

合煦智远基金韩会永：

坚持双轮驱动研究 贯彻稳健投资思路

□本报记者 赵若帆

今年以来,债市一扫去年四季度的颓势,走出一波牛市行情,不少债券型基金水涨船高,其中纯债型基金更是业绩亮眼。Choice数据显示,截至6月30日,绝大部分纯债型基金取得正收益。

其中,合煦智远稳健纯债债券今年以来的收益率达1.19%。值得一提的是,该基金今年3月初才成立。这只基金由“固收老将”韩会永担纲。作为业内为数不多拥有10年以上固收投资经验的基金经理,合煦智远基金韩会永获奖众多。但鲜花和掌声并没有让他迷失,沉稳而细腻、理性且平静始终是他坚守的投资风格,一如其内敛的性格特质。近日,中国证券报记者专访这位“固收老将”,了解他对固收投资的最新体会。



此外,通过主动管理以规避风险,也是韩会永保持稳健的重要方式。去年四季度的银行理财赎回潮让韩会永看到了流动性的重要性,因此在当前的产品组合中,他也有意调整流动性较低的标的配置。为了保证产品收益,调仓成为他必不可少的手段。“灵活调仓流动性较好的标的,并用国债期货对冲弥补收益。这样即便底层资产的久期更长,但利率更高,而且产品的波动较小,收益也能增厚。”

关注利率债投资机会

今年以来债市持续回暖,韩会永认为,核心原因在于中国与全球经济一体化程度加深。“在欧美收紧加息、需求回落的背景下,中国经济需要很强对冲才能恢复至疫情前。但目前随着国内积压消费结束,后续动力不足,近期不少降息政策应运而生,由此对债市形成支撑。”

随着权益市场震荡,近期股债收益差再次逼近-2倍标准差的水平。韩会永表示,目前股市正处于底部盘整阶段,而债市呈偏强格局。“但震荡市中仍存机遇,在底部震荡中有阶段性、局部性机会。未来随着全球经济及国内去库存到达尾声,经济外需有望拉动全球经济增长,在此情况下,中国经济将随之向上,这也将成为下一轮牛市的基础。”韩会永说。

在此背景下,展望下半年债市,韩会永表示,目前国内正处于经济弱复苏、流动性宽松的阶段,投资者配债的意愿较强烈。“在当下偏低利率环境中,从改善流动性的角度来看,利率债有较高投资价值。”合煦智远稳健纯债基金将继续利用利率债和国债期货的交易,把握债市投资机会,提升组合收益。此外,随着今年美元加息见顶,黄金也有望迎来新的利好行情。

韩会永称“双轮驱动”。在韩会永看来,二者各有所长,相互结合方能相互验证。“基本面的指标比较多,借助技术面研究,能提高判断的胜率;技术面则易受短期情绪影响,借助基本面研究,有助于形成长期的交易策略,从而提高利率交易的胜率。”韩会永这样解释。

现实验证了此模式的有效性。韩会永表示,今年4月中下旬,市场基本面数据由强转弱,技术面指标则由偏空逐渐朝偏多转变。此时恰逢合煦智远稳健纯债基金建仓期,韩会永敏锐地调整了投资策略,也由此创造了靓丽业绩。

将稳健贯彻到底

市场上从不缺想要冲刺在前的人,但对韩会永而言,他更愿将稳健贯彻到底。

“控制好风险,不让波动太大,便能实现长期稳健的收益”是他的投资心愿。为了达成这一目标,打造合适的组合是实践关键。在牛市中获取收益,在熊市中稳健过渡,是韩会永坚持的良方。他介绍,在此前牛市开始时,团队便通过

计量安全垫挑选出若干短期标的。“此后股票市场渐好,我们也会根据经济周期变化,配置股票。”事后来,这样稳健的思路果然取得了不错的收益。

也因此,他致力于将稳健的思路延续下去。韩会永表示,想将合煦智远稳健纯债债券打造成一款“货币+”的产品。“这只产品是做中长期债券投资,因此会受利率市场影响而产生波动。但目前随着30年期国债等对冲工具的上市,必要时,我们可以用套期保值来降低波动。”韩会永表示,在牛市中积极行动,用国债期货调整资产的久期,便能对冲掉熊市中的波动。这种“全天候的债权投资策略”能帮产品在穿越牛熊的同时,提供稳健回报。

“双轮驱动”研究模式

自研究生毕业后,韩会永在金融业奋斗至今。二十多年来,他将基金行业转了个遍,固收、权益;公募、私募,他均有参与。无论如何流转,韩会永的投资理念从未改变——立足实体经济,贯彻扎实的基本面研究。这是他对做固收投资最质朴的理解,也是他至今坚守的原则。

在韩会永看来,实体经济是债市的立足之基,也是他开展基本面研究的基础。“债市的定价很大程度上由经济基本面决定,期间货币政策及资金供求会导致债市出现波动。债市以利率为基础,而利率与实体经济更贴合。”韩会永表示,基本面扎实的研究能及时把握货币政策对债券市场的影响,也能更好把握投资节奏。

但穿越债市数轮周期,不断变化的现实也让韩会永明白,仅靠基本面研究还不够。在高频跟踪宏观数据之外,他还会密切关注债券供需变化、投资者行为乃至“技术分析”。

“基本面+技术面”相结合的研究模式被韩

广发言 | 以时间的名义

广发基金申浩：把握宏观和产业趋势 与周期和成长共舞

古语有云,“道有时,事有势,何贵于道?贵合于时。何贵于时?贵顺于势。”当下社会亦有“站在风口上,猪都会飞”的说法。做投资时,顺应趋势,事半功倍;逆势而为,事倍功半。何为投资中的“势”?宏观经济增长的趋势,产业发展变迁的趋势,货币政策与资本市场改革趋势。如果把股价看成盈利*估值(P=PE*EPS)的话,宏观经济和产业发展主要与盈利有关,而货币政策和资本市场改革与估值更相关。

“察势者智,驭势者赢。”在我的投资框架中,把握趋势可能比精选个股重要得多,抓住经济的β、行业的β、风格的β可能会对组合带来更好的效果。所以,我把大量的精力投入到对宏观趋势的研究和中观行业的比较中,挖掘时代的“β”为先,再从时代的“β”中找几个股的“α”。

以“周期思维”感知经济冷暖和股市状态

在我们周围的世界里,有些模式和事件一再重复发生,日夜更替,四季轮回。老子在《道德经》中有这样一段话:“有物混成,先天地生。寂兮寥兮,独立而不改,周行而不殆。”即,有一种事物,在天地形成以前它就已经存在。听不到它的声音,也看不见它的形体,寂静而空虚,不依靠任何外力而独立长存永不休息,循环运行而永不衰竭。经济、市场、企业等也不例外,它们和天地一样,遵循一再重复的模式有规律地运行着,这就是经济周期、市场牛熊更迭和企业生命周期。

宏观经济的周期波动对市场的状态和部分行业的景气都有影响。过去,美林证券基于美国30多年的经济数据实证,从增长和通胀这两个维度将经济划分为四个不同的阶段(复苏期、过热期、滞涨期和衰退期),并且告诉我们不同的时期应该投资哪类资产,哪些行业。这就是美林投资时钟模型,常用于指导大类资产配置和行业轮动。

但后来,投资人发现美林时钟的有效性遇到了挑战,引起这个问题的主要原因并不是经济不再发生周期波动,而是这种“刻舟求剑式”的周期划分技巧已被大多数投资人熟知,我们很难再通过这种方法去获得明显的超额收益。于是,投资人从货币流动的角度找到了新的代理指标,即代表融资需求的中长期贷款或者社会融资、代表资金供应的货币政策,将融资需求的上升下降和货币政策的宽松收紧结合起来,并将其划分为四个维度,这也是经济周期的另外一种表现形式。

个人认为,对于经济周期的研究和理解,无须追求精准的定量刻画,这样的操作难度大且不一定能起到很好的效果。但作为投资人,我们还是要去研究经济周期,关注指标的趋势和边际变化,以此来感受经济的冷暖,进而感知股市所处的状态,因为市场的涨跌与经济相关,很多行业的景气变化也与宏观经济高度相关。

在股市估值较低的时候,多关注宏观层面乐观的变化,而在股市估值较高、市场情绪高涨时,多注意宏观层面的风险。作为专户投资经理,我们的目标是在赚取收益的同时能够在一定程度上控制净值的回撤,因此,择时是投资中的重要一环。不过,这里说的择时并非频繁地交易(这种方式胜率很低且



广发基金专户投资经理 申浩

容易反复打脸),而是从宏观层面把握大波段,即在股市估值处于历史较低分位且宏观有积极变化时加仓,在股市估值较高且宏观有一定风险迹象的时候减仓。这种看似简单的方法,如果节奏把握得好,能够起到减少损失或者赚取非对称收益的效果。

宏观与中观结合 把握基本面趋势

投资中的“势”分为宏观经济增长的趋势、产业发展变迁的趋势、货币政策与资本市场改革趋势,其中经济增长和产业发展的趋势归为基本面趋势。

前几年,A股市场流行基本面的景气投资,其理论基石是当期的盈利因子与当期的股价有着较强的相关性,即景气度高决定相对收益的高低。我们曾做过一个研究,将当年所有上市公司的利润增速按照从高到低进行排序,并分成10组。从结果来看,利润增速越高的那一组公司,往往当年度股价涨幅也越大;同样地,把行业整体的盈利增速与行业指数当年度的涨跌幅进行比较,往往利润增速较快的行业当年的涨跌幅也较大。

如何利用A股股价涨跌幅与基本面趋势的高相关性?首先,我们根据核心驱动力的不同将行业进行分类,将所有的行业划分为经济增长正相关的行业(市值权重60%,下同)和经济增长弱相关或负相关的行业(40%)。经济增长正相关的行业又

可以分为地产链(10%,地产、家电、建材、家居、钢铁等)、顺周期投资(15%,银行、保险、化工、机械、煤炭等)、可选消费(20%,汽车、食品饮料、纺织服装、社服零售等)、出口/全球宏观相关(10%,有色金属、石油、半导体、CXO等)等四大类。经济增长弱相关或负相关的行业主要包括新能源链(15%)、TMT(10%)、军工、医药、必选消费、公用事业、建筑等。

其次,根据经济强弱和产业趋势进行行业选择。与经济正相关的行业,需要研究经济波动的强度和主要驱动力是什么;与经济弱相关的新能源、TMT、军工等行业,重点关注新产品、新技术、渗透率和替代率的变化等。在经济周期波动上行时,分析其主要驱动力是投资(重点是地产投资)、消费还是出口,再将相关板块作为重点研究目标。

一般而言,经济强复苏或过热时,往往都与较大强度的投资相关,此时我更关注具备价格弹性的上游行业。例如,2009年的“四万亿”投资驱动国内经济强复苏,带动各类上游周期股大涨;2017年的“棚改”高潮叠加“供给侧改革”政策,很多传统行业的需求增长超过供给增长,钢铁、煤炭成为当年涨幅居前的行业。而在经济弱复苏或者衰退时,我会更加关注与经济弱相关的新能源链、TMT的产业趋势变化。例如,2020年,在全球碳中和的背景下,电动车和风光储的渗透率、替代率快速提升,相关行业领涨。无论是经济增长的β还是产业趋势的β,他们都是基本面相关的β,股价的变化与基本面的变化息息相关,预期盈利增速大幅下降可能预示行业趋势的转变。

而还有一类β机会,与估值更为相关,它是特定货币环境和特殊资本市场制度下的一种风格β。比如2014-2015年的“一带一路”行情,某些国际工程的公司PE估值从10倍推升到50倍以上,这与当时的宽松货币政策、两融及场外配资加杠杆的背景有关;比如2020年的“茅指数”行情,某些龙头白酒公司从历史水平的20-30倍PE推升到70倍PE,这与全球宽松的货币政策、外资持续流入的背景有关。不过,这类行业的起涨也与基本面变化有一定关系,但是估值明显偏离合理水平时需要判断是否是因为一些特殊的货币政策环境和资本市场环境带来的,然后抓住核心变量持续跟踪(如2014-2015年的两融余额,2020年的美债利率和外资流向),警惕核心变量变化的风险。

抓核心矛盾 与周期和成长共舞

选定重点投资的方向后,我们需要思考如何在产业中寻找成长最快的细分方向,并进一步选出好公司。不同产业的行业生态、周期规律、竞争格局各异,选股的关注点也有所不同。例如,在地产上行周期时,如果我们想要把握家电、家居、建材的投资机会,那么研究地产行业的景气变化会有极大的指示意义。

又比如,在光伏、风电等新能源快速替代传统能源时,有些人认为电力行业盈利波动小、估值天花板低,不值得花心思研究。但事实上,国内新能源的长期需求空间有多大,很大程

度上取决于国内这些“五大四小”发电集团的需求。也就是说,即便我们不投电力,但为了更好地理解新能源的产业前景,还是要将电力纳入研究范畴。

对成长投资而言,海外对标是常见的一种研究视角。例如,特斯拉是在美股上市,很多国内投资者的组合不投美股,但在2020-2022年新能源汽车加速渗透时,很多投资者都会去研究特斯拉,有些分析师甚至以拆车的方式研究特斯拉汽车的电气架构、传动架构等,原因就在于这对新能源汽车的产业链投资有很大的帮助。去年底以来,AI行业成为资本市场关注的重点方向,投资者研究英伟达、OpenAI的大模型,也是同样的道理。

对行业的核心矛盾有了深入研究后,具体到个股挑选环节,我们如何才能在大β背景下找到个股的α呢?我认为,要先分清个股超额收益的来源,然后再结合其来源进行针对性研究。

沿着前面所说的基本面趋势框架,个股超额收益的来源有两种,一种是渗透率、市占率和替代率,另一种是供需错配带来价格弹性或者超额利润弹性。

对于前者,渗透率有S曲线,基本面的趋势发展较为清晰;市占率和替代率以跟踪为主,重点研究企业竞争力。举个例子,对于0-1的成长性行业,选股时更加关注公司的竞争力、技术实力、逻辑卡位优势等。对于这类机会,往往只要能够判断出行业趋势,已经成功了一半以上。对于从1-N的成长性行业,主要关注业绩增速的大小、确定性和持续性,从公司所处的行业、竞争格局、盈利能力等来研究判断。

当宏观经济处于强复苏或过热的阶段时,我更关注产品价格具备弹性的中上游周期性行业,其个股的超额收益来源于供需错配带来的价格弹性或者超额利润弹性,选股时会重点关注两个方面:第一,中短期的价格弹性能够带来公司利润的弹性;第二,当下的绝对估值水平和其历史分位的水平,这里的估值可能是PB、市值/产量、市值/产能等。

查理·芒格说:“投资这项游戏的名字叫不停地学习。即便你接受过良好的训练,即便你天赋异禀,依然需要不断地学习。”我的投资框架,非常关注行业β的机会,盈利能够快速成长或者估值能够提升的行业都会重点关注,有望实现戴维斯双击的成长行业更是研究的核心方向。但是,在不同的年份里,股票市场的状态、行业的景气都有变化。快速成长的行业也有所不同,这就需要我持续去学习和熟悉新的行业,不断地积累和提升自己的认知能力。

投资经理简介:申浩,8年证券从业经历,3.5年投资管理经历,管理学硕士、CPA、中级经济师。现任广发基金专户投资经理,曾任广发基金宏观策略部研究员、海通证券研究所策略研究员。

(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。)