

广发基金张雪:

倾听市场之声 把握“固收+”投资主旋律

□本报记者 万宇



张雪,15年债券市场投资经验,逾8年公募管理经验。2021年加入广发基金,现任混合资产投资部副总经理,兼任固定收益研究部副总经理,管理广发价值回报、广发恒通六个月持有期等。

以宏观为基石 锤炼资产配置能力

好的开端是成功的一半。对张雪来说,在银行的7年历练,培养了她对跨市场投资的敏感度以及在宏观层面对大类资产的研判能力,为其后来管理多资产的公募基金组合打下了坚实基础。

2008年初,张雪进入北京银行资金管理部,工作职责是做美债交易。那一年,恰逢雷曼危机爆发,发生几十年难遇的全球金融危机。“每日美债活跃盘从下午三点欧洲开市,持续到凌晨三点美国市场收市。那几年不断有金融事件导致市场剧震,给投资人带来了巨大的心理和交易压力。”

在做美债交易的近三年时间里,张雪从早上八点半开始工作,几乎每天都要持续到凌晨或后半夜。跌宕起伏的市场挑动着交易员高度紧张的神经,曾经睡眠质量很好的张雪,在那几年经常失眠。回忆起这段经历,张雪坦言,她曾想过退缩,转去做正常的日间交易。但每天早上,当她坐回彭博机前,看着市场或红或绿分秒更迭的报价,信念在瞬间又被激活。

后来,张雪在工作中又涉猎了不同类别的资产管理,比如人民币债券、外币债券、衍生品、外汇交易。“那时,我做外汇和外币市场,主要交易对手是外资行,几乎每个交易日都跟他们联系,对境外的trading(交易)和多元化结构性产品有了全面了解。”那几年,正好是国内金融市场繁荣发展的年代,这也让张雪充分享受到了行业的贝塔。

回首在银行的7年历练,张雪最为受益的是培养了跨市场的敏感度以及大类资产研判能力。“人民币债券投资、外币债投资、外汇到衍生品市场,这些市场的投资都是以宏观经济研究为基础。”张雪坦言,自己的长项是大类资产配置,特别是在多资产组合的关联性上,对市场敏感度比较强。

例如,当张雪分析宏观经济大趋势,会有很大一部分精力花在研究境外市场上。现在每天打开Wind,她会习惯性先看一下全球商品概况,再去看美债市场前一天晚上又发生了什么,收益率有没有剧烈变动。在此基础上,她会去看有哪些因素会从境外向境内传导,哪些信息境内市场还没有反应,需要做出判断。

乐曲演奏中,音乐表达的完整性永远比技巧更重要。好的演奏不一定有大跳、轮奏、快速八度等技巧,但切忌忘谱和停奏。投资也是如此,好产品不一定需要高弹性,但切忌离谱千里和踩雷大亏。

如果说不同风险收益属性的投资产品有各自的“谱调”,那么对“固收+”而言,风险收益性价比应该就是它的“主旋律”。在这个领域深耕十五年的张雪,无疑是一位优秀的“演奏者”,她管理过的公募基金均展现出较高的性价比。

银河证券统计,自2014年从事投资逾8年来,张雪管理过的产品合计10只,除了任职不满一年的广发集远,其余9只产品全部实现年度正收益。另外一组数据显示,2015年以前成立的“固收+”基金有208只,能够连续6年(2015年-2020年)跻身同类前1/2的基金仅5只,而张雪管理过的基金就占据两席。

张雪所管产品的优异表现,不仅源于其在大类资产配置领域所展现的突出“长板”,亦源于其突出的风险控制能力。“对偏债混合产品来说,只要大方向判断不出错,大概率能实现年度正收益。”张雪表示,资产配置择时是其组合的主要收益来源,她主要把握大波段的择时,不参与短期的博弈。

把握市场节奏 不做短期博弈

在银行历练七年后,张雪关注到了正在蓬勃发展的基金行业,后者更为市场化的运作方式吸引了她。2014年11月,张雪加入摩根士丹利华鑫基金,陆续接手管理纯债、一级债基、二级债基等不同类型产品。随后几年,她将多年的研究积累转化为优秀业绩,荣获金牛基金等16项大奖。

谈及超额收益的主要来源,张雪将其归因于“基于宏观分析的大类资产配置”。“在我管理基金时,宏观分析是最重要的,它决定了配置的大方向,比如是高配权益还是高配债券。”张雪的经验是,必须把各类资产放在更宏观的背景下,根据基本面、资金面和政策面等综合判断大类资产的运行趋势。

具有代表性的操作是2016年,在资金面充沛的情况下,当年前三季度,债市出现“资产荒”,买券基本靠抢。虽然期间受信用风险事件影响,信用利差、期限利差、等级利差均曾出现波动,但总体呈大幅下行趋势,债市出现一轮大牛市。

在一片乐观的“债牛”氛围中,张雪留意到与牛市并不自洽的两个信号。一是PMI转暖,国内经济逐步从2015年开始的去产能周期中走出来;二是负债成本与债券收益率明显倒挂,投资人要想赚钱,要么大幅加杠杆,要么就在市场的短期波动中博弈。

此外,海外市场的收益率向上走,让她觉得,市场已经发出了风险信号。“从2015年12月底开始,美联储开始进入新一轮加息周期;已经颠了多年的日本十年期国债收益率又回到0%以上,欧洲央行也释放出偏鹰信号。”张

雪分析,在外围货币环境收紧的环境下,期待国内货币环境继续宽松,逻辑上难以自洽。

基于上述分析,张雪从2016年三季度及时止盈,并将债券久期压缩至0.5年以内。后来,债市在10月之后迎来了剧烈回调。当年四季度,中证综合债指数下跌1.41%,为2014年至今为止的最大单季跌幅,同期张雪管理的大摩强收益债券仅微跌0.19%,全年取得4.83%的正收益。

此后,张雪又屡屡在重要的时间节点把握了资产的大波段,为组合贡献了显著的超额收益。例如,2018年外部贸易环境发生变化,张雪在一季度开始大幅拉长久期,增加杠杆。那一年,债券成为国内所有大类资产中表现最好的品种。

2020年二季度,在国内经济复苏、全球货币宽松但国内货币政策有定力的背景下,张雪则提前大幅降低组合久期,并加仓转债,将组合的回撤控制在较低范围内。当季债市开始剧烈调整,中证综合债指数下跌0.26%,大摩强收益债则取得1.19%的正收益。

这些操作表明,张雪的风格偏左侧,她偏好于在相对低位、风险收益比较好的时候入场;在相对高位时则会选择提前离场,看似会错过最后一波上涨,但优点是承担的风险也相对有限。

“大类资产配置,并非要在资产价格的绝对底部位置,而是对顶部和底部区域有比较强的位置感。”张雪说道,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。

精研股票 谱写“固收+”新篇章

没有一成不变的市场,也没有一劳永逸的策略,优秀的基金经理始终在坚守和进化中取得平衡。

2008年,张雪进入银行业,在人民币债券、外币债、外汇、衍生品市场的投资历练中,锤炼了以宏观研究为基石的资产配置能力;2014年,她进入合资基金公司,在债市的繁荣发展中分享了投资的红利;2021年,“固收+”基金成为居民资产配置的重要工具,张雪选择加入广发基金,在新平台开启“固收+”新篇章。

股票投资一般被认为是“固收+”组合超额收益的主要来源。张雪认为,这也是打破利率平坦化下行困境、获取超额收益的重要方式。张雪的做法是,发挥宏观研究的长板,自上而下寻找有时代贝塔的板块,同时从中观出发挑选有安全边际的高景气行业;对于选定的赛道,去跟踪标志性企业的景气度。

“2017年至2020年,我做了不少行业层面的比较研究,比如前几年比较火的新能源车,我在2017年前后就与研究部同事做过整个产业链的研究,我自己还做了PPT在团队内部分享。”张雪介绍,她会重点关注中长期维度有持续增长潜力的行业,例如,半导体、医药CXO等,站在中观视角对产业做了理论框架的研究,并持续追踪主流公司的发展趋势。

例如,创新药是张雪比较关注的领域之

一,在她看来,创新药已经领先于半导体等行业,真正做到了与国际接轨。同时,创新药的融资环境也在改善。此外,医改之后,医疗支出费用腾笼换鸟压缩仿制药,向创新药倾斜,政策也给了创新药空间。

对过去的张雪来说,创新药的研究门槛很高,甚至药品名称都很难读得准确,更不用提药理药效研究了。来到广发基金后,张雪了解到,广发基金创新药研究员研究功底非常扎实,国内所有创新药均有覆盖,与重点企业的管理层都曾深入交流。因此,她会常常与创新药研究员交流。今年一季度末,在张雪管理的组合中,持有创新药和医疗器械。

除医药外,张雪的覆盖和持仓范围还扩展到新能源车、TMT、化工、消费、黄金等行业。在采访中,她对这些行业的见解和观点娓娓道来,显示了其在中观研究上的明显突破和进阶。

“股票各个行业千差万别,你可能一年能学几个板块,但是板块的轮动你很难跟上。你学明白的时候,可能就是被别人收割的时候。如果有非常强大的研究支持,你可以迅速成长起来,并且得到团队的赋能。”张雪说。

优秀的自上而下宏观研究,叠加中观产业和公司的深入分析,这是张雪管理“固收+”组合的风格特色,更是她不断提升投资能力、更好地为投资者赚取超额收益的勇敢尝试。