



孔学峰, 中央财经大学金融学硕士, 8年证券投资管理经验。历任金元证券股份有限公司研究员、固定收益部副总经理; 2011年8月加入信达澳银基金, 现任投资研究部下属的固定收益部总经理。

信达澳银稳定增利分级债基拟任经理孔学峰: 三大因素支持债市 主要机会来自信用债

证券时报记者 朱景锋

我对今年市场相对乐观一点, 整体来看机会大于风险, 应该保持相对乐观的心态去面对债券市场, 机会主要来自信用债, 信用债如果仔细甄别, 机会非常多”。信达澳银稳定增利分级债券基金拟任基金经理孔学峰表示, 无论是宏观经济、通胀形势还是资金面, 都对今年债市走好起到支撑作用。

三因素支持债市走好

现在市场对经济的判断比较一致, 认为一季度环比见底, 二季度同比见底, 到二季度数据陆续出来可能又会出现一些分歧。我对经济不是特别乐观, 从一些微观数据反映出来, 经济比较糟糕。”孔学峰说。

3月份无论是工业增加值, 还是进出口贸易, 表面看起来好像缓和了一些, 但这些数据多不可持续。货币政策虽然起到一定的刺激作用, 但没有从根本上解决增长的问题。对欧元区的出口还是负增长, 对美国的出口增长是12%, 低于去年同期甚至更早的时期, 外需仍不容乐观”。

另外, 孔学峰分析说, 近期公布的用电量、发电量、工业企业利润、粗钢消费、汽车销售数据等都表明微观企业的经营状况不是很好。经济还不能说出现触底后就能反弹。虽然会在二季度见底, 但是不一定起得来”。

3月份消费者物价指数(CPI)达到3.6%, 超过市场预期, 很多人担心通胀会反弹。但孔学峰认为导致3月份物价反弹的主要因素在于原油和蔬菜价格的上涨, 并不具有持续性。从农业部门公布的数据来看, 3月下旬蔬菜价格已经快速下滑, 蔬菜价格未来只要天气不出现明显的变化肯定会下降”。因此, 孔学峰判断通胀继续向下的整体走势可能性极大, 不过中间会有反复。经济走势不乐观, 会带动总需求走弱, 通胀未来不用担心。

孔学峰说, 经济和通胀的回落给政策的预调和微调创造了条件。未来下降准备金率可能是比较常态的操作, 他估计今年会有3到4次下调准备金率。调准会把整个社会的资金成本降下来。

孔学峰: 谨慎稳健 敬畏市场

孔学峰的从业经历非常简单, 仅供职过两家公司。从2004年7月份毕业后就到金元证券, 一开始即从事固定收益方面的工作, 先做基础研究然后从事投资, 潜心七年。2011年8月孔学峰加入信达澳银基金, 担任投资研究部下设固定收益部总经理一职。

我从从事固定收益业务的投资研究应该说时间比较长, 八年抗战。一路走来比较扎实, 基本上没有其他的想法, 就是在这里面比较潜心地做研究做投资。这几年来收获比较多, 积累了一些投资经验和市场阅历, 自己感觉比较厚实。”孔学峰说。

经过多年债券研究和投资经历, 孔学峰已经形成自己稳定的债券投资原则和理念。这个原则是比较重要的, 应该说是有所为有所不为。”从2004年从业以来孔学峰经历了多轮债市的牛熊市, 经历了很多不同的环境, 起起伏伏, 他觉得做债券投资一个很重要的原则就是谨慎稳健。他认为, 债券是一个

前几个月也可以看到票据贴现利率下降得比较快, 从10%降到目前的4.5%左右。再加上信贷投放, 3月有一个反弹。温和的信贷投放有利于微观企业流动性的改善, 对信用债有一个比较正面的影响, 因为它会促使整个信用类市场信用风险降低, 会刺激收益率进一步下降。因此, 孔学峰认为经济走软、通胀回落及资金面的日趋宽松, 都有利于债市。

看好中低评级信用债

谈到今年以来债市的走势, 孔学峰说, 一季度是分化的格局, 利率产品1月中旬以后是下跌趋势, 但中低评级信用债在不断上涨。他认为二季度这种分化走势可能会延续, 中低信用评级的债券将继续表现出色, 利率品种可能要看政策放松的节奏和情况来看。孔学峰认为, 存款准备金率在二季度下调概率比较大, 主要是因为经济回落趋势是持续的。经济在二季度创新低概率较大, 政策可能会做一些预调微调, 二季度资金面在4月下旬以后不会那么紧张, 同时二季度的通胀可能会创新低, 对债市形成偏利好。二季度信用债的机会比较确定, 利率债可能出现交易机会。

说到投资策略, 孔学峰表示, 由于信达澳银稳定增利分级基金首先要支持A类份额的收益, 所以将会把大部分头寸也就是绝大多数资产配置在信用债上。 “二季度我们的策略是偏积极的, 会主要关注信用类产品。特别是要从中低评级信用债中挖掘机会, 现在信用债的信用利差很大, 仍处于历史比较高的位置, 绝对收益率也很高, 最近山东海龙短融券的兑付也有利于信用债信用风险的释放。”

由于货币政策宽松是一个大概率事件, 孔学峰认为利率品种也存在交易性机会。信用类债券是我们的基础配置, 利率产品波段性操作, 还有可转债。转债跟货币政策的关联度比较大, 一般来讲政策放松股市会有一些反应, 参与转债也是比较好的。”

说到新基金成立后的建仓策略, 孔学峰说, 应该会采取快速建仓策略, 久期选择在3年左右, 以便和信达澳银稳定增利分级债B类份额的3年封闭期限相匹配。建仓品种主要是公司债、企业债还有中期票据, 此外城投债也值得做。

比较长期的投资过程, 投资者买产品应该是基于产品的属性, 它是债券属性, 本该波动非常小, 亏钱的概率也非常小, 所以谨慎和稳健的原则是必需的。孔学峰说, 他的投资理念比较简单和朴素, 即通过自上而下的宏观研究和自下而上的个券研究, 基于追求基金资产长期回报, 有效控制风险, 实现基金资产的保值增值”, 这个理念比较朴素。

最后, 孔学峰特别强调他多年的投资心得, 即始终对市场抱有敬畏之心, 避免出现趋势性错误。同时他分析, 这几年每个阶段每个时期左右市场的因素, 或者说主要矛盾都不一样, 所以很容易犯经验性错误。

原则就是谨慎稳健。研究要非常扎实, 始终要遵循一个原则, 就是大胆假设小心求证。因为市场总是在变化, 影响因素也不一样。尽量不要把这种经验性的错误和趋势性的错误, 这样投资起来也会比较得心应手一些, 投资回报也不会辜负持有人的托付。” (朱景锋)

申万菱信中小板分级基金拟任基金经理张少华:

引入期限 强化分级基金两端特征

证券时报记者 程俊琳

张少华快人快语, 说起分级基金头头是道, 逻辑清楚, 对市面上的同类产品如数家珍。自2004年2月加盟申万菱信, 张少华一待就是8年。在基金行业高流动性的今天, 这是一种坚持。作为申万菱信基金投资管理部的副总监, 张少华在指数基金管理运作上积累了丰富的经验, 从过去申万菱信沪深300价值到深成指分级基金, 再到如今要管理的中小板指数分级基金, 申万菱信的指数基金布局沿着大盘、中盘、小盘之路在逐步完善。

引入期限 改进分级基金折溢价

作为基金行业的创新产品, 分级基金无疑是近年来的大热门。一个不容忽视的事实是, A类份额一直处于高折价的尴尬中。银河证券统计显示, 截至3月30日, 15只已上市交易的分级指数基金A类份额全部折价交易, 平均折价率12.59%, 最高甚至达到24.61%。

张少华认为, A类份额的折价打破了这类产品的本质。对投资人来说, 投资A类产品的初衷是, 每年获得稳定的约定收益。如今他们却不得不面对一个事实, 即每年有稳定利息收入, 折价率却居高不下。如何破解“高折价”难题, 成为设计分级基金幕后人员首要考虑的因素。

在传统分级基金产品中, 内含“配对转换机制”, 可以使A、B份额与母基金之间相互转换, 增加双向套利机会。由于此类机制存在, 有效避免了两类份额的市价与母基金净值产生较大幅度偏离, 但却会产生风险收益分离的局面。B类份额由于其高杠杆特性, 市价波动较大。一般情况下, B类份额处于高杠杆状态时, 由于供求关系而有更高的溢价率, A类份额由于配对转换机制的存在具有更高的折价率。

事实上, A类份额出现折价的原因主要是由于没有完善的退出机制。基金公司通过产品创新引入了期限概念, 正是时间期限的引入, 巧妙地解决了一直以来分级基金的折溢价问题。

申万菱信中小板指数分级基金五年分级运作期的设计, 可降低中小

板A的折价风险, 并强化中小板A本金和收益的兑付功能, 使约定收益实至名归。”张少华表示, 根据该基金契约规定, 第五个运作周年结束后, 将按照约定转换为申万菱信中小板指数基金(LOF)。

对于子基金而言, 由于到期后都折算为母基金, 因此折溢价率会随着到期日的临近而回归, 与无到期日的同类分级基金相比, 由于相对兑现本金较为便利, 子基金的折溢价率可能会略小。正因为如此, 中小板A上市交易时, 有望打破“高折价”难题。

完善指数基金战略布局

事实上, 申万菱信基金自2010年发展指数基金以来, 就有自己的发展脉络来完善旗下产品。张少华说, 申万菱信的指数布局逻辑是, 从最初沪深300价值指数基金开始, 每一只产品都力求新特色, 并包含了对过去产品的总结与反思。

申万菱信最先推出的沪深300价值是普通指数型产品, 定位为大盘指数范畴, 通过这只产品的管理运作, 总结指数基金运作经验, 才会有深成指分级基金的推出。相比上证50等大市值股票, 深成指针对的是中盘指数。申万菱信深成指基金首次尝试了分级, 是被动型指数分级模式, 并且是第一款保护B类投资者的产品。”他认为, 相比主动基金分级而言, 被动型产品分级更透明, 更适合投资者作为工具操作。

此次推出申万菱信中小板指数分级基金, 则是在过去分级基金基础上再次进行突破。以张少华率队的量化团队集全公司主力, 研究A类产品折价的解决之道。最后结果是, 引入到期概念, 使产品在运作期限内具有自然平衡机制, 杠杆比例不会太过偏离, 同时又能够解决基金的折溢价问题, 投资者面对的是平价的2倍杠杆。

张少华介绍说, 分级指数基金作为一种投资工具, A、B份额分别针对不同的投资人提供不同投资方式。对中小板指数走势有明确看法的投资者, 可以通过交易中小板B份额, 博取高杠杆份额在市场反弹时的超额收益。由于中小板指数弹性大, 在市场上涨时容易跑赢大盘。对于选择震荡市反弹抄底的投资者而言, 中小板B份额凭借其杠杆效应, 将会成为良

好的波段投资工具。

对于希望获取固定收益的投资者, 中小板A份额作为固定收益类份额, 相当于持有中小板B份额持有者发行的5年期债券, 约定收益为1年期定期存款利率(税后)+3.5%, 按当前1年期定期存款利率计算, 7%年收益率不仅远高于一年期定存, 也高于目前五年期银行定期存款利率5.5%的水平, 也是目前指数型分级基金提供的最高固定收益。相对于银行定期存款不能随时支取的缺点, 持有中小板A份额的投资者既可以持有到5年分级运作期到期获得高于银行定期存款的无风险收益率, 还可以选择折价幅度较低时择机卖出中小板A份额, 提前锁定收益。

关注中国经济增长爆发力

“十二五”规划强调了高科技自主创新能力, 民营企业的快速发展将为中小板市场提供大量优质股票, 作为全流通的中小板企业, 在国家政策和各类资金的支持下, 还将吸收各类资金的进入, 迎来供需两旺的局面。

张少华认为, 从盈利能力和成长性看, 中小板整个板块自诞生就被烙上“高成长”的印记, 相比于主板市场, 板块内公司普遍具有成本控制能力强、盈利能力强、科技含量高特点, 被视为中国的“纳



斯达克”。

中小板指数是从中小板块中精选综合排名前100只的股票, 这些股票70%来自制造业, 以民营企业、高新企业为主。”张少华强调。

因此, 相比较而言, 中小板指数具备长期投资价值。张少华认为, 无论从历史业绩表现、市场活跃度、当前估值水平、中小企业板股票的成长性、未来的发展潜力以及资产配置的意义, 中小板指都是一个值得称道的选择。

对于未来的实体经济发展, 张少华认为, 去年年底以来, 在国家稳定经济政策出手后, 经济呈现复苏态势, 尽管近期市场下滑趋势复杂, 但鉴于3月初公布的先行性指标高于预期, 剪刀差自3月下旬缩小后再度扩大等一系列因素, 相信中国经济将“软着陆”, 随着4月份开工旺季的到来, 投资高峰再度来临, 二季度可能更为乐观。

金鹰基金核心资源股票基金拟任基金经理冯文光:

精选资源受益股 看好利多因素积累效应

证券时报记者 杨磊

近期股市震荡加剧, 新基金发行提速, 正在发行的金鹰核心资源股票基金拟任基金经理冯文光接受证券时报记者采访时表示, 股市震荡中长期利好因素在不断积累, 目前市场震荡筑底的可能性较大, 乐观看待市场未来表现, 并看好资源受益类行业, 在其中精选个股重点投资。

投资要打提前量

进入金鹰基金之前, 冯文光金融学硕士毕业后先在诺安基金公司任行业研究员, 2009年10月进入金鹰基金公司后担任首席策略分析师、金鹰行业优势股票基金经理助理和基金经理。

市场的长线利好因素在积聚, 因此我们对下半年市场仍然乐观。”冯文光表示, 尽管4月股市受业绩因素影响, 将以震荡为主, 但未来利好因素过剩利空因素。冯文光表示, 4月是年报收尾阶段, 2012年一季度报告也将披露完, 部分业绩“地雷”将引爆, 并给一些上市公司股价带来下跌的压力。

从最新公布的一季度特别是3月信贷数据看, 冯文光认为, 3月信贷过万亿是一个政策长期改善的信号, 有利市场形成底部。同时市场降准预期可以支持市场在4月保持活跃度, 但如果降准在5月假期前不能实现, 将打击市场对政策对冲的预期。

冯文光进一步表示, 目前欧美和国内经济的形势主要体现在经济复苏

仍低于预期, 国内政府主导的固定资产投资延续了2011年以来的下滑势头, 受去年销售回落影响, 房地产投资增速预计从去年的26%-27%回落至15%-18%左右。消费增速相对平稳, 但出口顺差持续下滑, 贸易顺差占国内生产总值(GDP)比重持续下行的趋势仍会延续。

经济复苏低于预期可能影响一些上市公司即期的盈利预期, 政府容忍度也在放宽, 超过容忍度的情况出现时将带来政策转向, 股市不断积累着长期利多因素。国内经济最迟在下半年见底, 同时下半年政策将趋向明朗。”冯文光认为。

从经济政策看, 冯文光分析, 央行的货币政策报告中明确今年M2目标增速为14%, M2需要增加10万亿以上规模, 在外汇占款趋势性下行的情况下, 新增信贷应该多于去年的7.5万亿元。财政政策方面, 税改今年可能带来政策红利, 主要可能涉及的税改包括营业税改增值税试点范围扩大, 资源税改革将全面全速推进等。

投资上要打提前量, 等到经济形势和政策已经转向时, 股市可能已经有了比较好的表现。”冯文光表示。冯文光表示, 从A股盘面表现看, 市场的做多情绪经历着集中且快速的释放。尽管日前公布的GDP大幅低于市场预期并没有阻挡市场做多的热情, 该跌不跌说明市场强度比较大。同时市场对政策对冲的预期再度加强, 也支撑市场难以创出新低。

五大核心资源行业 历史表现优异

谈起资源, 大多数基金和股市投资者都会将资源与采掘和有色金属行业划上等号, 但实际上有的资源定义更加广泛。冯文光表示, 核心资源基金将投资目标锁定于A股市场具有核心资源优势的上市公司, 而并不仅仅是自然资源的优势, 核心资源指的是决定企业核心竞争力的自然资源、品牌资源、渠道资源、特许经营资源及工艺技术资源等。

从重点投资的行业来看, 除了采掘和有色金属行业两个明显具有资源属性的行业外, 冯文光表示, 核心资源基金还将重点投资在食品饮料、医药生物和房地产行业上。

核心资源成就企业价值, 提升企业核心竞争能力。”冯文光表示, 作为投入要素、生产条件或关键技术工艺的核心资源可以减少生产活动中的不确定性, 节约成本, 提升效率, 设置进入壁垒, 保证垄断利润, 并且以差异化定价提升利润空间。”

Wind统计显示, 从2002年4月1日到2011年3月底整整10年期间, 食品饮料行业指数涨幅达到326.16%, 超越同期上证指数285.08个百分点; 采掘和有色金属行业指数分别大涨208.86%和194.9%, 比同期上证指数多上涨167.78和153.82个百分点; 医药生物和房地产行业指数分别上涨147.47%和81.91%, 比同期上证指数多上涨106.39和40.83



“核心资源成就企业价值, 提升企业核心竞争能力。”

个百分点。

据悉, 冯文光管理的金鹰行业优势基金今年以来业绩表现良好, 银河证券统计显示, 截至4月13日, 金鹰行业优势今年以来净值增长7.27%, 在同类基金中排名前1/4。冯文光表示, 未来投资中将重点从五大核心资源行业中精选个股进行投资, 把握好经济发展的周期, 把握住股市运行的节奏并且打好提前量进行投资。