

光大保德信基金李怀定： 2024年债市依然可期

□本报记者 魏昭宇

近日，债券市场表现强势，引发投资者的热议。“债基最近怎么这么火”“我的债基要不要卖”等相关话题在各大理财社区屡见不鲜。Wind数据显示，截至2月底，全市场6000余只债券型基金（不同份额分开计算）中，超半数产品创下复权单位净值新高，其中，不乏纯债基金近一年收益率超过8%的例子。

围绕投资者广泛关心的问题，中国证券报记者近期采访了光大保德信信用纯债投资部总监、固收研究部联席总监、基金经理李怀定。采访过程中，李怀定就债券投资的心得感悟、债券投资策略及债券市场的后市等多个话题展开了分享。他表示，尽管近几年债市持续走强，部分利多因素已在债市中有所反映，但从当前市场增量资金以及市场位置来看，利多因素尚未完全反映，预计债市有进一步走强的空间和可能，2024年债市仍然值得期待。

注重自上而下的宏观周期视角

翻阅李怀定从业16年的工作履历，可以发现这位基金经理的投研背景展现出多元化的特点。2007年，李怀定拿到复旦大学经济学博士学位后，先后在华泰证券、光大证券及国信证券等多家券商从事固收研究工作，2012年5月入职汇添富基金，先后担任固定收益投资部高级分析师、基金经理等职。在2021年6月加入光大保德信基金之前，他还有近三年的养老金管理经验。

于李怀定而言，每一段从业经历都极大丰富了个人的投研视野，对以后投研框架的搭建及投资理念产生了深远的影响。其中，他特别提

到了在长江养老保险的投资经历。“在长江养老保险时主要管理养老金组合，这类资金特点是比较稳定，且追求绝对收益。”李怀定表示：“虽然公募的考核标准以相对收益为主，但我内心始终将本金安全放在首位，我希望竭尽全力为持有人争取更好的投资回报，实现风险调整后收益的最大化。”

谈及自己的投资框架，李怀定表示，要在自上而下的宏观周期视角下，自下而上精选个券。“我是做研究出身的，对固定收益市场、宏观经济、货币政策等方面都比较感兴趣，倾向于在结合宏观经济的大方向下，把握不同债券基本面的变化，挖掘更多投资机会。”在自下而上方面，李怀定表示，“卖方时期的研究经历培养了我调研企业、分析财务报表、寻找资质瑕疵等微观调研能力，这让我们在信用研究方面更加得心应手。”

以深度研究驱动投资

如何在风浪起伏的航行中，找到自己的“锚”，更加笃定前行，李怀定有着自己的感悟：首先，要基于深度研究，做到始终用数据说话。

“没有数据支撑的决策风险极高，我不会投自己看不懂的标的。”李怀定坦言，除了跟踪国内各项数据，自己基本每天下班后都会花一些时间看看海外数据，特别是美国和日本的数据。有了数据作为判断依据，一旦形成明确的方向，李怀定就会敢于出手及重点持有。这种十年如一日扎根数据，抠细节、重研究的劲头，让他避过了很多坑。

其次，不要时时刻刻盯着盘面。李怀定笑言：“我也经常建议团队的同事，不要时刻盯着盘面，这样很容易会为一时的得失而骄傲或自



责，导致频繁调仓。”

除了扎实的深度研究，严控风险的理念始终贯穿李怀定的整个投资过程。在他看来，固收投资的第一要义是分散投资、严控风险。他表示，市场瞬息万变，如果组合过度集中持有，可能某一阶段表现特别好，但一旦市场环境发生

变化，集中持有很可能会使得组合风险难以控制。只有严控风险，才能在长跑市场中获胜。

受益于扎实的投研功底和良好的组合管理思路，李怀定的多只在管产品长期回报亮眼。银河证券显示，李怀定管理的光大保德信尊裕纯债、光大保德信尊颐纯债，2023年度收益率均位列同类前列。

债券市场动能效应较强

近期，李怀定再度挂帅，拟任光大鼎立90天滚动持有期债券的基金经理。“这只产品在信用债的配置方向上投资于信用债的信用评级不低于AA+级，其中投资AAA级信用债比例合计不低于信用债资产的50%。同时滚动持有的设计有助于减少追涨杀跌，抑制投资者频繁申购的冲动，力争提升投资体验。”谈及新发的原因，李怀定表示，主要还是基于对市场的看好。

李怀定表示，目前来看，债券市场的动能效应依旧较强，结合目前的政策定调与一些重要经济数据来看，今年债市仍然值得期待。策略上，久期策略或仍有一定优势。

“中期看，尽管当前10年期国债收益率已经降至2.4%附近，但我们认为一些中长期因素可能仍会进一步推动债券收益率下行。例如，从降息必要性来看，虽然当前贷款利率需要降低，但目前制约贷款利率降低的核心因素在于存款成本持续保持高位，而根据上市银行2023年三季报数据显示，截至2023年三季度，上市银行计息负债成本仍高达2.0%，导致净息差降至1.7%左右。我们认为，如果企业业绩仍然维持当前水平，无论是LPR还是存款利率仍有继续降低的空间。”李怀定表示。

大江洪流资产姜味军：

从“三驾马车”到“三大动力”的转换

□本报记者 张凌之

近几年的股票市场，让许多投资者感受到了资本市场的惊涛骇浪，大江洪流资产却在这样的市场环境中始终把握住了节奏。用大江洪流资产董事长姜味军的话来说，过去三年大江洪流相对于市场的稳定超额收益，主要来自于投资框架中区别于当下流行的中观“赛道”投资理论，而更加注重宏观和微观两个维度的深刻思考。

大江洪流资产董事长姜味军具有24年的投研一线丰富经验，自2000年作为证券公司研究员涉足资本市场，姜味军经历了多轮资本市场周期和经济周期。研究出身的他，不仅对宏观经济有着深入的研究和理解，对于企业商业模式和竞争力的长期跟踪和研究也让他对微观层面的企业价值有着独特的理解和洞察，这也形成了大江洪流资产有别于其他投资机构的研究分析框架。而长期负责大型保险机构投资运作的经历，则塑造了他极具保险资金投资运作特点的投资风格和投资理念。

具有明显险资风格

作为管理过大规模险资的投资团队，大江洪流投资风格具有明显的险资风格。“险资最鲜明的投资能力就是对宏观经济有深刻理解，投资的逻辑起点来自于宏观视角，而不是行业赛道和微观公司。”姜味军说，“保险资金的投资策略是以资产配置为核心，以绝对收益为目标的投资策略。而保险资金的投资收益其实是一个综合收益的概念，是将保险资金根据资产配置方案配置在股票、债券、股权、实物资产、非标资产等不同资产后，汇总而得出的投资收益。因此，这就要求投资团队对于宏观经济有前瞻性的深刻理解，即使未来宏观经济增长不确定，基于宏观分析体系的投资组合都要追求实现长期合理投资回报。”



在资产配置框架下，保险资金可以接受不同细分资产类别的价格波动，但由于保险公司有整体资金绝对收益目标，对于股票等单一资产风险也有其承受损失的上限，否则单一资产波动就会破坏保险资金整体的绝对收益目标。“在投资中，我们追求的是不要亏钱，即使遇到‘黑天鹅事件’等极端风险也不要亏大钱的理念。在投资运作过程中非常重视长期目标、过程控制回撤，且极端重视投资的精度。在过去三年的市场环境中，我们的投资理念也很好地体现在我们的业绩中。”姜味军介绍。

宏观能力驱动下的竞争力投资

与一般投资机构不同的是，大江洪流资产的投资框架中对宏观和微观层面的因素非常重视，但弱化了传统分析框架中对中观层面的分析。在姜味军看来，传统分析框架中的中观分析过于关注对需求端的理解，反而忽视了对产业、企业在不同维度下所面临的竞争的理解。过于关注“赛道”以及行业政策和需求，是很多投资者近些年投资效果不佳的重要原因。

“不是因为需求大，国家政策鼓励，企业就一定赚钱，反而在需求很大的行业里，来自不同维度的竞争压力会更大，企业面临的不确定性和风险也更大。”姜味军说，判断企业是否真正具有长期价值不完全取决于市场需求的大小，而取决于对企业在时间维度下的竞争力认知。

“研究过程中，我们认为对企业竞争力的认知深度更为重要，而企业竞争力的来源，我们认为主要来自于三个方面：商业模式、品牌力以及科技水平和研发能力。”姜味军说。

升级“三驾马车论”

在姜味军看来，过去五、六年中，宏观经济分析框架发生了一些变化。

“我们经常用‘三驾马车论’来评价中国经济的运行情况。2018年之后，仅仅用‘三驾马车论’来评价中国经济已经远远不够了。这不仅是因为‘三驾马车论’本身是一个统计概念，更重要的是它已经无法反映中国经济发展中真实的驱动力，更不能反映中国宏观经济当下和未来的全貌。”姜味军说，在宏观分析框架中，大江洪流资产把“三驾马车论”进行了升级，将中国经济比喻为拥有三头六臂，脚踏风火轮，项戴混天绫，手持乾坤圈和火尖枪的“哪吒”。

“乾坤圈”是我国的产业结构、产业发展方向、产业竞争力；“混天绫”指的是国内与国外

的统一大市场，以及两个市场之间的互联互通；“火尖枪”是我们的逆周期宏观调节工具，主要是货币和财政政策；“风火轮”指的是资产价格，反映经济冷热并且具有放大器作用的股票市场和房地产市场。从“三驾马车”来看，由于房地产周期性的调整，消费、投资和出口都面临压力。但从我国产业结构升级，“一带一路”的推进和国内统一大市场的形成完善，货币政策和财政政策具有非常大的空间来看，投资者应该看到完全不同的宏观场景，看到乐观的理由。

当前面临的只是周期性问题

“哪吒论”的思考框架下，姜味军认为，未来的中国宏观经济和资本市场充满着希望与机会。

在姜味军看来，产业层面，中国的产业政策有力且有效，电动车、光伏等产品的推出，不仅代表中国的部分产业已经站在了世界前列，更代表了中国的产业乃至产业链质的飞跃和突破。不仅如此，芯片、氢能、6G、人工智能等领域不仅将是未来中国经济发展的先导产业，更是国家竞争力的体现。

在市场需求方面，姜味军指出，中国正在不断从广度和深度上拓宽国内外市场和需求。中国不仅拥有巨大的本土市场而且正在通过“统一大市场”扩大内需，进一步提升本土市场的需求和资源配置的效率；并通过“一带一路”和各类国际、区域经贸合作组织连接更多海外市场。

财政和货币政策方面，从2023年下半年开始，决策层已经开始放松银根。在拥有了先导产业、高质量的供给和广阔的市场需求基础上，配合适当的货币和财政政策，中国的就业和收入人数随之回升。在此之后，反应经济活跃程度的显性指标——房地产市场和股票市场也将回升。

从这个角度出发，姜味军认为，我国当前面临的或是资产周期下行阶段正常的经济情况，从长期看，“三大动力”所揭示的长期增长潜力更是未来该有的样子。