

# 雪球访谈

当前股市、债市观点与二级债基金投资

2019年11月08日

**雪球**

聪明的投资者都在这里

## 免责声明

本报告由系统自动生成。所有信息和内容均来源于雪球用户的讨论，雪球不对信息和内容的准确性、完整性作保证，也不保证相关雪球用户拥有所发表内容的版权。报告采纳的雪球用户可能在本报告发出后对本报告所引用之内容做出变更。

雪球提倡但不强制用户披露其交易活动。报告中引用的相关雪球用户可能持有本报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能与这些公司或相关利益方发生关系，雪球对此并不承担核实义务。

本报告的观点、结论和建议不构成投资者在投资、法律、会计或税务等方面的任何操作建议。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，根据本报告做出的任何决策与雪球和相关雪球用户无关。

股市有风险，入市需谨慎。

## 版权声明

除非另有声明，本报告采用知识共享“署名 3.0 未本地化版本”许可协议进行许可（访问 <http://creativecommons.org/licenses/by/3.0/deed.zh> 查看该许可协议）。



# 访谈嘉宾



易方达基金Efundsv 易方达基金官方账号

## 访谈简介

当前如何权衡股票、债券两大类资产？后续股市、债市如何研判？11月8日（周五），易方达丰和债券基金经理张清华先生，将通过雪球访谈交流近期股票、债券市场观点及二级债基金投资，欢迎在线交流互动。\$易方达丰和债券(F002969)\$

嘉宾简介：

张清华，现任易方达混合资产投资部总经理，易方达丰和债券、易方达裕丰回报债券等多只基金的基金经理，过往投资业绩表现出色。张清华先生管理的二级债产品易方达裕丰回报债券型基金，连续两年获得金牛奖、明星基金奖。

风险提示：基金有风险，请关注本基金特有风险，基金详情及风险收益特征详阅法律文件。

[\(进入雪球查看访谈\)](#)

本次访谈相关股票：易方达丰和债券(F002969)

以下内容来自[雪球访谈](#)，想实时关注嘉宾动态?立即[下载雪球客户端](#)关注TA吧!

[问] 冲击2020:

关于[\\$易方达丰和债券\(F002969\)\\$](#)，对[@易方达基金Efund](#)s说：请问张清华总如何回顾您自己今年的可转债投资？下阶段可转债怎么看？

[答] 易方达基金Efund

s:

今年是一个转债大年，投资上来说主要是体现在仓位和择券两个角度。

因为去年权益市场的调整持续全年，叠加去年有接近100只转债新发和上市，这两个因素使得转债的调整非常充分，去年12月的时候转债平均YTM到了3%，可交换债平均YTM3.4%，100元转股价值的转债绝对价格只有104元，不少转债出现了破发，甚至有90多元的负溢价转债。从各项指标来看，转债的估值都处于历史低点，叠加纯债收益率不断下行，转债的机会成本很低，且转债本身就适合左侧投资，在市场反转的初期会是表现最好的品种。因此一些安全边际比较高的组合我们去去年年底开始提高仓位，年初继续加仓，做了部分的纯债替代，全年转债都处于高仓位运行。丰和由于去年安全边际不高，年底转债市场仍在下跌过程中，所以没有大幅加仓，但今年以来平均的转债仓位也要比去年高了一个台阶。

择券的角度而言，年初的时候主要分三块：一是重仓配置正股基本面优质、弹性较好的个券，例如三一、常熟、东财等个券，均在年内实现了转股；二是权重个券，例如光大、长江等；三是纯债替代的个券，主要是高YTM的小票，这类个券后来不少表现超预期，或下修或股票高弹性而实现转股，例如最近表现抢眼的蓝思。后续随着行情的推进，不少个券赎回转股，恰逢不少优质新券上市，通过配置三峡EB等优质新券填补仓位。

转债今年以来表现非常好，但主要是正股驱动，转债本身的估值还处于合理的位置，转股溢价率拉长时间来看并不高，平均的YTM还处于0以上的位置，而随着市场不断扩容、可选标的不断增多，优质的个券也越来越多，因此明年的转债市场还是大有可为，重点还是精选个券。

[问] 城南城北v:

关于\$易方达丰和债券(F002969)\$, 对@易方达基金Efund说: 年底了, 含权仓位会降低么

[答] 易方达基金Efund:

年底基于年度考核和年初布局的角度考虑, 一些机构和账户可能会减仓权益、落袋为安。但任何交易都是有成本的, 很多时候需要综合考虑市场判断进行操作。站在绝对收益角度考虑, 如果年底权益继续上涨, 可能明年的操作空间就比较小, 我们可能会进行相应的减仓操作, 控制年初的波动风险。如果年底权益市场能有一定的回调, 一些优质标的重新回归到一个较为合理的区间, 可能我们相应的仓位调整也不会特别大。主要还是考虑年初的安全边际。

[问] Magan吴泰辰:

关于\$易方达丰和债券(F002969)\$, 对@易方达基金Efund说: 同样是二级债基, 丰和在具体管理操作上和清华总管理的其它产品区别在哪里?

[答] 易方达基金Efund:

同样是二级债基, 易方达丰和和裕丰回报操作思路类似, 这两只基金都是以追求绝对收益为目标, 通过对权益和债券比例的合理配置控制净值波动, 力争实现净值的稳健增长, 属于偏稳健型的二级债基。适合追求一定绝对收益的投资者长期持有。

相对而言, 易方达安心回报弹性较大, 资产配置上注重转债及股票投资, 债券仓位相对较低, 历史业绩来看, 组合净值跟权益市场的走势表现出较高的相关性, 属于积极进取型二级债基。适合有一定大类资产判断能力且可以承受一定波动的投资者。

[问] 云飞扬0726:

关于\$易方达丰和债券(F002969)\$, 对@易方达基金Efund说: 能否复盘2017、2018、2019, 分析一下当时市场环境, 对应的操作思路, 以及未来一年的市场预判与思路?

[答] 易方达基金Efund:

丰和成立于2016年底，当时是股债双杀的时点，尤其是债券，短短两个月之内利率大幅上行至接近2015年年初的水平。事后来看，那是一轮经济复苏的起点，但在那个时点，尤其是经历了长达三年的经济下行后，市场对于经济复苏仍然是非常怀疑的，事实上这一怀疑贯穿了整个2017年。坦率地说，我们在2016年四季度对于经济复苏也是有所怀疑的，所以我们并未能完全躲过债券的下跌。但是2017年开始后，我们对于经济数据做了全面的复盘，发现几乎我们关心的所有指标都在2016年三季度触底，在四季度出现不同程度的回升，这表明经济的复苏并非结构性的，而是全面的回升。经济内生的动力也并未出现衰竭，我们不能轻易做出经济会很快回落的判断。基于这个判断，我们在一季度债券市场回暖的背景下仍然保持了较短的久期和较低的杠杆，同时保持相对较高的股票仓位，而且倾向受益于经济回升的行业和个股。后来随着我们对于经济复苏形势的不断确认，我们在整个2017年都保持了偏高的股票仓位和偏防守的债券配置，这使得我们在整个2017年表现也相对优异。

2018年我们对于市场存在一些误判，2018年年初强劲的经济数据使得我们对经济复苏的持续性过度乐观。后来随着金融去杠杆的推进和贸易战的爆发，形势急转而下，经济复苏的趋势很快被逆转，权益市场的下跌和利率的下行都非常快速。政策在年中的时候开始反应，我们当时对此也有所期待，然而市场信心的缺失不是短期可以扭转的，尽管政策导向非常明确，当时仍然未能阻止经济在下半年的快速下滑。我们当时在二季度将股票仓位降为中性，但是直到四季度看到了政策短期效果不明显后才继续降至低配。跟随我们的观点，债券上也保持相对中性的仓位，得益于股债之间的对冲效果较好，全年保持了正收益。

吸取了2018年的教训，在2019年初市场上弥漫着悲观情绪之时，我们一直保持相对客观的视角来寻找机会。当时整体股票市场的估值已经非常低，同时股债估值比较也到达一个极端位置，权益市场的赔率已经非常有利了。同时看到政策支持效果可能显现，信贷的大幅扩张以及全球风险情绪的修复，胜率上也逐步向权益倾斜。于是我们在2019年一季度大幅提高了权益的占比，接近满仓运行。二季度和三季度尽管贸易战波澜再起，但是我们观察到经济并未出现明显的弱化，房地产带动建筑行业持续支撑整个产业链条，同时权益市场整体估值仍然不算昂贵，未来如果经济复苏则可能享受到盈利回升的驱动。因此我们仍然保持相对较高的股票仓位，由于没有看到明确经济回升信号，在债券上则一直保持相对中性。

往后看一年，国内经济可能会进一步下滑，一方面是国内地产投资的滑落对经济形成拖累；另一方面是海外经济疲弱也对国内形成较大的制约，同时贸易战的反复可能也会制约相关产业的投资扩张。但是考虑到国内的库存处于低位，产能利用率也相对较高，经济下行的幅度可能也相对有限。当前的通胀成为一个广泛关注的话题，但是主要是单一品种供给因素造成的，不会对央行货币政策形成明显的约束，前两天央行调低MLF利率也是一个表态，这也意味着未来一段时间内流动性宽松格局不会改变。这意味着债券市场利率仍然有下行空间。股票市场同时受到流动性充裕和盈利疲弱的影响，整体表现可能相对中性，但是估值并不贵，下行风险可控，如果考虑到经济平稳下滑，部分行业的盈利可能会率先改善，可能会存在较为明显的结构性行情。

[问] hmhou\_2002:

关于\$易方达丰和债券(F002969)\$，对@易方达基金Efund说：张清华总经理的易方达安心回报债券历史成绩出色，但今年的成绩一般，是不是因为规模太大了（您在基金报告中提到基金规模大了配不到足够的可转债）？易方达安心的可转债仓位一直都比较高，请问您是如何在保持高仓位的情况下控制回撤的？

[答] 易方达基金Efund:

安心回报今年依然取得了不错的收益，截至目前年内收益位于银河二级债基排名的前5%。安心回报今年规模增长较快，个别申购集中的时段恰逢转债市场上涨态势较为凌厉，二级市场的买入的难度较大。大幅的申购对组合的业绩确实有一定程度的影响。但是目前来看，相较于安心回报的规模增长，转债市场的扩容要迅猛的多，安心的转债持仓绝对量虽然上升，但其占转债市场规模的比例是不断下降的。随着市场不断扩容、可选标的不断增多，规模较大的转债也越来越多，安心的择券空间和操作空间都在变大。

[问] hmhou\_2002:

关于\$易方达丰和债券(F002969)\$，对@易方达基金Efund说：张清华总经理的易方达安心回报债券历史成绩出色，但今年的成绩一般，是不是因为规模太大了（您在基金报告中提到基金规模大了配不到足够的可转债）？易方达安心的可转债

仓位一直都比较高，请问您是如何在保持高仓位的情况下控制回撤的？

[答] 易方达基金Efunds:

针对控制回撤问题，

首先可能需要明确一下，安心回报目前定位是一个以转债为特色的工具化产品，主要是以择券为主，转债的仓位一直保持较高水平，不太会做仓位上的择时。因为转债仓位较高，也就意味着对于权益风险暴露其实是比较高的，这在系统性风险出现的时候其实很难控制回撤。我们会尝试进行一些控制，比如通过长久期利率债券，或者在股票的行业上选择一些逆周期对冲的行业，但是可能很难完全对冲，总体来说安心回报还是跟随转债市场进行波动。

[问] 安财猫:

关于\$易方达丰和债券(F002969)\$，对@易方达基金Efunds 说: 股债（特指国债）双杀的情况有哪些？

[答] 易方达基金Efunds:

股债双杀大致上有两种情况，一个是周期性的，在经济后周期的时候，通胀起来过后会形成滞涨格局，央行收紧货币政策，同时企业盈利也开始见顶，这对于股债都是抑制作用。历史上2004年和2011年都是这种情况，但是并不是每一轮周期最后都会形成通胀，事实上2018年在经济见顶回落的时候就没有形成明显的通胀，当然这也和全球低通胀格局有关；滞涨后面一般会伴随经济陷入衰退，所以往往是债券比较好的介入机会。另外一个流动性冲击。有时候是事件性的，例如2016年11月债券市场大幅下跌过后遭遇大量赎回，部分混合型产品也受到波及，导致股票市场同步下跌。这种事件性冲击一般会出现修复，接下来还是跟随原本的趋势走，所以往往是一个比较好的介入机会。

[问] 基民加仓:

关于\$易方达丰和债券(F002969)\$，对@易方达基金Efunds 说: 我2006年开始买易方达基金，经历过几轮牛熊。今年年底前考虑增加投资资金，这笔资金预计2



到3年后会使用，目标基金比如混合型科技类的信息产业，2级债券型裕祥，1级债券型安心回报，帮忙给个市场展望及各基金投资比例建议，谢谢！

[答] 易方达基金Efunds:

长期来看，高科技是中国未来经济增长的引擎，我们看好科技类信息产业未来的行情，但最主要的是选择真正有识别能力的基金。而裕祥和安心回报都是二级债基，股票上限20%，债券下限80%，这两只基金的未来表现与股票、可转债和债券市场的行情及基金经理的资产配置高度相关。您提到的这三个目标基金都是不错的标的，但具体的投资比例建议根据自己的风险承受能力和流动性要求自行选择。

[问] 花朵猫:

关于\$易方达丰和债券(F002969)\$，对@易方达基金Efunds说：绝对收益思路体现在哪里？

[答] 易方达基金Efunds:

绝对收益思路是一个大的指导方向，体现在产品运作的每个方面。

首先是长期资产配置比例的确定。国内资本市场波动较大，过去很多年的经验告诉我们，依靠单一资产很难在年度级别获得绝对收益。所以我们需要通过不同资产之间的对冲来分散风险。我们在几年前就做过历史数据回测，发现大概12%的股票和88%的债券组合可以达到有效对冲。这几年股票市场的波动性下降很多，股票的合适比例应该会更高一些。这是一个长期的中枢比例，保证了组合不会一直系统性地暴露在单一风险来源之下，实际的组合运作会围绕这个比例波动。

其次是我们会结合市场判断做出动态调整。我们的大部分市场判断主要集中于两部分：一个是周期位置，这决定了我们大类资产的偏离方向；第二个是估值水平，这决定了我们盈利或者亏损的幅度。绝对收益思路在这两者之间的权重会有些差别，我们和相对收益做个比较。相对收益是需要预判市场方向，然后将风险敞口尽可能做大，也就是说相对收益率更加注重投资的胜率，也就是方向要对。而绝对收益需要控制回撤，也就是说如果预判错误，损失也要相对可控，所以绝对收益更加重视投资的赔率，也就是常说的下行风险有限，当然也会兼顾胜率，这样才能最大化整个组合的风

险收益表现。

最后我们也需要一套完备的风险控制体系来控制组合的波动水平。这套风控体系是贯穿整个投资流程的。在最顶端的资产配置上，我们会监控不同资产的估值水平变化，如果出现了大幅偏离历史均值的情况，则需要被动进行调整，这虽然会错失一些机会，但是也可以避免被市场情绪牵引，产生在市场拐点处的大幅回撤。在日常运作中，我们也会比较重视安全垫的积累和消耗情况，如果组合整体的安全垫较低，对于波动的承受能力已经大幅下降，这时候我们也会降低风险资产的权重。我们会建立自己的底层资产备选库，密切跟踪库内个股个券的情况，同时依托于公司强大的股票和债券研究力量，避免单一底层资产的黑天鹅风险。

总体来说，我们认为绝对收益是一个理念，背后需要有一个自上而下、贯穿整个投资过程的完备系统来支撑这个理念实现。这里我们只是基于过去几年的投资经验大致阐述了我们对于这个系统的理解以及我们如何构建这个系统，当然不尽完善，我们也会随着市场发展不断更新这套体系。

(完)

以上内容来自[雪球访谈](#)，想实时关注嘉宾动态?立即[下载雪球客户端](#)关注TA吧!

# 没别的 就是比人聪明



雪球

聪明的投资者都在这里