

天弘基金赵鼎龙:

# 搭建周期模型 精准捕捉债市机会

□本报记者 王宇露



赵鼎龙,现任天弘基金固定收益部短债管理组负责人、基金经理。曾任泰康资产管理有限责任公司固收交易员。2017年8月加盟天弘基金,历任固定收益机构投资部研究员、投资经理助理、基金经理助理、基金经理,目前管理天弘同利、天弘安益等7只基金,涉及短债、中长债、固收+等类型。

## 重视负债端分析

“所有的金融资产,尤其是债券,负债端如果出现问题,一定比资产端出现的问题更严重。比如2022年底那次居民理财赎回潮,就是负债端的冲击,严重情况下会导致流动性危机。”赵鼎龙表示。

以前,债券基金的客群主要是银行等机构,其对波动的容忍性相对较大。但是最近几年,越来越多散户购买债基来作为货币基金的升级。散户投资者多数对波动的容忍较为苛刻。这就要求基金经理不仅需要资产端有了解,还要对负债端有清晰的认识,要更重视对净值回撤的控制。

因此,不同类型的产品要做不同的划分,对应不同的组合操作。例如,什么产品适合做左侧操作,什么产品可以做右侧操作。赵鼎龙认为,负债端不稳定、高度敏感的产品就不能做左侧操作,比如短债之类的产品只能做右侧操作。而像“固收+”一类负债端相对稳定的产品,就可以做左侧交易。

近两年来,短债基金成为不少散户投资者常用的配置工具。市场上一些业绩亮眼的短债产品增强了这个品种的吸引力,但同时也隐藏着一定的风险。

在赵鼎龙看来,市场上的短债基金以配置一年以内的信用债为主,在信用债里尽量挖掘收益率相对较高的品种。如果想要增强这类产品的收益,需要在信用方面下功夫,尽量筛选一些收益又高违约风险又低的个券。但是如果基金规

模变大之后,能在二级市场找到的收益高又风险低的品种比较有限,很有可能挑选到爆雷品种。所以,随着短债基金规模的增长,其收益水平会出现下降。

作为天弘固收短债管理组组长,赵鼎龙在短债投资中,力争做到不以信用下沉为主要的增强手段,而是通过调整利率久期来做收益的增强。比如天弘同利的产品定位是短债增强,其底仓是短债品种,但是增强部分是长久期利率债。“我的操作思路是,熊市缩短久期,牛市增加久期,争取无论在牛市还是熊市,都可以争取到短债的底仓收益,力争每年获取正收益。遇到债券牛市,再去争取久期收益,通过长久期高流动性利率债交易实现增强收益。”他表示。

2022年四季度,债券市场出现大幅波动,市场上一些前期净值平稳走高的中短债基金净值曲线突然掉向下,短时间内出现大幅回撤。事实上,有的基金并没有踩雷,只是因为流动性风险管控不到位,导致当其净值发生回撤时,遭遇大额赎回,基金经理不得不将其持仓资产折价“甩卖”,从而加剧了基金的亏损。随着短债基金逐渐被越来越多普通投资者所接受,如何确保流动性来应对可能的赎回压力,又如何平衡流动性需求和收益目标,成为固收投资面临的一大难题。对此,赵鼎龙说:“对于负债端的客户类型和风险偏好水平一定要有足够了解,匹配客户接受度并留有一定余地,才能给投资者更好的持有体验。”

## 做科学化仓位划分

具体到个人投资上,赵鼎龙呈现出相对灵活的风格,不是简单的空头或多头,而是根据中微观的手段去跟踪市场,做更加科学化的仓位划分。

赵鼎龙介绍,天弘固收团队研发了一套科学化的仓位分配系统,把每个基金的仓位分成底仓、底仓+和增强三个部分,对应不同的操作频率。底仓部分以高票息的信用债为主,讲究性价比,操作频率较低;底仓+是中频波段的仓位,主要依靠仓位周期和情绪周期进行调整,交易频率可能是月度级别或季度级别;增强部分是高频波段的仓位,通过高频指标可以做单个交易日级别的行情。每一个板块都有特定指标提示应该匹配的仓位,以及什么时候进场,什么时候止盈和止损。通过这些指标的控制,结合每类债券基金不同客户群体不同的诉求求得最优解,可以很好地规避掉主观情绪的影响,做出更科学的决策。

此外,天弘固收团队还研发出一套定量的盈亏平衡系统来捕捉市场机会并控制风险,也叫胜率赔率系统,它会结合利差比较、分位数计算等指标综合分析,得出市场每日性价比最高的债券品种及久期,一方面可以客观、便捷地提供底仓选择,另一方面也能帮助规避风险,避免大

幅回撤。例如在2022年四季度,赵鼎龙就是通过这个系统的提示,减轻仓位并缩短久期,最终短债基金最大回撤基本没有超过10个基点,甚至部分短债基金实现零回撤。

具体到个券选择上,赵鼎龙表示,在信用策略方面更坚持自上而下的研究。“目前市场上大多数人做信用策略都是自下而上的,在可选的债券中找收益最高的。但能不能买是一方面,想不想买是另一方面,需要基金经理自主决策,我通常比较谨慎。”

展望债券市场后市表现,赵鼎龙用天弘五周期进行分析:宏观周期,经济表现分化,地产为首的产业链条依然低迷,但在政策逐步放开过程中,变化有待观察;政策周期,超长期国债发行节奏落地,地产政策落地,市场阶段性利空出尽,叠加当前机构仓位水平较低,债市有望再次迎来配置行情;行为周期,“手工补息”问题逐步规范,长期影响仍会持续,有望为债市带来增量资金;仓位及情绪周期方面,当前市场前端震荡,短端配置力量较强,曲线有望进一步陡峭化。整体而言,天弘五周期各个周期状态偏中性,但行为周期利好信号明显,债市行情有望延续。

债市投资近年来发生了很多变化。2016年之前,做固收投资往往需要高度重视宏观经济和政策走向,此后债券市场走势与宏观经济之间出现了一些背离的情况,宏观的可解释性大大降低。当宏观经济从高速发展时期进入到平稳发展时期,政策上也很难再出现“大开大合”的情形,对应到债市,也难以再呈现出趋势性的行情。

固收投资模式迫切要求新求变。为了应对这一变化,天弘基金固收团队在2020年研发出天弘五周期债市投资模型,将机构端、居民端的行为分析与传统宏观与政策分析框架相结合,并引入了仓位周期、情绪周期。其中,由赵鼎龙负责研究的机构行为周期,成为五周期模型中独具特色的重要部分。

在赵鼎龙看来,所有的金融资产,负债端如果出现问题,一定比资产端出现问题更严重。基金经理要对负债端有清晰的认识,更加重视对净值回撤的控制,才能在危机突然降临时立于安全之地。

## 聚焦机构行为研究

赵鼎龙试图通过更多中微观的方法来解释宏观经济与债市走势的背离。“我们引入了针对‘机构行为’的研究,这是一个微观的视角,许多从宏观上看不到的结构性问题,以及一些中观波动问题和债券市场利差的问题,都可以通过机构行为的研究去解释。”他说。

赵鼎龙介绍,对机构行为周期的研究主要是在每一轮收益率变动时期,跟踪并梳理银行、保险等机构的周期性动作。总结来看,在每一轮收益率下行期间,机构行为周期的发展遵循从价值配置盘到交易盘,再到剩余流动性配置盘的过程。第一种配置盘,即价值型配置盘,交易者资产端能力较强,普遍在债券价格较为合适时买入,典型代表为保险公司,一般为熊市末端、债券收益率见顶的信号;交易盘即趋势型交易盘,交易者入场通常为赚了波段收益,对基本面较为敏感,一般在经济和货币政策转向下行时入场,典型代表为基金公司;第二种配置盘,即剩余流动性配置盘,交易者主要为银行(如农商行、农信社)等资产端能力较弱的投资者,其在经济形势欠佳、没有好项目时,不得不将手中花不出去的资金用于购买债券。农商行与农信社等机构近几年交易较为活跃,对市场影响较大。

引入了机构行为之后,天弘固收团队又在机构行为层面衍生出仓位和情绪研究,机构行为周期、仓位周期和情绪周期,与上两层宏观周期、政策周期形成了整个天弘五周期模型。赵鼎龙介绍,五周期模型是将投研团队主观判断与量化指标结合起来分析的债券投研框架。与同业传统的债券收益率分析框架不同的是,五周期模型将机构端、居民端的行为分析与传统宏观与政策分析框架相结合研究,寻找多周期共振来辅助验证对债市的判断。

“五周期框架层层嵌套,市场不是由一个周期单一决定,而是多个周期维度共振共同决定,且不同周期之间有向上(向下)的层级约束关系。这是指导型的思想框架,每个人对其理解会有所不同,基金经理要做的就是将投资框架拼凑起来寻找五周期共振的状态,并更科学地决定仓位水平。”他表示。

为了配合五周期模型,以求更贴近市场,发现一些比市场更领先的指标,天弘固收团队要求每个基金经理必须去做一手研究,这与市场上很多团队有着显著区别。“整个固收体系中,只有信用研究部支持个券研究,决定能不能买的问题。但是具体买什么样的债券,买多长的久期,都要由基金经理自己去决策。因此,这就要求我们基金经理得贴近市场,对市场保持敏感度,才能做领先性的研究。”赵鼎龙表示。此外,天弘固收的另一个特点就是比较重视定量层面的分析,日常工作需要处理很多复杂的数据,这要求每个基金经理都要有非常强的数据处理能力。