

德邦基金邹舟:

把握交易逻辑 以精细化管理应对债市新变化

□本报记者 王鹤静

加入德邦基金两年的时间里,德邦基金总经理助理、固收投资总监邹舟带领固收团队逐步完善了固收产品矩阵的搭建,实现了从低波、中波到双债、利率债等多品种的梯度覆盖。并且,凭借前期扎实的投研累积和敏锐的市场判断,整体扛过了多轮极端行情的考验。

邹舟在接受中国证券记者采访时介绍,德邦短债、德邦锐兴债券、德邦锐乾债券等含信用资产的产品整体投资策略是以信用债票息打底,提供稳健的票息收益作为安全垫;在此基础上,借助流动性更好且方便调节久期的利率债来获取资本利得;德邦锐裕利率债债券则是通过有效择时和方向性预判,结合仓位和久期的精细化管理,力争获取较好的超额收益。在市场逐步拥抱波动的时代,邹舟更加注重对市场交易逻辑的把握,希望通过精细化组合管理,为投资者提供更加舒适的收益体验。

不断校准市场认知

入行近十年来,邹舟亲历了公募固收业务的大发展,回过头来不禁感慨,无论是标的品种还是投资理念、定价逻辑,都发生了翻天覆地的变化,对于专业的固收投资人而言也提出了更高的要求。

特别是在利率持续下行以及资产欠配的宏观背景下,不仅确定性的收益机会越来越少,以前很多被视为理所当然的投资逻辑也在逐步失效。邹舟坦言,自己的认知在市场的洗礼中不断迭代。“以前长债资产行情走得过快时,为了避险我们通常会‘卖长买短’。但是今年年初,市场过度交易了降息预期,导致银行间实际融资成本明显高出政策利率,短债利率出现了负carry(即资金成本/负债成本大于票息收入),于是市场的交易逻辑发生了很大的变化,原本大家觉得安全的短端利率在一季度显得既没有票息收益,又没有资本利得,出现了较大的上行,逐渐被主流交易盘抛弃;而相对有正carry和高弹性的长端利率反而变成了更优的选择,



一度成为当时交易资金热衷的避险品种。”基于当时的判断,邹舟权衡后快速调整了自己的打法,选择降低组合整体仓位,而非提高短债持仓比例。事后复盘来看,这的确是正确的选择。

面对持续变化的市场环境,邹舟不会固守于过去的认知,她要求自己即使在行情火热时,也始终保持冷静、客观的判断力,理顺市场的逻辑,再进行交易决策。

“投资这个领域没有神,我们无非是利用自己的专业和经验提高胜率而已,敢于认错、及时止损也是一种勇气。”在邹舟看来,及时止损是自己最大的优点,就像年初的那一轮操作,一旦发现市场的趋势和自己的理解出现偏离,她就会迅速做出调整。

更加重视流动性管理

在构建投资组合的过程中,对于有信用债

持仓的组合,邹舟的策略框架是“信用债打底,利率债增厚,配比锚定负债特征”。她解释道,信用债提供稳定的票息收益,是组合的压舱石;而利率债则因其较高的流动性和久期调节的便利性,成为捕捉市场波动收益的重要工具。

为满足不同投资者的风险收益偏好,邹舟主要通过调整信用债、利率债的持仓结构和持仓节奏,来实现不同产品差异化的风险收益目标。比如,德邦短债的投资者普遍更看重投资收益的安全性和稳健性,所以邹舟更倾向于在利率类等弹性资产的交易机会确定性相对较高的前提下,提高投资组合的弹性;而对于那些负债端有一定弹性容忍度的产品,她有时会结合预判左侧出击,提前布局。

久期策略是固收投资的核心策略之一。邹舟表示,历经多轮极端的市场行情,久期策略已远不止于组合整体久期的层面,而是要进一步精细化拆分到信用久期和波动久期,分别予以控制,根据当时的市场情况以及不同组合负债属性设定上限进行约束,并持续动态调整。

归根到底,所有的策略都要围绕负债端变化来调整。邹舟强调,负债端的资金调整压力往往会影响投资端的操作,尤其对于开放式组合而言,流动性是重中之重。所以她对于组合的流动性管理会格外用心,留有足够的余地,也方便组合在市场出现超调错杀优质资产时能“有漏可捡”。

“现在大家已经越来越能够接受波动,并且拥抱波动。这个行业里大家基本的投资框架都差不多,最后比拼的就是精细化管理的能力,以及在新的市场环境下能否及时把握不断变化的市场交易主逻辑,能否精准择时、做好仓位管理的预判。”邹舟总结道。

震荡市需要灵活精细

从政策层面来看,邹舟表示,今年上半年的宏观数据相对可观,但后市的持续性尚有待观察,特别是在市场对刺激性政策预期有限的情况下,叠加外贸因素持续扰动,下半年市场可能会更加充分地交易这些不确定的内外因素。

结合技术分析,5月底邹舟从国债期货的技术形态以及现券走势上观察到了一轮正在酝酿中的新的中期机会。而今在震荡偏多的情绪下,国债期货已来到了前高位置,能否寻找到突破关键点位的顺畅逻辑是当下的核心关注点。邹舟坦言,近几年她正在不断加强个人投资决策框架中对于技术分析的参考比重。多个技术指标的综合运用结合中长期的宏观逻辑,以及实时市场的情绪及机构行为,往往能够帮助做好更精准的择时。

“整体来看,虽然阶段性可能会出现一些扰动因素,但债市的中期逻辑目前还是比较顺畅的。”在邹舟看来,央行在经济复苏及结构转型阶段对市场流动性持呵护态度,这是判断的关键。在货币政策宽松预期不转向的情况下,债市整体有望保持看多的趋势,只是低利率环境下空间相对有限,需要结合市场现实的交易逻辑灵活调整仓位,也就是“边走边看”。

随着信用利差大幅压缩,债基久期也来到阶段性高位。邹舟表示,考虑到应对后续可能会有的波动类资产的调整,短债产品的组合可能会更加严格地调整波动类资产的占比,以更好地控制回撤;但对于中长债类组合的波动类资产控制相对会更加灵活,以追逐波动中带来的超额机会。虽然在去年债市偏顺势的行情下,由于估值波动的修复较快,有时候这类平滑波动的精细操作在全年来看好像意义并不大,但邹舟仍坚持把努力用在前面,结合组合定位和特点进行精细化的仓位管理,在关键时点尽可能做出自己能力的极致。

在注重实干、追求成长的投研文化下,邹舟和她所带领的德邦基金固收团队希望,能够为不同的投资者提供与之风险收益偏好匹配的固收产品。目前,德邦基金的固收产品线通过多策略布局,已形成由低波策略、中波策略、双债策略、利率债策略产品共同构成的多层次的“德邦债家族”。邹舟表示,团队将在各个产品明确的定位上,不断提升产品的精细化管理程度,力争通过投研团队以及交易团队的勤奋和努力,为投资者带来更好的持有体验。

联海资产:全时段资产配置穿越混沌周期

□本报记者 张舒琳

苏格拉底有一句智慧名言:我知道我一无所知。这也是对宏观策略思想的最好诠释。市场上的聪明者不计其数,要做到“比别人更聪明”或“知道比其他机构更多的信息”更是一件难事。桥水“被动的智慧”正是在于不参与预期差博弈,而是承认无法预知宏观风险,理解周期却不试图把握周期。

正如查理·芒格所言,我们并不比别人聪明,却可以通过一个科学的量化系统,让自己少犯愚蠢的错误。在这个缺乏确定性答案、永远难以预测的金融世界里,宏观周期走势无法按照经济规律图线来运行。但用量化模型将这种经济周期的矛盾性、模糊性描述出来,并用科学的方法统计宏观状态的概率分布,能够有效进行资产配置。联海资产基于自研宏观情景概率模型的全时段资产配置策略,构建了适应中国大类资产的“系统性宏观策略”,以较高的夏普比率和较低的回撤,打造出适应周期、穿越周期的策略。

多维度升级风险平价策略

联海资产的宏观策略吸取了桥水全时段思想,这是一种带有宏观环境判断的风险平价策略,将资产分成复苏、过热、滞胀和衰退四个大类,并且每类都会有一个典型和非典型的状态。在非典型周期中,虽无法断言某类资产绝对占优,但可通过量化模型刻画宏观模糊性的程度,以及状态的概率分布,从而进行资产配置。

在将风险平价思想结合中国实情的实践

中,联海资产对全时段策略进行了特色本土化改造和升级。一是深度拆解风险因子,传统的风险平价模型用波动率衡量风险,但波动是结果而非原因。因此,需要对国内资产的波动进行宏观敞口溯源。例如,在影响黄金价格波动的因素中,可以拆分为宏观政策、风险偏好、利率、工业需求等,计算出各类因素占比,这比简单计算历史波动率更能适应市场。

二是重新定义结构化样本。桥水基于预期差进行样本切割,联海资产则使用宏观情景概率进行切割,即用量化模型判断当前处于降息传导顺畅的“典型周期”,还是流动性陷阱的“非典型周期”的概率。在桥水的风险平价静态模型基础上,将宏观量化预测与现实数据描述动态结合进行配置。择时方面,依据量化模型力求客观,减少对主观判断的依赖。

三是将回撤控制前置。传统的量化模型通常注重夏普比率,但在联海资产的风险平价模型中,将最大回撤作为重要优化项目,重要性不输夏普比率。夏普比率对风险的描述主要是波动率,但最大回撤非常影响投资者的感受。联海资产希望其宏观策略在跨越周期的同时,也能在小的周期维度优化投资体验。

全时段配置叠加阿尔法收益

国内很多投资人过度强调阿尔法,认为贝塔收益不足。但在成熟市场,贝塔收益通常高于阿尔法。桥水的过往业绩中,贝塔亦贡献了主要收益。全时段策略的经济学逻辑与长期合理性,使其贝塔收益成为组合的“底仓”和“基石”。联海资产构建的由纯量化模型驱动的动态股债配置,形成了稳定的收益基本盘。与此同时,

联海结合主动宏观阿尔法策略进行择时,寻找错误定价和多空操作,并擅长利用期权杠杆放大错误定价机会。二者的有机结合确保阿尔法与贝塔在整体宏观风险敞口上符合预期,避免意外暴露。

对于当前宏观环境,联海资产宏观量化配置基金经理徐远认为,国内正处于非典型周期。对比典型的宏观周期来看,通胀或通缩环境下,加息或降息就像一根绳子,可以顺利拉回通胀通缩水平,但在非典型的宏观周期中,传导路径在一定程度上失效。一方面从通胀维度来看,生产强,但消费内在动力不足导致价格疲软,例如一季度的宏观数据好于预期,但明显拐点尚未出现;另一方面从货币信贷维度来看,企业和居民信贷需求不足。这导致在今年的市场行情下,无论股票、债券还是商品配置都难以有清晰的赚钱逻辑。

宏观策略将大放异彩

回顾去年,宏观策略异军突起,桥水中国斩获了30%以上的收益,也有不少本土私募管理人表现突出。近年来,大量私募进军宏观策略领域,不过,联海资产并非宏观策略领域的“新势力”,而是从成立之初就立足宏观策略,是国内较早研发宏观量化模型的私募,公司团队成员大多来自清华、北大及中科院等国内顶级高校或海外一线院校,汇聚多元学科背景出身的人才,在交流协作中打破认知局限性,最终形成多资产多策略的阿尔法收益来源。

目前,联海资产覆盖了主观宏观策略、量化宏观策略、偏基本面和偏量价的量化策略、主观CTA和量化CTA、“固收+”策略、期权策略等

多个丰富的产品线,力图不受单一资产约束,提供穿越牛熊周期的回报。

徐远认为,宏观策略在中国面临三大难点,一是政策变量影响经济规律。过去,中国发展速度比较快,在那个阶段,政策的影响比经济内生规律要大一些,政策对预期的影响,以及政策什么时候进行跨周期和逆周期的宏观调节弹性空间更大。因此国内的周期不如海外显著,主流周期模型难以适应本土环境。

二是数据质量制约建模精度。宏观数据无论是时间长度、丰富程度,还是统计口径的一致性以及数据质量,均与海外有一定差距。比如美国制造业PMI数据呈现清晰的大波浪周期,中国则表现为多个小锯齿,也导致了建模难度较大。

三是周期错位,中国本轮宏观周期与全球周期处于错位状态,嵌套于海外宏观周期中,周期特性不如海外明显,例如,海外有很明显的衰退和复苏周期性,而在中国,如果抱着“赚周期特征的钱”的心态,其投资难度远远高于紧跟货币政策和财政政策的做法。

据测算,全球宏观多资产配置策略占比超过13%,加上多策略部分,约占总对冲基金管理规模的三分之一;而目前宏观策略和多策略基金在国内的资产管理规模占比仅2%左右,宏观策略的市场占有率还有很大提升空间。未来,随着经济增速放缓,内生经济周期逻辑将更加明显,而国内市场成熟度提升,贝塔收益成为主流投资收益来源,宏观策略的生存空间将逐步打开。并且,从海外宏观基金产品的规模来看,由于贝塔策略不受规模限制,单只基金的策略容量较大,这些客观现实都将有利于宏观策略进一步发展,宏观策略未来将大放异彩。