

广发基金曾刚的“固收+”视角：

## 把握资产配置中的进与退

曾刚,21年证券从业经历,12年公募基金管理经验,现任广发基金混合资产投资部总经理。曾先后在红塔证券自营业务总部、汉唐证券债券业务总部、华宝兴业基金研究部、上海电气集团财务公司资产管理部、华富基金固定收益投资部、汇添富固定收益投资部从事资产管理研究和投资工作。

立足持有人需求  
力求打造好产品

在曾刚看来,“固收+”产品要成为居民理财的替代,需要在产品端和投资端都做好准备,才能更好地获得持有人的认可。

在产品端,基金公司要明确基金持有人的偏好,从客户需求出发设计产品。例如,有的投资者可能不太愿意去承担风险,对收益确定性的要求更高。因此,对于这样的客户群体来说,产品的回撤控制就显得尤为重要。

在投资端,基金经理必须结合持有人需求,来确定资产配置方案、确定多种策略的运用,以及组合整体波动的控制,以求在低波动的基础上实现稳健回报。

曾刚认为,理解客户需求,明确产品定位,是管好组合的首要前提。根据不同客户的细分需求,可以将客户分为理财替代型银行零售客户、希望获取较高收益目标的专业机构客户,希望收益和回撤兼顾、风格稳定的互联网平台客户。

对应三类不同的客户需求,可以将“固收+”产品分为三种不同风险收益等级的产品,分别是理财替代型、积极收益型、均衡收益型。

第一类是理财替代型,产品主要面向的是原来喜欢买“隐性刚兑”型产品的客户。比如,银行零售客户和互联网平台用户通常更偏爱这一类型,他们对于阶段性取得绝对收益的要求很高,但对回撤容忍度较低。因此,即便是设置持有期的“固收+”产品,也必须重视用户持有过程中的体验。

第二类是积极收益型,但组合波动和回撤会更大一些,适合对波动有一定容忍度的投资者。其中,专业的机构投资者对于这类产品的接受度较高。例如,广发聚鑫成立以来年化回报近12%,最近五年的机构投资者持有份额占比从50%左右提升至80%以上。

第三类是均衡收益型,这类产品的风险收益特征介于前面两类之间。基金经理要在大类资产配置层面做好股债平衡,着重通过权益增厚收益,但对于风险敞口的控制有严格的纪律性。

在12年的公募管理生涯中,曾刚经历了多轮牛熊周期考验,逐步形成了均衡略偏积极的风格。他追求中低风险下的中长期合理回报,希望在控制好回撤的前提下,为投资者带来均衡收益类的产品。

业绩是检验曾刚投资能力的试金石。据招商证券统计,他自2012年9月18日至2020年9月18日管理汇添富多元收益,任职累计收益94.83%,年化收益8.68%,在各完整年份均实现稳定正收益,其中2014年、2015年和2019年基金收益超过10%,大部分年份的最大回撤均控制在-5%左右。

“固收+”基金是今年市场关注度较高的一类产品。从需求端看,“固收+”基金以较低的波动、相对稳健的回报,为投资者提供了理财替代的一种选择。从供给端分析,今年前8个月,“固收+”基金(含二级债基、偏债混合基金)新发产品约470只,募集规模近4000亿份。

在理财替代的背景下,投资者如何选择“固收+”基金,才能更好地实现资产的稳健增值?基金管理人又该如何根据不同的客户需求提供合适的产品?

“‘固收+’产品组合中涵盖股票、信用债、利率债、可转债等不同的细分资产,既有固收类资产的防守性,又有一定比例的进攻性资产提升收益弹性,较好地契合了稳健型客户的需求。”广发基金混合资产投资部总经理曾刚认为,“固收+”产品的本质是结合居民财富管理的理财需求,在控制波动的前提下,通过配置不同属性的资产来降低组合波动,为客户提供匹配其风险收益需求的产品。

那么,“固收+”基金如何在低波动的基础上实现稳健回报?曾刚用一句话道出了他十余年投资中悟出的心得。“‘固收+’产品立足于股债平衡,更像是中后场球员,攻守之道贵在均衡。”这句话,也是对其投资框架、投资风格的凝练概括。无论是在资产配置、确定单项资产策略还是在组合构建上,他都体现出“把握大脉络、知进退、懂取舍”的投资思想,整体操作均衡、灵活、从容,显示出深厚的投资积累。

曾刚从大学以来,就是所在球队的守门员,曾创下8年点球不败的记录。他认为,“固收+”投资和足球比赛的守门员很像,结果都是要守住“收益”,但过程绝对不是站在门线上做应对,而是要对整场比赛有大局观,守门员通常是调度后防线最重要的那个人。

## 衡量性价比 做好资产配置

“固收+”基金是以固定收益资产为主要投资对象,择机配置股票、可转债等其他弹性资产增厚收益的产品。对于这类涉及多资产、多策略运用的产品,曾刚认为,核心是要做好大类资产配置,获得多样化的收益来源,而不是单一地考虑“+”什么资产来提升收益。

“我始终认为,资产配置是组合管理中最重要的策略,需要关注多个资产。在投资决策前,基金经理要把几个不同的资产放在一个合理的、一元化的框架中进行比较。”曾刚说,他会从市场的中期逻辑出发,去判断股票、转债、信用债、利率债四大类资产的性价比,再结合组合的风险和收益目标,选择适合当前阶段的配置比例。

具体而言,曾刚的投资框架可以分为三个层次:第一层次是宏观层面的大类资产配置,他寻找市场中期的内在逻辑,顺势配置,定期做横向比较,跟踪评估。第二层次是中观的类属资产配置,重在确定每类资产的策略主线。第三层次是个股、个券的选择。

谈起曾刚在“固收+”产品的管理特色,圈内给出的评价是:“在关键时敢于出手,但大部分时候是个低调谨慎的人,他善于在广泛的大类资产之间做持续跟踪和选择,左侧买入又左侧卖出。”

复盘曾刚的历史操作,可以发现他在资产配置上具有两个特点:第一,当预判市场大趋势来临,他敢于提前重仓、左侧布局获取收益;第二,当估值攀升、波动加大时,他也会及时止盈,左侧退出控

制风险,不赚牛市后期的钱。

以转债为例,转债市场在2009、2014、2019年触底后,均迎来了持续的牛市行情,曾刚也在相应时点做了前瞻性的判断。例如,根据2008年基金年报,当年末仅有2只基金的转债持仓超过10%,其中1只是曾刚的产品。2009年、2010年,曾刚管理的华富收益增强A年的收益率分别为11.87%、14.73%,连续两年位居同类基金前列。

结合历史持仓数据,在曾刚的投资策略中,利率债和信用债的定位是构建基础收益,打新和对冲套利适度增厚收益,可转债运用得当,有助于提升组合的风险收益比,股票的定位是提升组合收益弹性。

其中,股票是他较为喜爱的资产类别,但他不会单一地依赖于股票资产。尤其是在最近三年,权益资产表现非常好,不仅收益率高,波动也不算很大,让部分投资者忽视了大类资产配置的重要性。但曾刚始终认为,“固收+”产品的风险收益特征,80%-90%是由资产配置部分决定的,剩下的才是单项资产的定位。

基于此,在研究层面,他会从自身能力圈出发,积极关注多个资产,主动全覆盖,在广度的基础上持续提高研究深度,不断精进;在组合管理上,他会反复比较不同类型的资产性价比,理解当前影响不同资产价格的主要逻辑,预判这些资产未来的运行方向和波动幅度,不断调整组合的风险收益比。

## 敢于舍弃 多维度管理风险

基金经理的大类资产配置能力,很大程度上决定了“固收+”基金的收益水平,在曾刚看来,它的另一重功效是,确定风险管理的基础格局。如果大类资产做得不好,依赖单一的风险控制手段,很难做到同时兼顾收益和风险。

在多年的实践中,曾刚留意到,不同资产的波动幅度不一样,适合采用差异化的风险管理方式。例如,股票的波动率是最高的,从控制回撤的角度出发,不能持续高比例配置权益资产。在过去某些极端年份,部分“固收+”产品出现负收益率,原因之一就是没有做好股票资产的“进退”取舍。2018年就是典型的例子,股票资产的下跌可以轻易抹掉债券持仓的收益。又比如,转债资产虽然具有股性,但相比股票,它的流动性不太好,适合左侧买入和左侧卖出。

“如果不具备较好的大类资产配置能力,在跌宕起伏的市场中,我们很难控制风险,甚至很难一直保住正收益。”步入证券行业21年,曾刚经历了多轮的大类资产牛熊周期,只要是单独管理的基金在所有完整年份,都取得了正收益,依靠的就是对资产的轮转和回撤的控制。

“我会站在组合整体的角度,评估各类资产和行业之间的相关性,尽量降

低彼此之间的相关性,以便更好地控制回撤。”曾刚总结,管理风险的核心是基金经理要有合理、冷静的框架性思维,把握住大的脉络;既要敢干,也要敢舍弃。风险管理其实是从买入时开始的,要在早期配置就持续下功夫。

此外,定期的业绩检视和归因分析,是曾刚在风险管理、控制回撤的必要一环。他会逐月回看组合管理是否偏离预定目标,不断复盘,并进行严格的绩效归因,按照实际发生的结果来纠偏。

“绩效归因能帮助基金经理不断反思,它可以提醒基金经理,市场的运行趋势很难准确预判,尤其是要观察组合是否存在极端下行风险,是为检视机制中重要的任务。”在曾刚看来,业绩检视,就像是不断前行过程中暂时停下来回头观察一样,是必要的,通过它,可以看看自己走的路对不对,正不正,如果偏了歪了,宁愿退几步,再朝新的方向重新出发。

敢于正视风险,承担风险,既是曾刚的投资原则,也正是他对市场敬畏、对持有人负责的担当与责任感。作为深耕固定收益多年的老将,曾刚带着希望为持有人财富增值增值的理想,继续奋斗在投资一线。