从“稳稳幸福”到“更安心”

风险管理已成“固收+”必修课

□本报记者 王雪青 王鹤静

“不到20%的股票仓位,产品净值怎么能一天亏掉5%?”这条留言,指的是一只挂在销售平台“稳健理财”板块的二级债基。下一个交易日,这只产品的净值又跌了6%。

部分二级债基净值近期大幅波动,让“固收+”的业绩分化受到更多关注。Wind数据显示,截至11月20日,三分之二的二级债基(不同份额分开计算)今年以来回报为负;把样本扩大到整个“固收+”市场,上半年赚钱的3138只产品中,近一半已由盈转亏;回报率最高的“固收+”产品今年以来涨近26%,最低的跌逾41%,首尾相差超过60个百分点。

投资者印象中“稳稳幸福”的产品,为何也会有大幅波动的表现?答案藏在底层策略里——有人把它当作稳健配置,也有人愿意多担一点风险,去换取更大的收益空间。面对这样的差异化诉求,基金管理人该如何把“固收+”产品做出层次,且让客户的持有体验更舒适?

近日,中国证券报记者采访了多家基金管理人、评价机构、销售渠道,探讨“固收+”产品该如何在波动中修炼内功,在匹配客户需求的前提下实现更好的收益增强。



视觉中国图片

隐秘的权益敞口

“固收+”产品主要包括三种投资类型:一级债基、二级债基和偏债混合型基金。Wind数据显示,截至11月20日,4232只存在收益数据的“固收+”产品(不同份额分开计算)中,2329只今年以来收益为负,占55%,收益率中位数为-0.32%。其中,二级债基亏损面最广,今年以来的收益率中位数为-0.95%;一级债基约两成亏损,收益率中位数为1.21%;偏债混合基金约六成亏损,收益率中位数为-0.81%。

先看跌幅榜,截至11月20日,今年以来跌幅超10%的“固收+”产品中,偏债混合基金有104只,二级债基有70只,一级债基有15只。其中,个别二级债基和一级债基的跌幅超过29%,最大跌幅超40%;多只偏债混合型基金的跌幅在20%以上。

再看涨幅榜,截至11月20日,今年收益排名前十的“固收+”产品中,3只是二级债基,7只是偏债混合基金。排名前两位的产品均是二级债基:华商瑞鑫定期开放涨25.79%,华商稳定增利A涨17.86%。两只基金上半年分别涨32.54%和24.48%,下半年虽出现小幅回撤,仍保住了大部分涨幅。

同为二级债基,收益差距为何这么大?

权益敞口是影响波动的关键变量。部分存量二级债基把可转债算在债券仓位里,部分新设产品则让股票和可转债共用权益额度。

华夏基金高级策略分析师计晟灵表示,二级债基在2022年春季前后出现了一个比较明显的变化。2022年之前,二级债基只约束股票投资比例,不超过基金资产的20%,但没有约束可转债投资比例。这导致市场上出现一些产品,不但买了20%的股票,还大量投资可转债,可转债比例甚至占到整个基金资产的60%到70%,波动风险较大。从2022年春季开始,新申报二级债基的可转债配置约束开始收紧,“股票+可转债”不得超过基金资产的20%;偏债混合型基金的情况与其类似,“股票+可转债”不得超过基金资产的30%或者40%。

对照几只跌幅居前的产品,直接持股占基金总资产均不到20%,可转债及可交换债占基金资产净值却超过65%。要评估实际权益敞口,还要看可转债的股性,以及基金持仓的可转债与股票持仓是否投向相近赛道。

例如,今年以来跌幅居前的某二级债基产品A,其三季报显示,股票持仓占基金总资产比例为18.40%,占基金资产净值比例为20.05%,而可转债(可交换债)占基金资产净值65.91%。重仓股有紫金矿业、寒武纪、海光信息、长鑫科技、中际旭创等,聚焦科技、半导体产业链;重仓可转债精测转2、金诚转债、宙邦转债、微导转债,这四只可转债合计占基金资产净值的比例达26%,四季度以来的跌幅普遍在30%-50%之间。

另一只今年以来跌幅接近30%的二级债基产品B,三季度末,其股票占基金总资产16.75%,重仓股同样聚焦寒武纪等科技股;可转债(可交换债)占基金资产净值比例超77%,重仓可转债有曙26转债、财通转债、华懋转债、精测转2。其中,两只可转债四季度以来已跌50%左右。

此外,一级债基通常不能从二级市场直接买股票,但可按合同投资可转债。某一级债基产品C,三季度末没有股票持仓,可转债占基金资产净值69.57%,该基金今年以来的跌幅超过30%。

总体来说,可转债虽然列在部分产品的债券栏,但价格也会跟随股票出现较大波动。正股涨跌、可转债估值和流动性方面的因素,都会导致这部分仓位对净值产生较大影响。

“固收+”到底怎么“+”

涨幅居前的二级债基,又是怎么做的?

截至11月20日,华商瑞鑫定期开放今年以来上涨25.79%,华商稳定增利也位居涨幅榜前列。两只基金的涨幅主要在上半年完成。二季末,两只基金都重仓半导体设备方向的精测转2,分别占基金资产净值5.08%和4.74%;股票仓位分别占基金总资产的20%和17.08%,可转债(可交换债)分别占基金资产净值的55.12%和27.77%。

到三季末,两只基金的股票仓位双双减半,可转债(可交换债)占基金资产净值分别大幅降低至5.21%和1.52%。华商瑞鑫定期开放剩下的可转债仓位以温氏转债为主,华商稳定增利则以国债和金融债为主。同时,三季度两只基金把握住了债市的强势行情,拉长组合久期,分别将重仓债券组合久期由0.56年、7.38年大幅拉长至10.86年、19.52年。今年以来,两只基金持仓思路可以总结为:上半年借科技股和可转债增加弹性,随后收缩可转债敞口,并且拉长债券久期,到11月20日仍保住了大部分的胜利果实。

天相投顾基金评价中心观察到,净值回撤较大的“固收+”产品,通常权益仓位逼近合同上限,且可转债持仓占债券投资组合比例高,两者几乎押注在同一高波动赛道,属于“双重暴露”的配置结构。相比之下,回撤控制较好的产品则是权益仓位、可转债仓位较低,且持仓相对分散。

那么,“固收+”给收益做加法的同时,该如何守住波动边界?

“收益机会和波动风险本就是一体两面、盈亏同源的事情。”一位资深公募基金人士对中国证券报记者表示,“股票和可转债叠加能增厚上涨时的收益,也可能放大下跌时的损失。对于这种风险的管理,重点在于坚守自身的定位和风险特征,风格不漂移。”

一位大型公募基金人士建议:“产品成立前就应考虑波动预期,并据此设定权益仓位上限、行业集中度、久期和杠杆等约束。”这位人士还提到,拉长久期意味着要承受利率反转,信用下沉要面对信用事件,可转债则可能同时受到正股回调和估值压缩的影响。平时“各走各路”的资产,遇到流动性冲击也可能一起调整。

永赢逸享基金经理卢丽阳更看重长期年化收益和最大回撤是否匹配。中低波产品可以用部分红利资产做长期底仓;对成长和周期品种,需要根据风险定位进行一定的择时操作。当市场超预期上涨,可以放弃一部分收益弹性,在超预期下跌时,也要敢于抄底。

中银基金则以产品合同、业绩基准为准绳,通过设定回撤目标、含权部分仓位、行业与个股集中度等定量指标来对齐产品定位,避免策略漂移。在投资中,公司还会穿透到可转债对应的正股,把股票和可转债的权益风险合并计算,同时检查行业和个股集中度。

结合未来展望,接下来的股债资产要怎么配?

鹏扬基金认为,近期债市扰动主要来自信用事件引发的机构赎回、税收政策预期等因素,短期集中赎回更多带来流动性冲击,同时推动资金从信用债向利率债迁移。拉长周期来看,内需修复、财政政策加码,是后续债市需要重点观察的变量。

在配置上,鹏扬基金的“固收+”策略整体上以利率债、高等级信用债为核心构建组合基础;在“+”的部分,保持审慎的权益敞口,以均衡布局为主,规避高溢价、博弈性较强的品种,把可转债当作权益增强的补充而非进攻主力。

中银基金认为,流动性和年末机构配置需求或继续支撑利率债,权益端可关注估值合理、业绩确定性强的标的。

卢丽阳判断,资金利率相对稳定,债市有望震荡修复。权益市场上,部分资产的悲观预期已较充分,但反转仍待验证。其管理的中低波策略产品将保持均衡配置,在管住极端流动性风险的前提下,寻找定价明显超跌的品种。

精细化管理再进阶

以债券资产打底、权益资产做收益增厚的“固收+”产品,早年间主要是为了满足部分机构投资者的专业配置需要。2022年资管新规落地、理财净值化转型后,在利率持续下行的背景下,“固收+”产品逐步成为了大众投资者进阶的理财选择。

而增厚收益与放大波动本就是“一体两面”,对于普通投资者而言,看到的不应仅仅是收益部分,更需要注重背后潜在的风险。

基金三季报数据显示,股票加可转债合计持仓占比在20%以上的二级债基产品数量仍有上百只,涉及的总基金规模超过8000亿元。尤其是成立时间较早的二级债基,甚至可以几乎满仓配置可转债资产和股票资产,风险敞口不容小觑。

当“固收+”基金的持有人从专业的机构投资者向广大的普通投资者大面积“拓圈”,对于“+”部分的风险提示、风险等级划分就变得尤为重要。

近年来,公募行业在“固收+”产品谱系搭建方面进行了多样化的探索,力图更加清晰地向投资者展示产品的风险收益特征,帮助其挑选到真正适合自己的“固收+”产品。

比如,中银基金按风险预算自上而下分层,公司内部建立清晰的产品档位谱系,每个档位设定波动率、最大回撤,再配套风控指标、仓位、集中度等量化指标落地管控。每个产品对应明确的风险等级,并向客户与代销机构明确宣导;产品运作中严格遵循基金合同、业绩基准、预设回撤与波动目标制定投资策略;常态化开展风险指标监控、情景压力测试,动态跟踪组合风险暴露。

中银基金还非常重视投资者的适当性管理机制,严格落实风险测评、风险等级匹配,做好客户分层,结合客户风险画像精准推介,避免向风险承受能力偏低的投资者推介高弹性产品。并且,向普通投资者讲清“固收+”产品的风险收益特征、不存在保本保收益,清晰传递产品的投资范围、业绩基准、目标回撤控制区间等,明确合理持有周期,引导投资者理性看待阶段性回撤,减少非理性申赎和风险错配。

尤其当市场出现极端行情时,如何做好“固收+”投资者的预期管理,保持与投资者的沟通节奏,同样是公募机构需要重视的问题。

格上基金研究员毕梦娉建议,一方面,公募机构在销售“固收+”产品时,不应只侧重展示历史收益,还要更加具体地做好回撤说明,避免投资者对可能出现的单日下跌缺乏心理准备。另一方面,当“固收+”产品出现回撤时,公募机构应主动解释波动是来自于权益资产还是固收资产,除了安抚投资者情绪之外,更应使用具体数据做好归因说明,帮助投资者在信息充分的情况下做出决定,减少恐慌性赎回。

被投资者视为“稳稳幸福”的固收产品,承担着万众对于稳健投资的殷切期待。如何匹配好资产端与负债端的诉求,正如天相投顾基金评价中心总结的那样,“固收+”产品的核心就是让“+”的部分有纪律、可解释,给予投资者清晰的指引,防止风险错配。