

# 智者不解难题

## 中欧基金固收团队：“资产荒”中亦有“黄金”

□本报记者 魏昭宇

今天的市场为什么会涨？贸易摩擦对债市走向有何影响？当下的回调是上车机会么？在面对这些市场热议的问题时，来自中欧基金固收团队的基金经理李冠頤坦言，其实自己也不知道这些问题的正确答案。但她补充了一句：“有时，要做出正确的投资动作未必非得知道正确答案。”

当然，李冠頤不是一个懒得归因的人；相反，她更愿意将宝贵的思考时间放在“确定性”更强的市场行为分析上。“不管你是因为基本面买入，还是因为追高买入，亦或是听了别人的建议买入，落到最终的投资行为上都是一样的。”她从不避讳自己的技术分析方法，在她看来，资金的每一次买入卖出已然在一定程度上给予了市场行为深层次的注解。而基金经理要做的，就是尽量少犯错，尊重趋势，一点点积累胜率。

另一位中欧基金固收团队的基金经理邓欣雨亦在采访中反复强调了宏观分析的重要性。“无论是权益投资，还是债券投资，任何投资行为如果脱离了宏观场景，都会面临巨大风险。”邓欣雨向中国证券报记者表示，在债券收益持续走低、经济逐步复苏的市场环境下，混合资产投资策略面临诸多变数，而中欧基金固收团队运用科学、可复制、可验证的投研框架，在宏观分析的基础上，力争为投资者动态构建一套多元资产配比的“最优解”。此外，在中欧基金固收投资部研究员刘灵均的眼里，中欧基金拥抱科技革命的坚定信心与不断探索，已然成为投资团队勇往直前的不竭动力。

### 世界观：

#### “好资产”重要 “好决策”更可贵

李冠頤非常喜欢看排球比赛，朱婷是她的偶像。在回看朱婷一些重要比赛的赢球数据时，李冠頤发现了一个现象：自己偶像的得分率并没有她想象中那么高。“我发现如果一个主攻手的成功率能超过40%，她就相当厉害了。这和网球也很像，顶尖选手并非每一拍都追求极致，他们的制胜秘诀在于关键分上的稳定发挥和高胜率。”李冠頤向记者道出她的投资哲学，“固收投资同理，在漫长而充满不确定性的市场中，最大的智慧或许在于‘少犯错误’，尤其是在那些决定长期复利的关键点上做到不失分。”

这种源于竞技体育的感悟，正在李冠頤对



李冠頤，中欧基金固定收益投资部利率组基金经理。8年证券从业经验，2年基金管理经验。南开大学金融学硕士。2024年10月加入中欧基金，曾任融通基金研究员、宏观经济研究组组长、基金经理。

邓欣雨，中欧基金固定收益投资部混合资产组组长、固收投决会委员、基金经理。17年证券从业经验，10年基金管理经验。过往曾长期任职于博时基金固定收益总部和混合资产投资部，债券研究领域覆盖全面，尤其擅长可转债投资。

刘灵均，中欧基金固定收益投资部研究员。北京大学计算机技术硕士。2024年7月加入中欧基金。

债券投资的思考中逐渐沉淀。在经历了几轮市场周期后，这位管理着中欧基金旗舰利率策略产品的基金经理愈发清晰地认识到，市场短期不可预测，但胜率、赔率、趋势强度和交易拥挤度这四大核心因子，构成了一个可评估、可操作的决策框架。

“投资不是买‘好东西’，而是做出好的‘购买决策’。”橡树资本联合创始人和联席董事长霍华德·马克斯曾这样总结自己的投资理念，这句话也深刻影响着李冠頤。“很多人会问我，债市何时会回调？我知道大家其实在等一个买入时机。”李冠頤表示，“因此，我们更应该思考的是，如果债市一直不回调，我们应该怎么办？”

李冠頤似乎总能把一个复杂的预设性问题拉回到一个“接地气”的思考中。“与其耗费巨大精力去精准预测央行的下一次降准降息时点，不如密切关注真实的市场价格信号和参与者结构变化，比如30年期国债期货的持仓量变化、不同类型机构参与者的行模式等。”李冠頤表示，“当市场极端拥挤的迹象出现，比如投机空头占比快速降至一个相对低位区间时，往往暗示着行情拐点的临近。”

谈到债券定价的底层逻辑，李冠頤认为，当前市场分歧的核心在于供需关系的深刻重构。“所谓的‘资产荒’，本质上是需求方的选择权在增加，而非绝对的‘资产消失’。”她详细解释道，保险资金增配含权资产以匹配收益诉求，居民理财资金增配黄金等另类资产，以及地方政府债年初集中发行后在三季度供给压力可能缓和……这些因素交织作用，使得2025年的债券市场呈现出与去年“普涨”截然不同的震荡格局。

“尊重这种结构性变化，放弃追求‘满分’的完美操作，聚焦有相对确定性的收益机会，是争取产品净值稳健增长的基石。”李冠頤表示，“有句话叫‘智者不解难题’，过于复杂的投资难题其实并不会给我们的投资加分，在大趋势上做到尽量少犯错，甚至不犯错，在关键时刻果断出手，最终的成绩往往都不会差。”

### 方法论：

#### 宏观先行 解码多元资产最佳“配方”

伴随纯债收益率步入“1字头”时代，不少债券基金经理每日自我拷问：如何在可控风险下获取可持续的超额收益？中欧基金固收投资部混合资产组负责人邓欣雨的回答是：“单一资产难撑大局，‘固收+’的核心在于股、债、可转债这三种资产的精密耦合与动态平衡。”

在邓欣雨看来，股票仓位的价值绝非简单

的增厚收益工具。“我们构建的是基于宏观情景假设的风格轮动框架。”他向记者举例，“比如，在弱基本面叠加充裕流动性的环境下，微盘股往往具有阶段性超额收益；而当通胀探底、政策托底信号明确时，高股息资产的求稳属性又会凸显。”

他认为，在严格控制权益仓位波动的前提下，仅个位数比例的股票投资，即可成为组合重要的收益来源，同时回撤控制得当。“这不是拍脑袋选股，而是因子化的系统配置策略。”他说。

记者了解到，在风格策略因子方面，中欧基金固收团队目前已对多种类型的因子实现了布局，如股息优选、价值优选、质量优选、成长优选、微盘优选等。基本可以涵盖市场主流风格因子和不同的收益波动特征。“我们会通过构建宏观因子体系，组合搭配不同宏观场景的基础策略，从而制定组合股票策略。”邓欣雨说。

至于债券部分，邓欣雨详细阐述了动态久期管理的重要性，并且根据组合目标波动率区间和市场环境，灵活调节久期中枢。“具体择券上，我们更偏好流动性好的二级资本债、永续债以及性价比高的中高等级信用债，同时，重视长久期利率对组合久期的调节作用。”此外，团队还会利用利率债与信用债在某些周期内的负相关性，主动优化组合结构。在他看来，低波动目标不等于低收益目标，通过精确的风险预算和动态优化，低波策略同样可以追求有吸引力的、可复制的回报。

面对可转债市场，邓欣雨表示，团队力图将投资逻辑转化为可持续的量化策略模型体系，而估值锚定是其重要基础。他进一步解释：“团队建立了一套估值交易情绪指标体系，可以帮助我们识别可转债配置性价比。”确定大趋势后，团队会根据市场环境的不同，对不同品种的可转债择机配置，如偏债型、偏股型、平衡型。“比如，在行情启动的第一阶段，偏股型可转债因其较强的进攻锐度往往成为投资首选。而当隐含波动率处在历史较低分位数时，偏债型可转债往往能提供较好的下行保护。”邓欣雨表示。

在策略方面，邓欣雨表示，“低估值高质量”和“双低增强”两大策略是可转债投资的重要思路。具体来看，“低估值高质量”策略主要对万得可转债等权指数跟踪紧密，在可转债估值抬升阶段易获超额收益；“双低增强”策略更追求攻守兼备，对偏股风格暴露相对较少。

固收团队将可转债放在与股、债同等地位不是没有原因的。近些年，不少投资者发现，小盘风格虽具备与股息、价值、质量等其它主流风格低相关且高收益的优良特性，但小盘股会受

限于流动性差、波动率高等问题；可转债的正股与小盘风格走势高相关且市值特征接近，可转债还具备债底支撑，是非常好的配置选择。“我们会基于各细分类别资产的波动率和内在相关性，根据目标波动率来求解各资产的配置比例。”邓欣雨表示，以中欧基金固收团队管理的二级债基中欧稳健9个月持有A为例，该基金定期报告显示，截至2025年3月底，该产品近1年收益率达7.48%，优于同期业绩基准收益率。

### 新技术：

#### AI赋能 聚焦投研“真正决策”

“AI不是替代者，而是认知效率的放大器。”中欧基金固收投资部投资组研究员刘灵均谈起他如何将前沿技术融入传统固收研究时，眼中充满热忱。

基础层面的效率提升最为直观。“过去一场两小时的策略会，整理会议纪要至少需要半天时间。而现在，我们的语音识别系统几分钟内就能生成高精度的文字记录，并且准确率接近完美。”刘灵均表示，这种自动化释放了研究员的大量精力，将他们从繁重的案头工作中解放出来，“程序编码助手更是年轻研究员的好伙伴，构建一个复杂的风险评价模型，过去需要好几天，现在借助AI辅助，代码框架在几个小时内就能搭建好”。

这仅仅是起点。在策略研究层面，AI的潜能更令人振奋。刘灵均介绍，目前基于深度学习的利率预测模型，融合了海量的宏观数据、市场数据和事件因子，在拐点预判上已经展现出了可量化的优势。而对于政策的动态影响，基于大模型训练的舆情分析工具能实时追踪文本情绪倾向。

信用研究的深度和广度，更是AI大展拳脚的舞台。“我们将发债主体的海量信息（财报、公告、产业链数据、宏观数据等）整合接入本地化的企业知识库，AI模型可以按照框架分析并输出完整的信用分析报告，让研究员快速查询特定主体的核心信息和风险点。”刘灵均表示，“当然，我们在使用这类工具的过程中，仍然需要注意数据的准确性、全面性和及时性。同时，也需要警惕大模型产生的‘数据幻觉’。此外，从产出内容上看，大模型的‘思辨能力’仍然有待提高。”

“AI赋能的终极目标，并非取代人类研究员。”刘灵均强调，“它是让人才从信息搜集、数据整理等基础且重复的劳动中解脱出来，把宝贵的时间和脑力集中在真正的价值创造工作上，比如识别关键矛盾、做出复杂判断，这才是投资研究工作的魅力所在。”