

施罗德基金单坤： 关注债市流动性 坚持底仓思维

□本报记者 徐金忠

“股债跷跷板”现象近期出现明显变化：“股弱债强”的走势在9月下旬出现逆转。背后的主要原因是，9月下旬推出的一系列政策改变了市场的预期。施罗德基金固定收益投资总监单坤认为，当下的债券投资，应该更关注流动性因素，面对宏观环境的波动，债券投资应该站在流动性充裕的一侧，灵活应对可能出现的市场变化。

单坤认为，无论股债关系如何动态调整，债券投资仍是投资者资产配置的重要组成部分。特别是在中国市场环境下，债市具有“熊短牛长”特征，以追求稳健收益为导向的债券投资，值得成为居民资产配置的“基本盘”。

防范流动性风险

9月下旬以来，债市发生了显著的变化。

单坤表示，此前债券市场在充裕的资金面及宽松的货币政策共同作用下持续走强，比较有代表性的品种——10年期国债到期收益率一度触及2.0%的历史低位。然而，随着美联储降息落地，美元走弱，人民币升值，原本分化的中美货币政策趋于一致，给予了人民银行更大的操作空间，9月下旬的股市反转随之而来。

宏观环境出现变化，显然给债券投资增添了诸多不确定性因素。单坤表示，在一系列政策影响之下，债券投资面临资产端和负债端的多重变化。在资产端，无论是偏交易的利率债还是偏配置的信用债，都面临交易和定价的“校准”过程；在负债端，面临资金搬家压力。单坤认为，如果股市在宽幅震荡之后呈现趋势性向上走势，那么债市资金面将进一步承压。

但是，单坤认为，债券投资或是各类投资者

资产配置的“基本盘”。即便面临阶段性的变化，债券投资的配置价值仍然获得市场认可。单坤表示，以追求稳健收益为目标的债券投资，已经成为众多投资者资产配置的优选。此外，各类机构的委外资金等持续布局债券投资，这类资金对债市的配置需求相对稳定。

对于债市未来的走势，单坤认为，从基本面判断，支持债券市场的核心因素并未改变，主要是风险偏好和情绪的变化带来了投资者行为的调整，债券市场调整旨在防范信用债的流动性风险。

单坤认为，后续债市仍将面临波动与调整，投资者需要注重流动性风险防范，利率债的波段操作机会预计大于信用债的票息机会。“在可能的波动和调整面前，非常重要的一点是，债券投资要更加关注流动性因素。”

打造稳健“闲钱理财+”产品

值得注意的是，2024年以来债市整体保持



较强走势，但是阶段性波动较为明显。在市场波动中，部分债券产品净值出现大幅回撤，部分投资者“养基生蛋”的稳稳幸福变成了“基飞蛋打”。

单坤认为，投资者应该清醒地认识到，债券投资或已告别高收益阶段，回归稳健表现。他说：“信用、杠杆、久期波段操作，这是债券投资的基本招式。在当下如果要追求超额高收益，要么是信用下沉拉杠杆，要么是久期上波段操作，前者风险收益比较低，后者操作难度较大。”在

单坤看来，在收益区间不断缩小、市场波动不断平滑的情况下，比起追逐债基产品的高收益，追求持续的稳健回报更重要。

那么，债基产品如何实现稳健的收益？单坤提出了两点看法：第一是关注债市流动性，他建议，在宏观环境多变期，债券投资需要聚焦流动性较好的品种，以应对市场基本面的变化；第二是坚持底仓思维，选择高等级的信用债，通过适度的杠杆，避免信用下沉。此外，可适当采用久期管理策略，目标是做出一定的弹性收益。

据悉，拟由单坤担纲的施罗德添益债券型证券投资基金于11月4日起公开发行。据他介绍，在建仓思路，施罗德添益债券拟聚焦中短久期的中高等级信用债、短久期利率债、存单等固定收益类品种。其中，信用债投资部分的品种信用评级须为AA+及以上，且AAA的信用债占信用债资产的比例不低于50%。结合当前收益率持续下行的市场情况，该基金拟以利率趋势分析为基础，结合经济周期、宏观政策方向及收益率曲线分析，在严格控制风险并保持良好流动性的基础上，通过积极主动的投资管理，力争实现基金资产长期稳定增值。

单坤表示，中短债策略可能是当前市况下的较优选择。回顾过去的10个完整年度（2013年-2023年），万得短期纯债型基金指数每年都取得了正收益；2024年以来，相较于货币基金和纯债基金（含中长债产品），短债基金在边际收益率和收益稳定性上表现更优。此外，短债策略产品呈现的低波动、低回撤、修复快的特点，适合风险偏好稳健的投资者，持有体验相对较好。

“施罗德添益债券希望满足投资者的‘闲钱管理’需求。基金投资操作上，力争做到流动性好、风险低、波动小，并在此基础上争取安全边际内的更高收益。”单坤表示。

光大保德信基金张芸：

目标波动率为锚 探寻大类资产配置新方案

□本报记者 魏昭宇

公募投资者或许对张芸的名字还不熟悉，但她已经在私募FOF投资领域深耕多年。她拥有美国哥伦比亚大学金融数学硕士学位，具有近9年股票及FOF投研经验、超5年FOF组合管理经验。从国金涌富资管到光大保德信资管，再到光大保德信基金，她一步步深耕FOF领域，不断打磨自身及团队的投资策略。目前由她挂帅的公募养老FOF产品——光大安选平衡养老目标三年持有期混合型FOF正在发行中。

日前，张芸在接受中国证券报记者采访时表示，大类资产轮动节奏加快，仅持有单一资产很难获得满意收益，仅投资单一策略基金，也很难抵御回撤对净值的伤害。多资产多策略FOF，在满足居民对资产的多元化配置需求方面发挥了重要作用，也与居民养老金长期规划特点相匹配。

重视多元资产配置

很多投资者如今才意识到多元资产配置的重要性，而张芸在多年前步入FOF领域时，就非常重视多元资产配置。在光大保德信资管任职时，她曾在多场投资者分享、演讲中反复强调大类资产配置的重要性。股票、债券、商品的多元资产组合及多策略配置也帮助她在复杂多变的市场环境中更好地捕捉投资机会。

不同资产在不同阶段的机会把握，离不开科学的宏观投资体系以及基金经理的理性分析和趋势判断。如今，张芸已经从事多年的宏观分析经历中摸索出属于自己的体系和心得。“宏观基本面指标的跟踪的确很重要，但不少宏观指标发布有一定滞后性，需结合微观高频基本面指标的边际变化，提前洞察到经济的边际变化。”张芸表示，“除了宏观基本面体系



会给出信号之外，我们也有资产性价比、政策与流动性、资金面与投资者行为等多维度体系以及多项交易指标，综合做出不同周期维度的衡量。”

在采访中，张芸还表示，国内个人投资者大多对市场波动较为敏感，基金投资者的一些不理性行为，恰好源于对快速变化市场的“不耐受”。因此，对于FOF尤其养老FOF来说，对于波动的控制应更严格。各类FOF产品的风险控制手段不尽相同，而是否有科学体系的约束去应对多变的市场，才是风险控制的关键。在张芸看来，目标波动率策略是多年来自己控制

波动的重要法宝之一，也很适合目标风险型养老FOF。

“在投前阶段，我们会先界定好组合的波动率目标值，让投资者能对产品风险收益特征有一定预期，争取将风险维持在一定水平、而非跟随市场波动而发生明显变化；在投中阶段，我们会以组合波动率目标值为指导，结合对大类资产及风格的判断、资产之间相关性的运用，以定量与定性相结合的方式设置合适的各类细分资产期初配置比例；在投后阶段，我们会密切跟踪FOF的波动率是否还在目标附近，若偏离较大，会结合不同资产和基金的波动率变化以及对未来市场的风格判断，进行适度调整及再平衡。”张芸表示。

此外，在投资管理方面，光大保德信基金还将充分借助光大集团综合金融、产融结合的优势以及美国保德信金融集团在养老业务领域的积淀优势，加强中外方股东投研能力整合赋能，不断精益求精，致力于为客户打造值得托付的安心之选。

在合适阶段投资合适基金

挑选到优质的基金对FOF而言至关重要。各类FOF的选基思路大相径庭，张芸表示，其选基流程并非纯粹自下而上进行筛选，而是先从宏观资产配置到中观策略和风格配置，最后到微观基金筛选。她表示，这与前述提及的资产配置理念相辅相成，同时能更好做到给基金做风格定位并甄别其适合投资的环境。

“我们致力于在合适的阶段投资合适的基金，因此通过历史业绩选基远远不够。更重要的是，一方面在宏观和中观框架下，对当前及下一阶段适配风格进行判断，这样选基才更有方向；另一方面，需要剖析业绩背后的成因，并分析下一阶段是否具有持续性。”张芸娓娓道来，“我

们会通过数量化归因框架来做基金业绩的能力拆分，同时也会通过尽调的方式来甄别基金优秀业绩的背后，是否有基金经理扎实的投研能力和逻辑支撑，以及是否有后续的思路和止盈纪律等，这样可以帮助我们判断基金过往成功投资业绩的可复制性。”

“FOF投资是一个考验细致度和敏锐度的领域，尤其涉及投资主动型基金的时候，不可避免地需要关注高频异动数据，把握基金最新动态。”张芸说，“我们团队会在每晚基金净值更新后，对关注池内的基金净值进行分析，在第二天一早开会进行复盘，并在发现有异动情况时，结合相关性检验和行业仓位测算等方式分析基金调仓方向，尽量克服一些时滞性问题。”

在均衡分散基础上适度轮动

具体到权益内部配置思路时，张芸表示：“我看重均衡分散为盾、适度轮动为矛，所谓适度的‘度’辅以目标波动率及再平衡的约束。在FOF中，重仓押注一种风格的风险较不可控，还是要将风格和板块的分散度做一定考量。在此基础上，可结合我们对市场的判断，在不同风格之间做不同阶段的适度比例调整，并将控制调仓犯错成本的手段前置化，这也是此前提及的从宏观大类资产配置到中观策略风格配置体系，再到微观基金筛选体系可以发挥作用的地方。”

此外，张芸表示，光大安选平衡养老目标三年持有期混合型FOF的投资范围除了权益资产之外，还包括债券及商品资产，且投资视野不局限于国内，海外资产在具有性价比时也会纳入考量。投资团队除了国内宏观研究体系之外，也搭建了海外宏观研究体系，可以增加组合的潜在收益来源，也可进一步发挥低相关性配置的作用。