

# 广发“固收+”：精兵强将各有所长 严控风险攻守兼备

## 张雪：立足全球宏观研究 把握大类资产配置机会

打开专业行情软件，查看全球商品概况、隔夜海外市场股价走势，再看看重要的市场信息……这就是广发基金混合资产投资部副总经理张雪每天工作的开端。

作为一名固定收益基金经理，张雪的成长路径与同行有所不同。她曾有近7年银行工作经验，7年基金管理经验，涉足人民币债券、外币债券、外汇、衍生品市场等多类资产和多个市场，也由此形成了全球视角的宏观研究思维以及良好的资产配置能力。

“在我的基金管理中，想的最多的一件事可能就是如何在不同的时间点，根据对宏观经济和市场表现的判断，来衡量各类资产的风险收益比。”张雪介绍，在近7年的投资实践中，对其组合贡献比较大的是在每次大波段中对大类资产配置机会的充分把握。

长期业绩出众 收获“大满贯”

2008年，张雪进入北京银行资金交易部，历任交易员、投资经理。跨市场、跨资产投资，是她在此期间的主要工作内容，涉足的领域包括人民币债券投资、外币债投资、外汇以及衍生品市场。活跃的交易和多元结构化产品，既让张雪感受到这些市场的精彩纷呈，也为她日后的投资带来了诸多启示。

首先，这些资产的研究都以宏观经济研究为基础，尤其是与境外的宏观变化息息相关，这使得张雪在宏观研究上的功力日益扎实精进，逐步形成了具有全球视角的宏观研究框架。同时，长期跟踪不同资产的经历，让她对资产的关联性有较强的敏感度。

“每个阶段影响市场的因素都不是单一的，最主要的因素是动态变化的。比如对今年的全球资产来说，主要的定价锚是美联储的货币收紧，最需要关注的是加息的节奏和幅度。”张雪举例说道。

其次，入行之初就恰逢2008年金融危机，对张雪日后的风险管理以及稳健风格的形成产生了重要影响。



混合资产投资部副总经理 张雪

2014年11月，张雪加入摩根士丹利华鑫，陆续管理纯债、一级债基、二级债基等不同类型的产品。在此期间，张雪用业绩证明了自己的实力。她管理时间最长的一级债基——大摩强收益债券，自2014年12月至2021年9月的累计回报率达到55.03%，年化回报6.65%。值得一提的是，自2015年至2020年6个完整年度，该产品每年均取得正收益，且每个年度业绩均位列同类型前1/2。（数据来源：wind、银河证券，同类基金是指一级债基）

凭借出色的业绩和良好的风控水平，张雪自2016年以来连续五年荣获业内权威奖项，不仅拿下“金牛奖”“明星基金奖”“基金金奖”，还取得了晨星（中国）“2021年度普通债券型基金金奖”。

2021年12月，张雪的职业生涯开启新的旅程。如今的她，是广发基金混合资产投资部副总经理、广发价值回报基金经理。

重视资产配置 中观精选行业

谈及“固收+”产品的投资方法，张雪认为，最重要的是做好资产

配置，这需要基金经理具备对大类资产的定价能力。

“大类资产配置，并非买在资产价格的绝对底部，而是对顶部和底部区域有比较强的位置感。”张雪介绍，对于每一类资产，她会力争在大波段上把握机会，而不过度关注小波段的起伏。在操作上，她习惯于在相对低位入场，在相对高位退场，不求赚取行情最高点的收益，因为这一阶段行情波动大，性价比较低。

具体而言，她会站在偏宏观的视角，结合基本面、政策面以及资金面等因素的分析，对不同资产的风险收益比进行比较，再结合产品的风险收益特征，确定组合配置策略。

在自上而下宏观研究的基础上，张雪加入了中观产业的景气研究。

一是从纯债角度，可以向上验证对宏观的判断，有助于其更准确地判断利率走势；二是在信用债领域，中观产业景气对信用债的信用利差有非常强的定价作用，有助于其把控信用风险；三是在“固收+”产品的管理上，可以用于转债和股票的行业配置。

在股票投资上，张雪并不是按照主流指数配置一揽子股票，而是会结合自上而下的宏观和中观研究，选择重点关注的成长赛道。这一点，也是她在“固收+”管理上的独特之处。

“按照价值和成长分类，我是偏向于成长的，因为我始终秉承一个信念：权益市场就是要找到时代的Beta。”张雪说，2008年之前，时代的Beta是金融和地产，当时处于城镇化初期，银行、地产都受益于城镇化的进程。2015年之后，时代的Beta是大消费，宏观背景是消费在GDP中主导作用日益明显。未来一段时间，Beta在高端制造以及部分增速较好的消费子行业，因为它们代表了经济转型的发展方向。

在自上而下择时、选好赛道进行合理的仓位配置之后，张雪会和权益研究团队充分沟通，看好的标的至少提前一个季度做功课，持续斟酌合适的买卖时机。

导读

一燕不能成春，独木不能成林。管理大师罗伯特·凯利曾说过：“企业的成功靠团队，而不是靠个人”。公募竞争的本质是人才密度的比拼，一个理想的人才梯队，既要有资历深厚的老将压阵，又要有正值壮年的中坚力量支撑，还要有朝气蓬勃的新生代接力。

作为公募资产管理规模居前的头部公司，广发基金的股票投资在业内素有“精兵强将，风格多元”的口碑。而今，在关注度日益提升的“固收+”领域，广发基金也打造了结构合理、梯次有序的人才队伍。

深耕债市二十载的老将张芊，擅长把握宏观经济周期变化，把脉大类资产配置。曾刚、姚秋、张雪、邱世磊、谭漳杰均是正值当打之年的投资好手。刘志辉、李晓博、吴敦则展现出了新一代基金经理所特有的锐度。

广发“固收+”团队呈现出一种风格多元的投资特色：张芊冷静睿智，关键时刻决策果断；曾刚经验丰富，投资风格均衡而灵活；姚秋兼具理性与洞察力，逻辑条理清晰……不同风格的基金经理是如何管理“固收+”产品？今天，我们走访6位基金经理，听听他们是如何在多资产管理中寻找最优解。

## 姚秋：严守风险底线 股债协同追求高性价比收益



债券投资部总经理 姚秋

面对横跨多个资产类别、考验资产配置能力的“固收+”投资，广发基金债券投资部总经理姚秋总有一种化繁为简的能力。在他看来，要做好“固收+”，需要恪守两个原则：一是控制风险敞口，二是重视资产配置。

在收益的来源上，他对每一类资产都有清晰的定位：债券是基础性收益来源，股票是弹性担当，转债则不时提供补充性的收益。他会结合风险预算条件和三类资产的收益风险比进行配置，获取多类资产的累加收益，每一类资产都不追求做到极致。

在这样的思路下，姚秋的管理风格显得积极而不激进，温和又不失进取，长期业绩出众，同时回撤控制又处在非常优秀的水平。

丰富的多资产管理经验 自下而上进行微观验证

姚秋首次接触投资是在求学期间。作为金融专业学生，他曾自2004年起通过个人账户投资股票。基于个人的投资兴趣和扎实的专业背景，姚秋在实践中构建起自己的股票研究体系。

2009年经济学博士毕业后，姚秋先后在建行北京分行投行部和工行资产管理部任职。在工作期间，姚秋的工作主要分为三部分，一是负责债券投资，尤其是信用债投资；二是管理几百亿规模的理财产品，将资金分配到债券、非标、存款等；三是策略研究，包括债券、股票、商品等子类资产。

早年的职业经历，为姚秋管理“固收+”产品打下了良好的基础。一方面，长期在银行管

理债券组合，使得他对宏观变量具有较高的敏感性；另一方面，股票的实操操作，让他坚信基本面的变化会反映在资产价格上，注重自下而上的微观调研和验证。此外，理财产品的管理经验，让风险控制成为他最看重的投资环节。

2014年4月，姚秋离开投行资管部，加入新华基金，陆续管理保本基金、二级债基、混合基金等产品。其中，新华阿里一号保本基金从2014年三季度开始到2017年5月产品结束运作期间，每

## 邱世磊：能攻善守 追求相对匀速的净值上涨

合时，一方面会严格管控股票和债券的风险暴露，另一方面则耐心等待“高确定性”机会。例如，对于组合中“+”的策略，他会审慎衡量。当胜率和赔率都较优时，大胆提升仓位，主动承担“高性价比”的风险暴露。与此相反，当预判市场风险较大、机会较小时，宁愿不配也不会冒险配置。

业绩是基金经理投资水平的直接体现。以邱世磊管理时间超三年的“固收+”产品—民生加银鹏程和民生加银鑫喜为例，民生加银鹏程在其任职期间（20180307-20210601）年化回报10.26%，最大回撤和夏普比率分别为2.76%和2.80，在79只同类基金中分别排名第4、第2。民生加银鑫喜在任职期间（20161209-20210316）年化回报达9.97%，最大回撤和夏普比率分别为3.57%和2.31，在39只同类基金中排名第7、第3。（数据来源：wind，鹏程和鑫喜同类按照银河证券三级分类，分别指混合基金—偏债型基金—偏债型基金(A类)和混合基金—灵活配置型基金—灵活配置型基金（基准股票比例0-30%)(A类)，过往数据不代表未来表现）

从宏观视角出发 适时调整攻守配置

受经管专业教育经历影响，邱世磊很早便建立了完备的宏观研究框架，并在毕业后选择债券研究。同时，多年的债券实践又进一步淬炼了其宏观分析能力。在邱世磊的“固收+”框架里，无论是大类资产配置还是股权投资，均



基金经理 邱世磊

以宏观分析为线索，步步深入。

在大类资产配置方面，邱世磊引入有前瞻性预判功能的金融经济数据指标或者政策信号，对美林时钟模型进行因地制宜的改良，基于宏观框架研判市场。当察觉市场存在系统性

风险时，他会快速处理；当机会来临时，则会果断加仓。

从历史操作来看，他会结合对市场大势的判断，动态调整组合的攻守态势。例如，2017年—2020年间，民生加银鑫喜的权益仓位自2017年四季度开始下降，2018年持仓不超过3%；2019年初提升股票持仓，全年保持在10%—30%区间运作；2020年一季度，在美股连续熔断区间，选择减仓避险，在6月市场转暖时加仓……一连串踩准市场节奏的操作，足以体现邱世磊优秀的仓位管理能力。

在权益资产方面，邱世磊认为，没有哪一种方法或者策略能够适应不同的市场，所以他选择多维度多策略的投资框架。投资标的上，成长股、价值股和周期股不拘一格，大盘和中小盘均有涉猎；投资方法上，根据宏观和市场环境选择相应的大小盘或是成长价值风格，根据行业和标的选择顺势而为或逆向投资；组合构建上，基于风险防范的考量，他会选择广泛布局、适度分散，判定行业板块有结构性机会时，提高集中度来增厚收益。

这种以风险防控为先、对机遇进行灵活把握的特点，也体现在债券投资中。信用方面，邱世磊较少做信用资质的下沉，主要持仓高等级信用债和利率债。久期上，他会根据对宏观经济、货币政策和债券市场的分析，在中长债和短债，或中长久期和短久期之间进行灵活调整。

对于纯债，姚秋的原则是只投AAA评级无瑕疵信用债，同时阶段性把握利率债的大波段机会。“我不倾向于在久期上做过于频繁的调整，除非收益率真的很高或者收益率真的很低，并能给出确定性的证据。这样做下来，债券部分票息收益偏虽然低，但组合足够安全。”姚秋表示。

而权益资产的研究，则占据姚秋过半的精力。在他看来，虽然股票的占比不高，却是组合超额收益的主要来源。据业绩归因分析，自2017年至2020年底，新华增盈回报的股票和债券贡献的收益占比分别约为47%和50%。

在股票选择上，姚秋会建一个容纳200只左右个股的股票池，入选的股票需符合两个特点：一是基本面变化足够慢，二是基本面的变化在一定程度上是可以预期的。在此基础上，再对每一只入池的股票做估值评估。

在组合管理上，姚秋会严格限制估值较高标的的占比，大部分仓位投向估值偏低或者合理的标的，对单一行业、每只股票的持仓做集中度的限制，单只股票占净值比的上限是1.5%，单一行业最大上限是30%。第三则是尽量选择行业相关度较低的标的。

对于转债，姚秋会用两种逻辑进行配置，第一种是转债具有较高安全边际时，此时增加转债持仓不会明显增加组合的风险暴露。第二种是作为正股替代，当正股上行空间大但回撤风险也较高时，他会选用转股溢价率合理的转债替代正股。

## 刘志辉：把握经济周期与估值 基于行业比较适度偏配



基金经理 刘志辉

2012年7月从清华五道口金融学院毕业后，刘志辉加入广发基金固定收益部，历任固定收益研究员、固定收益研究主管。

2016年11月起，他转向投资岗位，先后管理短债、中短债、长债及二级债基，擅长“固收+”策略和中短债策略。

在股票的结构上，刘志辉会根据自上而下与中观行业景气度、估值、利率等因素，对某一风格进行超配。例如，2020年下半年，沿着经济复苏逻辑，超配顺周期的核心资产；2021年2月预判市场存在调整风险，将持仓由估值相对较高的品种切换成低估值的银行、地产；等到5月市场企稳时，选择超配煤炭、化工等周期品。

“归纳我的权益思路，是将自上而下宏观研判与中观行业景气气分析结合，基于行业比较进行适度集中的配置。”刘志辉表示，在确立风格与行业的基础上，他会个股进行相对分散配置。

## 李晓博：秉持均衡偏成长风格 做好“固收+”防守反击



基金经理 李晓博

多年的绝对收益产品管理经验，让李晓博在追求稳健增值的路上，形成了均衡偏成长的投资风格，重视对组合回撤风险的管理，严控信用风险。Wind及银河证券统计显示，李晓博管理的广发聚荣在2021年实现了5.06%的回报，最大回撤不超过1%。今年一季度，受债债波动影响，偏债混合型基金平均回撤达到4.65%，广发聚荣的最大回撤低于1.5%，体现了基金经理良好的风控能力。

李晓博认为，“固收+”基金考验的是基金经理对不同资产的功能、收益风险情况的计算及权衡。其中，纯债是组合的底仓，他选择以高等级信用债为主，力争获取稳健收益。对于权益资产，则主要通过资产配置、行业风格把握来获取机会。从历史持仓看，他参与较多的行业是医药、机械制造和军工。

2012年入行的李晓博，经历了2014年—2015年的成长行情，曾深入研究医药、军工和机械制造。2016年至2017年，市场风格从成长切换为价值，他一度经历风格不适的阵痛期。经过反复思考，李晓博确定中观出发适度分散的配置思路。具体而言，他将20%—30%的资金配置在成长，其余按均衡配置的思路寻找行业轮动机会。

谈及“固收+”产品的管理心得，李晓博认为，关键是结合市场环境评估各类资产的性价比，把握组合的攻守窗口期。“当市场环境不占优，我会更加均衡，严守风控底线，静待风口来临再反击。

-CIS-