

## 招商安泰债券

## 张婷 危中择机 增强绝对收益



□本报记者 张昊

绝对收益特征明显，是金牛奖评选委员会对于招商安泰债券的评价。这只成立于2003年的纯债基金在2011年至2013年间实现了超过10%的收益，在同类债基中名列前茅。特别是在2011年股债双杀的情况下，当年依然实现了5.76%的投资回报。这种善于在弱市中把握机会的能力尤为

难得。现任基金经理张婷管理这只基金已四年有余，她表示在今年的债券市场中，高等级债和利率债依然具有一定的配置价值，城投债可以作为底仓配置品种，而低等级债则需要进一步分析债券的基本面，主要的配置思路是“危中择机”。

## 不积跬步无以至千里

“在经济基本面趋弱的衰退环境中，该产品通常会有良

张婷，管理学硕士，2009年加入招商基金管理有限公司，曾任固定收益投资部助理基金经理，现任固定收益投资部副总监、招商安本增利债券型证券投资基金、招商安泰债券证券投资基金及招商双债增强分级债券型证券投资基金基金经理。

好发挥，擅长利用高流动性债券进行主动配置。”金牛奖协办方海通证券对于招商安泰债券作出如是评价。

“作为绝对收益投资者，一般是左侧交易，在很坏但不是最坏的时候介入，在黎明前的黑暗中，坚定和忍耐必不可少。”2011年三季度，张婷提前加仓利率债，在利率债和高评级信用债行情到来时，张婷的优势得到发挥。张婷认为，当时的关键因

素在于经济开始下行，通胀拐点显现，国内城投债、铁道债频频出现负面报道，市场避险情绪升温，30年国债收益率上行至4.55%附近，价值底线出现，配置国债的好时机到来。

2011年2月央行的紧缩动作再次加码，当月先上调基准利率，随后又再次上调准备金率。2011年3月CPI攀升到5%以上，央行抗击通胀的压力不断增加。央行在3至6月期间延续每月上调一次准备金率的紧缩频率，并在4月和7月两次上调基准利率。连续紧缩的效果逐渐显现，2011年中期银行间市场资金极度紧张，回购利率大幅飙升，实体经济在紧缩周期中也不断上行到历史高位，高利率、资金紧张对经济的抑制作用逐渐显现。期间叠加异常严厉的房地产调控政策，房地产市场从2011年二季度开始明显降温。7月CPI因为基数原因再创新高，8月央行推出扩大准备金缴存范围的终极紧缩政策，10年期国债收益率创下年内新高。正是在当年8月，招商安泰债券开始布局长端利率品种。

“当时我们认为，7月CPI上行主要是受基数效应影响，猪肉供给明显增加，价格开始下跌，CPI将进入下跌通道，这意味着央行的紧缩周期大概率接近尾声。而且当时房地产市场下行信号愈发清晰，PMI等经济先行指数、部分微观行业

数据明显走弱，基本面逐步利好债券市场；城投债和铁道债频频出现负面报道，信用利差大幅飙升，市场避险情绪升温；一二级市场国债收益率不断走高，配置价值凸显。”

在2011年股债双杀的市场环境下，招商安泰债券实现了5.76%的投资回报，排在71只可比产品中的第2位。

## 敏锐把控风险

从招商安泰债券的历史操作来看，基金经理在信用债的操作中，强调利用高评级品种进行波段操作，对信用风险控制较为重视，低评级债券极少出现于重仓券中。张婷表示，这得益于招商基金较为完善的风控制度，可以及时发现信用风险。也正是由于对信用风险的把控，使得招商安泰债券具备了不错的长期配置价值。

招商基金对于信用风险控制有着比较完善的内部制度。张婷介绍，在购入债券时招商基金实行内部评级制度，只有符合评级的债券才能入库并购入。在入库标准方面，招商基金除了参考评级公司的相关指标，还要根据城投和产业类发行人不同的分析框架制定内部的参考指标，只有符合指标的发行人才入库。对于已经购入的债券，招商基金也保持定期跟踪，及时发现发行人信用基本面的变化，力求先于评级公司的跟踪评级发

现问题和机会。“对于城投类发行人，我们及时跟踪所在地的经济增长和财政收支情况；对于产业类发行人，我们密切跟踪行业数据以及发行人的定期报表来修正内部评级，尽量早发现信用风险。”

由于对信用风险的敏锐，招商安泰比较善于把握高流动性的中高等级债券的机会。张婷表示，近期利率债和高等级债都有一定的配置价值。从未来一段时间看，央行对银行间利率采取走廊式管理，政府对经济增速也采取保底、区间控制，这意味着利率品种大概率将是区间震荡行情，交易价值有限。但目前经济相对偏弱，央行维持中性政策基调，意味着利率债调整风险不大，因此无论是利率债还是高等级债都具有一定的配置价值。

对于今年下半年的债券市场，张婷认为，很难复制上半年的牛市辉煌。目前各品种收益率经过上半年的大幅下行之后已经接近历史低位，银行资金成本不断上升，意味着收益率底部很难突破前期低点，债券市场的资本利得空间有限。与此同时，房地产市场存在下行风险，政府只是有限托底，意味着经济增速难有明显恢复，央行货币政策将大概率保持中性。“这意味着债券市场调整空间不大，获利将主要来自于持有期的票息收入。”

## 易方达增强回报债券

## 王晓晨 信用债套息空间仍存

□本报记者 常仙鹤

2013年的“钱荒”注定成为国内投资史上不平凡的一笔，一场紧急的流动性危机波及债券市场，多数债券基金因此“负伤”累累，仅有少数债券基金获得正收益，易方达增强回报就是其中的一员。

实际上，从长期业绩走势来看，该基金是一只名副其实的“长跑健将”。金牛理财网数据显示，易方达增强回报成立五年来，持续超越业绩比较基准，截至2014年6月30日，各阶段阶段基本均取得正收益，A/B份额自成立以来累计收益率分别达到59.01%和54.68%，在2013年该基金以其持续稳健的业绩获得“五年期债券型金牛基金”。基金经理王晓晨表示，易方达增强回报能够持续获得超额收益，源于在每个关键时期能够对大类资产配置进行相对准确的把握，同时极为强调风险管理，在此基础上保持对基本面和市场情绪的关注，在经济和政策动向发生变化或者市场超调时，及时做出边际调整。

## 风险管理是提高收益的前提

易方达增强回报成立于2008年3月，不管是2011年的地方债务危机，抑或2013年

“钱荒”，均顺利渡过考验。“以研究为基础，强调自上而下的大类资产配置，是增强回报收益的最主要来源。”王晓晨介绍，通过宏观经济、政策走向、估值水平和参与主体行为等方面的分析，对大类资产的风险和收益进行判断，从而进行前瞻性的配置和动态调整，从全局上把握市场中期的投资机会。

能够在关键时刻顺利度过难关，与易方达固定收益投研团队严谨的投资管理风格密不可分。2011年，地方债务危机引发对城投债的大幅抛售，很多基金净值遭遇大幅下跌，王晓晨当时判断，城投债自2009年快速发展以来并没有真正经历过市场考验，风险没有完全释放，因此并没有对城投债进行过高的配置，相应重仓了中高等级债券，易方达增强回报因此受到的影响相对较小。同样的风险管理思想也体现在2013年下半年债市的调整中，6月“钱荒”之后，易方达发现虽然经济基本面仍然较差，但央行对稳健货币政策的执行力度坚决，银行间资金面紧张、流动性缺乏，易方达增强回报因此及时降低了可转债仓位，对信用债保持了比市场偏低的仓位和久期，最终再次得以保全收益安然度过调整。

“风险管理是提高总收益的前提，尤其是开放式基金，要时刻关注流动性。”王晓晨介绍，对于风险的控制主要体现在三方面，首先是在做大类资产配置时要评估其风险调整后的收益，其次是在自下而上选择个券时注意控制信用风险，最后对于开放式基金，具体操作中适合从右侧做边际性的调整。“在易方达固定收益团队的共同努力下，易方达增强回报是目前债券基金中比较少见的规模较大的开放式债券基金，在相对准确的大类资产配置之外，我们会通过各类资产边际上仓位调整来控制下跌风险，获取超额收益。”王晓晨说。

## 看好信用债套息收益

近年来，随着信用债品种和期限的不断丰富，信用债在债券基金资产配置中所占的比重越来越大，债券基金的操作思路也在发生变化。王晓晨表示，在2008年以前，市场上没有那么多信用债品种，主要还是利率债、可转债和新股，债券基金的收益主要是靠大类资产的频繁转化。而2009年以来，信用债品种日渐丰富，而且其本身的票息收入较高，信用债的持有期收益逐渐成为债券基金收益的主要来源，券种选择



王晓晨，曾任易方达基金管理有限公司集中交易室债券交易员、债券交易主管，现任易方达基金管理有限公司易方达增强回报债券基金、易方达货币市场基金、易方达保证金收益货币市场基金、易方达投资级信用债债券基金、易方达中债新综合债券指数基金基金经理，兼任易方达资产管理(香港)有限公司基金经理。

收益对基金业绩的贡献有所上升，大类资产配置对基金的业绩贡献相对下降。

对于未来一段时间的债市走势，王晓晨判断，相对确定性的机会存在于信用债。她认为，在二季度出台一系列刺激政策，伴随经济小幅企稳后，货币政策可能重新进入观察期，虽然7月金融数据有所扰

动，但在经济基本面没有出现进一步恶化的情况下，央行进一步释放宽松信号的可能性较小，利率债上行和下行的动力都较小，区间震荡的可能性较大。而在经济基本面未出现大幅反弹的情况下，资金面大概率仍将维持宽松状态，这样信用债套息的空间仍在，尤其是信用风险较小的城投债和交易

所中高资质公司债，信用利差仍有望得益于资金面的宽松而继续收窄。可转债方面，权益资产出现趋势性大行情有待经济数据的进一步确认，主要关注波段性行情以及结构性的主题行情。