

# 嘉合基金于启明: 全仓位联动管理 追求纯粹的超额收益

□本报记者 徐金忠



## 交易“跬步千里”

如果说债券投资中,有“批发商”和“零售商”之分,那么,于启明属于后者。

债券投资中,有大量机构的投资是“配置型”的,或是持有到期,或是盯着利息收益。这类机构的投资会有较长的期限,而且追求安全保险的收益,那么,自然不会花很多精力去做精准的定价,甚至在投资配置时,不太计较“几个BP”的得失。

而于启明这样的“零售商”角色,在债券投资上,不仅仅是配置需要,更是有很强的交易动力。通过一笔笔的交易,于启明在试探着市场的真实“水位”。特别是面对着配置型机构的相对钝化,于启明通过交易,寻找着其中的“定价差”,一个BP一个BP,乃至是半个BP半个BP地抠出超额收益来。

这样的策略有没有效果?实打实的业绩可以说明问题。

于启明在管的嘉合磐通债券基金成立于2018年1月24日,积极把握市场波段操作机会,自成立以来,为投资者取得了超越业绩基准、优于同类平均的回报。2022年,嘉合磐通A/C收益率分别为4.98%/4.57%,在同类基金中排名第2位。

在众多同类债券基金业绩比拼中,于启明的超额收益能力相对比较出色。成绩背后,是于启明选择并且走通的“蹊径另辟”。“交易高等级债券”,七个字背后,是于启明和嘉合基金团队的一整套打法。

要进行交易套利,最核心的是要有强大的定价能力,为信用精确定价,是于启明和团队的真功夫。

具体来看,交易需要寻找到价差乃至错误定价,由此又可以分成

两部分,前者主要在一二级市场之间,后者主要是二级市场的定价问题。

“我们每天都投标几乎所有符合我们投资范围和标准的债券,依据合理定价并保有合理的安全边际(根据流动性期限,以及对于市场的预判留出一定的BP数),中标后在合理价格附近择机卖出。”这是于启明债券“打新”的交易策略。

而在二级市场,于启明看到的更是满地机会:“由于机构众多,债券数量也众多,所以市场上经常会出现定价出现错误偏差的债券,我们每天早上将希望卖出的债券选择合适价格挂出到市场,等待好价格卖出的机会,并且全日及时捕捉出现错误的机会买入。”

这样的交易策略,要求颇高。其中,发现一二级市场价差,意味着需要对两个市场的价格形成都有明晰的认识;寻找二级市场错误定价,更是要胸有成竹,并且要敢于不随波逐流、不随声应和。

“有很多市场主体基于种种原因无法有效参与,而我们的优势正是交易精熟、定价准确、时刻紧跟市场动向、与证券中介商深入合作多年,交易效率高。”于启明说道。

另外,通过交易,在配置型资金之间寻找收益的“缝隙”,其实是将债券投资做成了“Hard模式”:配置型策略有很多参照物,大可“抄作业”,而交易型策略,则需要在交易中,为自己画出坐标,并且经受市场的持续考验。

有人知难而退,于启明却不退反进,而且术业专攻、乐在其中:在交易中找到定价差,并且因此获得超额收益,与“翻石头找虫子”异曲同工,惊喜连连。

嘉合基金于启明:

# 全仓位联动管理 追求纯粹的超额收益

于启明,上海财经大学经济学硕士,厦门大学经济学学士,16年金融从业经验,包括2年交易经验,3年研究经验,11年投资管理经验。曾任宝盈货币市场证券投资基金的基金经理和宝盈祥瑞养老证券投资基金的基金经理。2015年加入嘉合基金管理有限公司。

## 组合“纵览全局”

债券市场的交易,更像是寻找个券的“阿尔法”,而品种配置、久期选择、杠杆运用等策略,更像是寻找债券市场的强势“贝塔”。于启明认为,两者不可偏废,后者的重要性突出,在更大的层面,决定着投资的胜负进退。

在这一点上,于启明的专业能力浑然天成。他拥有16年证券从业经历,包括交易经验2年、研究经验3年、基金管理经验11年,管理包括货币基金、短债、中长期纯债、二级债基、偏债混合型基金在内的多种基金产品。交易经验让于启明在交易上“杀伐果决”,货币基金管理经验等则让他具备纵横捭阖、纵览全局的视野和能力。

这样的视野和能力,首先在于对宏观环境的研判,并在宏观研判的指引下,做好大方向的投资组合。

近几年是宏观“大年”,于启明对此颇有体会。但是,宏观之所以为宏观,就在于其包罗万象、纷繁复杂,与其说提前研判,于启明更愿意说是及时应对。

对于2022年四季度的宏观环境变化,于启明讲到了宏观层面的判断和应对。于启明表示,彼时,当市场还在沿着原有逻辑惯性向前时,显然央行等掌握着总量的顶层机构看待宏观经济、市场流动性、交易情绪等的角度更为立体和多元。因此,后续的政策调整,只能积极应对,为投资找到“应然”的应对之策。

当时的于启明在投资操作上,做了一定的提前应对。“当时从银行资金等各方

面都显示出政策变化的可能,因此,提前降低了久期和杠杆,保持了充足的流动性。如果说在宏观研判和应对上,有什么经验可以分享,那就是敬畏市场,敬畏央行等顶层机构。”对于去年四季度的债市风波,于启明着墨不多,并且谦虚从容。

类似于这样关键时点的决策,就是考验基金经理纵览全局的能力。于启明显然通过实践,证明了拥有这样的能力。

有了宏观组合上不出错这一前提,才有后续交易获利的可能。“争取捕捉每年出现的一两次大的波段交易机会”,于启明这样的自信,源自于宏观研判和应对上的准确和流畅。

“不管是牛市熊市,实际上市场每年都会提供至少一到两次比较大的波段交易的机会,需要结合基本面、政策面、资金面等多种指标,结合经验进行判断,选择拐点处尽快入场。对于抓波段拐点,几乎没有能做到每次正确,只能耐心等待,尽可能提高准确率,另外果断交易,对则耐心等待尽可能扩大利润,错则果断止损。”于启明进一步表示。

另外,在讲到交易策略的时候,于启明一直在强调自己管理基金产品的“全仓位联动管理”模式,即交易是需要在全仓位组合配置的基础上进行的,其实是在宏观研判的范围内,挖掘交易机会。“不同于很多人的做法,我不会将仓位划分为配置仓位、交易仓位等。”于启明说,“而是作为一个整体运作,为组合整体确定方向,再在其中寻找交易机会。”

## “固收+”不能变成“+固收”

在大开大合和丝丝入扣之间保持灵活的“身段”,于启明寻觅,就是为了超额收益,为了纯粹的超额收益。

这一点从于启明对于“固收+”基金的理念和方法中可以看到。在于启明看来,“固收+”基金,基础的本质是固收,应该最先在固收上,做出加法来,然后再配以转债、权益等的收益增强。如果“固收+”策略变成“+固收”,在策略上投机取巧,不恰当地放大组合的波动,那无疑是和“固收+”的本意背道而驰的。

对待“固收+”基金的管理理念,他说道,从基金管理人的角度来看,就应该做两件事:一是,创造风险收益特征多样的基金产品;二是,坚持这样的风险收益定位,“不能随便进行大幅度的推倒重来去调整整个策略”。

那么,在嘉合基金的平台上,对于二级债基和偏债混合型基金等大部分投资债券、一部分仓位投资于权益的基金产品的定位就是力争低波动的稳健收益。因此,就得追求纯粹的超额收益,首先向固收要收益,然后才是用权益资产做增强。“我们很多产品会采用类似CPPI的策略,追求向固收投资要安全垫,只有在积累了一定的安全垫后,才会向收益增厚进发。”于启明说。

因此,于启明对待权益大类的投资,就显得尤为谨慎。

在股票投资上,一定会在有足够安全垫的前提下阶段性参与,更偏重于控制风险。而且只在有机会的时候阶段性参与争取增厚业绩。因此,于启明的权益投资,在择时上精益求精。“经济前景与估值、市场整体趋势各占股票仓位调整决策的50%权重。”于启明说。

以于启明管理的嘉合锦鹏添利为例,这只偏债混合型基金自完成建仓正常运作后,股票仓位的变动循时而变。仅就刚刚过去的2022年来说,面对权益市场的持续调整,前三个季度末嘉合锦鹏添利的股票仓位分别为4.97%、5.68%和4.29%,而到了股票市场预期发生变化的四季度,嘉合锦鹏添利迅速将股票仓位提升至21.47%。当年,嘉合锦鹏添利A、C份额分别跑赢业绩基准9.42个百分点和9.01个百分点。于启明在当打之时,仓位进击的锐度可见一斑。

对于个股的选择,于启明对于防风险的考虑明显多于抓收益的想法:属于行业龙头,盈利增长过去可验证,无不良传闻;中长期走势须强于大盘和所处板块整体水平,没有明显操纵特征;估值水平与企业成长性相比不会明显高估。