

南华基金何林泽： 守正出奇 寻觅“稳稳的幸福”

□本报记者 刘伟杰



何林泽,2021年4月入职南华基金,现任总经理助理兼固收投资总监。在2011年6月至2021年4月期间,他先后担任兴证证券资产管理有限公司固定收益部的固收研究员、投资主办和副总经理,以及建信信托有限责任公司上海证券业务部负责人。

转债难兼“强股”与“强债”

自1992年第一只可转债发行以来,中国可转债市场发展至今已超过30年,近年来可转债进入快速扩容增长阶段,现如今个券数量已超500只,市场规模距离9000亿元关口仅剩“一步之遥”。

“进可攻,退可守”的可转债,是指在规定的期限内,投资者有权按照事先约定的价格,把债券转换为指定股票的一种投资工具。一方面,可转债作为一种债券,发行人会按照事先的约定进行还本付息;另一方面,可转债还能转股权,投资者有权将手中持有的债券转换成约定数量的股票。

何林泽表示,“下有债底,上有股性”的可转债具有较强的进攻性。从去年12月底至今年2月中旬,中证转债指数上涨约5%,略低于同期上证综指约8%的涨幅,大幅好于同期利率上行中的纯债行情。

由于可转债兼具股性和债性,因此可以将转债品种分为偏股型转债和偏债型转债,当正股对转债价格驱动力较强时,转股溢价率较低,转债的股性较强,反之则认为转债的债性较强,此时纯债溢价率较低,价格波动相对较小。何林泽表示,当转股溢价率较低时,可转债相对于正股价格变动就变得很敏感,当纯债溢价率较低时,可转债就表现为更抗跌。

尽管市场似乎乐于给可转债贴上“攻守兼备”的标签,但这往往是其较

为理想的状态,只要是产品就会有缺陷。何林泽表示,当一个转债的股性和债性都很强,那么它的正股一般会有瑕疵,所以才会给到低估值,所以同时具备股性强、债性强、正股优质且短期内无赎回风险的转债品种较为少见,要在不同的走势阶段进行相应的取舍。

此外,基于转债要素的标准化,例如,转股溢价率、债券价值等不少指标均为市场通用。何林泽告诉中国证券报记者,通常会使用定量指标对全市场转债进行初步的筛选,先“圈出一个池子”,在此基础上通过对转债基本面的进一步分析研判,筛选出具备投资价值的标的。

面对投资者沉甸甸的托付,如何帮助他们实现“攻守兼备”的目标,似乎不能仅靠对转债标的的取舍,何林泽认为,更需要从产品设计的层面将风险区分开来,这是控制曲线形态的最有效方法。

他表示,在合同层面上,根据客户的风险偏好,可以对产品进行设计。例如,对于偏好低风险的客户,可在合同中排除股票投资;对于希望进行轻度增强的客户,可增加一定比例的可转债投资。倘若客户进一步需要弹性,可将一部分转债投资换成股票,形成转债加股票的组合,波动性会更高。“如果客户对波动性要求更高,可以考虑配置含权量更高的产品,从而增加波动性。”何林泽说。

债市迎来短暂逆风调整

尽管在“固收+”投资中,“+”的部分主要通过投资可转债来实现,但占据该产品较大权重的纯债也不可或缺,也有不少基金本身全部为纯债构成。

何林泽表示,纯债投资中,超额收益主要来源于两方面。一是通过譬如久期和杠杆等常规操作抓取债券市场的趋势性机会;二是把握不同品种之间的交易机会,例如大型银行的二级资本债券,具有收益可观、信用风险可控、流动性好等特点而受到理财资金青睐。但当理财资金面临赎回压力时,由于这类债券流动性好反而被大量抛售,信用利差会明显走阔。

对于债基如何控制回撤,何林泽表示,可以通过调整组合的久期、杠杆和券种来控制回撤。在市场极度拥挤时,降低久期和杠杆,并将流动性较弱的品种换成流动性较高的品种,如利率债等,以控制回撤并保持可控性。

近期,“火了”大半年的债基迎来了调整,主要原因系资金面偏紧以及政策频出提振了市场对于经济复苏的信心。十年期国债收益率从底部2.53%位置回升至当前阶段的2.65%

左右,因此8月下旬至9月中旬期间,债券基金普遍出现下跌。

何林泽对此表示,当前,权益市场及转债市场均处于磨底阶段,建议投资者适度控制仓位,谨防回撤。近期,政策密集落地,投资风险偏好提升,债市波动加大;操作上,短期内仍建议以短久期为主,经过连续调整,短端性价比已凸显,后续关注资金价格和机构行为;长端关注超调后的配置性机会。

9月14日晚间,央行决定15日下调金融机构存款准备金率0.25个百分点。何林泽认为,本轮调整预计短期内还将持续,降准主要为缓解市场对资金面的担忧情绪。本次降准信号意义偏中性,公布后利率反而上行,当前市场核心关注点仍然在基本面修复节奏,以及理财赎回风险对债市可能形成的扰动,债市调整压力仍在。

“从中长期视角来看,还需要对地产企稳改善的持续性进行确认,政策效果有待数据验证,如果地产销售、拿地以及开工等环节均出现明显改善,债市将继续处于逆风,反之则向上调整空间有限。”何林泽如是说。

攻守兼备 增加组合收益弹性

近年来,“固收+”类产品迎来高速发展,由于具备“攻守兼备”的特征,在全球低利率、股市波动加大的市场环境中,凭借出色的风险收益比,承接了理财产品净值化转型过程中溢出的部分资金,切实为投资者带来了不错的持有体验和回报。

在何林泽看来,对于“固收+”产品,市场上虽没有明确的定义,但通俗来讲,该类产品的特征是以安全性较高的债券资产作为底仓,通过加其他资产或策略,并进行动态再平衡来增厚收益,较为常见的包括加股票、可转债等资产,加打新、CTA、市场中性等策略。

何林泽表示,从基金产品层面来看,一级债基、二级债基、偏债混合基金都可以是“固收+”产品的载体,核心的差别在于权益类资产的中枢比例。以二级债基为例,80%的债券加上10%—20%的股票仓位是一种比较典型的配置比例,基金公司根据产品定位去设计不同权益中枢的“固收+”产品,来满足不同风险偏好投资者的需求。

Wind数据显示,在过去10多年里,从收益角度看,二级债基的平均年化回报率约6%,低于沪深300的8%;但从风险角度看,二级债基的平均年化波动率仅为5%,反观沪深300则超过20%;同时,前者的最大回撤约为12%,而后者几乎接近50%,因此二级债基在投资者持有体验方面会远优于沪深300。

对于稳健型投资者而言,“固收+”类产品的波动率和最

大回撤相较股票型基金会明显降低,让持有者“拿得住拿得久”,也让该产品在居民资产配置中扮演着至关重要的“稳定器”角色。

谈及对“固收+”产品的投资理念,何林泽表示,主要通过配置能攻能守的可转债牢牢抓住“稳稳的幸福”,当正股上涨时,持有可转债可以享受股票上涨带来的收益,当正股下跌时,只要转债的信用风险可控,跌破债底的可能性较小。

由于兼具股性和债性的特点,可转债资产在“固收+”基金中发挥着重要作用,成为该类基金增厚收益的武器之一。由于一级债基无法直接投资股票,同时固收类投资者的风险偏好相对较小,追求更加稳健的收益回报,因此何林泽选择利用可转债这一品种,以更低的波动间接参与权益市场,在南华瑞利债券等产品中实现了显著增厚收益的效果。

在运作管理中,为了更好地降低组合回撤,何林泽也会在“固收+”基金中通过严格的仓位控制,以及积极的波段交易和个券的分散配置,以实现在低波动的前提下,增加组合收益弹性。

此外,股票也是“固收+”重要的投资标的,对于二级债基而言,可配置最高不超过资产净值20%的股票资产。在个股的选择上,何林泽相对谨慎,倾向于配置有基本面支持的龙头企业,通过对各板块相对分散均衡的配置,以打造稳健多元化的投资组合。

作为一名“攻守兼备进退有度”的固收投资实力派战将,十余年来南华基金何林泽一路“摸爬滚打”守正出奇,在帮助投资者追求“稳稳的幸福”路上,力争在严守安全边际的同时寻觅稳健暖心的“小确幸”。他认为,跟股票相比,债券特别适合做左侧投资,无论市场短期的涨跌,它总有价值回归的时候,只要收益率跟未来对经济的判断相匹配,这个投资就是有效的。

当前管理资产规模超百亿元的何林泽,旗下掌舵的产品共有9只,主要包括“固收+”和纯债两大类型,其中表现出色的“固收+”产品南华瑞利债券,截至8月21日,今年以来的收益率录得4.94%,对应年化收益率约7.92%,而期间的最大回撤为0.62%。近期市场再度出现调整,截至9月17日,该基金今年以来的净值涨幅仍有4.34%,在同类型的一级债基中排名61/655,位居前列。

对于“固收+”中“+”的部分,他坦言,一级债基主要通过投资可转债,二级债基通过可转债和股票一同实现收益增厚。可转债具有“进可攻,退可守”的特征,在债市中被视为性价比较高的品种,由于其具备纯债价值保护,价格波动通常小于正股,而在上涨时也具备良好的弹性。对于二级债基而言,可配置最高不超过资产净值20%的股票资产,在个股的选择上,何林泽相对谨慎,倾向于配置有基本面支撑的龙头企业,并通过对各板块相对分散均衡的配置,以打造稳健多元化的投资组合。