

富国可转债基金拟任基金经理杨贵宾： 寻找投资的“入睡点”

证券时报记者 张哲

J.P. 摩根曾有一位朋友非常担心自己的股票，以至于夜不能寐。摩根建议他“减持到入睡点”，任何一个投资者都必须在“吃”得好和睡得好之间寻找平衡点，你的风险承受度决定了你的投资类型。对于富国基金天利增长基金经理、富国可转债拟任基金经理杨贵宾来说，在风险和收益之间寻找平衡点，正是他一贯坚持的投资理念。

上涨有力、下跌有界

投资没有长胜将军，真正的高手往往是涨时不输别人，跌时不跌或跌得少。”杨贵宾对此深信不疑。巴菲特有句名言，成功的捷径是与成功者为伍，对基金经理来说，管理一只具有较好投资标的的基金产品，也就一只脚踏进了“牛基”的队列。

数据显示，2007年，天相转债指数上涨93.83%，与同期上证综指93%的涨幅相近。而2008年熊市中，天相转债指数下跌39.47%，同期上证综指下跌逾65%。若按成立以来计算，截至2010年10月22日，天相转债指数成立11年来，收益率超越上证综指逾117%，且波动率较小。

此前，由于可转债市场容量仅有100亿元，仅存的一直可转债基金“兴业可转债”也长期处于封闭或半封闭的状态。今年以来，可转债市场出现了历史性的扩容，市场规模增长至目前已有约900亿元，还有目前已公告的可转债发行预案规模合计约400亿元。未来可转债市场的投资广度与深度都会进一步提升，迎来非常难得的发展机遇。”杨贵宾介绍了富国可转债基金的设计初衷。

他介绍，跟首只可转债基金为混合型相比，富国可转债基金更加专注可转债领域，该基金契约规定，投资于固定收益资产的比例不低于总资产的80%，其中，不低于80%的资产将配置在可转债。

注重上市公司调研

中国拥有世界上最复杂的可转债条款。”杨贵宾表示，我们需要像研究股票那样去研究每个转债品种，不放过任何一个细微之处。”

“一般而言，发行转债的上市公司都希望尽可能促进转股。对于公司来说，一旦转股失败，转债就需要还本付息，成了公司债务，会提高他们的资产负债率。”杨贵宾称。因此，当可转债进入转股期后，上市公司通常会尽力通过释放盈利等各种手段，促进股价提升，促进转股。一旦盈利放不出来，股价又不乐观，下修转股价格会成为比较常见的选择。”

在复杂的条款设计中，可以窥见上市公司的心态。比如一个上市公司对自己有信心，认为股价一定会涨，那么它在设计回售条款的时候，通常对自己比较宽松，对投资者苛刻。反之，如果对自己信心不足，又希望尽力促进转股，对投资者的条件就会比较宽松。

比如，最近两大行的转债，都没有回售条款，或许在暗示了股东对转股的信心。”当然，大股东希望获得更多的控股权时，他们的心态又发生了变化，不愿意稀释股权，对促进转股不甚热心了。

每一个可转债都是独特的个体，研究的深度在一定程度上决定了成败。”杨贵宾表示。

投资金字塔原则

容量不大的可转债市场上，交易性也是个不容忽视的问题。当这一市场真正开始上涨时，很难买到相关的品种。反之，下跌时也很难卖出去。

把握好这一平衡度，需要经验。”杨贵宾表示。他的投资策略首先是金字塔原则：股市低迷，可转债债性逐步增强，逐步加大可转债的仓位配置；而当股市好转，随着转债价格的上升，转债股性加强，风险逐步加大，逐步降低转债配置比例。

大股东的转股心态，下修转股价条款，强制回售与赎回条款，均为可转债的波动提供了界限。从历史上看，以100元为基准发行的转债产品，其到期价格很少低于130元。简单来说，大约以130为界，离130越远，越跌越买；130以上，涨得越多，卖的越多。当然，前提是该公司不会有破产的风险。一般而言，当转债跌破发行票面价值（通常是100元），就需要考察具体的上市公司，是否有破产的风险。”他说，比如，今年中行转债刚上市时，一度跌破了100元的票面价值。通过我们的公司调研和判断，像中行这样的企业，破产的可能性是极小的。所以我们判断，这意味着重大投资机会出现。”

同样的案例出现在2008年10月份，受经济危机影响，市场极度恐慌。南山铝业的可转债下跌到83元附近，而若以此价格计算，该债券三年的回售收益率已达8%。经过仔细研究，富国基金发现该公司实际偿债风险并不大，负债率也仅30%左右，并拥有大量货币资金。富国在83元附近大量增持这一券种，并达到了投资上限。其后半年不到的时间里，南山转债一度涨至190元。

谈到投资理念，杨贵宾总结：要注重收益更要看到风险。事实上这也正是富国基金的固定收益团队所坚持的理念，在风险和收益之间寻找最佳结合点。我们关注更普比例，关注每一分风险可能带来的收益有多大，追求风险调整后的收益最大化。固定收益类产品，在符合契约的范围内，是可以承担一定风险的。”

杨贵宾观点

证券时报记者：除了几大行之外，目前发行转债的公司，多集中在波动性很大的有色、钢铁等周期性行业，这是否会影响转债的投资价值？

杨贵宾：不会。可转债这一产品，简单来看，有点类似于一个债券+若干张认股权证。对于权证来说，时间越长越值钱，正股的波动越大越值钱。正股弹性越高，意味着转债的空间也越大。因债底保护，在 market 下跌时，转债的跌幅有限。因此，在某种意义上，高弹性反而是个好事。

证券时报记者：如果股票市场进入上升通道，可转债基金将会受到怎样的影响？

杨贵宾：倘若牛市来临，可转债是可以分享股市上涨的债券类资产之一。在温和通胀期，刚刚开始加息时，股市是受益的。当市场向好，伴随着正股上涨，可转债也会随之上涨，其涨幅与股票比较接近。

我们希望依托富国固定收益团队的传统优势，努力为投资人提供一个稳定且有一定收益的投资产品。



黄亮：1975年出生，2001年毕业于北京大学光华管理学院，获工商管理硕士学位。9年证券从业经历，2005年获得基金从业资格。曾任职于招商证券资产管理部和天华国际投资公司海外发展部，2005年1月加入南方基金，现任南方全球精选配置基金经理。



杨贵宾：经济学博士，自2005年开始从事证券行业工作。2005年加入富国基金管理有限公司，从事宏观经济与固定收益类产品的研究与投资；自2009年3月至2010年6月担任富国天时货币市场基金的基金经理，现任富国天利增长债券投资基金的基金经理。

南方金砖四国拟任基金经理黄亮： 新兴市场大有可为

证券时报记者 方丽

海外投资不仅要有全球视野，更要深入地、全方位地研究企业的投资价值，不无把握之道。”谈起投资之道，南方金砖四国拟任基金经理黄亮深有感触。

他表示，全球经济正处于复苏阶段，全球流动性涌入不断提高了新兴市场的估值空间，相信金砖四国未来的表现会非常抢眼。

新兴市场机遇大于发达国家

次贷危机过后，新兴市场率先走出低谷。截至11月4日，南方金砖四国指数基金跟踪的富时金砖四国50指数获得了约9.19%的正收益。新兴市场还将继续保持强劲的爆发力”，黄亮满怀信心。

美联储推出二次量化宽松政策，黄亮认为，这些货币将大量流入新兴市场，推高大宗商品价格，推动新兴市场资产泡沫和通货膨胀。黄亮抽丝剥茧地揭开全球资金流向逻辑：2008年金融危机爆发，发达国家受到极大冲击，但中国、印度、巴西等新兴市场受到的影响不大，2009年各国央行实行宽松的货币政策，大量资金流入了新兴市场，新兴市场开始经济过热。另一方面，发达国家经济体虽然不断为市场注入流动性，经济却未出现较强劲复苏。美联储二次量化宽松政策下，在未来很长一段时间内，全球不平衡的状态还将继续，新兴市场对资金仍具吸引力，资金来源不断流入，将推高新兴市场资产价格。”黄亮表示。

在这一逻辑下，黄亮看好新兴市场的成长性，尤其是中国、印度、俄罗斯、巴西这四个经济结构、政治体制等方面都比较稳定的国家，金砖四国具有较确定性的增长。在2001年11月30日至2010年9月30日的期间内，巴西指数上涨690.88%，俄罗斯指数上涨559.83%，印度指数上涨502.88%，中国上证指数上涨87.98%，金砖四国成了过去十年资本市场的翘楚。他预计2011年金砖四国将占到全球经济增长的50%，人口红利、成长中的消费市场都将成为未来全球经济增长的重要动力源。因此，未来的十年甚至更长的时间依然是它们的黄金发展时期。

从行业来看，黄亮首先看好农业。因为全球人口在不断增加，可耕地面积越来越少，农业的盈利能力比较确定，其中，化肥、种子等比较好。”黄亮表示。

此外，黄亮也看好新能源行业，风能技术比较成熟，应该会首先受益”。

去海外争取定价权

目前赴海外上市的中资企业越来越多，投资海外的资金也越来越多，未来中国必然从资本输入型国家变成一个资本输出型国家。

QDII 出海，是在海外争取定价权的过程。”黄亮深感自己肩负着重要的历史使命。

黄亮透露，在海外市场，有很多很好的中资企业被市场低估，错误定价。以香港为例，就有上市的中资企业因外资研究机构的行业覆盖度不足，定价粗暴，不少企业被给予很低的市盈率。就有一家氟化工生产企业，外资投行给予该公司传统化工企业7-8倍的市盈率，我们了解后发现，该公司管理层非常务实，行业受益于国家节能减排措施，业绩比较好，被大大低估了。”黄亮认为进行这样的价值发现非常有意义，等于二次IPO。

让黄亮欣慰的是，随着越来越多资金投资海外，部分中资企业的定价权在逐步回归。因此，黄亮认为目前香港市场中小盘股有结构性机会，有重新估值的可能。

基于这一思路，南方前瞻性布局QDII业务。“未来QDII肯定会有很大发展，因此，南方基金要为投资者提供更多元的QDII产品。”据黄亮介绍，南方基金的QDII产品将走多样化道路，在产品投资范围上，设计了全球配置、区域配置、单一市场配置的产品；在产品类型上，是主动性和被动型两条线发展；在专户也计划发行QDII产品。“不仅要产品线完善，还要设计出符合国内投资者需求的产品。”黄亮表示。

在QDII业务发展上，南方基金已经做好了充足准备。目前，南方基金公司打造了完备的QDII研发团队，在中资企业研究上还有A股研究平台的支持。据黄亮介绍，南方基金和境外投资顾问惠林顿咨询公司签署了深入的合作协议，目前，南方基金已形成了全方位的海外投资研究系统，覆盖了全球市场。

成长性行业中选股

黄亮，走的是从研究员到基金经理的“传统路径”。2007年他接管南方全球精选后，开始深入研究香港等地市场，到目前已有三年多的境外投资经验。而黄亮的投资之道是，进行价值投资，深入挖掘公司价值。

黄亮坦言，他崇尚价值投资，因为市场短期走势难以把握，要避开短期趋势交易。他表示，2008年金融危机袭来，各国市场出现大跌，所有投资人都非常悲观。我当时在四川调研上市公司，听说港股一天跌了接近10%，回去的基金经理们都很难过。回过头来看，这段经历其实非常宝贵，让我更深刻地理解了市场，也更踏实地研究上市公司。”说起这段经历，黄亮认为，不经历一次牛熊周期，在投资上就很难成长。

做投资要有坚持的毅力和决心，克服贪婪与恐惧的人性弱点。”黄亮表示，市场的每次波动都是一次“洗牌”过程，许多不坚定的投资者往往就在“恐惧和贪婪”中错过了投资机会。

作为价值投资的追随者，黄亮非常重视研究公司的实际价值。他表示：选股首先要选公司，选公司首选行业。”

黄亮认为一定要从成长性比较好的行业中精选个股，高成长企业一般都诞生于高速增长的行业，所以对行业大趋势有一个明确的判断。当下十二五规划出台后中国经济面临结构转型，一些传统行业将逐渐失去竞争力，取而代之是未来的新兴产业。”

具体到选公司，他认为首选公司管理层，积极进取而又富有经验的管理层往往可以把一个企业带得更远。市场中可以讲的故事很多，但只有真正实干的管理者才可以避免纸上谈兵。我信任那些对行业发展、公司经营理念、用人策略上有独到思路的管理人，只有这样的管理人才可以保证企业的发展。”黄亮认为，两类管理层比较好，一类是创业者，从创业之初一路打拼过来，比较稳定；另一类是核心人员如CFO、CEO、营销总监等人员配置是专业团队。最好是两者都兼备”，黄亮表示。

美国共同基金：你不知道的12个事实

Morningstar 晨星(中国)研究中心 车小婵

现实世界往往比小说更富戏剧性。美国资本市场经历了次贷危机及经济衰退的风雨洗礼，大批股票基金死亡或转型，资产管理公司并购重组。伴随着经济回暖，共同基金业也得以吐故纳新，逐渐从业绩惨淡的阴影中走出来，新的投资机会不断涌现。下面，我们跟随晨星进入美国共同基金的真实世界，透过以下12个你不知道的事实，一窥全球最为成熟资本市场的一角。

两位明星基金经理的巨大差异。美国最红共同基金经理、掌管菲尔霍姆(Fairholme)两只基金的布鲁斯·伯克维兹(Bruce Berkowitz)所持有自己基金的金额，是富达麦哲伦现任基金经理哈里·兰格(Harry Lange)的140倍以上。根据麦哲伦基金的最新报告，兰格持有自己所管理的基金的金额在50

到100万美元之间；而伯克维兹的这一数字是1亿4800万！当然，对这一数据的解读见仁见智，不过这也从一个侧面印证了这两位明星基金经理近年来巨大的市场表现差异。自2008年9月始，麦哲伦基金在同类大盘成长股票型基金中一直位居1星或2星；而菲尔霍姆基金最近三年的评级从未低于5星。

75%在2005年被晨星评为1星的平衡型基金在随后五年内消失殆尽。尽管看似合理，这个数据可能仍然有些出乎你的意料吧？晨星美国的分析师发现，比起高星级的基金而言，1星的基金更容易被市场淘汰。原因是这些基金糟糕的市场表现和随之而至的赎回潮，令基金公司的老板和股东们挠头，他们总是更倾向于采用清盘或者与其他基

金合并的方式从报表上彻底清除这些不堪的数据。当然，对投资者来说，拿回真金白银或并入其他表现更好的基金，比起继续持有这些失败的投资可能更划算。

自2001年来，大盘成长型股票基金已经有1130亿美元的净资金流出。今年以来截至8月底，大盘成长型股票基金的资金净流出已高达290亿美元，雄踞榜首；而在此之前的1999和2000年两个财年，净流入该类基金的资金合计达1700亿美元。无疑这是美国大盘成长型股票基金“最冷”的十年。

货币市场基金表现平平却获得持续的资金流入。2008年12月曾出现短期实际利率为零，当时基金持有者们担心货币基金将跌破1美元的大限，纷纷出逃；而今年出现类似状况时，市场没有

恐慌，反而涌入大量资金。

15年来最佳市场表现的桂冠由一只债券基金摘得。这只冠军基金就是GMO旗下的新兴国家债券III号基金(GMO Emerging Country Debt III)。其15年来的年化收益率高达17.5%。听起来似乎有些不可思议，不过事实确实如此，同样的故事在未来15年恐怕也不会重演。

美国基金市场共计有650只标榜“成长型”的基金在最近的十年呈负收益率。经过漫长的十年，投资不但没有任何可观的回报反而显著缩水，这样的悲剧确实发生了，而且有650只。

54%标榜超额收益(plus)的基金最近5年内表现都劣于其业绩比较基准。15年收益率表现最糟糕的基金是Apex中盘成长型股票基金，其最近15

年的年化收益率为-8.17%。令人意外的是，这只基金(Apex Mid-Cap Growth)同时也是2003年及2008年其晨星分类中的翘楚，当年的收益率分别达到165%及-9%。可见，考察基金仅看单独一年的市场表现是显然不够的，这只基金就是一个教科书式的例子。

拥有最高换手率纪录的是一只放空基金。Direxion的月度新兴市场2倍放空指数基金(Direxion Monthly Emerging Markets Bear 2x)的换手率高达5062%，基金经理频繁的卖空，杠杆操作，以及在极端的市场环境短暂地持有，都是造成其极高换手率的原因。

共计18只基金连续12年战胜同类基金对手，独占鳌头。考虑到这些年来市场所经历的熊市洗礼，次贷危机与经济泡沫等因素，这一数字还是令人欣慰

的。毫不意外的是，其中仅有两只全是股票型基金。

有4只基金连续11年败于其同类基金对手。这4只弱势基金分别为Embarcadero的市场中性基金、ING的新兴国家基金、Performance的短期政府债券收入型基金，以及ProFunds的牛市基金。

最后一个你不得不知道的数据：PIMCO总回报基金(PIMCO Total Return)已收取了11亿4000万费用。可以买下的东西包括：7600万个瑜伽垫，3000辆劳斯莱斯辉腾，1亿1400万件Snuggly牌狗狗衣服，1亿4200万瓶Goose Island的Sofie啤酒，或者为910万个用户订阅Morningstar FundInvestor杂志，甚至可以为林赛罗翰支付2700次保释金。