

锚定风险与收益

国寿安保基金吴闻:

在股债轮动之间寻求平衡

□本报记者 张舒琳

吴闻,曾任中信证券股份有限公司债务资本市场部高级经理、固定收益部副总裁,2014年9月加入国寿安保基金管理有限公司任基金经理助理,2014年11月6日起于国寿安保基金管理有限公司从事一般证券投资基金管理业务,2015年10月起担任基金经理。



敏锐捕捉股债联动信号

中国证券报:您管理的产品类型较为丰富,针对不同客群的风险收益偏好,在管理方式上有哪些差异和共同点?

吴闻:我目前管理7只公募基金,其中1只是纯债基金,以机构客户为主,以信用债配置为核心策略,严控回撤。另外6只为偏债混合基金,既有与公司其他基金经理共同管理的固收增强策略基金,也有我单独负责,兼顾债券与股票投资的固收增强策略基金,但核心都是要明确不同产品的投资目标,确定收益与风险平衡的基线。

在投资中,对经济周期的理解是最重要的。经济周期是一个多重周期的叠加,除了技术进步周期、人口周期等长周期,更需要关注金融周期、地产周期、制造业周期、库存周期等中短期周期,综合评估当前经济所处的周期位置,才能正确地进行大类资产配置。

我的权益部分投资主要基于景气投资策略,选股方面更偏向右侧交易,将未来三至五年行业中期景气度放在核心位置。股票投资最重要的就是DDM模型(股利贴现模型),分子即当期的盈利和未来盈利,分母就是无风险利率和风险偏好。在大多数情况下,盈利端起决定性作用,因此,中期景气度最为重要。在成长股投资过程中,当一个行业的渗透率达到5%~15%时,市场会给予很高的估值,此时行业最具有生命力,即将迎来需求大幅度上升,并且短期也能看到数据验证。因此,挖掘中期景气度提升的过程是最重要的。

其次是行业短期景气度,聚焦周期复苏带来的增速变化。最后是估值,我对于估值有一定容忍度。此外,还需要关注无风险利率和风险偏好变化产生的阶段性影响。

中国证券报:您曾任中信证券股份有限公司债务资本市场部高级经理、固定收益部副总裁,在基金经理岗位上也已沉淀近9年,多年的投资经验构筑了您自身的投资体系,从管理纯债基金到“固收+”投资,您的能力边界有哪些拓展?

吴闻:实际上,股市和债市投资是联动的,无论股票还是债券投资,都需要对各种大类资产变化保持敏锐嗅觉。

大部分情况下,债券市场都会先于股票市场作出反应。从资金角度看,债市对央行货币政策变化更加敏感。例如,2021年1月,在蓝筹股进入泡沫尾声之前,债券市场隔夜回购利率就已经迅速提升至10%,这代表了央行货币政策态度的微妙变化。我当即意识到股票市场出现了错误定价,抢在股票市场上有明显反应前降低了股票仓位。

从信用角度分析,债市反应同样更加敏锐,基于债券的角度深入研究更容易发现企业基本面下滑问题。另一个例子是在2021年,地产公司的信用状况问题初现端倪,许多地产信用债很难卖,部分地产公司债券收益率甚至超过10%,这意味着企业融资端出现了较大问题。资金端出现问题也就意味着基本面出现问题,未来状况很难好转,这对我转变地产股投资策略有指示意义。

同样的,有时股市的反应领先债市。例如,在经历了煤炭企业债务违约事件后,业内普遍对煤炭企业比较担忧,但2021年,煤炭、钢铁价格大幅上涨,由于在资本市场上通常是商品价格与股票价格先上涨,然后出现债券信用利差修复,因此,我们在煤炭企业基本面改善后加大了对煤炭行业债券的布局。

“千钧将一羽,轻重在平衡。”对于游走在震荡的股市与波动放大的债市之间的固收增强策略基金经理,均衡配置绝非易事,国寿安保基金吴闻是市场上少有的股债投资平衡自如的基金经理。自2015年担任基金经理以来,吴闻在投资岗位耕耘已近9年,他深谙股债之间的“跷跷板效应”和相关性,擅长从股债联动角度,感受市场信号逐步传导的过程,从多元视野观察市场规律,这为吴闻进行大类资产配置构筑了广泛而扎实的能力圈。

“固收打底,权益增强”的固收增强策略产品蹿红不久即遭遇挑战,2021年以来,受股市风格剧烈转换影响,固收增强策略产品普遍回撤较大,吴闻管理的基金经受住市场考验。截至2023年6月末,吴闻管理的基金资产规模近百亿元,任职期间业绩最佳的产品是管理6年之久的固收增强策略基金国寿安保稳荣,年化回报率超过6%。除了以主动权益投资作为增强的固收增强策略基金外,吴闻还管理着纯债基金和以量化策略为增强手段的固收增强策略基金,对于不同客群、不同类型的产品,吴闻认为,基金经理首先要做到定位清晰,明确产品的最大回撤,以此为基准线去调整收益与风险的微妙平衡。

具体的,有时股市的反应领先债市。例如,在经历了煤炭企业债务违约事件后,业内普遍对煤炭企业比较担忧,但2021年,煤炭、钢铁价格大幅上涨,由于在资本市场上通常是商品价格与股票价格先上涨,然后出现债券信用利差修复,因此,我们在煤炭企业基本面改善后加大了对煤炭行业债券的布局。

固收增强策略投资回报有望回升

中国证券报:回顾您今年来的组合操作,主要有哪些调整?

吴闻:股票投资方面,我管理的产品总体上维持在中性水平仓位。在结构选择上,我主要配置了TMT等景气行业,以及受益于利率下行的高股息央企国企。三季度,组合配置更加均衡,增配了一些顺周期行业股票。

在债券投资方面,二季度考虑到地产高频数据持续下行,对地产复苏的预期改变,因此提高了组合的久期。三季度,在观察到中央政治局会议传递出的积极信号后,又降低了债券久期。

中国证券报:过去两年,固收增强策略基金整体出现较大波动,投资者体验并不好,从明年乃至未来更长时间来看,您对固收增强策略基金的表现有何期待?

吴闻:伴随着经济增速放缓,社会负债成本加剧,投资回报的下降成为整体趋势。过去两年,受到权益市场震荡影响,固收增强策略产品波动的确较大,投资者的持有体验受到冲击。但未来两年,固收增强策略的表现可能会有所好转,当前,股市的估值相比债券而言极具性价比,从历史角度来看,在这个位置上股票获得绝对收益的概率较高。从当前时点展望,未来一年固收增强策略的表现

会明显提升。

中国证券报:四季度,您更看好哪些债券品种的机会,后市对于债券投资将如何操作?

吴闻:四季度,我对于久期会偏谨慎,可能会更多追求中短期债券的票息收益。未来,随着进一步降息增强经济企稳预期,权益市场受益的同时,债券也将出现一定利率下行,因此,对于债券收益率不必太悲观,中期可以择机拉长久期。

对于信用债而言,尽管当前的信用利差已经比较低,但在近期经历了一轮信用修复之后,短久期的城投债依旧是不错的品种。具体而言,需要结合当地的债务状况和经济发展状况来评估城投债风险,对于经济较发达地区,可以在区县级层面进行筛选,但对于债务负担较重、经济发展相对较弱的区域,仅限于投资省级的核心城投平台。中期来看,城投企业的问题尚未得到根本性解决,仍需要等待未来一揽子化债方案出台。

也可以用商业银行的二级资本债做信用增强。例如,一二线城市的核心城商行的资产质量相对稳健,区域发展形势也相对较好,可以用作适度增强的品种;此外,还可以进一步筛选产能过剩行业的一些债券进行配置。

地产行业预期或将转变

中国证券报:近期,多地多部门密集发文调整优化房地产政策,释放出促进房地产市场平稳健康发展的积极信号。您如何看待当前地产行业状况?

吴闻:目前,市场对地产的担心过于悲观,存在将中期问题短期化的倾向。今年以来,经常出现将中国房地产未来与日本历史相比较的声音,但实际上中国和日本的情况并不一样。

居民对地产的需求尤其是改善性需求仍然存在,从中国的人口结构上来看,80年代婴儿潮出生的人群已经到了40岁左右年龄,对住房的改善性需求较强,只是由于政策限制和市场悲观预期的影响推迟到来。伴随着鼓励性政策持续出台,居民对房地产的预期逐步改善,当前过度悲观的局面有望扭转。

近期,地产利好政策频出,真金白银支持居民住房需求,包括下调首套、二套首付比例,调低存量房贷的利率,逐步放松限购政策等,这些政策能够切实降低购房成本。此外,随着21个特大、超大型城市推出城中村改造,未来潜在增长空间较大。尽管从中期来看,随着人口结构变化,地产行业的中枢将逐步下行,但短期内会出现对过度悲观预期的修正。后续,可以紧密关注价格信号和销量信号,若一线核心区域地产出现上涨信号,或者新房、二手房销量出现明显回升,将对市场情绪产生明显提振。

具体到地产债投资方面,目前,我的组合中配置地产债的比例并不高,在当前环

境下,我对于混合所有制房企相对谨慎,目前,许多房企负债端成本还未出现明显改善,需要进一步观察能否控制在较低水平。相对而言,我更倾向于选择一线城市的知名国有企业地产债券。首先,从城市能级来看,一线城市依然是人口持续净流入区域,经济发展空间相对较好,房地产价格支撑稳固;其次,作为一线国企,或能享受到更多政策倾斜;第三,一线国企的负债端相对稳定,在遭遇外部冲击时能够获得更多资源支持。综合来看,在市场对地产债普遍存在担忧的当下,一线城市知名国企的地产债依旧是一个稳健的选择。

中国证券报:随着宏观稳经济政策协同发力,整体经济继续稳步恢复,但经济内生修复动能仍需加强,您如何看待当下的宏观经济环境?

吴闻:四季度,出口可能会是一个同比逐步改善的过程,地产是目前最受关注的领域,受到政策推动,地产行业短期销量将会有所回升。此外,考虑到政策在保持房地产平稳健康发展方面的决心较强,可能会进一步出台更多政策,促进地产行业逐步出现边际改善。从消费方面来看,受到疫情疤痕效应等因素影响,居民消费的恢复还需要更长时间。从库存周期方面来看,2019年四季度以来,经历了近四年的库存周期,现在已接近去库存周期的底部,预计到今年年底会开启一轮较弱的补库存周期。综合来看,尽管地产是最大变量,但在上述一系列因素推动下,四季度经济将出现边际企稳。