

## 博时信用债纯债债券

## 张李陵:寻找突破市场的“预期差”

□本报记者 张焕昀

今年7月,在第十六届中国基金业金牛奖颁奖典礼上,博时信用债纯债债券荣获“三年期开放式债券型持续优胜金牛基金”奖项,这是该产品第三次蝉联金牛奖,也是博时基金固定收益总部投资总监、基金经理张李陵捧回的第三座金牛奖杯。

银河证券数据显示,截至2018年底,博时信用债纯债债券A最近三年累计净值增长率达13.71%,在52只同类可比基金中排名第6位;近五年净值增长率达43.42%,在同类基金中排名第3位。

然而过去几年,宏观环境与债市表现也发生了不小的变化。在张李陵看来,组合穿越牛熊的核心在于三大核心策略配合,通过长期积累寻找“预期差”。

## 三大策略配合 穿越债市牛熊

张李陵坦言,主要有三项策略:第一,博时信用债纯债债券主要以中高评级信用债为持仓,追求获取高于市场平均水平的票面收益;第二,坚持分散投资原则,避免个券风险对整体组合产生影响;第三,积极参与利率波段交易,对冲信用风险,增强组合收益。过去几年,正是依靠这三项核心策略相互配合,才让组合在不同的经济周期均获得正收益。

张李陵回顾指出,2016年和2017年,债市整体处于熊市,由于经济复苏,利率策略表现最差,但企业盈利整体良好,中高评级信用债不仅没有



张李陵,硕士。2014年加入博时基金管理有限公司,历任投资经理、投资经理兼基金经理助理。现任博时基金固定收益总部专户组投资总监兼博时稳定价值债券基金、博时平衡配置混合基金、博时信用债纯债债券基金、博时天颐债券基金的基金经理。

违约风险,而且能够通过票息获得显著的超额收益。

而在2018年和2019年上半年,债市处于牛市格局,经济逐步下行,利率策略表现最优,但是信用债风险加剧,那么组合通过分散投资控制信用风险,同时积极使用利率策略对冲信用风险,同样能获取超额收益。“通过

灵活运用各种策略,组合能够控制风险,获得长期的超额回报。”

在张李陵的债市投资理念中,寻找突破市场的“预期差”是一条重要思路。但通常在固定收益市场中,成熟机构投资者众多,往往很容易形成一致预期,如何才能做到“突围”?张李陵表示,试图寻找预期差,首先要

了解“预期”是如何形成的。所谓“预期”,是市场投资者根据当下的经济形势,依照历史经验,线性外推而得出的判断。

因此,寻找预期差的第一步,就是要比市场主流参与者拥有更多、更深刻的历史经验。在张李陵看来,这种经验需要通过在市场上长期积累,同时进一步对海内外历史进行深入学习才能获得。

而寻找预期差的第二步,则是改变线性外推的思维模式。张李陵指出,市场的运作非常复杂,往往多个主线相互缠绕,这就需要投资者创造性的去分析,同时预测市场可能的状态,而并非仅仅依据单个因素做简单的线性外推。

“这也需要对市场保持敏锐,创造性的进行思考,并不断用错误来矫正自己的思维模式,让自己的投资框架尽量接近市场的真实运行状态。”张李陵表示。

## 国内债市保持长期向好格局

“当前宏观环境错综复杂,经济下行和韧性同时存在。”谈到对于当前债市投资环境的研判,张李陵如此坦言。

张李陵表示,国内债市仍然保持长期向好的格局。除了长周期的债务因素、经济转型期增速下行的硬性等原因,受外围扰动因素影响,短期国内外流动性仍然有望维持宽松,这对债市投资而言是正面因素。

而从长期来看,张李陵认为“债券牛市应该没有结束”。原因在于,债券收益率是由债务水平决定的。因此

站在较为长期的角度,债券收益率可能仍有下行空间。

2018年以来,债市信用风险事件屡发引起市场关注,固收管理人如何防范应对尤为关键。对此,张李陵表示,未来几年,信用风险或继续出清,因为债务扩张抑制后,依赖资金存续的发债主体可能面临困境。

张李陵指出,在这个过程中,偿债资金来源会更加依赖盈利。因此,如果需要参加中等评级债券的投资,就需要特别注意盈利能力。对于城投,盈利能力就是区域经济增长水平和财政实力;对于企业而言,就是主营业务的盈利能力。如果投资人把握好这两点要素,即使阶段性出现个别信用事件,最后本金得到偿付的概率仍然很高。

此外,还要关注分散投资和组合管理,面对巨大不确定性,切忌将鸡蛋都放到一个篮子里。分散投资能够充分缓解风险。

对于具体择券,张李陵认为,从目前来看,无风险利率和高评级债券的收益率仍然处于较高水平。但从中长期角度看,仍有一定的下行空间。此外,可转债在未来几年或成为获取超额收益的主要品种。

展望国内债券市场未来整体发展趋势,张李陵坦言:“如果我们能够解决经济增长过热以来债务扩张的问题,完成利率市场化的最后一跃,债券市场将真正成为一个资源配置的工具,债市的广度和深度都将有进一步的增长,参与者也将更加多元化,流动性也将大幅提升。”

## 诺安中小盘精选混合、诺安先进制造股票

## 韩冬燕:以长期视角挖掘“生长型”标的

□本报记者 余世鹏

2019年,韩冬燕所管理的诺安中小盘精选混合与诺安先进制造股票,分别获得“五年期开放式混合型持续优胜金牛基金奖”和“三年期开放式股票型持续优胜金牛基金奖”,她“双料基金经理”的光环也引来了市场极大关注。在接受中国证券报记者专访时,韩冬燕用一种颇具思辨意味的口吻阐述了她的“投资经”。她说她是一名坚定的长期主义者与深度的价值坚守者,需要通过深入的基本面研究,从价格与价值的偏离度中捕捉持续性收益。其中,具有发展韧性的“生长型”标的,是她重点关注的对象。

## 做深度的价值坚守者

“股市是个宏大的动态,但又是具体而真切的,既能导向创新和长期价值,又不乏投机充盈和险情迭出。因此,对基金经理而言,能否以低于平均水平的波动取得高于平均水平的长期回报,既是巨大考验,但也是专业要求。”韩冬燕指出,她是个坚定的长期主义者,在深入分析每笔投资潜在收益和损失的基础上,稳定有力地往前走。

但韩冬燕也懂得在长短转换中捕捉相对收益。她说,长期主义者并不意味着完全放弃择时。“在市场极端阶段,我们要依靠理性和常识,克服盲从和贪婪等人性考验。”韩冬燕



韩冬燕,经济学硕士,2010年1月加入诺安基金从事行业研究工作,现任诺安基金总裁助理、权益投资事业部副总经理,曾任职于华夏基金管理有限公司,并先后从事过基金清算、行业研究等相关工作。

认为,她自己还是一名深度价值坚守者。“投资本质上是长期的复利增长,这需要我们把认知水平提升到触及事物本质的程度,更辩证和深入地去发现投资价值。”

以选择具体标的为例,韩冬燕指出,价值的两端是公司基本面和股

价。一方面,公司的经营发展在一定区间内具备相对稳定性,其基本面的变化也较为缓慢和持久。但另一方面,股价却在时时变化,甚至会非常迅速和剧烈,这实际反映了市场预期和情绪的易变性。

因此,韩冬燕指出,价值的寻求应是基

于标的过去和未来的客观和主观、定量和定性兼有的分析判断。“基于长期可持续回报原则,要在基本面基础上,理性深入地研究公司的成长性和持续力。尤其是要区分短期股价干扰因素和影响长期基本面趋势价值因素,然后结合价格、价值的偏离度与市场预期差,才能获得持续的稳定收益。”

“当然,每个基金经理都会存在自己的能力边界,在年复一年的轮动行情中持续领先是不现实的。”韩冬燕指出,对她而言,除了要在持续的学习中不断提升市场认知外,还要根据不同阶段的业绩表现(尤其是表现差于市场时)进行躬身自省,在持续的反思中修正优化投资策略,才能不断提高投资管理水平。

## 挖掘“生长型”公司

基于上述理念,韩冬燕称她倾向于从动态视角去选择“生长型”公司。

韩冬燕具体分析到,企业竞争力的提升,会表现为营业收入与市场份额的提升,从而巩固其行业位置。但是,这种竞争优势的获得其实是从量变到质变的过程。“虽然优秀公司会表现出应有的发展韧性,但任何一个行业或公司的发展都不会一蹴而就,所以选股要阶段性地去看。”韩冬燕认为,持续向上生长的公司,会具备足够大的市场空间和发展持续性。这背后所体现的,则是国家经济和产业结构发展方向。

韩冬燕指出,从大周期角度来看,

改革开放40年来中国经济表现出可喜的发展态势,也使价值投资者分享到了不俗的投资收益。阶段性而言,随着增速换挡,经济从高速发展进入高质量发展阶段,新的经济转型会是一个渐进的过程。韩冬燕说到:“特别是在近两年,全球经济周期共振之后,存量经济面临不确定性和波动。但长期而言,我们有理由期待下一个二十年,金融直接融资和经济质量提升能够形成持续的正反馈,经济集约、高质、可持续的长期发展,将继续构成股票市场长期繁荣的物质基础。”

韩冬燕提到,在此前的结构性上涨行情中,优质的公司估值有了很大提升。接下来,基于基本面做价值投资,需要从更长、更广的预期差角度去筛选标的。

以科技创新领域为例,韩冬燕分析指出,这几年下来,随着智能手机渗透率收窄和互联网用户数量发展到一定阶段,上一轮科技创新对生产力驱动的边际效应在减弱。

特别是,面向消费端的创新应用基本都实现了,并且也在价格上得以体现。无论是中国还是全球,当前都面临供给端后续新的科技创新如何跟上的问题。

因此,“相对有核心竞争力的科技创新,会是当前阶段相对看好的投资方向。比如,目前TMT领域虽然增速放缓,但部分聚焦云服务和云存储等渗透率还没那么高的核心企业,有可能成为‘生长型’公司。”韩冬燕如是说。