

鑫元基金刘丽娟、黄轩：

流动性管理打底 挖掘收益增厚空间

□本报记者 王鹤静

国内债券收益率近期不断下行，利差空间持续压缩，但债券资产的配置热情依然高涨，债券型基金成为公募行业年内最为炙手可热的品种之一。

在增厚收益和严控风险的“平衡木”上，鑫元基金固定收益投资部基金经理刘丽娟、黄轩不断寻找方法，在严格执行流动性管理和风险控制之外，借助利率债波段交易等有效手段，为组合带来增厚收益。

债券投资“越来越卷”

在接受中国证券报记者专访时，刘丽娟、黄轩两位入行十余年的基金经理不禁感叹，债券市场投资真的是“越来越卷”。

“以前做债券投资，主要盯住基本面就可以了。但现在除了关注基本面，还需要对市场情绪、债券供给、人民银行态度等方面保持跟踪。”随着债券收益率持续下行，刘丽娟深感债券投资的竞争越来越激烈，投资者都在寻找价值洼地，但凡有一点利差，很快就被市场迅速发掘。

在信用债领域摸爬滚打成长起来的黄轩，则是对信用债违约记忆深刻：“以前信用债市场是没有违约概念的，只要按照收益率从高到低买入就可以了。近年来，信用债市场真正出现信用债违约风险之后，一些理论化的内容才实实在在地走入现实的投资之中。”

兼顾流动性与收益增厚

在债券市场闯荡了十余年，作为深度参与者，刘丽娟、黄轩面对如今的市场，有属于自己的“独门秘籍”。



刘丽娟

谈到债券投资的心得，在经历市场多次的流动性冲击、见证太多的起起伏伏之后，刘丽娟最关注的是投资中的流动性风险。

因此，刘丽娟持续加强自己对于基本面、资金面、政策面、债券供给、投资者行为等方面的关注，在敏锐捕捉资金面变化的基础上，对于资产类别和期限进行多元化配置。并且，她还根据持有人的持有意愿合理布局资产，让资产期限与资金存续期限大体匹配，通过资产端和负债端的精细管理，减少流动性风险，获得投资回报。

对于黄轩而言，信用债的风险管理则是他在投资中最看重的部分。“由于信用债的流动性不比利率债，所以在资产配置过程中，对于信用债的考量周期自然要比利率债长一些，久期也要考虑得更长远。”以信用债作为底仓，黄轩希望在严



黄轩

格控制信用风险的基础上获取票息收益。

除了严格执行流动性管理和风险控制之外，刘丽娟、黄轩不断寻找有效手段，通过波段交易利率债等方式，为组合增厚收益。利率债波段交易虽然是目前市场上相对成熟的做法，但每个参与者选择的品种和力度却不尽相同，标的包括但不限于10年期国债、30年期国债、商业银行的二级资本债、永续债等。对于刘丽娟、黄轩而言，如何在投资框架内抓住波段交易的机会是最重要的。近期，利率债交易标的在30年期与5-8年期品种之间摇摆，正是两位基金经理关注的投资机会。

债市风险相对可控

今年以来，债券收益率持续下行，但债券市

场依然面临着旺盛的配置需求。“今年4月禁止银行‘手工补息’之后，大量的资金从存款端转移至理财和基金，虽然变化在边际减弱，但过程仍在持续。债券市场投资存在较高的需求，收益率即便不高，整体的持有体验还是相对不错的。”刘丽娟感慨说。

债券收益率虽然维持低位，但在黄轩看来，“低得十分合理”。一方面，金融机构普遍缺乏配置资产，除债券外，其余合适的资产相对较少，因此大量的资金集聚债券市场；另一方面，权益市场年初遭遇了剧烈震荡，虽然目前有所恢复，但渠道端、发行端、投资端对于权益市场依然缺乏信心，债券作为收益相对稳定的标准化品种，自然受到了市场的广泛青睐。

当前，国内资金面整体依然较为宽松。在基本面有待进一步复苏的情况下，刘丽娟预计，资金面仍处于相对宽松的局面，资产荒的格局尚未扭转，因此债市风险整体相对可控。

“下半年有几个方向需要重点关注，一是政策利好能否超预期，提升整个市场的风险偏好，从而对债市的情绪面产生影响；二是随着地产持续探底，地产优化政策频发之后能否带来‘质变’，还需要持续观察。”基于对基本面、资金面、机构行为等方面的判断，刘丽娟预计，债券仍然具备配置机会。

拟由刘丽娟和黄轩共同管理的鑫元佳享120天持有债券7月1日起正式发行。两位基金经理介绍，新产品将以中短久期的信用债作为底仓，通过对利率债等品种进行波段交易等方式实现收益增厚。基于对资本面的紧密跟踪和高度敏感性，刘丽娟主要负责流动性管理工作，根据负债端的变化做好资产布局；黄轩则立足信用债，在严控风险的基础上，通过参与利率债等品种的波段交易等方式，为组合带来增厚收益。

华宝基金唐雪倩：

红利策略配置窗口仍在 中长期价值不改

□本报记者 魏昭宇

今年以来，红利资产“风起”，一大批绩优红利主题产品收获了更多市场关注，不少红利风格的公募产品在近两年震荡的权益市场中得到“稳稳的幸福”，华宝红利精选混合便是其中之一。

Wind统计数据 displays，截至6月25日，华宝红利精选混合A类份额近一年与近三年收益率分别为12.27%、12.35%，均位列同类前2%的分位水平。

近期，红利资产似乎进入盘整期。以中证红利指数为例，公开数据显示，截至6月25日，该指数近一个月以来调整幅度为5.13%。红利资产是长期走弱，还是阶段性调整？目前，红利赛道的拥挤程度如何？

华宝红利精选混合的基金经理唐雪倩对中国证券报记者表示，红利底层资产的特征仍然明确，新“国九条”将为中国资本市场的长期健康发展奠定基础，红利资产的战略配置价值也在进一步增强，红利资产小幅回调或是介入较好时机。

短期波动不改长期向好

谈到红利策略今年备受瞩目的原因，唐雪倩表示，一方面，宏观环境近两年波动较大，在短期不确定性较高的市场中，拥有较为明确的现金回报率和较强防御性的红利资产更容易获得资金青睐；另一方面，无风险收益率的下行使得固收类资产的整体回报率被压缩，叠加资产荒等方面的因素，不少长周期类资金将配置目光放在红利资产上。

在唐雪倩看来，目前短期宏观经济前景尚待观察，尽管长期保持乐观，但短期宏观预测的节奏仍然是年内的难点，内外部经济和地



因素的频繁扰动下，市场博弈将保持激烈状态。在波动的市场环境里，由于红利资产往往处于成熟阶段并具有较低的估值，通常能够展现出较好的抗跌性，相对较少受到经济周期波动的影响。

“短期内的上下波动是正常表现，红利板块也不例外。”谈到近期红利板块的小幅回调，唐雪倩认为，站在当下时点，总体配置环境并未发生太大变化，红利底层资产的特征仍然明确。

红利策略仍有发展动力

红利策略的走强吸引着越来越多资金的涌入，这一赛道是否已经过热？针对这一问题，唐雪倩认为，红利策略有发展动力，后市或有更多空间。在实际的交易指征上，通过对中证红利指

数过往16年数据的观察，红利策略的短期拥挤度会有自然起落，但并未达到系统性的交易过度拥挤情况。

目前来看，自2024年以来，红利指数在全A中的成交额占比不到5%，约处在历史的30%分位。截至2024年一季度末，A股股息率大于5%的股票在全A总市值中的占比大约为18.87%，但在公募重仓股中的持股占比仅为4.96%，机构在红利资产上的关注度确实有所增长，但从长远来看仍有较高的配置空间。从绝对估值的角度，红利指数目前的整体市盈率仍在个位区间，市净率仍小于1倍，绝对估值处在相对可控和安全的位置。

作为相对分散化的投资组合，华宝红利精选混合在任意单只股票上的持仓权重控制在不超过3%。相对于局部个别股票的过热和拥挤，基金更多是站在组合的角度去审视整体策略的估值和质量。策略的超额收益和容量来自于更多元化的来源，对于单一股票和行业的依赖相对较小。

唐雪倩认为，从中长期来看，在适度回调后介入红利资产，仍不失为一个较好的配置策略。“截至今年一季度末，中证红利指数的股息率仍在5%以上。从历史规律方面看，过去十年，在股息率大于5%的情况下布局红利指数，持有一年正收益的概率在95%左右。”

细化到具体行业，唐雪倩表示，尽管不少行业的估值较之前已经上涨不少，但仍要从多维度客观分析行业现状。以近两年涨幅较高的煤炭行业为例，唐雪倩表示：“不少投资者发现，虽然不少煤炭公司的业绩下滑，但股价仍在上涨，这引发了煤炭赛道估值是否过高的担忧。但从煤炭行业的基本面看，此前的煤炭价格仍然可以保证公司获得较为充沛的现金流。尽管这些公司的股息率近期有所下滑，但仍然可以维持在6%到8%这一较高区间。如果煤炭价格没

有出现大幅下行，这类资产的配置价值仍然不可忽视。”

量化策略赋能红利资产筛选

在唐雪倩看来，华宝红利精选混合业绩的走强既与红利资产走强有关，也与团队用量化手段持之以恒精选优质标的有关。

谈到量化模型的选股方向，唐雪倩表示，华宝红利精选混合致力于挑选到基本面质量稳健、净资产回报率能力卓越、业态成熟、经营治理能力强、处于行业领先地位、资产负债率合理且具有相对明确的现金可持续回流能力的公司，在宏观经济波动的环境中，可以呈现出较强的防御属性。

具体来看，基本量量化策略主要沿着两个思路精选股票。首先是股票的分红能力，唐雪倩表示，团队会以公司过去三年的分红情况作为分析样本，结合现金流、预期利润、资本开支、杠杆率等方面的因素，判断其未来分红的可持续性。其次，团队会从财报等角度分析公司的盈利能力、治理水平等，“我们希望公司在实现基础业务稳健增长的同时，最好能具备更高的质量、更可持续的利润和企业治理能力”。

在风险控制方面，华宝红利精选混合的策略可以更好地帮助产品把控回撤。“首先，策略通过更细致的股票选择和风控筛查，带来选股端的超额收益和风控端的灵活平衡，能够帮助产品在风险控制端更好地降低短期情绪冲击给组合带来的扰动，使投资者获得更好的持有体验。其次，量化策略的全市场选股思路可以让组合在行业配置和个股选择上更加均衡分散。”此外，唐雪倩还表示，除了A股，港股市场同样有丰富的高质量的红利策略标的可供挖掘。华宝红利精选混合也有少量的港股配置。从这一方面来说，比起单一的A股红利指数投资，华宝红利精选混合具有更加灵活的布局空间。