

广发基金王予柯：

左侧布局优化配置 提升“固收+”风险收益比



王予柯，上海财经大学金融学硕士，14年从业经历，10年固收多策略投资管理经验，其中有6年公募基金管理经验。现任广发基金混合资产投资部基金经理，管理广发安宏回报、广发稳裕、广发招泰等产品。

两大投资框架配合 追求绝对收益

我采用两大投研框架管理“固收+”组合：配置框架确定大类资产的配比，交易框架把握大级别的拐点交易性机会。

问：作为较早聚焦“固收+”策略的投资者，您如何看待这类产品？

王予柯：“固收+”，也就是固收多策略的产品。这类追求稳健回报的产品，主要采用的是绝对收益的考核机制，即对每一年的收益和最大回撤都有明确的要求。在此基础上，相对收益也占有一定比重的考量，希望在连续两三年获得较好的累积收益。

我管理的偏债混合产品，风格偏向于追求绝对收益，这一点跟我的从业经历有关。2007年毕业后，我进入基金行业，从事债券研究、交易工作，风险偏好比较低。2011年到2015年，我管理的是追求稳健回报的企业年金、债券专户等偏绝对收益性质的产品。

这些早年的从业经历，在一定程度上影响了我在公募基金产品的投资风格。虽然说公募基金大多属于相对收益产品，但我在理念上是绝对收益为目标。总体而言，“固收+”产品比较适合风险承受力相对较低、或者风险偏好比较低的机构及个人投资者，属于波动较小、中长期收益还不错的产品，可以作为银行理财替代的一种选择。

问：您说“固收+”是固收多策略产品，它的主要收益来源是什么？

王予柯：采用固收多策略的基金大多是偏债混合产品，以纯债资产为底仓，希望以股票和可转债等提升收益弹性。综合来看，这类产品的收益主要来自股票、债券以及打新。如果其中一类资产收益降低了，它可能会从另外一类资产上获取一定补偿，互为弥补，同时降低波动。

从过去的经验来看，每年收益的主要来源都不太一样。比如在2018年年初的时候，市场出现明显的股债切换迹象，因此，当年组合的收益可能大部分都来自于债券。

2019年以来，组合的主要收益来源于股票。一方面，科创板推出后，参与新股申购，可以在一定程度上增厚组合的收益；另一方面，连续两年多核心资产的上涨，也给组合持仓带来明显的超额收益。最近这两年，债券基本处于震荡市，其主要贡献的是票息的收益。股债资产的不同表现，也体现出了互相弥补的特性。

问：您管理“固收+”产品时，是如何根据市场来确定资产配置方案？

王予柯：我采用两大投研框架管理“固收+”组合：一类是配置框架，确定长期适合的中枢仓位配比；一类是交易框架，把握大级别的拐点交易性机会。

一方面，我通过配置框架确定大类配比，多策略平滑组合波动。具体而言，就是针对组合风险收益要求，确定长期适合的中枢仓位配比；在运作过程中，定期根据市场变化调整配比。同时，在各大类资产中寻找优质的核心资产，获取企业内含价值提升的收益。

另一方面，我会关注宏观环境和机构交易行为背离的时刻，根据交易框架，及时把握大级别的拐点交易性机会。同时，我也有意识规避短期事件和主题投资，注意组合回撤控制。

问：您如何根据市场变化来做资产配置，可以举一两个例子介绍？

王予柯：2018年，金融去杠杆，经济基本面出现下行压力，市场情绪比较低迷。基于多重因素，我们分析股票市场可能是熊市，那一年，我管理的保本产品各个季度都保持股票零仓位。同时，我们在年初增配了债券，基本是买在债券收益率比较高、价格比较低的位置上。

2019年以来，股票市场在经济基本面、流动性等方面都出现了积极变化，这只产品也由保本基金转型为混合型基金，当年三季度，我在组合中提升了股票仓位，较好地把握住了近两年的股票行情。

今年以来，A股市场震荡加剧，定位于波动相对较小、追求稳健收益的“固收+”策略基金获得了稳健型投资者的青睐。据Wind统计，截至8月20日，今年以来共有472只“固收+”基金成立（不同份额分开计算），总募资规模达到3929亿元，远超去年全年的发行规模。去年全年，“固收+”基金成立总数为219只，发行总份额约3745亿。

从投资角度看，“固收+”策略的执行并不容易。一方面，产品中涉及多资产、多策略；另一方面，产品的目标客户是中低风险偏好的投资者，他们既不愿承担较大的净值波动，又希望能获得超过银行理财产品的收益。基于此，如何选择细分资产，如何有效控制回撤，如何将不同的策略进行融合，是对基金经理的综合考验。

王予柯拥有14年从业经历，超10年固收多策略管理经验，在股票、债券、衍生品等多类资产均积累了丰富的投研经验。截至7月31日，王予柯管理超2年的广发安宏回报和广发稳裕混合的任职回报分别为49%、19.09%，任职年化回报分别为7.43%、8.75%。其中，广发安宏回报在2016年至2020年的5个完整年度均获得正收益。

据悉，9月1日至9月14日，拟由王予柯管理的新产品——广发稳睿六个月持有期混合型基金（A类：012943，C类：012944）将在广发银行、广发基金直销等渠道发行。该产品是混合型基金，股票资产占基金资产的比例为0%—30%，其中投资于港股通标的股票不超过股票资产的50%。

偏向左侧布局 追求高性价比的收益

在执行多资产配置策略时，我比较看重夏普比率与风险收益比，偏向于左侧布局，努力去获得性价比更高的收益。

问：您任职时间最长的偏债混合，连续5年获得年度正收益，是如何做到的？

王予柯：我们作为“固收+”的基金经理，很多时候都是在管理风险预算。“固收+”的风险预算都是有限的，或者说是持有人能够接受的风险、能够承受的阶段性损失是有限的，如果你在一个阶段就把风险预算用完了，你在后面会变得很被动、很保守，即使机会来了也不敢把风险预算调高。所以，做好风险预算，平衡好风险和收益，能让人保持从容的心态。

我的做法就是保持谨慎，早做准备，努力不让极值发生。比如，我不会为了争短期的业绩领先，集中去配置最热门、涨得最好的赛道，我会适当选择几个板块均衡配置，长期来看赚企业盈利增长的钱。又比如，公司有回撤预警机制，在达到那个预警机制之前，我就会提前操作，不会等到触发止损机制时，才被动去应对。

问：市场波动是常态，您是采用哪些方式来管理组合波动？

王予柯：一般而言，我会从四大维度来控制组合的整体波动。

第一，我会根据组合风险预算和回撤要求确定权益中枢仓位。同时，基于市场环境的预判进行灵活调整；

第二，充分利用不同细分资产之间的负相关性，均衡配置不同的资产、行业，通过分散持仓力争降低波动；第三，当市场面临系统性风险时，通过降低权益资产的持仓来控制组合波动，严守交易纪律；第四，择机采用国债期货等金融衍生品对系统性风险进行对冲。

除了前面提到的投资策略，公司也有严格的风控管理机制，帮助基金经理管好组合波动。例如，当组合净值出现回撤时，有不同级别的内撤预警。当然，我在事前就会进行风险预算，根据事前的前瞻判断、最大回撤的要求，再倒推弹性仓位的合适配比。

问：最近两年，新成立了很多“固收+”产品。对比来看，您有什么特色吗？

王予柯：第一，我追求组合风险收益的高性价比，看重夏普比率与风险收益比，偏向于左侧布局。同时，我会持续观察各类资产的机会，对组合中的资产配置比例进行动态优化。

第二，我比较注重组合波动的控制，尽可能把风险控制可在承受范围内，给投资者带来更加稳健的投资体验。

第三，我过往管理的基金覆盖了货币基金以外的大部分固收品类，因此，对纯债、转债、股票、衍生品等细分策略比较熟悉。这也为我在管理组合波动、追求绝对回报时，累积了比较充足的策略储备。

经济基本面反复 关注结构性机会

后疫情时代，经济复苏受供给的约束影响比较大，短期内体现出经济基本面弱化的特征。债券票息策略可能优于久期策略，股票资产结构性行情有望延续。

问：对于目前的资产配置机会，您怎么看？

王予柯：要分析不同资产的配置机会，需要结合经济基本面自上而下来看。现在疫情还没有完全过去，在后疫情时代，这一轮经济复苏跟过去十年需求约束下的复苏有很大不同，主要是供给的约束影响比较大，短期内体现出经济基本面弱化的特征。由于供给不足，物价或者PPI倾向于上涨，这样的环境有利于企业盈利。如果政策放开供给的约束以及政策有一些托底，经济更加容易向上进行修复。

另外，政策开始出现向稳增长切换的迹象，从7月初的全面降准以及7月30日国家有关部门会议纪要可以看到，稳增长倾向比较明显，这一点跟2018年有很大不同，这次政策的前置非常快，一方面是原因不同，另一方面是政策有提前量，预计经济未来会处于圆弧顶缓慢回落的走势。不过，如果看长一些，供给受限的环

境中，通胀会维持在比较高的位置，压缩货币政策进一步宽松的空间。

问：当前的经济环境，如何影响资产价值？您会采取什么样的配置策略？

王予柯：经济增速缓慢下滑的格局，有利于债券资产，但是前期市场已经交易了一波经济基本面弱化以及降息降准的预期。在当前这个位置上，票息策略优于久期策略，我们倾向于久期维持在中短位置，关注优质高息资产。

股票资产方面，由于基本面弱化预期，导致市场资金追逐一些成长性行业，导致部分资产出现高估值、高预期的现象，需要注意回撤风险。部分经济高敏感度行业或者周期行业，受基本面弱化的影响有所调整，这一块偏左侧，存在一定的预期差和投资机会。

总体看，股票资产结构性行情有望延续。考虑到市场波动加大，风格上往价值方向偏转，采用适度分散和均衡配置的策略，可能更好一些。在行业方面，我会重点关注三条主线，分别是受到政策扶持的新兴行业、再通胀和国外复苏出口受益行业。