

华富基金张惠、戴弘毅：

打造“低波固收+”体系化配置方案

□本报记者 王鹤静

随着国内权益市场日趋回暖，市场风险偏好逐步抬升。在债券打底带来的“稳稳幸福”基础上，今年以来红利、可转债等稳健又不失弹性的资产成为了“固收+”产品寻求收益增厚的重要方向，“固收+红利”、“固收+可转债”等热门策略纷纷应运而生。

为适应当下市场的配置需求，华富基金“固收+”团队基金经理张惠、戴弘毅在接受中国证券报记者专访时介绍，目前团队构建了“低波固收+”产品体系，通过类CPPI策略（固定比例投资组合保险策略），在票息保护的安全范围内对权益仓位进行动态管理，从红利策略、对冲策略、可转债增强策略三条路线出发，挖掘不同市场风格下的稳定收益。

引入红利因子

拥有金融、地产、消费等偏宏观领域丰富研究经历的张惠，在华富基金“固收+”团队中主要负责红利策略的开发应用及其阿尔法的挖掘。

近年来红利资产在震荡市中持续走强，张惠认为，其背后的投资逻辑发生了重要转变。“2022年之前，红利资产的估值几乎没有抬升，主要赚的是股息上涨以及分红再投资效益增长的钱；但在2022年之后，红利资产不只赚股息的钱，还开始赚估值提升带来的收益。”

一方面，在经济新旧动能转换、利率持续下行以及资产荒问题突出的阶段，红利资产凭借天然确定性的股息回报，自然受到了资金的广泛关注；另一方面，部分优秀公司在停止无效扩张之后，通过对盈余部分进行分红依然可以维持股价，因此市场对于红利资产继续走强抱有信心。并且，今年监管层面愈发强调和重视上市公司分红，很多上市公司相比过去都大幅提升了分红比例。

“所以，在监管倡导以及A股生态转变的双重影响下，红利资产可能慢慢会成为A股投资的新范式，红利因子也逐步被纳入到市场主流



张惠

的投资策略当中。”张惠总结。

面对众多的泛红利资产，张惠将其划分为稳态与动态两大类。其中，稳态高股息资产的特征主要是用高股息来弥补弱成长性，可以在一定的估值区间内进行交易。但随着交易加速拥挤以及估值持续上涨，稳态高股息资产的配置性价比将逐步下降。

“所以，我们今年开始更多地捕捉动态高股息资产的配置机会。”张惠介绍，动态高股息资产主要是指目前股息率不高的核心资产，特别是盈利稳定的行业龙头，未来很有可能通过上调股息率来维持其净资产收益率（ROE）表现。并且，通过对股息率、ROE、估值等方面进行综合评估后，张惠发现，动态高股息资产的行业分布非常广泛，有助于应对当前多变的市场环境。

构建可转债“双低增强策略”

从宏观策略、行业研究到可转债、纯债研究，戴弘毅逐步拓展着自己大类资产配置的能力圈。



戴弘毅

由于是偏量化策略研究出身，戴弘毅负责组织搭建了“固收+”团队的类CPPI、TIPP策略框架，主要是根据债券资产票息带来的安全垫以及权益资产的风险下限，匡算出权益资产的仓位上限，追求为组合带来持续稳定的收益表现。

此外，戴弘毅还开发了适合公司“固收+”产品的全天候策略与可转债策略。

基于宏观分析视角，戴弘毅参考了桥水基金的全天候投资策略，结合中国市场特色，根据信用周期、货币周期、海外经济、海外通胀、全球风险等大类宏观指标的变化，从细分行业的维度构建起12种资产组合，并且运用风险平价的方式，选择整体波动率相对较小的组合进行配置。

可转债方面，戴弘毅介绍，市场上较为主流的做法是采取“双低”策略，将可转债按照“价格+溢价率×100”由低到高排序，选择顺序前30%的个券构成“双低”资产池。但他强调，团队会在此基础上运用量化手段进行优化，构建“双低增强策略”。

“首先，公司信评团队会协助我们进行信用

筛选，从信用风险角度对个券进行“排雷”。此外，我们还会对个券的换手率、隐含波动率、估值水平、蒙特卡洛模拟定价结果等方面进行打分，在“双低”策略的基础上进一步“增强”，并且保持组合的动态筛选。”戴弘毅详细介绍。

在张惠看来，可转债确实是做“固收+”增厚收益较好的品种，其债性决定了向下有票息保护，向上的弹性与权益市场表现挂钩，只要市场的风险偏好有所提升，那么可转债也会随之反弹。而此前可转债价格之所以反复波动，戴弘毅认为，主要是因为市场担忧年报季可能出现企业信用风险，所以当风险解除之后，市场也就出现了明显的补涨。

关注权益市场机会

站在当前时点，如何对大类资产配置的价格比进行排序？张惠给出的答案是，可转债和股票可能略优于债券。

“当前我国处于宽货币、宽信用以及经济从底部过渡到复苏的阶段，托底政策包括超长期债券发行、地产政策兑现等不断出现，全球经济都面临PMI向上的共振，而且股权风险溢价也处在历史低位。”综合来看，张惠判断，权益资产处于胜率提升的阶段。

并且，伴随着经济新旧动能转换以及经济结构转型，张惠认为，中长期维度利率持续下行的逻辑还将持续，再加上保险、银行等机构端负债成本下行，机构的拥挤交易可能会导致长债利率继续下探。“所以在利率的绝对低位上，债券资产的胜率肯定没有那么高，但胜率可能依然不错。”

此外，对于可转债类资产，虽然年报季过后出现了一波较为可观的反弹，但其整体的估值水平仍处于历史中位数水平，张惠认为，可转债目前处于赔率和胜率都相对不错的阶段。“目前可转债的价格还在不错的区间，部分较为优质的标的未来较长时间内或有不错的表现。”戴弘毅表示。

汇丰晋信基金何喆：

重视FOF持有体验 构建高性价比资产组合

□本报记者 魏昭宇

“慢慢变富”这句话并非一句简单的投教口号。至少，汇丰晋信基金已经用一个个真实的案例证明：较长生命周期的基金产品可以为投资者带来长期稳健的持有体验。

2006年，汇丰晋信基金成立了国内首只生命周期产品——汇丰晋信2016。十年后，这只走完整个周期的产品总回报率达到了173.1%，年化回报率超10.5%。2008年，汇丰晋信基金的第二只生命周期产品汇丰晋信2026发行。Choice数据显示，截至5月31日，该产品自成立以来累计收益率达到389.96%，年化回报率10.53%。

近期，汇丰晋信基金在这一领域继续发力，发行了公司首只养老FOF产品——汇丰晋信养老目标日期2036一年持有期混合（FOF），拟由曾经参与设计生命周期产品的何喆担任基金经理。从生命周期产品的投资运作中，可以得到哪些成功经验？根据这十多年总结下来的经验，又能够给予当下的养老FOF投资哪些启示？何喆结合自己在汇丰晋信基金17年的工作经验，就上述问题对中国证券报记者作出了回应。

重视持有体验感

同样是生命周期产品，汇丰晋信2016与汇丰晋信2026的顶层设计策略并不相同。“前者的股票仓位一直在中枢附近徘徊，更看重净值整体波动率，因此中长期来看，产品的净值表现始终比较稳健；后者在前期采取相对保守的运作策略，中期逐步提升权益仓位积累收益，后期再重新回归到相对稳健的投资风格上。如果用定投的方式去投资这两只产品，中长期来看，前者的投



资体验更稳健，而后者因相对更大的波动率，获得更高回报率的可能性更大。”何喆表示。

对于大部分投资养老FOF的投资者来说，定投恰恰是最为常见的投资方式。“前者给予我们的经验是，无论在任何时间段，我们都需要对组合的波动设置上限，以求更好地控制整体回撤；后者给予我们的经验是，可以在不同的时间段采取不同的投资策略以增厚收益。”

在目前的公募市场上，养老目标日期型基金的主流策略思路是产品成立后先将权益仓位拉高，随着目标日期临近，逐步降低权益资产仓位。而何喆的想法与此有些不同：“目前来看，权益市场中短期仍将继续维持震荡态势，如果此时将权益仓位提升，净值的波动率也会加大。而购买养老FOF产品的投资者的主要目的是实现养老金的稳健增值，过大的波动率往往会影

响持有人的持有体验。”

何喆进一步分析：“因为定投的原因，客户一开始放在产品里的本金并不多，初期即使收益较高，对于投资者长期积累养老金的效果也比较保守。所以我们在第一阶段采取风格相对保守的CPPI策略（固定比例投资组合保险策略），能够让客户的本金在一段时间内实现稳健增长，在第二阶段再通过提升权益仓位等方式力争快速增厚收益。”

力求多元化配置

在何喆看来，权益仓位的调节只是手段，最终目的是无论在任何时间段，都要将波动控制在预设范围内。为此，何喆引入了“风险预算”的概念。“简单理解，是指为资产设置一个波动率区间，从权益仓位和波动率两个方面共同考量，争取有效控制组合波动风险，打造更好的持有体验。”

何喆进一步解释：“在某个时间段，我会设置一个5%或者6%的波动率指标，如果回撤波动率比较高了，会考虑进一步降低权益仓位，或者用其他类型的低风险资产去替代。”

具体到资产的选择上，何喆表示，新产品将充分发挥FOF多类型资产的优势，以固收资产作为基石，追求多资产、全市场、全球化的配置思路，在权益、债券、商品、QDII、MRF（香港互认基金）等多种类型的产品中寻找优质资产。值得一提的是，汇丰晋信基金的中外合资背景可以更好地赋能投研团队捕捉国内、国外方面的市场机遇。

“无论哪一类资产，都必须为策略服务。”在策略研究出身的何喆看来，抛开策略谈单个

产品，就失去了FOF多元化资产配置的魅力。为此，何喆总结了“FLAGS模型”，从政策面、基本面、情绪面、资金面、估值面五个维度出发，筛选出风险调整后的高性价比资产（高夏普比率），构建一个高性价比的投资组合。

看好中游制造业设备更新

谈到对2024年下半年市场的宏观预判，何喆表示，目前经济预期已经逐步从低位开始上修，后续需求改善会带动市场回升，今年A股的整体表现大概率会强于去年。

从行业维度来看，何喆表示，看好中游制造业的设备更新及其投资逻辑。“客观来看，使用寿命短且存量大的设备，其更新替代以3-6年为周期，机械化和智能化水平有待提高；使用寿命长且存量大的设备，普遍存在超期服役的现象，更换具有紧迫性。主观来看，大型设备的终端业主以央、国企为主，一方面，这些业主能够紧跟国家战略，及时执行国家安排；另一方面，央、国企有能力、有意愿进行设备更新替换，从而打开空间增量。”此外，何喆还表示，上游资源品等板块的投资逻辑也值得关注。

谈到小众品种的投资机遇，何喆表示，看好REITs和投资中短期美债的QDII后续表现，“REITs的本质可以简单理解为一家公司投资了一个项目，并把项目的所有盈利全部进行分红，类似于一种高分红股票。按照这一逻辑，可以选择现金稳定性比较高的经营类REITs”。

何喆表示：“在美债资产方面，尽管复杂的市场环境加剧了美债资产的不确定性，但好处是极端回撤的可控，特别是中短期美债，仍具有较好的配置价值。”