

交银施罗德基金魏玉敏:

打造均衡底色 助力中低波“固收+”安心体验

□本报记者 王鹤静

在国内债券收益率持续下行的背景下,权益市场持续走强,吸引稳健资金逐步投向中低波“固收+”产品。交银施罗德基金的基金经理魏玉敏就是中低波风格“固收+”基金管理人代表之一,2025年末其公募基金管理规模已突破240亿元。

可转债研究员出身的魏玉敏多年来逐步拓展能力圈,搭建起兼具中观产业视野与自下而上挖掘能力的多资产投资框架。尤其在权益投资端,魏玉敏始终保持开放的心态,持续动态优化组合,在不断累积收益的同时,挖掘和寻找新的投资机会。作为中低波“固收+”基金管理人,魏玉敏希望给投资者带来长期安心的持有体验。

可转债研究丰富行业视角

魏玉敏入行最早研究的是可转债。此类标的虽然数量不多,但涉及的行业十分广泛,给魏玉敏提供了丰富的行研学习机会,周期、制造、TMT等主流行业她均有覆盖,逐步培养了丰富的中观行业视角;同时,持续跟踪可转债的经历更锻炼了其自下而上挖掘标的的能力。

在由偏贝塔逻辑主导的国内权益市场上,行业视角的拓展帮助魏玉敏更加从容地应对市场变化。并且,魏玉敏逐步搭建起均衡配置的核心框架,即便是自己再看好的资产,她也不会下重手配置,而是保持开放的心态,通过中观行业比较,不断动态调整股票组合,挖掘新的具备向上弹性且估值合理的标的。

魏玉敏坦言,可转债的研究经历还培养了自己的“期权”思维,这对于后续拓展投资能力圈十分有益:“可转债在价格比较低的时候,呈

现出明显的不对称性,在债底的保护下向下空间有限,同时具备向上的弹性。这样的逻辑在选股上同样适用,比如红利类个股向下有股息率托底,对于具备向上弹性的标的其实是可择优重仓的,这样的资产具备安全边际,是‘固收+’组合很好的底仓配置品种。”

目前,魏玉敏管理的“固收+”产品以中低波动风格为主,她把更多的精力放在了波动更大的“+”部分权益资产上。

“‘固收+’组合要想实现中低波动,就要求在大类资产配置上不能犯大的错误、不能有大的偏离,单一类别资产估值过高或出现明显风险的时候,需要及时降低风险敞口。在权益投资方面,我们会紧密跟踪市场风格以及逻辑演绎的变化,做相应调整。虽然中低波‘固收+’组合的权益仓位不高,但我们一直在做均衡配置和动态优化,及时止盈、累积收益,并且不断寻找新的机会。”魏玉敏表示。

力争事先做好风险防范

过去几年,市场风格剧烈切换给中低波“固收+”产品管理带来了巨大考验。

尤其是2022年四季度,魏玉敏回顾道,债市剧烈调整引发资金大规模赎回,随后波动逐步传导至可转债和股票。“当时我们的应对其实是不够充分的,可转债仓位没有及时降下来,纯债配置也偏向信用债,流动性冲击和负反馈给我们留下了深刻教训。所以,后续我们在债券投资上格外重视流动性管理,一定比重的利率债配置可以较快地兑现流动性。”魏玉敏表示。

风险事件往往是难以预测的。一路走来的种种考验,让魏玉敏更加重视事前防御的重要性。

为了尽量避免下跌引发的被动应对,魏玉敏在买入阶段加大对左侧资产的关注。在她看



来,仓位储备有利于上涨后更加充分地思考止盈,而不至于在心态上被逼空。尤其是持有标的达到合理的目标市值后,随着板块波动加大或资金拥挤度提升,就可以考虑止盈了。

“今年以来,权益仓位部分我们已经积累了一定收益,后续的考验可能主要在于如何控制好组合波动,保留下这部分‘胜利果实’。”作为中低波“固收+”产品的管理人,魏玉敏希望能够尽可能帮助持有人实现财富的保值增值,争取给持有人带来长期安心的持有体验。

震荡市寻找确定性机会

今年以来,权益市场进入高位震荡阶段,围

绕地产企稳回升的预期交易陆续出现。据魏玉敏观察判断,随着租金回报率越来越接近贷款利率,地产可能逐步具备企稳的基础,权益资产相比债券资产可能预期更加乐观。

虽然经过了去年一年半的上涨,不少股票的估值已经明显抬升,但站在股债性价比的维度来看,魏玉敏认为,由于过去几年债券收益率持续下行,实际上股票估值整体仍处于合理区间。然而,高波动的市场环境加剧了对于基金经理交易能力的考验,风险防范的重要性正显著提升。

其中,红利类个股一直是魏玉敏长期关注的底仓资产:“在估值合理的情况下,能长期持有的红利类公司至少基本面向上是向上的,能够保持一定的盈利增速,现阶段在制造、消费、出口链中能够找到这样的标的。一方面,公司的自由现金流能够支撑分红率提升;另一方面,基本面向上的公司在跨过资本开支高峰后,也有可能提升分红比例,转变为红利资产;此外,单纯的红利类公司现金流非常稳定,长期来看可以当做类债资产进行波段操作。”

另外,魏玉敏对于科技成长类个股也在持续跟踪。此类标的虽然相对估值较高,但在产业趋势的驱动下依然处于盈利增长阶段,因此,魏玉敏也在积极寻找一些成长确定性较高的公司。

可转债资产随着正股估值的抬升,目前整体估值水位已经来到了历史高位区间,并且仍在持续震荡。魏玉敏在可转债投资上十分看重安全边际,由于目前的估值无法提供保护,可转债相比股票的性价比已明显回落,因此组合显著降低了可转债的仓位。纯债端由于短端资金面足够宽松,且存款回流导致银行端的配置动力依然强劲,魏玉敏仍看好短端债券的表现。

兴证全球基金张传杰:

寻找供不应求机遇 挖掘“便宜的好资产”

□本报记者 王鹤静

在上任兴证全球基金的基金经理之前,张传杰曾是公司TMT研究组组长。面对纷繁复杂的科技投资环境,张传杰化繁为简,构建了供给、需求、估值“三位一体”的投资体系,以三大核心变量为抓手,在供需格局良好的产业中,挖掘那些自己能看得懂的“便宜的好资产”。

日前,张传杰在接受中国证券报记者采访时,分享了自己的科技投资心得。在张传杰看来,科技投资要想获取超额收益,很大程度上取决于对未来的认知以及对交易和风险的把握,寻找那些未来有显著升值空间的优质资产,即站在未来看现在的角度,寻找兼具稀缺性和动态低估值的投资机会。

寻找“便宜的好资产”

张传杰是TMT研究员出身,以前他更多是自下而上研究具体的行业和公司。随着认知储备逐步丰富,他开始尝试从自上而下的视角,审视行业所处的周期位置以及行业的供需矛盾。

在和科技板块打交道的多年时间里,张传杰深感科技投资的复杂与困难,尤其是在上任基金经理、直面市场压力之后,愈发敬畏所处的世界。

首先是需求方面,张传杰观察发现,科技行业的需求往往是非线性变化,阶段性的超额收益很大程度上来自需求不可预测的爆发,这种爆发导致产业间出现极强的供不应求,推动股价迅速上涨。其次是供给方面,科技行业不仅参与的厂商众多、竞争激烈,而且还会面临新技术、新材料等降维打击,同样不可预测。此外,科技股估值可以相差甚远,有时候报表端还没有体现,但估值已经迅速拉升起来,如何给不同供需结构特征的资产进行定价是门复杂的学问。



“科技股投资最大的难点,就在于寻找那些站在未来看现在足够便宜的好资产。”面对科技行业纷繁复杂的系统,张传杰尽可能尝试简化问题,从供给、需求、估值三大核心变量入手,力争在自己能够看清楚的方向买到“便宜的好资产”。

其中,“好资产”是张传杰选择资产的首要条件,即具备稀缺性,典型特征是供不应求;其次是“便宜”,这种便宜是动态低估值,也许静态看财务指标并不便宜。并且,张传杰着重强调了这种稀缺和便宜都是站在未来看现在的角度。

“科技投资要想获取超额收益,很大程度上取决于对未来的认知以及对交易和风险的把握,寻找那些未来有显著升值空间的优质资产。”一旦发现这样的机会,张传杰更倾向于集

中配置,他希望尽可能赚到认知兑现带来的最大化收益。

光纤供需格局出现逆转

为了更加生动地诠释这套科技投资方法论,张传杰以近期热门的光纤板块为例,说明了供给、需求、估值“三位一体”投资体系的具体思路。

张传杰回顾道,早在2017年刚开始研究光纤板块的时候,当时光纤还处于5G周期,整体需求基本由传统电信运营商主导。随着2018年5G资本开支开始大幅下滑后,行业的供需格局发生彻底逆转,供给严重过剩导致光纤价格迅速下跌。

直到2025年,光纤在需求端开始出现根本性的变化。其一,北美AI需求爆发,但由于缺电,无法建立单体规模较大的数据中心,只能通过光纤把各处的数据中心连接起来,导致光纤需求激增。其二,无人机易受电子干扰而失效,光纤的加持可以帮助无人机及时传递讯息,随着光纤无人机的新场景被试验可行后,进一步加速了光纤需求的爆发。

张传杰表示,尤其是光纤中的核心部件光棒,此类偏重资产的行业一旦需求跨过供需平衡的拐点后,价格的向上弹性会迅速提升,2025年12月就是其价格的向上拐点。

“作为一个已经下行了七年多的行业,市场此前对于光纤的认知还停留在需求由运营商主导,光纤厂商在运营商面前没有议价话语权,并且供给过剩的情况。这种缺乏需求能见度的特征造成了板块的极低估值状态。”在张传杰看来,正是因为真实供需和市场认知出现了巨大偏差,这种偏差的持续修正推动了光纤板块的迅速上涨。一方面,随着光纤价格持续上涨,行业的盈利预期在持续上修;另一方面,在军备和AI的双重拉动下,需求的能见度持续提升,带来

了板块估值提升的可能性。

不仅是光纤,张传杰认为,存储也有着类似的涨价逻辑。与光纤类似,存储的需求方和供给方是分离的,需求主要来自北美AI,而供给主要来自日韩,地区之间的信息不对称是供需矛盾持续存在的重要原因之一。

关注供需结构与利率变化

今年以来,供不应求局面带动涨价链持续走强。

归纳下来,张传杰认为,需求的爆发主要来自两个方面:一边是政府端在抢购战略金属、黄金等资产,另一边是科技巨头在抢购存储、光模块、PCB等电子类资产。同时,价格的上涨导致消费者、中小企业以及很多边缘类工业需求被挤出。

“目前光纤市场只有百亿美元的规模,完全是不够用的。不仅无人机等军工需求爆发,越来越多的国家出于战略考虑开始采购光纤,同时,科技巨头为发展AI也在抢购光纤。而供给端经历了此前行业的持续下行,行业目前对于新一轮需求的持续性难以判断,主要厂商也很难轻易决定大幅扩产。”因此在张传杰看来,光纤板块的供需格局依然处于较为理想的状态。

随着近期原油价格上涨,市场开始对通胀预期有所担忧,市场风格切换成为关注焦点。

在张传杰看来,AI的投资逻辑在于需求驱动,被双碳限制的周期性行业投资逻辑在于供给受限,两类热门资产的确定在平衡的局面,风格切换的关键点可能在于AI资产能否长期维持供不应求,否则平衡可能会被打破。同时,张传杰提示,利率也是影响AI进程的重要变量,利率提升或将增加AI投资成本、压制市场估值,因此这些都是后续需求持续跟踪的风险因素。