

国海富兰克林基金刘怡敏：

# 双轮驱动 捕捉“双低” 优质可转债机遇

□本报记者 王鹤静

面对可转债市场投资机遇，国海富兰克林基金固定收益投资总监、基金经理刘怡敏和她带领的固收团队历时三年，打造了一套系统化的可转债投资框架，以量化体系捕捉市场动能作为底仓配置，以主动择券自下而上挖掘优质机遇，力争为组合创造量化增强的收益效果。

当前可转债市场进入高位震荡区间，刘怡敏分析认为，行情驱动因素主要是可转债市场供需错配以及正股走强带动可转债估值抬升。展望后市，刘怡敏对权益市场保持乐观，随着可转债报批提速，有望出现供需两旺的格局，科技类可转债以及传统板块的低估值可转债都还有进一步挖掘的空间。

## 量化手段助力“双低”策略

为了尽可能覆盖可转债市场优质标的，充分发挥可转债资产“下跌有底，上涨弹性足”的优势，刘怡敏和团队三年前就开始着力构建可转债量化投资体系，目前已经形成了成熟的实盘方案。

“双低”策略是刘怡敏和团队投资可转债的核心逻辑。在刘怡敏看来，低估值、低溢价的可转债资产往往未被市场充分挖掘，具备较强的上涨潜力和投资价值，量化手段主要是通过持续跟踪可转债的价格、转股溢价率、到期收益率以及发行主体的负债率、自由现金流等财务指标，动态捕捉优质的“双低”标的。

“目前，可转债市场上很多资产对应的是中证2000指数成分股，公募行业对这部分标的覆盖是比较少的，存在大量尚未被发掘的机会，部分低估值标一旦被市场挖掘，弹性可能会很快释放出来。”刘怡敏表示，在信用风险整体可控的情况下，目前团队适当放宽了可转债的人池资质标准。在她看来，这是顺应市场的选择。



为适应不同的市场环境和产品定位，刘怡敏和团队构建了防守型、平衡型、进攻型三类不同风险收益特征的可转债量化投资策略。其中，防守型策略适用于逆势环境，抗风险能力较强；平衡型策略适用于震荡市场环境，攻守较为均衡；而进攻型策略适用于趋势性上行市场，追求较大的收益弹性。

总体来说，刘怡敏表示，量化策略能够相对较好地捕捉到偏右侧的布局机会，当行业基本面拐点将近或者已开始转变，正股估值往往会先于可转债启动上行，量化策略能够较好地把握景气传导过程中的时间差，提前发掘机会，为组合创造先发优势；即便介入稍晚，也能把握住后续持续行情。“比如，最近光伏、储能等板块行情，我们通过算法紧跟市场

热点，挖掘到了相关标的，取得了可观的收益回报。”刘怡敏举例说。

## 主动与量化互补发力

在量化策略捕捉市场动能的基础上，刘怡敏和团队还会通过主动择券自下而上挖掘机会，力争实现收益增强的效果。

由于可转债相比正股标的较为稀缺，某些行业找不到合适的可转债资产，刘怡敏和团队放弃了中观行业配置的思路，转身扎根于基本面研究，挖掘质地优良的可转债资产。“比如，周期类的可转债标的可能存在困境反转机会，成长类可转债标的可能更多是产能利用率提升、业绩改善等机会。我们会通过自下而上基本盘研究，挖掘优质资产纳入核心库，在行情‘静悄悄’的阶段提前布局，等待基本面改善带来的估值抬升机会。”刘怡敏表示。

在主动和量化的配比上，刘怡敏坦言，并没有严格限制，更多是根据市场情况做动态调整。对市场比较乐观时，可能会更侧重以量化策略捕捉弹性机会；如果主动择券能找到较多的优质资产，那么可能会提高主动部分的占比。这样灵活的策略安排，使得组合在不同市场环境下表现更具韧性。刘怡敏回顾道：“在今年前半段，可转债下修转股价带来的收益较多，主动选券整体贡献较大；后半段，量化策略更擅长捕捉市场弹性动能，因此量化策略的收益贡献表现更好。”

国富恒久信用债券是刘怡敏践行可转债“双低”策略的代表产品，该产品为一级债基。根据基金定期报告，截至三季度末，该基金投资可转债（含可交换债）的比例为基金资产净值的38.38%。国泰海通证券数据显示，截至10月末，该基金近1年、近2年、近3年收益率分别为9.34%、12.15%、14.70%，均在同类基金中排名前10%。

不定期投研交流，建立了有效的基本面量化研究体系，在抓住市场热点和投资主线的同时，规避可能存在的风险。

## 科学优化风险调整后收益

从成立之初，润达基金就以“百年老店”的标准来打造产品，除了主观和量化结合，力争构建一条稳健向上的净值曲线，公司还十分重视风险控制。

“风险与收益是硬币的两面，量化投资可以通过科学方法优化风险调整后的收益。特别是量化择时类策略，在模型优化训练中，严格控制回撤本来就是优化目标之一。”王维介绍，润达基金可以批量生成不同风险收益特征的子策略，再将底层策略进行科学组合，并且严密监控子策略的运行表现，动态调整子策略的权重，从而达到风险分散、控制回撤的目的。

在主观投资的风险控制方面，赵维卿介绍，润达基金主要通过在不同时间点调整大类资产配置方向和比例，同时开展衍生品交易对冲，达到风险控制的目的。例如，今年3月底，润达基金预判外部贸易因素将会影响市场风险偏好时，提前将仓位换成黄金股，不但避免了组合净值的下跌，还实现了一定的净值增长。

此外，润达基金还会进行严格的策略容量测试，以持有人利益为导向，不盲目追求规模扩张。在人才方面，王维表示：“我们将不惜代价吸纳投研等方面的高素质专业人才，这是公司创立之初的发展战略。人才引进与培养必须提前于资管规模的增长，以适应公司长期的战略发展。”

## A股波动中枢或将逐步上移

今年以来，A股市场表现亮眼。王维认为，A股这轮上涨是政策托底、经济复苏、科技突破、

随着正股进入高位震荡区间，可转债市场估值也来到了历史上相对较高的位置。

复盘下来，刘怡敏认为，可转债市场行情的驱动因素包括：一是正股走强叠加积极的权益市场预期，带动可转债估值提升；二是今年以来可转债供给端明显压缩，而需求端爆发式增长，供需错配进一步推高可转债的估值。

往后看，刘怡敏对A股整体看多，但不排除对短期调整的担忧：“在经济基本面未明显改善的情况下，科技股有强逻辑支撑，传统板块估值仍在底部。在‘反内卷’、刺激内需、科技强国等一系列政策推动下，权益市场有望迎来盈利与估值双升，流动性持续宽松的展望也为权益市场和可转债市场提供了支撑。”

在供给方面，刘怡敏关注到，11月以来，可转债审批开始提速，不过尚未传导到注册环节。若后续可转债供给放量，有望形成供需两旺的格局，各类投资者能够寻找到更多质地优良、估值合理的标的，有利于可转债市场长期稳定发展。

“目前，可转债估值略低于8月的峰值，我们的策略是做好风险预算，当前可转债仓位处于中性偏低位置。我们着重于挖掘个券的投资机会，既不会主动大幅提高仓位，也不会过度降低仓位。”在调仓思路上，刘怡敏表示，一方面是对达到盈利目标的标的做适度止盈，另一方面，若市场调整可以择机加仓，做好攻守平衡。

刘怡敏表示，部分科技类可转债虽然估值偏高，但结合盈利预期来看，仍然可以接受，团队将持续跟踪研究；与此同时，传统板块的部分标的估值非常低，若后续“反内卷”、扩大内需等政策落地，具备较强业绩弹性的标的也将是团队重点关注的方向。此外，团队还在积极研究待上市以及报批中的新标的。

外资回流和信心重拾五大动力共振，也是资本市场不断改革、制度不断完善、市场投融资定位重构的结果。

虽然近期A股市场出现了一些波动，但王维认为，短期调整为长期投资提供了更好的布局机会。从中长期视角来看，A股或将呈现波动中枢逐步上移的趋势。其判断逻辑是，中国经济转型升级与资本市场改革的深度融合，将推动市场持续健康发展。

王维认为：“市场仍存在较大的结构性机会，特别是在‘十五五’规划重点支持的领域。”展望接下来的市场走势，宏观经济基本面持续改善，市场流动性保持合理充裕，经调整后市场整体估值仍处于合理区间，这些因素将支撑市场稳步向上。

“我们看好具有真正技术创新、商业模式可持续、估值相对合理的公司。”在具体投资机会上，赵维卿看好三个方向——科技创新、高端制造、绿色低碳。在科技创新方面，赵维卿主要关注人工智能、量子科技、集成电路三个细分领域的机会，其中，人工智能领域将围绕效率提升型互联网龙头、新应用场景驱动型公司、算力及云服务公司三条主线进行配置；在高端制造方面，主要关注供需逆转开启的新能源以及军工行业的机会；在绿色低碳方面，主要关注电网储能以及新能源交通装备与多式联运领域的投资机会。

“目前，大多数国内科技股或者海外科技公司的估值都已较贵。但从发展的眼光来看，估值主要对标未来的发展空间和行业红利。”赵维卿认为，“美股‘科技七姐妹’在过去十年中的任何时间都是贵的，可直到现在股价仍在创新高。中国股市未来10年也会有自己的‘科技七姐妹’。因此，科技股估值不能仅看市盈率，更要考虑未来的发展空间。当然，那些仅靠讲故事做大估值的公司，怎么评价都很贵。”

# 润达基金王维：主观与量化结合 创造稳健收益

□本报记者 万宇

2023年，广东润达私募基金管理有限公司（简称“润达基金”）正式成立。两年多以来，润达基金形成了主观与量化相结合的投研特色。近期，润达基金总经理王维等高管接受中国证券报记者采访时介绍，润达基金已经形成自上而下与自下而上相结合的投研框架，擅长通过大类资产配置以及科学方法优化风险调整后的收益，力争为投资者创造稳健的收益。

## 双向结合的选股方法

润达基金的多位核心成员都拥有头部基金公司或证券公司从业经历。例如，持有润达基金51%股权的苏波是鹏华基金原副总裁，拥有超过25年的金融从业经验，他先后任职于南方基金、易方达基金、鹏华基金等公司；润达基金总经理王维的从业轨迹围绕着量化投资与财富管理展开，曾任职于广发证券衍生品业务部和财富管理部，还负责和运作过光大证券财富管理部“光大智慧金”资管项目；润达基金投资总监赵维卿曾任万和证券权益投资部投资经理，负责过两只自营产品的投资运作。

多轮市场周期锤炼和多元策略组合交易等经历，铸就了润达基金自上而下与自下而上相结合的投研框架，以及主观与量化相结合的投资特色。

在主观投资方面，润达基金构建了政策宏观面、产业中观层、微观基本面自上而下的研究框架。通过宏观政策的战略前瞻性分析，研究产业发展方向，挖掘行业投资机会，进而聚焦投资基本面；同时，通过对微观基本面投资机会的分析与评估，结合产业发展的效果验证，不断校正投资逻辑，并始终围绕宏观政策走向完善投研思维，形成自下而上的验证机制。

润达基金注重对实盘运作中投资组合的价



量错配关系、现金流量惯性、动量力度等级、大盘走势相关度等进行量化分析，开展组合标的估值，进而依据综合因子敏感性结果开展主观择时交易。润达基金认为，这种较有特色的投研框架，有助于减少判断失误，获取更高的成功概率。

在量化投资方面，润达基金自研构建了“神经网络模型”，通过多因子组合形成了量化择时交易策略、量化指数增强策略和量化主观选股策略三大系列；同时，公司依据产业发展方向，结合较长周期的行业投资主题和事件驱动，构建了润达策略10、50、100、200指数量化策略，构建风险从较低到较高的量化策略产品。

目前，润达基金量化策略已显著多元化，从仅针对宽基指数构建择时策略，扩展到对全市场指数及润达自编系列指数构建择时策略。同时，润达基金通过每周投资例会及事件驱动的