

国海富兰克林基金沈竹熙、王晓宁： 术业专攻 合力打造“底仓型”稳健“固收+”

本报记者 王鹤静

国海富兰克林基金固定收益投资副总监沈竹熙、研究分析部总经理王晓宁，在管理“固收+”基金方面已经是一组老搭档了，在追求绝对收益和严格控制回撤的配合上，两人默契十足。

固收部分，以高等级信用债为底仓，适时参与利率债的波段机会；权益部分，现阶段以平衡型和偏债型转债为主，在温和复苏环境下把握转债的性价比优势。总的来说，沈竹熙、王晓宁希望能够为投资者带来“底仓型”“固收+”产品的稳健收益体验。

运用高等级信用债搭建底仓

随着代客理财的经验不断积累，沈竹熙在负债端的管理上，逐步给自己提出更高要求。特别是固收资产的流动性以及杠杆水平，在她看来，应当与负债端的需求紧密联动。

基于国海富兰克林基金价值投资、均值回归的理念，沈竹熙更加注重对于绝对收益的把控。应用到固收资产配置上，趋势变化、交易拥挤程度成为她重点关注的方向。

在沈竹熙的债券持仓当中，高等级信用债是重要的底仓配置，“首先，我们会严守信用风险的底线思维，‘只有活下来，才能活得好’，而且参与信用下沉从现在甚至未来很长一段时间来看，都是很不划算的事情。”

其次，她对于信用债持严格的筛选标准：第一层是内部评级制度，通过对行业以及公司股东结构、运营情况等方面进行打分评级，结合公司基本面、估值、流动性，界定信用债持仓占比；第二层是被评定为风险较高行业中的龙头企业，需经过公司层级的信用债风险评审小组层层筛选才能入库。



固定收益投资副总监 沈竹熙



研究分析部总经理 王晓宁

除此之外，在日常的高频研究中，沈竹熙也会把期限利差、品种利差，久期、骑乘收益等作为参考的“路标”，一旦出现低估，她也会积极配置、把握机会。

行业均衡 力争绝对收益

身兼公司研究分析部总经理、基金经理，王晓宁的背后是国海富兰克林基金强大的研究团队。他们锚定的投资目标就是对标主流指数，力争稳定跑出阿尔法。

所以，这就要求他们不依赖行业轮动等外部因素，而是充分发挥研究团队自下而上的行业内选股优势，通过不断地筛选优质个股，最终转换成相对长期的绝对收益来源。

“权益方面，我们的策略主要是质地、景

气、估值三个因子叠加彼得·林奇的六种方法。股票层面，我更加注重质地、景气；转债层面，平衡型转债、偏债型转债是公司相对倾向的品种，在条款特征能够把握的前提下，风险不会太大。”王晓宁介绍道。

按照上述三个因子的标准进行筛选，王晓宁坦言，最后留下来的股票、转债大概率是大盘成长风格，在此基础上再进行趋势或景气择时。并且，从过往持仓来看，王晓宁介绍，转债仓位比较重的时候，往往是转债研究员、股票研究员在行业和公司的观点上形成了较强的共振，那么这样选出的标的在质地和流动性方面都会有一定的保障。

“基于绝对收益目标，我们会考虑根据固收仓位未来一年的收益率，制定权益仓位的回撤

纪律。”王晓宁表示，组合会按照风险预算要求不断进行识别，卖出处于高位的标的，并对还在低位的标的重新筛选，维持均值回归的思路。

根据“路标”界定资产配置

沈竹熙、王晓宁已经不是第一次搭档管理“固收+”基金了。经过长时间的磨合以及日常的充分交流，无论是事前预测还是事后应对，两人在仓位调整上已经达成了良好的默契。

在管理以绝对收益为目标的“固收+”产品时，由于债券基金经理对于宏观周期的判断更加专业，相比权益基金经理，对于回撤的敏感程度也更高，所以两人在合管产品的过程中，主要交由沈竹熙负责对大类资产配置的把控。

“策略方面，我们参考的是股债之间四种不同的形态组合，结合经济、货币政策、资金面、行业景气度、企业盈利等不同维度的‘路标’，决定不同类别资产的仓位配置。”沈竹熙介绍道。

结合当前的环境分析，两人认为，目前经济可能仍处于向温和复苏的过渡阶段，或将较长时间处于低利率环境下，企业盈利有所分化，市场流动性相对中性偏充裕。

虽然当前股票的隐含回报率较高，但在两人看来，波动风险也很大。相比之下，表现更为稳健的转债反而具备更加突出的性价比优势。因此，现阶段他们更倾向于将仓位放到纯债、转债上，捕捉债市波动带来的投资机遇。

据悉，拟由沈竹熙、王晓宁共同管理的国富安颐稳健6个月持有期混合正在发行中，该基金的固收部分将以信用债作为底仓，通过利率债的波段操作争取部分超额收益；权益部分主要关注平衡型和偏债型转债，通过控制介入的时间成本，力争获取稳健收益。整体上，两人希望能够为投资者带来“底仓型”产品的稳健收益体验。

广发言 | 以时间的名义

广发基金张波：浅谈投资中的历史观



广发基金专户投资经理 张波

求木之长者，必固其根本

魏徵在《谏太宗十思疏》中说：“求木之长者，必固其根本；欲流之远者，必浚其泉源；思国之安者，必积其德义。”

“某种程度上看，这也是固收投资的真谛。

固收投资的收益来自于票息收入、资本利得和杠杆套息。其中，票息收入为一切的根基，在于持仓主体的信用稳固；资本利得或为周期波动的获取，亦或是利差结构的机会捕捉；杠杆套息则是基于经济增长强度的判断下，对于货币政策方向的把握。

纵观存在市场上超过十年的债基，由于周期切换引发的最大调整中枢大致在3-4%之间，调整后净值修复创新高所需的时间是4-10个月，而一旦发生信用违约事件，净值重新创新高的时间长达至少一年以上。所以，要实现上述三种收益，就必须以高评级信用债和利率债为主要持仓来保持组合的流动性，才能在不同的市场环境中通过迅速调整仓位来规避风险或捕捉机会。

芒格有一句话：“如果我知道我会死在哪，那我就永远不去那个地方。”我们经常说要寻找投资中的确定性，但真正确定性少之又少。也许，反过来思考，了解底层资产所面临的风险点，和其对应要负担的收益和时间成本，我们就可以通过尽可能减少“不确定性”来实现“确定性”。比如不在信用有瑕疵的品种上博取收益，不在较极端的位置加大杠杆和久期，不在风险和收益不对等的情况下做决策等等。在没有好机会的情况下，宁愿守本待虚。

吕思勉先生说：“史学之所求，不外乎：（一）搜求既往的事实，（二）加以解释，（三）用以说明现代社会，（四）因以推测未来，而指示我们以进行的途径。”我们从未经历的事件，在历史上可能已经反复重演。历史事件作为最有效的素材之一，可以帮助我们跳出个体经验的狭隘局限，在超长的时间跨度里，总结那些反复发生的历史事件，找出其发展规律，再用来解释当下，进而应对未来的走向进程。彼得·林奇和达利欧都通过深刻理解历史中各大经济事件之间的因果关系，来理解和判断当下发生的事情。历史可以给我们启示，可以让我们能够比其他的市场参与者更具准备“理”的思维，比别人更先知先觉，更进一步做好准备。

对我来说，不论是基于历史上的市场起伏，还是自身的工作经历，都让我时常关注当前市场所处的历史周期坐标，从而在一定程度上具备了预判周期拐点的能力。在过去七年的投资中，我曾多次避开了债市的大幅下跌，提前在熊市来临前减仓，为持有人守住来之不易的绝对收益。

例如，2016年四季度，我敏锐地察觉到债市的泡沫化以及大宗商品的大幅上涨，再结合其他一些基本面情况及机构的交易行为，果断在一周期之内将自己所管的二级债基的债券仓位降至40%。最终，这只二级债基当期的最大回撤仅为1.22%，回撤幅度明显小于同类产品的平均水平

（3.04%），相比业绩比较基准的超额达到近9个百分点。

每个人的投资理念和能力边界往往跟其成长历程、经验沉淀有密切的关系。回望过去，每一次“不寻常”的经历，对我来说都是难得的成长历练：2010年，在央行四次提高准备金率的市场下，逆市完成1.5万亿的回购交易量；2013年年底，在“钱荒”导致的债市调整中，领先市场卖出低评级信用债；2016年，第一年管理投资组合，平稳度过四季度的债市大跳；2020年疫情期间，通过敏锐识别货币政策转向避免了组合大幅回撤；2022年，从容应对市场快速回调……虽然每一次“危机”的触发点都不同，但对每一次市场波动的复盘和规律总结，都能让我对市场趋势更加敏感。过往经历的场景和看到的现实，也会时刻警醒自己。以史为镜，以人为镜，都已成为我最珍贵的投资本能。

人弃我取，人取我与

《货殖列传》中描述：“当魏文侯时，李克务尽地力，而白圭乐观时变。”当李悝这位变法大家在埋头发展农业的时候，商祖白圭通过观察市场行情和年成丰歉的变化，深入市场调研，不断调整买入和卖出粮食及丝绸等货物的节奏。他的经商理念，与两千多年后巴菲特所提倡的“别人恐惧时我贪婪，别人贪婪时我恐惧”有种穿越时空的不谋而合。这两者，其实都是逆向投资的典范。

机构作为债券市场的主要参与者，较容易形成一致预期。在债市牛转熊的拐点来临时，就会形成同向的负反馈，再叠加市场流动性的掣肘，导致组合很难获得较好的收益。因此，在债券投资中秉承逆向思维尤为重要，在市场预期极度一致时保持清醒，在市场观点极度分化时独立思考、等待机会。

去年四季度的债股切换，是一个很好的例证。8月末，债市出现极低的估值收益和极端的利差，权益市场体现出极低估值和溢价低迷的时间维度等等。这些其实都让权益资产酝酿反转的概率越来越高。这种概率又反过来会将债券资产推入调整风险之中。10月，债市进入了最后的狂欢，而我则开始在本不打算激进的组合中继续调整结构，让组合能够提前抵御一场可能到来的市场反转。

11月中旬，债市出现了近几年最快速度的下跌，而我所管理的产品保持了相对较低的回撤。那轮回调持续近一个月，将自2021年初以来债券牛市的资本利得全部吞噬。我内心知道市场总是会过度调整，而此时正是重新配置中高评级信用债的较好时机。自去年底到今年上半年，持续走强的债市验证了这个判断。

不可胜者，守也；可胜者，攻也

《孙子兵法·形篇》中写到：“昔之善战者，先为不可胜，以待敌之可胜。不可胜在己，可胜在敌。”善于用兵作战的人总是首先创造自己不可战胜的条件，再等待可以战胜敌人的机会。对我来说，股债混合组合中，固收资产就是能

够“不可胜”的基础，是牢牢夯实组合的安全垫，创造出自己不被市场风险这个“敌人”战胜的条件；而可转债和权益等资产，则是随时等待着的战胜“市场”的机会。不被“敌人”战胜的主动权要掌握在自己手里，而能否战胜“市场”，取决于自己能否捕捉到市场机会。

近年来，在资管新规转型、无风险利率下行的环境下，增长至几万亿的“固收+”产品规模，让投资者的操作对底层资产也产生了一定影响。

当前市场中，可转债资产具有类似纯债的低流动性和平高溢价等属性，而对应的正股则呈现主线模糊、轮动加剧等现象，进而让可转债的收益空间进一步收窄。因此，挖掘有安全边际的单个标的比以前通过市场择时或是捕捉板块行情更加重要。而安全边际除了体现在个体资产本身内在价值的“底线”以外，也体现在价格的波动下限。去年全球宏观波动加大、地缘政治冲突以及国内政策预期等方面对市场的两次压力测试，让驱动因素较为同质的可转债可以相对容易地找到大致的价格下限，也就是安全边际的体现。而可转债本身的“防守性”更能让我们面对后期市场继续的剧烈波动时，拥有相对从容的心态。

与转债的“防守性”相比，权益资产是更类似于“双刃剑”的品种。对于追求绝对收益的股混产品，既要通过严格控制仓位来管理回撤，也要积极寻找优质资产来提升组合阿尔法。在经济步入高质量发展的现阶段，我在权益投资上的策略也从以往自上而下的判断向精挑个股逐步迭代。我相信，任何行业都可以诞生优秀甚至伟大的公司：衰退产业中的高增长公司、周期行业里的跨周期成长企业、垄断行业中横空出世的颠覆者、传统企业里励精图治的管理者。而如何从资本结构、风险水平、增长率、竞争格局和管理层等多方面筛选出好公司，则需要我们具备“吹尽黄沙始到金”的耐心与坚持。

结语

作为一名投资人，抛开一切投资之道和投资之术的技能外，最重要的还是要回归到自我的内核本身。正直及敬畏，自省与自克。就像《资治通鉴·唐纪》与《史记·商君列传》中提醒我们的：“木心不直，则脉理皆邪，弓虽劲而发矢不直。”“反听之谓聪，内视之谓明，自胜之谓强。”

基金经理简介：张波，15年证券从业经历，7年投资管理经验。现任广发基金专户投资经理，曾任东吴证券资管固定收益部执行董事、兴证全球基金专户投资经理、财通证券资管基金经理等。

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。)

-CIS-