



## 鹏扬汇利债券

## 杨爱斌:投资要始终跟市场保持一点距离

□本报记者 叶斯琦

在第十六届中国基金业金牛奖评选中,鹏扬汇利债券荣获“2018年度开放式债券型金牛基金”荣誉。2018年鹏扬汇利债券运用宏观配置策略驱动模型,在大类资产配置和波段操作上独树一帜,取得了优异的业绩。谈及多年来的投资感悟,鹏扬基金总经理、鹏扬汇利债券基金经理杨爱斌在接受中国证券记者采访时表示,做投资要始终跟市场保持一点距离,这样才能引领市场。同时,只有极端重视风险控制,才能保证公司行稳致远。

## 精准把握市场节奏

谈及2018年业绩亮眼的原因,杨爱斌表示,一是在大的资产配置策略上比市场平均要做得更好;二是在股票和债券这两类资产类别中,操作也较为出色。

他回顾2018年的操作时说,股票方面,2018年只有1月超配,其余时间基本上保持中性或中性略低配的状态。具体板块轮动方面,1月超配金融股;二季度增仓成长板块和医药、消费股;6月底逢高卖出消费、医药股,反手在底部买入银行等防御类低估值股票;三季度末又将已获得较高超额收益的银行股清仓,并抄底医药、光伏等板块,这些股票在四季度又有不错表现。“总体来看,去年股票操作节奏把握得非常好,因此超额收益还不错。”

债券方面,杨爱斌说,债券投资是鹏扬基金的强项,无论是宏观研究还是信用风险控制,抑或是利率债的波段把握,都比较突出。“去年1月债券跌得最凶时,就把久期提上去,并维持



**杨爱斌:**鹏扬基金法定代表人、总经理。复旦大学金融专业硕士,自1999年开始债券投资,拥有20年债券投资经验。曾担任中国银行间债券市场第一届专业委员会委员、鹏扬投资总经理、华夏基金经理助理兼固定收益投资总监、中国平安保险集团公司集团资金营运中心组合管理部副总经理等职务。作为中国债券市场上最早的一批从业者,见证了债券市场规模从2000亿到80万亿的飞跃。

较高久期;4月降准之后减仓;5月和6月债券跌回来,毫不犹豫地把仓位加上去;7月暴涨结束后减仓;8月发现七天回购利率出现买入信号后,又重新加仓;9月底曲线特别陡峭时,再次加码长单和超长单,然后一直到年底。所以,去年债券波段做得还不错,基本上把细的波段都全做出来了。”他强调,没有做任何信用下沉,也就是没有承担特别大的系统风险。

为什么能踏准节奏呢?“我是固收出身,是一个典型的自上而下的投资

人,去年的宏观环境和市场风格特别适合这种特点,因此优势就很明显。”杨爱斌介绍,鹏扬基金的宏观配置策略驱动模型,主要是围绕经济增长、通货膨胀、无风险利率、风险溢价等几个关键变量进行分析,看市场的预期是什么,跟自己的预期进行对比,从中寻找预期差。“对于现在这套体系,我们的打法越来越熟练了。”他颇为自豪地说,“去年是真正意义上完整地将我们的模型运用在公募基金的一年。”

谈及多年来的投资感悟,杨爱斌说,

“做了20年投资,最大的体会就是人多的地方不要去。因为人多的地方,背后就是预期已经打足了,预期打足的资产你再去买,就赚不到钱了。因此,我现在做组合管理,第一反应不是这个资产怎么样,而是市场到底怎么看。要看到对手没有看到的东西,只有这样方能脱颖而出。可以说,每走一步,都尽量跟市场上的主流机构不一致。他们最看好的时候,我就卖出;他们拼命卖出的时候,我就接回来。”他强调,

“做投资,始终要跟市场保持一点距离,这样才能引领市场。”

## 极端重视风险管理

尽管对自己的模型和框架非常自信,但杨爱斌强调,当研究有不确定性时,还是要给自己留后手。“也就是说,在我们的宏观配置组合中,还需要思考,如果判断错了,那么哪类资产会受益,要配置一些这类资产。这样就能减少犯错误时基金的下行风险。”他说。

对于风险控制,鹏扬基金高度重视。“我一直强调,作为金融机构,核心竞争力之一就是风险管理。如果没有优秀风险管理文化、风险管理技术、风险管理人才,一个金融机构是走不远的。”杨爱斌告诉记者,公司在风控方面有几大特点,一是鹏扬基金所有的风险管理系统全都来自自主开发,并且风控人员是超配的。

二是在投资过程中,鹏扬基金始终强调在决策之前就进行风险管理,不能等到事后再进行风险管理,否则就没有意义了。“管理一个组合,等到风险管理部提醒你砍仓的时候,基本上永久性损失已经造成了。真正的风

险管理,是投研人员在做决定的时候,就要考虑是否暴露该风险,风险暴露能不能带来合理的回报,暴露的风险是不是在组合的承受范围内。”他说。

三是高度重视信用风险。“如果哪个基金经理的债券组合踩雷,那么考核一定纳入不称职。我们也建立了一套非常严格的信用风险控制体系。我作为总经理亲自审批,每一个进入投资池的债券公司内部必须进行严格的评级,内部评级在一定级别之下的债券若要加入公司债券备选池,都需要我签字才能买入。”从私募时代起的8年时间,鹏扬团队信用债“零踩雷”,持仓债券从未评级下调。在杨爱斌看来,避免信用风险,最好的办法就是不要参与有潜在风险的标的。

四是管理好合规风险。杨爱斌说,如果合规风险控制不好,那公司可能就没有翻身的机会。因此,在合规风险控制方面,别人是红线不能做,我们是黄线就不能做。“例如,所涉及的通道业务、结构化发行业务之类,一律都不做。”他说。

值得一提的是,凭借出色的表现,杨爱斌掌舵的基金无论在机构端还是零售端都获得资金的青睐。但是,并非所有资金他都接受。“比如今年2月市场涨得最凶时,客户又申购了十几亿,3月我们就赶紧暂停相关基金的大额申购了。因为那时候觉得市场没有机会了,这时候拿客户的钱干吗?除了摊薄老客户的利益之外,没有任何好处。直到5月股市跌过一轮,债市也有机会了,才重新打开大额申购。只有这样,基金才能形成良性循环。”他强调。

## 银华中小盘精选混合

## 李晓星:在景气度趋势中捕捉市场行情

□本报记者 余世鹏

2019年,李晓星管理的银华中小盘精选混合型证券投资基金管理人(以下简称“银华中小盘”)获得五年期开放式混合型持续优胜金牛基金奖。数据显示,银华中小盘成立以来的回报超过330%,体现出了明显的价值投资风格。李晓星在接受中国证券记者采访时表示,投资决策需通过聚焦最佳景气度行业来把握市场行情。但与专业判断相比,经验范畴的常识判断更为重要。李晓星指出,景气度持续向上的消费行情与正在展开的科技行情,将是未来的投资机会所在。

## 常识判断比专业判断更重要

“做投资与做企业不一样,投资所依赖的是非完全信息,追求的则是一种模糊的正确。因此,除了具备专业知识外,常识判断则更为重要。”李晓星对记者指出,投资决策会面对各种不确定性。“如果有人告诉你一个百分之百赚取的机会,那肯定是陷阱。”李晓星说到,大多时候,基金经理如履薄冰,像一只无法落地的鸟,需要在长期的谨慎和寂寞中寻觅投资之道。

李晓星将自己的投资方法称之为“景气度趋势投资”,即通过聚焦最佳景气度行业来把握阶段性与趋势性行情。李晓星指出,判断行业景气度趋势,关键在于对行业的理解上



**李晓星:**剑桥大学硕士,2006年至2010年期间任职于ABB有限公司,历任运营发展部运营顾问,集团审计部高级审计师等职务;2011年3月加盟银华基金,历任行业研究员、基金经理助理等职务,现任银华中小盘、银华盛世精选等基金的基金经理。

面。“这更多是一个经验范畴,看的企业多了,对行业的理解也会逐步深入。”李晓星举例说到,观察企业的发展潜力时,除了看企业的发展模式外,还要观察管理层是否靠谱,“而这是更多是常识层面的逻辑判断。”

具体地,李晓星说到,在投资调研方面,他除了去上市公司考察之

外,更多的还会观察市场各个主体的反馈,如通过渠道和消费终端的反馈,来判断“哪个手机好用、哪款游戏好玩”;通过调研行业专家、竞争对手和用户,往往能得到比调研上市公司更加客观的判断。

正是通过“景气度趋势投资”策略,李晓星把握住了2014年-2015年

的成长股行情,以及始于2016年至今的消费升级行情。同时,李晓星还看到,基于科技创新的新一轮景气度行情正在到来。李晓星告诉记者:“每种投资方法的成功概率不一样,但只要耐得住寂寞,最终还是可以取得预期收益的。”

## 消费盛夏 科技初春

李晓星直言,“景气度趋势投资”策略的关键在于判断基本面发展的趋势方向。基于此,他将当前的市场趋势概括为“消费的盛夏、科技的初春。”

李晓星指出,在2016年时他观察到,成长股为提升业绩增速而牺牲报表质量的负面事件开始增多,如商誉爆雷等。“从2013到2016年那波创业潮涌现了很多新公司,市场上也充斥着形形色色的故事,但最终能做出来的可能不到1%。从2016年开始,成长股行情基本结束了,但其尾声一直延续到了2018年底。当时发生的商誉爆雷事件也并不少。”

从2016年下半年开始,市场行情则从成长股切换到消费领域,新一轮消费升级行情由此启动。当时,李晓星观察到,包括白酒家电在内的消费品销量开始往上走。“与老一辈人相比,当下的年轻消费群体对未来收入有着明确预期。当他们处于收入上升期时,自然更愿意把一部分收入转化为提高当下生活品质的支出,不愿意委屈自己。”李晓星以白酒为例说到,

虽然白酒整体销量有所下行,但高端白酒的消费量则在往上走,“喝少酒,喝好酒”是消费升级的趋势所在,无论是白酒还是家电等,这个趋势在各个消费领域基本都存在。

基于此,李晓星认为,消费升级将是一个比较长期的景气度趋势,“只要我们的经济发展处于正轨中,消费升级还是可以维持的,所以我称之为消费的盛夏。”李晓星说到,他个人看好消费频次高的非耐用品消费(食品饮料、娱乐、旅行等),因为这类消费品的盈利会相对较为稳定。“在这个景气度向好的行业中,会选出最具有性价比的股票,只要估值不是特别贵,都可以持有。”

另外,李晓星还谈到,在过往20年中,中国的经济发展与财富增长主要是靠房地产拉动。但在经济增速换挡与转型升级后,未来的发展模式则要逐渐转变为科技创新模式。“从政府高层提出的‘科技强国’和设立科创板等举措来看,一轮10年到20年的科技创新周期才刚刚开始。”但李晓星也指出,短期来看,科技行业或会面临各种各样的不确定性,如基础学科教育质量的改善等问题。“初春万物复苏,但倒春寒有可能会比冬天更冷。科技的‘初春’有可能要经历一些阵痛,做投资布局的话,失败率也不会低。但在趋势判断正确的情况下,可以通过承担短期的失败率,来换取更高额度的持续收益率。”