

广发基金固定收益部总经理张芊：

公募债基也需追求绝对回报



证券时报记者 杨磊

广发基金公司固定收益部总经理张芊在过去 12 年的债券研究和投资经历中，先后在券商、保险、社保和基金公司进行债券研究、投资和固定收益团队管理工作。特别是曾经连续 6 年管理一只社保债券组合，是基金业内最资深的社保债券组合基金经理之一。

在张芊看来，各类机构债券投资奉行的理念和投资考核各有不同，基金公司所管理的公募债券基金产品既要坚持稳健的投资风格，又要该出手时果断出手，为投资者获取相对较高的绝对投资回报。

社保组合 一管就是6年

据悉，早在 2001 年初张芊就进入债券市场，第一份和债券相关的工作是银河证券债券研究员。 当时正值中国首次发行 20 年期国债不久，债券市场进入一个快速发展时期。”张芊表示。 经历两年债券研究后，张芊完成了从债券研究员向投资经理的转变，当时固定收益投资的主战场在保险公司，张芊进入中国人保后先在北京人保投资部，2004 年随人保资产管理公司搬迁到上海进行债券投资和研究。 张芊回忆，投资向上海集中是当时的大金融环境，市场上大批机构都把投资部门搬迁到上海。 当时保险公司中的债券投资和研究的区分不是很清楚，当时既做债券投资，又做债券研究，保险公司的债券投资体系

中，投研一体化是主流。”

2006 年开始，张芊在长盛基金公司管理社保债券组合，由于业绩优秀，一管就是六年，成为国内基金业最资深的社保债券组合基金经理之一。最早的全国社保基金组合是，2003 年全国社保理事会从老十家基金公司中挑选出 6 家，每家基金公司先给一个社保股票组合和一个社保债券组合。

张芊表示，当时无论是从规模的角度，还是运作的专业化角度来看，社保债券组合都比一般的公募债券基金有一定的优势，一只社保债券组合的规模超过当时所有单只债券基金的规模，社保债券组合管理运作也形成了一整套管理体系，在全国社保理事会的指导下进行债券投资和管理。

张芊认为，社保债券组合的投资和公募债券基金相比，主要有三点不同，一是债券投资限制很多也很细，各种合规性要求比较多；二是公募债券基金追求短期和中期的业绩排名，一般以 1 年或更短的时间为考核期限，而社保债券组合考察累计收益率，通常期限相对较长，考验基金经理跨越债券牛熊的长期投资收益；三是社保债券组合规模相对稳定，不像公募债券基金那样波动频繁，投资中需要考虑投资者申赎，特别是赎回的影响，从规模稳定性来看，社保债券组合更有利于债券的长期投资。

社保债券组合属于基金公司私募性质业务，没有在聚光灯下，可以静下心来进行债券投资，受到外界的干扰比较少一些。”张芊说。

积极把握 市场波段投资机会

2012 年年初，张芊进入广发基金公司担任固定收益部总经理，张芊表示，广发基金固定收益团队本来就是基金业内优秀的投资团队，谢军所管理的广发强债获得了 2011 年债券基金的业绩冠军，广发货币基金的业绩也取得了 2011 的冠军。

2012 年的债券市场经历了信用债连续几个月上涨后，进入调整整固期。张芊认为，今年 3 到 6 月信用债的大幅上涨是对 2011 年这类债券品种调整的矫正，连续大涨中收益最大的是杠杆债券基金，所以才看到一些杠杆债券基金净值上涨 50% 左右，价

格上涨幅度更大，但到 6 月份的上涨有些矫正过度，再加上供给的增加等众多因素的影响，信用债后来有所调整。

据悉，在信用债上涨期间，广发基金去年 8 月份成立的封闭债基广发聚利受益比较大，成立以来的投资收益率已经在 15% 到 16% 之间，在同类基金中表现也比较领先。张芊表示，广发固定收益团队鼓励基金经理积极实现自己的投资策略，在投资中有比较强的进取心，积极把握市场波段投资机会。

保持稳健投资

张芊表示，广发基金固定收益团队

广发纯债拟任基金经理任爽：

年末资金面趋紧利于纯债基金建仓



证券时报记者 杨磊

于 11 月 12 日开始发行的广发纯债拟任基金经理任爽表示，未来一段时期债券市场有望给投资者获得稳定的投资回报，特别是年底资金面比较紧张时是建仓债券的较好时机。

经济不确定性提高 债券中长期配置价值

任爽表示，虽然市场主流观点是四季度债市将以震荡为主，选择在此时推出纯债产品，主要看重的是中长期配置。在经济未来可能下行的过程中，资产回报率比较低，债市的投资

是要在稳健基础上，充分发挥研究和投资的积极性，该出手时果断出手，为投资者获得较好的超额收益。

稳健投资意味着保持投资风格稳定，在自己研究基础上看清中长期趋势，做好大概率投资。”张芊认为，稳健投资并不等于中庸投资，而是独立客观分析后做出自己的判断，然后坚定实施投资策略。 独立客观的市场判断和不断学习的精神是固定收益投研人员必有的素质，以此来应对不断变化的债券市场。”

海通证券今年 11 月初发布最新基金公司评级显示，广发等 6 家基金公司

吸引力有望不断增加。

她分析，长期来看，全球经济处于衰退的大环境中，中国经济处在潜在增速下降和结构调整的过程中，经济增长的不确定性使得债券的相对配置价值上升；其次，在国内利率市场化的过程中，信用债的发行量不断扩大，使得债券基金投资机会和范围迅速扩大。从中期来看，今年四季度通胀和经济数据可能会出现短期回升，但是从中长期来看，我国经济在震荡的过程中，仍然要承受相当一段时间经济下行的态势，在此阶段，投资资产配置中应以债券为主。

朱来经济仅靠政府投资的拉动，很难再继续保持以前很高的增长，未来一段时期很难出现经济反转，有利于债券市场的投资。”任爽说。

资金面中性略微偏紧

具体到广发纯债基金的债券品种的配置，任爽认为，利率债方面，制约长端利率下行的因素已从前期的资金面转向经济复苏带来的通胀。短期内通胀和资金面推动长短利率品种收益率进一步上行的空间非常有限，目前的收益率水平已经包含了对经济的乐观预期，基于中期经济增长动能不足的判断，尽管目前缺乏收益率下行的触

获评三年期五星级固定收益类基金公司，充分表明广发基金公司固定收益方面的优秀表现。

张芊表示，广发基金未来会不断完善自己的固定收益产品线，下一步还会推出期限为一个月的短期理财基金，固定收益产品方面各类基金都有不同的投资者群体，广发基金都要有不同的产品类满足投资者的需求，同时还会探讨新的产品创新，包括以后针对养老市场产品的设计，还有一些被动性固定收益产品的规划，打造一个全面的广发基金固定收益产品线，争取在各个产品上都有比较优秀的业绩表现。

发因素，但利率品种的保护空间已经很高，具备配置价值。

在信用债方面，短融的利差已经具备一定的保护空间，具备确定性收益，是较好的防御型品种；中长期限高等级信用债未来的供给压力不大，在一定利差保护下具备配置价值；中低等级信用债的后续供给压力较大，未来仍可能面临调整，但对于其中资质优良的个券，配置价值仍比较突出。

中小企业私募债因其高于其他信用债的收益率受到市场关注，但其风险也同样不容忽视。任爽介绍说，目前债券基金投资中小企业私募债的比例通常较低，主要原因在于中小企业私募债规模太小且不容易监控。

目前中小企业私募债总体规模也只有 40 亿左右，且公司分散，财务公布也不健全。投资机构很难去把控其风险。短期看发行初期可能不会存在较大风险，但是长期产品的风险性还是不容忽视。”任爽介绍。

任爽表示，预计年末资金面将逐渐趋紧，广发纯债将把握良好的建仓时机，力争高收益。首先是存款业务在年底可以取得较高的收益；其次，机构在年底会进行一定幅度的减仓杠杆行为，较多的信用债供给很可能使得信用债收益率有一定幅度的抬升。

诺安基金汪洋：

债市牛市 下半场将继续

证券时报记者 余子君

年初，在股市低迷的行情下，债市走出了波澜壮阔的行情，年底债市还能否复制这种行情？诺安双利发起式债券基金拟任基金经理汪洋认为，未来经济呈 L 形走势概率较大，为债市营造了一个较好的投资环境，债券市场牛市下半场还将继续。

债市牛市下半场将继续

从目前国内经济形势及货币政策来看，整个大环境比较有利于债券投资，虽然未来债市行情很难出现前期的大牛行情，但是仍旧处于牛市区间。”汪洋直言不讳。

国内经济形势方面，汪洋认为，未来经济可能长期处于底部盘整的状态，在图形上则呈现 L 形走势，这种经济走势将对债市构成长期利好。他认为，中国目前正面临着经济结构转型，GDP 不可能长期保持在 8%，未来中国 GDP 很可能保持在 6%~7%。外国方面，欧美经济未见明显好转，势必将影响到中国的出口。因此，在经济结构转型的大背景下，中国经济短期内不具备大幅回升的基础。

货币政策方面，汪洋指出，通胀是影响央行货币政策的重要因素，最新公布的 CPI 数据显示，10 月份 CPI 同比上涨 1.7%，增速 3 个月连降，创 3 年新低，为央行进一步放松货币政策提供了良好支撑。汪洋预计，四季度到明年，CPI 将停留在 2% 至 2.5% 区间内，随着季节变化小幅波动，货币政策将会稳中有降，今年年底到明年年初会有一到两次降准，降息的概率较小。

汪洋认为，债市长期来看还处于牛市区间。虽然近期债券市场出现调整，但长期来看，债券市场不具备大幅调整的条件。汪洋指出，目前债市短调更多是由于前期大幅上涨、年底银行存款考核，以及大机构年底结算等因素带来的，幅度不会太大，也不会持续太久。债市不具备大幅调整的原因有二，一是货币政策稳中有降，不会有太大的变化；二是从债券供给上来看，目前债券发行秩序较好，既不会发生 2009 年的供给瓶颈，也不会发生短期大批量发行，造成供过于求的局面。

信用债是大势所趋

信用债投资肯定是未来投资的重点”，对于新基金未来投资建仓，汪洋对信用债显示出极大的兴趣。

汪洋表示，之所以看好信用债，首先是因为信用债市场经历了近 3 个月的调整，目前收益率处在 5 月份两次降息前的水平，利差水平重新站在历史均值以上，估值已具备吸引力，是较好的配置品种。

其次，未来信用债体量和发行主体更丰富，债券基金选择更多。汪洋指出，以往发债主体主要是国开行、铁道部等巨无霸企业，这种企业发行的债券基本不会违约，没有信用风险，只有利率风险。现在发债主体已非常丰富，民企、上市公司、中小企业都会以直接融资为主。因为对企业来说，发债比贷款更有优势。一是可以塑造品牌优势，由于发债有公开记录，如果企业曾经公开发债并且成功兑付，那么企业评级很容易提升。二是企业选择发债相对于贷款而言现金流管理比较方便。因为债券是采取每期还利息，到期还本的模式，贷款则是定期要付息还本。对比而言，发债对于企业而言资金利用率更高。第三，债券市场是市场化利率，贷款是管制利率，企业发债的资金成本会更低。

不过信用债投资也有风险。汪洋认为，信用债投资最大的风险是发债主体的信用风险，由于目前经济尚未看到明显回暖迹象，部分低评级的债券信用风险可能会增加，因此，未来中、高评级信用债的市场表现很可能会更加稳定，在配置上会有所倾斜。除了信用风险之外，发债主体所处行业的基本面也是至关重要的，运转良好的行业不兑付的风险较低，目前钢铁和光伏等行业基本面较差，其发行的信用债券投资风险较大。

泰达宏利研究总监陈少平：

独立研究驱动成长投资



证券时报记者 孙晓霞

晨星数据显示，截至 11 月 9 日，最近五年的总回报率排行中，泰达宏利成长在激进配置型基金中仅落后华夏大盘，排名第二；泰达宏利风险预算在保守混合型基金中名列第一。此外，泰达宏利精选、泰达宏利效率优选等多只基金也均进入同类排名的前二十，整体呈现出明显的长跑优势。 经过十年的摸索，近年来泰达宏利已逐渐将公司的竞争优势聚焦在成长股投资上。逆市中如何进行成长股投资？相对于大型公司的成长股投资，泰达宏利在成长股投资方面是否找到自身的定位？成长股投资的关键点在哪里？带着相关问题，证券时报记者采访了研究总监陈少平。

中国成长股具 明显的行业变迁特征

证券时报记者：在权益投资方

面，泰达宏利近两年来在业内逐渐确立了成长股投资的竞争战略，能否谈一下对成长股的理解？

陈少平：一方面，受中国经济不同发展阶段的影响，相较于国外，中国成长股很少有持续十几年以上的高增长，一般的成长股，高成长阶段只有几年，只有在这个阶段抓住它，才有可能获得丰厚的收益。

另一方面，随着中国经济由外贸、基建带动逐渐向消费转型，中国的成长股呈现出鲜明的行业变迁特征。除了少数公司由于本身管理能力强等原因持续成长外，很多成长股逐渐演变为周期股，比如说一些地产公司。

证券时报记者：您对于成长股的定义是怎样的？在您看来，优秀的成长股具备什么样的特征？

陈少平：A 股可能更喜欢高成长的公司，比如利润每年 30% 到 50% 的增长。这些公司所具有的特征如下，首先，这些公司所处的行业要好，其次，管理能力也比较优秀，公司各项机制到位，每个人都很愿意干活，整体而言，公司比较看重信誉。

证券时报记者：在整个经济下滑的背景下，能够实现这样增长速度的个股是否相较以往更少了呢？

陈少平：即使大盘表现较弱，在成长股方面，仍能找到一些有很高成长性的个股。比如说一些跟宏观经济或者基本面相关不大的股票，例如医药、电子以及消费品中的一些行业。同时，一些全球电子产品的趋势，也

我们前期就配置非常多的苹果产业链公司。第三块比如说安防这样的公司发展也比较快，这个领域的发展也符合中国现阶段的社会特征。

投资成长股的关键 是对行业趋势的把握

证券时报记者：在成长股投资的人才培养上及研究体系的制度上有哪些有效的安排？

陈少平：相较于业内大部分的基金公司，泰达宏利内部培养的基金经理比率最高。我们有一整套的考核体系以及职业发展规划，能够帮助一名投研人员顺利地从助理研究员变成研究员直到基金经理。

证券时报记者：这样的投研体系考核重点及特色在哪里？

陈少平：我们很看重投研人员对行业发展的理解。在我们这套体系里，我们会通过各种方式培养研究员对行业的理解。例如我们经常要求研究员写行业文档介绍各个行业的发展趋势包括全球发展趋势、亚洲及中国发展趋势，这个企业在战略、管理以及财务上的成功要点在哪里，该行业的国际成功经验是什么。和卖方研究员对于行业的理解不同，我们的行业研究有着鲜明的泰达宏利标准和特征。

证券时报记者：能否举例说明？

陈少平：比如说传媒行业，我们不仅要求研究员要告诉我们这个行业的发展趋势是什么，包括电影、连续剧在内的各个子行业的发展趋势，我们也要求研究员告诉我们，作为成长股投资，从国外的经验来看，具有什么特征的公司会变大，变大的原因在哪里？国际上优

秀企业的成功要点又是什么？再比如我们当年投资上海一家日用消费品企业，研究员不仅要吧该公司的相关因素研究清楚，同时，也要将国际上的行业巨头如联合利华、宝洁的成功经验进行归因分析。

证券时报记者：除了借鉴国际经验，在对国内市场的把握方面，我们的研究优势在哪里？

陈少平：具体到国内市场，这么多年的研究实践表明，每个行业的研究重点是不一样的，优秀的研究员要知道一个行业甚至一个公司什么样的数据是关键。例如纺织服装，可能会关注现金流以及库存，尤其在经济不好时我们就会特别看重库存这个指标。而有些消费品我们则会重点关注它的收入增长情况，甚至员工的数量都是一个很重要的指标。

像我们今年投的一家酒类的公司就很有代表性。年初时我们通过调研这家公司发现，它今年的收入增长可能比市场上预期的要乐观，当它的股价表现不符合市场预期时，很多机构都在卖出。但我们坚定对这家企业年初的判断结果，结果获益颇丰。

证券时报记者：具体到这家企业，我们能够做到逆市坚持的要点在哪里呢？

陈少平：通过多年的观察研究我们发现，对于酒类公司，当它的收入达到一定的规模时，它的利润率会一下子变得很大，会有一个业绩爆发点，历史上有很多酒类公司都是这样崛起的。

证券时报记者：在研究方法和投资理念方面，您更青睐国际上哪位投资家？

陈少平：我认为，在中国做公募基金最可借鉴的就是彼得·林奇。