

广发基金宋倩倩:

把握流动性四季轮转 深耕细作堆满“粮仓”

□本报记者 万宇

宋倩倩,12年证券从业经历,6年投资管理经验,2012年6月加入广发基金,现任债券投资部总经理,管理广发景明中短债、广发景兴中短债、广发纯债等产品。



流动性也有“春夏秋冬”

2020年7月,宋倩倩从专户投资转到公募组合管理,陆续接手管理广发景兴中短债、广发景明中短债等产品。“中短债产品的定位是货币增强和货币替代,既要有与货币基金相当的稳健性和流动性,还要有比货币基金更高的收益水平,这种‘既要又要’的产品特性对流动性的把控、交易操作的精细程度要求也较高。”

得益于过往在交易、专户投资中积累的经验,宋倩倩很快就摸索了一套适合自己的短债管理方法——稳健配置、积极交易,即以高等级信用为核心,严控底层信用风险,卫星仓位主要通过信用、利率交易仓位增厚收益。但具体到实践中,如何在控制波动的前提下提升收益,则考验着基金经理对债市“春夏秋冬”的把握能力。

“债券投资人特别像农民,一分耕耘一分收获,但更重要的是要把握好节气,该播种的时候播种,该收获的时候不要迟疑。经济基本面的变化相对缓慢,影响债市短期表现的最主要因素是流动性,而流动性也有‘春夏秋冬’,找准时节,能更好地提高耕作回报。”宋倩倩说。她进一步解释道,市场流动性的松紧有一定的周期和规律,流动性管理的重点是对流动性的预判。

在广发景兴中短债的定期报告中,我们可以看到宋倩倩是如何把握流动性的“春夏秋冬”的。以2022年为例,宋倩倩在年报中表示,“经历

了2022年11月至12月的快速调整之后,债市收益率与政策利率的利差回归中性水平,部分品种已经回到2019年最高点水平。因此,债市需要关注短期稳增长政策脉冲和居民资产配置再均衡的冲击。综合来看,债券市场预计整体震荡偏弱,更多以票息价值为主。”因此,她确定了“要票息、不要久期”投资方略,组合在一二季度维持高杠杆操作,以中短久期信用票息策略为主,通过持有发达区域的高等级信用债获得利差收益。7月份化债之后,信用利差演变较快,8月央行降息,带动债市收益率明显下行,加之下半年银行间流动性或多或少会受到财政支出、银行自身结账等因素扰动,因而宋倩倩迅速降低了组合的杠杆水平,底仓部分择机置换为性价比比较优的票息资产。

除了大的季节变化,有时候短周期里也会有小的波动可供把握。此时,宋倩倩也会尽量把握住这种有规律的周期变化,通过精细化的操作来提升投资收益。

例如,农历春节前,投资者的资金提现需求较多,资金面稍紧张,此时她会提前做一些仓位配置,忍受一周左右的“逆风期”,以在节后资金回流之时获得价差。这一积极的配置操作,往往可能带来5-10bp的收益。宋倩倩笑称,对于“债农”而言,这也是一笔不可错过的收益。

关注微观流动性变化

尽管收益是吸引客户的首要因素,但在宋倩倩看来,中短债基金还有一个不可忽视的前提,那就是作为流动性管理工具,它必须要符合产品定位。因此,风险管理和回撤控制是投资人的首要任务。

作为以短端债券为主要投向的产品,中短债基金可能面临的风险大体可归为两类:一类是与债券资产本身有关,如持仓品种的信用风险;另一类则与流动性有关,如市场短期出现极端情况的波动、负债端的赎回,都可能对投资人的操作带来影响。

宋倩倩认为,控制回撤的核心和底线,是保证所投资资产不会出现永久性的资本性损失。因此,她每天都会关注组合持仓资产的安全性,“每买一笔或者每天刷新持仓时,都会密切跟踪持仓估值变动情况和所投主体的财务信息、舆情、行业情况”。

对于市场风险的把控,基金净值的回撤更多来自流动性冲击。流动性会在两方面影响净值:一是久期敞口,二是杠杆和信用利差暴露的敞口。为此,在中短债产品的管理上,宋倩倩没有做久期的暴露。

在信用利差上,她会根据信用利差的水平做出不同的应对决策。例如,去年上半年当信用利差处在比较高的位置时,赔率较高,广发景兴中短债的持仓就以普通信用和有信用利差的企债、中票、短融持仓为主。信用利差中枢向下之后,景兴持有的金融债、同业存单等性价比比较高的资产占比也随之提升。

“市场是千变万化的,极端情况随时都可能出现。对于定位流动性管理的产品来说,每买入一只债券,我都会设想能不能以更优的价格卖掉它,这可能是刻到骨子里的安全意识吧。”宋倩倩总结,要将中短债基金的净值回撤控制在较小范围内,一是不要过度暴露久期风险,二是要注重信用利差赔率的研判。

站在当前时点展望未来,宋倩倩表示,今年债券的整体趋势偏强,票息空间不是特别高,考验的是基金经理对短期波动和择时节奏的把握。对于短债投资来说,因为信用利差已经挖掘得比较充分,今年需要更加注重微观流动性的把控,以及负债端的预判与管理。

“关于债券投资,我喜欢将其比喻为农民种地,需要精耕细作日积月累。”广发基金债券投资部总经理宋倩倩笑着称自己是一位“债农”。她说,债券投资跟农民种地很像,都很讲究量变到质变的过程体验,一颗秧苗结出来的只有一把稻穗,一月耕耘似乎并没有感觉到多少成长,但凭借这样的点滴辛勤劳作,待到秋收时分却能汇满“粮仓”。

宋倩倩入行已有12年,这些年,她就像“农民种地”一样,在债券这片虽有波动但又相对平静的土地上默默耕耘。体现在中短债基金的管理上,合格的“债农”除了要做好一分一厘的收益挖掘和积累,更要把握好流动性的“春夏秋冬”,捕捉恰当的耕作时节,并通过精细化管理提高回报。Wind数据统计显示,自2020年10月至今年3月4日,宋倩倩管理的广发景兴中短债A累计回报率12.06%,年化回报率3.42%,区间最大回撤0.36%,在控制风险的基础上积累了稳健的超额收益。

积极捕捉交易机会

中短债基金是一类预期风险和预期收益略高于货币基金、同时又小于中长期纯债基金的产品。对基金经理而言,既要通过主动管理获取中长期超过货币基金的收益,又要将组合的最大回撤控制在较低范围内。

围绕“既要增厚收益,又要控制回撤”的投资目标,不同基金经理采用的投资策略和方法各有差异,但整体上可以划分为交易派、配置派、哑铃派。宋倩倩正是交易派的代表之一。

“交易派会对久期上的波动趋势进行预判,并顺势做一定的偏离,以期获取价差收益,也就是资本利得。”宋倩倩解释道。通常,期限较长的债券价格波动较大,基金经理在正确判断趋势的基础上进行操作,往往都能获得一定的超额收益。

一个人选择的道路往往受其过往经历影响。入行前五年,宋倩倩在券商和基金公司从事交易员工作,包括资金交易和债券交易。“交易在我的投资世界中占据着重要的地位。作为中低风险资产,可能很多人厌恶债券价格波动,但我觉得,对交易而言,波动意味着分歧和机会。”

交易员工作的历练,让宋倩倩形成了敏锐的市场嗅觉和良好的交易盘感。“把握市场的风在何处,今天的风相对昨天是否有一些新的变化,在趋势里谋求增强,是我工作的大部分日常。”面对市场风向的变动,宋倩倩会下意识地探究预期差,结合市场情绪思考交易策略。

2017年,宋倩倩转到投资岗位,担任专户投资经理。与标准化的公募产品不同,专户组合主打个性需求,既要求在一定的风险预算上战胜基准,又会明确约定组合采用的策略、持仓品种的信用等级。也就是说,投资经理要在多重约束条件下实现较好的收益。

“专户组合的资金主要来自大型保险机构、国有商业银行和股份制银行的委托资金,这些资金具有信用风险偏好低、负债较稳定的特点。他们对组合持仓的信用评级、资质要求比较高,更偏好高等级信用,同时对久期的容忍程度较高。”因而,宋倩倩也结合自身所长,主要以久期切换和杠杆作为收益来源,而不是通过信用下沉和信用挖掘去获取收益。

这种有约束的投资,让宋倩倩在尽力保持风格一致和策略一致的前提下,在有限的风险预算中捕捉结构性机会的能力大幅提高。同时,她也在实践中形成了积极捕捉交易机会,将价值配置与波段交易相结合,对组合进行积极主动管理的稳健投资风格。