

协同作战 积跬步至千里

——访建信基金固收、权益、海外投资部总经理

□本报记者 徐文擎

李菁,硕士。2005年9月加入建信基金,历任债券研究员、基金经理助理、基金经理、资深基金经理、投资管理部副总监,现任建信基金固定收益投资部总经理。

姚锦,博士。历任建信基金研究部首席策略分析师、权益投资部副总经理兼研究部首席策略分析师,现任建信基金权益投资部总经理。

李博涵,硕士。曾就职于加拿大蒙特利尔银行及加拿大帝国商业银行等金融机构,任全球资本市场投资顾问。2008年8月加入建信基金,现任建信基金海外投资部总经理。



姚锦:看好消费服务和制造创新两大方向

中国证券报:2019年A股存在哪些投资机会?

姚锦:2019年A股估值低,伴随经济结构转型存在很多投资机会。首先,市场整体PB(市净率)中位数处在历史最低的5%区间。过去A股上市公司的结构与经济结构类似,以重化工业为主,目前高端制造、消费服务、创新类的公司越来越多,市值占比也在不断提升,借鉴海外经验,这些行业按照PB来衡量可以给予更高的估值,其中蕴含估值提升的投资机会。

其次,经济转型过程中很多子行业的景气程度将不断提升,一些成熟行业中的龙头企业将不断受益于行业集中度提升和自身效率提升,这其中蕴含基本面持续超预期的投资机会。

借鉴工业革命以后大的经济体的成功经验,首先是制造业或高新技术产业的大发展,在此基础上伴随消费和服务行业的发展。我们认为,在中国经济高质量发展、结构调整的过程中,全要素生产率的提升在当前阶段更重要的体现在提升生产效率、盘活存量要素,以及更有效的组织管理方式等方面,这些方面都存在投资机会。比如在生产效率提升方面,我们观察到,过去国内在C端应用层面积累了很多技术,有战略意识的优秀企业已经开始着手将技术优势从C端应用迁移至B端,如工控自动化、工控互联网、大数据营销网络等。这种2B端的技术运用,可能技术难度不高,但重在具备快速放大的规模效应,对经济格局提升、实现高质量发展有重要意义。另外,很多企业在发力云计算、云融合、5G等智能方向,企业的管理也正在由过去的粗放型转向精细化流程管理。这些蓬勃发展的领域孕育着景气度不断提升的子行业和很多的投资机会。

另外,消费服务业在精细化和专业化分工上也有很大的提升空间,并且服务业的发展同样也会促进制造业生产效率的提升。以金融业为例,如果金融行业能更好地发挥风险定价作用,将资源配置到最有效率的地方,而不是简单地统一降低成本,那么在服务实体经济发展上会更加有所作为。

中国证券报:2019年会采取怎样的投资策略?

姚锦:2019年我们的核心关注点是景气度不断提升的行业,传统行业里的龙头企业,以及经济和金融的周期性变化带来的投资机会。景气度不断提升的行业如制造和高新技术领域的计算机、通信、新能源等行业,消费和服务领域里面的教育、券商等行业。经济和金融的周期性变化带来基建、机械等逆周期行业以及汽车、地产等早周期行业的投资机会。同时,伴随外资对中国股票的配置比例不断上升,具有稳定发展的消费龙头也将是我们的关注重点。

中国证券报:有哪些风险需要回避?

姚锦:2018年市场经历了整体性的估值下调,2019年重点关注企业个体业绩的差异化加大。比如股权质押导致一些公司股权和管理层发生变化,以及在经济高质量发展过程中,部分公司存在硬件配套不过关、管理不进取等。总之,业绩低于预期的公司,其股价可能面临盈利和估值的双重压力。

另外,在宏观层面,关注居民部门的资产负债表。目前我国居民杠杆率与BIS(国际清算银行)国际数据相比并不高,但实际存在两个不明确的方面:一是债务偿付率,尤其是新增债务的偿付压力较大;二是金融部门对居民部门是否存在循环授信等。

李博涵:把握美股牛长熊短趋势

中国证券报:建信基金海外投资团队主要聚焦于哪些地区的投资?

李博涵:目前公司旗下有3只QDII基金,覆盖了成熟市场和新兴市场,其中成熟市场主要专注于美国股市,新兴市场主要专注香港市场,另外,全球资源类基金主投原油和大宗商品。美股方面我们比较关注金融、消费、IT、大健康、智能制造等板块;港股中关注新经济及互联网相关板块。整体上,投资风格比较均衡。

中国证券报:你们对2019年美股的走势如何判断?

李博涵:总体上,2019年投资美股有一定难度。我们会根据市场发展趋势、美联储后续加息的次數和频率,结合美国实体经济指标和企业盈利状况,做好仓位管理。如果美联储2019年继续加息3-4次,美股还会再迎一波下跌。从历史数据看,如果美股整体PE下降到13倍左右时,往往是较好的介入时点,但美股是否会有这么大的下跌幅度,尚需市场表现验证。

过去五年,几乎每年在开局之时,国内投资人对美股都比较悲观,原因大致有三点:美国牛市时间很长,应该有所调整;美国经济低速增长,没有出现中高速增长

的引擎;美国加息周期叠加长短端国债收益率倒挂影响,美国市场大概率下跌。尤其是此轮美股的熊市似乎来得比预期还早。但是面对市场短期的涨跌,择时本身是件很难的事,更应该赚取长期趋势的钱和企业盈利增长的錢。我们做过一个统计,在过去90年如果投资标普500指数,且分红全部再投资,将会产生3300多倍的回报,核心原因是企业盈利也增长了约3000倍。从这个层面讲,投资者在恐惧市场下跌风险而卖出股票的同时,也应考虑到市场快速反弹时可能出现的踏空风险。

从美国经济发展的情况看,尽管近十年美国经济增速较慢,但需要关注的是美国企业的经营质量较好。例如美国的企业资金周转率,在过去二三十年有了很大的提高,从上世纪90年代的100天减少到现在的30多天,说明资金效率显著提升。同时美国企业的利润率和股本回报率也在上升,表明盈利质量在提升。美国在IT、医疗、制造业创新等方面在全球仍然具有领先优势,所以美国经济核心竞争力还在,经济增长总体还是良性地增长,因此美国股市长期看是上涨的,并且熊市较短,牛市较长。

作为首批银行系基金管理公司,建信基金注重锻造在投资管理上的平台优势。而事实证明,“协同作战”的团队实力往往是业绩可持续性发展的重要保证。2019年市场将如何演绎?中国证券报记者采访了建信基金固收、权益和海外投资团队的“掌舵人”,共同展望2019年的投资机遇。他们认为,2019年尽管难有大的趋势性机会,但结构性机会犹在,投资将勤勉而为,积跬步至千里。

李菁:债牛行情刚过半场 关注信用债

中国证券报:2018年建信在固收投资上实现“零踩雷”,在风险防控上积累了哪些经验?

李菁:2018年违约事件频发,我们由于从公司到部门层面都构建了完善的风控体系,实现了债券投资“零踩雷”。在公司层面,设立了专门的团队跟踪维护信用债券备选库,并设立了包含各个投资分类的投资决策委员,根据不同基金类型分别设定信用债投资比例上限。从部门而言,不断完善内部的发行主体信用风险管理体系,自主研发了多个专业性很强的信评模型,通过多维度分析和一系列内部流程严控风险。此外,由风险管理部严格监控投资组合的各项信用风险敞口及比例,监督信用债出入库流程和组合的风险筛查执行情况。

中国证券报:对于2019年债市有哪些预判?关注哪些机会?

李菁:预计2019年宏观政策更注重“稳增长与去杠杆、强监管”的关系,全市场流动性将维持中性偏宽松格局。美联储加息周期接近尾声,国内货币政策操作空间打开。但政策对经济难有立竿见影的拉动效果,且通胀中枢抬升空间有限,因此宽松的货币环境可能依然存在,债牛行情可能将延续。

信用债方面,由于宏观政策强化逆周期调节,地方债发行计划增多,因此城投企业融资环境可能改善,城投债具备投资价值。未来资金成本大概率维持低位,信用债套息空间依然存在,具备杠杆价值。随着宽信用效果逐步显现,信用利差可能压缩,中等资质债券有修复性机会。

反映到投资层面,受市场影响,未来获得超额收益的难度进一步增加。在市场预期一致的情况下,需要密切关注可能引发市场转向的因素。2019年大量信用债将到期,企业资金链断裂概率依然存在。宽信用的效果有待继续观察,评级利差持续分化的现象短时难以修复。在无风险收益

率中枢下行的环境下,信用债投资中的择券和定价能力将成为未来投资的核心,我们会以“积跬步、至千里”的心态帮助投资者获取稳健的回报。

中国证券报:投资策略上较2018年是否有所改变?

李菁:2018年债券收益率下行幅度较大,短期内债市上涨空间存在透支,2019年利率或出现较大波动。在积极的财政政策配合大力加杠杆的环境下,长久期利率债收益大概率出现震荡,而短端中等评级信用债估值和安全性可能更具吸引力。宽松的资金面存在相对稳定的套息空间,未来将关注政策对冲发力后市场和经济的变化,重点关注有国资控股背景、现金流较好的主体发行的债券。

中国证券报:除了传统的投资框架,还有哪些变量可能影响到投资?

李菁:除了宏观经济与通胀、市场资金面状况与货币政策取向,还要更紧密地观察和分析政策导向意图和市场变动信息,及时了解债券行业和创新产品的发展动态。

银行理财子公司的成立,短期看的确会与基金公司产生博弈和竞争,不过从中长期来看,银行理财子公司与公募基金将形成良好的互补关系,促进资本市场整体发展。首先,市场环境复杂时,需要投资策略多样化。除了传统基础债券的低买高卖和杠杆策略外,衍生工具、信用分析和权益操作可以在对冲风险的基础上增厚产品收益,基金公司在这方面有相对优势。其次,一些资管规模较小的银行可能由于资质或其他原因放弃设立理财子公司,回归银行的存贷业务,这部分资金将回到市场重新寻找机构,从而带来资金增量。最后,理财子公司成立初期,投研等核心人才及适合公司的投研分析体系都需一定时间组建,所以“类委外”模式将成为不少理财子公司快速发展业务的重要方式,因此也会促进合作业务的发展。