

华富基金尹培俊：

# 立足风险收益特征 “固收+” 回归资产本源

□本报记者 王鹤静



尹培俊，拥有超过20年投研经验，2012年7月加入华富基金管理有限公司，现任公司副总经理、固定收益部总监、公募投资决策委员会联席主席、基金经理。

## 基于风险收益特征寻找资产

这样的转变不仅发生在固收产品线以及团队架构的梳理上，尹培俊对于“固收+”投资的理解也在同步迭代升级。

做固收投资出身的尹培俊更习惯于以自上而下的视角审视市场，对周期、大金融等与经济总量关联较大的行业更为熟悉。因此，在过去的投资实践中，他更倾向自上而下比较各类资产的性价比，并且基于对经济和周期变化的预判进行组合配置。

然而，这套方法在过去三年遭遇挑战。无论是超预期的突发事件、逆全球化趋势的演进，还是国内经济转型，都带来显著的不确定性，内外部环境与经济发展模式的变化，也要求投资范式进行相应调整。

当经济进入高质量发展阶段，尹培俊直言，自上而下判断周期的难度同步加大。因此，在投资过程中，需要有意减少对主观预测的依赖，回归到产品本身的风险收益特征定位，基于收益目标和风险预算，在可配置资产中寻找风险更低、收益确定性更高的机会。

“我的投资思路这几年确实发生了很大转变。自上而下的判断还是有的，只是权重在降低，并且更聚焦于资产本身能够提供的风险收益特征，根据风险收益目标，衡量不同资产的赔率、胜率水平，进而配置资产组合。此外，还要通过仓位管理、绩效归因、估值跟踪等方式不断调整，达到创造稳健、可持续收益的目标。比如，在资产上涨的过程中，当达到收益目标或者估值越来越贵了，我们会根据投资纪律，做相应的减仓处理。”尹培俊表示。

虽然市场不确定性增强，但并不意味着自上而下、均值回归的逻辑完全失效。回顾自2024年“9·24”以来的市场表现，尹培俊认为，股债资产走势分化的背后，依然是均值回归逻辑在起作用。当市场充分消化投资者悲观情绪时，来自政策、市场自发的触底反弹自然会把权益资产往上推；而债市的强劲表现持续多年后，债券资产的相对性价比自然有所下降。总体来看，资产表现依然遵循着均值回归的逻辑。

## 票息、杠杆策略或优于久期策略

今年以来，结构性行情增加了投资管理的难度，尤其是以股债资产为主的“固收+”策略，直面“股债跷跷板”效应的影响：一方面，以股票、可转债为代表的权益资产持续走强；另一方面，在利率持续下降过程中，纯债资产波动显著放大。

尹培俊认为，本轮股市上涨更多是源于无风险利率的下行和风险偏好的回升，但总体来看，经济回升的力度和持续性可能仍有待观察，市场依然处于权衡与观望之中。

“‘反内卷’政策作用于供给端，对价格是有支撑的，但持续性还要依赖于需求端的持续回升。其实，近几年很多行业自身都在进行控制资本开支等自发调整，如果后续有竞争优势的企业能够走通‘出海’这条路，那将带来显著的需求增量，可目前还无法给出明确的答案。”所以综合来看，尹培俊认为，目前债市行情的支撑因素还在，在通胀尚未抬头之前，货币政策预计仍将维持宽松状态，但债市压力主要在于2024年到今年年初的债市超涨，已经对后续表现提前定价，尤其是反映在长债端。

因此，在货币政策宽松和利率持续走低的方向较为明确的背景下，尹培俊认为，纯债投资可能票

息策略、杠杆策略会显著优于久期策略。他表示：“目前长债的压力相对更大，主要因为市场预期A股盈利增速有望在明年触底回升。今年无风险利率走低、风险偏好提升，已对估值分母端形成支撑，如果再有分子端（盈利）的加持，市场大概率会出现温和上涨行情，可能会给债券资产带来更大压力。因此，后续长债波动或将加剧，偏短久期以及票息、杠杆策略可能更适合当下环境。”

随着正股走强，近期可转债资产的估值也来到了阶段性高位。尹培俊认为，此时有必要在细分策略上进行相应调整。

“一般而言，当可转债处于历史低位时，低价品种的风险收益比往往更优，因为在这个时候，发行人有较强的促转股意愿，低价品种既有下行保护，又有向上弹性，夏普比率通常较高；而在市场上行阶段，双低策略通常更有效，此时偏股型可转债表现更好，但波动也更大。”基于历史经验，尹培俊和团队目前在可转债的配置上更侧重偏股品种，同时仓位有所下降，并将部分仓位切换至相对低价标的，通过仓位和结构的动态调整，在顺应市场变化节奏的同时，尽量控制组合回撤。

## 重新梳理“固收+”产品线

早在国内市场还没有明确“固收+”这个概念时，华富基金固收团队就已经在收益增厚方向上进行探索了，尤其是可转债、打新等策略均取得了一定成绩，颇受市场认可。在2019年至2021年的“固收+”发展浪潮中，尹培俊带领华富基金固收团队继续发扬在可转债投资等方面的传统优势，同时补充了短债等纯债产品线，管理规模迅速扩容。

然而从2022年开始，“固收+”产品由于权益类资产的业绩拖累面临巨大挑战，全行业都在重新审视“固收+”策略的定位到底是什么。

尹培俊和团队也在做这样的反思：“在我们看来，‘固收+’本质上是固定收益属性的产品，力争给客户提供持续且稳定的收益回报，而追求极致业绩的后果可能导致收益无法持续，所以我们应该回归资产管理的本源，重新定位和梳理‘固收+’的风险收益特征。”

于是，尹培俊在那几年带领团队，将所管理的一级债基、二级债基、偏债混合型基金、灵活配置型基金等“固收+”产品，按照低波、中低波、中波、高波的不同收益风险特征，全部重新梳理产品定位。一方面，把产品线按照风险收益从低到高排序，为每只产品明确收益目标和回撤目标；另一方面，依据不同基金经理的能力圈和既往投资风格进行产品匹配，并通过严格的业绩考核强化风险收益约束。“设定清晰的目标有助于基金经理厘清投资方向，更有动力为投资者持续创造收益。”尹培俊表示。

在“固收+”产品的设计过程中，华富基金固收团队也充分考虑了自身的专业优势，选择在部分细分策略上进行突围，比如陆续开发了红利策略“固收+”、风险平价策

略“固收+”、价值平衡型“固收+”、可转债策略“固收+”等一系列风格明晰的产品，同时，风格稳定性和产品风险收益特征均明显改善。后续，随着部分产品投资范围拓展至股票ETF、衍生品等领域，尹培俊表示，“固收+”产品将逐步向多元资产配置方向演进。

其中，可转债策略一直是华富基金固收团队引以为傲的长项，在此前每一轮可转债强势行情中，团队都能较好地把握市场机会。比如，团队把旗下部分产品的风险资产投资策略重新明确为只投可转债、不投股票，让可转债策略更纯粹，充分发挥了团队在可转债领域的收益增厚能力。通过量化手段，团队在可转债的贝塔收益基础上以双低策略进一步挖掘阿尔法收益，不仅能够优化产品的风险收益比，也契合部分机构投资者对可转债投资策略的偏好和需求。

“回过头来看，虽然重新梳理产品线的过程并不容易，但团队始终坚定推进，成效已逐步显现。基本上，不同风险收益特征的‘固收+’产品都能按照重新梳理后的定位运行，实现相应的收益率和回撤控制目标。比如，在2024年‘9·24’行情之前，我们较好地控制住了回撤，虽然市场反弹后我们的收益表现没有那么突出，但客户的持有体验是很不错的。今年，大部分产品的风险收益特征进一步优化。这个过程有舍有得，但我们选择了这个目标，就要坚持下去，并且我相信这样的坚持一定会逐渐从业绩传导到规模上。”在尹培俊看来，既然市场难以预测，就应以清晰的产品定位与风险收益特征为锚，为不同风险偏好、不同市场阶段的投资者提供匹配的配置选项。

作为“固收+”赛道的先行者之一，华富基金固收团队在可转债、红利、风险平价等收益增厚策略方面积累了丰富的投资经验。并且，团队抓住了过去三年市场调整的窗口期，基于风险收益特征对旗下“固收+”产品线进行重新梳理和定位，实现了从低波、中低波到中波、高波策略的全覆盖。

日前，华富基金副总经理、固定收益部总监、基金经理尹培俊接受了中国证券报记者的专访。谈及这几年的转型，尹培俊坦言，推倒重来的过程固然艰难，但庆幸的是找到了值得长期坚持的方向。回归资产管理本源，“固收+”策略旨在为投资者创造长期可持续的回报，这需要基金管理人在纪律约束下，通过配置符合产品风险收益特征的资产组合，并通过策略手段达到目标。