

嘉实优化红利股票基金拟任基金经理郭志喜:

# 红利股票长期价值凸显



郭志喜，金融经济学硕士，CFA，8年证券从业经验。历任加拿大资管公司基金经理，加拿大资管教师退休基金金融分析师。

2010年1月加入嘉实基金管理有限公司，曾任机构投资部投资经理，现任嘉实优化红利股票基金拟任基金经理。

证券时报记者 孙晓霞

每年的6、7月份，市场都会迎来上市公司利润分配方案的密集发布，那些分红力度较大且持续性较好的公司将受到投资者的关注。而今年的分红背景又和往年不同。2011年11月9日，证监会发布公告要求上市公司采

取措施完善分红政策及相关决策机制，进一步加强对上市公司利润分配决策过程和执行情况的监管。2012年5月10日，证监会正式发布了《关于进一步落实上市公司现金分红有关事项的通知》，将上市公司的再融资与分红挂钩。监管层新政频出，红利股票的长期投资价值如何？证券时报记者就此问题采访了嘉实优化红利股票基金拟任基金经理郭志喜。

证券时报记者：高红利股票在国际及A股上的长期表现如何？

郭志喜：国外成熟市场的历史数据显示，高红利股票组合长期表现出色。在美国，从1927年到2010年，高分红收益型股票几乎完全捕捉了股市的上涨阶段（100%），而在下跌阶段则具有持续的抗跌性（跌幅仅为市场平均水平的74%）。在股市波动剧烈的2000年后十年，高分红收益型股票的波动远低于不分红收益型股票。

而这种情况不仅是在美国，从欧洲的情况来看，红利策略股票几乎都长期跑赢市场。欧洲过去30年红利型股票的回报率为14.4%，而全市场回报率为8.9%，超额收益5.5%。

Wind数据显示，反映A股市场高红利股票的整体状况和走势的中证红利指数，其2006-2011年累计涨幅高达165.45%，大幅跑赢上证综指同期89.43%的涨幅。

我们的研究表明，2005年到现在的7年时间，A股高分红的股票同样跑赢了市场。毋庸置疑，应该将红利型股票作为股票资产配置的核心部分。

证券时报记者：自监管部门去年

年底出台分红新政后，两市的分红情况是否有所改善？

郭志喜：从历史经验来看，证监会的政策推动往往会使得上市公司分红比率有所提升。证监会的统计数据显示，沪深两市2403家上市公司披露的2011年年报，其中共有1613家提出了现金分红方案，占全部上市公司数量的67.12%，高于2009年、2010年的55%和61%。

证券时报记者：除了分红家数增多外，分红率是否也有所改善？

郭志喜：2011年提出现金分红方案的公司共计1613家，根据方案，预计现金分红金额为6067.64亿元，比上年增长21.21%，占全部上市公司2011年实现净利润的31.35%，现金分红增幅高出净利润增幅8.07个百分点。

证券时报记者：就实际情况而言，我国上市公司的分红情况和国际市场相比还有那些差距？

郭志喜：国外的上市公司基本都有比较稳定的分红政策，比如有的上市公司规定将每年30%左右的盈利以红利的形式派发给股东，很多公司每季度都有分红，作为投资者可以有一个稳定的收入。优质的上市公司基本都有很稳定的分红历史，并且分红次数和金额随着公司的成长还会增加。我们A股上市公司分红的时间跨度往往是在年报，个别公司在半年报会有红利的发放。

除此之外，在分红方式上也有区别。国外以现金红利的方式为主，也有个别公司以股票红利的形式来发放，但是高比例的红利股在国外很少见，公司都是以分拆的方式进行大规模的股本

扩张。而A股有很多上市公司，比如说10送10，10送5，股票分红比例相对比较大。

证券时报记者：您如何看待国内外投资回报方式的差异？

郭志喜：从国外的经验来看，比如标普500指数在整个二十世纪里，其整体回报的46%是来自现金红利，另外还有百分之四十多来自盈利的增长，只有很少一部分是来自估值的提升。盈利是随着GDP的增长而增长的，长期来看要把标普500的每股收益和美国的GDP对照，他们两个的相关性是很高的，也就是说股票其实是抗通胀的一个最好的资产，它不但能抗通胀，还能战胜通胀，而红利收入是投资回报的重要组成部分。

中国历史上，那些盈利持续增长的牛股，很多都具备持续现金分红的特征，我相信，这样的企业会越来越多。

证券时报记者：相对于其他公司，在投资标的上，高分红的上市公司具有什么样的特点？

郭志喜：经过我们的观察，高分红的上市公司与高成长企业的高风险、高收益特征不同，一般是从高成长期走向成熟期的企业，现金流比较稳定，资产负债表比较稳健，公司风险较小。随着企业经营风险的降低，这类企业在稳定增长期往往有能力给股东派发红利。国际上具有代表性的企业包括可口可乐、IBM等，国内主要是一些消费类的公司，比如医药、食品饮料、百货类的上市公司，此外，基本建设、电力、港口、机场、高速公路、银行等行业分红相对来说也比较多。

还有一点特别需要指出的是，在一

个国家经济增长速度下降的过程中，上市公司的利润增速放缓以及估值提升有限时，追求红利回报就成为了投资者的现实选择。

证券时报记者：是不是分红最高的上市公司股价表现就最好？

郭志喜：红利最高的股票表现并不是最好的，投资者应避免“估值”陷阱。通过观察我们发现，盈利质量、盈利的稳定性及盈利增长是保证持续、稳定高红利的标志。公司的基本面研究非常重要，而其中的红利增长、分红比率是筛选红利股票的重要指标。

在我们的研究模型中，把全市场的分红公司分成10组，每组大概有80只股票。研究表明，分红率比较高但不是最高的那一组长期市场表现最好。这些公司市值不是很大，但基本面稳定，现金流很好，比如一些消费品领域的公司。

证券时报记者：市场中每年都分红或连续五年分红的公司中，大型蓝筹股往往是中坚力量。而您曾提出，在高现金红利的股票中要精选具备成长潜力的公司股票。大型蓝筹与高成长性公司看似有些矛盾，对这个问题您怎样看？

郭志喜：两者并不冲突。我们要挑选的高现金红利的股票是要兼顾分红率以及成长性的。高红利的股票也有不同。我们喜欢两类企业，一类是成熟行业的企业，他们分红收益率高，盈利稳定且有持续性，未来也有潜力派发更多红利；另一类企业处于高速成长期，分红收益率相对较高，企业的成长性很好，具有红利的成长能力。

证券时报记者：目前中国经济增速

下滑的幅度似乎超过了预期，这会不会给上市公司盈利造成压力从而影响到分红，例如目前的银行业？

郭志喜：影响是有的。经济的下滑会给包括银行在内的上市公司的盈利带来比较大的压力，但是是从长期的角度来看，我们认为中国的经济高速增长还可以持续很长的时间，其中存在一些结构性机会。那些管理水平较高，资产质量较好，行业竞争格局较好的公司会在竞争中脱颖而出。未来企业盈利分化会加大，优选公司和行业尤为重要。

证券时报记者：您如何看待中国今年的经济形势？

郭志喜：不久前，央行三年来首次宣布降息，我认为，利率的下行增强了股票资产的吸引力。经过多项政策的积累和各项改革的配套，未来流动性指标和经济增长见底的概率较大，国内经济有望在下半年稳步攀升，股票市场走势相对乐观。我尤其看好7月份。因为，经过统计数据观察，最近两年的季度末，股市的表现都相对不好，但随后的月份市场都有较好的表现。

具体到估值而言，目前市场估值水平依然处于历史底部区域，相对债券而言，股票资产的估值吸引力也处在历史罕见的较高水平。而全市场资金利率下行和由经济见底预期加强支撑下的风险偏好上升，所带来的估值修复行情也有望在未来两个季度得以延续。我个人认为，在调结构的背景下，消费板块值得看好；此外，政府部门继续支持汽车、家电下乡政策和扩大建材下乡试点范围，与之相关的板块也会有不错表现。

南方润元纯债拟任基金经理夏晨曦:

# 下半年结构性债市看好信用债



“货币政策仍将呈现一种有序放松、预调微调”状态，主要带来流动性的改善而非经济的快速回升，并继续形成对债券市场相对有利的宏观环境，债券市场牛市基础仍然存在。”

证券时报记者 方丽

作为固定收益投资领域的先行者，南方基金有着突出的业绩——管理着业内最大的1100亿元的固定收益类产品规模；固定收益产品线完备；各类债券产品长期业绩优秀。

自去年开始，南方基金在固定收益开始走一条“纯债化”和“指数化”之路。南方润元纯债基金是南方基金推出的第三只纯债基金，南方基金也成为业内推出纯债产品最多的基金公司。该基金拟任基金经理夏晨曦有多年债券投资经验，他将立足于绝对收益的投资理念，为投资者带来稳定的回报。展望下半年市场，夏晨曦表示，宏观经济将呈现经济增速见底并温和回升的态势，债市后市将演绎出结构性特征，高收益信用债的超额收益将更加明显，利率债投资价值相对偏弱。

下半年经济温和回升

证券时报记者：您对下半年宏观

经济走势如何看？“稳增长”是否会“稳”出新转变？

夏晨曦：预计下半年宏观经济将呈现经济增速见底并温和回升的态势，具体走势很大程度上取决于宏观政策的取向。自去年四季度以来的三次降准以及一次降息，标志着货币政策已经确立了逐步放松的基调。近期降息背景也主要是由于宏观数据显著走弱，一定程度上已经接近政策容忍度的下限。从这个逻辑出发，有理由认为当前的经济增速已经处于本轮经济周期的底部区域。

进一步分析，下半年经济增长触底反弹的高度则取决于未来货币政策进一步放松的节奏和力度，两种可能的路径：一是类似2008年至2009年的全面刺激，以货币信贷为代表的经济数据将出现快速回升，可能对下半年的通胀构成显著的上行风险；另一种路径则是政策有序放松、预调微调，相应地，经济增长将呈现一种温和复苏的态势，同时通胀处于可控范围内。目前看，出现后一种情况的概率更大。这主要是因为，2009年政策出手力度之大，在于内外部冲击导致经济增长出现断崖式下行，并造成就业形势的迅速恶化，而目前的情况是，就业形势并未因为本轮经济增长下行而出现显著恶化，政策着眼点与就业密切相关，因此当前政策放松的节奏力度并不会过快过猛；第二，目前通胀尽管处于下行通道中，但其绝对水平并不低，且根据我们的测算，下半年CPI将略有回升，货币当局显然不会忽视这一问题。

证券时报记者：您认为后续还会降息或者降准么？资金面的紧张状况缓解能否给债市带来机会？

夏晨曦：当前货币政策的主要目标在于“稳增长”，“稳”字更多意味着要确保经济增长不出现进一步的显著下行，并不意味着要刺激经济快速回升。从这一思路出发，货币政策似乎处于一种相机而动的状态，即如果下一阶段以货币信贷为代表的经济数据反映出目前政策放松的程度已经足以稳定经济，那么政策的放松节奏将趋缓；而如果经济回落的态势尚不能有效扭转，那么仍会看到进一步的降准、降息。对此，预计年内仍存在降准、降息的空间。

就信贷的增长而言，必要条件在于相对宽松的流动性环境和相对较低的融资成本，即供给端和需求端的共同作用，而从目前加权贷款利率所表征的实体经济资金成本以及货币市场利率所表征的流动性环境来看，似乎尚不足以支持信贷增长回归“正常化”，同时还须考虑欧债危机等外部冲击的影响。因此，准备金政策和利率政策仍具备进一步下调的空间。而从流动性环境进一步缓解的角度来看，债券市场仍会得到有效的支撑。

证券时报记者：您如何看待下半年的通胀情况？

夏晨曦：目前来看，通胀仍处于回落的通道中，尽管下半年由于翘尾因素的影响通胀同比将出现一定回升，但回升幅度有限。未来的通胀走势很大程度上取决于政策的节奏，通胀并不具备显著的上行风险。初步测算，全年CPI增速将稳定在3%左右。

高收益信用债超额收益明显

证券时报记者：目前10年期国债收益率已经在3.5%历史均值以下，您是怎么看下半年债券市场的？

夏晨曦：债券牛市自去年四季度延续至今，经历了收益曲线显著的陡峭化下行，目前来看基本面因素已发生了一定变化，主要体现在经济增长、通货膨胀均已显著回落，并大概率上处于底部区域，货币政策已经比较明显地出现了拐点。而投资者对后市也确实出现了一定分歧，焦点或者说其核心逻辑仍在于对基本面如何演进的判断，而基本面如何演进则取决于对政策的判断。总体来看，未来一段时间货币政策仍将呈现一种“有序放松、预调微调”的状态，将主要带来流动性的改善而非经济的快速回升，并继续形成对债券市场相对有利的宏观环境，债券市场牛市基础仍然存在，短期内不会出现行情的显著反转。如果从未来市场表现来看，今年的行情有些类似于2006年的市场表现。

证券时报记者：您目前主要看好哪些品种？

夏晨曦：债市后市的演绎将体现结构性特征，高收益信用债的超额收益将更加明显，利率债投资价值相对偏弱。

对于中长期利率产品（国债、金融债），目前债市收益率一定程度上已经隐含了政策进一步宽松的正面预期，并

且中长期利率债收益率水平主要受经济基本面因素的影响，当前经济增速已经处于底部区域，并在下半年表现为底部震荡、小幅回升的态势，因此利率产品收益率曲线中端进一步大幅下行的可能性较小，大概率上将表现为窄幅震荡，利率品资本利得的空间有限。

对于信用债，债券市场内部的资产配置将进一步向高收益信用债等风险资产转移，其逻辑是容易理解的，即在政策逐步放松、流动性改善、实体经济资金成本有效回落的情况下，经济增长逐步见底、企业盈利状况出现改善，投资者风险偏好上升、风险溢价降低，从而意味着信用利差存在进一步收窄的空间。信用债收益率通常可以分解为“无风险利率+信用利差”，在无风险利率（国债利率）维持震荡的前提下，信用利差的收窄将使得信用债获取显著的超额收益。从另一个角度来看，即使信用利差不出现进一步收窄，并假设债券市场整体上维持震荡格局，那么在组合投资策略上将着眼于债券的持有期收益（票息收益），而信用债相对于利率品的高收益特性则突出体现出了信用债的配置价值。

纯债化实现绝对收益

证券时报记者：作为南方基金的第三只纯债基金，南方润元与此前发行的纯债基金有什么不同？

夏晨曦：润元的定位是真正意义上的纯债基金，即不能参与二级市场股票、一级市场新股、可转债等各种权益类或准权益类资产的投资。其核心价值主要体现在两个方面。一方面，对于自主进行资产配置择时的投资者，提供的核心价值有两点，第一点是比普通债基更加清晰的风险收益特征；第二点是帮助投资者实现固定收益资产的精细化管理，追求风险调整后的收益最大化。

另一方面，对于不希望进行大类资产配置择时的投资者，其投资目标在于获取长期稳定的绝对正回报，这恰恰是南方润元运作的核心理念——绝对收益理念。投资人在任何时点投资南方润元，均能获得供超越同期无风险利率的绝对正回报，通俗一点讲，能够为投资者持续稳定地挣钱才是硬道理。

证券时报记者：南方债券基金业绩表现优异，有哪些成功投资的经验？

夏晨曦：南方基金固定收益团队有

三大特色：稳健的投资风格、牢固的风险管理意识以及高效的投研互动。近年来，秉承这一理念，公司投资业绩始终保持稳定，并较好地回避了历次风险暴露事件。在目前业内普遍面临人才匮乏的背景下，提高现有投研人员交流互动的效率是很重要的，近年来南方进行了很多有益的尝试，并逐步形成了完备的体系，目前采取的主要方式是划分成纯债组、权益组，基金经理、研究员全部参与其中，至少每两周召开例会讨论市场，两个组最终会形成策略建议，基金经理在投资决策授权范围内参考上述建议进行组合构建。

证券时报记者：怎么看待债券市场扩容？对债基的投资会有什么影响？

## 绝对回报才是王道

在公募债券投资领域，夏晨曦还算一名新手，不过他已经在债市里摸爬滚打了8年，他的投资哲学是：绝对回报为王。

夏晨曦走的是一条从研究员升为基金经理的传统道路，2005年5月加入南方基金之后，任信息技术部金融工程及固定收益研究员、投资策略与风险控制部固定收益研究员、监察稽核部风险控制员等职务。自2008年起开始独立管理投资组合，他管理过社保、专户、企业年金，研究和投资两方面经验都非常丰富。

只有坚持贯彻绝对收益的投资理念才能确保债券基金的长期稳定收益。”夏晨曦非常看重绝对回报。他坦言，2011年前三个季度在类滞胀的宏观环境下，股市和债市的表现都不理想，货币市场则表现出突出的投资价值，很好地诠释了投资时钟的理论框架。事实上，很多债券基金经理在年初都预判到了这一市场特征，但很多债基仍保持了较高的久期和仓位，忽视了对货币市场的投资，最终业绩并不理想。造成这一现象的原因就在于相对收益思路导致组合配置出现了偏差。而去年最简单的策略也是最有效的策略，就是基于绝对收益理念重点投资于货币市场将获得稳定

夏晨曦：债券市场，无论是在市场容量上还是在投资品种上都得到了快速发展。未来信用债市场将是债券市场发展的重点。在鼓励直接融资的政策环境下，监管机构和市场参与者将充分借鉴成熟市场的先进经验，共同做大做强信用债市场，未来信用债市场容量将进一步扩大，投资品种将更加丰富，信用评级体系更加成熟，投资者也将逐步具备基于信用风险评估、违约率分析的综合管理能力。债券供给增加、扩容并不会对二级市场产生特别大的影响。因为债券的需求端也是处于逐渐放大的过程中，包括新发的债券型基金，各方面的资金都增加了债券的需求。同时，目前债券的绝对收益率广受投资者认可。

的正回报。”

夏晨曦进一步表示，绝对收益的投资理念一定程度上对基金经理提出了更高的要求，它要求基金经理至少必须对大类资产的预期风险收益特征有一个更加清晰的判断，从而通过大类资产配置的调整来实现绝对收益。而拥有多年的社保基金、企业年金、专户等投资经验，他比普通债券基金经理更注重投资收益的稳定性、长期性。南方润元运作的核心目标是追求绝对收益而非相对收益，这与养老金性质组合的投资理念是一致的，他对这只产品充满信心。

风险控制同样是夏晨曦非常重视的工作。他回顾了去年三季度债市的大跌表示，投资债市让很多投资者蒙受损失的主要原因是风险意识偏弱，投资组合杠杆率过高，信用风险寸暴露过多。这段经历也给他留下了很深的印象——更加深刻地认识到了风险控制在基金投资中的重要性。所幸南方基金旗下基金并没有受到本轮市场调整的过多的影响，主要是因为南方非常重视风险管理，在信用风险管理上有一套相对完备、成熟的评级体系，更为重要的是公司自上而下始终强调风险管理的重要性，强调稳健投资的重要性。”（方丽）