

# 万家债基“三剑客”： 倡导“绝对收益”理念

□本报记者 李良

以“绝对收益”理念为品牌导向的万家基金固定收益产品中，有3只债券型基金特别引人注目，它们就是被外界称之为万家债基“三剑客”的万家恒利、万家稳增和万家增强。银河证券的数据显示，截至5月9日，今年以来全市场参与统计的495只债券型基金的平均涨幅为3.04%，万家债基“三剑客”的年内平均涨幅则达到3.72%，成为债基中的佼佼者。

值得关注的是，万家债基“三剑客”虽然业绩不分轩轾，但其投资风格其实迥异，为投资者提供了多种选择，实现了万家基金固定收益产品线中的优势互补。其中，万家恒利为纯债产品，配置高票息的城投债、信用债，并参与利率债波段交易；一级债基万家稳增主投利率债，国债、金融债占比高，追求长期稳健收益；万家增强债则属于二级债基，可随债市波动灵活调整投资，严控风险，持有一部分可转债。

针对债券下一阶段的投资策略，万家基金固定收益部副总监、万家增强收益基金经理孙驰表示，目前债券市场已经走出了上升通道，这种趋势将延续一段时间。万家稳健增利基金经理唐俊杰认为，目前利率债涨幅已经透支预期，投资者乐观之中需带谨慎，不妨先兑现部分收益并观察6月底资金面状况再做决策。而万家信用恒利基金经理苏谋东则指出，持有并获取票息收入将是今年债基的重要收益来源，目前精选信用债个券并配以适度杠杆，是不错的选择。

## 债市“牛蹄”难停

**中国证券报：**近期，债券市场再度走出了一波强劲上扬走势，此次上涨的原因是什么？

**孙驰：**综合分析，最近一个月债市的强势上涨，其实和经济基本面关联不大，主要得益于在货币政策出现微调的背景下，市场预期发生了一定改变，从而推动了债市的上扬。比如，此前国务院常务会议在部署农村工作提及“部分降准”后，虽然我们测算出“部分降准”的实际效果较小，但债券市场依然抱以热烈反应，其中主要原因在于市场认为政策注意力开始确立，即长端利率过高作为一个问题已经开始进入讨论范围。

虽然大家都明白，目前讨论全面宽松为时尚早，但期限利差较高可能引导市场预期政府提前开始考虑全面宽松的问题，这使得市场的乐观情绪得以延续。

除了预期改变外，市场需求的增加也是促使近期债市上扬的重要原因。在银监会出台文件，加强对非标资产的监管后，银行将不得不压缩非标资产配置，因此而“挤压”出来的资金将会转移至债市投资上，从而短期内放大债券市场的需求，导致了债市近期的强劲上扬。

**唐俊杰：**今年的宏观经济背景和货币政策的变化，对债市的走强十分有利。一方面，宏观经济的下滑频频超出预期，而政府明确表态不会“强刺激”经济，现有的行政手段难以对冲经济下滑，加上房地产市场明显萎缩，这些经济基本面的利空其实对债券投资更有利；另一方面，货币政策在去年呈现明显的“去杠杆化”意图，但今年以来，央行在这方面的态度有所缓和，货币政策实际上也做了一些微调，并引导利率中枢大幅下降，这也刺激了债券市场的强劲反弹。

**中国证券报：**作为影响债市未来走势的两个重要因素，宏观经济和货币政策会有哪些变化？

**孙驰：**从近期情况分析，高频数据已经确认经济环比上升。比如，4月中旬起发电量环比超过季节性已经两旬，预

计这一情况还将持续1-2旬。但在地产投资收缩的大背景下，工业供应量一旦上升，供需矛盾会开始显现，而这基本可以认为经济稳定期结束。我们观察到的情况是，供应端上升虽然速度较为缓慢，但这仍将导致经济数据看来有所好转，不过，实际上却拖延了刺激政策出台的时间和力度。

我们预计，5-6月的经济数据或稍有反弹，原因是去年同期基数较低而今年的生产面环比反弹会在数据中体现，但总体上维持震荡。届时一个核心问题是，价格和盈利情况环比有所恶化的压力在经济数据的体现程度不高，至三季度，环比恶化压力减轻，但经济数据下行压力却最大。

因此，我认为，目前债券市场已经走出了上升通道，这种趋势将会延续一段时间，除非出现强有力的利空，否则这种趋势不会逆转。在这个判断基础上，我觉得债券市场仍然值得继续投资，不过未来仍然是“多空交织”的过程，上升趋势中会曲折不断。

**苏谋东：**经济方面，由于政策意图上存有保持定力的考虑，二季度末三季度初的环比恶化期间出台刺激政策的可能性较小，启动时间更可能在三季度中期。而从过往市场对盈利和价格的反应大于同比数据的情况来看，未来两月情况趋于悲观。未来一段时间，对数据的观察点会切换到利率逐步降低对经济的稳定作用上，这个过程需要至少1-2个季度，基本观察点是低风险资产利率和融资量。

而在央行货币政策方面，虽然近期出现了一些微调，央行的口气也有所松动，但市场不能将其解读为货币政策全面宽松，除非短期内看到经济急速下滑。就目前而言，整个市场资金面依然稳中偏紧，下一步货币政策走向仍要观察央行的具体操作，探寻央行对利率中枢的真实意图。

具体到债市投资，在历经一波涨幅后，目前债券市场处于相对高位，短期内再出现收益率大幅下降的可能性很低，区间震荡的可能性更大。



孙驰



苏谋东



唐俊杰

## 利率债宜“落袋为安”

**中国证券报：**利率债近期走势强劲，引发这波利率债行情的原因有哪些？

**唐俊杰：**我觉得有三个方面原因：第一、宏观经济下滑超预期，对利率债和高等级债投资更为有利，因为市场的焦点会更多地聚焦到安全系数更高的利率债和高等级债上面，而今年以来频频爆出的低评级债违约事件，则进一步加重了市场的风险厌恶偏好，令利率债和高等级债的投资优势更加突出；第二、政策方面，央行货币政策的适度宽松，以

及主动引导利率中枢下行的操作，不仅为债市投资提供了更多的流动性，而且也刺激了利率债收益率的快速下行；而银监会出台文件规范非标资产交易，则迫使银行等金融机构降低非标资产的配置比重，转而提升债券配置；第三、由于去年的重挫，此前利率债已经处在一个较低的位置，本身就存在较强的反弹动力。

**中国证券报：**利率债涨到目前位置，投资者应如何操作？

**唐俊杰：**就目前而言，我觉得利率债投资需要在乐观之

中带一些谨慎。一方面，5月份是利率债和高等级债发行的高峰期，发行潮可能持续到6月底，在此期间，整个供需会呈现不平衡状态；另一方面，临近半年度末，季节性的资金需求井喷有可能会再度导致资金价格上涨，对利率债走势造成不利影响。因此，我判断，到目前这个位置，利率债将会出现一段时间的企稳期，不排除出现因为超预期反弹而导致的短期回调，因此建议短期规避风险，可择机兑现收益，待利率债调整到位后寻找新的买点。

**孙驰：**从短期来讲，利率债的涨幅已经透支了预期，调整的概率正在加大，可以考虑“落袋为安”。事实上，从我自己的基金操作来看，我已经将利率债减仓至一个较低水平。我个人不偏好那种靠长期持有某种资产获利的方式，更希望通过自己对形势的判断和个券的精选来获取超额收益。所以，在具体操作上，我的持仓相对灵活一些，并且会根据趋势变化及时调整，因此，会等待利率债机会再到来时进行操作。

## 精选个券是“王道”

**中国证券报：**虽然信用债近期涨幅弱于利率债，但它依然是债基重要的收益来源，如何看待信用债的下一步走势？

**苏谋东：**今年春节以后至5月中旬，债券市场走出两波行情，其中春节后至4月中旬

这段时间信用债特别是城投债，走势较强，而利率债则处于盘整期，而从4月中旬后，以国开债为首的利率债在货币政策松动以及银行配置型需求的推动下大幅走强。综合来看，今年以来信用债和利率债收益率的下行幅度近似，单就净值收益来看两者相当，但是由于信用债票息较高，从全价收益的角度看，信用债表现更优。

站在目前点位，历经了一波涨幅后，信用债短期内收益率继续大幅下降的概率不大，更可能会呈现一种区间震荡。投资方向上，我觉得下一阶段可以关注两个方面：第一、政府信用的保障，使得城投债依然被视为低风险投资，就目前来说，这种状况还能持续一段时间，可以作为重点配置对象；第二、产业债风险确

实在加大，但经过去年的风险释放，很多产业债的价格已经处在相当低的位置，而其中不乏优质产业债被“错杀”，这样一来就出现了结构性投资机会。我会根据实地调研和分析的综合，选择被“错杀”的优质产业债，慢慢增加一些产业债的配置。

**中国证券报：**今年以来，信用风险一直是市场关注的焦点，被视为悬在信用债头上的“达摩克利斯之剑”。你们如何看待信用风险对信用债投资的影响？

**孙驰：**虽然目前大家都比较害怕信用风险的爆发，但这并不意味着信用债市场已经不值得投资。仔细研究和实地调研后，我们会发现，其实有相当一部分信用债的质地是很好的，还本付息并不存在问题，但由于市场整体的恐慌，这类信

用债依然被集体“错杀”，于是，它们的过度下跌反而给我们提供了一个比较好的买点。这种投资机会，就是我最偏好的个券精选。事实上，我也一直坚持认为，在目前数量不断增加的高收益债中，存在不少“淘金”的好机会。

**苏谋东：**我个人认为，信用风险确实存在，但不应过度解读，不要把部分个券的信用风险视为整个信用债市场的系统性风险。事实上，从近期的情况来看，虽然少数个券暴露出了信用风险，但整体而言，信用债市场的风险事件其实是低于预期的。因此，对于信用风险要区别对待，不能因噎废食。