

鹏华基金固定收益部总经理、鹏华丰盛债券拟任基金经理初冬：

# 加息空间不大 债券牛市悄然孕育

证券时报记者 朱景锋

鹏华基金从3月23日起开始发行旗下第五只债券型基金——鹏华丰盛稳固收益债券基金，该基金将由鹏华基金固定收益部总经理初冬亲自操刀。至此，鹏华基金朝着打造“半字号”全明星债产品线目标，又迈出了坚实的一步。

初冬领航的固定收益团队是鹏华基金的明星投资团队，目前管理着鹏华旗下四只债券基金和一只货币基金。同时，鹏华基金固定收益部还管理着多只社保基金组合。低调的背后是华丽的成绩，鹏华丰收债券基金在2009年度当选为金牛基金。初冬自2005年3月开始管理鹏华货币，该基金连续获得海通证券最高的五星级评级。据了解，鹏华基金管理的社保组合投资稳健，业绩表现也受到全国社保理事会的高度认可。

今年以来，央行连续加息和提高准备金率，在投资经验较为丰富的初冬看来，债市已经充分反映了悲观预期，收益率继续上行空间有限，牛市已经在悄然孕育之中。初冬认为，对于投资者来说，当前是较好的债券配置时点，也是新债基建的良好时机。主要基于以下判断：一是在防通胀为主要目标的情况下，贷款控制收紧，宏观经济景气程度趋于下降，货币政策方面不会有超预期的变化；第二，债券市场收益率已经处于历史高位，继续上行空间已经不大；第三，即使预计最差情况，在半年到一年持有期内，债券投资也可以获取正回报。因此新基金成立之后，在债券部分的建仓会比较游刃有余。

债券牛市通常跟宏观经济走势密切相关。从历史可以看到这样的规律，当宏观经济增速向下、市场没有过热的时候，往往是债券牛市的开始。鹏华丰盛债的建仓期主要是以债券配置为主，在久期上不会做过大

偏离，保持适度区间，而策略上偏重信用债为主。”对于债市前景和新基金的运作，有多年债市投资经验的初冬显然充满了信心。

## 通胀不会超预期 新债基金逢其时

据初冬介绍，鹏华丰盛债基是一只二级债基，以不低于80%的基金资产投资于债券等固定收益类品种，不超过20%的基金资产投资于股票等权益类品种。不同于普通的二级债券基金，鹏华丰盛债基使用了“双重护翼”策略，即CPPI和TIPP双重投资组合保险策略。鹏华丰盛要先通过CPPI策略确定固定的投资目标，进行收益表现相对稳定的投资，力争获取组合安全垫；以安全垫的厚度决定高风险投资的比例，即便在高风险投资收益最差的情况下，预期亏损也将争取控制在安全垫范围内。而TIPP策略追求落袋为安，当高风险投资的收益越来越丰厚时，鹏华丰盛通过TIPP策略调高保险底线的高度，即将一部分获利资产加入到保护额度中，以期达到动态守卫投资者当前资产的目的。

从近几年一、二级债基发行运作的情况看，初冬认为，这种设计能够在提供相对稳健收益的情况下，兼顾股市的投资机会，也可以充分利用经常发生的股市债市“跷跷板”效应，增强基金的收益预期。

从发行时点来看，初冬认为鹏华丰盛债基将迎来一个较好的建仓时点，这跟我国宏观经济形势以及目前债券市场收益率水平密切相关。目前市场普遍预期今年3月消费者物价指数(CPI)可能在5.3%附近，但即使CPI到了这样的高位，也未必意味着债券市场会出现一轮明显下跌。虽然未来仍有可能加息，但这并不意味着债市没有投资机会，相反，很多债券都有相当的投资价值。”初冬表示，



“我们可以先来看看历史，2007年、2008年我国CPI曾经达到7%、8%的水平，目前的通胀压力大大低于当时，而信用债的收益率已经与当时基本相当。即使3月CPI比较高，债券收益率也没有明显的上升空间。”

初冬认为，从过往历史经验来看，中国的通胀一直都在可控范围之内。如2003年“非典”后，2004年大规模刺激投资政策导致CPI上升，以及2007

年经济过热使CPI达到7%、8%的高水平，虽然在当时CPI水平都较高，但都没有发生非常严重通胀。只要在货币信贷方面加以控制，就会抑制社会总需求，CPI也就不会失控。目前央行的举措与2008年有相似之处，比如存款准备金率连续上调，银行贷款额度严格限制，在贷款闸门严格收紧后，2008年的通胀很快被抑制住了，目前的通胀水平也在控制之中。”

## 经济增速回落 未来加息空间不大

虽然通胀处于高位，但初冬认为今年CPI不会出现超预期的状况。

当前的债券收益率水平已经包含了市场预期。”初冬表示，去年10月第一次加息，债券市场波动最大，因为当时大家没有预料到会在哪个时点加息，属超预期因素。目前CPI居高不下，央行再有一到两次加息已在预期中，在目前债券的收益率水平上已有所反映。因此，即便再加息1-2次，也不会对债券市场有很大的冲击。”初冬对去年以来的三次加息进行测算，发现加息对债券市场的整体影响越来越小，甚至在两次加息后，债券市场收益率还有所下降。事实证明，加息并不意味着市场收益率水平必然上升。即使出现最坏的情况，假设未来会加息两次，市场收益率也同等幅度上升，将目前的债券持有半年，回报率也是正的。”

对于未来加息的前景，初冬认为，由于加息对企业运营的影响非常大，央行对加息必将慎重考虑。首先要考虑到加息对工业部门、对贷款较多的部门、对整个经济的影响有多大；其次，目前经济增速是否已经处于过快或者非常快的水平上。从目前的数据看，1、2月份贷款只有1.57万亿，较去年、前年都减少很多，M1、M2增速也回落较快，这都意味着经济未来不会出现过热的势头。”

初冬判断未来可能会加息1-2次，原因之一在于贷款投放已受到严格限制，另一方面，很多大中城市都出现了房地产限购的政策，必然会影响到在房地产上的投资，投资增速不会像过往那么高。尽管国家还是有诸如保障房、高铁等建设，但这类投资是一个中长期的过程，保障房还将受地方财政实力的影响。在民间房地产投资受抑制的情况下，仅靠国家投资，不会造成经济出现过热局面，基于这样的考虑，未来的

加息空间是比较有限的。至于加息的时间窗口，在经济增速较快CPI又比较高时，很可能是重要的时间窗口；如果经济增速已经回落，仅仅是CPI偏高，则未必是较好的时间窗口。”

初冬总结说：展望未来，我们可能面临两个方向和结果：一是经济实现软着陆，物价没有出现超预期或超过管理部门能够承受的水平；二是较悲观的情况，即经济没有实现软着陆，在未来某个时期出现快速下跌。无论哪种情况，整体来看，经济基本面对债市影响并不悲观。”

## 看好低估值和业绩超预期个股

鹏华丰盛债券基金有20%的资产可以在二级市场上直接买卖股票，因此，股市的投资也将成为增强该基金收益的“外马达”。

在初冬看来，今年整个宏观经济政策不支持股市出现大规模上涨行情，但一些公司会有比较好的表现：一是低估值的蓝筹股，可能出现比较好的投资机会；二是业绩超预期的股票，比如在一些细分行业中处于领先地位的公司，可能出现大家没有看到的亮点。初冬的策略是，今年整体配置倾向于少看大盘走势，多看上市公司提供的投资机会，分析方法会侧重于自下而上地选股。

据初冬分析，从2007年至2009年的实际情况来看，股市和宏观经济政策大周期关系密切，如果政策紧缩，即使企业盈利水平仍在高位，市场也很可能会有较差表现。今年企业盈利基本上还可以，央行政策有一定收缩，从指数看可能不会有特别好的表现，但就个股而言，公司之间的分化会比较明显。

对于权益类投资策略，初冬表示，鹏华丰盛是一只稳固收益的债券型基金，我们建仓的时候会考虑使用相应的保护策略，在此基础上再开展对股票市场的投资，通过精心管理，我们将力争使它比市场上的其他二级债基更稳健。”

## ■ 摩根天下 | J.P. Morgan View |

### 环球市场有望向好

今年以来，环球市场可说是“一波未平，一波又起”。正当欧洲主权债务忧虑加剧、中东北非动乱导致油价高企、新兴市场亦面对通胀隐忧之际，日本更发生了有史以来最严重的地震，令全球经济在短至中期内的前景更加不明朗。

日本地震发生后，欧美保险股已因地震相关赔偿的隐忧下挫。福岛核电站泄漏辐射的危机虽逐渐平息，核能发电却将备受非议，导致世界各地与核电工业相关的股票亦遭受重挫。德国总理默克尔已决定暂停延长德国17家核电站厂运作期的计划，更下令7家最早投产的核电站厂关闭三个月以评估其安全性。

与此同时，全球各地亦有多家企业因为供应链存在不明朗因素，而须暂停或减慢生产。这些制造业因有不少元件在日本生产，而受到日本方面的元件供应短缺影响。元件短缺忧虑最严重的行业是汽车、电子及航空业。

尽管如此，摩根资产管理认为，环球经济的增长速度不会在今年下半年或2012年之前明显放缓，但应密切留意宏观数据的任何恶化迹象，因为倘若领先指标确实开始放缓，就会为2012年的前景增添不明朗因素，进一步压抑投资需求。

幸而美国最新公布的经济数据继续令人鼓舞，有助于减轻全球隐忧对股市造成的冲击。费城联储储备银行的3月份制造业活动指数上升至1984年以来最高水平，输往中国出口增加、营商意欲及存货补充加强，都有助推动工业复苏。用以评估未来三至六个月内前景的世界大型企业研究会美国领先经济指标，继1月份上升0.1%后，2月份再升0.8%。

在全球形势欠明朗的背景下，美国联邦公开市场委员会在最近的议息会议上已一致投票通过维持利率不变，并继续推行现时的量化宽松措施。虽然如此，决策当局仍表示增长看来已有“较稳固根基”，就业亦渐见起色。

短期内，困扰投资者的各种不明朗因素无疑会令全球市场走势更为波动。但摩根资产管理认为，整体全球股市仍继续受到估值吸引、盈利增长向好及游客充裕所支持，而顺应周期的资产再膨胀时期亦尚未完结。

### 华安安信基金、核心优选基金经理陈俏宇：

# 稳定高增长公司理应享受高溢价

证券时报记者 张哲

她是基金经理群中少有的女性基金经理，也是基金经理群体中少有的英语系专业出身的基金经理，人行十多年，从投行，再到投资研究，管过封闭式基金，也管过开放式基金，长期业绩稳定。她就是华安基金华安安信、华安核心优选基金基金经理陈俏宇。

## 缘起老万国

陈俏宇踏入证券业缘起原万国证券，最早从B股投行业务起步，并从此开始了与上市公司打交道的工作生涯。

当时的投行业务跟现在的标准有着很大差异。尽管如此，对英语专业的陈俏宇来说，要学的依然太多。首先，懂财务是必须的。陆家嘴B、开开B股，这些都是入行之初我参与过的项目。”回顾十多年前的工作经历，陈俏宇感受最深的就是当时万国的投行团队对新人的包容、以及开放的工作心态。工作之余陈俏宇开始钻研财务，并顺利取得了CPA(注册会计师)资格。

陈俏宇的投行职业生涯则一直到了2001年。那一年，她去了申万研究所做研究员，研究造纸行业。多年的投行生涯，为陈俏宇的研究确立了一个高起点。首届《财富》最佳分析师榜单出炉时，陈俏宇获得造纸行业分析师的第二名。

## 寻找成长股

投行经历悄无声息地塑造着陈俏宇独特的投资理念。做基金经理之后，她管理过封闭式基金，也管理过开放式基金，华安宏利、基金安顺、基金安信，再到华安核心优选，她管理的基金经历多次牛熊转换，长期业绩胜出，体现了女性基金经理独特的稳健风格。

我是学外语的，没有经历过学

校系统的金融理论培训，因此我选股抓到的点，往往跟那些正宗科班出身的基金经理不一样。”陈俏宇笑言，从性格上，我认为我属于保守派，往往别人都很乐观激进时我也显得很谨慎，但我选的股票平均估值却往往较高，似乎很矛盾，可能跟我更偏好成长股有关。”

每个基金经理都有自己的选股逻辑、标准。对陈俏宇来说，有投行、注册会计师的背景，对财务数据的敏感似乎更有优势。我最关注的就是企业的资产回报率。就资产回报率这一指标来看，我们理应给予稳定增长型行业中的龙头企业高估值水平，其次为市场发展前景良好及盈利模式创新的公司，而对周期性行业在经济转型这一大背景下则需细分后区别对待，应更多关注盈利水平的持续性。”

通过研究企业的资产回报率、盈利水平的持续性、盈利模式的稳定性来选股，让陈俏宇的投资看起来平淡无奇。短期有利好诱因？无。短期有故事？无。她选的股票，既无故事又不“性感”，但往往具有长期的稳定增长。拿了好久还没有表现怎么办？我的容忍度很高。”她大笑，因为她还是固执地相信那句话：好股票不一定是好公司，但长期来看好公司一定是好股票。

## 经济转型带来投资机会

后危机时代全球经济依然问题不断，长期依赖投资、出口的中国经济也放慢了脚步。对此，陈俏宇表示，将目前中国经济所处的阶段形容为“内忧外患”恰如其分，中国经济本身存在转型的必要性和迫切性，而这个过程是长期的投资周期。

次贷危机后原先中国经济的所谓盟友都不复存在，各个国家都要拼命寻找自身经济新的增长点。而对我们来说，原来最大的输出国

现阶段受到的冲击最大。因此我们的经济模式不转变，经济发展必然很被动。”她表示。

事实上，中国经济综合实力位居全球第二依然很强劲，但是不可避免也出现了诸多问题。我们所追求的高GDP的目的是什么？”她说，从“十二五”规划、前不久的两会上，我们已经看到了政府的倾向，就是更加关注民生。政策对经济的引导也必将朝着控制通胀、提高民生幸福感的方向走。”

陈俏宇认为，未来的3到5年是一个较长的经济转型周期，投资上结构性的机会较多，而不是大趋势的机会。长期来说，还是关注受益于经济转型的公司。按照这个大的脉络去寻找投资机会，陈俏宇表示，中短期应该重点关注的是内需行业、设备制造业、以及传统行业中低估值具有业务升级新亮点的行业公司。

## 稳定增长公司应高溢价

投资成长股，特别是稳定增长的成长股，是陈俏宇孜孜追求的目标。她认为，此类股票享受高溢价是理所应当。经济转型背景下，不乏此类长期稳定增长的公司，其中，陈俏宇看好的投资机会主要是未来受益经济转型的公司。例如，三四线城市的收入改善带来的中低端消费品的投资机会；房地产投资减缓后，经济要保持稳步增长仍需要相关投资拉动，装备制造业、基础设施建设、水利工程等还是有相当的空间，值得长期关注。

她认为，经济发展的最终目的是要让广大民众充分享受到经济增长。过去只有部分人在局部范围内分享到了经济增长，绝大多数并没有分享到。从这个角度讲，经济转型就是要打破原有的经济不均衡发展的模式，我认为，建造高铁、城轨等基础设施都不是投资浪费。高铁缩小了城市之间的距离，有利于产业转移，促进区



陈俏宇看好未来受益经济转型的上市公司的投资机会：三四线城市的收入改善带来的中低端消费品的发展机会；房地产投资减缓后，经济要保持稳步增长仍需要相关投资拉动，装备制造业、基础设施建设、水利工程等有相当的增长空间，值得长期关注。

域经济发展。有人认为现在投资高铁浪费，我的看法是尽管现在高铁上座率较低，但回想当年上海的地铁首条线路投入营运时的情景，对比现在，其实有些东西是共通的。经济和社会的发展往往超越现在所有的想象。上海地铁运行第一周就发现需要限流了。”

医药行业同样是陈俏宇认为可以长期投资的行业，她尤其看好的是生物制药。关于医药公司的高溢价，陈俏宇表示，“有的人会问，为什么要给医药公司溢价，过去几年医药公司的稳定增长也就是全行业20%到30%的增长，银行也可以带来这个回报率，甚至增长的速率更大。我认为医药行业的溢价，不是单纯来自它的增长性，而是来自它的稳定增长性，每年都保持如此高增长，保证较高稳定的资产回报率水平。药品价格的扰动，对我们长

期看好的标的的影响都不大。最重要的是，财政补贴力度肯定会越来越大。未来，因为政府补贴、人们保健意识的增强、老龄化趋势等，医药行业仍将持续增长好多年。”

除此以外，陈俏宇也表示，会关注传统行业中转型的公司。这是因为，这些公司本身有周期性的属性，每逢市场极度悲观时估值吸引力很大。如果公司本身积极转型增加新的业务，弱化原来行业的周期性，这样投资就可以分享到两块收益，一个是业绩的稳定性和增长，二是转型业务带来估值的提升，两方面都可以带来估值的上涨。即使在传统行业中，也有很好的投资机会。回过头看，过往投资中也有不少这样的成长股、价值股，在原来的传统业务发展到了极致出现成长瓶颈后，因为增加了新的业务增长空间，而获得了再次跨越式发展。”

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，现于世界各地管理资产 13,000 亿美元。