

基金经理袁多武深度访谈：

“固收+”产品更易平滑度过市场震荡和风格切换



导语：巴菲特时时强调在投资中的风险防控，他的投资三原则：1，

不要亏钱，2，不要亏钱，3，牢记前两条。巴菲特的投资始终遵循：“耐着性子等待好打的慢球”的诀窍。他认为，人生就是这样，风险随时随地出现，要学会未雨绸缪，我们要时刻为即将到来的风险和机遇做好准备，当危机来临时才能从容应对。慢慢来就是要稳扎稳打，脚踏实地才能稳健地拥有自己的财富。

如今市面上的固收+产品也很多，九泰聚鑫混合基金经理袁多武认为，固收+并不是简单的股债混合理念，今天他来分享一下关于固收+产品的奥秘，以及在投资中的心路历程。



袁多武投资心得分享：

- 1，在好的行业里选好的公司，在企业价格低估的时候买入并持有。
- 2，以“自下而上”的选股为主，以“自上而下”的宏观策略为辅。
- 3，对于固收+产品，投资者的持有的体验可能会比较好。
- 4，大类资产配置有机统一，“固收+”并非简单的股债混合。

您能分享一下之前的从业经历吗？

我主要从业经历是，研究生毕业后做了三年新能源实业投资，2015年5月加入九泰基金担任产业投资部先进制造行业组执行投资总监、科技创新投资部高端装备行业执行总监、投资经理等职位，从2020年开始做基金产品的投资。目前我主要管理一只混合型基金，是一款以“自上而下”和“自下而上”相结合的产品。

从研究到具体操盘实践，您有没有不一样的感受？

我最大感受是来自外界的关注。投资人不仅关注一个季度、半年及一年的收益率，也关注短暂几个交易日内，或者说一周、一个月内的收益率波动。

投资者对基金经理提出了要求，需要基金经理对市场、对其管理的产
品所持有的资产，无论是股票或债券，都有一个细致、紧密的跟踪。
基金投资不是做闭门的学术性研究，不管市场现状，而是要讲究一定
的策略。即在研究清楚各只股票后，思考如何构造投资组合。我觉得
这是纯粹的学术性选股研究与基金投资工作最大的不同。

近期很多明星基金产品出现大幅回撤，您怎么看待抱团？

基金经理在市场上可能主要是以下三种选择。

第一种选择，完全迎合市场。市场如果是抱团玩法，就去抱团，无论
标的被高估或者低估，抑或已泡沫化。

第二种选择，特立独行，坚持自我，不去管市场主流是抱团还是其他。
举个例子，某些基金经理可能选质地相对差些，但股价便宜的公司。
这种做法如果成功了，可能会给投资者创造价值；如果做得不好，可
能是错误策略的体现。

第三种选择，是在坚持自我的同时，适度地迎合市场。基金经理们可
能清楚某些标的是被高估的，或者某些抱团股票存在泡沫，但是没有
人可以判断出拐点在哪。因此对于这些基金经理来说，最重要的策略，

可能是坚持一套自己认为正确的方法去选择对的公司，同时与市场主流保持若即若离的关系。若即若离的好处在于可能能够提升投资者的投资体验，市场上涨的时候投资组合有望跟住市场，市场下跌的时候，相对市场来说，投资组合有望跌得更少。

如果选股策略太特立独行，或者说是完全的抱团，这两种途径下投资者最终的投资体验可能都不会很好。我的观点是尽量不要与泡沫共舞，要与泡沫拉开适当距离，但是又不完全离开，而是保持若即若离的状态。

您能分享自己的投资理念吗？您是否看重仓位的调整？

我的投资理念，一句话总结就是以“自下而上”的选股为主，以“自上而下”的宏观策略为辅。

第一个方面是自下而上的选股，主要遵循“在好的行业里选好的公司，在企业价格低估的时候买入并持有”。

这是典型的价值投资理念，也是主流的投资方法。即综合考虑企业的护城河、竞争力、商业模式、成长性、财务报表、管理层能力，以选出一个好行业里的好公司，并在价格适当或者低估的情况下买入并持有。这种自下而上的选股方法，是不少基金经理共通的地方，也是比

较成熟的投资体系。

第二个方面是自上而下的宏观策略，这点可能是我跟市场上部分人不太一样的地方。我会比较讲究在股票仓位里保有一定的机动仓位，以根据市场及宏观环境的变化进行调节。

举几个例子，当流动性发生变化的时候，我会考虑持有的资产类别是否要转换。当经济基本面发生改变，比如经济开始恢复，或者货币数据、信贷数据发生变化的时候，我会考虑如何动态地将宏观变化调节到具体行业里面，是否要加重或减少投资组合在某些行业的布局，也就是说用一定的机动仓位去根据市场环境变化做动态调节。

这两个方面是我理解的自上而下与自下而上相结合的策略体系、选股方法。这种方法的优点是投资组合总体可能会偏向于价值成长，同时回撤幅度可能也会控制的比较好。最终希望实现效果是投资组合能够平滑或者相对平缓地渡过市场的牛熊转换和风格切换。

关于仓位，我一般很少对仓位进行大幅调整，我指的机动仓位是指股票部分内部的行业结构和风格结构，比如说价值板块和成长板块的配比，大盘风格和小盘风格的配比。一只基金的风格是偏进攻一点还是偏防御一点，实际上也是通过内部结构调整实现的。

您对今年资本市场走向有何判断？

春节以后整个市场出现了大幅度、快速度的下跌。我主要从两个方面去判断市场：

第一方面是找到下跌的原因，这样才有可能大致知道我们现在的处境。

我觉得下跌的主要原因有两个，一是市场基于对金融环境和宏观环境的判断，对流动性收紧的担忧，这是本质性的原因。二是交易的拥挤程度特别严重。就如大家讨论的抱团股，由于买卖的是同样的资产，且部分股票具备泡沫化特征，一旦出现卖方，就容易造成踩踏。可以这么说，这次大幅下跌的深层次原因是大家对宏观流动性收紧的担忧，直接原因是交易过于拥挤，过于抱团。

第二方面是展望未来，就整个市场来说，我觉得未来可能是一个震荡市。为什么会是震荡市？首先，经济基本面应该不会有很明显的衰退，可能仍旧处于复苏过程当中。其次，流动性或者利率是跟随经济周期变化的，它是一个结果，并不是直接收紧流动性或直接提高利率，而是经济好了之后利率可能会一步一步提。再次，中美之间的利率存在利差问题，二者间有一层汇率作为一个缓冲垫。最后，很多核心资产的部分泡沫可能已被挤掉了，虽然大部分仍处于偏贵的状态，但还是

有核心资产可能已经回到了比较合理的估值。

所以从这几方面去讲，目前来看，今年可能是一个震荡市，会是经济复苏叠加流动性收紧这两种力量互相博弈结果的体现，也就是比较拉锯。

您认为“固收+”产品与其他产品相比有何区别和优势？

您提到“固收+”产品非简单股债混合，能讲讲非简单的具体含义吗？

“固收+”产品的劣势可能是收益不够极致。对于追求高收益的投资者而言，可能不是太适合。但是想获得收益都存在风险，很多长期看收益率相对较高的产品，它的波动可能也是较大的。投资者往往会在高点的时候去购买这样的产品，很有可能遭遇大幅回撤。“固收+”的产品，从结构上看，最大的优势在于波动可能相对比较低，风险收益比可能相对比较高。我们行业里面有个专业的词叫做夏普比率，“固收+”产品的夏普比率一般来说是高于一般的权益类基金的。夏普比率是指承受一单位的风险或波动所带来的回报。

投资者的持有的体验可能会比较好。

“固收+”产品波动低、夏普比率高、持有体验好，深层次原因是由其产品投资策略决定的：首先“固收+”产品收益来源是多元的，一

部分来源于股票，其股票仓位是在 10%到 40%之间，一部分来源于固收债券，还有一部分来自于一些无风险套利。由于来源的多元化，它的波动性及风险天然就会降低。在很多时候股和债之间还形成对冲风险的效应，比如 2018 年经济很差的时候，股市是熊市，而债市是大牛市，这样就形成了一定程度的对冲，最后投资的效果是比较好。其次“固收+”产品在股票选择上更加稳健，追求适应市场、对冲市场，讲究宏观策略及大类资产配置因素，能较为平滑地过渡牛熊转换、风格切换。最后形成的结果是其股票部分波动也比较低。

收益来源多元化以及股票部分讲究低波动，最终“固收+”产品可能出现整体波动率相对比较低，夏普比率相对较高的情形，这可能是它最大的优势。

“固收+”概念并非一个简单的股债混合，核心内涵在于两点，首先从观念上看，它的目标是获得超额收益。其次是把控制波动和回撤放在第一位。

在这样的原则指导下，选股上会倾向于稳健增长的公司，尽量把波动巨大、基本面特别差或估值非常高的股票排除掉。同时，会用一定的机动仓位来做宏观策略选股，以适应市场，适应风格切换和牛熊转换。只有提前做好预案，才能在市场变化过程中做好应对，不至于错得离谱。

您在选股上有什么偏好？今年适合进攻还是防守？

我对两种企业应该说都比较青睐。巴菲特的核心理论中有一个概念是护城河。有些企业是已经建立好了护城河，因此它的竞争力很强、现金流很好。还有一些企业是正在以烧钱、赊账、扩产能、招员工等各种方式建设护城河，当它们建立好护城河之后，可能也会表现出很好的现金流等财务特征，对于这类企业可能需要前瞻性地去做研究。我觉得前述两种企业的本质是相通的，区别可能在于这个企业所处的阶段是已经建立好、还是正在建立护城河。

对于今年行情，应该这么说，投资策略正确应该能够赚钱，但策略失败可能就会亏钱。我个人可能主要关注两个板块。第一个是受益于利率上行的金融板块，包括银行和保险。第二个是受益于经济复苏的板块，比如一些中游机械制造业，还有一些化工、有色、建材这种材料性行业。当然，还有一个板块是景气度可能持续的成长股，通过高增长去消化估值，比如光伏、新能源车等。由于这类股票的估值较高，投资的难度加大了，需要紧密的跟踪产业。

风险提示：本材料内容仅反映被采访人于本材料发出当日的看法，材料内容仅供参考，不构成对投资者的任何投资建议或投资承诺，也不代表被采访人所管理产品过去及未来的持仓，被采访人可在未加通知的情况下对任何内容进行更改，未经九泰基金以及被采访人书面许可，任何人不得擅自转载被采访人回复内容，不得采取片面截取、曲解或类似方式对被采访人回复内容进行处理。基金有风险，投资需谨慎。基金管理人承诺以诚实信用、勤勉尽责的原则管理和运用基金资产，但不保证基金一定盈利，也不保证最低收益。基金的过往业绩及其净值高低并不预示其未来业绩表现，基金管理人管理的其他基金的业绩并不构成对基金业绩表现的保证。投资者在做出投资决策之前，请仔细阅读《基金合同》、《基金招募说明书》和《产品资料概要》等产品法律文件以详细了解产品信息，并充分考虑自身的风险承受能力，在了解产品情况及销售适当性意见的基础上，理性判断并谨慎做出投资决策。基金管理人、基金托管人、基金销售机构及相关机构不对基金投资收益做出任何承诺或保证。