

【金融界基金】浙商基金叶予璋：回归投资本质 勿盲目追求极致收益

6月21日，浙商基金总经理助理、固收投资总监叶予璋做客今日头条财经频道线上访谈栏目《投基方法论》，分享科创板新股申购、战略配售政策与投资策略。

嘉宾简介：叶予璋，复旦大学数学金融硕士，浙商基金总经理助理、固定收益部总经理、投资决策委员会委员，14年债券、外汇、利率、信用产品的交易与管理经验。历任工商银行上海分行外汇交易员、兴业银行资金营运中心汇率利率及债券交易处负责人。

问：欢迎浙商基金总经理助理、固收投资总监叶予璋老师做客今日头条财经频道线上访谈栏目《投基方法论》，先跟大家介绍下自己？

叶予璋：各位今日头条的读者朋友们大家好。我是浙商基金叶予璋。回顾过往的职业经历，我是在2005年汇改时开始参与工作，至今已经有14年的金融从业经验。现在想来也是比较幸运的，中国外汇市场、债券市场其实都是从2005年开始有了较大的发展，而我自己亲身参与到了中国金融业的大发展过程中。我个人最早从事外汇，后来逐渐拓展到利率衍生品和境外投资，现在主要负责大固收领域。基于以往的从业经历，与传统的固收从业者相比，我会有更多从全球市场、跨产品的视角进行思考的逻辑。2017年我加入浙商基金这样一家有鲜明特色和科技基因的基金公司，也是想把自己基于过往的积累和思考，在浙商基金这样AI+HI的平台得到实现，与公司 and 整个行业共同成长。

问：叶老师，今年下半年债券市场还有机会吗？美债收益率都倒挂了，中国国债为何不跟？

叶予璋：总体来说，我们看到2019年全球经济都表现疲软。欧洲经济从去年开始断崖式下跌，美国经济今年也差强人意，隐患频现。而中国经济与过去几年相比，增速和表现也可能会有所回落，但与欧美市场相比还是好很多。

对于债券市场而言，虽然整体收益水平不高，但是各种机会还是存在的。2019年债券市场的波动较大，年初利率有明确的上行表现，但是经历了后续境内外的系列事件之后，市场进入了震荡期。在全球经济表现不佳的大环境下，中国经济想要快速复苏，仍然需要一些时间，熊市买债，因此债券市场的机会还是存在的。

关于美债收益率倒挂的问题，其实从去年开始大家就一直在谈中美利差，但从最近几年来看，中国与美国的经济周期其实是错开的，中美收益率相关性从全球角度来看并不高。相反，中国债券收益率和印尼、韩国等新兴市场债券收益率的相关性，反而要高于美国。

讨论中美逆差，我认为意义不太。因为无论是过去还是现在，我们都很难把中美利差作为一种策略成为债券投资的圣杯。用美国利率的变化来判断中国利率的走势，从历史回溯来看，很难成功。所以，中国不跟的原因也很简单，2018年中国经济下行，美国经济上行，两国利率走势不同。而今年中国经济起步，美国经济却出现隐忧，两国的经济节奏亦不同。债券反应的是经济增长和通胀，这两点中美都存在很大差异。像去年美国加息的时候，很多会说中国也要加息，不然会对我们的外汇产生影响，但过往中国对外汇的管理手段，其实很少是通过利率的影响来传导到外汇市场，这个路径太漫长。而且从某种意义上说，去年美国经济强，美元指数涨得很高，其实意味着全球经济风险偏好是变低的，从历史的角度来看，当全球风险偏好降低的时候，中国利率是向下走。以上，从中美经济周期和风险偏好两个逻辑来说，中美收益率的差异是正常现象。

问：美联储疯狂暗示年内降息，这是否又是全球流动性的新拐点？以你多年的外汇以及衍生品投资的经验来看，未来我们应该关注哪些大类资产？

叶予璋：从个人经历还说，我看的比较多的是外汇、固收，还会关注一些权益市场。我认为美国降息预期的逻辑主要还是因为经济的大幅下滑。目前除了失业率保持稳定低位之外，美国的其他经济数据表现都不是很理想，因此降息和美国的经济是相吻合的。

而是否会迎来全球流动性拐点，这个很难讲。过往是美国独强，新兴市场比较弱的时候会产生这种现象，但今年来说，新兴市场表现还可以，美国和欧洲相对较差。包括中国和美国之间的进出口问题，一些产业也在向亚洲新兴地区转移。因此不能判断全球流动性会不会迎来新的拐点。站在大类资产配置的角度，国内股票市场有一定吸引力的，无论从估值等相对价值还是对经济悲观预期 price in 的程度来说，A 股仍处于历史低位区间，上涨空间更大。

问：当前债券市场低迷，普通投资者投资债券基金时需要注意什么？可以像投资偏股型基金那样逢低定投、越跌越买吗？

叶予璋：仅从国内市场而言，当前时点偏股型基金还是比较好的资产，逢低买入是比较好的策略。我们相信经济还是会向着均值回归的方向发展，股票估值目前处于低位，逢低定投，价值投资是个好策略。而当获利到一定程度，逢高卖出，保住收益，把握周期均值回归的趋势，获得超额收益。

债券市场目前不能说是低迷，更多的是震荡，因为仍然有很多不确定因素。但从当前市场来说，投资债券市场仍不失为一个不错的选择，同时也是资产配置必须的品种。选择债券基金产品，难度确实比较大。哪些适合个人投资者，确定性不是很强。因此投资者选择债基的时候，可以先研究一下基金经理，把他所管的产品拉出来，看看风格是不是差异很多。如果各种基金风格迥异的话，我们应该要尽量规避。同时基金规模对投资管理也有影响。此外，在考察基金业绩的时候，不建议单纯以某一个时点或者上一年度业绩为考量。而是把基金业绩的区间拉长，如果三年，甚至连续五年的每一年都能排到市场前 1/2，那么无疑，这是一只管理出色、风格稳健的基金产品。

问：去年可转债基金和短债基金在市场上表现都不错，听说甚至有买方机构点名只要可转债研究员来路演，你认为未来这两类基金会是怎样的发展趋势？短债基金能彻底取代货币基金吗？

叶予璋：长期来说短债和转债基金都是不错的基金品种。转债产品在股票市场由熊转牛的市场阶段是非常好的投资品种，或者说是看涨股市的左侧交易工具。拉

长期来看，转债的特有的条款和期权价值没有被充分定价，从向下有底、向上弹性的角度，转债基金是很不错的选择。

短债基金在 2018 年表现亮眼，但今年却相对一般。一般而言，当利率处于低位，短债基金相对于理财产品优势不大，但优于货币基金。

短债基金看回撤，回撤做的好的短债基金完全可以替代货币基金，但就当前市场，短债基金想要跑赢理财还是不现实的。除了短债基金，还有一种中短债基金，中短债基金其实就是纯债基金。基金经理如何定义产品十分重要，如果基金经理想要替代货币基金，回撤和风险的把握非常重要，投资体验是最需要关注的点。虽然短债基金现在的收益率没有去年好，但是从长期来看，无论是对基金公司还是投资者都是非常重要的产品类别。

此外对于专业的投资者而言，可以重点关注下债券基金公示的持仓债券的收益率，当前市场收益和风险是相匹配的，持有债券的收益越高，代表风险越大，该基金排名靠前的持续性可能不强。在目前市场不确定的情况下，博取风险溢价，性价比不高，这种赚钱模式也不会长久。

问：你做了很多年交易，你认为交易员视角和研究员视角，看市场有什么不一样？或者说，投资框架有什么异同？

叶予璋：交易员视角和研究员视角，对不同机构来说可能有很大不同。有些机构交易员可能就是投资经理，但是在基金公司，交易员和投资经理还是分开的。研究视角，其实是投资和交易的基础。而无论是投资经理还是研究员，都是需要时间积累的过程，不能把他们割裂开。如果说差别，我们可以提一下买方和卖方的区别，比如卖方观点是市场越跌越买，只要后期资产上行，那就是正确的。但是从买方角度而言，何时买，买多少，仓位和时间怎么控制都是非常重要的事情。买方的角度要更实在，更具体，而卖方的角度更多的是逻辑和理念，给买方提供更多思考的角度，这是买卖方的差别。

问：能否和大家分享一下你的投资方法论？

叶予璋：我从固收的角度分享一下自己的想法。对固收而说，我们对每个产品都会定一个久期，久期是债券产品最重要的影响因素之一。牛市的时候投资信用债和利率债其实都差不多。但如果是熊市，利率债可能相对就会差一点。逻辑上也很简单，信用债有信用风险，买信用债不太会买长期的，而利率债市场比较活跃，买利率债往往是买长期的，所以信用债虽然有票息优势，但是久期相对于利率债没有优势，在牛市时两者差距不大，利率债反而可能会略微占优，熊市的时候信用债占优。

投资框架来说，是对于久期的判断。首先我们发行的每一只基金，都会根据基金的定位，根据投资者的风险偏好，对基金的久期进行限定。如果是稳健收益型产品，在市场不好的时候我们把久期定为 1 年，在市场好的时候我们把久期定为 4 年。当没有任何观点的时候，我们把久期设置到一个中间水平，例如 2.5 年。当我们的策略预判利率会往下走，我们会把久期慢慢往上调，从 2.5 到 3.0 再到 3.5，但到了 4 以后，我们就不会做任何操作了，因为这才是符合客户风险特性的，我们不能因为追求极致收益，违背了产品的特质和要求，这是我的基本观点。

至于久期如何调节，需要参考债券市场的盈亏比。如果债券市场处于低位，盈利空间比较差，这样即使未来债券市场有机会，我们也不会把久期放的太长。还有一个就是市场的胜率，AI+HI 可以在此充分发挥，寻找影响利率的前瞻性或者同步因素，以此判断买卖债券的胜率，体系化的方法论可以持续跟踪且较难受到市场情绪的影响。

问：根据基金业协会的数据，今年一季度末，全市场有 5818 只公募基金产品，股票型基金+混合基金都有近 3400 只，跟 A 股市场上市公司总数差不多了，选股票可能比选基金还要困难一点，你觉得普通投资者应该如何选择基金？看哪些指标会相对靠谱一些？

叶予璋：选基金和选股票难度都比较大。选择短期收益率很高、规模特别大的产品需要格外注意，市场蜂拥而至的地方并不一定有效。选一个稳定收益或者符合自己风险偏好的产品才是最佳的选择。而对于选择基金的指标，夏普比率可能是一个比较重要的选择。

问：如何看待人民币汇率？市场喊了很多年的破“7”，但是每每到“7”的关口，人民币汇率都会神奇地拉回来。汇率是否也是牵制国内利率债市场的重要因素？

叶予璋：有意义，但不是很大。7可能更多的是一个心里关口，但对于买方而言，并没有什么特殊含义，因为买方更关注的是汇率在什么水平债券怎么实操，目前看这种逻辑和策略不太有效。汇率对利率市场的影响也是比较有限的。从我的从业经验而言，汇率某种意义上反应的是中国经济的强弱，或者说全球经济的风险偏好的影响因素。而从这一两年来看，人民币汇率和美元指数基本上保持了一致，没有看到对债券市场的太大影响，要有影响也可以说成美元指数对债券市场的影响。

问：前一段时间看到一篇文章，说信用领域，行业里面前五的龙头调研过两次以上、跟企业时间超过三年，才能算懂这个行业，显然现在很多信用债研究员其实并不能达到这样的程度，但又必须要干活儿，你怎么看待这中间的矛盾？

叶予璋：信用的调研意义，我认为最有价值的是学习同业伙伴是如何进行思考和研究一个企业的，信用分析另外一个好的导师是证监会的问询函，这些是我们信用从业人员非常值得学习的部分，因为他们是从专家的角度，教我们如何看待风险企业，要怎么去分析企业。谈到调研多久、调研多长，这是考量性价比的问题，中国多数发债企业的收益率不具备这个性价比，比如调研一家企业超过三年，觉得不错，但是却因为种种原因信用资质发生了变化，但是市场流动性又会使得你无法去规避这样的风险。债券市场和股票不一样，买股票可能你发现了企业的一个亮点就买入了，当你发行瑕疵或者亮点没有实现的时候，市场有足够的流动性来保证你顺利卖出，实现价值的转化。

问：信用债市场鱼龙混杂，各路“明星发行人”防不胜防，如何才能从数千家发行人的上万种个券中找到优质的标的？

叶予璋：市场鱼龙混杂的原因其实有很多，现在逃废债的情况还是存在的，信息披露质量亦令人担忧，监管机构应当对相关的违规中介结构做出一定的公开警告，否则可能会使得劣币驱逐良币。此外债券市场对投资人的保护条款和契约精神还

是相当匮乏的。另外还有一个问题就是国内的做市商制度相对来说还不够完善，或者说做市商不够积极。可以学习海外债券承销和做市结合的模式，承销债券后，在一定时间内，有义务提供一定的做市或者质押的工具，一方面提高市场流动性，另一方面提升承销商的信誉。

如何寻找优质标的，是投资最重要的目的，我们从市场维度、财务维度、行业维度、区域维度和舆情维度对债券进行综合分析，并利用更多的财务与企业运营逻辑的匹配，以及大数据信息进行分析，选择出优质标的。

问：从发行人的角度看，信用债市场存在哪些痛点？如何才能避免劣币驱逐良币，切实发挥债券市场的融资功能？

叶予璋：这里面有一定的矛盾点。发行人的主要任务是把债券卖出去，融到钱就可以了，要求发行人自我约束是比较难的。而是应该从制度角度，包括学习海外可以增加一些约束条款，包括交叉违约条款等机制都是非常好的手段。另外形成良好的做市商制度，利益捆绑可以更好的发挥债券市场的融资服务功能、降低实体的融资成本。

问：首家理财子公司已经开业，如何看待理财子公司对资管行业的冲击？

叶予璋：理财子公司短期来讲对资管行业的冲击还不是特别大。因为监管的体制划分，银保监会和证监会旗下机构还是在两个赛道上，利用各自的优势进行赛跑，所以短期来说影响不大。当然从长期来看，如果严格按照资管新规的要求和标准，无风险资产收益大幅降低，对投资人有一定的短期影响，但是理财子公司、券商资管、基金公司的市场化竞争必将提升各自的投研能力，为投资者提供更多有价值的产品。作为基金公司应对理财子公司的冲击，更多应保持权益投研能力、加大弹性资产和资产配置能力，形成差异化竞争和优势。

问：最后，请叶老师给普通投资者一些良心建议吧，可以吗？

叶予璋：对于普通投资者，我的建议是要慢慢养成选择符合自身风险偏好的产品，而不是盲目的追逐短期的收益和热点。此外各类资产具有周期性，追涨杀跌要谨

慎，特别在债券持续火热，利率低的时刻或者人人谈论股市，估值高位的时候，这时仅仅因为过去一年的高收益而去追涨，无疑火中取栗，刀口舔血，失败是大概率。有所为，更有所不为，能够理性的面对投资，面对自己。

以上为嘉宾问答实录，仅代表被访者个人看法，不代表今日头条认同其观点。