

积极打造基于宏观配置策略驱动的领先债基

——访鹏扬基金总经理杨爱斌

□本报记者 段国选 徐文擎



杨爱斌,复旦大学金融专业硕士,自1999年开始债券投资,拥有19年债券投资经验,是中国债券市场上最早的从业者之一。曾担任中国平安保险集团公司集团资金营运中心组合管理部副总经理、华夏基金总经理助理兼固定收益投资总监、鹏扬投资总经理、中国银行间债券市场第一届专业委员会委员等职务。现任鹏扬基金总经理、鹏扬汇利债券基金经理,为鹏扬泓利债券基金拟任基金经理。

把握债市战略性配置期

中国证券报:在实际投资中,鹏扬基金如何把握债券的战略性配置机会?

杨爱斌:2017年年底,我们看到中国经济领先指标出现下行迹象,但全球经济数据总体仍处于同步复苏的高点,市场预期的是所谓新周期启动。在这样的背景下,作为基金经理,我认为债券市场经过约两年大幅调整后,迎来战略性配置机会。因此,我们在市场左侧大幅增加中长期利率债券的配置。

但彼时债市短期市场情绪仍然非常低迷,所有参与者谈债色变,都不看好2018年债券市场,债券市场仍在非理性杀跌阶段。作为二级债券基金,可以参与股票投资。我看到当时大型商业银行股普遍约5%的股息率,配置价值很好,同时银行盈利水平、资产质量都出现明显好转,同时我们也预期偏紧的货币政策面临调整。在这样的背景下,我决定大幅增加对大型国有银行股的配置,对冲组合债券部位的下行风险。这个决策,由于1月银行股的大幅上涨,为汇利债券基金在1月债券市场暴跌的过程中净值逆势上涨1.37%,为我们挺过债券市场最黑暗的艰难时期。

2018年6月,临近年中,货币市场利率在降准后仍居高不下,债券市场在熊市思维下习惯性忽视经济基本面的各种利好,收益率回到4月降准前水平,股票市场在贸易因素的威胁下跌跌不休,只有防御类的“喝酒吃药”结构性行情。彼时鹏扬基金的领先指标宏观模型清晰发出经济即将步入衰退期的信号。在这样的背景下,我们认为债券市场基本面、估值水平、政策支持均给出正面的答案,于是我们决定大幅提升组合杠杆水平和组合久期,主动暴露债券的风险。股票投资方面,则考虑组合持仓以估值偏低、基本面稳定的银行和保险股为主,将受益于无风险利率下降的估值提升支持,组合资产配置是高配债券、中性配置金融股为主,并决定逐步减仓组合持有的防御类医药和消费股。

债券大概率进入牛市下半场

中国证券报:如何判断债券市场未来走势?

杨爱斌:目前我们认为经济下行压力仍较大,通货膨胀的短期风险客观上没有根本消除,譬如非洲猪瘟是否会大面积蔓延,人民币贬值、中美贸易问题可能导致的食品价格上涨压力犹存。海外美联储在美国通货膨胀压力进一步上升背景下继续加息2-3次是大概率事件,人民币面临进一步贬值压力。货币政策宽松是大概率,但受到人民币汇率稳定的约束。信贷政策方面,政策放松意图很明显,但在宏观杠杆率偏高、三年金融风险防范攻坚战背景下,难以重现过往周期中的信贷快速恢复扩张。在此背景下,我们认为债券仍大概率进入牛市下半场。如果信贷扩张企稳回升,债券市场将从目前的利率和高等级信用债券牛市切换到信用债配置行情,股票市场在货币供应量触底后确定“经济底”,经过目前的震荡筑底后有望在明年上半年某个时

这个决策为组合净值在三季度股票市场大幅下跌的过程中带来明显的超额收益机会。组合债券部位在8月大幅上行,出于对短期债券市场涨幅过大的担忧,我们在短期存单利率跌到2%的超预期位置大幅减仓债券,同时清仓医药消费等股票,降低股票配置比例。组合净值在三季度大幅上涨3.27%。

中国证券报:二季度以来,市场对A股及债市的后市表现都很纠结,如何辨识背后的逻辑?

杨爱斌:2018年9月,中美贸易因素已经成为市场最担心的因素,同时宏观政策出现稳经济、稳预期等政策放松的信号。债券市场在猪价、蔬菜、油价等价格上涨的影响下,出现很强的经济类滞胀预期,同时中长期地方债券的大量发行导致期限利差拉大。理论上说,滞胀时期,最好的资产是现金类资产、石油能源和黄金资产,债券资产、股票均不是好方向。我们判断,经济下行确定,因此仍要继续看好债券,并且长端的长期回报更好。因此,我决定重新回补债券仓位,加大对长债的配置。

在股票方面,大幅减仓三季度明显受益的银行股,降低对经济下行的风险暴露。同时逢低增仓受行业政策和突发事件影响而大幅下跌的医药股。在物价方面,我们判断石油价格波动,主要是供给冲击,长期受制于需求。但作为公募基金,我们无法通过衍生工具对冲石油价格大幅上涨对我们组合的债券部位的冲击,因此我最终决定大幅增仓由于光伏新政导致股价大幅下跌的光伏新能源股票,将之作为一种对冲手段。这背后的逻辑是,中国作为一个石油短缺国,如果石油价格超预期上涨,只有进一步增强中国发展新能源替代传统化石能源的决心。9月份的这个决定,现在看是非常正确的,11月份银行股回调和光伏股在政策重新调整后大幅上涨,鹏扬汇利的净值迭创新高。

打造一套完整的宏观配置策略驱动的组合投资方法

中国证券报:鹏扬汇利债券基金是如何做到既控制好风险,又取得较高回报的?

杨爱斌:这主要源于鹏扬基金正在打造一套完整的宏观配置策略驱动的组合投资方法,并在鹏扬汇利债券基金的实战操作中取得良好效果。

传统的投资理论告诉我们,股票的名义长期投资收益率=ROE × (1- 分红率) + (1/PE) × 分红率;债券的名义长期投资收益率等于利息收入加上利息的再投资收益率,如不考虑收益率曲线的变动,其与债券久期相当的期间投资回报率约等于买入债券时的到期收益率;大宗商品、黄金等的名义长期回报率约等于通货膨胀水平,实际回报率一般为零。我们在组合构建时通常设定投资期限,譬如1年、2年或3年,但所有的资产类别在持有期间由于供求、基本面预期等各种原因,资产价格会发生波动,从而导致资产组合的短期回报率与长期投资收益率出现偏差,甚至出现短期的负回报,导致投资人出现巨大的心理压力。那么,如何能以较小的资产组合波动实现长期回报目标?答案是,现代投资组合之父马科维茨所说的资产配置分散化组合投资,因为分散化组合投资是唯一的“免费午餐”。鹏扬基金正是基于这样的投资理念,在充分借鉴学习全球最大的对冲基金公司——桥水基金的“全天候宏观配置策略”的基础上,初步打造了行业领先的“宏观配置策略驱动的组合投资方法”。

中国证券报:“宏观配置策略驱动的组合投资方法”如何实现?

杨爱斌:具体来说,我们在进行宏观配置决策时围绕最关键的四个影响因素:经济增长、通胀水平、无风险利率水平和风险溢价率进行资产配置决策。

按照上述分析框架,如果经济增长低于预期,那么投资首选是利率债券、中高等级信用债券和黄金(本质上是实际利率为零的债券);如果经济增长高于预期,投资首选是股票、商品以及高收益信用债券。

如果通货膨胀水平超出市场预期,则最佳投资品是商品、商品类信用债券,传统的利率债券、中高等级信用债券,同时股票将面临“通胀无牛市”的局面;如果通货膨胀水平低于市场预期,则在货币走向宽松的预期下,债券市场先进入牛市,随后股票市场,尤其是与非商品价格相关的股票,也将进入牛市。

无风险利率水平通常是由央行来决定的,决定无风险利率的高低或者货币宽松与紧缩的依据其实也来自于央行对经济增长和通货膨胀的判断。当然,有时央行会为了维持汇率的稳定而相应提高或降低无风险利率水平。对于所有资产类别来说,如果货币紧缩,现金将是最好的资产类别。

决定资产价格的第四个关键因素是风险溢价,对于信用债券来说就是信用利差,对于股票市场来说就是股权风险溢价,风险溢价反映了投资者的风险偏好。通常来说,宽松的流动性会提升投资者的风险偏好。

我们在投资的过程中对上述四个关键因素进行预测,如果我们对某一因素有非常大的把握预测成功,我们将适当加大该因素下受益的资产类别配置比例,降低受损的资产类别配置比例;有时,这些因素很难预测,我们可以同时在资产类别上进行配置,这样资产类别之间的价格此消彼长抵消了资产组合整体的净值波动,这样我们可以以较低的净值波动获得我们各资产的长期配置期望收益率,而不用担心组合净值短期大幅波动带来的压力。

Wind数据显示,截至2018年11月16日,成立时间不足18个月的鹏扬汇利债券基金累计收益率7.97%,年化收益率达到5.39%,作为每日开放的净值型产品,收益率超越一般定期理财产品。并且,该只基金今年以来和过去一年的期间收益率分别为6.64%和6.82%,而行业二级债基同期平均涨幅仅0.4%和-0.34%,基金排名均处于行业的前5%以内。同时,考虑基金期间最大回撤仅1.63%,其风险调整后收益率水平实际表现更佳。

鹏扬汇利为何能取得这样的业绩?既是鹏扬汇利基金经理,又是鹏扬基金公司总经理的杨爱斌,向记者详细阐述了他的投资方法。