

债券投资要耐得住寂寞

——对话嘉实基金固定收益部总监刘熹

◎本报记者 王文清

迄今为止的2008年是股票方向理财产品滑铁卢,这也让更多的普通投资者认识到资产配置的重要性,让债券基金这一以往更多为机构投资者关注的基金品种,更多地进入了普通基民视野。在股票基金发行遭遇困境的同时,债券基金无疑已经成为了今年中国基金业最大的增长点。截至上周,2008年债券型基金获批准发行的数量已达19只,创下了2005年来最高纪录,超过2005年到2007年三年债券型基金发行数量总和,募集规模也达到了创纪录的586亿。

在债券基金高歌猛进的时候,我们有必要再次提醒投资者全面认识债券投资的特点和本质。那么,债券基金管理能力的体现主要在哪些方面?债券基金经理是如何在控制投资风险的前提下提高收益的?如何看待债券基金的收益率?今年下一阶段债券市场的走势将如何演化?未来债券市场的投资热点将在哪里?本报记者就此与嘉实基金固定收益部总监刘熹展开了对话。

每年为投资者赚钱

记者:作为资深的债券基金经理,您多年来在固定收益市场投资的经验给您带来的最大感受是什么?

刘熹:包括债券在内的固定收益投资最重要的核心是要控制风险,在控制风险、流动性和收益三者之间,应更注重前两者,牺牲前两者而去追求收益是固定收益投资的大忌。这应该是我们从业以来一直坚持的原则和最深刻的感受。

在投资理念方面,我认为作为债券基金经理目标应该是为投资者创造一个相对平稳的长期收益,我坚持的是一个使资产“恒久保值”目标,这也应该看做债券投资的本质。做债的人应坚持在一个合理的收益区间范围,每年为投资者赚钱的目标,而不是业绩的大幅波动。

债券市场相对于股市来说波动率要小得多,受关注范围也主要局限于银行、保险公司等机构投资者,因此债券基金经理要耐得住寂寞,在把握宏观经济中长期趋势的前提下,能够抵御住资本市场的短期波动的诱惑,坚持住自己的投资原则。

还有一个感受就是,做固定收益投资不像股票投资是“大碗吃肉,大口喝酒”,而是“一点一点啃面包屑,积少成多”,因此,不放松每一分钱的赢利机会。

下半年债市预期平稳

记者:下半年货币政策会如何调整?对债券市场将会产生什么影响?

刘熹:对宏观经济细致而深刻的了解是债券市场投资的基础,对全球经济和货币政策的深入分析有助于形成正确的投资策略,在挑战与困境中挖掘出投资机会。我们认为下半年宏观调控将延续稳健的财政政策,货币政策在从紧的基础上将有局部的结构性小幅调整。

就国内经济环境分析,我们看到国内经济增长呈现放缓趋势,进口增速加快,且价涨大于量升,出口增速

与进口增速的差距拉大。通胀问题有所缓解但压力仍大,目前PPI已经超越CPI并对CPI构成上行的压力,高通胀也对未来消费增长构成压力。流动性表面宽松但实际紧张。上半年热钱流入较多,但居民存款回流和定期化明显,而贷款余额增速受控,贷存比持续下降。通货膨胀导致实体经济对流动性的吸收能力增强,存款准备金率对收紧流动性的边际效应也越来越明显。流动性整体紧张在资金市场、股市、债市均有反应,股市和债市的跷跷板效应也不再明显。

未来的债券市场走势将取决于宏观经济形势和宏观政策取向。今年以来央行通过上调准备金率和央票回笼,缓解了金融领域流动性过剩的局面。目前来看,央行持续的数量工具收紧,边际效应已经明显地显现出来。比如银行间回购利率比去年有所上升以及新发债券的认购倍率较低等方面可以看到,金融领域银根还是比较紧的。实体经济领域也出现流动性问题,在此情况下央行会在信贷比作适度调整,比如给中小企业一定支持,但总量不会有大的突破。

因此,下半年的债券市场可能是比较平稳的市场,银根紧缩对债券市场比较利好,但可以买债的钱又有很多被央行收走,这样债券市场只能说是比较平稳的市场。

下一阶段操作仍持谨慎策略

记者:最近期货市场国际油价已经出现了比较明显的下跌,这对于缓解全球通胀是一个非常大的利好,这也可能影响到我国的货币政策和债券市场走向,这是否意味着我们在债券投资上下一阶段是否可以更加积极一点?

刘熹:最近的宏观经济的确是相对正面一点,国际市场原油期货价格出现了下跌,跌破了每桶价格120美元的关口,这对缓解通胀的确是利好。但是我们需要观察这一变化的持续性,考虑到国内货币政策环境,在投资上仍不能盲目乐观。

总体上看,下半年我们将采取的仍是比较谨慎的投资策略,谨慎对待长期债券,从控制利率风险以及流动性管理角度,我们的配置重点将放在中短期债券品种,比如说央票、短融、浮息债等。在配置上嘉实将采取短久期策略,类子弹期限结构,集中于短端产品。类属配置上短端以短融和央票为主,中端以3-5年期金融债、央票和企业债为主。中期浮息债仍可以作为对冲利率风险的工具作为配置品种。同时,我们也会在投资过程中将重点关注系统性风险充分释放后的反弹,以及流动性不足时市场的矫枉过正,挖掘与发现投资机会。

看好信用债投资前景

记者:近期一批高利率的公司债发行引起了市场的关注,由于股市持续低迷,债券融资的比例正在提升,收益率高的信用债是否会成为债券市场未来的投资热点?

刘熹:公司债的确是一个投资的热点,我们看到公司债利率发行利率上升是一个方面,同时也注意到了这个市场的巨大发展空间,一个市场较高的活跃度是它做大的前



刘熹简历

刘熹,经济学硕士,15年证券从业经验。曾任平安证券福田营业部分析师、中国平安保险投资管理中心投资经理,巨田证券公司投资部副经理,招商证券公司债券研究员。2003年2月加盟嘉实基金管理有限公司,2003年2月至今任社保债券基金经理,现任公司投资决策委员会成员、固定收益部总监。2008年4月至今任嘉实债券基金基金经理,并且是嘉实正在发行的嘉实多元收益基金拟任基金经理。



提,我们看到信用债市场的机构参与度正在提高。虽然有税收、流动性等方面的问题,但一些品种仍是值得我们去参与的。

鉴于企业债信用利差不断攀升,嘉实基金也将重点关注优质企业债。考虑到市场流动性趋于紧张的风险,嘉实将重点配置享有较高的息差安全边际的优质信用债,包括流动性良好的短融和优质企业债等。可转债方面在控制仓位的同时关注能够获益于通胀的品种,选择绝对价格低的、平衡型、正股具有确定性的成长性转债品种以及有较好条款保护的转债品种。

记者:嘉实基金信用债特别是无担保信用债投资策略是什么?

刘熹:一个是仓位控制,通过流动性和收益性、风险金融资产三性来平衡。第二,必须有信用分析师的评级,才能设定风险敞口。对企业债、公司债、短期融资债我们都采用刚才所说的信用评级体系。

风控是债券投资核心能力

记者:据您的从业经验来看,一家机构在固定收益领域的投资特别是在债券投资方面最核心的能力体现在哪些方面?嘉实基金在这方面有哪些优势?

刘熹:总结下来看,低风险产品常常要在控制风险的情况下才能取得良好的回报。在固定收益方面,首要的是控制风险,风险的度量、监控、评估等等各个方面其实要用到很多,这是一个机构在固定收益投资方面的核心能力。

而风控能力又更集中表现在公司的研究能力上面,而且嘉实固定收益团队所研究的领域非常广泛,包括宏观、信用、可转债、定量、海外,而且我们这个团队在信用研究领域比较领先,我们在业内率先建立了内部信用评级系统,建立了自己的信用分析团队,而且团队还和嘉实的股票团队、海外股东共享投研平台。我们目前管理着3只固定收益类基金、2个固定收益类社保组

合与企业年金等机构理财产品,及股票方向基金或投资组合中的固定收益部分,总计固定收益类资产管理规模超过500亿元。

债券型基金的多元化投资

记者:对于债券基金来说大家往往看到的是它的避险功能,对其收益增强功能应该如何来看待呢?

刘熹:中国的债市并不发达,我们缺乏一些灵活的衍生工具,但是我们还有在债市以外更多的选择,就是灵活增强收益部分的资产,说白了就是偏股方向的低风险盈利机会,比如说新股申购、可转债,或者在收益增强策略下择机的股票投资。

股票、债券等各种资产的收益和风险特性不同,在相同的市场条件下价格变动的方向、时间和程度都可能不同,即相关系数较小,在投资组合中配置相关系数越小的不同种类资产,投资组合的分散风险和多元化作用越明显。国内个人投资者参与债券市场最便利的方式就是配置债券型基金。值得注意的是,一些投资品种多元化、投资方式灵活的债券型基金本身就具备了一定资产配置的特征,如嘉实正在发行的多元收益债券基金,在以债券为主要投资的基础上,以较大安全边际灵活分享各种证券投资机会。通过将多种投资标的纳入投资组合的方式,来对投资进行风险管理,努力做到在多元化的投资组合中,任何单一资产的波动,都不至于对整体造成太大的影响。

多元收益债券型基金适合希望本金中长期稳妥,以较大安全边际稳定分享证券市场增值的投资需求。实证表明,债券与股票的资产组合,长期能有效地优化风险收益。美国市场近60年的数据显示,由80%的债券资产和20%股票资产构建的组合,在长期不增加风险的情况下,能明显增强收益。

在过去十年,中国股市的年均回报和波动风险都明显高于海外成熟市场。因此,在规避风险的前提下稳定增强收益,对中国市场更有现实意义。