



大摩强收益债券

洪天阳 择优配置 布局超额收益

□本报记者 张昊

2013年债券市场暴露了较大的流动性风险，不少债券基金被迫卖券导致了负收益，而洪天阳管理的大摩强收益债券基金在2013年一季度末就降低了组合杠杆和久期，很好地抵御了年中的流动性危机。不仅如此，大摩强收益债券基金在券种配置上也较为稳健，在金融债、可转债、企业债以及短融之间进行分散化配置，更进一步地降低了组合风险。

先知先觉 锁定收益

在洪天阳的管理下，大摩强收益债券在2013年上半年的操作十分漂亮。“仓位是基金经理心理预期的最真实反应。”洪天阳说。2012年底，大摩强收益的企业债仓位还高达132%，而在2013年的一季度，大摩强收益的企业债仓位已经下降到50%，到了2013年中，大摩强收益的企业债仓位进一步下降到了35%。而就在洪天阳完成减仓的操作之后，债券市场迎来了较大的流动性风险，不少债券基金被迫卖券导致了负收益，正是这样精准的操作为大摩强收益取得领先的收益奠定了基础。

“债券市场是一个机构型的市场，当大家的观点一致的时候，市场的流动性会瞬间消



洪天阳，伦敦帝国学院计算科学系博士，6年证券从业经历。2005年9月起就职于摩根大通银行投资银行部，2007年10月起就职于中银保险有限公司，历任外汇投资经理、固定收益投资经理、权益类投资经理和组合投资经理等职。2012年9月加入摩根士丹利华鑫基金，现任大摩强收益债券基金和大摩双利基金基金经理。

失，所以债券投资就要比市场更快半步。”在2013年一季度债券市场迎来一波牛市之后，洪天阳意识到物极必反，在利好出尽之时，利空就会来到。

然而到了2013年第二季度，市场并没有按照洪天阳的预期去发展，债券市场的流动性依然宽裕，一些高仓位的债券基金走势良好，此时的洪天

阳心中泛起些许忐忑。“我们经过反复考虑后，认为市场流动性宽松的局面很难持续，未来风险爆发的概率很大，很多同行可能是在被迫买券，因此我们坚持自己对市场的判断。”此后的事实证实了洪天阳的预测，在端午节之后的那场影响深远的钱荒中，由于大摩强收益提前将仓位降到了低

点，成功的抵御了严峻的流动性风险。而此时大摩强收益持有的依然是短融等流动性较好的品种，做到了进退自如。

此后的操作更加精彩，洪天阳再次准确地把握了市场的预期，在6月末市场急跌之后开始逐渐加仓。在抵御了风险之后，又开始增加仓位，配置券种依然以短融和可转债为主，“其实当时长端的债券受到的冲击并不大，我们那时优先配置的还是调整到位的券种。”洪天阳经常告诫自己，“我们作为基金管理人就应该对持有人负责，我们应该坚持自己的投资理念——追求绝对收益。”

国际视野 团队优势

洪天阳拥有伦敦帝国理工学院计算科学博士学位和CFA资格，理工科的背景使得他对各种投资模型的掌握比较到位，思维也更加理性。洪天阳博士毕业之后就进入了摩根大通，外资投行的工作经历使得他拥有国际视野。洪天阳经常与大摩的香港同事交流，从而可以获得国际市场的第一手信息，这为他进行债券的左侧交易提供了帮助。

“全方位的思考让我在做出投资决策时更踏实一些。”洪天阳特别表示，摩根士丹利华鑫基金固定收益团队的紧密配合与鼎力支持是其做好投资

的基础和保障。公司的固定收益团队形成了以追求绝对收益为核心的投资理念，以同类产品前1/3年均收益率为目标制定投资策略，专业分解固定收益回报，采用绝对收益预算与跟踪模式，在兼顾相对收益排名的情况下，加强绝对收益投资管理，努力战胜通胀，为投资者奠定财富管理的基石。

根据银河证券2014年4月发布的《基金管理公司债券投资主动管理能力综合评价报告》，截至2014年3月31日，摩根士丹利华鑫基金过去三年债券投资主动管理能力在56家公司排名第一，2013年债券投资主动管理能力在63家公司排名第4位。

保持乐观 坚定信心

2014年上半年，债券市场迎来了一轮牛市，采取进攻策略的债券基金普遍获得了较好的收益。而在近期，多位债券基金经理降低了基金的久期，对未来表示观望。多次准确把握市场脉搏的洪天阳认为，今年下半年的债券市场依然值得期待。

洪天阳的判断依据是政府信用的维护与收益率曲线的下行预期。洪天阳认为，目前地方政府融资和房地产融资成本都处于历史高位，而未来整体社会融资成本存在较大的下行预期。洪天阳引用了商鞅变法

“立木为信”的典故来说明政府信用的维护预期。“政府信用都是初次树立起来成本低，再次树立成本高，商鞅用区区五十金树立了当时的政府信用，成本其实不高。”（“有一人徙之，辄予五十金，以明不欺。卒下令。”史记·商君列传）洪天阳表示，一旦政府信用遭遇欧洲一些国家那样的风险，再次树立成本就会非常高，最后高昂的成本还是由纳税人买单；而理性的做法是维护政府信用，降低融资成本，减轻人民负担。所以来政府融资成本会逐渐下行，收益率曲线也会随之下降，而这将利好债券市场。但洪天阳并不认为债券市场没有其他风险，他认为人民币汇率风险可能才是债券市场面临的真正风险。

洪天阳保持信心的另一个理由是，未来中国经济的转型将提高投资效率，拉低融资成本。“其实市场上一直都不缺少钱，真正的创新产业并不需要很多钱，当投资效率提高、融资成本降低，新兴产业的投资也会加速。在这样的情况下，资金需求也会下降，从而进一步拉低融资成本。近期进行的混合所有制也符合这样的预期。”

“投资者依然看好债券基金，今年大摩强收益一直保持着净申购。这说明投资者也保持信心。”洪天阳说。

华泰柏瑞沪深300ETF
张娅 全方位提供ETF专业服务

□本报记者 黄淑慧

摘得“2013年度指数型基金牛基金”的华泰柏瑞沪深300ETF无疑是市场上表现最为出众的ETF之一。作为首批跨市场ETF，华泰柏瑞沪深300ETF一经推出就获得市场追捧，不仅创下A股被动型产品有史以来的首募规模新纪录，实际运营过程中无论是年度跟踪误差，还是日均成交金额均保持领先。

华泰柏瑞沪深300ETF基金经理——张娅、柳军，在2004年公司筹备之初就加入筹备组，目前他们已分别成长为指数投资部总监和副总监，两人恰好优势互补，是业界熟知的金牌组合。中国证券报近日采访了双基金经理之一的张娅女士，她表示，一位优秀的ETF基金经理应当做的不仅仅是精准跟踪指数，也包括提供专业的市场服务和产品的创新。

“篮子”制作的科学与艺术

在张娅看来，ETF基金经理的基本功是，追求跟踪偏离度的最小化，并准确无误地制作ETF“篮子”。

据Wind统计，2013年华泰柏瑞沪深300ETF年度跟踪误差仅为0.0047%，是跟踪误

差最小的宽基指数ETF，同时全年日均成交金额9.56亿元，在沪深两市权益类ETF中排名第一，交投非常活跃。

而“篮子”制作最具考验的一点在于，如何对所有持有人公平的前提下，提供ETF申购的灵活性，增加ETF以公允价值交易的流动性。比如，2007年牛市中，由于大面积个股涨停，张娅尝试将上证红利ETF默认的禁止现金替代（用一篮子股票申购）改为允许现金替代，打开了成分股涨停时投资者的申购通道。

值得注意的是，在某些情况下，“允许现金替代”则可能招来恶意套利资金，比如预测某只成分股涨停板会超过两个，此时改为“必须现金替代”则更为合适。事实上，过去几年因申购赎回清单制作不当引发的ETF“套利”事件也屡有发生。

对此，张娅表示，这需要基金经理对于ETF的投资需求也随市场发生变化，同一家机构内部不同部门之间可能都有ETF投资需求，但各有侧重，比如一家保险公司的权益部、基金部和量化部对于ETF的玩法是不同的。作为ETF基金经理要及时跟踪到这些变化，才能更好地提供市场服务。



张娅，美国俄亥俄州肯特州立大学金融工程硕士、MBA，具有多年海内外金融从业经验。2010年10月1日起任华泰柏瑞指数投资部总监。2011年1月起担任华泰柏瑞上证中小盘ETF及华泰柏瑞上证中小盘ETF联接基金基金经理。2012年5月起担任华泰柏瑞沪深300ETF及华泰柏瑞沪深300ETF联接基金基金经理。

前提下实施Covered Call策略，即在稳定持有ETF的同时卖出看涨期权。类似策略的诸多细节都值得ETF基金经理和投资者共同研究。

甚至，张娅将专业化服务视为未来各家基金公司在ETF战场角逐的制胜之道。“如果说中

国ETF市场格局形成的第一阶段以圈地布局作为标志，那么谁能在未来持续提供专业细致的服务将决定第二阶段市场格局的深度演变。”她表示，作为ETF这类工具型基金产品的提供商，我们更需要花费时间和精力洞悉市场结构的深度演变，包括客户结构、客户策略等各方面的演变，才能提供系统化并兼具个性化的专业服务。

这实际上要求ETF基金经理至少做到两个方面，一是跟踪客户结构变化，二是定位每类客户的投资策略和业绩基准。“如果说ETF发展的最初那几年，我跑得最多的是券商营业部、银行理财部，那么近两三年需要关注的则是保险这样的专业机构，同时海外机构资金也会成为下一步的关注重点。”

在产品研发方面，张娅表示，也需要关注投资者中长期投资逻辑，根据下游需求提供全面的产品研发理念。经过这些年在ETF领域的摸索，大家深刻体会到，只有符合市场需求的ETF才会具有生命力，而又只有符合基本经济和投资逻辑，以及具有相应明确客户定位的ETF才能符合市场需求。