

国投瑞银总经理助理刘凯:

基金应成为投资工具提供商



刘凯, 复旦大学 MBA, 16 年证券从业经验。曾任招商基金管理有限公司客户服务部总监。2007 年 8 月加入国投瑞银基金管理有限公司, 2009 年 4 月起任国投瑞银基金管理有限公司总经理助理, 分管产品及业务拓展部和市场部。

证券时报记者 李焱焱

同时掌管着市场营销和产品设计部门, 让国投瑞银总经理助理刘凯从市场角度对产品有着更深入的理解。产品设计的本质就是市场细分问题。”他认为, 除了传统的主动投资产品, 基金公司的另一大功能定位就是成为被动型工具的提供商。

此时, 正值国投瑞银又一创新工具“厚利”登场之际——瑞福分级基金成功转型, 开创了权益类分级基金 A 类定期打开, B 类封闭运作、单级上市的稀缺模式。对此, 谙熟市场和

产品之道的刘凯说: 在工具化产品中, 基金经理的角色让位于产品本身特点。现在的趋势是, 产品工具特色越鲜明、提供的工具效率越高, 越受市场欢迎。”

提供更有效率的杠杆

工欲善其事, 必先利其器。瑞福分级的“利”从何来?

刘凯认为, 其“利”来自于瑞福分级转型后的创新, 即该分级基金是首只 A 类可定期打开申赎, 而 B 类封闭运作、单级上市交易的指数分级基金, 如此设计是为了更加清晰地区分投资者高低风险偏好。

首先, 对于投资 A 类的低风险群体来说, 约定年化收益率为一年定存(税后)利率+3%, 高于多数同期限银行理财产品预期收益率。且每半年打开一次、不上市交易的设计加强了其流动性, 没有其它指数分级基金 A 类普遍具有的折价交易风险。

B 类的定位则在于为高风险投资者提供更纯粹更有效率的杠杆工具。其客户目标群是一批资金 5 万元至 50 万元并对二级市场有一定了解的投资者, 是市场上的短线趋势交易者”。值得注意的是, 与目前门槛为 50 万元的股指期货和融资融券业务相比, 瑞福分级的门槛仅为 5 万元, 而且享有融资成本更低的优势(每年 B 类向 A 类以前 6% 的成本进行融资)。

其次, 没有一般分级基金的配对转换机制且 B 类份额(即瑞福进取)有三年的封闭期, 也是瑞福分级的利器所在。既有封闭期, 又没有配对转换机制, 这意味着瑞福进取 B 类份额规模固定, 能更有效地复制跟踪指数, 不会因为规模变动而影响基金的调仓运作, 为投资者提供更有效率的杠

杆操作工具。”他说。

研究表明, 配对转换机制的存在会引发 B 类价格上限(溢价受限), 主要表现为当交易量上扬带动 B 份额价格上涨, 引发分级基金整体溢价并触发套利交易时, B 份额价格会被打压直至整体溢价回归。刘凯解释说, 瑞福进取的交易折溢价水平将不受配对转换机制的制约, 交易价格更大程度上反映的是杠杆份额的市场供需关系, 在趋势性行情的市场预期明朗时, 其交易溢价的幅度更具想象空间, 工具属性也会更加明显。

第三, 瑞福分级的 A、B 类份额没有捆绑销售, 也能让投资者更有效率地使用杠杆。同等杠杆水平的其它分级基金 B 类, 要么在发行之初捆绑 A 类销售, 上市后才能卖出 A 类单独保留 B 类, 而通常 A 类会折价交易; 要么在二级市场买入 B 类, 但会溢价交易, 且溢价一般在 10% 以上甚至更高水平。对于瑞福进取来说, 此次扩募申购, 可以按照净值也就是所谓的平价来进行申购, 不付出溢价成本直接买到 B 份额, 令投资者运用杠杆变得更为简单与高效, 回归分级基金本源。

上市溢价是大概率事件

一般无存续期限的杠杆基金上市后会处于溢价状态。瑞福进取预计上市后折溢价表现如何? 它的折溢价跟哪些因素有关?

研究发现, 杠杆产品的折溢价本质上是由市场对这类产品的供需关系决定的, 当市场供不应求时, 溢价就会扩大, 反之亦然。杠杆产品的溢价跟杠杆率、配对转换、市场上预期预期都有关系, 但最关键的是, 短线趋势交易者也是溢价交易的主导力量。实证研究表明, 在杠杆基金的交易中, 套利交易数量占

比不到 5%, 趋势交易占据 95% 以上, 也就是说, 现有杠杆基金的溢价主要是由短期趋势交易所驱动。

刘凯说, 具体到瑞福进取, 其上市后的溢价预期可以参考以下几个因素: 第一, 目前市场上已有的跟踪中证 100 的杠杆指基都是溢价的, 有可比的参考对象。第二, 瑞福进取设有募集上限, 是市场唯一一只分开募集的杠杆指基, 有一定的创新性和独占性, 稀缺效应明显。第三, 当前市场预期 A 股处于底部区域, 指数有上涨预期, 将激发通过杠杆产品放大投资收益的市场需求。第四, 无配对转换机制约束, 使瑞福进取的交易折溢价更大程度上由短期趋势性杠杆交易的市场供求关系决定, 在市场上预期预期强烈背景下, 溢价率更有想象空间。

目前市场估值处于相对低位, 这是否意味着后市杠杆指基会有较好投资机会?

刘凯认为, 市场短期涨跌难以准确判断。市场在任何一点, 都有乐观者和悲观者, 我们不关心短期市场涨跌, 关心的是瑞福分级这一工具产品的设计前提, 那就是市场上总有人喜欢高风险、高收益产品, 喜欢短线趋势交易; 关注的是我们的工具能否在适当的时候比同类产品更有效率。”

他表示, 从中期角度来看, A 股市场的底部特征越来越明显, 投资价值也愈发显现, 这正逐渐成为市场参与各方的共识, 在此背景下杠杆指基正面临较好的建仓机会。在一个中期机会相对明朗, 而短期市场存在一定变数的当前市场条件下, 杠杆指基有着更活跃的理由。因为市场随时可能出现转折, 衡量市场向下和向上的空间, 杠杆指基的风险收益更高。



东吴保本拟任基金经理丁蕙: 坚持绝对收益 先期做厚安全垫

证券时报记者 海秦

东吴基金固定收益部基金经理丁蕙的职业生涯可谓覆盖了整个资产管理行业。2011 年辞别老家平安资产管理后投身公募基金, 这是她继券商、财务公司、保险之后任职的第四个机构。不过, 在丁蕙看来, 尽管是不同的机构, 投资本质都一样。无论在哪里, 她始终坚持绝对收益理念。据悉, 丁蕙从去年 9 月掌管东吴优信债基金至今还不到一年, 但东吴优信债基金业绩不断攀升, 并在今年上半年取得了净值增长率排名位于同类型基金前 1/4 的优异成绩。

坚持绝对收益理念

保险公司投资出身的债券基金经理分两种, 一种是交易型, 一种是配置型。丁蕙坦言自己属于后一种。丁蕙堪称证券市场历经市场变迁的资深人士, 从 2001 年开始进入证券市场从事债券投资, 目睹和经历了国内债券市场从小变大的成熟过程, 而她自己, 也逐渐磨砺成能够独当一面的专业投资人。

2001 年至今, 丁蕙跨越的行业有券商、财务公司、保险、公募基金, 十多年来一直围绕着债券研究和投资。其实刚毕业时我是想做股票投资的, 但我的职业却开始于负责债券研究。”

2000 年左右中国债券市场还处于发展的起步阶段。丁蕙表示, 当时从事债券研究, 品种只有国债、金融债和企业债, 企业债也只有大的央企在发行。债券市场规模非常小, 衍生品基本没有。而如今, 债券发行主体进一步多样化, 债券品种和信用层级逐渐丰富, 债券发行期限结构日趋均衡, 债券市场存量突飞猛进。作为中国债券市场最早一批债券投资人, 十多年的研究和投资经验赋予了丁蕙对债券市场高度敏感的判断力和把握力。

前 5 年我基本在做研究, 后来才开始做投资。投资和研究有一定的差别, 投资更加注重组构建的能力, 需要市场经验和敏感度。”丁蕙坦言自己是研究型的基金经理。

据了解, 近期正在热销的东吴保本基金也由丁蕙掌舵。保本基金的投资管理与股票基金、债券基金相比, 更具挑战性, 更加考验基金经理对大类资产的判断能力, 而这一切还是基于保本策略的实现。丁蕙曾在平安资产管理上百亿规模的固定收益投资, 年化收益稳定在 5% 左右。她强调, 无论在保险资管还是公募基金, 投资的本质都是一样的, 那就是重视基本面研究、坚持绝对收益理念。

下半年债市牛市基础仍在

今年上半年宏观经济走弱, 债券市场却表现出一轮牛市行情。从东吴优信也能看出丁蕙的投资风格, 她从去年 9 月开始掌管东吴优信债基金, 不久就对东吴优信的大类配置进行调整, 鉴于对 2012 年市场环境复杂、A 股可能比较震荡的分析, 东吴优信在股票投资上没有进行配置, 而主要进行纯债券式的投资, 发掘和投资了一些价值被低估的个券, 从而获得不错的收益, 业绩不

“下半年股市可能迎来拐点, 虽然不会有整体的大行情, 但自下而上选个股还有机会。”

断攀升。截至 6 月 8 日, 东吴优信稳健债券 A 类/C 类在近 3 个月中, 分别以 6.71% 和 6.65% 的净值增长率, 夺得二级债基的收益冠军和季军, 今年以来业绩始终位居前列, 显示出优秀的资产配置能力和选券能力。

谈及下半年债市投资前景, 丁蕙表示债券牛市基础仍在。丁蕙认为, 在宏观经济走势偏弱、资金面宽松两大因素主导下, 尽管下半年债券市场的牛市可能经历上涨后的短暂调整, 但大的方向仍将向上。她分析认为, 首先, 从拉动宏观经济的几大要素来看, 需求方面除了进出口消费品以外内需不足, 增长潜力不大; 投资方面和 2008 年相比, 政府不会再出台 4 万亿的刺激政策, 相应的, 银行和信贷也不会再如 2008 年激进, 因为经历过金融危机之后整个市场的贷款风险意识比 2008 年更强, 所以近期的政策刺激作用力度并不大。综合来看, 未来经济复苏可能只是政策刺激下的弱复苏。其次, 从资金面来看, 宽松的資金面也给债券市场提供了基础。

当前经济复苏将是缓慢、疲弱的。未来债券市场牛市步伐将随政策逐步放松而继续挺进。对于债券市场而言, 收益率曲线将跟随社会资金成本整体下降, 但牛市的脚步还将继续, 尤其是信用债方面, 中高评级品种将随利率债继续走牛。”

建仓期配置短融 做厚“安全垫”

保本基金首要考虑的是安全垫有多大, 在此基础上, 保本基金的权益类投资才能施展拳脚。丁蕙坚守绝对收益理念, 将安全垫作为保本基金的生命线, 她表示, 在安全垫没有积累到一定程度时不会配置权益类资产。

她认为, 如果保本基金三年的封闭期固定回报是 15%, 则权益类资产最大可承受的亏损幅度是 15%。具体品种方面, 丁蕙表示, 目前的利率品种已基本反映了部分下半年降息预期, 信用债利差也在均值以下, 持有到期优势仍在, 但交易的空间不大, 偏重防御性策略, 看好流动性好的高等级信用品种。

固定收益资产的配置时点非常重要, 比如现在建仓, 正遇到三年期信用债的利率回报为 4% 左右, 此时建仓配置这些固定收益品种相应的安全垫就薄。因此我的策略是, 先以目前收益率较高的短融为主, 待整体市场收益率回升再加大力度配置。”

此外, 丁蕙表示, 下半年股市可能迎来拐点, 虽然不会有整体的大行情, 但自下而上选个股还有机会, 东吴保本将发挥公司权益类投资团队的个股挖掘优势, 从而获得超额收益。

丁蕙, 香港大学工商管理(国际)硕士, 13 年证券从业经历, 历任平安资产管理公司固定收益部投资经理、航天科技财务公司债券投资经理、汉唐证券固定收益部债券研究主管、中信证券交易员等职, 固定收益类投资实战经验丰富。2011 年 7 月加入东吴基金管理有限公司, 现任东吴优信债券基金的基金经理。

农银汇理曹剑飞:

挖掘股票中十分之一的牛股



曹剑飞, 具有 9 年证券业和基金从业经历, 统计学硕士、经济学硕士。现任农银汇理基金管理有限公司投资副总监, 农银行业成长、农银消费主题基金经理。历任长江证券公司证券投资总部分析师, 泰信基金管理有限公司研究部、华宝兴业基金管理有限公司研究部高级研究员, 华宝兴业先进成长开放式证券投资基金的基金经理助理。

证券时报记者 张哲

现在 A 股股票在不断增加, 但机构投资资产却未相应增加, 所以我们只能把有限的资金投向更优质的上市公司, 采取“抱团取暖”的方式。”农银汇理基金投资副总监曹剑飞开门见山地说。在他看来, 在整体宏观背景较差的情况下, 大部分上市公司将失去原有的成长性, 而仅有一小部分公司仍将保持高速增长。未来公募基金做主动投资最大的价值和魅力所在, 就是挖掘占比不到十分之一的个股。

传统行业步入下降趋势

今年上半年, A 股市场走势跌宕起伏。一季度政策放松预期下房地产、煤炭等周期性行业引领 A 股走

出颓势, 展开了一轮估值修复行情。曹剑飞管理的农银行业成长一季度配置消费类成长股, 排名压力较大。进入二季度, 农银行业成长基金后来居上, 今年以来业绩稳居同类型前 1/10, 农银行业成长基金自 2008 年 8 月成立至今, 取得了近 65% 的投资收益, 大幅跑赢同期成立的其他基金, 被银河证券评为 3 年期五星基金。

实际上, 对于钢铁、水泥、化工、机械等传统行业股票, 曹剑飞并不看好, 他认为这些行业未来面临着较大的去产能压力, 行业增长困难。从目前宏观经济看, 二季度国内生产总值(GDP) 跌破 8%, 但就业、通胀等数据保持平稳, 说明未来宏观经济不会有太大问题, 未来政策大幅放松的概率很小。”

他表示, 中国过去 10 多年经济增长的主要动力主要来自房地产、汽车、出口三个部门, 通过对这些大资产的投资和相关产业的不断扩张, 中国经济取得了飞速发展, 2010 年 GDP 成为世界第二, 赶超日本, 汽车产销量超过日本和美国, 出口超过德国, 进出口占全球贸易总额的 11% 等。

随着 2008 年美国次贷危机、2010 年欧债危机的爆发和国内房地产的调控, 中国依靠房地产和出口的经济模式无以为继, 这将造成钢铁、水泥、机械、化工等行业的产能过剩。所幸中国中西部地区发展, 为这些行业去产能化提供了一个缓冲, 但过去的增长已无法持续。”曹剑飞分析, 2008 年如果在经济危机中能淘汰这些过剩产能, 现在的压力会小很多。

对于这些传统行业, 曹剑飞认为, 并非没有一点投资机会。例如, 2011 年上半年水泥价格坚挺的原因就是 2010 年底拉闸限电导致水泥短期去掉了大量产能。也就是说, 这些产能过剩的行业一定要出现供给上的约束, 才会出现估值修复带来的投资机会, 例如目前的煤炭行业, 煤价的大幅下跌导致进口停滞和部分小煤矿产能关闭, 短期带来供给约束, 这样就有短期反弹的动力。但

这些行业较长趋势可能仍不乐观。”

事实上, 有些新兴行业例如光伏, 目前也存在产能过剩问题。不过, 曹剑飞认为, 诸如风电、太阳能等新兴行业, 产能过剩的主要原因是技术进步不足, 而非有效需求不足, 一旦这些行业技术升级、成本降低就能有效激发需求, 还是存在投资机会, 因为它代表着未来新的趋势和方向, 若投资和需求能够匹配, 行业将进入快速扩张期。

提前布局三大方向

曹剑飞表示, 传统行业上市公司一旦失去成长性, 资本市场就会通过自身调节机制引导资本配置。资本市场的投资就是要提前发现这种机会。提前布局才能获得超额收益。”

按照曹剑飞的思路, 目前做投资布局要沿着三条主线。首先, 从近期一些国家领导人公开讲话中判断, 未来城镇化步伐仍将加速进行。不过, 曹剑飞理解的“城镇化”, 应该是“深度城镇化”。过去十年的城镇化, 简单理解就是通过不断造房、修路使城市边际不断扩大; 而现在提出的城镇化则是在原有基础上提高城市的运转效率。例如, 建立更便捷的城市交通, 与住宅配套的医院、学校、物流、安防、节能减排等。曹剑飞认为此类相关投资品未来一定会大发展。

其次, 大消费领域。户籍制度、社保改革等政策可能释放出的大众消费。第三, 去管制化。可以理解为“国退民进”或者称作“民营资本进入垄断资本”。国有资本退出垄断行业带来两个好处, 首先带来地方政府收益, 可以进一步提高社会保障能力。其次, 民营资本进入这些原本的垄断行业进行充分竞争, 使得这些往往供给不足的行业能够提供更多的产品, 满足需求。这一方面典型的例子是美国的页岩气行业, 大的石油公司不愿做, 而大量小公司进入之后迅速增加了美国天然气的供给量, 导致其价格大幅下跌以及消费量猛增。这些成功的去管制化范例, 未来都是中国要学习的路径, 而在发展过程中, 也必将给资本市场带来很多投资机会。”

对于第三季度, 曹剑飞表示认可三季度 A 股将反弹的市场主流观点。不过, 他认

为, 最终的投资落脚点还是“成长性”, 投资必须坚守上市公司业绩成长的根本。

寻找十分之一的牛股

曹剑飞 2001 年就进入证券行业, 具有丰富的投资、研究经验。他的投资风格也随着市场的变化而变化, 但最终坚守的还是投资的根本: 基本面。尤其在今年一季度表现最为明显, 一季度成长股全线下跌, 同时周期股异军突起, 这让他面临较大的排名压力。我的投资一直偏成长, 不过在成长股下跌中还是坚持这个理念, 大幅加码相关成长股, 与此同时也调整了方向, 对一季度表现抢眼的房地产做了配置, 这两个操作在二季度都被证明是对的。”

他透露, 二季度农银行业成长还对医药行业做了配置。此外, TMT、节能环保等也是他看好的方向。未来随着传统行业逐渐边缘化, 这些优秀的有充足成长动力的上市公司将成为 A 股的稀缺品种。例如某家消费品公司, 我一直认为估值太贵, 没想到一直没有一个便宜介入的机会, 股价已经一飞冲天, 说明优质公司还是稀缺。眼下的情况, 跟 2003 年情形非常相似, 市场可能又重新回到抱团取暖的日子, 也就是说, 优质的上市公司可能仅有全部公司数量的十分之一, 而主动投资就是要发现这十分之一的牛股, 挖掘这些价值所在。”

跟前几年做投资相比, 曹剑飞认为这几年 A 股市场情况在逐渐发生改变, 自己的投资风格也在不断调整。在 2011 年之前, 我的投资风格可能更偏重于行业轮动, 自上而下的宏观判断支持投资更多一些。例如判断某个行业有机会就超配, 这种投资模式在当时市场效果不错。”他回顾说, 2011 年下半年开始, 行业波动、轮换的频率越来越快, 这种行业轮动风格无以为继。”

思考之后的曹剑飞开始投资风格转型, 做行业研究员出身的他, “自下而上”选股是其强项, 加之其在宏观把握方面已有了丰富的实战经验, 因此很快便实现了“无缝”转型。他认为, 市场的变化也考验着一名优秀基金经理的思路变化, 未来, 他会把更多精力放在深入研究个股上, 做深度调研和讨论。