



富安达基金黄强：

## 降息周期 长期看好债市

证券时报记者 海秦

1994年进入证券行业的黄强，可谓股债多面手。对于宏观经济多年深入研究以及早前深入一线实业投资的经验，使他在债市、股市之间灵活切换游刃有余。作为正在发行的富安达增强收益债券基金拟任基金经理，他认为，中国已进入一轮降息周期，未来债券市场的牛市还将持续。同时，股票市场长期超跌之后的价值也在凸显。

### 降息周期延长债券牛市

从事宏观经济研究多年的黄强对宏观经济脉络有着深刻的理解和诊断。在他看来，中国经济下半年将呈现底部横盘态势。“今年的宏观经济走势不会是触底反弹，而是较长一段时间处于底部区域，目前的情况已经反映了最差的预期，未来随着政府政策的微调，实体经济将逐渐反映出政策的效果。”

尽管如此，黄强对中国未来经济依然保持信心。“增长率将从过去十年的10%左右逐步下滑到7%~8%，企业利润增速和投资回报率也将逐步下降，而社会的资金价格——利率，也因此难以维持高位，所以从经济增长的角度看，未来中国利率中枢水平有望下移。”

他认为，从经济增长和通胀演进的趋势看，中国货币政策已经进入了逆周期的放松阶段，随着利率调整，也昭示了国内货币政策正式进入了降息周期。本次的降息与以往几次有些许不同，近几年的货币超发使得未来通胀压力依旧较大，通胀易上不易下，因此也很难想象央行会连续大幅降息，降息间隔时间较长，会延长本轮债券牛市的持续时间。

通过对影响债券市场驱动因素的分析，黄强认为长期增长因素和短期流动性因素都继续利好债券市场，虽然四季度通胀指标会有所反弹，但幅度有限，全年CPI会有所回落，货币政策进入降息周期对债市有较好的支撑效应。

### 投资主攻信用债

今年以来，债券市场进入慢牛行情，表现抢眼。黄强表示，进入6月以来，经济先行指标弱于预期，流动性环境也相对宽松，债市继续上涨，但结构出现分化：利率品滞涨或者回调，但信用债出现大幅上涨，特别是

■观点 Point

## 央行连续降息 支撑债券市场走牛

众禄基金研究中心认为，央行在一个月内连续两次降息，说明管理层在宏观调控政策预调微调再度加码，凸显了央行稳定经济增长的强烈意图。

众禄基金研究中心认为，央行此次降息对市场是个利好消息，其不仅有助于股市加快震荡筑底的步伐，同样将支撑债券市场继续走牛。

对于基金投资者来说，由于降息对A股市场构成利好，其有可能有效封杀

李洁洁)

黄强，上海财经大学经济学硕士，18年证券投资研究从业经验。历任浙江财政证券公司投资二部投资经理、光大证券有限公司资产管理部投资经理、研究所策略分析师、泰信基金管理有限公司投资理财部高级投资经理、光大保德信基金管理有限公司高级研究员、基金经理助理、首席策略分析师，2011年4月至今任富安达基金管理有限公司研究发展部副总监，2012年4月起任富安达策略精选灵活配置混合型证券投资基金基金经理。

金元惠理投资总监潘江：

## 估值是底线 用常识打破投资神话



潘江，CFA，毕业于美国耶鲁大学管理学院和中国科学技术大学电子学系，分别获得工商管理硕士学位（MBA）和工学学士学位。现任公司副总经理、兼任投资总监、投资决策委员会主席、金元惠理价值增长股票型证券投资基金管理人。曾任国海富兰克林基金管理研究总监、基金经理、投资决策委员会委员；万家基金管理有限公司首席策略师、研究总监、基金经理、投资决策委员会委员；国泰基金研究部经理；美国韦里逊通信有限公司国际投资部投资经理。

证券时报记者 程俊琳

无论是过去自己从事研究与投资，还是后来管理团队，潘江一直都很勤奋。在他案头，有一本密密麻麻记录着各种总结的笔记本。他说，这个习惯很早已形成，它成为自己投资历程最好的历史书。

自从担任金元惠理副总经理兼投资总监以来，潘江对投研队伍进行了重组，尽其所能填补人手，强化基金经理研究能力，建立新的投研管理系统。不过，对金元惠理投研团队来说，或许他做的更多的是理念的传达。

### 打破投资方法与投资周期的二元悖论

自从引入新股东，惠理集团为金

元惠理基金的投研带来了新的精神。在无数次与新股东团队的沟通中，潘江印象最为深刻的是惠理集团内部对研究的重视程度，低流动性投研团体为惠理集团带来了长久发展的根基。

你可能难以想象，惠理集团每年有2500次实地调研，这是内地投资团队需要去认真切实学习的地方。”这种对研究的重视程度大大超越了目前内地基金行业，这也正是潘江管理这个团队最想革新与强化的地方。

事实上，内地多数基金经理由研究员成长而来，研究员又一直做基本面研究，这决定了他们的投资是从根本上认同公司价值。理论上，基金经理每一次投资都应该是对公司基本面的深刻分析与认同，但反观基金的持股周期，却又明显地表现出短期投资趋势。这也是潘江上任后最想打破的尴尬局面，即基金经理用长期研究方式，最后却表现出一种短期的投资思维。

投资的短与长并没有绝对的优劣，只是基金的研究方式要与投资方式相匹配。”潘江认为，如果基金是短期投资行为，那就应该用相对应的研究方式，或许技术分析对短期投资更有效。如果基金是基于基本面研究，则应该用相对应的相对长期投资方式去匹配。惠理入股后，海外投资研究的传统在金元惠理内部得以强化。潘江说，基金经理如果更扎实从事基本面研究工作，对研究的感觉会更好。

在金元惠理基金内部，一种新的模式正在展开，基金经理更多地参与到研究过程，甚至要像研究员一样写报告。把研究成果与整个团队分享。“我们并不是完全是海外模式，金元惠理强调把研究成果放到台面上，在共享研究的基础上，基金经理根据自己的判断和风格构建自己的组合。”这也是很多基金公司想走的路径。他认为，客观来说基金经理投资研究一起做工作量确实很大，但研究绝不能荒废，这也是锻炼基金经理的有效方式。这种基金经理兼做行业研究的安排，将更有利于充分利用研究资源，一方面，基金经理多为行业研究出身，都是相关行业的优秀研究人员，并对该研究有深刻的理解；另一方面

面，由于直接从事投资，具有更强的实战经验。通过建立以基金经理为核心的公共研究平台，有利于提升公司投研的整体能力，并可更好地培养后备投研人员。

### 投资需要用常识打破神话

基于对基本面的认定，在潘江的投资理念中，一直有一根准绳存在，即估值。这也是伴随着他研究与投资生涯的基准参照指标。科技股网络股泡沫期间，他正身处美国，也正是这种近距离体验，使他在日后投研中都不迷信神话。

“说到底，投资需要常识。”他认为，如果常识判断不可能的东西，从概率上来说就要尽量谨慎，尤其公募基金管理着投资人的钱。我们不能为了极微小的可能性去触碰巨大风险，所以公募基金一定不能激进。”在他眼里，投资没有神话，估值一定是投资的心理底线。他认为，如果公募基金投资还留存有极小概率思维，那就是存有追求中彩概率的投资逻辑。

事实是，他过去在老东家担任研究总监四年的过程中，“风险”这根弦始终绷紧。历史数据表明，国海富兰克林旗下基金在他掌管研究的四年中没有一只基金踩过雷，这对一个研究总监而言无疑是最大的肯定。

不过，这种对估值认定的几近严苛也让他饱受来自团队的质疑。市场对有故事个股的追捧造成基金经理业绩上的一时差距，有时也会被投资群体埋怨。即便如此，考虑到未来高估值总有破灭的一天，潘江还是坚持加强对股票池入库标准的把关。

在潘江心里，一直有一种判断投资的理念，那就是从长期看，估值不会死。依照估值去做投资，是一个长期有效的标准。长期而言，估值具有任何人不可抗拒的影响力，哪怕短期会失去一部分涨幅，但总归会规避未来更多风险。

投资不是一天两天的事，每个投资人不能指望自己马上成功，投资需要多动脑少动手。”遵循这种理念，严苛防范基金管理的下行风险，任何时候都坚持以合理价格买入合理的成长机会。“如果遵循了投资纪律，我

们虽然无法避免业务风险，但至少要规避道德风险，而道德风险的规避更多来源于对企业扎实的基本面研究。”

### 以稳健理念投资成长股

金元惠理基金无疑对这个新生团队寄予了很高期望，惠理集团入股以来的首只基金将由投资总监亲自管理。潘江过去一直管理国富成长动力基金，这只基金的投资标的与即将管理的产品相似。光大证券研究报告显示，2010年，这只基金取得了不俗的业绩，进入排名前三分之一。

这只名为“新经济主题”的产品，80%资产会投资新经济主体的股票。按照产品契约，新经济主题相关性较高的企业包括：在经济发展方式转变中，持续得到政策支持、享受制度红利的企业；在经济结构调整过程中，新兴崛起或迎来新的发展契机的企业；在新的行业竞争环境中，产品具有持续创新能力或产业不断升级的企业；在产业结构调整过程中，具有较强上、下游整合和扩张能力的企业；在区域经济结构调整过程中，受区域崛起影响所助力发展的企业；在社会形态演变和进化过程中，受益于消费升级、消费结构和行为变化的企业。

据了解，虽然厌恶风险，但潘江投资中却显示出对成长性的偏爱，尤其其当前面临经济转型时期，传统行业的投资更多来源于估值的折扣价值，新经济则是未来的投资主题。在他看来，现在正是投资新经济的良机，虽然经济目前还未真正到底，但从现在来看他认可目前越来越接近底部的判断。

在新经济体系中，很多企业都会宣称自己是新经济主题概念，这对基金经理来说，区分真正的成长和伪成长十分必要。”从选股逻辑来看，行业基本面分析更为关键。在他看来，如果一家企业给出的估值已经透支了未来几十年的成长，基金经理对这家企业的投资就该大打折扣。投资新经济，并不意味着去投资一切看起来像新经济的伪成长企业，这类投资标的更考验着基金经理对个股背后深入的分析与判断。“用稳健的心态去管理一只风险更高的产品，这是未来基金投资的核心。”他说。

国泰基金胡永青：

## 非对称降息利好信用债



证券时报记者 张哲

作为一名有过保险公司投资经历的公募基金经理，国泰信用债拟任基金经理胡永青特别强调

“绝对收益”的投资理念。在他看来，二级债基是公募基金中最适合做类配置的基金产品，保险投资的特长就是善于运用资产配置的方式，来力争获取稳定且长期的绝对收益回报。

胡永青在接受证券时报记者采访时表示，短期而言债券市场经历6月份以来的调整后，受超预期降息影响，会有正面表现，而眼中长期考虑，基于政策托底，中期经济下滑趋势将减缓，通胀预期有抬头迹象，利率产品的上涨幅度有限，但预计信用债则将受益于降息。一方面流动性将继续宽松，另一方面，贷款利率降幅大于存款利率，企业财务压力下降，经济面临小反弹，信

用利差有缩窄要求，有利信用债在下半年的表现。

### 准确把握美林投资时钟

保险公司投资中始终贯彻安全性、流动性、收益性原则。其中安全性作为第一原则，始终贯穿整个保险投资体系。因此，我们看到保险投资这么多年未出现集中投资单一投资品种而导致风险大幅暴露的现象。”谈及在保险公司投资经历最大体会时，胡永青认为控制波动性，强调安全边际要高于单纯对收益率的追求。

正基于对波动性和安全性的高度关注，今年以来由胡永青担任基金经理的另一只二级债基——国泰双利债券基金收益率一直呈现稳步上升的趋势，并在上半年业绩比拼中，排名同类型基金前列。

回顾过去半年取得良好业绩的原因，胡永青表示得益于整个固定收益团队对美林投资时钟的准确把握，“今年以来我们对于宏观和市场作出了较为准确的判断，在债券类资产和权益类资产的轮动过程中把握较好，规避了市场波动对于基金的负面影响，同时对于各类资产的机会特别是中低等级信用债和股票的上涨都有较好把握。”

胡永青介绍道，去年底，公司固定收益团队就预期到经济可能会在今年上半年经历痛苦的转型过程，根据美林投资时钟理论，当CPI见顶下行、宏观政策依旧紧缩未出现大幅度放松的时候，经济将由滞胀转向低通胀低增长的“衰退期”。这时将迎来债券

投资的黄金季节。”

根据上述判断，胡永青所管理的国泰双利债券基金加大了对债券资产配置比重，但对于20%的权益类投资比重，他却显得格外谨慎，一般市的低迷首先还是对经济的反应。2012年的中国经济将处于转型关键时期。未来经济的增长，必须转向内需驱动；产业结构也得由加工制造业为主向现代服务业转型。在这段过程中，无论是国家还是企业都要付出一定的痛苦代价。在经济成功转型之前，单靠短期的救市政策已无济于事。”因此，今年以来胡永青对国泰双利债券基金的股票投资部分采取了波动操作的策略，并把握住了几次市场反弹的契机。

### 下半年经济将呈“L”形

对于下半年的宏观经济环境，胡永青向记者表示，“预计全年经济整体将呈现“L”形，下半年经济增长在政策托底和流动性投放的支撑下应该能够稳定住，全年8%左右的GDP增长还是能够实现；但期望出现2009年因大规模刺激政策而大幅回升的概率不大，政府换届时期，房地产调控持续以及结构调整的要求会使得经济整体以平稳过渡为主。”

基于上述对经济下行但幅度可控的宏观经济判断，胡永青也道出了下半年的投资策略，“因为货币政策趋于宽松，通胀处于低位，所以债市依然具备较好的配置机会，但考虑到上半年债券收益率下行幅度较大，下半年的预期收益率会低于上半年，但相比较其他类别资产，债券特别是信用债仍然具有获取较高绝对收益的可能。”

而对于股票投资，胡永青仍然保持谨慎的态度，“权益类资产在整体风险偏

好情绪下行的背景下，依然难有趋势性机会，但市场估值处于历史低位，如果有适度的政策调整，市场将有阶段性机会。”

### 严把信用债风险

谈及正在发行的国泰信用债基金，胡永青坦言这是公司结合未来一段投资周期的判断而推出的主投信用债，并可以20%仓位投资股票的二级债基，“相对于股票型基金，国泰信用债可以把仓位降到0%，完全规避二级市场风险；而相对于纯债券型基金，显然目前已过了最好的投资时机，二级债的投资灵活性会更好一些。”

当然，胡永青也不讳言信用债未来存在的风险——出现信用事件的冲击以及市场调整引发的流动性风险。“上述风险点也体现了公募基金作为专业投资机构的优势，国泰基金作为专业的投资机构，一直将风险防范放在投资的首要位置，对于信用风险的控制主要依靠信用风险控制体系进行信用量化和定性分析和跟踪；投资组合层面我们按信用级别限定投资比例，采取分散投资策略，对同一持有人或同一集团下发行人所发债券的比例保持关注，尤其严格控制相对信用风险较高的个券的投资比例，以降低流动性风险。”

采访中，胡永青也同样看好未来中小企业私募债的投资机会，“私募债的推出既是扩大中小企业融资渠道、支持实体经济的重大举措，也是扩充债券市场品种，活跃固定收益市场的新动向。对于目前整体收益率下行的市场环境，有助于债券型基金增加投资标的范围，这类债券作为较高信用风险和较高收益的品种，将对债基预期回报的提高起到一定作用，这一点从美国高收益债券的发展状况就能得以验证。”

■观点 Point

## 央行连续降息 支撑债券市场走牛

众禄基金研究中心认为，央行在一个月内连续两次降息，说明管理层在宏观调控政策预调微调再度加码，凸显了央行稳定经济增长的强烈意图。

众禄基金研究中心认为，央行此次降息对市场是个利好消息，其不仅有助于股市加快震荡筑底的步伐，同样将支撑债券市场继续走牛。

对于基金投资者来说，由于降息对A股市场构成利好，其有可能有效封杀

李洁洁)