

天弘基金杜广：

基本面叠加量化 挖掘“固收+”超额收益

□本报记者 王宇露



杜广,天弘“固收+”团队主基金经理,北京大学硕士,数学+经济背景,擅长主观+量化的科学化投资,创建了利率债量化策略、中低价转债策略等,对股票投资亦有深入研究。代表产品天弘添利债券、天弘多元收益债券、天弘丰利债券等,参与管理的“固收+”基金天弘永利债券近期荣获“七年期开放式债券型持续优胜金牛基金”。

以量化模型辅助投资

杜广拥有近8年的投研经验,和很多投资者将转债作为股票替代品用于获取权益的贝塔收益不同,杜广认为,转债市场有非常高的阿尔法收益。

在杜广看来,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。他认为可转债有两大特性,一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,为认知错误提供了比较强的保护。在此前的投资中,我曾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,也因此取得了不错的收益。”杜广解释。

具体到个券选择,杜广也有自己的逻辑,如从正股基本面、波动率、转股诉求三方面选公司,结合转债特性进行考量。

对于正股基本面,杜广倾向于选择次优质的公司,基本面向上或面临拐点,处于估值或行业发展的相对底部。他认为,对转债投资来说,成长性的要求不会像股票一样严苛。波动率则是指行业和公司的弹性,选择具有爆发力的行业,如TMT、化工、小品种有色金属等;或者公司具有较高的波动性,有短期内的成长性,比如发生利好催化等。同时公司具有较强的转股诉求,可能存在的情形有转股的稀释率低、资本开支需求较大或者即将

面临到期、回售的压力等。

此外,杜广倾向于选择中小市值、具有成长性的公司。他通常会用正股的市值和净资产收益率(ROE),将标的公司分为四个象限,基本上按照规模小于100亿元和过去三年ROE大于10%的标准进行选择。如果是规模较大的国企,现金流充裕,可以认为公司的融资诉求并不会特别强烈。另外,经过统计,微型转债更容易达到高价区域,同时在低价区域的分布更加集中;从回测结果来看,微型转债的表现也强于巨型转债。

值得一提的是,杜广有丰富的量化投研背景,因此在转债投资的过程中,同样会以量化模型辅助投资。“我们通过主观与量化结合,希望每一个量化策略都能挖到最底层的東西,然后用历史数据不断验证、不断研究,得出长期有望重复出现的盈利机会和盈利模式,做科学化的投资。”杜广表示。

杜广介绍,他和团队在债券量化方面做了两项探索,分别是利率量化和转债量化。其中利率量化策略的初衷是希望把一切主观的东西量化、科学化,并且验证策略长期究竟是否有效、何时有效、何时失效、失效的原因是什么。他说:“我们的利率量化是多元的,策略非常丰富。比如低频的宏观量化策略、中频策略是将股票交易拥挤程度的思想、频谱分析对中短周期度量等思想用在纯债上,做一些反转性的策略;偏高频的策略则是通过跟踪市场的短期行为,借鉴期货市场的CTA动量策略。”

此外,在转债量化方面,杜广做了很多选券、择时的量化模型,策略的共性是寻找被低估的期权,寻找转股溢价率跟它本身的波动性、成长性不匹配的转债,分散投资,有严格的止盈和止损规则。

近期,根据媒体报道,监管对“固收+”基金经理的任职资质提出了更加严格的要求,原则上应具备1年以上的含权益产品投资管理经验或权益资产的研究经验。对于新“固收+”基金申报,拟任基金经理需同时具备股债管理经验,或采取双基金经理制。业内人士认为,这一方面是出于对“固收+”产品的规范,另一方面也反映出“固收+”产品的管理难度较大,对基金经理的能力边界要求很高,要求同时具备股票、债券的投资能力。

天弘基金的“固收+”团队中有不少基金经理便是这样的多面手,杜广就是其中的一位。在管基金总规模超过500亿元的他,是天弘“固收+”主要基金经理之一,每季度参与研判各类资产投资机会,共同确定天弘“固收+”不同产品各类资产的基准仓位;而且,他凭借北京大学数学和经济的复合专业背景,创建了利率债量化策略、低价成长的转债策略、转债投资正股策略等,从利率债、转债、股票三方面挖掘超额收益。

凭借出色的管理能力,由杜广参与管理的“固收+”基金天弘永利债券近期荣获“七年期开放式债券型持续优胜金牛基金”。

强调转债投资择时性

强调转债投资的择时性,也是杜广投资策略的一大特色。在他看来主要原因有两个,一方面,转债的波动率比投资者想象的大,往往会超越组合能承受的范围。尤其是平衡型品种,其溢价率反映了投资者情绪的变化,跟正股走势是正相关的,容易出现“戴维斯双击”或者“戴维斯双杀”,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。

在具体操作上,杜广习惯逆向投资:“我们的转债投资择时相对偏左侧,不只观察股票市场的表现,还会观察转债市场的拥挤度、机构仓位,观察市场中期或者中短期超涨、超跌的状态。”

比如在2020年的基金年报中,杜广表示,低价转债和优质转债已经到了历史最便宜的时候,优质转债信用风险可控,因此坚定持有被错杀的优质低价个券。2021年,转债市场表现突出,银河证券数据显示,由杜广管理的转债基金天弘添利债券在2021年回报率高达44.87%,高弹性二级债基天弘弘丰增强回报债券(A类)2021

年回报率高达39.35%。

值得关注的是,杜广不仅在管理基金过程中准确研判大势,也是少有的敢于在市场拐点向投资者提出清晰建议的基金经理。如在2021年2月,转债市场大幅调整,转债估值处在历史低点,回撤很大,但杜广跟团队反复推演,确认策略没有问题,可转债迎来历史性机会。于是,杜广给投资者写信——《至暗时刻,转债有望迎绝佳配置机会》,随后在市场带动下基金净值一路攀升。

到了2021年下半年,虽然杜广管理的基金收益率依旧排名同类前列,但是他深知随着转债估值提升,性价比降低,于是又开始不断公开向投资者提示风险,强调转债基金品类本身的高波动风险,建议低风险偏好投资者选择稳健型“固收+”产品。

与此同时,他管理的转债基金也在转债市场处于高位时逐步加码限购,并主动分红。天弘添利债券从2021年7月限制大额申购为单日单户1000万元,到9月压缩为单日单户200万元,再到12月单日单户20万元以及2022年1月的单日单户1万元。此外,天弘添利债券还在2021年12月进行了分红。

注重风险防范

当前,“固收+”基金正在蓬勃发展,可转债也已经成为“+”这一部分中的重要资产与策略。杜广作为天弘“固收+”团队中的重要成员,对于这类基金的管理总结出了三个关键要素:一是“+”的资产或者策略,要有望长期实现稳定复利,而且长期风险收益率比纯债要高;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;三是要有科学化的风险控制规则,避免不可逆的回撤发生,这也是杜广非常注重的一点。

“‘固收+’产品一定要控制住回撤,如果对回撤的控制不够,很容易给客户带来永久性亏损,就是永远的‘固收-’了。”杜广强调。

在转债投资中,杜广同样坚决回避不可逆回撤。他表示:“做转债投资时,我们尽可能会选绝对价格相对低一点的转债,如果绝对价格稍微高一点,我们尽可能选正股的估值相对较低或者正股已经处在景气周期底部的公司发行的转债,这样可以把下行空间封住。”

杜广表示,所谓不可逆的回撤风险,主要分为两种情况,一是所投资的转债爆发信用风险,这是最需要规避的一类风险。他虽然倾向于投资低热度、次优质的公司,但对于公司瑕

疵过于明显、信用风险很大、面临到期还债压力的标的,会坚决回避。第二种不可逆的回撤风险是为景气高点的转债付出了过高的价格,而杜广会控制买入高价转债的比例,更偏好中低价转债,因此犯这种错误的概率很低。

值得注意的是,近年来不少转债随着正股上涨表现十分突出,涨幅远远超出普通转债。为了更好地把握优质可转债的卖点,杜广与团队一起构建了转债投资的第二个策略——正股策略,通过对正股的深度研究,更好地把握转债的买点和卖点。

在对股票的深度研究过程中,杜广也逐步形成了自己在股票投资上的能力圈和策略风格。他的主仓位会聚焦于价值与成长并重的GARP策略,组合整体呈现出高质量、低PEG的风格。他认为股票投资最重要的是复利的稳定性。从长期看,股票复利的稳定性来源于优秀的商业模式、强大的公司竞争力,同时也不能为此付出过高的溢价,持仓需要有合理甚至相对低估的估值。杜广的主仓位风格相对固定,且持仓周期以年为单位,为了照顾好投资者中短期的持有体验,组合中会分出少部分仓位,实施一些景气投资、量化投资的卫星策略,去捕捉一些中期的投资机会。