

华富基金倪莉莎:

# 注重持有人感受 优先控制中短债产品回撤

□本报记者 徐金忠

在震荡多变的市场环境中,“避险类”基金产品正受到越来越多的关注。统计数据显示,今年以来,中短债基金备受追捧,规模激增,目前总规模已逼近1万亿元。避险品种如何真正发挥其行稳致远的作用?普通投资者又该如何挑选适合自己的基金产品?

日前,华富吉富30天滚动持有中短债基金拟任基金经理倪莉莎在接受中国证券报记者采访时表示,中短债基金的投资应该将回撤控制放在优先位置,避免让有避险需求的投资者承担不对称的风险。因此,在具体操作上,一方面是打好固收投研的坚实基础,另一方面在市场策略上可以选择“偏右侧”,在品种、久期、杠杆等方面以跟随策略为主。对于投资者如何选择中短债基金产品,倪莉莎建议仔细研判产品属性、淡化短期业绩,根据自身资金属性选择适当的持有期。

## 避险产品“适销对路”

统计数据截至今年三季度末,中短债基金的规模已超过9454亿元,相较于去年末的4862亿元,规模增长超过94%。倪莉莎在管的基金产品是这一波中短债基金规模飙升的典型代表。定期报告显示,其管理的华富吉富60天滚动持有中短债基金去年年末的规模不足11亿元,到今年三季度末,该基金规模已高达近47亿元。除了规模的迅速扩大外,其业绩表现同样出色,数据显示,截至11月7日,华富吉富60天滚动持有中短债A近一年的净值增长率达6.42%,同期基金的业绩比较基准仅小幅上涨0.56%(业绩数据经托管行复核,基准数据来源于Wind)。

对于中短债基金的走红,倪莉莎认为,既有中长期的趋势,也有中短期的因素。中长期来看,财富管理行业存在着有一部分对稳健收益需

求量巨大的投资者,并且对于很多投资者来说,资产的多样化组合配置中,稳健投资部分的配置需求也在逐步扩大。中短期来看,则是由于权益市场的宽幅震荡,促使部分资金风险偏好降低,分流至稳健收益型产品。

基于这样的判断,倪莉莎认为,中短债基金产品的投资运作需要将回撤控制放在优先位置。“中短债基金的主要客群定位是对净值回撤风险较为敏感的人群,因此对基金经理的组合管理和控制回撤的能力提出了很高的要求。”

倪莉莎表示,通常来说,债券投资主要面临两大风险:利率风险和信用风险。“针对前者,我们会尽量不做左侧布局,避免暴露在利率风险之中;针对后者,华富信用团队在多年的市场磨砺中建立了完善的投资体系,拥有完整的事前、事中、事后风险控制机制,尤其看重企业创造现金流的能力,通过设定严格的出入池标准,对持仓债券进行持续跟踪,从而严控信用风险。”倪莉莎表示。

## 新产品“萧规曹随”

回顾华富吉富60天滚动持有中短债基金的操作,倪莉莎表示,该基金作为一只采用信用债策略的中短债基金,其收益主要来源于信用债资产的票息收入和久期骑乘收益的加成。“在实际运作过程中,对债券市场节奏的把握以及对债券品种的选择尤为关键,我们主要通过灵活运用骑乘策略、信用轮动和波段策略,在活期票息收益的基础上,努力提高产品的业绩表现,同时严控久期,减少组合的波动风险。”倪莉莎表示。

成功的操作背后是倪莉莎在固收投资上的积淀与升华。倪莉莎通过8年证券从业和5年投资经验的积累,在纯债、现金管理方面尤为擅长。



具体来看,在流动性管理方面,倪莉莎常年身处市场一线,对流动性有着较为深刻的理解与把握,善于研判资金面,并捕捉市场交易预期差带来的投资机会;在大类资产配置能力方面,倪莉莎的信用债在管理规模稳定,善于通过信用行业板块轮动等策略,追求稳定向上的收益曲线,提升客户持基体验。

本次发行的华富吉富30天滚动持有中短债基金将延续倪莉莎的术业专攻。该基金80%以上资产将投资于“中短期债券”,长期

来看,风险收益比介于货币基金与长期纯债基金之间。

倪莉莎指出,相比于货币基金以短久期品种为主要投资标的,中短债基金可以在一定范围内灵活调整组合久期,以获得更好的收益弹性;相比于对债券久期不加限制的长期纯债基金,中短债基金受到利率波动的影响相对较小,因而理论上能更好地控制回撤风险,“30天的持有期设置相对适中,兼顾了收益性和流动性,有利于为客户创造较好的投资体验”。

## 债券投资处于偏舒适环境

在接受采访时,倪莉莎介绍了她对于普通投资者如何选择合适的中短债基金的观点。相对于短期的业绩表现,她建议投资者:一方面,关注基金合同的具体条款,因为在中短债基金中,同样有不同的投资策略;另一方面,投资者需要结合自己的资金属性来看,如果有较为明确的时间节奏,可以选择与持有期相匹配的中短债产品。“持有期的设置,有利于基金管理人平滑组合波动,能提前安排好资金应对申购,有利于创造相对稳定的净值曲线。”倪莉莎表示。

谈到后市观点,倪莉莎表示,展望四季度,债券投资仍然处于偏舒适的流动性环境中。

“需要注意的是,海外政策收紧和国内政策变化均可能对债券市场形成扰动。虽然久期较短,中短债产品仍是净值型产品,波动在所难免。但在流动性合理偏松的环境下,预计上述扰动对债券市场的冲击不会太大。而中短债基金作为短期理财的一种补充,相对含权类产品波动较小、收益相对稳定,适合追求低波动、低回撤投资体验的客群,中长期看仍然是个人投资者值得配置的投资标的之一。”倪莉莎说。

## 广发言 | 以时间的名义

# 广发基金唐晓斌:关注企业迭代能力 寻找“第二曲线”成长股

成长是什么?

对普通人来说,成长也许是让人为之骄傲的拥有,也许是无法挽回的失去。

对投资人来说,成长可能是一种信仰。只是,每个人偏爱的“成长”各有不同。

有人想要与伟大的公司同行,我却更想聚焦拥有“第二增长曲线”的公司。它们曾经在各自领域辉煌过,却因为某些原因而进入“平台期”。在“平庸”的日子里,公司通过技术进步、新产品研发或组织架构的调整,找到新的增长因子,重新焕发活力,从而开启“第二增长曲线”。

自我迭代,推陈出新,是评估一个企业核心竞争力的关键,也是企业二次成长的核心动能。很少有公司能够使得两条曲线完美结合。作为投资人,我们要挖掘的是在“平台期”有所作为的公司,观察它们在“平台期”做了哪些投入和改变,这些改变是否足以推动“破局点”的到来。

## 珍贵的“第二增长曲线”

不同的投资者对成长股的定义不同,选股标准也有差异。即便是面对盈利增速相同的成长股,不同投资人的理解和认知也不同。我们来看一个例子:

同一个行业中,A公司今年预期净利润5个亿,30%增长,市值300亿;B公司今年预期净利润1个亿,30%增长,市值30亿,仅相当于A公司的1/10。同样的行业,同样的增速,为什么投资者会对这两家公司的态度如此迥异?

上述两类品种都属于成长股,A公司是大家眼中的“白马股”,在行业内具有较高地位,收入和利润在可预期的时间范围内稳定增长。第二类是偏“灰马”或者是“黑马”成长股,其特征是收入和利润出现非线性的快速增长。市场给A、B两家公司不同的估值,本质上反映的是投资人对这两家公司未来成长确定性的差异。或者说,相对而言,市场认为A公司保持30%增速的确定性更高。

欧洲著名的思想管理大师查尔斯·汉迪在《第二曲线:跨越“S型曲线”的二次增长》一书中写到,任何事物,无论是生命个体还是企业组织都会经历从诞生、成长、衰退,到最后结束的过程,这就是我们所说的“第一曲线”。企业在“第一曲线”达到顶峰开始下降前,就应该寻找新的破局点,让企业重回成长道路,从而开启“第二曲线”。

但很少有公司能够使得两条曲线完美结合,大部分公司会出现某个时期:营收没有增长,费用高企,利润下滑,进入外界所说的“平台期”。此时,公司股价的运行趋势往往是震荡整理或者是下跌消化估值。作为投资人,需要理解公司在“平台期”做了哪些投入和改变,这些改变是否足以推动“破局点”的到来。

比如,C公司在2017年之前一直保持着远超行业的高速增长,但从2018年开始,行业进入震荡期,公司核心产



广发基金成长投资部基金经理 唐晓斌

品相较于竞争对手的领先优势迅速缩小,业绩也从高速增长变为低速增长乃至负增长。但是,公司一直在技术层面寻找突破,研发人员三年增长一倍,研发费用率超过15%。经过三年的努力,公司开发出新一代产品,无论是产品质量还是生产效率都得到了显著提高。同时,公司也在布局新的产品线,新产品的市场占比也在明显提高。但是,市场对这个公司的增长前景仍抱有很大的疑虑,给予一定的估值折价,此时恰恰给了较好的布局机会。

我是在2008年进入证券行业,一开始对高成长、爆发性增长的公司更感兴趣,日常关注的行业分布比较广泛。随着从业年限的拉长,我依然偏爱挖掘成长股,但更偏好的是寻找拥有“第二增长曲线”的成长股。因为市场对“第二增长曲线”成长股的研究和认知没有那么充分,存在定价偏差。综合企业成长性和估值水平来看,这类公司具有较高的性价比。

## 三步骤把握“第二曲线”破局点

如何寻找拥有“第二增长曲线”的成长股?在我的投资框架中,符合条件的公司具备以下几个特征:

首先,它们都曾经在各自领域辉煌过,有着超越行业的快速发展阶段。我倾向于认为成功是可以复制的,也是有传承的,因而在选择标的时要求公司需要有成功的“基因”。

其次,因为某些原因,公司从投资者的“聚光灯”下离开,变得“平庸”。而在“平庸”的日子里,公司通过技术进步或组织架构的调整,找到新的增长因子,重新焕发活力。

第三,逻辑的可验证性。公司的基本面改变是渐进的过程,可能在持续几个季度,经营收入和利润数据都会发生明显变化,有足够的时间让我们去验证自己的判断,从而确认是否迎来“破局点”。具体到财务指标上,我会重点关注ROE的变化趋势,也就是稳态ROE的水平。个人认为,拥有“第二增长曲线”的公司,收入端的变化更为重要。因为无论是企业技术投入还是组织架构的调整,所消耗的成本都是巨大的,如果我们只关注利润的变化,往往会错过公司的经营拐点。此外,资产周转率是我们关注的另一个重要指标,它反映了企业管理水平的高低。

这里想要强调的是,我们认为增长的第二曲线,核心的驱动因素是企业内生增长动力的增强,是源自于其自身的改变,可能会有行业爆发性增长等外界因素的助推,但根本上还是企业由内向外发生改变。因而,在挑选标的时,我会重点关注企业的成长曲线动力来源,希望找到真正内生能力强、能够不断发生机的成长企业。

富达基金传奇基金经理安东尼·波顿在《安东尼·波顿的成功投资》一书中写到,评估公司的商业特权才是最重要的,有商业特权的企业,长期优势越明显,他把企业的竞争优势比作“护城河”——一道抵御竞争的实质障碍。优秀的公司有更宽、更持久的护城河,而大部分公司则会陷入“竞争性破坏力量”的包围。波顿则把这种竞争优势,称作商业特权。

他在投资之前都会问自己:“未来10年这家公司在同行中表现突出,并且价值增长的可能性有多大?这家公司在多大程度上,是不受外界因素影响,而靠自身力量来发展的?比如,那些对利率和通胀敏感的生意,就比不上那些对此不太敏感的企业。”

波顿在书中讲过一个例子。早年间,一家中等规模位于英国的化工企业将其大部分产品销往欧洲大陆。在当时的英镑/欧元汇率下,这家企业的生意很好。但波顿发现,如果汇率上涨15%,那它的生意就会受到影响,至少利润会大幅缩水。因此不对其投资是更明智的选择。

## 关注行业渗透率和市场集中度

那么,在五六十家的众多上市公司中,如何更高效地找到满足“第二增长曲线”特征的成长股呢?

从业以来,我重点跟踪和研究的行业是新能源、机械、制造业、教育、医疗服务等,对这些行业比较熟悉,或者说有一定的研究方法,因此也更喜欢在这些行业寻找拥有“第二增长曲线”的成长股。如果要总结一些规律或标准,

渗透率和市场集中度是我重点关注的两大核心指标。

就渗透率而言,我希望在行业渗透率从10%突破到40%的成长行业中寻找标的。我把行业渗透率分为三个阶段:10%以内为初创期,半导体、创新药、出口电商都是这一类行业,需求处于爆发期,竞争格局尚不明朗。渗透率在10%~40%属于成长期,如光伏、医疗服务等都属于成长期的行业,竞争格局相对明朗,行业呈现出弱周期向上的趋势。而渗透率超过50%的行业则是成熟期。

当行业渗透率超过10%时,往往意味着这个行业很可能已经经历了十年以上的周期,市场的态度已从热情追捧进入相对理性的阶段,竞争格局相对稳定,投资人能大概能看清楚行业所处的发展周期,公司会不会被其他技术或其他竞争者替代等等。

从市场占有率看,我更喜欢的是行业增速保持10%~15%,行业集中度还不是很高,龙头公司的市场份额约3%~5%,这些公司通过自身的技术迭代、成本控制或者营销渠道的改善,仍可以持续提升自己的市场份额,从而逐步成长为大公司。反过来,我也会回避在爆发性增长的行业里挑选公司。需求爆发式增长的行业,潜在供给也会很大,潜在供给对于现有公司的估值会产生很大影响。

站在当前时点来看,宏观经济步入高质量发展阶段,产业结构调整为部分企业提供了新的成长动力。

近几年,外部贸易环境和全球竞争格局的变化,以核心零部件、关键材料等为代表的企业,尝试选择国内企业提供产品或者服务。经过测试之后,它们发现,无论是从产品质量、价格,还是经营效率,国产企业均能满足他们的需求,尤其是在效率方面。国产企业可以根据大客户的需求定制化进行生产,为下游企业提高了效率。

此外,能源安全也衍生出新的需求。全球竞争格局的演变,以及“双碳”政策的深入,让我们越发意识到能源安全的重要性。一方面,随着可再生能源装机的高速增长,下游电力行业从传统周期公用事业行业逐渐演变为成长行业,新能源装机赋予了这个行业“第二增长曲线”。例如,储能可以快速解决问题,同时也使得传统动力电池企业找到了新的盈利增长点。其中,火电企业的深度灵活性改造见效更快,成本也更低。未来,随着电力辅助市场和容量电价建立,火电企业通过自身煤电装机与新能源装机的相互补充,有望步入新的成长阶段。

基金经理简介:唐晓斌,14年证券从业经历,超7年公募基金管理经验。现任广发基金成长投资部基金经理,管理广发多因子、广发瑞锦一年等。

(风险提示:文章涉及的观点和判断仅代表投资经理个人的看法。本文仅用于沟通交流之目的,不构成任何投资建议。投资有风险,入市须谨慎。)