

嘉实基金孟夏：

聚焦长久期高质量成长标的

□本报记者 杨晓玉

孟夏是嘉实基金新生代基金经理之一，研究机械制造出身的他，在近几年的持仓中却鲜有“新半军”相关大热股的身影。他秉承“长久期高质量成长”的投资方法论，认为优秀企业持续成长创造的价值是投资中长期可持续收益的唯一来源。因此，他“不躺平、不豪赌、不漂移”，专注深挖个股，通过聚焦长久期高质量成长标的，深度研究，持续跟踪，以挖掘牛股创造可持续收益。

底仓型成长基金经理

作为嘉实基金自主培养的基金经理代表，孟夏是在嘉实基金“投资须研究、研究即投资”投研体系下成长起来的新一代投研人员，具有较为扎实的投研功底，曾历任嘉实机械行业研究员、工业研究员、嘉实基金研究部制造组组长，自2020年7月开始逐渐参与具体产品管理。

在孟夏看来，基金经理需要正视投资中残酷的现实，比如近几年的股票市场，他用“各领风骚数百天”七个字概括。“往往市场的贝塔会主导年内的收益，甚至两三年以内的收益，而基金经理有时会把贝塔带来的收益归因为自己的阿尔法，但最终盈亏同源。”孟夏表示，在不断变化的行情下要不断调整自己的投资框架和价值观。此外，基金经理还需正视自身在认知、思维方式等方面的局限性。

因此，孟夏认为，长期来看，作为基金经理如果在A股市场长期业绩优秀，一定要选择最适合自己修炼的“武艺”，在顺周期和逆周期

不断打磨。对于他来说，便是选择聚焦长久期高质量成长标的。

“我希望成为底仓型成长的基金经理，第一不希望自己局限在制造单一的赛道，第二希望做比较纯粹的投资。”孟夏表示。他秉承“长久期高质量成长”的投资方法论，认为优秀企业持续成长创造的价值，是投资中长期可持续收益的唯一来源；投资目标就是聚焦顶级企业，发掘长期成长。孟夏更倾向在广义的成长领域做投资，做底仓型成长。“底仓型成长不局限于某个细分行业赛道，而是在广义领域去寻找未来的成长，尤其是未来3-5年的成长。”他表示。

此外，孟夏坚持紧密结合自己的能力圈做投资，并且有序拓展能力圈。目前，他擅长的投资研究领域包括高端制造、软硬科技、平台型服务业、消费和医疗制造、专精特新等。

“三不+三尊重”是孟夏对自己投资心态的概括。具体来说，“三不”是指不躺平、不豪赌、不漂移。“三尊重”则指，第一，尊重市场，能够辨别顺周期和逆周期，顺周期时能够认清投资



收益中的行业贝塔，逆风期时不要妄自菲薄，调整自身度过逆风期。第二，尊重不确定性。他表示，“比如在过去一年，当所有人都跟我强调新能源的确定性时，我会很谨慎。”第三，尊重客户体验，孟夏认为公募基金是一个金融服务业，他希望在自己的能力圈和方法论的范围内尽力降低基金净值波动，获取收益。

逆势布局好时机

对于当前的市场，孟夏认为，权益资产目前估值处于合理偏低水平，市场主要宽基指数均

位于近五年中枢以下。

近日，由孟夏担任基金经理的嘉实成长驱动混合正在发行。孟夏分析指出，长期来看权益资产的复合回报率会超过其他大类资产，而成长投资是不变的范式，这也是其把成长投资当作未来50年爱好和事业的缘由所在。目前多项宏观数据指标显示经济短期库存周期基本见底，预计随着一系列政策的持续落地，下半年将是经济筑底阶段，而2024年有望看到中美欧共振的经济复苏机会，当前正是逆势布局的好时机。

孟夏表示，嘉实成长驱动混合在个股选择上将主要聚焦三大维度：商业模式、竞争优势、产业趋势，秉承长期重于短期，质量重于弹性的投资理念，自下而上精选个股，通过深入的基本面研究，力争优选具有核心竞争力且商业模式可持续、可进化的优质企业构建投资组合。

以其代表产品嘉实优势成长混合为例，该基金的资产配置有四方面特征：第一，行业适度分散，基金权益投资标的覆盖申万一级31个行业中的28个行业，前5大行业集中度在55%左右，主要集中在计算机、医药生物、机械、电子等行业，在成长行业里精选细分子行业；第二，个股相对集中，前十大持仓个股的集中度近50%，风格主要是长久期高质量成长，核心重仓股多季度长期持有；第三，持股市值分布比较均衡，最新持仓的加权流通市值为400亿元左右；第四，换手率偏低，全年主动单边换手率为80%。

展望后市，孟夏将重点关注五大投资线索：软件计算机、新能源新技术、科研仪器与服务、全球品牌科技消费品、人形机器人。

广发言 | 以时间的名义

宋倩倩：把握债券生命周期 以信用利差交易增强收益

与波澜壮阔的期货市场、股票市场不同，债券作为资产配置中的基础性资产，市场行情显得相对平静。但对投资人而言，想要在有限的窄幅波动中跑出超额难度很大。不同投资人会选择不同的策略来获取超额，如提高杠杆、拉长久期、下沉信用资质等等。相对而言，我更偏好于运用信用利差交易策略来进行收益增强。一方面，这源于自己过去从事债券交易和专户投资的职业经历，另一方面，我认为信用利差策略比较契合大规模公募债券基金的负债属性与风险偏好。

捕捉利差的趋势性变化

信用利差是信用债收益率与无风险利率的差值，信用利差交易策略，简言之就是通过捕捉信用利差的趋势性变化进行投资。

之所以形成这样的投资策略，与我个人的成长经历、所管理的产品类型息息相关。2011年入行后，我先后在券商、基金公司从事债券交易工作，这让我形成了偏自营交易的投资风格，更擅长从市场流动性变化与机构行为观察中寻找机会。

2017年我转到投资岗位，管理专户组合，资金主要来自大型保险机构、国有商业银行和股份制银行的委托资金，这些资金具有信用风险偏好低、负债较稳定的特点。他们对组合持仓的信用评级、资质要求比较高，更偏好高等级信用，同时对久期的容忍程度较高，更偏好于从长期维度去获取可持续的现金流。

当时我参与管理的账户资金规模较大，单账户通常为几十亿乃至百亿级规模，若是选择个券下沉、投小主体的管理模式，很难满足组合的配置需求。因此，在管理专户的三年间，我所运用的投资策略偏配置属性，由此也形成了做信用利差交易的策略风格。

2020年，我的工作调整调整为公募基金经理，彼时单账户的管理规模相对较小，规模为5-10亿，我依然通过信用利差交易策略来获取超额。当时，选择走这一条路，除了与自己的职业经历有关，更是从中长期角度思考债券获取超额收益的方法。

从市场环境来看，信用利差交易策略在未来也许有更好的运用空间。一个不争的事实是，随着信用违约常态化，信用资质稳定、实质违约风险低的中高等级信用债受到市场的追逐，信用利差日益收窄，通过下沉资质来获取超额收益的难度在加大。而参考海外债券市场发展趋势，在票息越来越低的趋势下，捕捉价差的能力和交易能力也是纯债基金经理的核心竞争力之一。

不过，并非所有的信用债都适用这一策略。在信用交易中，首要的原则是负债属性的匹配，因为不同负债端的客户诉求是不一样的，这就决定了组合可以参与的信用池和策略也不一样。



广发基金债券投资部基金经理 宋倩倩

那么，什么样的品种适合做信用债交易？我认为，可以从下面四个维度来考量。第一，券种要有足够的规模和市场存量，二级市场的换手率和每日的成交量也要比较活跃，能够支撑信用利差的交易策略。第二，期限要多元，能够让组合在策略构建时覆盖不同期限的品种。第三，交易标的在定价上适度存在一定的市场分歧。当然，这种分歧不是本质性的，而是可能阶段性对某一类资产关注度比较高，所以不同的机构可能在利差的定价上会有一些出入。只有存在适度的分歧，才会有偏活跃的价差交易空间。第四，要看品种和策略有没有经历过完整的牛熊周期，能够刻画出历史最好以及最差的利差情况，有利差上下区间的标准后，我们再在区间之内做定价的准确性会更高。

以生命周期链条寻找凸位

具体如何做信用利差交易？从字面上可以理解为，信用交易通过低买高卖实现最终结果，本质上它交易的是利差，不是风险。除了传统的期限利差，这种利差还可能体现在行业、区域甚至场所之间。对比来看，个券信用研究和配置上的价值挖掘，是更偏单个信用主体的价差，往往呈现点状式；而信

用交易是一种带状的方向性价差，也就是说做信用债交易看的不只有信用债的信用主体自身，可能还要看利率、政策、资金面甚至权益市场的表现。这种系统性的信用利差其实是不同品类联动的变化。

这种带状的方向性价差，主要源于生命周期的存在。相对于利率债而言，信用债的生命周期特征会更显著一些。从走势波动上可以看到，一只10年或者是30年的利率债，除了有新发换券之外，它的生命周期基本上是以1-2年为单位，但是信用债主要以3年为主。

对于处于不同期限不同阶段的信用债，我比较喜欢用食物链的概念来定价，把信用债投资市场作为生态系统，根据不同资产的属性和风险进行分类。因为在不同的期限和收益里，其实大家都是在为所管理的基金持有人寻找合适和匹配的票息资产，但不同链条上面的变化又会互相影响彼此的定价。

举个例子，一只标准的高等级信用债，可能会经历如下持有人和不同生命周期下的链条：在三年生命周期时，持有人可能持有的是一些中长期的信用债；剩下一到两年时，持有人可能会变成中短债基金；一年内可能就会进入到短债基金；再到半年内持有人可能是一些货币基金，这就是生命周期和链条的转换。对于确定性的交易或者常态化的策略来说，就是沿着曲线去找凸位，然后做下一层生态链的搬运工具。

具体到组合的构建上，本质就是受赔率和胜率两大因素影响。相对而言，我更关注赔率。赔率考虑性价比，胜率主要是看标的所处行业的景气度。受周期的均值回归影响，行业景气度最高的时候不是债券投资者最好的投资选择，一般要选择行业向好或是即将向好或是不能更差的时间点。如果它的景气度是往下走的，短期看胜率是比较低或者甚至是没有胜率的，而在没有胜率的地方，即使赔率再高，对于公募投资来说也不是一个很适合的标的。

从交易节奏上，信用债交易需要稍微偏左侧一点点，但是也不能过于左侧，太左侧的交易容易让投资人阶段性处于比较被动的位置。同时，一旦进入右侧又会很难追，此时整个市场可能都在一起卖，交易价格是呈跳跃式的。因此，要想把握好交易节奏，需要投资人有长期的实践和经验积累。

密切关注债券流动性

从过去这些年的实践来看，符合信用债交易条件的标的均是市场上普遍交易活跃度比较高的信用债，主要是银行二永债和整体隐含评级比较高（AA+以上）的一些高等级信用债，同时需要符合容量和期限的要求，现在来看大型央企发行的债券基本满足这样的条件。

产业债是比较主流的方向，在短端和长端的利差能够一定程度代表市场对产业周期不同认知的定价。所以一些大型的周期性行业龙头信用债也可以作为交易标的，比如煤炭、钢铁、电解铝、化工基础行业。

城投债的特点是期限不是很连续，如果要以食物链的概

念来定价，可能它的相对期限有一定欠缺。因此，城投债的投资更多是在做行业或者区域轮动的时候会考虑。不论哪类资产，流动性是债券投资中颇为重要的一个因素。

首先，我们会对成交量进行跟踪。例如，对于一个主体或者一个品种来说，要看能够参与资金的交集点，不同属性的资金交集点越多，债券的流动性深度会越好。如果各大配置型机构包括银行、保险、基金理财等都在买入，偏配置的资金和偏交易的资金，左侧和右侧的资金就会有交集，流动性也会更好。其次，在流动性的把握上还需要在历史复盘和交投换手率上做跟踪。于我而言，信用交易保持日度盯盘和细分交易跟踪是必备的工作，从二级市场买卖深度可以看到流动性变化的情况。

不过，我们也不是完全追求绝对好的流动性，而是会对流动性进行分档，次要的流动性（二档到三档）券种是获取核心利差的来源，它的成交价格很弹跳。比如说基金偏好某个品种，在某段时间基金被赎回时，这类券种的价格被抛得很高。但是一旦基金流动性缓过来，又会把它买回来，这种二档到三档的流动性跳跃，对于在负债端有优势的投资者来说，可以从中获得超额收益。

最后，债券投资同样需要考虑如何应对市场的极端变化。首先，我倾向于认为存在即合理，不要轻易去认为市场是错的，自己判断是对的。同时，在交易的领域，大势情况最好是顺势而为。

结语

从专户到公募，我会结合不同客户的需求、不同产品的风险收益特征来发挥自己的优势、调整不足。但需要正视的是，没有哪种策略是一直有效的，基金经理能做的就是尽量拓宽能力圈，把每一块板的市场力量尽量拉到中位偏上水平。这样，我们才能根据不同的市场情况选择合理的策略进行应对，为持有人获取可持续的投资回报。

《礼记·大学》中有言，“苟日新，日日新，又日新。”从入行到现在，我在债券投研这条路摸索着走过了12年，但仍感觉有很多需要迭代和改进的地方。放眼未来三、五年或者更长的时间，我希望自己能在某一天成为像《全职高手》的角色叶修那样的全职型人才。不管顺风的是哪一种策略，我们都能从工具箱中找到趁手的工具，以自洽的方式获取超额收益。这是我期望自己将来能达到的境界。

基金经理简介：宋倩倩，12年证券从业经历，6年投资管理经历，2012年6月加入广发基金，现任债券投资部总经理助理，管理广发景明中短债、广发景宁、广发纯债等产品。

（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。）