

东海基金邢焯：

锻造“稳准快”核心能力 求得领先“半个身位”

□本报记者 徐金忠

固收投资从来不是信马由缰的恣意，而是跬步千里、攻守有道的沉淀。但是，固收市场瞬息万变，固收投资如何以专业获得认可，以实力破除“内卷”？东海基金基金经理邢焯认为，固收投资需要打造“稳准快”的核心能力，主观经验、投资模型、金融科技“三位一体”，才能在固收投资和行业竞争中，赢得领先市场的“半个身位”。

固收投资“基本功”

固收投资成为行业中很多新锐基金公司的发力点。东海基金更是在固收投资上通盘考虑、计之深远，采取跬步千里、稳中求进的策略。

邢焯解释说，固收投资在东海基金的定位主要有两点。

首先，固收投资在公司投研框架中起到基础性作用，固收投资分析偏重于宏观分析和自上而下，这对于大类资产投研框架、周期轮动框架的建立具有基础性的作用。

在这方面，邢焯讲到了从固收投资出发，触类旁通的妙用。“不同出身的股票基金经理会有不同的投资逻辑，整体来说更偏向自下而上。而从固收角度出发，固收的投资逻辑更偏宏观或者偏资产轮动。正好这几年资产轮动效应相对来说较明显，在这种情况下，固收或宏观的逻辑，对于权益投资具有一定的相互吸收、借鉴的意义，对于东海基金来说，固收团队及权益部门也会互相交流，分享经验。”邢焯表示。

其次，固收投资在公司业务发展中具有基础性作用。邢焯并不讳言固收投资在规模上的优势，他表示，固收投资规模增长比权益投资相对容易，特别是东海基金的固收团队过往积累了丰富的固收投资经验，固收投资对于公司业务的发展和壮大起到重要作用。

以强大的固收投资能力“打地基”，东海基金眺望资产管理服务的星辰大海。“东海基金强调大类资产配置的逻辑，对整个宏观经济定位以及大类资产轮动进行研究。基于这一逻辑，进行不同资产研究及策略的开发。同时我们还有一批深耕行业的研究员，会自下而上挖掘阿尔法逻辑更强的具体标的。基于此，东海基金可以为客户提供更全面的资产管理服务。”邢焯表示。

“稳准快”核心能力

为了打造固收投资的扎实基本功，东海基金形成了“稳准快”的核心能力。

“稳健扎实的研究功底；投研一体的顺畅协作机制，尤其是投研理念的匹配度和准确的彼此理解能力；强大的数据及时分析能力和投后跟踪能力。简单而言就是三个字：稳、准、快。”邢焯介绍。

“稳准快”的核心能力，对应了投研团队主观经验、投资模型、金融科技“三位一体”的齐步推进。

“东海基金固收的特色在于团队建设、投研框架和科金系统等。东海基金的投研团队一起共事多年，不断践行投资、研究、交易一体化发展。同时，我们不断迭代团队的投研框架，向上扩大类资产的宏观逻辑，向下细化信用研究分析。另外，东海基金自主开发了FindFit金融科技系统，将团队智慧系统化、自动化，提升投资效率。”邢焯介绍。

具体来看，在东海基金，第一是锻造固收投资的精兵强将，东海基金的固收团队经历多轮的市场周期，积累了丰富的经验。第二是将团队智慧落实到投资模型，使之固化下来，通过投资模型的固化，保证投资风格、投资方法不会出现漂移，最终保证具体产品始终采取相对稳定的投资策略，不会出现客户预期外的变化。第三是



FindFit金融科技系统把模型逻辑嵌入系统，提高效率，同时通过系统实现对人性弱点的克服。

总体来说，东海基金的固收核心能力，囊括主观经验和工具器用两大部分。在投资模型和科金系统上，主要是工具器用的体现。据邢焯介绍，在投资模型的构建上，债券基本面供需框架、资产时钟框架、收益率曲线分析框架、个券定价和比价模型形成“四梁八柱”；在金融科技上，FindFit投资研究管理平台系统通过科技手段探索价值研究路径，例如其信评模块有效解决了信用准入问题，更重要的是为信用与估值的联系应用，给投资决策提供指引、保障投资决策处于有效区间。

当然，投研团队的主观经验，是模型和体系的“基础架构师”，而且投研团队的主观能动性在模型和体系的运转中，提纲挈领、择优而处。“模型和体系明确了大的投研逻辑和方向，这对提高投资效率和投研协同、明确产品线定位

等方面都有重要作用。基金经理可以借此明确自己的投资导向，为投资者提供更加匹配的资产管理服务。”邢焯表示。

以领先破“内卷”

采访中，邢焯还谈到了固收投资的“内卷”现象。

“我个人觉得目前大部分投资者类似于趋势型投资者，包括大家说的现在缺资产，所谓缺资产其实是由于大家信用偏好类似，跟随着市场去‘抢’资产，打个比方就是落后市场‘半个身位’。如果想脱离这种‘卷’的状态，可能要从落后‘半个身位’转换成领先‘半个身位’，给产品提前创造一定的利润，这样就不会被动地去抢资产、去承担过大波动。想达到这一效果的话，最终还是落到对固收行业的研究，包括对资产背后的宏观逻辑到底是什么、是什么支撑了行业发展等问题，追本溯源、寻根问底。”邢焯表示。

资料显示，邢焯目前管理着多只中短债产品，在中期的中短债基金热潮中，邢焯有更多的思考。邢焯表示，债券市场长期来说非常具有配置价值，无论是从债券资产的表现，还是从投资者理财的需求来看，债券类资产都具有配置价值。

与此同时，随着大量资金参与，债券市场特别是中短债基金投资迎来变化。“第一，对于债市来说，目前流入的部分资金来自银行理财，进入中短债基金之后，最终投向债券市场，促进债券市场体量、资产流动性等发展，而且中短债基金交易相对比较活跃，可以使整个债券市场的生态更加活跃。第二，这对基金管理人也是挑战，因为这一类型产品的申赎特征趋同，投资逻辑、风险收益偏好也差不多。这就导致可能赎回的时候也会有趋同的节奏，对管理这类基金的流动性提出了挑战。对于中短债基金在流动性方面的监控，未来要增加更多的研究投入。”邢焯表示。

■ 广发言 | 以时间的名义

以深度研究发掘价值之美

□ 广发基金研究发展部研究副总监 杨定光

时间赋予价值永恒的魅力，而深度研究则是价值发现的主要途径。这是价值投资中两样不可或缺“武器”。

对时间的理解，往往决定了投资的格局。有人说，时间就是生命，人们也常常用时间来衡量生命的长度。而商业本身也有生命。投资中，对产业的生命周期和所处阶段的把握至关重要。

站在历史的长河里，每个产业都是在特定时代背景下孕育而生，之后发展壮大并不断演变。对于企业而言，价值的实现是通过不断的战略经营、研发创新、运营管理、生产组织、销售服务来获得持续良好业绩。对投资来说，价值的实现是通过持有优秀企业获得未来现金流的贴现。

而深度研究，则是将这些优秀企业识别、挖掘出来的过程。这种能力的培养往往需要一段很长的时间，通过数月、数年甚至数十年的实践总结，投研人员才能形成清晰自治的深度研究框架。同样，研究团队也是如此，需要经过管理协调、带教培养、投研协同等多维度的长期打磨，才能逐步走向成熟。无论是个人，还是团队，厚积薄发才能行稳致远。

在研究中，我们相信竞争力是企业利润创造的源泉，因此会重视竞争力和估值的平衡，也更偏好于从战略层面和核心竞争力的角度来分析公司，通过定性分析和定量分析相结合的方式跟踪，并最终判断其能否在未来较长一段时间内持续发展进而创造超额收益。正是以深度研究为基础，我们构筑核心股票池，在合理估值范围内对相关标的进行长期投资。

价值发现要把握时代节奏

伟大企业是时代的产物。因此，研究和投资一定要紧扣时代脉搏，寻找符合时代趋势的优秀公司。在不同的时代背景下，人类社会发展和国家主体发展所处的阶段皆不相同，正是这些不同孵化出带有独特时代烙印的伟大公司。

纵观全球，美国在过去百年拥有全球表现最好的资本市场，产生了一批又一批引领世界的伟大公司，这些都是基于美国百年强盛的经济增长；在同时期的欧洲，由于经济未能长期强盛，资本市场也未能走出长牛；而1989年前后二十年的日本资本市场更加全面地阐述了时代背景的重要性。可见，没有伟大的时代，就没有伟大的企业，更没有优秀的投资经理。

改革开放以来，中国经济经历了轻工业、重化工业、互联网信息工业、科技创新等不同产业的旺盛发展



广发基金研究发展部研究副总监 杨定光

期，每一个阶段都产生了一批优质的企业，潮起潮落；伴随着产业周期，很多企业逐步诞生、成长、壮大，经历高速增长后逐步进入稳定发展期，之后或衰退、或转型；企业的市值，也随着产业节奏和自身经营节奏起伏伏。

在中国经济过去几十年的高速发展期，诞生了一批批踏着时代节奏的优秀企业。从早年的家电、机械、制药行业，再到创新药、医疗器械、电力设备及新能源、电动车等，不同行业都涌现出了优秀的龙头企业，每一家企业背后都是特定时代产业浪潮的缩影，而有些ROE保持稳定的优秀企业则更是享受着改革开放这个伟大时代的长期红利。我们的投资必须紧跟时代

的脉搏。

时代因素的重要性不言而喻，这促使我们需要不断进化学习，把握时代的节奏。换句话说，投资就像冲浪，我们需要踏浪而行。因此，一名优秀的投研人员，只有天赋是远远不够的，成熟之路从来没有捷径，只有厚积薄发，持续努力学习进化才能淘沙取金。因为时代在变化、产业在变化、企业在变化，科技发展和社会进步一直在发生。可以说，唯一不变的是变化。

放眼世界，中国正面临百年未有之大变局。而我们拥有全世界最庞大的工程师队伍和内部消费市场、最强大的基础工业体系和供应链体系，以及巨大的国际贸易总额，同时我们也在积极寻求科技进步和高端制造业的发展，寻求内部消费市场的稳步发展。站在当下，半导体、光伏、新能源车、生命科学、人工智能、消费升级等行业正处于蓬勃发展中，虽有短期的起伏波折，但我们需要牢牢抓住这个时代的节奏。

竞争力是企业利润创造的源泉

价值的沉淀需要时间，价值的挖掘同样需要持续的深度研究。在长期的积累中，我们确信，竞争力是企业利润创造的源泉，估值本身是在对企业长期竞争力估值，企业经营的是其核心竞争力，我们需要深度跟踪研究其竞争力的演变。

我们需要对企业竞争优势进行定性和定量相结合的全面解析，通过对其现有管理力、渠道力、产品力、品牌力等多维度的竞争优势分析，跟踪其竞争战略和经营环境的演变，结合其竞争优势进行相对比较，分析其未来竞争力的构筑和演变，预判其战略执行的结果，并最终对企业投资价值形成相对准确的判断。

在长期的投研积累中，我们可以看到几类不同竞争力特征的企业：最好的投资标的，其竞争力是自然垄断的，此类标的极其稀缺；次优的投资标的，其竞争力和竞争壁垒是通过长期的有效经营管理构筑起来的，此类标的有一流的文化和管理，但我们也要清醒地认识到，文化和管理长期而言是不稳定的；依赖行业趋势快速发展起来的企业，能否持续创造超额收益，关键是看其能否最终构建核心竞争力、构筑护城河。

适合长期投资的公司，是从估值看竞争力被低估的公司。我们期望所投资的企业拥有一流的企业经营文化，因为文化带来良好的管理，而良好的管理带来竞争力。实际上，我们认为管理的目的是构筑竞争力和竞争壁垒，而投资最重要的是投资企业竞争力。

那么，如何分析和判断企业的竞争力大小？我们在

研究中发现，大多数竞争优势的分析都是基于定性，但其实定量的分析和判断更加重要。

如何把竞争力量化？我们需要分析其产品力和品牌溢价比例、成本优势比例、产业链价值分配后的留存比例，分析其供应链体系、渠道体系、研发体系、客户体系、员工薪酬体系等；量化对比分析后，我们可以通过评估其合理性，跟踪分析相关趋势，预判其各方面竞争力是否稳固、价值链体系是否稳固，上下游定价权是否稳固、员工和客户体系是否稳固，并最终预判其未来竞争力的演变趋势。

此外，包括企业家的性格、价值观、过往经历、个人能力优劣势等在内的竞争力分析的重点内容，都需要我们去认知和判断。我们要去感知企业家的文化价值导向，理想情怀目标、管理决策思维，感知企业家的经营管理痛点、战略执行难点、内外环境拐点。

企业竞争战略是否正确、能否执行到位，涉及到企业自身具备的人力、管理、技术和财务等多方面的条件，我们需要认真分析研究，简单按照公司描述的战略前景进行线性外推所做出的盈利预测，往往会导致研究投资的重大失败。

相信坚持价值投资基础上的复利原则，相信竞争力是企业利润创造的源泉，重视竞争力和估值的平衡，相信深度研究带来的价值发现，这是我做研究和投资的核心力量。

基金经理简介：杨定光，同济大学经济学硕士，15年证券从业经历，12年投资管理经验。现任广发基金研究发展部研究副总监。曾先后任兴业证券研究员、投资经理；兴证证券资产管理投资经理、权益投资部总监兼公司副总监。

(风险提示：文章涉及的观点和判断仅代表投资经理个人的看法。本文仅用于沟通交流之目的，不构成任何投资建议。投资有风险，入市须谨慎。)

