

## 韩海平 债基投资应立足绝对收益

□本报记者 郑洞宇

## 流动性趋紧

**中国证券报:**你对目前的经济形势有何判断?

**韩海平:**虽然4月份汇丰PMI数据受季节因素扰动低于预期,但我们仍维持2013年经济将呈现弱复苏格局的判断。今年4月份发电量数据同比增速在7%左右,预计4月份工业增加值能达到10%左右,仍在回升之中。从中观数据层面来看,经济也依然往复苏的方向发展。由于去年二季度经济数据基数较低,今年二季度的经济数据可能会好于一季度,经济回升的格局至少能够维持到三季度,其动力来自于房地产市场回暖、基础设施建设投资力度加大、工业行业去库存基本结束以及全社会融资总量的持续增长。今年经济增速的目标为7.5%,由于二季度经济复苏较为明朗,近期出台经济刺激政策的可能性较低。

**中国证券报:**今年的通胀形势如何?

**韩海平:**由于油价、国内工业品价格持续走弱,加上禽流感抑制肉类价格走势,今年二季度通胀不会成为扰动市场的问题。甚至可以说,在今年四季度以前,由于经济复苏力度还偏弱,通胀也不会出现较快反弹。而四季度通常是食品季节性涨价高峰,猪肉价格卷土重来的可能性很大,四季度通胀有可能出现反弹,但全年CPI超过3%的概率不大。从全年的角度看,通胀比较温和。

**中国证券报:**自春节以后流动性似有收紧之势,你对现阶段市场流动性是否乐观?首季外汇占款增速逾1.2万亿元,热钱流动会否成为市场新的忧虑?

**韩海平:**春节以后,国务院陆续出台房地产调控政策,央行公开市场操作增加正回购来回流动性,反映了宏观经济政策的预调微调。我认为这些调整措施有助于控制房价过快上涨和抑制地方政府的投资冲动,有助于控制通货膨胀。从全年走势看,经济增速会更加平稳,而通胀也将控制在合理的水平。从央行今年稳健的货币政策基调来看,央行将更注重运用短期流动性调节工具,通过正回购和逆回购的方式来精确调节市场的流动性,预计货币市场利率将不会出现脉冲式的大幅上行。我们预计今年出口将明显回升,外汇占款或者外部流动性将会改善,此外预计全年社会融资总量和信贷增速仍然会比较稳定。对债券市场资金面而言,影响较大的是对影子银行和银行理财产品业务的规范力度。从全年的走势来看,我们预计资金面一季度最宽松,二季度比较平稳,下半年将会逐步趋紧。

今年一季度出口顺差较大,人民币汇率有一定升值,3月份对港出口数据也大幅增长,一季度有热钱内流的趋势。进入今年二季度以后,资金已有外流迹象,3月份出口整体也出现回落。今年全年出口增速也趋于平稳,较去年在外汇流动性上会好一些,顺差、人民币汇率不会成为新的忧虑,央行对流动性的调节也愈发成熟和精确,流动性不会有太大问题。

CFA(特许金融分析师)和FRM(金融风险管理师),只有少数基金经理能够将这两大证书集于一身,而融通基金固定收益部总监韩海平就是其中之一。适逢债券市场波动,韩海平在近期接受中国证券报记者采访时表示,二季度经济弱复苏态势不变,虽然流动性相对于一季度趋紧,但二季度债券收益率整体应该是震荡上行的态势。近期债市受负面因素影响,可能会出现市场反应过激与流动性冲击,但对于新基金而言是较好的建仓时机。而下半年随着经济的进一步好转、企业盈利的改善和宏观政策的明朗,预计权益类市场仍然存在机会,因此转债将会在下半年成为较好的投资品种。

谈到固定收益产品发展,韩海平认为关键是要做绝对收益产品。基金管理人应在投资上淡化排名,以绝对收益为目标。



**韩海平**,CFA,FRM,中国科学技术大学经济学硕士,管理科学和计算机科学与技术双学士,10年证券从业经历。2003年10月至2007年4月在招商基金管理有限公司从事量化投资策略研究工作,2007年5月至2012年9月在国投瑞银基金管理有限公司工作,历任高级研究员、基金经理、固定收益组副总监;2012年9月加入融通基金管理有限公司。

## 可转债存机会

**中国证券报:**债市的慢牛行情二季度能否延续,未来债券的投资策略有没有改变?

**韩海平:**从全年角度看,今年一季度是债市最好的时候。今年年初信用债券的收益水平和信用利差在四分之三左右,一季度债券供不应求,资金面宽松,利好债市的因素非常多。但一季度经济增长不及预期,债券的利好因素已经基本兑现。二季度则处于经济弱复苏格局,资金面相对趋紧,债券供给预计会上升,近期债券收益率回到了中位数水平,二季度债市收益率会出现缓慢上行,这对新基金而言是较好的投资时机。

我认为,二季度债券收益率整体上应该是震荡上行的态势,下半年随着通胀上升和调控政策的不确定性,债券市场将面临压力。鉴于今年经济窄幅波动,通胀维持在较低水平,债券的投资策略主要盯住绝对收益水平做波段操作。

**中国证券报:**年内哪些债种还有较好的投资机会?

**韩海平:**与去年年初相比,今年信用债券的收益率水平不高,因此债券基金的收益率可能不如去年,投资者要降低对债券基金收益率的期望。权益类资产方面,由于政策的不确定性,波动可能比较大。

从全年来看,经济的缓慢复苏,企业的盈利水平和现金流状况将会改善,企业信用风险下降,信用利差将平稳收缩,预计信用债券仍然存在较好的投资机会。近期转债市场出现了明显的调整,转债的投资价值开始回归。下半年随着经济的进一步好转、企业盈利的改善和宏观政策的明朗,预计权益类市场仍然存在机会,

因此转债将会在下半年成为较好的投资品种。

**中国证券报:**信用债近年大规模发展,但超日债等事件也逐渐暴露了信用债潜在的风险,基金在投资过程中应如何规避?

**韩海平:**最近几年信用债市场快速成长,截至2012年年末信用债券余额达6.6万亿,超过我国债券市场整体余额的25%,而2008年年末这一比例不到8%。中票、短融、城投债和公司债等信用品种的大规模供给,不仅增加了投资工具,并且丰富了债券投资策略和债券基金品种。最近几年,由于信用债市场的发展,信用债券品种的丰富,不仅债券投资策略多元化,而且债券基金产品创新也层出不穷。信用债券的收益率通常比利率债高出不少,因此自下而上精选个券、通过杠杆套利等策略也逐渐在债券基金的管理中被普遍运用。专门投资于信用债券的信用类债基、封闭式债基和分级债基等应运而生并且大放异彩,这不得不归功于信用债券市场的蓬勃发展,信用债券市场的快速扩容实际上为债券投资提供了机会。

随着信用债券市场的发展,发债主体信用评级下沉以及超日债等信用事件的发生,实际上对机构投资者对于信用风险的识别、度量和管理提出了更高要求。即要求机构投资者投资信用债券必须建立完善的内部信用评级体系,以内部评级为依托的信用债券库管理制度,以信用债券库为基础的信用债券组合的构建、监控和调整方法。此外,要求机构投资者建立独立于投资部门之外的信用风险控制体系、制度和流程。

## 立足绝对收益

**中国证券报:**在债市扩容的大背景下,固定收益产品蓬勃发展,但近期也有一些问题出现,你认为作为基金管理人应该如何把握好发展机遇?

**韩海平:**固定收益产品发展,关键还是要做绝对收益产品。基金管理人应在投资上淡化排名,以绝对收益为目标。保本基金事实上就是很好的绝对收益产品,保本机制就解决了绝对收益的问题,保证了产品的收益底线。根据2004年至2012年的数据统计,保本基金年均收益率为13.66%,远高于同期三年定存(6.73%)和三年国债(6.25%)的收益率。2004年至今,保本基金9年取得了正收益,6年收益超过同期A股(沪深300),跑赢大盘是大概率,而且保本基金在弱市中优势明显,表现大幅超越股市。已结束保本周期的基金净值90%的时间都保持在1元以上;保本基金净值最低的时候是0.965元,下行风险相对可控。

**中国证券报:**融通近期发行的融通泰保本采取了哪种保本策略,有哪些优势?

**韩海平:**融通泰保本基金采用时间不变性投资组合保险策略(TIPP)和基于期权的组合保险策略(OBPI)相结合的投资策略,通过量化技术动态调整资产配置比例,以达到保本基金安全的基本目标。TIPP策略的实行首先确定保本资产的最低配置比例。根据保本周期末投资组合最低目标价值和合理的贴现率,计算

期初应持有的保本资产的最低配置比例,即设定基金期初价值底线;其次,确定风险资产的最高配置比例。根据组合中风险资产的风险特性,决定安全垫(即基金净资产超过基金价值底线的数额)的放大倍数,然后根据安全垫和放大倍数计算期初可持有的风险资产的最高配置比例;最后,当基金净值上涨超过一定幅度并保持一定时间后,基金将择机提高价值底线,并及时锁定部分收益。

相比传统的CPPI保本策略,TIPP保本策略由于在基金净值上升过程中提高了价值底线,从而锁定了已实现收益,因此整体风险要小于CPPI策略。

**中国证券报:**保本基金对管理人的资产配置的要求较高,你认为应该怎样做到资产配置给持有人带来持续的投资回报?

**韩海平:**我从2003年开始研究资产配置,在2005年也曾为社保组合开发过资产配置工具,十年经验总结下来,我认为做好资产配置需要注意三个方面的问题:一是资产配置要随市场演进,对资产配置工具不断调整;二是资产配置离不开投资时钟,但这仅仅是基本原理,还需将国内市场的情况融入其中,对市场基本面变化有正确的把握;三是在市场出现相对价值时,做适当的偏离。但这不是绝对的偏离,而是在有把握的基础上,做相应幅度的偏离,大概率取胜。