



“今年的权益类资产将有较好的结构性投资机会，但从可以把握到的机会来讲，仍更看好固定收益类资产。”

融通债券、融通四季添利基金经理乔羽夫：下半年债市有结构性行情

证券时报记者 方丽

债券基金无疑成为近期最热的“明星”，不仅业绩节节攀升，还受到市场热捧。在众多债券基金中，融通旗下两只基金表现突出，一是融通四季添利债券基金成立两个月即分红两次，这在市场上并不多见；二是融通债券业绩出色，Wind数据显示，截至5月8日，融通债券A/B今年以来收益率为4.4%，在13只纯债基金中排名第3；融通债券C从今年2月底份额分类以来，收益率达3.67%，在同类基金中排名第2。对此，证券时报记者对话融通债券和融通四季添利基金经理乔羽夫，分享他对未来债券市场的思路与观点。

整体经济运行探底 债市仍有结构性行情

证券时报记者：站在目前时点上，您能否结合今年宏观大环境，谈谈下半年经济走势？

乔羽夫：去年四季度以来，经济增速和通胀水平总体上呈双回落态势。今年进入二季度后，虽然中国物流与采购联合会公布的PMI指数连续数月反弹，但从近期发电量增速趋缓、水泥价格低迷以及中长期贷款需求偏弱等行业指标来看，整体经济运行仍在探底过程中。展望下半年，目前较为宽松的货币政策和财政政策有利于宏观经济的筑底趋稳，但在失去外需拉动和房地产投资两个经济高速增长引擎后，预计一定时期内，经济增速或将在可接受范围内低位徘徊。

证券时报记者：4月债券市场出现一波走强行情，有人说“股市上涨没顶，债券市场上涨有顶”，您是否认同这一观点？您对债券市场如何看待？

乔羽夫：因为存贷款基准利率的支撑，债券市场利率下行空间确实有限。但债券市场机会远未结束。利率品种虽然下行空间有限，但我们看好的中间等级的公司债、产业债、中期票据等品种，无论从绝对收益和相对利差来看，仍具投资价值。总体来看，下半年的债券市场仍有结构性行情。

证券时报记者：有人说今年是债券违约元年，您觉得债市违约风险有多大？

乔羽夫：由于宏观经济仍在寻底过程中，我也关注到近期一些企业信用评级下调的事件，不排除今年发生信用债券违约的可能性。

经过去年信用风险事件的洗礼和经验教训，信用债券市场已更为细分化，投资者也更为理性。个别信用事件的出现，也许会对所在行业的债券产生负面影响，但短期内再次触发信用债券市场系统性风险的可能性并不大。这也要求我们在看好信用债券市场的同时，更应做好信用债券的个券研究和后续跟踪。

重点关注中间等级中 资质较好的信用债

证券时报记者：您认为在未来的3至6个月中，哪些债券品种表现更好？

乔羽夫：考虑到翘尾因素、季节效应和经济总需求的疲弱，预计二三季度通胀水平仍将处于趋势性回落的过程中。考虑到食品价格在四季度可能出现季节性上涨及水、电、油、气等资源价格改革影响，四季度通胀水平走势具有较强的不确定性。结合以上对经济增速、通胀水平的判断，我们认为未来3至6个月债券市场仍将有较好的投资机会。

从债券品种来看，仍旧看好中间等级中资质较好的信用债券。首先，在没

有出现较为严重的经济下滑和通缩的前提下，没有降息的必要性。因此，宏观环境虽然有利于利率品种，但利率下行空间有限。其次，从绝对收益和相对利差来看，一些资质不错的中间等级公司债、产业债、中期票据仍具有相当的投资价值。最后，今年较为宽松的货币政策有利于降低企业融资成本和融资难度，降低信用事件发生的频率。

证券时报记者：对可转债投资怎么看，您如何把握可转债投资？

乔羽夫：从历史估值来看，目前的可转债资产具有不错的债底保护。但由于可转债品种主要伴随股票市场波动，在宏观经济形势不明确的情况下，投资可转债资产的回报并不明确。另一方面，相对于高票息的信用债券资产，可转债投资将面临很大的机会成本压力。

证券时报记者：从大类资产配置角度看，目前这个时点上配置权益类资产好还是固定收益类资产好？

乔羽夫：与去年相比，我个人认为今年的权益类资产将有较好的结构性投资机会，但从可以把握到的机会来讲，仍更看好固定收益类资产。

第一，虽然股市经过比较大的调整，一些行业的估值具有了吸引力，但由于宏观经济增速的放缓，经济的结构性调整还在持续，很难出现趋势性的市场行情。第二，政府对于通胀出现反复的担忧、对房地产市场调控的延续决定了市场流动性出现大幅放松的可能性不大；第三，股票市场结构性行情的捕捉难度较大，相对而言，债券市场的稳定性和可把握性更高。

通过产品设计明确定位 回归固定收益本质

证券时报记者：今年以来融通固定收益产品表现均不错，能否介绍一下有何独到之处？

乔羽夫：经过去年债券市场的教训和不断反思，年初以来公司提出了让债券基金产品回归固定收益本质的投资理念，强调债券基金的绝对收益和长期稳定收益。希望通过产品设计的约束和投资纪律的把控等措施，减少基金管理人的判断失误带给基金的投资损失。通过产品设计的明确定位，使固定收益产品的风险和收益更为明晰。

例如，今年3月新成立的融通四季添利债券基金，从产品设计上就对基金的投资方向做出了严格限制，不仅不能投资于股票二级市场，而且在可转债投资比例上也有明确的严格限制。实际效果看，我们对基金成立以来业绩表现和收益的稳定性均较为满意。

融通债券基金属于纯债基金。为了实现我们追求绝对收益和长期稳定收益的投资理念，在权益类资产仍存在很大不确定性因素的情况下，今年我们减少了可转债的配置比例，适当增加了我们看好的信用债投资比例，以此增强基金业绩表现的稳定性。

证券时报记者：对普通投资者来说，相对于新纯债基金来讲，融通债券有什么优势？

乔羽夫：相对于新纯债基金来讲，融通债券基金的主要优势表现在：第一，融通债券基金作为老基金，已经构建起债券资产配置组合，可以充分享受到债券利率下行带来的收益，省去新基金建仓时期的时间成本；第二，融通债券基金规模适中，在市场上可能出现转向的情况下，可以快速完成资产转换，更容易规避利率风险和流动性风险。

南方基金固定收益部总监李海鹏：

打造全方位债券基金池

证券时报记者 方丽

作为老十家的领军公司，南方基金固定收益领域一直是业内领头羊，目前其所管理的固定收益资产规模已是业内最大，超过1100亿元。今年以来债券基金业绩更是业内领先。银河基金研究中心数据显示，截至5月4日，南方旗下基金交出偏债型、一级债基、指数债基三个类别全部第一的优秀成绩单。

南方基金固定收益部总监李海鹏表示，南方基金在固定收益领域已打好坚实的基础，未来将大力发展这块业务，在走纯债化、指数化之路的基础上，打造出一个全方位的债券基金池，满足各类投资者全面的投资需求。展望今年后半程债市，他认为，今年债市将是一个“平衡市”，更看好中低等级的信用债品种。

今年债市是“平衡市”

李海鹏将今年债券市场特征定义为“平衡市”，难有大机会，但也不会有很大风险，他格外看好信用债表现。

李海鹏称，因为中国债市和经济周期有一定的联动性，从2005年以来历史数据呈现出较明显的3年小周期态势，2011年下半年债市走出牛市行情，今年将主要是一个平衡市行情。

李海鹏深入剖析目前影响债市各大因素。他认为今年债市有两大利好因素，一是目前国内宏观经济处于下行趋势，这对债市是较大利好；第二今年CPI走势也将逐步下行。在经济往下走和CPI往下走的大逻辑中，债券市场不可能出现大熊市。

不过，债券市场仍存有一些不利因素，一是通胀有反复隐患，输入型通胀压力很大；第二，外汇占款是国家外汇投放的主要方式，这是债券市场的一个支撑。往年外汇占款都在2.5万亿左右甚至更高，但测算今年的外汇占款不到1.5万亿，资金面一旦紧张，对于债市是不利的；第三，今年股市行情可能比去年要好，可能

会影响债市走势。

在目前时点上，李海鹏更看好中低评级的信用债产品，今年信用债走势比去年还好，前4个月国债、金融债和AAA等级的信用债没怎么赚钱，但AA+、AA-中低等级的信用债今年收益非常可观。”

李海鹏看好信用债，一是去年第三季度发生过信用事件，把信用债给砸出了一个“大坑”，如去年底一些信用资质比较低的信用债收益率在8%以上，甚至9%、10%，AAA级的信用债都能达到6%以上，为今年上涨留出空间。二是随着经济结构调整，很多债券的信用风险在下降，本身也能带动信用债走势。

债券基金迎来大发展期

目前市场上已有100多只债券基金产品，但整体规模仍比较有限，占全部基金产品的比例仅10%左右。而在成熟市场，债券型基金要占到基金总资产的30%到40%左右。李海鹏对债券基金未来发展充满信心，认为国内债券基金的发展空间巨大，目前已进入大发展时期。

数据显示，第一只债券基金——南方宝元债券基金于2002年发行，但整个2002年到2008年几年发行的债券基金数量可能都抵不上现在几个月债券基金发行数量。李海鹏预测，目前管理层大力支持债券基金的发展，未来债券基金高速发展态势还将保持，甚至可能比目前还要快。

目前中国人口结构逐步老龄化。他介绍，美国固定收益类资产在过去二三十年飞速发展，尤其是上世纪80年代以后发展速度非常快，这主要是和美国人口结构有关。

固定收益类资产的大发展往往伴随着退休潮。实际上，目前中国开始逐渐向这个阶段过渡，中国未来20年，随着整个社会逐步老龄化，固定收益资产发展会更快。”

李海鹏还表示，过去债券基金发展速度慢，主要是因为债券基金定位不明确，与很多投资者进行资产配置

的需求不相符，另外和宣传不足、投资者不了解有关。但未来固定收益领域大有可为，债券基金作用会逐渐被市场和投资者所重视。

打造全方位债券基金池

南方基金一直是固定收益领域的先行者，李海鹏早在两三年前就前瞻性地提出，南方基金固定收益产品发展的重点方向是产品纯债化和指数化。因此，南方中证50指数债基、南方金利定期开放债基、南方润元纯债债基，以及目前上报的南方本息1年期绝对收益债券基金和本息3年期绝对收益债券基金等都随之诞生。李海鹏表示，他们的目标，就是打造一个能满足所有投资者所有固定收益投资需求的基金池，未来将提供更多特色债券产品。

所谓债券基金池，就是根据债券的风险收益特征设计出不同的专业化债券基金产品，满足各类投资者的不同投资需要。市场一般会呈现一个投资周期：如债市出现机会，往往反应最快是国债、金融债等利率产品，而下一步行情可能转到信用债等上，而各类债券完成上涨之后，会轮到股市有行情；若股市、债市都没有行情，货币基金往往有机会，而我们提供的债券基金池，可以让投资者在各类债券基金产品之间转换、循环运作，把握每个阶段的机会。”

李海鹏充满信心，目前南方基金有足够的力量打造好债券基金池。据他介绍，目前南方固定收益团队拥有包括5名基金经理在内的20多位投研人员，差不多是业内最大的固定收益投研团队。

南方基金今年债券基金表现优异，银河证券基金研究中心数据显示，南方旗下债券基金获得三个类别第一：截至5月4日，南方宝元今年净值增长率5.41%，在偏债型基金中排名第一；南方多利AC今年净值增长率7.82%和7.72%，在同类型一级债基中排名第一二位；南方中证50债AC在指数型债基中排名第一二位。

国联安黄欣：

工具型产品将迎来投资新机遇



黄欣，伦敦经济学院会计金融专业硕士，2003年10月加入国联安基金，2010年4月起担任国联安双禧中证100指数分级基金经理，2010年5月起兼任国联安德盛安心成长混合型基金经理，2010年11月起兼任上证大宗商品股票交易型开放式指数基金经理，2010年12月起兼任国联安上证大宗商品股票交易型开放式指数基金联接基金经理。

证券时报记者 海秦

2012年前4个月，近140只指数基金中，超过90只指数基金的收益率在10%以上；相比之下，近280只主动管理型股票基金中仅24只收益率大于10%。而作为今年指数基金大赢家，国联安旗下上证大宗商品股票ETF和双禧B今年以来累计净值涨幅均超20%。两产品基金经理黄欣表示，制度改革将继续提升蓝筹板块的估值，放大市场表现的工具体产品将迎来新的投资机遇。

量化的核心是系统搭建

黄欣管理的两只基金均是指数基金，他突出的量化投资背景和能为其管理两只指数基金提供了强大的投资支持。对于同时拥有美国寿险精算师协会ASA头衔、美国金融分析师协会CFA两大硬件牌照的黄欣来说，搭建模型并非难事。

事实上，强大的模型和程序系统的的确给黄欣的指数投资带来事半功倍的效果。指数投资管理是一个琐碎又面面俱到的过程，考验管理人的细心和周全。黄欣搭建系统时会根据整个投资管理流程，尽可能将各个细节都考虑进去，注重系统的自动化和完善性，提出解决之道。

量化的投资和被动投资不是一回事，相同的都是都需要有相应的投资系统支持，这样才能及时高效地调整投资组合，减少人为干扰因素。”他说，量化的投资和被动投资最重要的，是投资分析系统的搭建，不存在一个适用于任何市场情况的模型，只有基础投资分析系统搭建起来后，根据市场情况变化、交易数据、基本面数据分析，及时调整模型参数，才能跟随市场变化，获得令人满意的投资业绩。”

黄欣认为量化投资在未来会得到很大发展。他说，当前的基金投资模式大多是说“基本面分析，通过行业趋势分析、财务分析、公司调研选择个股，以获得超额收益。随着各机构对上市公司研究的不断深入，市场将越来越有效，上述方法很难再有很大的超额收益；同时随着股指期货、分级基金、ETF等投资工具的出现，投资选择越来越多样，利用量化方法获得捕捉投资收益也成为证券投资中重要的环节。”

经济二季度见底概率不大

谈及今年的宏观经济，黄欣认为，二季度政策预计不会出现较大的放松，之前4万亿宽松计划为市场注入的流动性需要一段时间来消化。而政策上的微调，不会带来基本面的重大改变。

黄欣表示，经济在二季度见底的概率不大。目前从各宏观数据来看，尚未看到经济见底的信号。近期出现蔬菜价格上涨的情况，以CPI为代表的物价水平可能还会反弹；PMI虽然有所反弹，但实体经济对资金的需求不高；房地产开工水平依旧低迷，工程机械与水泥企业的盈利持续下滑。”虽然经济尚未见底，但对于大盘蓝筹股来说，估值已较为充分地反映了经济的下跌。股市是领先指标，反映投资者对未来经济的预期，经济在下半年见底的可能性较大，以一个较为长远的视角来看，今年可能是未来几年经济增长的一个底部，相信股市近期也是在中长期的一个底部徘徊，未来会有较好的表现。

蓝筹行情未结束

黄欣表示，蓝筹股行情远未结束。目前大盘蓝筹股的估值水平无论是在A股历史上，还是与发达市场相比，都处于较低水平。近几年大盘蓝筹股估值一直被宏观调控政策压制，如银行，虽然保持30%以上的利润增速，但市盈率却降至10倍以内，相比之下，一些创业板股票，利润增速比银行差了许多，却保持30倍以上的市盈率。”他说。

黄欣认为，现在监管层大力倡导蓝筹投资，建立分红、退市制度、加大监管力度以及引入长期投资者等制度改革，使投资者重新关注到中小板、创业板股票的风险以及大盘蓝筹股的价值，相信随着这些制度改革的继续深化，蓝筹股的估值水平能持续回升。

精彩对话

证券时报记者：打新新政之后，贵公司策略有没有新变化？

李海鹏：因为没有锁定期，可能打新的人会增加。目前预计打新收益会出现系统性下降，实际情况还需观察。

证券时报记者：您看好股市，也看好转债吗？

李海鹏：看好股市和看好可转债有相同之处，也有不同之处。有时股票跌转债跌，有时股票涨转债跌。转债大致可分成三大类：一是纯股性；二是纯债性；三是中性的。只能说看好股市，就看好股性很强的转债。现在债市大多数都是中性的，相比之下，信用债的投资机会更为明确。

证券时报记者：最近有一些公司的信用评级降低，会影响机构对信用债的看法吗？

李海鹏：信用风险可界定为两类，一类是发生偿付危机，另一类是对估值的影响。我们会回避偿付风险的债券，比如近期出现问题的山东海龙、新中基等。但万一买到此类债券，会第一时间止损。第二类风险就值得关注，因为信用事件引发整个市场估值的下降，就像去年城投债事件，估值压力非常大。（方丽）

不张扬的天才

熟悉黄欣的每个人都认为，他是一个天才。聪明、安静、不张扬。

他身上展现着种种令人叹服的天赋：小学五年级时能够编写复杂的计算机游戏程序，中学参加全国计算机竞赛获奖，大学时担任学校交响乐团团长以及学院篮球队队长。国联安的同事说，采访黄欣，不要问他是学什么专业的，他兴趣面广、自学能力强，在多个领域都有涉猎。

黄欣不仅是专业的金融人才，更身怀绝技，自学钢琴、小提琴、吉他，达到较为专业水平，掌握英语、西班牙语、阿拉伯语，热爱旅游，除了南北极，全球各大洲都留下过他的脚印。

不过，天才都是99%的汗水加1%的天赋。黄欣的坚持和勤奋，才是众人最为折服的。比如，中学期间的一个暑假，他决定开始学习钢琴，酷热的天气下在没有空调的学校琴房里每天2-3个小时的练习，开始了他的钢琴旅程，多年自学不辍。黄欣的坚持体现在他生活中的方方面面。很多人喜欢出国自由行，但鲜有人像他那样每次出游归来，都将旅游前后所见所闻、签证细节、攻略写成生动详细的游记发给亲友共享。点点滴滴的积累，坚持不懈的努力，最终居然累积到30多万字，最终集结成书并于2011年印刷出版。

黄欣崇尚信息处理的自动化和高效性，互联网、邮件里的一些信息的读取和筛选，重要信息的短信提醒，都能通过他的系统自动完成，除了工作必须的专业量化编程，闲暇时他编一些有意思的程序，例如节假日里给亲友的定时、个性化的短信问候等。

（张哲）