

公募基金高质量发展之路

中邮基金闫宜乘:

# 致力于“模糊的正确” 做净值曲线稳定器

□本报记者 王雪青



闫宜乘,经济学硕士。现任中邮基金固定收益部副总经理,管理中邮中债-1-3年久期央企20债券指数证券投资基金、中邮纯债优选一年定期开放债券、中邮睿信增强债券等多只基金产品。  
其管理的中邮睿信增强债券获第二十二届基金业金牛奖“五年期开放式债券型持续优胜金牛基金”奖项。

## 三维共振捕捉周期拐点

从过往多个重要时刻的操作来看,闫宜乘对宏观经济和政策方向具有较强的敏感度。“我看问题习惯自上而下,先看宏观大势,再看微观个体。”他认为,虽然黑天鹅事件无法精准预测,但通过政策面、基本面和资金面的三维共振,可以捕捉到大周期的拐点。他的成绩,离不开在几个关键时间节点上做出了模糊而正确的决策。

回顾2022年初,在地缘冲突爆发前夕,A股市场经过一段时间的结构性的上涨,波动率已处于高位。闫宜乘并未预见到地缘冲突的发生,但他敏锐地察觉到组合波动率已超标,于是基于风控逻辑主动大幅减持可转债,股票端维持防御。当随后地缘冲突引发市场调整时,他的产品因权益仓位低、结构稳,没有受到太大影响。

对于2023年的行情,闫宜乘回忆:“可转债经过了2022年底的一波下跌后,具备了很高的期权价值。所以我保持了较高的可转债仓位,相当于买了大量的看涨期权,股票端继续维持绝对收益的防御结构。结果是,2023年权益市场没怎么涨,但我的产品因为有可转债的期权保护和股票的防御属性,回撤很小,收益也还行,跑赢了不高波动产品。”

同样精彩的博弈发生在2024年“9.24”行情前后。早在当年9月初,闫宜乘就观察到政策风向的微妙变化以及资产价格的极度低估。许多优质可转债已跌至偏债性位置,具备了极高的安全边际。他从9月中下旬开始陆续加仓可转债,将其视为“债底+看涨期权”的廉价筹码。当国庆假期后市场情绪火爆、可转债价格达

到极致高位时,他又果断大幅减仓,锁定利润。随后,市场出现回调,他再次低位回补。这一套高位止盈、低位回补的操作,极大增厚了其所管产品的年度收益。

“我始终认为,作为资产管理人,很难提前精准预判未来的黑天鹅事件。无论你研究能力多强,都不可能每次都踩准点。”闫宜乘表示,“所以我更倾向于均衡分布持仓。持仓的丰富度越高,稳定性就越强。”

例如,在个股选择策略上,闫宜乘构建了一套“龙头为基、小票为辅、极度分散”的动态组合体系。他坚持龙头必配原则,鉴于市场成交量与流动性高度集中于行业龙头,这类资产构成了权益组合的压舱石;同时,他会精选少量在特定技术环节拥有独特卡位、具备高弹性的小市值个股,以增强组合的进攻锐度。

他最显著的特征在于持仓的高度分散性,且会根据市场周期灵活调整:在市场顺风期,面对流动性驱动的普涨行情,他倾向于高度分散持仓,持股数量通常维持在100-130只;而在逆风期,由于市场贝塔稀缺、多数个股普跌,能走出独立行情的标的寥寥无几,他则会增持数量适度收敛至50-80只。

“我常提醒自己要避免‘精确的错误’。”闫宜乘说,尽管深入研究某个行业并集中持仓,是许多基金经理获取超额收益的路径,这种专家型打法在顺风期往往能创造亮眼业绩。但这种策略对判断的准确性要求极高,一旦方向出现偏差,对净值的冲击也更为显著。因此,他更倾向于通过模糊的正确与高分散配置,来换取更高的确定性和更平滑的净值曲线。

## 做财富管理的“灵活SUV”

当被问及投资目标时,闫宜乘说,希望把产品打造成一辆“灵活SUV”。它可能不像高铁那样速度极快但路径固定,也不能帆船那样完全依赖风势且颠簸剧烈。SUV的优势在于稳健与灵活并存:在市场调整的泥泞路段,它能凭借优秀的风控体系减少颠簸;在市场反弹的开阔道路上,它能快速修复回撤。这种跌得少、修得快、长期向上的特征,正是投资者需要的产品品质。

面对2026年的市场图景,闫宜乘给出了“股强债稳”的总体判断。对于股市,他持整体乐观态度,并构建了一套严谨的三要素框架来研判行情的持续周期。他认为,当前支撑权益行情的资金面、基本面与政策面三大支柱依然稳固,只有当其中至少两个要素发生根本性逆转时,强势逻辑才会结束;若仅单一要素波动,不足以改变上行趋势。

在资金面上,闫宜乘认为,居民财富再配置的长周期才刚刚启动。过去资金过度沉淀于存款和纯债市场的格局正在出现变化,随着存款利率维持低位,资金向类权益资产转移的趋势不可逆转,这为股

市提供了源源不断的增量活水。

在基本面维度,他分析了内外双循环的韧性:从外部来看,目前外需预期尚可;从内部来看,中国凭借完备的工业体系与资源禀赋,产品竞争力依旧强劲,且国内政策工具箱储备充足,足以对冲外部波动,确保经济增长目标的实现。

从资本市场政策来看,也是利好存量资产和估值修复。

相比之下,闫宜乘对2026年债市的判断则趋于中性,认为“无大风险,亦无大机会”。他分析称,债券市场的核心变量在于融资需求,但中国已经度过了重工业化和城市化的巅峰期,未来重点是产业结构升级和科技发展,这些领域更需要股权融资,对债权融资的需求有所下降。政府、企业、居民端的债务融资总需求都在下降。

“投资是一场长跑,大部分人都是第一次经历这样的低利率、高权益点时代。”闫宜乘表示,“大家不需要一夜暴富的神话,更需要一个能让人睡得着觉的产品。我们将继续坚持波动率匹配的初心,做净值曲线的稳定器,陪伴投资者走过每一个周期。”

“投资要警惕精确的错误,做偏模糊的正确分散投资,是更合理的选择。”作为数学系出身的基金经理,闫宜乘身上有一种冷静、克制、坚定的气质。

截至2025年底,闫宜乘的基金管理规模超280亿元,并在2026年迎来快速增长。他本人颇为低调,在基金财报中一向惜墨如金,不过多阐述运作分析和行业偏好。如同一位沉默的剑客,不解释招式,只展示结果。问他为什么?他说,这是一种“模糊的正确”。

不追求在单一赛道上押注式的爆发,也不热衷于预测未来的精准点位,闫宜乘致力于构建能够适应不同宏观环境的均衡组合。对于他管理的“固收+”产品而言,排名的意义远不如投资者的持有体验重要。

他说:“我希望打造一辆财富管理的‘灵活SUV’:在市场下跌时少跌,在市场反弹时能快速修复,长期来看,稳稳地开向终点。”在当下充满变数与机遇的市场中,他正用一套“恒定波动率”策略,在“模糊的正确”中实现均衡配置,为投资者诠释什么是真正的长期主义。

## 以“波动率”为锚的配置逻辑

对于一家中小型基金公司来说,要想在激烈的市场竞争中存活下来,并且获得机构客户的认可,必须要有自己的特色,或者说有一套能够被长期资金(如险资、企业年金)所认可的底层逻辑。

“我从一开始管理产品时就确立了绝对收益的风格。”闫宜乘表示,“我并不是特别淡化排名,而是认为对于‘固收+’产品而言,排名的意义远不如投资者的持有体验重要。”

“目标收益必须与波动率中枢严格匹配。”这是闫宜乘的核心逻辑,“如果我将产品定位为绝对收益风格,那么它就应该呈现出中低波动的特征,无论市场处于顺风期还是逆风期。”

他提到,市场上一些优秀的低波产品,虽然收益率看起来不高,但因波动率极低,在同类产品中具备竞争力。“我的产品虽然不算纯粹的低波,属于中波,但在同样的波动水平下,我获得的收益能够让客户满意,这就是我们的核心竞争力。”闫宜乘坦言。

为了实现这一目标,他构建了一套动态调整的资产配置机制。这套机制的核心变量不是绝对的股票或债券仓位,而是组合整体的“恒定波动率”。

其中,可转债作为“固收+”策略中的重要工具,在闫宜乘手中被赋予了调节器的功能。在他看来,可转债是兼具股性和债性的品种,它的波动率是动态变化的。

例如,当可转债仓位高且波动率低时(例如在市场底部,可转债接近纯债价值),整个组合的波动主要来自债券部分,此时为了维持产品整体的中波特征,可以在股票端适当提高波动率,或者保持较高的可转债仓位。

“在当前的市场环境下,可转债的股性非常强,跟股票几乎同步波动。如果我还维持之前的可转债高仓位,整个产品的波动率就会大幅飙升。为了维持原先设定的产品波动特征,我会大幅降低可转债仓位,转而用股票端的一些中等波动个股来填充,确保在不同市场环境中,产品净值的波动曲线是较平滑的、可预期的。”闫宜乘表示。

“简单说,当可转债资产的波动率低时,股票可配波动率高的;当可转债波动率高时,股票的波动率就要低。无论是股票还是可转债,我是比较淡化绝对仓位的,核心控制就是不变的波动率中枢。”闫宜乘总结。

这种动态平衡的理念在他近年的市场操作中得到了直接的体现。2022年至2023年,市场情绪低迷,可转债便宜且波动小,闫宜乘保持了较高的可转债仓位,同时在股票端重仓电力、高速公路等防御性红利品种,成功抵御了市场下跌。在近期权益市场持续活跃时,面对可转债普涨、波动率飙升的局面,他果断降低可转债仓位,并在股票端适度增加成长与周期资产的配置。

这一系列操作并非基于对单一事件的精准预测,而是基于对组合波动率的纪律性控制。正如他所言,他不赌“三年不开张,开张吃三年”的大择时,而是追求无论客户何时买入,都能获得长期稳定的持有体验。

这种对波动率的极致管理,使得他的产品在机构资金(如险资、企业年金)方面获得了较高的认可度,规模也随之显著增长。