

国海富兰克林基金Q D II投资总监、固定收益投资总监刁晖宇：

## 债券投资应回归稳健本质

生活回归国内。向他伸出橄榄枝的是国海富兰克林基金。

风控是投资第一步

刁晖宇是最早一批从事国际和国内期货市场的弄潮儿。1993年，上海交大毕业之后第一份工作就是期货公司，先后从事过期货分析、交易，成为国内最早一批接触商品期货、国际外盘期货的弄潮儿。之后赴美求学，进入Federal Home Loan Bank（联邦住房贷款银行）任资深金融风险及金融衍生产品分析师。

金融衍生产品美国的银行用来规避各类金融风险、利率风险的有力工具。在美国14年，多年从事金融衍生产品分析、负责资产负债表管理等工作，无形中培养了他对金融市场敏锐的观察力和极强的风控意识。进入美国景顺基金管理公司成为基金经理开始管理基金后，对其风险掌控能力更加强化。

刁晖宇在美国景顺基金主要负责针对机构的固定收益产品，管理资金规模为100多亿美元。不同的产品有不同的投资对象，有些主投垃圾债，有些主投投资级公司债。总体来说美国的投资品种和工具更丰富，投资组合的管理更加细致化，管理起来也更加容易。他说：“比如美国有美元国债期货，可以很好地起到调仓的作用。假设预判债市走低，组合久期要调低，在国内目前没有对冲工具只能卖出品种，必然需要花很长时间找交易对手。但在美国利用国债期货市场做空，在很短时间

内就可以完成。”

谈到投资组合管理的细致化，刁晖宇对此深有体会。一个投资决策如何产生以及投资决定到底会对基金业绩产生多大影响，需要通过专业化分析做到量化。“管理基金组合会有各种各样的决定要做，但有些投资决定不一定需要基金经理做。涉及某些专业化领域可能专业性更强的人来做效果会更好，相比国内来说，国外分工更加细致。”

将投资决定量化，也是刁晖宇最为重视的风控准则之一。例如，看好一个品种需要加仓，国内主流的做法是基金经理根据自己经验来决定具体加多少决定，而刁晖宇则习惯根据分析过往回报、波动性等最终决定一个合适的量。“从历史表现来讲，看好可以加仓5%到10%，很少会出现看好加仓20%的情况，因为你很难解释你的冲动会很大。”尽管国内市场和美国市场不尽相同，但刁晖宇认为，投资有很多共性，基本的理念还是一样的。保持稳健、注重风险管理是投资能够长期取胜的关键因素。

据了解，在美国景顺集团担任基金经理时期，刁晖宇管理的基金回报优异，在2008年金融危机下，其管理的规模过百亿的大债券基金取得正回报，2009年该基金取得了超出其跟踪指数近200个基点的业绩，2010年该基金业绩超出其跟踪指数100基点以上。

债券基金应回归稳健本质

刁晖宇认为，债券市场是个规矩的

市场。债券基金的投资，应该回归到“规矩”、“稳健”的本质上来。事实上，针对债券基金打新股参与股票市场的投资，日前监管部门已经出台文件，明确规定一级债基不允许申购新股。对此刁晖宇深表认同，他认为，债券基金应该回归债券稳健的本质，保持长期稳定的收益回报。

事实上，国海富兰克林近期推出的旗下第一只信用债基金富兰克林国海恒久信用债基金，是目前为数不多的纯债基金之一，这也非常吻合刁晖宇的投资理念。“做这行业十几年，亲身体会是这个行业不缺乏聪明人，只需要踏踏实实保持稳健的风格，最终都会不错。”

“债券投资还是需要给投资者透明、稳定的投资收益预期，追随市场热点、炒作ST、炒作重组等，尽管短期可能给基金带来可观的收益，但也承担了巨大风险，业绩波动太大，违背了债券基金固有的产品特点。”他表示，自己的性格和过往的投资经历等因素让他更加崇尚稳健的投资风格，提供长期稳定的回报，这也是成熟的投资者所看重的。“不一定业绩跑到前十，那样意味着必然跟市场的主流观点不一样，很容易走偏，因为最终决定对的是市场。”

看好短期信用债和大盘转债

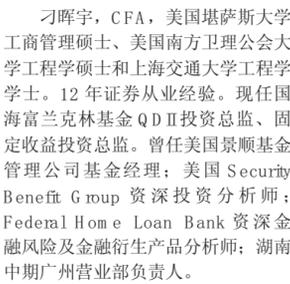
对于他即将担任拟任基金经理的国富恒久信用债基金，他表示，进入第三、第四季度，随着调控政策逐步到位、上游原材料价格下降以及金融环境改善、融资成本下降等因素，企

业盈利有望企稳。自上而下确定投资组合久期，自下而上选择具体品种，信用债未来仍有上升空间，随着股市触底一些低估值的大盘转债新引力增强值得关注。

对于宏观经济，刁晖宇认为经济不会持续下行，未来呈现U型走势。首先，从政府政策方面看稳健的货币政策、积极的财政政策双管齐下，达到了调控的目标，经济整体缓慢回升。其次，流动性看今年的流动性也大大好于去年，整体趋于宽松。第三，从通胀来看，第三季度仍会持续同比下降，预计第四季度可能有所反弹但也处于可控制可接受的范围。综合这些因素，对于债券市场而言奠定了牛市基础。

具体到国富恒久的投资策略，刁晖宇表示，债市经历一轮涨幅之后，较之长期利率品种而言，短期品种更具有投资价值。目前10年期利率大概3.3%左右的水平，总体上升空间不大和下降空间的空间都不大。相比之下短期品种的风险更小，收益也不会少很多，投资性价比更高。”

刁晖宇最为看好信用债，他认为，第三季度企业盈利状况企稳之后信用利差有进一步缩小的空间，5年的品种更具投资价值。与此同时，他也看好可转债市场，尤其是一些大盘转债，具有很高的投资价值。股市估值触底吸引力逐渐增强，相应的可转债也能够分享股市上涨的投资机遇，尤其是一些保护性强、流动性好的大盘转债，属于进可攻退可守的防御性品种。基金在建仓初期，将少量配置可转债，谨慎配置信用债，投资时点还需要判断。”



刁晖宇，CFA，美国堪萨斯大学工商管理硕士、美国南方卫理公会大学工程硕士和上海交通大学工程学士学位。12年证券从业经验。现任国海富兰克林基金Q D II投资总监、固定收益投资总监。曾任美国景顺基金管理公司基金经理；美国Security Benefit Group 资深投资分析师；Federal Home Loan Bank 资深金融风险及金融衍生产品分析师；湖南中期广州营业部负责人。

证券时报记者 张哲

2011年，对刁晖宇而言是个全新的开始。那一年他辞任美国景顺基金管理公司，结束长达14年的美国

信达澳银消费优选拟任基金经理钱翔：

## 消费行业持续稳定增长 从实业角度看选未来牛股



证券时报记者 朱景峰

自2009年国家确立经济结构调整和转型的方向以来，扩大内需成为推动未来中国经济增长的最重要力量，而作为拉动内需的最薄弱环节也是最具潜力的一环，“驾马车”中的消费被赋予越来越重要的地位和作用，消费增长的广阔前景被越来越多的人所认可和期待。

资本市场是宏观经济的晴雨表，在二级市场上，消费主题板块也逐渐成长为引领股市的明星，并跑出大批牛股。统计显示，自2009年以来截至今年7月底，中证内地消费主题指数累计涨幅高达99.45%，而同时上证指数和沪深300指数仅分别上涨15.53%和28.34%，消费板块三年多时间持续超越大盘，使得基金经理把目光越来越多地投向这一消费的广大蓝海。

作为首家资产管理系基金公司，信达澳银基金瞄准未来中国经济增长动力的大趋势，顺势而为推出消费主题优选基金，意图捕捉消费行业黄金十年的成长红利。信达澳银消费优选拟任基金经理钱翔表示，政府明确指出要把扩大内需特别是消费需求看作是经济长期平稳较快发展的根本立足点。随着“十二五规划”及相关配套政策的陆续出台，消费行业将迎来前所未有的制度保障。另一方面，我国居民收入水平不断提高，也将给消费行业爆发式增长奠定坚实的基础。他

认为，当前消费股估值已经创出历史新低，正是布局的良好时机。

站在实业角度看企业选股最重成长性

钱翔并不算基金业的老兵，但他却经历了从大牛市到熊市的历练，逐步形成自己成熟的投资理念和方法。2006年7月，钱翔正式迈入到基金行业大门，当时他在深圳一家大中型基金公司任研究员，后升任基金经理助理，并取得优异的投资业绩。2010年6月他加入到信达澳银基金，任投资研究部高级研究员、信达澳银红利回报基金经理助理。在入行的6年多时间里，钱翔不仅一直从事宏观研究，而且先后跟踪了金融、交通运输、食品饮料、钢铁、化工、军工、有色金属、农业等众多行业，从宏观到行业的多年系统研究，让钱翔形成了价值投资理念和稳健的投资风格。

谈到投资理念，钱翔认为自己偏价值，喜欢自下而上的选股。钱翔做过宏观研究员和行业比较分析，并长期负责构建研究部模拟盘跟公募实盘PK，这样的经历也使得他对自上而下的资产配置也比较重视。“重视自上而下主要是能达到跟市场顺势而为，不要犯方向性错误和原则性错误”，钱翔解释说，“在资产配置和产业链配置上，自上而下的把握有助于少犯错，控制风险。而核心投资组合的构建和获取超额收益主要是通过自下而上实现的。”

在基金业，由于每个基金经理学历背景和成长经历差异，他们在选股上千差万别。而谈到自己的选股方法，钱翔却说了三个字，“很简单”。钱翔告诉记者，他投资方法中有2/3是来自于选股，选行业和自上而下也是要做。

选股方法一两句话说不清楚，我看一个公司或企业习惯在做实业的角度去看。”在进入基金行业之前，钱翔在航空公司工作过两年，可能有这样做实业的经历，使钱翔看很多问题时往往会换个角度，“如果我是这个企业的老板，或者我想引入这个行业跟它竞争，它的商业模式，它的盈利模式、它的管理机制包括它的创新方面是否可以复制，是否可以学习模仿甚至超越，还

是这些东西我很难超越？”

在钱翔看来，站在实业的角度看这些问题，会使自己不仅局限于看财务报表那么简单，“去看一个企业的财务报表，它的ROE（净资产收益率）很高，毛利率很高，现金流很好，周转率很高，负债率也不高，回款很快，我会觉得这个企业不错，但是形成这些因素肯定有多种多样的原因，要找到这些高的盈利指标背后的原因。”

“我选股会比较重视高ROE的公司，高毛利率的公司，产品和盈利模式要比较清晰，太过于复杂，太过于依赖假设的东西不可靠。”钱翔说，企业的现金流量要好，很多企业一轮周期下来，它可能是在景气向上时也能赚很多钱，但现金流不好，赚的是账面利润，没收到钱。钱翔也不喜欢资本密集型企业，因为企业赚的钱都投入扩大再生产，第二轮行业景气向下时可能亏得更快，最终一个周期下来很难在这种行业或企业赚到钱。

除了重视现金流等财务指标，钱翔在选股过程中还会看管理层机制，“我不太喜欢部分国有企业机制，最好是民营机制，管理层也有到位的激励”，同时A股市场很多企业盲从于股权激励的方式，或者设一个行权条件，这不能一概而论，要看有激励的同时有没有约束，若无约束可能为了某一年达到某个指标做一些不合理举动反而会伤害未来三五年的盈利增长。

每个人理解价值投资都不一样，国内有一个误区，好像买低估值股票就是价值投资，这是一种自欺欺人的逻辑。我买的是未来的，不是买过去，成长因子是很重要的考虑因素。”

消费行业持续增长 优选护城河公司

消费优选基金8月6日开始发行，钱翔表示，消费领域未来可期，经济处于转型阶段，如果每年经济增速能保持在7%，很多消费领域能达到10%的增长，“因为增速高于GDP，在这些领域核心的龙头企业的增速往往会快于行业，会有15%到20%的增长”。他指出，消费行业的很多企业本身不是资本密集型的，在收入增加时成本和费用不会同比例增加，在消费领域收入下降时盈利下降得更快，因为它的费用在增加，人员、投入是刚性的，同样，收入增长时盈利增幅会好于收入，所以一旦

收入增长到一定水平比如20%以上，它的盈利增长就会爆发出来。

2009年以来大盘涨跌有限，但消费板块却取得翻倍的行情，并涌现出大批牛股。钱翔认为，消费板块的超额收益主要来自它可持续的盈利增长。“拉的时间长一点，比如五年，很多消费品公司比2007年时净利润增长3倍以上，很多白酒公司盈利增长4~5倍以上。”2007年白酒PE估值35倍，现在15倍，这在历史上从来没有过。“未来白酒还会保持稳健的增长，盈利质量也比较好，未来的可预测性比较强，所以我不担心未来企业的盈利增长会因为经济下滑有太大的波动，它的估值在历史最低水平。”

具体到消费股的选择，钱翔表示非常看重是否有“护城河”以及这条河有多深。具体到消费领域，钱翔最看重品牌，品牌是很重要的原因，品牌、渠道、创新，三者都很重要。“没有品牌代表有没有议价能力，有没有成本转嫁的能力，尤其在中国国内，这两年劳动力成本在上升，而且上涨的速度是高于GDP和工业增加值的，这个过程中劳动力成本压力很大，有没有成本转嫁能力代表企业毛利率能不能保持稳定。”

决定未来股市的三大维度

面对纷繁复杂的股票市场，钱翔认为需要投资者有成熟的投资哲学和穿越迷雾的洞察力，他把决定A股市场未来变化的核心因素分为长期、中期和短期三个维度。

钱翔认为，股票市场长期发展的驱动因素来自于制度层面和经济基本面。制度层面上，过去十年是资产证券化爆发式增长的十年，同时也是解决国有企业包袱和银行系统改革的黄金十年；未来十年将是改善民生的十年，完善社会保障体系，提高居民财富积累水平和消费升级的十年，与此同时，随着国内人口红利因素的弱化和外需疲弱，未来十年我国经济增速或将逐步回落，但总体增速仍有望维持在8%左右，仍是世界经济增长的引擎。

虽然长期来看，决定股市的基本面依然良好，但中期看，钱翔认为市场中长期影响因素主要是利率周期和产业景气周期。“过去三年市场处于应对经济危机冲击和回收四万亿溢出的过剩流动性，与之对应，自2009年8月明确释放出紧缩货币政策信号之后，A股进入

了两年多的慢慢熊途，资本市场本身也有一个自我趋势确认的本质特征。”

据钱翔研究，历史上市场中周期底部一般都在估值底和经济底之间，估值底最早，经济底最晚，形成这一规律背后的原因是货币政策的滞后效应和投资者情绪，2011年底至2012年，市场明确释放出货币政策导向发生变化的信号，估值提升和实体经济景气回落将在一段时间内交织，市场在相对低位仍有反复。

在钱翔看来，短期市场影响因素更为复杂和不可知，这也是短期市场不可预知的根源，蝴蝶效应、黑天鹅事件甚至一个谣言都可能左右股市走势，貌似复杂的问题，其应对策略却很简单，做“股神”或做中长期价值投资。

—— 热点问答 ——

市场信心 需经济回暖提振

证券时报记者：怎么看目前国内经济形势？何时会走出低谷？

钱翔：每个人的观点不一样，长期来看中国经济增长潜在增长率7%已经确认。从去年四季度12月份降准货币转向，三次降准两次降息，效果会逐渐显现，一般持续六个月，很多实业感受到货币环境放松，资金成本下降在今年二季度比较明显。另外在经济向下时，很多企业采取去库存的手段，在看不清未来的情况下先把库存消化掉把资金回笼起来。所以今年二季度经济下滑速度快超过预期，当中很大一个因素是去库存。6月底，去库存已告一段落，预计三季度企业还有一个补库存，信心来自宏观经济的回暖。预计整个三季度经济会比二季度小幅回升，但回升幅度不会很大，企业信心不会很快恢复。

证券时报记者：您看好消费品中哪些行业？

钱翔：如果看得长远一点，我把消费分成可选消费、必需消费、消费辅助包括像消费服务领域，更看好可选消费领域和消费辅助的领域，这两个领域在目前中国都相对比较薄弱，另外这两个领域国外有清晰的盈利模式可以学习。市场还处于进发期，所以这些行业空间很大，成长初期不确定性小一点，能看得更清楚。

大摩华鑫李轶： 债基宜作长期配置

证券时报记者 杜志鑫

上半年A股市场“债强股弱”，令投资者对固定收益产品的需求持续升温。下半年经济和市场的变化，债市行情是否已至牛市尾部？债券基金能否延续强劲？为此，记者专程走访了摩根士丹利华鑫基金大摩货币基金经理、大摩多元收益债券拟任基金经理李轶女士。

经济尚处低潮 债市慢牛延续

李轶认为，下半年债市走向主要受经济复苏、货币政策等多重因素的影响。

她指出，货币条件变化、人口结构变化、改革诉求、地缘政治变化、国际金融危机传导等不确定性因素集中在较短的时间窗口冲击国内市场。这种巨大的不确定性意味着经济增长面临更加复杂的环境，并且意味着寻找新的经济增长动能并非易事。目前处于全球化经济的低潮期，中国经济不得不在一个预期复杂、充满变化、全球经济弱增长的大环境中转型。因此这一轮政策的作用效果不应被高估，整体宏观基本面依然有利于债券市场。

李轶指出，经济下行宽松的货币政策提供了动力，而通胀的快速回落也为降息提供了可能，因此经济仍将在较长时期内处于低利率环境。Wind数据显示，在2008年9月28日到2009年7月28日的降息周期中，共经历4次降息，债券基金指数上涨达9.7%。李轶判断，年内或还将有1~2次降息，上半年债券基金指数上涨幅度为4.9%。同时，在外汇占款增速放缓的背景下，适时调控存款准备金率仍是央行主要手段。

此外，李轶认为海外环境同样对债市有利。她指出，受到欧债危机持续恶化的影响，全球风险类资产的价格都在下跌，避险资产黄金重上1600美元，大宗商品期货指数CRB暴跌。出于对经济的悲观预期，全球投资者的风险偏好不会过于迅速地做出改变，疲弱的经济增长和海外市场事件风险可能继续压制风险资产的表现，从而有利于债券市场维持相对强势。

把握信用契机 布局多元收益

李轶认为，经济下行货币宽松，后期信用利差将回落，看好低等级信用债的投资机会。目前，信用债绝对收益水平仍可观，一般情况下5年期AA-信用利差在150~250BP之间，而目前信用利差仍有近350BP。同时，在资金利率维持较低、刺激经济复苏的环境下，企业融资环境明显宽松，信用状况得到明显改善，违约风险也相对降低。

李轶进一步表示，除了对信用债机会的重点关注，在未来管理大摩收益这样一只投资策略与投资品种多元化的产品时，将灵活应用国债、央票、金融债、信用债、中期票据、可转债、短期融资券等多样投资工具，争取在不同市场环境下获取回报。同时，还将深入挖掘净价收益、息票收入、息差收益等债券收益来源，以及面对未来市场转向，大类资产风险转移时，兼顾权益类资产的配置，力争全方位获取投资收益。

李轶女士有着7年固定收益产品管理经验，此次将由她担任基金经理的大摩多元收益债券基金于7月30日到8月24日正式发行。李轶目前管理大摩货币基金，拥有丰富的固定收益产品管理经验，对国债、信用债、可转债等固定收益投资标的研究深入。

在长期投资管理实践中，她始终坚持稳健的投资理念，紧抓债券投资的本质，在控制风险、流动性和收益三者之间以控制风险为重，善于在复杂的市场环境中，敏锐把握点滴投资机会。

此外，来自渠道的消息显示，大摩多元收益债券基金此次发行分A类、C类分开募集，通过不同的费率模式，满足投资者不同的投资需求。