

在刚刚落幕的第19届中国基金业金牛奖评选活动中，华泰柏瑞

旗下纯债旗舰产品——华泰柏瑞丰盛纯债

(A类：000187) 凭借亮眼的长

跑能力，一举摘得

“五年期开放式债券型持续优胜金牛基金”奖(中国证券报，2022/8)。

丰盛纯债自2013年9月2日成立以来，穿越牛熊考验，

中长期回报在同类中名列前茅。根据晨星

7月底的数据显示，丰盛纯债近3、5、7年回报分别排名同类5/324、1/184、1/33

(开放式基金-纯债)，并获得海通/银河/晨星

五年期全★★★★★评级(来源：海通证券、银河证券、晨星，2022/7/29)。

俗话说，了解一只基金，首先要了解背后的基金经理。本次我们邀请到了华泰柏瑞固定收益部副总监、丰盛纯债基金经理何子建先生，与大家分享纯债金牛基金背后的投资逻辑以及对未来债券市场的展望。

## 金句摘要

不通过信用下沉力争提高收益在我们团队有更深一层含义：不要在能力范围边际投资。很多债券在出现风险之前，它都有着漂亮的高评级，也有很多投资者参与。所以，投资上不要去触碰边际，而是要充分利用团队自身的比较优势，集中精力抓重点机会，不局限于短期收益，着眼于长期。

本质上来讲，投资策略并不是一招一式，而是基于宏观经济、货币政策、海外局势等一系列基本面的分析尽量得出一个判断，在此之上进行前置性的配置，超预期的市场环境出现了要提前有预案，才有望取得相对好一点的收益表现。

震荡市中，要进行一定的逆向

操作，《道德经》讲“反者道之动”，震荡市不好做，还是需要不断思考和进步。

某种程度上，管理组合跟足球很相似。当我所处的位置和状态利于进攻时，我会毫不犹豫的把握“射门”机会，但如果场上情况很不利于进攻，我就会先把防守做好，个人认为，防守反击是维持长期稳定状态的好策略。

我希望丰盛纯债不是“现象基”，我想把它打造成一个能为投资者提供长期、稳定收益的债券基金。同时也希望丰盛纯债能够成为多种投资者合意的配置工具。

控制回撤这个事情是需要不断学习的。目前阶段我的个人认知是尽量在大波动前控制回撤，但是这个时点如何把握是很艰难的，如果出现了超预期的情况，要事前想

好应对策略，在市场出现调整时机的时候，力争更好地把握主动出击的机会，同时也尽量为持有人提供良好“获得感”的持有体验。

在我看来，持有体验、回撤和收益是相辅相成，不能完全分割的。我自己也会将持有体验指标纳入自己产品的考核。

对个人投资者来说，我有两个建议，一是长期持有，二是别追高。

有效的交流是投资的核心，我相信市场上大多数的债券投资团队都有各种各样的例会。我们的投资交流例会主旨非常明确。第一，务实。讨论就要讨论实际问题，切忌为了开会而开会。第二，有备而来。要决定的事，不在会议上现场讨论，会前每个核心人员对这些问题都要有明确的思考，明确的结论，会上直接头脑风暴，不做“科普”。第三，不抱怨。无论是在日常投资判断上，亦或是业务发展上，每天都会面对各种各样的问题。在这里，我们定了个主基调，决不抱怨。每个人的目标都是解决问题。

能谈谈您债券投资的核心思路吗？

何子建：华泰柏瑞固定收益团队投资的底线是不做信用下沉的同时，力争通过灵活的策略获得收益。

我们这个队伍有丰富的投资经验，客观讲，很多市场波动和业务发展的一些问题我们都经历过。我们也想证明，不通过信用下沉，是不是也能把长期收益做稳。

不通过信用下沉力争提高收益在我们团队有更深一层含义：不要在能力范围边际投资。很多债券在出现风险之前，它都有着漂亮的高评级，也有很多投资者参与。所以，投资上不要去触碰边际，而是要充分利用团队自身的比较优势，集中精力抓重点机会，不局限于短期收益，着眼于长期。

什么叫做通过策略的灵活变化来力争实现收益？这要求对信用债曲线、利率债曲线、期限的利差有较好的把握，

在投资策略变化的时候，执行要果断，其实各类资产行情发展殊途同归，机会都是稍纵即逝的。

策略的灵活调整具体怎么做？这就涉及到对债券基金配置思路的选择。从投资角度来讲，比如今年

，我们判断国内债券市场是震荡市，配置主基调是“短久期高杠杆”，而去年是阶段性的“拉长久期做利率”

。在不同的市场环境下，通过策略变化力争提高整个持有期的收益水平，而不是单纯通过债券组合把静态收益拉得很高。

我们在投资交易中总结出来一种感受，震荡市中，要进行一定的逆向操作，《道德经》

讲“反者道之动”，震荡市不好做，还是需要不断思考和进步。市场波动大的时候更要尽量保持冷静思考，目前的局面有没有跳出你的预期范围？如果没有，也要尽量做到“知行合一”。

本质上来讲，投资策略并不是一招一式，而是基于宏观经济、货币政策、海外局势等一系列基本面的分析尽量得出一个判断，在此之上进行前置性的配置，超预期的市场环境出现了要提前有预案，才有望取得相对好一点的收益表现。

产品收益的来源由哪几部分组成？

何子建：

对于纯债基金而言，票息收入永远是基础，所谓的静态收益水平，就是简单衡量这个组合目前配置的竞争力。可以讲是组合的“防守端”。在信用债的配置上，我的风格不太会倾向“雨露均沾”，为了配置某类资产而配置，举个例子，假如我不看好某一类债券短期走势，那么我可能会比较大胆的进行组合调整。

超额

收益方面

，基金管理人的整

体思路我认为是一致的，通过交易机

会把握，久期、杠杆

、骑乘等多种策略，阶段性来力争增厚组合收益，将这一类机会作为“进攻端”。

今年来看，在债券市场持续震荡的环境下，短久期搭配骑乘的策略不失为较好的方向。

当然，市场上没有常胜将军，每一个管理人都需要保持对市场、债市的敏感，去调整投资策略，而我也常常告诫自己要有“如履薄冰”的心态，常怀对市场的敬畏之心。

某种程度上，管理组合跟足球很相似。当我所处的位置和状态利于进攻时，我会毫无犹豫地把握“射门”机会，但如果场上情况很不利于进攻，我就会先把防守做好，个人认为，防守反击是维持长期稳定状态的最佳策略之一。

您希望把丰盛纯债打造一个什么样的产品？

何子建：

在丰盛纯债的产品定位上，作为一只中长期纯债基金，我希望它是一只能为投资者提供长期、稳定收益的债券基金，能为各个投资视角的投资人提供一种合意的配置工具。

我希望丰盛纯债不成为“现象基”，

历史经验也告诉我们，由短期行情堆砌出来的“现象基”，生命力是很难长久的。

目前在全球范围内，利率都在缓慢的震荡过程中，逐渐走向一个较低的状态。回顾上世纪80年代至今，保罗沃尔克

强力治理通胀的那个年代开始至今，发达经济体的无风险利率是不断走低的一个过程，在无风险利率震荡下降中，以无风险利率定价的资产出现了长期上涨的趋势。全球范围内也诞生了多位投资大师。但是时至今日，我们作为资产管理人，面对的最棘手的长期问题是，如何在较低的利率水平下，仍然能为持有人提供长期可预期的收益。就是所谓的良好获得感。面对这样的问题，要客观、要务实、要做好投资者预期引导，不能只讲故事，不讲实际。在此情况下，丰盛纯债作为一只中长期纯债基金，我对它的定位，

是低利率环境下通过策略的变化，力争提供一个收益曲线相对稳定的产品。

很多纯债基金的持有人占比中，机构投资者占比要高于普通投资者。近期，在这个全民理财的大时代，越来越多的个人投资者开始关注和配置债券基金，持有人结构也逐渐发生变化。

对个人投资者来说，我有两个建议，一是长期持有，二是别追高。

今年我也会持续通过在线交流的方式跟投资者进行交流，希望传达长期持有的投资理念，同时科普一些债券投资的基础知识，尽己所能让投资人至少做到了解这个市场，以及这类资产配置配置的底层逻辑是什么。作为基金经理，我当然也希望持有人能够相信我们的专业和判断。

您是如何理解和控制回撤的？

何子建：

控制回撤这个事情是需要不断学习的。

它说起来很简单，但面临实际操作时，往往跟你的预期天差地别，我认为最重要的是尽量于大波动来临前做好回撤的控制。

即所谓的事前控回撤，目前阶段我的个人认知是尽量在大波动前控回撤，但是这个

时点如何把握是很艰难的，如果出现了超预期的情况，要事前想好应对策略，在市场出现调整时机的时候，才能更好地把握主动出击的机会，同时也尽量为持有人提供良好“获得感”的持有体验。

在我看来，持有体验、回撤和收益是相辅相成，不能完全分割的。我也会把持有体验指标纳入对自己产品的考核，比如任何一个持有人在任何一个时点申购进来，持有6个月、1年、一年以上的收益为正的的概率是多少。这都是公开数据，我建议每一个投资者都可以自己提一下数据，在申购一类基金之前同向对比一下，而不是只看收益排名。这种考核方式，就逼迫基金经理天然形成控回撤的意识。把控回撤放在前面，这样的效果也是非常明显的。从丰盛的表现可以看出，这种考核的效果2021年之后它的波动还是比较小的。

当然，对于控回撤我本人是不认可通过简单的量化手段，通过历史数据的测算，得出数量指标，根据这种数量指标进行仓位调整。因为市场的瞬时波动是巨大的，实操来看，是很难做到严格执行的。所以控回撤不是简单的数量计算，这里面一定要有对市场的把握。我也走过好多弯路，所以现在对回撤的把控上要比以前更成熟一些。

您在债券投资中会否进行择时操作？

何子建：

债券市场的择时是必要的，但是择时的难度也是存在的，我们能做的是努力把握方向和趋势的正确性。

在去年年末，我们讨论今年的债券市场机会在哪里，总结出来大概可能有三点。

第一，“全球抗通胀，中国稳增长”。

发达经济体收紧

货币政策，不是现在才有预期的

，去年下半年开始美联储就已经开始给市场做预期管理，加息

是非常明确的。今年以来市场预期有反复，但是美联储官员们对市场的预期引导非常坚定而明确，在现在相对充分就业的环境下，坚定不移控通胀。而中国经济面对的局面更加复杂，目前的目标可能仍然是保就业、稳增长，所以货币政策的预期上，可能仍然会维持相对宽松的货币环境。主题基调明确后，投资上就可以有所为。比如年初每次美债收益率的大幅上行，把我们的利率曲线带上去的时候，都可以大胆介入。这个道理如果前面没想清楚，这个时候就容易被市场带着跑，就会错过这样的机会。

第二，“预期差”。

对于宽信用预期效果和实际落地效果之间的差异，也是今年债券市场大机会的所在。经济增速存在两个概念，一个是潜在增速，一个是实际增速，当实际增速被政策引导明显高于潜在增速，在未来的某个时点会出现回归的过程。客观而言，我们现在面临的经济发展的难题是相当棘手的，本质上是人口周期和债务周期发展到了目前这个阶段，中国加入WTO

之后总需求急速膨胀的时代结束了。在全球经济面对如此压力的时候，我们如何能独善其身，这是个非常难做到前瞻性判断的问题。在这个过程中，市场定价就会出现反复，预期差的变化会有一些交易型机会出现。

第三，“利率债供给”。

通常来说在上半年为了保增长，债券发行量会较大，那么下半年利率债的供给如果不及预期，利率债的交易性机会可能会由于利率债供给的预期变化而调整。当然这几个机会是我去年年末思考今年震荡市如何做之时的一些判断，目前看利率债供给的预期变化还没有产生实际明确的配置机会。

有效的交流是投资的核心，我相信市场上大多数的债券投资团队都有各种各样的例会。我们的投资交流例会主旨非常明确。

第一，务实。讨论就要讨论实际问题，切忌为了开会而开会。

第二，有备而来。要决定的事，不在会议上现场讨论，会前每个核心人员对这些问题都要有明确的思考，明确的结论，会上直接头脑风暴，不做“科普”。

第三，不抱怨。无论是在日常投资判断上，亦或是业务发展上，每天都会面对各种各样的问题。在这里，我们定了个主基调，决不抱怨。每个人的目标都是解决问题。

华泰柏瑞固定收益团队成立10年，在不断的发展中，我们也遇到过各种各样的问题，有效的、开诚布公的内部交流，是近几年总结出来的稳定队伍，强力发展，明确判断，果断执行的最重要的竞争力。

每年年末我们会提前讨论第二年的市场主题，如果是在经济变化的过程中，并没有超出我们的预期，还是在我们整个预期节奏之内，那就按这个主题进行操作。我们虽然不能完全预判一整年的走势，但是主旨方向如果没有判断错，就要坚持。

风险提示：如需购买相关基金产品，请您关注投资者适当性管理相关规定，提前做好风险测评，并根据您自身的风险承受能力购买与之相匹配的风险等级的基金产品。基金的过往业绩并不预示其未来表现，基金管理人管理的其他基金的业绩并不构成基金业绩表现的保证。基金投资需注意投资风险，请仔细阅读基金合同、基金招募说明书和产品资料概要等法律文件，了解基金的具体情况。