

诺安主题精选 杨谷 牛市仍未结束

□本报记者 黄丽

有统计显示，业绩连续三年均保持在行业前50%的基金经理占比约为15%，比例极小，但诺安基金副总经理杨谷在曾经管理诺安主题精选混合基金期间，业绩连续四年均位于行业前50%，该基金也因此获得了三年期开放式股票型持续优胜金牛基金奖项。据杨谷介绍，严格选股、勤奋调研、保守下注是实现业绩稳健增长的原因。尽管A股市场在6月中旬以后经历了一波大调整，且目前仍处于震荡之中，但杨谷认为，牛市并未结束，依旧看好中长期市场表现。

三维度精选个股

根据杨谷多年的投资经验，严格地对企业进行商业模式研究和盈利预期判断，多跑上市公司调研，这套流程严格做下来通常会取得比平均水平要好的收益。此外，每次下注不要太激进，仓位相对分散，为自己留有纠错的余地，业绩就不会出现特别明显的波动，从而实现相对稳健的增长。

杨谷对中国证券报记者表示，选股有三个主要条件：第一是盈利预期，公司未来的盈利要足以让高企的市盈率快速下降。“如果估值本身比较便宜，那么盈利增速相对慢一点也可以接受。”即使盈利短期内难有起色，基本面也要有能看得见的改善，比如流量、订单、客户开拓、行业推广等出现比较大的积极变化；第二是商业模式，最好的模式

是轻资产并且能够快速复制的，再加上行业壁垒就更好了。“说起来很容易，能做到的公司其实非常少，有时也要做取舍。”比如牛市里一些能快速扩张的重资产行业也有值得投资的；第三是产业前景，未来污染治理、服务业、医疗养老、新能源、节能等产业的前景都不错，但需注意的是，前景好并不意味着可投资，该产业如果已经能以较低的成本满足市场需求，且不需要政策扶持，那么就相对更值得投资。最后结合估值进行综合判断，很难有公司在这四个方面都比较完美的，这时就需要进行权衡和取舍。

今年上半年，市场对中短期盈利要求比较宽，对前几年的盈利要求比较低，之后几年赚钱就好，毕竟有些商业模式要爆发后盈利才会出现明显增长，这种选股的思路只是对盈利周期要求比较宽，还谈不上是完全炒作空中楼阁。但是在目前市场下，能承受高风险的资金被大面积消灭以后，市场对盈利周期的要求会有一些变化。总体来看，PE或PEG仍是大多数投资者的估值指标。“表面上看，上半年看PE的人不多，但其实大家选股或多或少都会拿PE来衡量，希望业绩能与之匹配，只不过每个人看的时间长短不一样。”杨谷并不十分苛求股票短期的PE高低，但他也认为，PE是值得考虑的指标。

市场仍然值得看好

短期来看，杨谷表示，下半年市场依然存在震荡探底的可能，风险可能还会再释放一次，其中小股票的压力更大，因为

目前看来有些小股票还是有点贵，安全性还不够。而中长期来看，杨谷依然认为牛市并未结束，市场仍然值得看好。

“现在市场看起来人气不太高，是因为调整还未结束，买盘还不够多。什么时候结束调整我们无法判断，通常人们要等到真正结束后才会意识到调整已经结束了。这波下跌将风险偏好最高的杠杆资金消灭了，资金存在断档的可能，所以市场需要有一个修复的过程，修复完之后，市场仍然值得看好。”杨谷表示，没有任何证据表明牛市已经结束了。

杨谷分析称，如今市场上已经有一部分股票估值相对便宜，出现了投资价值。人们普遍担忧的经济形势，这一预期也已经反映在近期股市的调整中了。“指数只有20%-30%左右的调整，在牛市中属于正常的调整范围。我跟踪的很多方面都说明牛市没有结束，比如人气，人气不只是由散户的交易活跃程度来反映的，也要看市场主要参与者的介入程度。市场上最大的参与者是上市公司排名前列的股东，他们手中拿了很多股票，他们的利益与上市公司的发展息息相关，与上市公司股价息息相关。之前的下跌套住了很多人，这些人希望直接割肉出来也是不现实的，毕竟资金量比较大。他们的利益目前与二级市场利益是一致的。”杨谷认为，现在的市场是主要参与者和二级市场利益最密切的一次，他们有动力积极地改善上市公司基本面，提升上市公司的投资价值。对于公募基金而言，他表示，如果认同牛市还未结束的观点，基础仓位就不应该太低，应积极参与市场。



杨谷，经济学硕士，CFA，具有基金从业资格。曾任职于平安证券公司综合研究所、西北证券公司资产管理部；2003年10月加入诺安基金管理有限公司，现任公司副总经理、投资总监。曾于2006年11月至2007年11月任诺安价值增长股票证券投资基金基金经理，2010年9月至2015年1月任诺安主题精选股票型证券投资基金基金经理，2013年4月至2015年1月任诺安多策略股票型证券投资基金基金经理，2006年2月起任诺安股票证券投资基金基金经理。

诺安优化收益

谢志华 未来债券投资更需要专业性

□本报记者 黄丽

随着近期IPO暂停、股市赚钱效应逐渐减弱等因素影响，市场风险偏好正在逐步下降，资金向债市回流的趋势愈发明显。然而，值得注意的是，“对于债券投资而言，资产配置是主要收益来源。”获得五年期债券型金牛基金奖的诺安优化收益债基的基金经理谢志华表示，下半年债券投资整体趋势向好，但随着刚性兑付逐步打破，未来做债券投资将更需要专业性。

未来要赚专业的钱

相比于股票投资，债券投资追求的是长期稳健的回报。根据谢志华多年从事债券投资的经验，资产配置是主要的收益来源。“做债的人对宏观是比较敏感的，大的趋势判断第一位，对整个经济的把握和对通胀、货币政策的跟踪都是最基本的。此外，资金面也是重点跟踪的因素，比如2013年的钱荒曾给市场带来比较大的影响，最近新股暂停则会给债市带来很大的推动。”

谢志华表示，债券投资与股票投资不一样，个人投资者较难参与。首先，债券投资门槛较高，属于批量投资的概念，一般最小一单都是上千万元资金，而且个人投资者一般也很难参与银行间市场；其次，债券投资通常涉及杠杆运作，通过杠杆放大收益，对于个券的信用分析需要较高的专业程度，财务报表、股东背景、偿债能力等都需要比较综合的判断。

2014年诺安优化收益的亮眼表现就是典型案例。谢志华介绍，2013年底时还是债券熊市的末期，整个债券市场都比较低迷，当时有些城投债收益率超过8%都卖不出去。但谢志华果断地买入大量城投债。“最主要的原因是，我们看到宏观经济的数据有比较明显的下行压力，央行态度

有转向的迹象，市场可能会发生逆转。另一方面，根据我们对债券市场的判断，当时负面因素已经反映得比较充分，资金的极度紧张状况即将得到缓解。此外，当时债券的发行比较困难，供给已经很小，绝对收益已经到了比较高的水平。当时来看，这是一个比较激进的策略，但其实我们向来比较谨慎，在2013年仓位一直比较低，直到四季度才把杠杆加上去，到年底的时候杠杆已经比较高了，所以2014年收益还不错。”

不过，谢志华认为，之前做债很大程度上是赚政策的钱，因为城投债之前是刚性兑付的，不用太担心违约的问题，买入持有收益就不错了，但未来，债券投资要赚专业的钱，只有对债券信用资质的甄别比较到位，才能发现它的价值，不同信用风险的债券的定价也会越来越差异化。“目前来看，刚性兑付只是局部打破，违约情况出现较多的是中小企业私募债，强周期的小民企出现风险的状况比较多，国企的案例暂时还比较少，但我相信刚性兑付的打破会是一个逐步的过程，未来会越来越市场化。所以，我们在信用评级这块投入比较多，组建了一个相对成熟的团队，构建了一个长期来看比较有效的信用模型，未来还会投入更多人力物力。”

下半年债券投资环境较好

从大方向来看，谢志华表示，由于实体经济相对较弱，经济下行压力较大，货币政策还是会维持相对宽松的状态。“现在猪肉价格涨得很厉害，但这轮猪肉的行情主要是因为供给比较少，缺少共振的因素，其他都没有明显涨幅，工业品还是通缩中，大宗商品的价格也比较低迷，猪肉的单个因素不会给通胀造成很大压力。总体来说通胀还处于比较低的水平，不至于对货币政策造成大的影响。”他认为，货币

政策仍有空间，下半年可能在财政政策上会有更多举动，政府应对的策略可能与上半年有所不同。

“下半年债券投资总体趋势处于比较好的环境中。”谢志华表示，资金面比较宽松，资金成本维持在较低水平，经济难有明显改观，通胀也不会有太大压力。经过6月份以来权益市场的大幅波动，投资者的风险偏好已经比之前低一些，债券的配置需求可能比较旺盛。他同时指出，后市需要关注的风险点之一是新股重启。如果股票市场企稳，新股可能重启，届时可能会分流一部分资金；其次是债券供给可能增加。从导向来看，政府是倾向于多发债券来支持实体经济的；另外，美联储加息也是很重要的外部影响因素。

但谢志华表示，从空间上来看，下半年债券投资不见得有很大的绝对收益空间，因为弹性相对减弱了。“今年跟2014年有差别，主要的差别在于起点不一样，当时的收益率是从8%下降到5%左右，现在来看，从5%继续下降可能比较难。”

具体到操作上，谢志华表示，如果从做绝对收益的角度来考虑，一般情况下更倾向于信用债，但从最近的情况来看，信用债的收益率率下降得比较快，中高等级信用债的信用利差已经压缩到历史较低水平。短期来看，受益于行情轮动，利率债表现会好一些。策略上，目前可以挑选一些信用资质过得去、绝对收益相对较高的公司债，在交易所做质押放杠杆。在资金成本比较低的情况下，放杠杆还是有利可图的。“不过，我们的信用评级控制得比较严格，非上市民企都不能入库。”另外，也会做一些利率债的波段操作。



谢志华，理学硕士，具有基金从业资格。曾先后任职于华泰证券有限责任公司、招商基金管理有限公司，从事固定收益类品种的研究、投资工作。曾于2010年8月至2012年8月任招商安心收益债券型证券投资基金基金经理，2011年3月至2012年8月任招商安瑞进取债券型证券投资基金基金经理。2012年8月加入诺安基金管理有限公司，任投资经理，现任固定收益部执行总监。2013年5月起任诺安鸿鑫保本混合型证券投资基金及诺安纯债定期开放债券型证券投资基金的基金经理，2013年6月起任诺安信用债券一年定期开放债券型证券投资基金的基金经理，2013年8月起任诺安稳固收益一年定期开放债券型证券投资基金的基金经理，2013年11月起任诺安泰鑫一年定期开放债券型证券投资基金的基金经理，2013年12月起任诺安优化收益债券型证券投资基金的基金经理，2014年6月起任诺安永鑫收益一年定期开放债券型证券投资基金的基金经理，2014年11月起任诺安保本混合型证券投资基金、诺安汇鑫保本混合型证券投资基金及诺安聚利债券型证券投资基金的基金经理，2015年3月起任诺安裕鑫收益两年定期开放债券型证券投资基金的基金经理。