,都可以从中读到有启发性意义的信息。

## 一如既往的投资风格

根据2007年半年报,自2007年3月到9月,美盛资本从旗下美盛价值信托基金(Legg Mason Value Trust)收取的管理费达0.66亿美元,美盛价值信托基金很长一段时间以来一直是美盛资本规模最大的基金。然而,在2009年4月-10月的半年时间里,美盛价值信托收取的管理费下滑到0.168亿美元,按照管理费依基金规模固定比例提取的惯例,该基金规模下降了大约75%。美盛资本旗下的其他基金,也经历了不同程度的规模缩水。

虽然公司的规模光环褪去,但知名基金经理比尔·米勒(Bill Miller)和他的团队继续保持高集中度的投资风格,这也是他们的竞争优势,旗下基金重仓股的资产比重经常超过5%,单一行业的比重往往是超级重

配,对有的行业又可能空仓。不过,米勒与团队之间的研究交流还一如既往的清晰,在2010年4月30日的季报中,米勒表示:我们正处于股票投资周期的甜蜜时光中”。2009年市场的反弹也证明,美盛资本高集中度风格是有回报的,美盛资本旗下6只基金中有5只成为当年同类表现最好的前四分之一,并大幅战胜标普500指数。

美盛资本的自信并不等同于狂妄自大。虽然美盛资本的一个研究员近期曾评论公司可能“过度自信”,不过,自信也是需要本钱的,米勒管理的价值基金在1991年到2005年连续15年战胜标普500指数。

## 深思远虑能否成就伟大投资

事实上,美盛资本是一个独立思考的集合体。

美盛资本要求每一个投资行为,无论是新股票的挖掘还是风控思路,都经过深思熟虑、全盘考量、详细诊断和充分辩论,投资团队每天要花半个小时来讨论个股以及其他投资策略。该公司甚至成立了一个读书俱乐部,对不同的主题都有一个书单。投资团队的两个高级成员,首席投资策略师Michael Mauboussin和美盛资本成长信托基金经理Robert Hagstrom都出版了自己的著作。除此之外,美盛资本还定期邀请外部专家共同探讨新的投资策略。例如在2008年金融危机后,米勒研究了消费者在经历自然灾害后购买保险的行为,以此了解投资者在恐慌时可能做出的决策。米勒本人还是Sante Fe协会的理事,Sante Fe协会主要研究“负责适应系统”。

公司投资流程也很严密。美盛资本把流程分为三个层次即研究报告层次、分析讨论层次和投资操作层

次:研究员和助理研究员会就特定的主题提交研究报告,并为基金经理就不同的事件和新闻提供备忘。同时,研究员和证券分析师对个股提供分析意见,最后是投资经理形成决策进行投资操作——米勒认为这样的机制是可以持续运行的,并有助于超越基准。

## 比尔·米勒的接班人

该流程未能帮助美盛资本战胜金融危机,但对投研团队的职业成长却大有好处。由于只有6只基金,所以并不是每一个研究员都有机会成为基金经理,而且公司的大多数基金都是单基金经理。为了留住人才,美盛资本开始酝酿发行更多的基金,一个由团队管理的基金可能在2010年发行。

为了留住那些希望晋升到基金经理的才华横溢的分析师,发行新的基金还可以一石二鸟,美盛资本的CEO Jennifer Murphy表示:新基金还可以让美盛资本的资产更趋多样化、更强的产品线结构”。Murphy表示她的目标之一便是推进产品多样化,例如债券基金、国际基金等。考虑到美盛资本目前的基金都集中在美国大盘股票上,新产品的计划意味着公司可能要扩张分析师和基金经理队伍,这也可以平滑公司资产规模在不同市场环境中的变化。Murphy作为CEO对美盛资本是个“新人”,但她为美盛集团效力已经超过20年。

米勒透露另一个当务之急是确定他的接班人,很多机构客户都急于知道米勒的继任者是谁。米勒自1981年起开始任职美盛的投资者部门,今年春天,米勒提名Sam Peters作为他的继任者来最终全面接管价值基金。米勒管理的另一只美盛机会信托基金还没宣布继任者,但后者的规模要比



次贷危机爆发,股市极度悲观,投资者大幅赎回,美盛资本管理的资产管理规模大幅下滑。

价值基金小很多,而且已有一个基金经理助理。Peters将于今年下半年开始和米勒一起管理价值基金。Peters现在管理美盛特殊投资基金,该基金专注于中盘股的机会但奉行和价值基金一样的基于价值的投资理念。Peters2005年离开富达加入美盛资本,但他不是下一个米勒或者小米勒。他为美盛资本带来一些数量投资理念,例如他会研究个股、行业和其他因素之间的相关性,特别在关系到组合构建和风控的时候。特殊投资基金和价值基金有一个相似之处,即基金业绩在上涨和下跌的行情中可能有极端的表现。

## 在调整中前进

最近几年美盛资本在监控投资风险上也更趋系统化,季度性的排查成为常规,这应该是2007-2009年熊市中的糟糕表现的教训。风险监控

包括行业配置和基准的偏离程度,不同个股的相关性和历史估值走势,由于美盛资本高集中度的投资风格,要实施这样的风控措施较具有挑战性。

美盛的调整是值得鼓励的,但这也是面对高波动性和低迷业绩所必须的。公司顺应环境变化进行调整无可厚非,但改变本身就有不确定性,较差的选时能力是问题之一,调整会让持有人困惑。

此外美盛资本的销售机构LMIS也花大量的时间来做投资者教育,解析美盛的投资理念。LMIS的销售和服务总监Drew Bowden表示,美盛的投资理念并不适合于所有投资者,在“核心+卫星”投资组合理念流行的背景下,美盛资本的基金很荣幸被当作卫星基金的组合角色,这意味着在投资者的组合中,对美盛资本旗下基金的配置比重不宜过高。



摩根资产管理(J.P.Morgan Asset Management)隶属于摩根大通集团,是全球最大资产管理公司之一,拥有两个世纪的卓越投资管理经验,投资于世界各地管理资产12,000亿美元。