

南方基金专户投资管理部总监吕一凡:

2011 价值投资将收益颇丰

证券时报记者 方丽

自 2000 年进入南方基金,吕一凡投资之旅已超过 10 年。

他曾先后掌管基金金元、基金开元、南方高增和南方隆元等封闭式基金,后来转战专户业务,目前已是南方基金专户投资管理部总监,实战经验丰富、业绩斐然。更难能可贵的是,他不为市场热点所动,不在追逐市场中迷失自己。

大道至简,吕一凡超过 10 年漫漫投资之旅收获的只有两个字——价值,遵循价值投资。

展望 2011 年,吕一凡认为已到了布局蓝筹股的好时机。

加息进行时

已拥有超过 10 年的投资经历,吕一凡对市场把握非常清晰。通货膨胀是个不容忽视的问题,我对 2011 年利率水平比较谨慎,未来可能进入加息进行时。”

他分析,目前中国正处于一个通货膨胀升温的阶段,通胀是人工涨价、国际大宗商品价格上涨等多方面原因造成,这一困扰市场的问题是客观存在的,而且未来几年可能都会保持一个相对较高的通货膨胀水平。

过去 5 至 6 年,中国经济处的高增长、低通胀的发展状态,未来则可能出现经济继续高速增长、中等通胀水平的情况,目前正处于通货膨胀从初级到中等水平演化的过程中。”吕一凡坦言,这可能是最令投资人“难受”的阶段,因为这一阶段必然伴随利率逐步上升。

吕一凡认为,去年和今年两年,将完成通胀阶梯式上升的过程,市场利率水平必然与之相适应,今年正是加息进行时。

至于加息的幅度和方式,吕一凡预测,应该是根据通胀水平动态进行跟踪调节,政府可能会采取时间换

2010 年和 2011 年,通胀将完成阶梯式上升的过程,市场利率水平必然不断上涨。在货币政策已明确紧缩的背景下,应转变投资思路,因为在紧缩的货币政策,可能引发企业资金链问题,而大企业获得资金能力较强,企业盈利能力也有一定保障,小企业就可能面临资金压力,引发生存压力,甚至成为大企业兼并重组的好时机。今年龙头企业盈利能力可能较好,小企业的利润则可能低于预期。

蓝筹股尤其是在行业内处于领导地位的公司,在今年的投资机会较大,他们既受益于估值修复行情,实际业绩增长也有保障。

空间的做法,通过各种手段来延缓通胀压力。打个比方,如果 1 年通胀水平为 10%,若换成 2 年,每年通胀 5%的水平,对经济和市场的影响要小很多。”

他认为,如果今年通货膨胀已经上升到一个中等水平,利率同时也完成相应的调整,明年市场将较少受通胀水平的影响,利率水平也可能相对稳定。

看好行业龙头股

吕一凡认为,2011 年应该对利率水平和企业盈利预期两个因素进行判断并跟踪,在通胀升温的背景下,企业盈利水平决定估值水平,他看好行业龙头股。

他表示,在目前货币政策已明确紧缩的背景下,应转变投资思路。他分析,过去几年,资金充裕、贷款容易,企业的日子比较好过,但不少企业的经营效益出现下滑。甚至有少数企业将贷款资金投入非经营性项目,虽然获得了短期收益,但其中蕴含极大风险。货币政策一旦紧缩,可能引发企业资金链问题,给企业发展带来巨大压力。

资金问题将导致大企业和中小企业的盈利状况出现分化。”吕一凡

认为,大企业获得资金能力较强,企业盈利能力也有一定保障;而小企业就可能面临资金压力,引发生存压力,甚至成为大企业兼并重组的好时机。因此,今年龙头企业盈利能力可能较好,小企业的利润可能会低于预期。”

除了盈利能力外,估值差异也支持吕一凡看好行业龙头股, A 股市场内部结构差异在去年达到较高水平,即使对比海外市场,大蓝筹股与小盘股之间的估值差异也非常突出。”

美国、香港市场的利率水平较宽松,中国处于加息状态,按照传统估值来看,同样的企业,港股价格应贵于 A 股。目前蓝筹股方面,港股比 A 股贵 10% 左右水平,比较合理。但小盘股就出现 A 股贵于港股的情况,而且差异很大,问题非常突出。”这将引发大盘蓝筹股估值修复的行情。

吕一凡看好蓝筹股,尤其是在行业内处于领导地位的上市公司,在今年的投资机会较大。他们既受益于估值修复行情,实际业绩增长也有保障,这属于双轮驱动概念。”吕一凡强调,两个条件缺一不可。

吕一凡介绍,目前制造业就存在

很多这样的企业,经历了行业整合,行业地位比较确定。此外,他还看好消费、制造、保险等行业。对于银行地产,虽然估值水平很低,但因为受到政策面打压,吕一凡并不认为这是今年最优选择。

价值投资将收获丰厚

今年进行价值投资,可能收获丰厚。”这是吕一凡给投资者 2011 年的建议。实际上,这是他 10 多年投资之旅坚守的“大道”。

每一个熟悉吕一凡的人都知道,他一直坚信,只有那些确定性较高、有业绩支撑的股票才能给投资人带来较高的回报。

吕一凡强调,估值低是必要条件,而不是充分条件,要结合行业成长性和公司的盈利能力来选股。他还偏爱多重角度考虑估值,估值水平既要和 A 股内部比,也要和海外市场相比,才能发现企业真正的价值。

市场始终在情绪和价值之间博弈,可能有些热门股票随市场风向会受到资金的追捧,不过终究还是短期的炒作。从 A 股和海外市场来看,能够具备长期价值的股票是凤毛麟角,因此,吕一凡不爱追逐热点。他表示,自己不会因为短期市场表现而买卖一只股票,也较少参与概念性的短期市场波动的机会。我去年就没有参与新兴行业投资,依然坚持价值投资,我必须对我的客户交代清楚,为什么买这些股票,否则无法得到客户的认可,更不能说服自己。”

江山易改,本性难移。吕一凡坦言,从管理公募基金到负责专户业务,他在投资思路没有太大改变。坚守价值投资之道,吕一凡不仅在公募界取得较好成绩,管理专户同样做出较好业绩。

去年我们获得了较好的收益,这样的投资应该同样适应今后的市场环境。”吕一凡满怀信心。



专户管理体制亟待变革

证券时报记者从有关渠道了解,截至 2010 年底,南方基金管理的 10 余只专户一对多产品在过去一年业绩斐然,平均收益率位居行业前 5 名,其中南方光大 2 号产品更以 29% 的收益位居第 2。优秀的整体业绩背后是强大的投资团队及他们的投资逻辑。

只有探索出适合目前市场环境的专户管理体制,才是未来专户长期业绩的保证。”南方基金专户投资管理部总监吕一凡对基金专户业务的发展有独特见解。

吕一凡认为,基金公司的专户业务,最核心的是管理体制的建设。对公募基金来说,开展基金专户业务具有挑战性,大家比拼的不是短期业绩,而是管理体制。

实际上,专户业务既是老事物也是新事物,说是老事物,是因为它和公募基金一样,属于代客理财业务,说是新事物,是因为它和公募基金之间有很多体制上的差异。”吕一凡表示,这种差异体现在激励机制、投资管理等方面。

吕一凡很重视这种差异。目前公募基金是与业绩基准比较,追求相对收益,而基金专户讲究绝对回报,这就导致专户的风险收益目标与公募基金

之间存在巨大差异,因此风险管理体制也应该不一样。这需要得到投资者的认可,也需要长期的业绩来说话。

吕一凡表示,激励机制同样存有巨大差异,对于专户人员的激励关键在于金额多少,而在于激励的方式。基金专户的管理体制必须革新,以适应专户的发展,不过,这一革新必须建立在目前的模式之下,因此这场改革将是渐进式的。”

他坦言,目前各家基金公司都在探索专户管理模式的改革之路,但是大家都并没有寻找到很好的路径。

决定基金公司专户业务胜负的很可能就是管理体制”,吕一凡用残酷的世界来形容专户的竞争,短期业绩不是核心竞争力,甚至还有很大的风险,有竞争力的体制,才是未来规模扩张的基础。

吕一凡表示,未来专户业务压力很大,竞争不仅来自同行,也要和私募基金较量。不过,他表示,南方基金专户团队人员非常充足,而且每个投资经理都保持了个人的独特风格,可以满足不同风险偏好的客户。目前南方基金正在设计特定行业及板块、投资股指期货对冲产品等,我们未来将有更多特色的一对多产品面世。”

(方丽)

基金观察 | Fund Watch |

推动债市统一互联 发挥债基资产配置功能

代宏坤

经过多年发展,我国债券基金数量和规模逐步壮大。截至 2010 年底,债券基金管理的资产规模达 1252 亿元,但这一比例仅占全部基金资产管理规模的 5.04%。可以说,我国债券基金的规模还很小,对资本市场的影响还非常有限。作为一类固定收益类投资工具,债券基金是投资者资产配置中不可或缺的一个重要部分,对于股市的稳定性具有重要影响。现有债券基金的规模制约了资产配置功能的发挥,也不利于养老金和退休金进入市场。

海外成熟市场的经验表明,债券基金的发展有赖于一个大规模、品种多样、流动性强的债券市场。我国债券市场的现状制约了债券基金的发展,导致债券基金规模较小、产品类型单一、市场占比比较低。其中,企业债、公司债的发展严重滞后,作为股权投资成本参照的企业债、公司债券发行困难,导致资本市场的扭曲。加快发展债券市场和基金产品创新是债券基金发展的方向。

债基资产配置功能受限

经过近十年的发展,我国债券型基金的发展取得了一定的进展,但是与上世纪 80 年代以来美国债券基金突飞猛进的发展相比,在规模、市场占比及类型上都相差巨大,这样的规模不利于债券基金资产配置功能的发挥。

规模总量较小 早在 2002 年,南方基金管理有限公司就推出了我国第一只开放式债券型基金——南方宝元债券基金,比第一只开放式股票基金的诞生仅晚一年。在随后的 8 年间,债券基金资产管理规模快速增长,平均年增长率为 129.6%。但从绝对规模上看,截至 2010 年末,债券基金管理资产仅为 1252 亿元,同期股票基金管理资产规模已接近 1.24

万亿元,两者相差近 10 倍。

相比之下,美国债券基金资产规模巨大。伴随着美国共同基金所管理资产规模的逐年增加以及债券市场的繁荣,美国债券基金的资产管理规模也逐年稳定增长,过去 9 年间平均增长率超过 10%,到 2009 年末达到 2.2 万亿美元。

市场占有率低 截至 2010 年年底,我国债券基金管理的资产规模为 1252 亿元,即使经历了 2010 年股市震荡导致的股票基金规模缩水,以及债券基金数量和规模的迅速扩大,这一比例也仅占全部基金的 5.04%,大大低于美国债券基金 14% 的市场占有率。

产品类型单一、创新不足 我国市场上大多数债券基金是以流动性较好的国债、央票和政策银行金融债为主要投资标的。严格说我国还不存在以投资单一类型债券为主题的债券基金,这与债券市场可投资券种较少有关。美国的债券基金品种丰富,根据美国投资公司协会对基金产品的分类标准,债券基金的分类最为复杂,分为 7 个小类,这一方面得益于美国债券市场中的基础投资产品品种丰富,另一方面得益于各类债券都有相当的市场规模和较好的流动性。

就基金的运作方式看,同美国市场上开放式、封闭式债券基金兼而有之的情况不同,我国现有的债券基金大部分为开放式基金。富国基金管理有限公司推出了中国市场上第一只封闭式债券基金,在产品创新上迈出了一大步。而美国市场上以封闭式运作的债券基金占所有债券基金的 10%,而且封闭式债券基金占全部封闭式基金的 53.4%,是封闭式基金的主力军。此外,债券 ETF 是近年来美国市场上新兴的投资工具,而我国还没有类似的产品。

债市影响债基发展

中国债券型基金发展缓慢,一个

主要的原因是中国债券市场不发达。海外成熟市场的经验表明,债券市场的充分发展是债券基金产品迅速发展的先决条件。一个高度市场化的债券市场是债券基金产品发展的坚实基础,只有在能够提供充足的投资工具、丰富的投资品种和良好的流动性的前提下,债券基金的规模才能日益壮大,创新的能力才会得到加强。在整体规模、券种结构、流动性等方面,我国债券市场与美国债券市场有很大的差距,这也就在一定程度上影响了我国债券基金的发展。

债券市场规模较小 经过多年的发展,我国债券市场的总体规模依然偏小。根据中央国债登记公司的统计,截至 2010 年末,我国债券市场余额达 20.17 万亿元,债券托管只数达到了 2340 只。过去十余年间债券市场规模逐年增长,平均增长率达到了 35.2%。其中,银行间市场可流通量 18.8 万亿元,占债券存量的 93.2%;交易所市场可流通量 0.288 万亿元,占债券存量的 1.42%;商业银行柜台市场可流通量 0.17 万亿元,占债券存量的 0.84%。截至 2009 年末,美国债券市场余额已达 34.76 万亿美元,是全世界最大的债券市场。如果用债券市场余额与 GDP 的比值反映一国债券市场发展程度,中国债券市场余额是 GDP 的 0.49 倍,而美国债券市场余额是其 GDP 的 2.70 倍。可见我国债券市场目前还处于发展的初级阶段,潜在扩张空间非常巨大。

债券品种单一、结构失衡 我国债券市场以政府类债券品种为主,各券种比例较为不均衡。政府债券、央行票据、政策性金融债债券占市场总量超出 90%,企业债、公司债等信用类债券占比仅为 8.21%。这主要是由于我国资本市场发展历程尚短,企业直接融资多偏好股权投资,至于举债则都比较依赖银行,融资成本较发行债券的成本低。

相比之下,美国债券市场的投资品种丰富,且各品种之间发展相对均衡,主要有美国政府债券、地方政府债券、政府机

构债券、企业债券、抵押贷款支持债券和资产支持债券。前三类债券由不同的政府机构发行,部分享受税收优惠,由于有政府信用的担保,信用风险较低。美国债券市场上,各券种之间发展较为均衡,从大类上看,企业债和各类抵押支持证券为主的信用类债券为市场的主导,其中美国国债规模仅排第 3 位,居企业债券和抵押贷款支持债券比例之后。

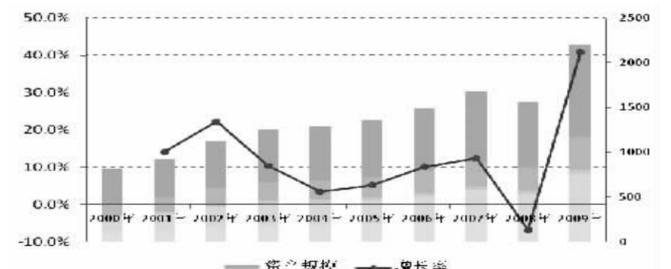
流动性不足 同美国债券市场相同,我国债券交易也是以场外交易为主,银行间市场占据了债券市场交易量的 90% 以上。根据中央国债登记结算公司的统计数据,2010 年市场整体换手率达 1.5 倍左右。市场流动性水平正逐年提高,但相比于同期美国市场 12.3 倍的整体换手率,还有很大差距。各券种中,短期融资券和央行票据由于平均期限较短,换手率较高,而企业债和政策银行债的换手率略有下降。美国债券二级市场交易是以场外交易为主的交易市场,自由的交易模式和双边报价商制度给市场带来了活跃的氛围和良好的流动性,而电子化交易系统的普遍应用也进一步提高了二级市场的交易效率。整体年换手率(不含短期货币市场工具)约为 12.3 倍。

四管齐下优化债市发展环境

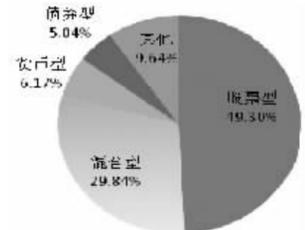
大力推进债券市场发展既是现实经济发展的迫切需求,也是进一步健全资本市场功能的必由之路,债券基金将会迎来一段高速发展历程。可以从以下几个方面着手,逐步改善和优化债券基金发展的环境。

梳理并重视债券市场的制度建设 债市管理或监管必须有明确的基本法定位,在形成相对统一的认识和重视发展债市的理念后,不断优化债券市场结构,适时拓展债券市场的深度与广度,建立与风险控制相适应的多层次市场,积极稳健推动各类公司债、企业债乃至准地方公债的发展,在重视规范发展和风控的同时允许有序的债市创新,针对债市的

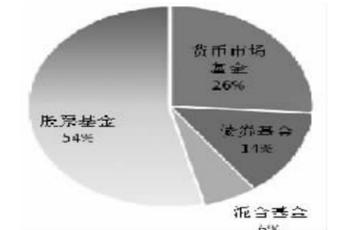
美国债券型基金管理资产规模



中国各类基金规模占比



美国各类基金规模占比



特点建立和完善与之相适应的交易方式与结算方式,稳妥评估风险类别并积极建立健全信用评级与风险控制体系,对债权人或持有人权益提供有效的制度保障,建立有效的纠纷处理机制。这些均是制度必须尽快加以明确和完善的。

统一标准和协同监管 目前债券市场还是一个计划性、管制性很强的市场,基本上还实行着市场规模管理制度和严格的以主体性质为主的准入制度。在市场化改革的今天,管制的过度,已不利市场的进一步发展。债市管理模式应从重管制向重监管迈进,并积极推进市场化改革,最终实现债券市场的发展。

推进债券市场的统一互联 十几年债券市场的发展,相继形成了证券交易所债券市场和银行间债券交易市场,并成分割状态。解决了债券市场的统一互联问题,才能使形成的利率较真实地反映市场实际供需,进而彻底改变目前银

行间市场的卖方市场特色和交易所市场的买方市场特色。最重要的是,要摒弃重场外市场扩张轻场内市场发展的观念,在有效防范风险的同时,为不同债券市场统一互联发展提供制度保证。最新的进展表明,两个市场的统一互联已取得实质性的进展。

加大债券基金产品的创新力度 从产品创新的角度看,一方面,债券基金产品的开发应抓住债券市场扩容的机会,基金公司应适时推出以投资信用类债券为主题的产品,刷新产品投资策略,并与债券市场的扩容形成相互促进的良好局面。另一方面,可在现有债市规模情况下,加快开发 QDII 债券类产品以满足投资者合理资产配置的要求。此外,适时推出债券 ETF 也是产品设计较好的切入点。

(作者单位:上海证券基金研究评价中心)