招商产业债拟任基金经理张国强：

今年信用债投资机会明确

证券时报记者 方丽

招商基金用优秀业绩在固定收益领域树立起一块金字招牌，而公司总经理助理、固定收益部负责人兼招商产业债拟任基金经理张国强则是打造出这块金字招牌的核心人物。公开资料显示，张国强是目前业内唯一近5年中所管理的债券基金年度排名均进入前30%的基金经理，在2008年大熊市期间，他所管理的1只债券基金实现了12.72%的净值增长，获得当年全市场收益率第一名。张国强表示，投资是个积小胜为大胜的过程，将在坚持控制风险前提下为持有人创造长期合理回报。

展望未来，张国强认为，今年信用债投资机会相对明确，而目前正是布局的良机。

信用债或成今年明星品种

“2011年下半年以来经济降温趋势确立，中国经济软着陆可期，为货币政策进一步宽松打开了空间，债市迎来投资良机。”张国强对后市充满信心，目前信用债投资机会非常明确，争取成立后快速建仓。张国强抽丝剥茧揭开了今年债市的总体走势。他认为，宏观经济在上半年可能会有所减速，但全年整体增长幅度仍将维持较高水平，将主要表现为较为平稳的软着陆过程。而通货膨胀下降速度将慢于市场预期，综合这两方面因素看，货币政策放松节奏可能会慢于市场预期，短期降息可能性不大，因此债券市场不会出现2008年那样急上急下的局面，将是一个相对较长期的可持有的“慢牛”的市场环境。

张国强进一步表示，目前债券市场没有大级别的利空因素，只是货币政策放松的快慢的时间问题。因此，站在这一时点上看，10年期国债收益率或在3.5%左右，上行和下行的空间都不大。因整体利率产品没有太大的系统性投资机会，具备波段操作价值，这让目前整个市场目光都投向了信用债身上。

“去年以来货币政策紧缩导致企业发债融资成本上升，信用产品收益率显著上行，特别是中低评级品种上行更为明显，这都给债券基金现阶段入市进行资产配置提供了难得的回报基础。”张国强强调，目前各等级券种的信用利差处于历史高位，而未来降息和积极的财政政策都将有利于信用利差的收窄，一旦存准率下调和信贷放松，流动性紧张有所改善，信用利差将会有较为明显的收窄，信用债价格有可能进一步上涨。

谈起喜欢的品种，张国强表示，1年内相对更看好中等级信用债，随着债券行情的深化，行情发展逐渐从利率产品和高等级信用债过渡到中低等级的信用债，中低等级信用债的高票息能够带来较好的持有期收益，但需要特别注意的是低等级信用债的违约风险问题。

总是快人一步

从过往经历显示，张国强的投资往往能快人一步、先知先觉，而他坦言，这是源自对价值投资的坚持。

大学毕业后，张国强曾在中信证券工作过一段时间。中信证券固定收益研究实力雄厚，张国强把这段时光称为自己走上投资之路的“储备过程”。在这期间，他初步养成了绝对收益的投资理念，“投资是个积小胜为大胜的过程”。

“做投资，其实是进行资产配置，寻找更具投资价值的机会。”张国强表示，这就要坚持价值投资，要考察两个方面，一是在同等情况下，如何降低组合的风险；第二，如何提高组合的收益，最好两者兼得。他对市场环境的观察非常仔细，对好的投资标的感觉灵敏，这是他能快人一步的主要原因。

张国强的多次投资案例都体现出他对债市的研究能力。去年三季度，央行推出补缴超额准备金，债市一时风声鹤唳，招商基金逆市场而动，全面提升旗下固定收益类基金的债券仓位和组合久期，为四季度基金业绩的良好表现奠定了坚实基础。

张国强介绍，招商基金固定收益部不搞基金经理负责制，而是团队负责制。目前固定收益团队有9人，在张国强带领下，固定收益领域获得较好成绩。据晨星数据统计，截至3月2日，招商安本增利、招商安瑞进取今年以来总回报率在146只激进债券基金中排名第八和第九位；招商安心收益债券最近三个月的业绩排名在146只同类基金中位居第三名；招商安泰债券A、招商安泰债券B基金最近一年的业绩排名在45只同类基金中位居第一、第二名；招商安达保本基金今年以来总回报率3.90%，在晨星分类可比的19只保本基金中位居第一名。

做专业的产业债基金

“我们旗下的每只产品都有自己的特色和灵魂，核心是坚持控制风险前提下为持有人创造长期合理回报。”张国强对这只产品充满信心。

招商产业债基所投资的产业债，是指公司债、企业债、商业银行金融债、短期融资券、可转换及可分离转债、中期票据、资产支持证券等除国债、中央银行票据之外的、非国家信用的固定收益类金融工具，但不包括城投债。数据显示，产业债市场近年发展迅猛，目前存量公司债近3000亿，中期票据2万亿，短融9000亿，企业债近1400亿，可转债逾1000亿，市场容量巨大。

相比市场上的同类型基金，招商产业债更具特色，该基金专注于产业债投资，在产品赎回费率的安排上，规定对于持有期不超过半年的投资者，收取1.5%的赎回费，当持有时间超过18个月以后，赎回费率为0。“赎回费的特殊设计，是为了鼓励投资人长期持有，降低组合的流动性风险。”而且，赎回费全部计入基金资产，对仍然持有的投资者进行补贴，保护长期持有人的利益。”他表示，这样的设计让基金可以进行“类封闭式”管理，就能拥有封闭式管理的效率，提高产品收益，投资者也拥有一定的流动性。

张国强强调，产业债虽然具备很好的投资价值，但仍有风险。招商基金固定收益部拥有专业的信用分析团队，针对不同行业，建立了国内先进的分行业信用评级体系，能够有效控制产业债投资风险。更重要的是，招商基金投资理念就是不要急功近利，不追求短期排名，投资上更有效率。

热点问答

债市将迎来大发展

证券时报记者：中国的债券市场、货币市场相对发达国家还不是很成熟，您认为未来中国的固定收益市场将有怎样的发展趋势？

张国强：不论是市场规模还是投资工具及衍生品方面，中国的债券市场较发达国家还有很大差距，同时发展空间也很大。监管层近期大力推行公司债，筹备国债期货以及高收益债市场举措，债市将迎来大发展。

证券时报记者：您认为在固定收益产品创新上，还有哪些空间？

张国强：对于债券基金产品，我们的目标是做一个类似产品超市的全覆盖产品线，不同类型的投资者在招商基金固定收益的平台都能找到符合自己需求的产品。目前债券基金呈现多样化、专业化的特征。对于固定收益的产品创新，可以结合即将发行的国债期货，以及高收益债，进行创新。

证券时报记者：从投资者角度看，目前购买债基存在哪些机会和风险？哪类债基更值得关注？

张国强：从投资者角度看，购买债基可以获得较为稳定的回报，尤其是债券市场面临较好投资机会的时候，持有债券基金，能获得风险较低且稳定的回报。今年由于利率产品缺乏走出大行情的机会，转债市场也震荡不断，且有较大供给压力，而城投债依然面临黑天鹅事件的威胁。对于想获取风险可控下合理回报的投资者而言，产业债是一个很好的投资品种，到期收益率处于历史较高水平，信息公开透明，具备较高的持有期收益和风险收益比，因此，相对而言，专注于信用债投资尤其是产业债投资的基金，将是今年应该受关注的债基类别。

（方丽）

李小羽，华南理工大学工学硕士，加拿大特许投资经理（CIM），具有基金从业资格。2002年10月加入长信基金公司（筹），曾任交易管理部总监，现任固定收益部总监、长信利丰债券基金和长信中短债基金基金经理。

长信基金李小羽：

资本市场未来要看汇率脸色

证券时报记者 海秦

进入2012年以来，证券市场无论是权益类还是债券类都有明显改善。2012年债券市场是否进入牛市？2012年债券投资应该关注哪些因素？长信基金固定收益部总监李小羽认为，今年做投资尤其需要关注汇率的变动，甄别资质良好的信用债，这样才有机会获取丰厚超额收益。

中国经济今年稳步回落

李小羽认为，今年经济总体不会有太大风险，但经济增速下滑基本确定，中国经济增长的几个关键要素正在受到制约。首先，人口红利正在消失，未来增长潜力不大；第二，人民币汇率上升预期减弱，对外来资本的吸引力也降低；第三，国内可投资范围缩减，过去可投资的高速公路、高铁等项目，在城市化经历过一轮大发展之后速度减缓。

“最近几年没有看到新的技术进步，宏观经济应该会往下走，关键要看落到什么程度。比较悲观的认为会落到7%以下，乐观的在9%左右。”但李小羽认为，改革进程的加速，有望进一步释放增长动力，经济软着陆是大概率事件。

种种因素显示，中国经济受到外部冲击影响的最差阶段已经过去，仍然呈现稳健增长态势。李小羽分析指出，从1月份的各项经济数据来看，整体还是不错的，不过仍存在制约因素。“就业仍然一工难求，就业指标是相对滞后的指标，说明这个时候制约因素仍在。今年中央经济会议的政策方向也是稳中求进，经济实现稳步回落，达到软着陆。”

谈及通胀，李小羽表示，未来国内将长期处于温和通胀，通胀水平不会太低。“本轮通胀的主要因素是收入增长引起的成本增加，原先的收入分配逐步发生改变，市场化的劳动力价格都在上涨，同时，收入增长将推动需求的上升，会推高价格水平。”

李小羽表示，需求拉动的通胀、劳动力成本推动的通胀，要恢复到以前3%左右的水平很难。“实际上3%的通胀水平并不是特别低，不过整个通胀水平已经从6%的高位下移至4%以上，虽然通胀依然较高，但市场对于通胀的容忍度也在提升，4%的通胀水平已逐步被市场接受。未来通胀依然会在一个相对温和的位置。”

通胀最根本的原因，李小羽认为，除了收入分配引起的需求和成本提升外，根源还是与货币的过度投放有关。“另一个引起通胀的因素，就是前几年过多投放的货币需要一个过程来消化，这对物价等有中长期的影响。”

未来投资要看汇率

李小羽认为，从货币政策来讲，2009年主要是保增长，2010年、2011年控通胀，2012年的主基调是稳定，强调通胀和经济增长之间的相对平衡。“今年货币政策方面要特别关注汇率，今后若干年可能是资本走出去的年代。去年人民币汇率升值空间不是特别大，对整个资本市场的影响非常大。未来要高度关注人民币汇率预期发生的变化，因为预期发生变化可能会造成不同的情况，例如资本外流，过去30年都是境外资本流入状态，今年开始可能呈现资本外流。”

他说：“美国经济逐步好转，对资本的吸引力非常大。欧洲经济处于可控状态，资本流出不会像过去那样猛烈，可以说未来全球各个市场的资金都要看汇率脸色，汇率将成为资本市场一个龙头性指标。对利率来讲，今年预期维持现状。”

可转债攻守兼备 信用债挖掘超额收益

谈及债券市场，李小羽认为，随着制度的变化，尤其是监管层今年大力发展债券市场、鼓励养老金等长期资金入场，未来带来的新增资金值得期待。“养老金入场大部分配置应该投在债券市场，这个资金量不容小觑。”

对于债券的投资机遇，李小羽认为，当前市场上下胶着，并无明显趋势，可转债产品攻守兼备的特点较为突出。从防守角度来看，可转债的到期收益率处于历史高位，这意味着转债的债性收益较高；从进攻角度来说，可转债收益与股价关系紧密，一旦股市反弹，转债品种也将跟随启动。

> “美国经济逐步好转，对资本的吸引力非常大。欧洲经济处于可控状态，资本流出不会像过去那样猛烈，可以说未来全球各个市场的资金都要看汇率脸色，汇率将成为资本市场一个龙头性指标。”

信用债品种存在较大的机遇，当然也伴随着风险。李小羽认为，随着债券市场不断放开，各种资质的企业都能够通过发债模式融资，即使资质差的企业也能够在市场上得到它该对应的价格。“只要价格合适，都能发出去，这其中就不乏一些被市场误认为资质差、但实际有融资需求的企业，可能给出较高的收益率水平，如果能发掘其中真正资质好于市场预期的企业，就能从中获取超额收益。”

不过，形形色色的企业资质对投资机构的研究水平提出了更高的要求。李小羽也表示，要不断提高研究水平，加强内部风险控制。“修炼内功，做好研究，迎接今年债券市场的机会。另外，也需要保持一定的投资分散度，不要把鸡蛋放在一个篮子里。”

据了解，长信基金目前正在发行的长信可转债基金，也是由李小羽掌舵。这是他在继长信利丰、长信中短债基金之后管理的第三只债券基金。事实上，可转债市场在过去几年发生了很大变化，工行、石化等较大的发行主体上市之后，转债市场的容量、流动性都有所提高。同时，在融资成本变高时转债是个很好的融资工具。

李小羽表示，“去年以来，股票权益市场快速、深度下跌，可转债也经历了较深幅度的下跌，目前可转债的估值水平处在历史较低区域，债券的价值加上股票期权的价值，形成了一个比较好的投资时机”。具体可转债的投资，李小羽认为，重点关注新上市的转债。

景顺长城基金余广：

现在是价值投资好时机

证券时报记者 杜志鑫

余广，广东商学院经济学学士、英国威尔士大学班戈商学院银行和金融工商管理硕士，中国注册会计师。

2005年1月加入景顺长城基金。具有7年证券、基金从业经验。目前担任景顺长城能源基建和景顺长城核心竞争力基金经理。

最有效的投资方法，往往大道至简，比如价值投资。

在不经意间，今年A股沪深300指数已上涨13%，有一些投资者会比较纠结于此时该买入还是卖出？在景顺长城核心竞争力、景顺长城能源基建基金经理余广看来，目前不少优质公司的估值仍然具有很大的吸引力，现阶段是价值投资的好时机。

余广认为，投资应该着眼于长远，历史经验表明，无论是海外股市还是我们的A股，基于长远价值投资都可以取得不菲的投资回报。表面上看，似乎A股指数历经十年归零，但实际上，具体到个股，有不少优秀的公司多年来持续成长，其长期股价上涨幅度非常可观。因此，在市场底部阶段，我们的主要功课是如何选好股票并买入持有，而不应花过多时间和精力去猜市场的短期走势，做小波段，占小便宜。

A股处于底部

余广表示，从长期来看，目前A股市场处于底部。一方面，在全球经济增长版图中，欧美、日本等发达经济体经济增长低迷，作为新兴市场的中国经济增长水平仍然明显高于发达国家。国内经济好于外围，股市表现却很低迷；尽管发达国家处于欧债危机的阴影中，但这两年外围股指表现良好，美国道琼斯指数更是回到了2008年金融危机发生前的水平。A股指数表现却远远落后，从基本面的对比看，不尽合理。

从市盈率角度看，目前A股估值也处于底部区域，沪深300等蓝筹股的静态市盈率不足13倍，动态市盈率为11.2倍，很多蓝筹股估值甚至低于2008年金融危机最严重时候的水平，同时，值得注意的是，近期市场的政策氛围发生了积极变化。目前监管层强调蓝筹股的投资价值，并呼吁投资者进行价值投资，并着手完善资本市场的基础建设，如完善新股定价机制、加强分红、规范重组、推出退市制度等等，这些措施均有利于资本市场的健康发展。

基于A股具有吸引力的估值以及政策氛围的积极变化，余广的投资策略也较为积极，他强调选股而非选时，保持较高的股票仓位。余广管理的基金今年业绩非常优异。万得统计数据显示，截至3月2日，今年景顺长城核心竞争力基金净值上涨17.37%，景顺长城能源基建基金净值上涨13.91%，在同类型基金中，均表现突出。

挑选好公司获取超额收益

基于股市处于底部阶段的判断，余广认为目前无论是蓝筹股还是成长股，都具有较好的投资机会。从行业来说，估值较为便宜、增长较为稳定的价值股如金融、地产、家电、商业零售、汽车等以及估值合理、增长较快的成长股如TMT、装饰园林等类型股票，都具有良好的投资机会。

投资风格上，余广是典型的基本面选股型基金经理。这与他管理的景顺长城核心竞争力基金的投资理念相符，余广表示，他的投资理念是通过选择具有估值优势并且具备核心竞争力的上市公司，然后长期持有获得超额收益。

余广说，选股要选“价廉物美”的个股，不仅要优质，还要优价。尤其是在熊市中，所买的股票估值越低，越有安全边际，在反弹市中往往上涨力度就越大。现在就是最好的买入持有阶段。

余广尤其强调他选股关注的核心竞争力。具有核心竞争力的公司，不仅在行业景气阶段了获得比同业其他公司更高的盈利、更快的增长，即使在行业处于困难阶段，这类公司也具有更好的抗风险能力，而且在行业不好的阶段，它可以趁机兼并收购竞争力差的同行，借此扩大市场份额。因此，危机对于竞争力强的公司，反而是梦寐以求的发展机会。

他举例表示，在10年前，中国大大小小的家电厂商很多，之间竞争激烈，这时家电厂商比较依赖渠道，所以说渠道为王。但是随着行业集中度提高，以及大厂商品牌美誉度的提升，特别是电子商务的出现，家电龙头公司的议价能力出现了很大的提升。这个时候是产品品质、品牌为王了。美国的苹果公司也是一个很典型的例子。至于波段操作，余广坦言很难做，他认为现在在股市处于底部阶段的时候，唯一要做的事情就是持有，虽然目前股市有所反弹，但是总体处于底部，一旦有小幅获利就抛出，投资者很难赚钱。

余广举例表示，A股经过2008年的大跌后，在2009年有强劲反弹，如果投资者在2009年一季度有小幅获利就抛售，投资者就没机会赚取后面80%、90%的收益。同样是在2010年，即使当年指数下跌12%，但是不少基金也获取不错的超额收益。历史经验表明，从长期的角度看，通过选股获取超额收益是可行的，也是胜算最大的投资方式。