

申万菱信基金舒世茂:

三季度债市有望迎来更多机会

□本报记者 魏昭宇

舒世茂表示,除了信用精选,骑乘策略也是一项重要的辅助性策略。通常而言,在收益率曲线陡峭且不变的情况下,通过选取流动性较好的债券,运用骑乘策略有望获得收益。“比如一只一年期的利率债,收益率是2.1%,半年后它的收益率变成了2.0%,那么其收益率下降10个bp,在这个过程中,可能出现一定资本利得机会。”舒世茂举例说。此外,舒世茂还提到其他辅助策略,比如利率交易、杠杆策略等。

谈到如何严控回撤,舒世茂表示,债券市场和股票市场一样,同样具有波动性。首先,要降低风险的暴露,核心是控制久期,久期越长,市场在波动的时候,债券的波动幅度可能会越大。其次,基金经理要勤勉尽责,努力做好市场研判。比如市场调整的时候,通过仓位控制或者国债期货等策略进行风险对冲。

复苏趋势对债市影响有待观望

2023年上半年,债券市场迎来不少投资者的关注,债基指数呈向上态势。舒世茂表示,这主要有两个原因:一是自去年11月以来,债券收益率出现了较为显著的上行。因此我们站在年初的时点往后看,债券整体的收益率位置相对较高。

二是到了二季度,宏观经济的复苏进程有所放缓,叠加存款降息等因素,导致债券收益率曲线整体下移。“从持有债券的角度来讲,这意味着除了有望获得日常的票息收益外,还有可能获取一部分资本利得。”舒世茂表示,“所以今年二季度以来,债券市场整体表现呈上升趋势。”

谈到对于下半年债券市场的判断,舒世茂



表示,总体来看,下半年经济复苏的大趋势没有变化,但可能斜率不会很高,经济复苏对债券市场的影响有待观望。

舒世茂表示,下半年债券市场整体或呈现风险与机遇并存的特点。“从经济复苏的角度来看,四季度的经济复苏力度可能更强一些,资金的波动也会更大一些。而在三季度,整个资金市场可能相对比较平稳。此外,央行公开市场降息,三季度的债券市场可能迎来更多机会。”舒世茂表示。

在信用债方面,舒世茂分析,信用利差或回归至较低分位数,考虑到当前利率债震荡可能性较大,信用债或具有一定的票息机会。行业方面,因政策支持力度大,可关注短久期国企地产债;城投债和产业债方面,关注性价比高的个券。在利率债方面,舒世茂表示,将继续维持中等久期和中性杠杆水平的策略。

固收研究是一个团队的战斗

作为申万菱信固收研究团队的领头人,在舒世茂看来,固收研究从来都是一个团队的战斗。“固收研究涉及的内容非常广泛,它涵盖宏观、策略、信用、转债、期货等诸多方面,任何一个环节‘掉链子’,都会对投资产生‘牵一发而动全身’的影响。”因此,舒世茂表示,尽管自己是基金经理,但业绩的取得是整个团队共同努力的结果。

谈及此处,舒世茂认为,申万菱信固收团队的特色之一便是分工明确。他表示,目前,团队已经围绕宏观、策略、信用、转债、交易等维度形成了分工明确的多个投研小组,每个小组均由经验丰富的研究老将带队。“比如,我们的产业研究员拥有八年研究经验,这在人才市场上非常难得,他调研过大量的信用主体,可以在较短时间内抓取到公司财务报表上的关键信息与核心数据变化。”

但仅仅力求专业是不够的,舒世茂认为,团队协作还需要队员之间的充分沟通。“我们非常注重团队的协作与沟通,比如我们每周都会开策略会,我们鼓励同事们互相挑战质疑彼此的想法,我认为激烈的讨论可以帮助大家提升对市场的理解和认知,产生更多信息交换,弥补更多认知盲区。”

从国家开发银行的评审经理,到平安资管信评研究员,再到申万菱信基金的固收研究主管、基金经理,在舒世茂看来,职业生涯走过的每一步,都成为了自己如今投身事业中的宝贵财富。

近日,申万菱信基金基金经理舒世茂接受了中国证券报记者的采访,与记者分享了近期他对债券市场的看法与展望。在他看来,下半年债市风险与机遇并存,而三季度的债券市场可能迎来更多机会。

坚守“信用精选+骑乘”核心策略

公开资料显示,舒世茂与叶瑜珍共同管理公司旗下一只中短债产品——申万菱信安泰瑞利中短债。谈到这只产品的投资策略,舒世茂表示,将采用“信用精选+骑乘”的核心策略力求为投资者带来稳健的投资回报。

何谓“信用精选”,舒世茂表示,团队会对信用主体以及债券进行深度研究,挖掘性价比比较高的信用债券。在他看来,目前债券主体的数量足够多,只不过研究面还未形成全覆盖,或研究还不够深入,很多高性价比的债券容易被市场忽略,而当下的任务便是寻找到这些高性价比的债券。

广发言 | 以时间的名义

广发基金沈博文:从“单车”到“F1”,人人都该拥有多资产

我喜欢单车,也喜欢F1。

出于对F1赛车的兴趣,填报志愿时,我选择了帝国理工大学的材料专业,希望在毕业后能成为一名F1车队的材料工程师。不过,由于我在大学期间涉猎了证券投资,从债券、股票到期货、黄金、期权等不一而足,最终误打误撞走上了投资之路。

作为投资人,我和多数人一样,对收益和波动有着看似不可兼得的双重需求。我想要投资收益拥有F1的速度能够快速增长,又恐惧于下行时期的持仓亏损像F1事故的后果那样严重;我想要投资体验像单车一样稳步向前,但又不愿以单车的速度描绘收益曲线。

这种既要又要的矛盾需求,曾在很长时间困扰着我的投资理念和实践操作,直到多资产配置进入我的世界,解决了这看似矛盾的需求。在漫长的实践和摸索中,我学会了将预期收益和波动率构建为一个资产配置方案,在预期波动范围内尽可能提高长期回报;学会了利用不同的资产配置方案,匹配不同投资者的财富管理需求。在这里,我那“既要高一点的收益,又不愿承受大幅波动”的需求找到了恰当的平衡。

在单一资产的赛道里“碰壁”

我是在海外读书期间开始试水个人投资的。和很多人一样,那时的我认为资金量小的时候可以参与“零和游戏”,常常想着怎样“搏一搏,单车变摩托”。于是,我将个人账户的资金几乎全部投资于风险偏好较高的资产,包括A股权证、商品期货、美股和港股多空等等。

都说新手期往往手气比较好,我一度在两周时间将账户资金从几万变成几十万,收获了数倍于本金的收益。但不久又“不小心”赔掉了十几万,“仿佛一夜回到解放前”,之前的努力全都白费了。

在高风险资产中折腾几年后,我不得不面对现实:一度以为自己的投资收益能像开着“F1”一样快速超越他人,殊不知,在市场下跌或震荡的时候,由于没有控制好波动和回撤,收益往往被大幅吞噬。由此带来的后果是,我虽然花费了不少时间和精力,但收益增长速度可能还不如“骑单车”。

“骨感”的收益增长速度,让我重新思考投资,在大学期间研读了不少投资类的著作,投资“大佬”的回忆录等等。掩卷遐思,我意识到,从单车变成摩托不难,从摩托变成F1很难,而好不容易变成了F1,却可能在很短的时间内快速亏到只剩下单车,甚至连单车都不见了。这样的案例在国内外投资中不胜枚举。人性的贪婪,也许是在我们投资道路上都会碰到但又很难克服的阻碍之一。



广发基金国际业务部副总经理 沈博文

着绝对值的复利,或许只能等我的外孙女出生才能实现我的预期回报。

对于那时的我而言,低波动资产很像单车,走得慢一点,万一遇到路障停一停似乎影响也不太大,是一种稳稳的幸福;而高波动的资产更像F1,跑起来的时候飞快,一旦没有控制好方向,损失也很惨重。而有点贪心的我,自然和大家一样,既想要F1的速度,又想要单车的平稳。

由此,我开始思考一个终极问题,怎样在有限的时间期限内,大概率获得尽可能丰厚的投资收益,即怎样尽可能获得长期相对较高的复利。起初,我一直想要寻找这样一种资产,它有着接近单车的平稳波动率,又有堪比F1的增长速率。于是,我尝试了许多不同资产类别的投资,股票、期货、商品、债券等等,最后却发现都未能达到我的预期。我猜测,是不是我用的方法不够好。

于是,做基本面研究的我去美国攻读了金融工程硕士,在那里,我师从马克·鲁宾斯坦教授,学习了通过代码构建量化模型,加入衍生品对冲工具,尝试寻找更好的研究方式,探索如何将量化技术和基本面分析进行融合。尝试不同的研究方法之后,我发现投资的稳定性和收益率都有所提升,也逐步总结出了针对不同资产类别又适合自己性格的投资方法。比如,我发现某些资产类别更适合用基本面研究,某些资产更适合用技术分析,有些则需要将量化和基本面结合使用等等。

然而,这样的进步,只是帮助我提高了对单个资产类别投资的业绩稳定性,在某些极端的年份,仍然难以避免“抛锚”现象。也就是说,我虽然在部分资产类别中能够大概率做出

Alpha,但依旧无法与市场的Beta抗衡。究其原因,单一资产投资可能会在某些时段表现极好,而在另外一些阶段整体不尽如人意。比如2022年,沪深300指数向下波动20个百分点,在大级别的趋势行情(Beta)之中,Alpha有时候甚至不值一提。我想,这就是前辈们所说的,“对市场要有敬畏之心”吧。

多资产配置是指引迷茫的出口

我是幸运的。在我发现“贪婪和恐惧”很难靠单一资产实现,也不能通过单纯提高单一资产的投资能力来解决时,我有幸进入了中投国际(香港)(以下简称“中投”)任职。当时,诸多国际主权基金会通过委外投资和许多国际机构建立合作,并保持定期沟通。在那里,我逐渐成长为一个专业投资者,也进一步扩大了对大类资产的研究广度,精进了不同资产类别的投研方法。更重要的是,我接触了多资产配置策略,这是我十多年投资生涯中成长最快的阶段。

在中投任职的那几年,我分别参与了海外股票和债券的不同行业研究以及直接和委托投资。从行业上,我先后覆盖了公用事业、化工、周期、能源、电子、消费、非银金融等多个行业;在资产类别上,我参与了港股、全球信用债的投资,这为我后来走上多资产配置之路埋下了伏笔。

那时,因为要参与负责自营组合的投资研究、委外投资组合的构建,我和同事们一边密切跟踪、观察和学习全球顶尖资管机构如何进行组合管理,一边对其进行风格分析,用以构建委外的投资组合。

经过与众多买方和卖方的一对一训练,我们学会了如何将预期收益和可承受的波动率拆分成资产配置方案,也学会了在不同资产类别中对子资产类别进行风险敞口的拆分,并根据子资产类别对组合风险的贡献选择适配风格的管理人或产品。

在这里,我发现我的对单车的“稳健”和F1的“贪心”可以通过多资产配置策略来解决。也就是说,可以通过配置不同的资产类别来分散风险,降低整个组合的波动率;同时,还能在预期波动范围内尽可能提高长期回报。此外,我还可以结合市场环境和投资者的需求,灵活切换策略内不同资产的权重,尽可能抓住不同资产类别的上涨机会。

另一个有趣的发现是,不论是个人投资者还是专业机构,对投资收益增长的态度都大体相似,既想要单车的平稳,又想要F1的快速。如果我们能在家庭理财中纳入多资产配置,将有助于满足这种“既要,又要”的需求。这一发现,让我对多资产领域充满强烈的探索欲。

精细配置 匹配多样投资需求

找到了解法,下一步自然就是思考怎么解得更好。

首先,要明确投资目标。虽然每个人的投资收益诉求大体相似,但具体到不同的个人和机构,投资目标还是有所区别。

基于此,针对不同群体的差异化的目标,我们可以采用个性化的资产配置方案,即选择不同的资产类别配比中枢,并根据市场状况进行灵活调整。

其次,区分Alpha和Beta。单一资产的主动投资,往往更注重Alpha的获取,也就是能否跑赢市场,其类似于在赛车比赛中,人们往往将注意力放在如何选到好的赛车手,而对市场状况(赛场天气)考虑得比较少。但可能会出现的情况是,在天气不好(市场不好)时候,即使选出了明星赛车手(策略),一样可能抛锚出局(亏损)。

与此不同的是,多资产的主动投资,首先考量的是如何在某一阶段内选出好的Beta,也就是结合市场情况(是晴天还是雨天)判断适合什么类型的资产,如晴天多跑跑车——跑得快,雨天多跑单车——安全性相对高。大多数时候,主动管理的投资人更愿意将自己的投资收益归结于Alpha,但实际上很有可能恰恰相反。超额来源到底是Alpha和Beta,这一点往往难以区分,但对多资产配置的投资人而言,我们需要认清现实。

再次,对不同类别的资产有较为全面的理解。与单一资产只强调深度研究不同的是,多资产配置对资产的涉猎广度也有更高的要求,不仅是境内的股债,还有海外的股债、大宗商品等等。结合不同的经济周期和市场环境,对多资产进行灵活配比,才有可能在F1大车队和私人小单车资产都抛锚时,反而杀出一匹“黑马”。

需要注意的是,更高一层的多资产配置,需要根据资产类别的特征选择对应的投资风格(选择与天气对应的赛车手)。例如,选择风险资产时,表明看多这个资产类别的市场表现,可能会倾向于选择风格暴露更为进取的投资风格;而选择低风险资产时,可能会倾向于选择风格暴露相对稳健或保守的投资风格。

最后,不同资产类别的暴露,还可以用更精细化的因子暴露来体现。即拆分不同资产的底层风险因子,包括行业、货币、国别等。

当然,多资产配置策略并非万能,其优势在于通过多种资产的搭配找到收益与波动的平衡,使其兼具“F1”与“单车”的优势,尽可能地在控波动的前提下提升收益,为投资者提供长期还不错的复利收益。

我所期待的是,当我们都拥有一个多资产配置组合后,不用冒高风险,靠“做时间的朋友”就能让单车逐渐变为F1。

基金经理简介:沈博文,材料科学与工程和金融工程双硕士。现任广发基金国际业务部副总经理,广发国际资产首席投资官(CIO)。曾任国泰君安(香港)研究员、中投国际(香港)债券投资部副经理、富国基金跨境投资部总经理。

(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,入市需谨慎。)