

宏利基金李宇璐:

坚持绝对收益理念 积小胜求大胜

□本报记者 张凌之

近年来,股票市场持续震荡,投资者风险偏好下降;另外,大量资金涌入债券基金,固收产品站上市场“C位”。这让控制净值波动、追求稳健业绩表现成为摆在每个基金经理面前的一道必答题。

绝对收益的理念早已深深刻进宏利基金的基金经理李宇璐的投资基因里。“我们的目标一直是把握更具确定性的投资机会,力争实现净值稳健增长,穿越牛熊。”李宇璐表示,不会因为过分在意排名而进行较为激进的操作。

追求绝对收益

此前,分别在评级公司和保险公司从事债券信用评级工作的李宇璐,于2016年3月开始涉足养老金管理,这一段管理养老金的经历也在李宇璐的投资理念中打下了追求绝对收益的烙印。

“当时管理养老金有一条不可逾越的红线,那就是不论市场环境如何,对净值管理和回撤控制都有非常严苛的要求。”李宇璐介绍,也就是在那时,她形成了一套科学的方法,先考虑积累了怎样的安全垫,再据此配置相应的风险资产。

事实上,对多数基金公司而言,在考核机制上,会将绝对收益和相对排名同时纳入进来。加入基金公司后,李宇璐在投资上,同样坚持对绝对收益的追求。“为了追求相对排名,从而进行一些偏激进的操作,在我看来风险很大。”李宇璐说,只有绝对收益在组合管理中占据相当权重才会做出较好的收益率曲线,从

而穿越牛熊。

凭借着对绝对收益的追求,李宇璐管理的中长期纯债基金宏利恒利自她管理以来年年获得正收益,截至9月2日,今年以来该基金收益率为3.55%;她管理的二级债基金宏利集利和灵活配置型基金宏利创益,截至9月2日,今年以来的收益率分别为3.9%和4.6%。

把控制风险放在第一位

在李宇璐看来,追求绝对收益,控制好风险是第一位的。以“固收+”产品为例,她介绍,宏利基金有一整套大类资产配置框架,每年初的固收投决会要根据股债性价比和行业景气度以及大的市场环境确定权益中枢和债券久期中枢,基金经理可据此灵活调整,此外,随着市场的变化,每个月的投决会也会决定当前的战术仓位水平。

在回撤控制上,“我们在研究部内嵌了量化研究员,对‘固收+’组合每日净值进行跟踪,并做出归因分析,如果半年滚动回撤超过强止损线,基金经理就必须将权益仓位降低。”

李宇璐介绍,量化研究员在部门内部相当于一个风控的角色,基金经理可能会恋战,但必须有一个角色告诉他要去进行止损,这个很重要。此外,除了监控每日净值回撤外,量化研究员也会对基金经理持仓债券的行业集中度以及持仓品种的估值进行每日量化跟踪。

宏利基金固收团队搭建了一套系统化的配置策略及流程。李宇璐介绍,这套投资流程的起点从战略仓位研究出发,以此来确定年度股债配置战略仓位水平。这里面的分工,不仅需要基金经理发挥投资能动性,固收投决会和资产配



置等人员也要参与进来。

比如,研究员会根据市场运行情况确定季度、月度仓位,并进行不定期调整。确定了不同时段后,接下来就是确定组合投资中的板块、行业、区域配置比例,以及最终筛选出来相应标的。这部分需要基金经理和研究员共同参与其中。当这些步骤确定以后,投资流程将进入执行和考核阶段。

具体到组合各类资产的配置,李宇璐以可

转债为例:“通过量化模型分析,我们会初步设置可转债仓位,如果权益资产有更多上涨机会的时候,我们更需要把进攻性仓位让给权益资产。”

灵活调整大类资产配置

展望未来的债券市场,在利率债方面,李宇璐认为,利率债长端具有趋势配置价值,但需要等待期限利差走阔至合理区间。一方面,政金债供给或将增加,但机构的配置力量会使得国开-国债利差难以出现大幅扩大。另一方面,随着保险机构的配置需求增加,长端利率品种未来预计仍有超额表现。

信用债方面,李宇璐认为,信用债各板块收益率、利差水平触及历史低点,各项策略已充分应用,很难给出偏多的观点。“信用债可以采用哑铃型策略,以短久期为主,配置长久期地方债。地方债则可以参与各期限品种一二级的波段交易。”

可转债方面,李宇璐建议,控制组合中波动类资产占比,有效对冲久期风险。底仓品种,看好低价银行可转债。行业层面,关注建筑央企、机械设备等顺周期行业在三季度的机会。此外,行业配置上加入光通信、PCB及半导体相关可转债,以布局人工智能(AI)产业链中上游。

权益策略上,李宇璐表示,在当前宏观经济背景下,高增长和高景气行业较为稀缺。以利润增长为锚,博取超额收益的难度加大,同时市场对于收益预期的中枢相较以往有所降低,对业绩稳定且抵御市场波动能力较强的红利资产较为青睐,配置红利资产可有效降低组合的波动性,提高收益的稳定性。

中信保诚基金顾凡丁:

动态配置原油和黄金 搭建商品组合新方案

□本报记者 魏昭宇

从2023年初到今年8月末,万得黄金ETF指数涨幅已经超过35%。近两年来,权益市场的震荡和债券收益率的持续走低让不少投资者意识到商品类资产的配置意义。

但作为相对小众的投资品种,且涉及复杂的宏观经济分析,商品的投资难度并不低。如何用商品类资产带给持有人多元化收益,是不少公募管理人一直思考的课题。

近期,中信保诚全球商品主题基金经理顾凡丁在接受中国证券报记者采访时表示,在不同经济阶段对原油和黄金采取不同比例的组合配置,产品净值有望稳健增长。此外,中长期来看,全球通胀中枢有望进一步抬升,商品类资产的配置意义愈加显著。

用原油与黄金跟随经济周期

作为一只FOF类QDII产品,中信保诚全球商品主题近几年的重仓ETF大多围绕原油和黄金两大主题。谈到为何在这两类商品类ETF之间进行轮动,顾凡丁说:“我们一直相信经济规律和市场规律,所以我们的策略就是跟随经济周期和市场逻辑去做资产配置。”

美林时钟将经济周期大致分为四个不同阶段——衰退、复苏、繁荣、滞胀。而团队研究发现,原油与黄金的组合通常能够起到跟随经济周期的作用。“作为工业社会很重要的生产资源,原油价格的涨跌能够有效反映经济需求的变动,尤其是在经济繁荣期,油价具备较强的向上弹性;而在其他阶段,油价的表现则较为震荡。此时,黄金作为一类极佳的避险资产,其配置的意义便显现出来了。”顾凡丁说。

回顾近年来的操作,顾凡丁回忆,2020年-2021年,全球主要发达经济体央行实施了



超宽松货币政策,经济快速修复,但通胀也快速抬升,形成了一个繁荣周期。彼时,原油成为了组合的主要配置方向。2022年地缘冲突事件频频发生,全球陷入滞胀,海外股债齐跌,团队逐渐降低了原油配置,增加了黄金配置。步入2024年,随着海外经济“软着陆”,全球局势不确定性进一步增加,黄金成为了组合的重要配置方向。2024年半年报显示,在中信保诚全球商品主题的重仓基金中,已经见不到原油类ETF的身影了。而这样黄金与原油的动态配置,也让中信保诚全球商品主题A近3年(截至8月底)实现了72.48%的净值增长率,今年以来实现18.34%的净值增长率,并于

2021至2023年连续三个自然年度实现净值正增长。

宏观周期与市场动态分析相结合

可以看出,做好宏观周期的研判是产品策略能够行之有效的大前提。在自上而下的研判方面,顾凡丁表示,团队始终认可定性与定量分析相结合的思路。“我觉得我们的优势在于,首先,我们内部资源的积累非常丰富,监测体系可以囊括480多个观测指标,从各个领域对经济周期进行全面客观的定位;其次,我们团队拥有较为丰富的海外研究资源,能够和许多头部国际机构进行业务沟通和资源共享,这帮助我们全球化的视角去审视我们的配置。”

近两年,国际经济环境千变万化,不少投资者也对美林时钟发出质疑:美林时钟失效了么?在顾凡丁看来,经济周期的轮动节奏或许会迟到,但经济规律却并没有发生变化。不过随着影响经济运行的因素愈加复杂,投资者已经不能仅从自上而下的角度进行资产配置,需要结合不同阶段的交易情绪、交易矛盾等因素进行自下而上的研判。

顾凡丁表示,团队除了会对原油和黄金资产进行基本面分析,还会运用模型对众多资产(如美股和美债、A股和国债等等)进行综合量化分析,找到对资本市场运行有重要影响的宏观变量,从而对市场逻辑实现更深层次的分析,找到市场的主要矛盾点。“比如,在某些阶段,市场中的投机情绪会成为核心矛盾,对市场产生扰动,这些因素都会对组合的配置比例产生影响。”

黄金涨势仍在 持续关注原油

顾凡丁认为,未来通胀中枢或继续抬升,传统的股债配置在对冲通胀风险方面或愈加

乏力,而商品类资产的配置价值会更好地体现出来。“拉长时间来看,黄金是少数能够跑赢美股的资产,我们认为黄金的长期配置价值非常高;对于以原油为代表的周期类商品,在不同经济周期下的弹性和表现差异可能非常大,或适合在特定经济周期中进行配置。”

顾凡丁认为,本质上看,实际利率和金价的关系并没有发生变化。“实际利率和黄金的关系实质上是美元投资者的成本对比,实际利率就是持有黄金的机会成本。”顾凡丁表示:“数据显示,自2022年美联储加息周期开启以来,海外投资者不断减少黄金配置。只是以往周期中,黄金价格受投资者交易的影响较大,而本轮黄金价格受到了其它因素的助推,如央行购金等,导致金价看似和实际利率背离。而对于美元投资者来说,实际利率和黄金并没有脱离原来的关系,事实上,随着降息临近,我们看到海外投资者已经不再卖出转而开始买入黄金。”

短期来看,顾凡丁认为,黄金市场投机情绪依然较高,要警惕套利资金离场所造成的波动。从中期和长期来看,随着美元信用不断降低、地缘局势变数增大,叠加美联储较大概率近期开启降息等因素的影响,金价依然有上涨空间。

谈及原油,顾凡丁表示:“供给端方面,欧佩克或较大概率维持当前产量;需求端方面,市场也没有看到太大的趋势性回升;库存端方面,美国原油库存位于历史季节性中枢偏低水平。整体来看,我们认为原油或有一定概率呈现震荡走势。”

谈到组合的配置思路,顾凡丁表示,目前海外经济体普遍经历“软着陆”,因此黄金仍可能是组合的重点关注方向之一,等美联储开启降息,如果海外经济进入新一轮扩张,或将考虑逐渐调整对原油的配置。但考虑到当前全球地缘事件频发,团队的关注重点仍可能向黄金类资产方面倾斜。