



博时基金
BOSERA FUNDS



博时一线通
95105568

信而有徵 铸就纯债

博时信用债纯债债券型证券投资基金

8月9日—9月5日各大银行券商有售

基金代码：050027



【邵凯印象】

做有把握的事情

证券时报记者 杜志鑫 陈春雨

伦敦的奥运赛事正如火如荼，邵凯也有了一项新目标：备战今年的戈壁挑战赛。

徒步穿越 120 公里的戈壁，不仅需要勇气和耐力，更需要赛前长期细致的准备工作。这两项邵凯并不缺乏，他是一名登山运动爱好者，很多大山小峰都留下了他的足迹。

他说，在一个思维模式中呆久了，思维容易收敛、被禁锢；走向户

外，一切都释放了，比如中戏有门课就叫做“天性释放”，职业投资人也需要天性释放。“不识庐山真面目，只缘身在此山中”，跳出来，才发现，山不是那座山，水也不是那片水。

2000 年，从中央财经大学毕业的邵凯来到博时基金，在基金管理部任固定收益研究员。2005 年，博时成立固定收益部，邵凯成了该部门的“元老”级人物。如今，他已是分管固定收益的副总经理。回顾 12 年走过的路，邵凯最大的感触是，投资是

一门科学，也是一门艺术，不过，市场发展到现在，艺术的成分不断减弱，技术的解释权重在增加。

过去，投资人特别热衷于讲故事，发挥艺术家的想象力。但是，现在专业人士更倾向于用数学的语言对接，用金融工程筛选出历史数据，用统计学滤除信息噪音，从而抓住投资最本质的东西：概率、博弈、纪律，这既体现在投资中，也体现在邵凯另一个爱好“德州扑克”中。

很多职业投资者在八小时工作之外拒绝任何与计量相关的活动，但是邵凯

却乐于从游戏中寻找与投资共同点：德州扑克需要采取统计手段测算胜率，并在游戏中遵守给自己设定的纪律，但更多的是博弈，手中是否有一把好牌并不是最重要的，关键是博弈，是计算自己在竞争中的优势。这是游戏者之间的游戏，不是扑克牌之间的游戏。

这犹如投资，买方必然对应着卖方，交换的不是产品，而是买卖双方对于预期的差异。邵凯说，德州扑克玩得好，投资不会太差。其潜台词是，金融工程做得好也是做好固定收益投资的必要条件。

博时基金副总经理邵凯：

信用债市场将迎来黄金发展时期

证券时报记者 杜志鑫 陈春雨

关于宏观经济—— 关键在短期底与政策力度

证券时报记者：债券投资最看重宏观经济，您对目前中国经济怎么看？

邵凯：经济下滑是大势所趋。过去 10 年所依赖的人口红利释放完毕，要素价格尤其是劳动力成本不断上升，欧美发达国家的借贷消费模式难以为继，中国经济失去内生增长动力，最终导致潜在增速下行。站在当前的时点看，中长期潜在经济增速下行趋势仍未改变。更关键的问题是，短周期来看经济的底在哪里？未来刺激政策的力度有多大？

我认为，当需求下滑引致的经济增速下行接近政府容忍底线时，决策层将采取逆周期政策来刺激需求，以对抗短期内经济过快下滑的趋势。但政策的力度不会太大，毕竟 2008 年 4 万亿投资后的负面影响已经开始显现，部分行业出现产能过剩，这也是中美经济复苏的最大差异，美国面临的是去杠杆化下企业和居民的需求下降，中国是产能过剩、经济结构失衡。作为全球第二大经济体，中国正在向下寻找一个新的增长速度，达到新的动态平衡。

证券时报记者：在经济下滑的情况下，政府是否会继续启动大规模投资？

邵凯：现在看来，比较有效的措施似乎就是政府投资，政府有经济增长的底线，政府会担心经济增速减缓带来失业和社会稳定问题。不过，政府投资经常容易造成缺乏效益的局面。例如，日本政府在经济腾飞时修了很多连接岛与岛的桥，现在大量空置，一个月就过两三辆车。中国也可以这样做，也会拉动即期的经济增长，但从效率上来说，确实容易造成浪费。不过，我们还有可用的政策工具，比如发债。

证券时报记者：中国现在面临“刘易斯拐点”，人力成本也在上升，对此您怎么看？

邵凯：中国确实面临“刘易斯拐点”、中等收入陷阱等问题，这也是出口导向型企业要转型的原因。

目前我们的人力成本在上升，企业用工难，不敢轻易辞掉人，这背后的大环境是经济潜在增速下降，我们必须面对这个现实。在这个背景下，整个社会平均投资回报率也会下降，所以，从中长期来讲，固定收益市场面临较好发展机遇。

证券时报记者：经济复苏的转折点将在哪里？

邵凯：西方有句俗语：“上帝关上一扇门，必将打开一扇窗。”但是，中国这扇窗还没有打开。在中国正处于经济结构转型的背景下，出口导向型加工制造业的门已经半掩上了，但市场还没有形成一致预期的新增长点。广东的东莞即是一个缩影，不少工厂关闭，农民工返乡潮再现，但并没有新的产业涌现出来。目前能看到的方法只有深度城镇化，依赖三、四线城市吸纳周边农村人口带动服务和消费，但这仍需要社保、医疗的配套

措施。因此，要维持原有的经济高速增长，其根本还是要依靠技术革命带动生产效率的提高。

关于债券市场—— 扩容是大趋势

证券时报记者：今年股债跷跷板效应再次显现，债券等固定收益产品不仅收益好，而且新产品发行也很快。您如何看待中国债券市场的发展空间？

邵凯：首先，今年的环境有利于债券市场。债券投资一看经济增长，当经济增长处于下降趋势时，社会平均投资回报率在下降，投资者的预期回报率在下降，这有利于债券市场发展；二看通胀，随着外汇占款减少，企业融资需求减少，基础货币投放和货币乘数都呈现放缓趋势，今年狭义货币、广义货币供应量连创新低，预计 2013 年居民消费价格指数（CPI）全年将保持在较低水平。在低增长、低通胀的双重因素下，债券市场将迎来机会。

此外，债券市场供需两旺也支撑了相关产品快速发展，特别是收益相对较高的信用债。从需求看，在我国金融资产结构上，存款规模达到 90 万亿，这部分资金体量最大，具有收益性和安全性的双重诉求，与债券产品的风险收益特征相符。供给方面，地方政府发行城投债积极性提高，企业债、公司债发行的限制不断减少。

未来中国债券市场的发展空间大，债券市场扩容也是大趋势。我预计，未来 3 年，债券市场托管存量有望从 22 万亿突飞猛进到 50 万亿。

证券时报记者：从去年年底至今的债券牛市让很多投资者对债券市场充满信心，您如何看待下半年的债券行情？

邵凯：下半年债券市场风险可能大于机会。债券市场经历过过去 3 个季度的小牛市后，部分债券已经透支未来一年的上涨幅度，正处于调仓换挡的关键时刻，其中，利率产品蕴含的风险更大。下半年降息和降准都是大概率事件，目前利率产品估值偏贵，10 年期国债仅略高于 1 年期定存，这在历史利差中处于偏低水平。当前国债估值透支了两三次降息，未来上行空间有限。我们现在更看重静态的投资回报，而淡化久期的概念。

关于信用债市场—— 将迎来黄金发展时期

证券时报记者：现阶段，信用债面临怎样的发展机遇？

邵凯：我们公司的固定收益部将重点放在了信用债市场上。无论是从需求还是供给来说，中国的信用债市场将迎来一个黄金发展时期。

首先，从资金需求来看，在目前居民金融资产中，居民存款接近 40 万亿元，金融机构如何对接这部分需求是最重要的，保险、信托、银行理财产品都在争夺这块“蛋糕”。近几年信托资产增长较快，就是迎合了存款这部分资金的需求。而传统的利率产品如 10 年期国债，收益率在 3.28%、3.25%左右，跟一年定存差不

多，很难分流这部分需求。40 万亿存款资金除了对收益有很高的要求之外，还有安全性诉求。因此，大的金融资产结构调整给信用债市场带来了机会。

具体来看，去年城投债最高回报率在 10%以上，企业债平均加权收益率在 7%左右，高信用等级的回报低一点，但也比较可观。股票市场的风险和收益都比较高，但是与居民存款的需求并不是很匹配。因此，从上述居民存款的需求来说，企业债、信用债等债券产品就提供了风险和收益的结合点。基金公司、信托等金融机构需要设计各类产品来满足这类资金的需求。

其次，从供给层面来说，在经济转型的背景下，此前地方政府依赖的土地出让金锐减，在经济放缓的背景下，财政收入大幅上涨也不现实，所以地方政府也要发债，企业更有融资需求。据统计，美国居民存款占居民总金融资产比重为 20%，我们国家居民存款占金融资产比例是 30%，而我们债券托管量才 22 万亿元，占金融资产比例才 16.17%；从国债的发行量来看，我们国债发行量占国内生产总值（GDP）的 0.5%，美国国债是 GDP 的 2.4 倍。由此可见，中国债券市场仍有巨大的提升空间。

证券时报记者：对信用风险怎么看？

邵凯：现在有一些低评级、高风险的债券遭到哄抢，原因是大家寄望有政府兜底从而不会违约，但这其实是不尊重资本市场游戏规则的表现。

这种现象原来股票市场也存在，但正在逐渐减少，债券市场往良性方向发展需要时间。如果出现这种违约后政府兜底的情况，虽然收益有保障，但是从债券市场的长远建设来看，不是一个好事情，我们机构投资者不希望看到这种事情。

要想改善这一现状，首先，要打破债券市场多头监管的局面，形成统一监管；其次，要与投行合作，在债券发行契约上进行约束，增强投资者的自我保护功能。债券市场的完善需要过程，作为投资者，也要发挥自己的作用，从债券市场发展的角度给相关方一些专业建议。现在一些公司也越来越重视投资者关系管理。

证券时报记者：如何把握信用债的投资机会？

邵凯：信用债最重要的是把握信用风险，我们认为信用风险预警比静态的评级更为重要。由于博时和国外资产管理机构交流比较多，早在 2006 年，博时就开始为信用市场的发展做前瞻性的准备，在当时很多公司还在用 excel 表格进行信用分析的时候，博时就招聘了专职信用研究员并建立了一套信用评级体系。

我们的信用评级体系分定性、定量指标，包括研究员结合公司治理等指标打分，可以对我们覆盖的信用债进行风险评估和估值分析。我们的股票投资部有很多行业研究员，他们对行业、公司有很好的跟踪，因此，把股票和固定收益的研究整合起来，这就是我们信用分析的优势。

证券时报记者：未来固定收益产品发展方向是怎样的？

邵凯：未来固定收益产品发展有两个方向：传统利率产品将借助于衍生

品，比如正在模拟运行的国债期货市场，通过杠杆将利率市场打造成为充满活力的市场；而信用产品将向股票研究靠拢，不仅关注静态的财务指标，行业分析、公司竞争优势、盈利驱动因素等基本面分析也将成为重点，如已经发行的中小企业私募债，不仅需要静态分析，还需要动态管理。权益研究是基金公司的优势，可与固定收益产品研究有机结合。

关于产品创新—— 要满足投资者的不同需求

证券时报记者：今年以来固定收益产品层出不穷，您认为未来产品创新可能的方向是什么？

邵凯：产品设计的本质是满足投资者的不同需求，创新更是如此。今年火爆的分级债基，就是迎合了固定收益和 risk 投资两方面的需求。市场现有分级债基产品设计上比较类似，我们认为 A 类份额上有一些变化的空间。比如 A 类份额的收益率可以考虑和 CPI 等指标挂钩，或者从机构投资者的角度来考虑，例如保险有长期配置基金的需求，如果有一个产品可以约定收益为长期国债收益率上浮一点，相信会比较受欢迎。

证券时报记者：今年很多公司发行了短期理财产品，博时有类似计划吗？

邵凯：现阶段博时不会发行短期理财产品。基金公司的产品布局要遵循两个原则，一是丰富产品线，打造金融超市以满足投资者的不同需求；二是根据对市场的研判，结合自身优势发行有望获得超额收益的产品。目前基金产品中，货币基金已可满足投资者短期理财的需求，而且基金公司缺乏银行在短期理财上的天然优势，即一个大的资产池。实际上，越是短期的投资产品，专业机构投资者带来阿尔法收益的机会越弱，基金公司的优势还是在长期信用研究上。

关于固定收益投资风险—— 三管齐下控制风险

证券时报记者：在固定收益投资中，博时如何进行风险控制？

邵凯：投资风险由投资部把控，风险管理部负责风险运作分析、归因分析、业绩分析，这也给我们提供了很大帮助。

固定收益投资的风险主要有三类：一是利率风险，把握利率风险的时间点主要是看季度，从季度的时间点出发，设置内部组合久期，如果组合久期和设置目标偏离太大，就需要有一个程序来修正。我们的方式是汇报备案，在投资运作中，大家对市场总是持不同观点，我们也希望看到不同的观点、听到不同声音，所以，如果在汇报备案中固定收益团队认可偏离的理由，那么偏离度比较大的基金经理就在内部会议备案上签名，从而形成约束。从固定收益投资来说，只要把久期控制住，基金经理要做的就是监视利率风险。二是信用风险，我们主要依赖内部信用评级系统而不是外部的力量，也不依赖券商报告，我们有债券池管理制度，进债券池需要一个程序。三是流动性风险管理，主要在交易部。只要把控好这三点，固定收益投资的风险就控制住了。



博时基金副总经理邵凯

资料图

关于团队考核—— 注重长期持续稳定的业绩

证券时报记者：作为固定收益主管，您对旗下基金经理是怎样考核的？

邵凯：我常对基金经理说，不要老想着今年要进前 10%，要换角度思考，只要争取 3 年都不在后 50%，长期排名也会靠前。

在考核中，博时没有采用同类产品市场排名的方法，因为这难免会令基金经理为争取较高排名拿更多的高收益债券，最终可能导致组合风险敞口增大。固定收益团队更看重的是业绩的稳定和持续。另外，基金经理对团队的贡献度也是考核内容之一，每周、每月、每季度团队都会组织专项讨论，能为大家带来更多思想火花和碰撞的基金经理更值得称赞，可能在某一时间段他管理的基金业绩并不突出，但年终考评未必不好。

考核的另外一个关键是产品管理与基金经理投资风格是否相匹配。以博时裕祥基金为例，管理该基金的基金经理陈芳菲的优势是对于回购的成本管理，其考核目标是 B 类份额要战胜 A 类份额收益，因为 B 类承担了更大的风险。

证券时报记者：在团队建设上，博时有何规划和机制安排？

邵凯：我们已经摸索出一套较为完善的内部培养机制，每隔 2 年招一次人，每次固定收益部招 2 人，已经坚持 6 年，搭建出了一支具有活力的人才梯队。博时长期以来重视固定收益研究，在薪酬考核和员工培养上都很重视，目前团队共有 19 人，人员规模在业内排

名前。在成员构成上，更注重成员的数理背景，以数学系和统计学专业出身为主。同时，我们注重团队文化建设，每个研究员和基金经理都有自己独特研究领域，见微知著，为团队贡献不同的观点，充实研究力量。

证券时报记者：博时固定收益投资的核心理念是什么？

邵凯：投资是一场长跑。在漫长的时间里，尽可能做自己有把握的事情，这也更能引发投资者的共鸣。这几年我们闷头在做的就是打造一个信用研究平台，为基金经理打造一个支持体系，在获得长期投资优良业绩的必然性上下功夫。近期监管层叫停一级债基打新，我们认为这是件好事，博时从不提倡债券基金经理打新。现在新股申购主要以债券基金为主，难道固定收益基金经理对新股的研究会比股票基金经理、比行业研究员还好吗？虽然打中一只涨幅翻倍的新股对投资组合的贡献很大，但这种凭借资金博弈、击鼓传花的游戏，并不利于债券基金经理投资理念的建立。

而在实际操作中，我们强调团队的一致性，每季度会讨论出内部组合久期，个别投资组合偏离一定程度需要进行调整，有不同意见者需陈述理由并获得团队认同。投资目标注重绝对收益，淡化相对排名。此外，我们重视具有特色的专题研究，如记录每旬发电量指标，考察它与工业增加值的相关性；研究货币市场规模对债券市场走势的周期影响；从利率互换、掉期、十年期国债比较中，确定固定收益领域内风险资产偏好等。

博时潜心六年 打造专业信用评级体系

打开一个应用程序，一只债券的信用评级一目了然。

博时基金花费 6 年时间打造了一个独立的信用评级系统。这套系统分为定性和定量两大指标，好比艺术和科学两部分。定性是对宏观经济的研判，定量则来源于各种专项统计，既包括静态指标，如存货周转、速动比率，也追踪动态模型，如行业发展趋势、所处经济周期、企业盈利驱动因素等，形成综合数据，再加上研究员基于公司治理等方面打分，形成最后的评级。系统可以自动追踪新发债券的具体数据，具有独立运作能力，并不依附于任何第三方评级机构。只有在该系统中达到一定标准的债券产品，才能进入博时的债券池。

邵凯介绍说：这个系统用各种指标来考核发债企业，好比医院用血压、脉搏、心率来监测病人体征，我们希望能用最全面的角度来监测这个市场。不求在每个阶段做得最好，但求每一步都有迹可循。”在可控风险程度下，寻找预期效用高的投资机会，增强获取长期稳定收益的必然性，减少或然性，这也是邵凯常挂在嘴边的——做有把握的事。

北京一家大保险公司资管老总正在考察了几家大基金公司之后，对博时这套系统赞誉有加，并认为这套系统是国内资产管理公司中做得最好的。

“工欲善其事，必先利其器”，这句话用在博时固定收益投研体系的打造上再合适不过。（杜志鑫 陈春雨）