

姜晓丽:打造固定收益投资的精细化模式

□本报记者 徐文擎

姜晓丽,2009年加入天弘基金管理有限公司,历任债券研究员/交易员、基金经理助理、基金经理等职务,现任天弘基金固定收益机构投资部副总经理,管理多只固定收益类基金。由其担任基金经理的天弘永利债券曾获得“三年期开放式债券型持续优胜金牛基金”。



债牛进入下半场

中国证券报:天弘基金固收团队今年抓住了债市的哪些机会?又是如何防范风险并保持目前为止的“零踩雷”记录的?

姜晓丽:今年初,基于定价层面的量化指标以及银行、保险等机构的行为特征,我们判断三年期债券品种已经具有非常明显的配置价值,性价比提升,因此我们适度拉长久期,现在回头看,当时的决策正确。其次,今年4月资管新规正式稿发布,表外资金“回表”显现,银行委外资金整体对债券的配置显著收缩,我们判断对资管新规的严格执行会对信用市场产生非常明显的冲击,依赖于表外融资的低等级产品更会首当其冲,因此很快减持了所有低等级的品种。后来,随着货币政策的适度放松及流动性环境的改善,我们认为趋势的力量会在市场中发挥更大的作用,因此基于天弘的量化模型做了不少趋势交易,贡献了部分基金收益。

非常幸运,在今年信用环境恶化的情况下,天弘基金保持了“零踩雷”的记录,但幸运的背后,也和我们日常工作分不开。从资管新规征求意见稿出台后,我们已在提升风险信用等级,这种自上而下的策略选择使我们大范围降低了风险。其次,在自下而上的品种筛选上,天弘基金从2012年就组建了相对完整的信评团队,在其中发挥了至关重要的作用。天弘基金的信用主管在华尔街曾有多年的从业经验,信评人员数量在业内处于第一梯队,教育背景优秀,对行业公司的覆盖广而深。第三,在硬件系统上,天弘在大数据、人工智能等技术上的尝试,也取得了一定成果,鹰眼系统在固定收益投资上的应用已经相对成熟。第四,余额宝本身也投资存款,使我们和银行有了很多深入交流和沟通的机会,银行对资产端的情况又有很深的积累,这一定程度上为天弘基金的信用调研提供了相互印证的机会,提供双保险。综合多方面的因素,天弘基金至今未“踩雷”,但随着未来整个债券市场违约的“常态化”,我们依然任重道远。

中国证券报:债券市场真的进入牛市下半场了吗?

姜晓丽:债券市场的牛市应该还没有结束。从金融机构的行为特征来看,债牛进程正在步入尾声阶段,空间和持续性都需要密切关注。首先,从微观和中观的层面看,经济下滑的压力仍在,但整体上有一定的韧性,一旦出现需求的恢复,就会看到生产的反弹。其次,在政策层面,从“防风险”到“稳增长”,从“去杠杆”到“稳杠杆”,可以看到整个政策重心在发生变化,并且从“宽货币”到“宽信用”的传导还未完成,牛市基础没有完全崩溃,但可能已在动摇。第三,外围风险因素的缓释,可能会对债券市场产生影响,但这部分需要时间验证。大体上,债牛基本已进入下半场。

中国证券报:天弘的投资逻辑和投资策略会较上半场有所变化吗?

姜晓丽:会有很大变化。在牛市上半场,我们倾向组合久期相对更长,更看重资本利得而非短期收益,投资上更注重弹性,在今年11月之前整体维持了这样的观点。但在下半场,久期策略可能不会再有很大的空间,所以我们当下更看重债券的持有收益率,并且青睐于绝对收益更高的品种,整体会把组合的流动性放在更重要的位置。这样的变化,使组合整体能够做到“进可攻、退可守”。

中国证券报:如何将绝对收益的理念应用到产品中?

姜晓丽:除了坚持绝对收益的理念外,我们采用了量化手段和一些绝对收益的策略,例如CPPI策略、货币策略等。量化手段增加了整个组合策略的稳定度和获取收益的可靠程度。绝对收益策略则可以更好地适应市场的变化。例如货币增强策略,不是简单地用短债产品替代货币产品,我们改变的是债券基金风险收益波动的状态,在货币底仓基础上做交易性的操作,把整个收益组合变成一个完全集中在一年左右的产品转换成哑铃型的操作,即一年和十年哑铃型操作,降低组合的波动,提升组合收益。

金牛理财网数据显示,天弘永利债、天弘聚利混合、天弘裕利混合、天弘通利混合等多只基金今年以来表现非常优秀,同类基金排名1/5。作为基金组合中债券部位的操盘手,姜晓丽以及她背后的王牌团队,正在尝试以量化的方式及更多的技术手段,改变固定收益投资领域传统的定性分析框架,使之日臻完善。他们所做的努力,都致力于打造一套精细化的投资管理模式。

量化手段是对传统分析框架的有益补充

中国证券报:天弘基金在固定收益投资领域有哪些特色?

姜晓丽:我们在传统的固收投资方法上辅更多的技术手段,使投资更趋科学化。首先,在投资理念及实践层面,相较于同行,天弘更偏向在量化方向的探索,把经验和感觉的东西用数量的方式刻画出来。总体上,我们在量化体系中把整个债券市场的驱动因素分为两大块,一是定价,二是行为。

定价分析上,我们会根据宏观基本面、资本面、通胀等几个重要因子在历史上的中性价格做绝对的寻价,同时在相对层面,在给定货币政策及经济环境的前提下,对债券各个品种的相对价格进行整体的分布排序。

行为分析上,量化模型会自动分析市场中不同金融机构的资金变化对债市的影响及债市所处阶段的映射。例如,商业银行资金入场是推动债市进程的重要力量,它在市场中的资金占比在某种程度上直接反应了债市所处的阶段、未来的变化方向甚至幅度。在传统的定性研究中,基金经理也会注意到这些变量,但无法定量描述它的力量到底有多强,持续性多久,而量化手段能使这些“不可捉摸”变得更加确定、可靠。另外在交易层面,机构的拥挤行为、“羊群效应”行为等,我们都希望并正在不断探索用量化模型和技术描述其对市场的影响并对投资产生帮助。截至目前,有些已经效果显著,有些还在探索之中,但总体上,“科学+经验”的投资方法对于理解市场产生了非常正面的作用。

其次,在信用研究层面,大数据等互联网技术使天弘固收团队在降低信用风险时再加一层保险。目前,天弘基金建立了鹰眼系统、财务异常诊断模型等对债券主体、公司财务报表、债券发行人资质等进行全方位信用深度研究。值得一提的是,鹰眼系统已申请国家专利,它通过实时抓取

互联网信息,利用智能分词、情感学习等机器学习技术,实现对债券主体、上市公司、行业动态、存款风险、债券折价率变化、债券等级变化、公司关联关系的互联网舆情变化进行实时监控,可模拟人脑阅读新闻,对自动抓取的新闻进行准确分词和情感分析。该系统早已成功应用于债券主体及基金持仓舆情监控,截至目前主动持仓保持零风险记录。

确切地说,投资是一件严肃的事,需要做到追踪可验证。如果我们在投资前就能够有一个严谨的表述,大概率能提高投资的胜率。在以上的例子中,金融机构的经营模式不一,每波债券市场上行情启动时,第一波入场的总是券商自营盘,它入场早但周期短,通常持有一周就会卖掉;基金第二波入场,它从交易行为上更偏稳重而非灵活,注重基本面,持券周期也更长。如果后续有银行和保险跟着入场,债牛大概率还会持续,反之,则行情会以基金的卖出为标志进入尾声。我们通过对数据的分析,看到不同机构的不同行为,辅助判断市场所处的阶段。比如当下,我们看到以银行配置盘为主的资金仍在大规模入场,而且不计成本,志在必得,我们也因此判断债牛也进入了下半场。

综上,量化手段是对传统定性分析框架的有益补充,尤其今年在量化体系中优化和完善了定价和估值模型,在投资上就显得更从容。量化方式使我们在市场方向、上涨或下跌的幅度、行情持续性、资金节奏以及个券的判断及选择上,更加科学和准确。我们致力于打造固定收益投资的精细化模式。

中国证券报:天弘固收团队的人员构成是怎样的?

姜晓丽:天弘基金采用投资、研究、交易并列分布的结构,独立的投资部门、研究部门和交易部门各有十数人。我们所在的机构投资部,目前由6人组成,均具有强大的数理学科背景。