



» 2005年，谭新强创立了中环资产投资（Central Asset Investments）。这是一家专注于亚洲的多策略对冲基金。截至2012年1月31日，公司旗下的CAI Global Fund在彭博全球对冲基金数据库多重策略对冲基金中，5年总回报排名第一，并多次获得《亚洲投资者》的对冲基金奖项。

谭新强和他的CAI基金尤其擅长投资债券和转债。虽然个人投资者很难直接接触到谭新强最喜欢的海外债，但他对债券投资价值的分析方法和对房地产、太阳能、消费行业的观点却有不少新颖之处，或许能给你一点启发。

M = 《好运·MONEY+》 T = 谭新强

M: 你们基金现在的资产配置状况如何?

T: 我们觉得全球经济仍在下滑，未来的情况很不明朗。因此采取了比较保守的策略。股票仓位低于一成，而且我们是长短仓（long-short）策略，其中净长仓只有5%到6%。我们相对看好债券和转债，仓位在七成左右，主要集中在中国、印度、越南。亚洲从整体来看，无论是国家、企业还是个人的财务状况，相比欧美都好得多。我们尤其对中国公司的海外债券有信心，以美元投资为主；此外还有一些海外人民币债券，或者以美元和交易、但与人民币挂钩的债券。最近，考虑到人民币升值的趋势可能会暂时停止一段时间，我们减持了一些人民币债券。中长期来看，我们认为人民币不会有大幅贬值的情况，毕竟美国和其他贸易伙伴给了我们不小的升值压力，所以没有对人民币进行对冲。而投在印度、韩国的债券，我们在货币上也会进行对冲。

M: 你们曾经通过投资绿城的海外债获利约30%。绿城当时的财务状况看上去已经非常危险了，你们为什么还敢投资绿城的债券?

T: 我们详细分析过绿城。它的负债率确实很高，但现金流还可以；于是我们又去查公司和银行的关系，看它的短债有没有获得延期的可能，结果比较乐观。而且绿城海外债的比例很小，这也是我们非常喜欢的。

离到期还有3个月时，绿城的海外债大概是0.7元多。如果你根据它的年限和利率等等倒着推算，它的



太阳能已经不仅仅是一个概念行业、有一些励志口号而已。

## 谭新强： 谁是真正的 垃圾债？

MONEY+记者 | 董冰清

隐含违约率大概为30%，按照绿城当时的情况，我们认为可能性很小。

很多外国投资者担心离岸债券的保护会弱一点。因为公司的资产都在大陆，一旦债券违约，可能什么都拿不回。海外债券的确有这个问题。但统计过去十年的数据后，我们发现违约的事件很少。一些真正违约的案例，尤其是房地产公司，它们的资产很值钱，所以一般也不愿意破产。如果只是现金流暂时出问题，这些公司往往会和债权人谈判，获取延期或进行债务重组，投资者最后拿到的钱也不少。历史上，进行债务重组后，投资者的回收率（recovery rate）在45%到96%。工业的差一点，可能真的只有10%到20%。

外国投资者对国内公司的债券太过担忧，给了我们机会。

M: 为什么不直接投资这些公司的国内债券?

T: 其实我们对国内市场也很有兴趣，但还是觉得不成熟。首先是信贷评级不可信。我们和一些评估公司联系过，坦白来说，它们还不够专业。而且之前AA-及以

谭新强：中环资产（Central Asset Investments）创始人。负责投资在不同资产和多种策略间的配置管理工作。曾先后任职于里昂信贷、AT&T贝尔实验室、美林证券和所罗门兄弟公司。主要负责股票衍生工具。谭新强毕业于耶鲁大学管理学院，同时拥有多伦多大学电机工程学士及硕士学位，是耶鲁大学管理学院大中华顾问委员会（Greater China Advisory Board）成员，2010年10月被《亚洲投资者》选为亚洲对冲基金25位最具影响力的人士之一。

按照国际惯例，信用等级低于标普评级BBB或穆迪评级BAA的债券称为垃圾债。

下甚至一些AA级债券已经算垃圾债，我们觉得是开玩笑；其次，国内债券市场的流动性不够，大部分买卖的还是银行本身；最后，还没有一家公司违约，这个很不正常。一是不可能所有的公司都不违约，二是如果一直没有违约的案例出现，人们就不懂得风险，认为国家和银行永远会帮企业埋单。这导致他们对债券过于乐观，因此债券的价格总是偏高，没有机会。我们对埋单这件事也没有完全的信心。

另外，即使是同一个公司发行的债券，海外债的利率和国内债券的差很多。我们会选获利多的一种。

**M：**除了房地产，你们还很看好太阳能。不过太阳能行业现在也好不到哪里去，你们看好的理由是什么？

**T：**太阳能行业的确在经历痛苦：产能过剩、欧洲补贴减少、美国“双反”打击……但我们还是看好太阳能，因为对中国来说，没有一个其他行业能像太阳能一样和“科技”沾边，还能有自己的品牌。中国绝对不会放弃这些企业。而且太阳能和风能不一样，主要是出口，欧洲、美国，现在甚至连日本也拿下了。日本地震后，不会再轻易发展核能；德国已经完全取缔核能。没有核能以后怎么发电？煤和液态天然气当然很重要，但是太阳能的价格也跌了很多，现在是真的有竞争力，甚至不用补贴就有竞争力。太阳能已经不仅仅是一个概念行业、有一些励志口号而已。我认为最多再熬半年到一年，这个市场就会有一个爆破性的增长。

虽然这些企业目前的负债率仍然很高，但烧钱的速度在减慢，现金流正在改善。国内由国家开发银行牵头，银行给太阳能行业大公司的贷款在400亿美元以上，海外债只有约10亿美元，问题不大。

**M：**你刚才说的也是太阳能行业的债券投资。对它们的股票怎么看呢？

**T：**有一些股票蛮有投资价值。如果企业能熬过去、活下来，如果这个行业真的能发展下去、变成有竞争能力的新能源行业，而不仅是周期性的复原，这些公司的股票未来十多年可能会有20倍的增长。因为它们的成本是全球最低的，效率是全球最好的。假如成为全球行业的龙头，股价翻几十倍也有可能。当然，有些公司已经跌了90%多，回到从前的高位已经要涨10多倍。我认为以后会创更高的股价，不过现在还言之过早。

中国太阳能公司成为全球龙头的可能性是很大的。目前全球前五大太阳能公司中有4家是中国，还有1家美国的First Solar。这家公司主要做薄膜，但这一技术已经受到严重挑战。它的转换效率很低。过去薄膜受欢迎是因为价格低廉，但随着多晶硅价格的下跌，它的市场会越来越小。

**M：**你们现在持有哪些空头资产？

**T：**我们做空了一部分的债券，主要是日本的债券。日本国家的债务情况蛮糟糕的，比欧洲还要严重。不过我们并没有抛空日本的国家债券，我们更有兴趣的是日本的某些行业和公司，它们受全球经济下滑影响，可能就会熬不下去。尤其是电子产业，高端市场已经完全被三星和苹果取代，低端市场又受到中国的挑战。所以有些日本电子公司真的有可能会在未来几年内倒闭。

我们还做空了一些奢侈品公司的股票。比如一家加拿大温哥华的奢侈品公司，生产高端女性瑜伽服。这家公司市盈率最高时90多倍，现在60多倍，仍然很昂贵。它的品牌的确很红，但是全球经济下滑，这类奢侈品公司的业绩就会有很大落差。Prada也一样。它的策略很针对中国、亚洲市场，中国经济的下滑将对它的业绩造成很大的负面影响。而且它的市盈率不低。对比GUCCI所属的PPR集团，市盈率只有13倍，是Prada的一半。我们认为这类业绩受损严重、本身价格很高的奢侈品公司可以抛空。或者抛空奢侈品、买入基本消费品，比如食品饮料等等。

**M：**说到消费品，你觉得内地的消费品公司的投资价值如何？

**T：**老实说，我也很希望中国的消费品公司能做出品牌，因为总是做代工工厂是不值钱的，必须超越这个阶段。

很多运动服装公司趁着奥运的时候打出了品牌。但很可惜，设计还是差太多，现在几年又不行了。别说打出国外，连保持国内的市场份额都很难。食品方面，本来觉得蒙牛不错，但公司不断地有丑闻被爆出。一家食品公司连最基本的食品安全都有问题，其他就更不用说了。我们认为，对消费品来说，品牌和品质始终是最重要的。☑