

基于可转债特性投资 追求长期稳定复利

□天弘添利、天弘多元收益、天弘丰利
基金经理 杜广

能攻善守的“固收+”产品由于较好的投资体验,已经成为许多投资者的选择。“固收+”产品对基金经理跨资产类别的投资能力也提出了更高要求:不仅要在股票、转债等细分资产上形成深度认知、建立能力圈,也需要在组合管理方面,形成科学化、经得起市场检验的投资体系。

在笔者看来,管理“固收+”产品组合有三个关键要素:一是“+”的资产或者策略,要能够长期稳定复利,而且长期收益率比纯债要高;二是资产或者策略之间的相关性要尽可能低,最好是负相关,以降低组合波动。三是有科学化的风险控制规则,避免不可逆的回撤发生,尤其是对于稳定型“固收+”产品需要将极端情况下的亏损,控制在客户可接受的范围之内。笔者管理多只不同策略的“固收+”产品,对于底层策略中的转债策略有一定心得。

把握可转债两大特性

市场长期形成的转债投研理念是将转债当作股票的替代品进行投资,往往对质地优秀的转债给予过高的、难以消化的溢价率水平。但从笔者过去的投资经验来看,这种做法的效果并不好,其背后的原因是多重的:第一,上市公司往往会在景气高点的时候,进行扩张、融资,发行可转债,投资者也容易犯线性外推的错误,为在景气高点的转债付出过高的溢价率,随后可能面临景气下行周期中的转债价值和溢价率双杀。第二,好公司、好股票、好转债,三者之间并不能严格意义上画等号,好的转债评估标准应是兑现转股期权的概率和兑现时短期的爆发力,从历史上来看具备这些特征、赚钱效应极佳的转债,往往是一些冷门、相对优秀的好公司,并不是已经被大家充分挖掘、公认的好公司。

因此,笔者认为,可转债的投资应该基于其自身特性,找到最容易赚钱的方式。可转债第一个特性是,对于大量中小市值、处于成长期的转债发行人,普遍具有极强的融资诉求,有强烈的促转股意愿。这个特性,将转债投资人与发行人的利益绑定起来,从历史上看,有大量的转债发行人,通过不断下修转股价的



方式,促成转债涨到高价区域、完成转股。

可转债的第二个特性是,因为有债底的保护,中低价区域的转债天然具有高盈亏比,为认知错误提供较强的保护。笔者此前在中低价区域布局了很多高成长标的,当时如果直接投资股票会有顾虑,但是投资转债能够较好地预期最大的下跌空间及所需承担的风险,更加敢于布局,取得了不错的收益。

选择可转债标的时,笔者除了偏爱绝对价格不高的个券,在基本面方面最看重两点:一是公司本身的成长性,高成长性往往意味着强融资诉求和股价上涨空间。二是公司所处的周期位置。有些公司可能长期成长性不明显,但处在周期底部,周期到来时业绩爆发力也往往较强。

除了基本面的深度研究,笔者还开发了多条量化策略,并进行分散投资,设置严格的止盈和止损规则,获取长期稳定的复利。在量化策略方面,并不主张数据挖掘,而是追求盈利来源的可解释性、可重复性,追究到策略有效性的本源。

风控应贯穿全流程

对转债投资来说,择时是十分必要的,主要原因在于:一方面转债的波动率比投资者想象得大,往往会超越组合能承受的范围。尤

其是平衡型品种,其溢价率反映投资者情绪的变化,跟正股走势是正相关的,加剧转债价格的波动。另一方面,转债持有人绝大部分为机构,流动性欠佳,尤其是当市场行情不好时,往往会出现一致性抛售,流动性瞬间消失,难以右侧减仓进行风险控制。

笔者习惯进行逆向投资,会提前几周到几个月做大的转债仓位调整。仓位变化会从几方面考虑:一是判断权益市场大的趋势和风格变化。二是关注中低价转债的估值状态,如果估值达到偏高区域,就考虑逐步减仓。三是观察机构转债仓位情况、拥挤度状态。当然,对于不同管理策略和风险收益特征的基金,仓位变化的决策周期是不同的。

在风险控制方面,短期回撤是正常的,但是需要避免的是不可逆的回撤。如何避免?笔者在管理“固收+”产品时秉承的理念是,将风险控制贯穿于可转债投资的全流程。

首先,买入时就要对下行空间和风险做评估,仔细评估所需承担的风险,是否会超过组合能承受的范围。其次,在组合构建方面,力求降低所选转债与其他资产的相关性,以实现收益来源多元化和净值的稳定性。以二级债基天弘多元收益的转债配置为例,转债仓位在行业、风格上的敞口暴露,会力求与股票仓位保持差异化。最后,需要保持对风险的高度警惕,尤其是对于稳健型产品,当意识到市场存在风险的时候或者市场已经转向的时候,要进行果断减仓,控制风险。

中小盘转债下半年仍有机会

对于下半年的转债市场,笔者认为中小盘转债下半年仍有不错的机会。从海外市场的经验来看,在宏观经济比较好的时候,小盘股相对于大盘股往往会有超额收益。目前国内宏观经济处于不错的状态,小盘股的业绩相对大盘股已经出现了较强的反转。同时,过去一两年市场追逐核心资产,偏大盘成长风格较强估值较高,而以中证1000、中证500为代表的股票估值还处在相对较低的状态。从转债市场的估值来看,转债估值到了比中位数略高的位置。考虑到转债价格并非钟型分布,而是严重右偏的分布,右侧尾部很长,潜在上涨空间依然较大。

综合中小盘股票业绩、估值、转债市场整体估值状态,预计中小盘转债下半年仍有机会。

预留安全边际 提升投资胜率



□德邦基金权益投资总监、德邦价值优选
拟任基金经理 黎莹

今年以来,以上证50指数为代表的价值风格和以创业板指数为代表的成长风格多次切换。究其原因,是市场在经济复苏带来的企业盈利上行与流动性边际预期变化两者之间,以及在盈利和估值之间寻找平衡。

展望下半年我们认为,国内经济韧性较强,虽然强度有所走弱,但仍将处于正常的复苏区间,经济面将不是行情主因,流动性的边际变化将会是更重要的影响因素。虽然从3月开始经济数据较前期有所转弱,但整体来看国内经济韧性仍然较强。

从流动性角度来看,上半年国内金融市场的狭义流动性由于地产和财政方面信用的收紧,呈现出相对宽松的状态,下半年随着地方债供给的增加,金融市场流动性大概率将会有边际变化。整体来看,下半年经济有韧性,流动性方向趋紧,利率敏感性高的高估值板块后续阶段性压力加大,自下而上寻找估值合理具备阿尔法机会的个股是较好选择。

结合基于经济基本面、政策面、流动性、估值和大类资产比较等因素做出的市场预判,从经验来看,此时应该更多地做好定位周期位置的工作,评估市场整体风险如何以及潜在收益如何。从实际投资实践角度来看,一方面,准备好市场变化的应对策略;另一方面,在永远变化的市场中寻找不变,在概率原则的投资市场中提高投资胜率,提高风险调整后的超额收益。

市场是个高度复杂的体系。在海森堡的测不准原理中,客体的位置和速度不能同时精确测定给出了物理世界不可测性的复杂性。在投资过程中,投资者与市场之间,既参与又投票的互动影响,使之成为很难测的复杂系统。投资是对未来不确定性的下注,市场是由追求利益最大化的无数个体组成的,决定了收益和风险的同源性。风险的承担,是普通投资人容易忽视的,尤其是在上涨趋势中。投资人本质追求的是风险调整后的超额收益。

能否做到提高投资的胜率?长期来看,社会平均收益率是资金收敛方向。在股票市场中,指数收益率代表了平均收益率,“1年翻倍者众,3年翻倍者寡”,持续跑赢指数获取超额收益很难。但是,以巴菲特为代表的优秀投资人,仍旧能够在50年的长时间维度中持续获得超越市场的收益,而且在过去20年里,偏股型公募基金有18年的时间都跑赢了上证指数。投资是对不确定性的定价,而收益率是由预期回报率和对应的概率决定的,投资预期回报率高的标的和提高概率是提升收益率的方法,但是是长时间保持高速增长的企业寥寥,更多的是企业短期高增后不可持续的快速回落。

因此,我们选择尽可能地提高投资胜率,在永远变化的市场中寻找不变。其中,行业发展趋势和企业核心竞争力的正向积累持续性,是可以判断到的不变。以成长期行业为例,成长导入期并不是确定性强的阶段,虽然行业有成长红利,但是内部格局没有形成,哪些企业能走出来仍是未知数。而成长典型期和成熟期是胜率的甜蜜期,即有行业红利,经过内部竞争优胜后走出来的头部企业能够强确定性地走到最后。

作为基金经理,肩负着投资者的托付,当下唯有做好周期位置的判断,准备好市场变化的应对策略,同时基于行业发展趋势、生意模式以及企业核心竞争力等,在谨慎的假设前提下预留较好的安全边际,提升投资胜率,才可能获取长期持续的风险调整后的超额收益。相信常识,相信均值回归的力量,在市场情绪高亢,对各种短期和长期的乐观因素都有预期的时候,谨慎一些;在市场情绪低迷,对各种短期和长期的悲观因素都有预期的时候,乐观一些。

关注企业成长确定性 挖掘优质标的

□博时基金股票投资部基金经理 沙伟

今年以来市场持续震荡,当前市场仍在板块轮动中,但在笔者看来,A股大概率可以走出长期慢牛行情。一方面,从宏观环境来看,国内经济近几年的大方向是提质降速,在此背景下,传统行业包括房地产的投资回报率呈趋势性向下,很多理财产品收益率也有显著回落,这将会带动国内无风险收益的系统性下降,对于股市长期估值是一个较为重要的支撑。另一方面,包括注册制在内等各项制度的推进,都在促进国内资本市场能够长期更加健康有效的发展。过去两年,我们也开始明显感受到A股在向更加基本面化、机构化、龙头化的方向转变,这些都是长期市场越来越健康的表现。

此外,从企业盈利的角度来看,A股核心资产过去近10年的盈利复合增速大概在15%左右,结合A股市场估值体系的长期支撑,那么在龙头企业的盈利增速能够保持15%甚至更高的情况下,A股年化回报率也会有较好的表现。

关于影响市场的核心因素,从中期来看,笔者认为企业的盈利和估值。企业的盈利取决于经济本身的发展情况和经济政策,估值取决于经济政策的走向以及利率水平等宏观外部因素。结合各行业自身发展情况来看,比如新能源的一些产业政策也会对行业有明显的推动作用,从而影响到整个市场。

笔者的选股标准基本可以概括为一句话:选择三年内能够看到一定确定性成长的



企业来作为投资标的。如何才能选出这种成长性较好的企业?笔者认为主要从两个层面入手,首先是行业层面,我们希望这个行业要有比较好的永续增长,能够看清楚未来的竞争格局,至少能够看清未来大概3-5年行业的发展趋势,包括是否有大的技术路线变化,或者格局的变化等。第二个层面则聚焦在公司层面,主要考虑企业自身的核心竞争力,还有对企业的管理层进行观察,是否具备企业家精神,对企业未来的发展规划是否合理以

及企业之后是否具备较好的成长空间等。

在上述两个层面基础上,综合评估企业未来3-5年的成长空间以及成长确定性、成长路径,后续会结合估值来决定是否投资该标的。

综合来看,笔者近年主要业绩也来源于行业和个股的选择,细究行业,其中贡献最大的又为化工和电子。

笔者是周期行业研究出身,对这些行业的理解也较为深入。化工是一个涉及面比较广的行业,虽然它整体上可能偏传统,但有很多细分方向也有较好的长期成长性。一些看起来偏大众的化学品过去几年整体上是高于GDP增速的速度来成长,因为它具备新材料的属性,甚至有些具备代替传统材料性能的潜力,这些传统行业仍然会有相对较好的成长性。同时这些行业还有一个优势,相对科技新能源等行业,它的竞争格局会比较稳固,其中的龙头企业或长期保持较高的份额,包括在目前“碳中和”的背景下,份额或有进一步提升的空间,所以笔者认为这类行业的投资价值值得关注。

笔者在投资上聚焦的另一大方向是科技新能源,这个大方向本身行业层面的成长属性很强,更容易挖掘出长期成长空间较大的个股,包括新能源车、光伏、风电都是较为看好的方向。

总体来看,笔者关注的两大投资方向会有一些对冲功能。在组合回撤方面,要保持对市场的敬畏之心。一方面,通过周期成长和科技创新的组合来做搭配;另一方面,也会加入医药、消费等方向来保持组合的平衡性。