广发基金刘志辉:

宏观为锚 追求绝对收益

□本报记者 万宇

三季度以来,股债市场波动加大,部分上半年实现正收益的“固收+”产品业绩“转负”。银河证券统计显示,截至10月31日,普通债券型基金(二级)(A类)今年以来净值增长率平均值为-0.88%,过去一年净值增长率平均值为-0.69%。震荡之下,注重回撤控制、长期业绩优异的产品脱颖而出。

广发基金刘志辉管理的广发集源债券,今年以来净值增长率为2.18%,过去一年净值增长率为2.32%,排名同类基金约15%分位。过去五年,广发集源债券的净值增长率、最大回撤和卡玛比率三项指标均保持在同类前20%水平。

“我们希望提供适合长期持有的底仓型产品。”刘志辉是广发基金自主培养的基金经理,证券从业经历已有13年,管理固收类产品10年,其从2017年2月开始管理广发集源债券。定期报告显示,2020年7月以来,该产品的权益仓位中枢基本维持在15%-20%,是一只定位中波的“固收+”基金。从实际运行来看,产品成立以来的8个完整年度均实现正收益,正是刘志辉追求绝对收益的投资实践。

全天候策略实现正收益

在股债波动加大的市场环境下,今年部分“固收+”产品净值为“负”,广发集源债券是少数逆势实现正收益的产品。这并非其第一次出现逆势上涨,在沪深300指数跌幅较大的2023年,该产品也实现了4.68%的正收益。

“我们对绝对收益的理解是力求打造全天候策略,尽可能降低净值对债市、股市贝塔行情的依赖,调整市守住正收益底线,震荡市做好‘固收+',强势市场保持净值弹性,无论股债处于怎样的市场环境,净值曲线都能尽量平稳向上。”以此为目标,刘志辉形成了强弱结合的投资思维和“宏观驱动+市场验证”投资体系。

所谓强弱结合,指的是两种互补的思路:一是更关注企业内在价值、以基本面分析为本的强者思维;二是认为市场表现已包含所有信息、身处“弱势”的投资者应放弃主观想法去跟随市场的思维。在刘志辉看来,两者在应对波动与纠错机制上都各有局限,而强弱结合既能通过基本面分析对资产价格方向作一定预判,又会等待市场沿阻力最小的方向运动后再顺势而为,更好地兼顾收益与回撤。

在这一思路的指导下,刘志辉将绝对收益拆解为三大要素:宏观驱动下对资产价格方向的理解(胜率),有安全边际(赔率),以及被市场验证。前两者都属于主观判断,必须与市场的客观走势保持一致。基于这一框架,他不做高频择时。“频繁择时没有意义,只有宏观大周期层面的核心矛盾发生改变时,我才会调整股债仓位。”刘志辉表示。

定期报告显示,最近5年,广发集源债券的大部分报告期末股票仓位都保持在15%以上,仅有2022年二季度和2025年四季度末的股票仓位占比低于10%。对照定期报告中的持仓情况,这两个季度之后,广发集源债券的持仓主线也从大盘价值和顺周期龙头切换成高股息和红利品种。

随市场变化进行行业轮动

虽然不会频繁调整股票仓位比例,但刘志辉会主动调整持仓结构。除了配置风格的调整外,广发集源债券的股票投资也会随市场变化进行适度的行业轮动。

2020年,刘志辉选择了当时市场主流的白马蓝筹风格作为进攻方向。2020年8月,广发集源债券重仓以“茅指数”为代表的核心资产,抓住了白酒、医药等白马股的上涨行情。2021年2月“茅指数”见顶,广发集源债券一季报显示,组合持仓已切向国有银行等防御品种,权益仓位降至10%以下的同时,前十大重仓股中银行占股票市值的比例接近40%。



此后,在市场震荡回调的背景下,他注意到煤炭逆势走强,判断周期行业供给小于需求、估值偏低且被市场明显低配,开始左侧重仓煤炭和化工,是市场中较早布局煤炭的基金经理。2021年半年报显示,截至6月底,其煤炭和基础化工全部持仓市值占股票市值的比例超过50%。同年9月,他将煤炭逐步卖出。得益于上述攻防操作,广发集源债券在2021年度取得7.96%的回报率,相较其业绩比较基准超额达到5.68%。

进入2022年,组合一度遭遇考验。年初刘志辉判断宏观经济将进一步复苏,但一季度的基本面情况并未印证。刘志辉二季度将股票仓位压低至10%以下。2022年6月起,他转向高股息品种并持有近两年时间。直到2024年3月,他判断市场进入底部区域并开始做多,2024年一季度末、二季度末,广发集源债券的股票仓位均接入震荡调整,主动调回红利品种,重仓公用事业板块,形成“红利+”风格。二季度起,考虑到医药生物行业景气度较高,创新药估值已回落至相对低位,他自6月中旬起开始布局医药生物板块。正是受益于“红利+医药”的配置结构,广发集源债券过去一年最大回撤较低,净值增长率排名同类前列。

筑牢债券底仓

在债券资产中,可转债通常被视为收益增厚的重要工具,纯债则更多承担安全垫的职责。职责不同,刘志辉的配置思路也截然不同。

定期报告显示,广发集源债券的可转债仓位成立以来不超过10%,2021年三季度可转债仓位相对较高,接近10%。对此,刘志辉表示,可转债理论上应该具备“向下有安全垫、向上有上涨空间”的特征,但多数时段可转债估值偏高。只有当判断可转债具备上述特征时才会参与,比如2024年二季度,广发集源债券的可转债仓位接近5%。

对于纯债,刘志辉将其视为绝对收益的底仓与回撤缓冲。结合债券属性,他的配置偏好差异较大:对于信用债,他偏好高等级、短久期品种;金融债倾向分散配置;城投/产业债则不设地域行业偏好,优选资质优良、几乎无违约风险的品种。

久期是刘志辉筑牢底仓、稳中求进的另一抓手,组合久期整体灵活。过去6年多时间里,组合久期最长达到3年以上,最短通过国债期货做空,曾将久期极致压缩。

站在当前时点,刘志辉表示,其倾向于采取以价值质量为主的均衡结构,债券端维持高等级、短久期配置。他认为,市场估值范式有可能从对短期景气度的追逐,回到对长期确定性的认可,价值质量风格有可能成为新主线。与此同时,债券端的波动也可能放大,管理好权益与债券的波动风险,将成为“固收+”的重要命题。

红筹投资总经理邹奕:

聚焦业绩可验证 布局攻守均衡

□本报记者 张韵

深圳蛇口海岸旁,灰砖与玻璃幕墙交错拼接,“红筹投资”几个红字嵌在楼宇立面,在晴朗天色里格外醒目。海滩边,冲浪爱好者们一次次被浪花卷入水中,又一次次冲上海面。起落之间,恰如一轮轮行情里的投资者。回到当下,面对已经震荡调整了数月的市场,投资者该何去何从?近日,百亿私募红筹投资总经理邹奕给出了他的思路:组合上攻守均衡,选股方面聚焦业绩可验证。

定价之锚从叙事切回业绩

复盘这轮回调,邹奕并不认为是一次普通的风格切换。在他看来,三季度以来的调整更像一轮行情自身的再平衡:二季度被推到历史极端水平的成长与价值之间的剪刀差,快速反向收敛;变的不是风向,而是资产定价所依托的锚。

他逐月梳理了市场的演化:7月,高拥挤交易集中出清,全球AI板块遭遇一轮罕见的去杠杆,定价方式由故事驱动的普涨,转为业绩层面的分化。8月,行情进入再平衡后的缓和修复阶段,原先扎堆于大市值成长股的资金,开始向二三线中小盘品种散开;9月外部约束重新抬头,美联储加息落地,高估值资产再度受到牵制;10月,调整加速,更接近于一次阶段性的估值出清。

而市场调整背后真正的压力来自定价公式两端——分母与分子同时承压。

分母端的压力来自利率。作为全球资产定价之锚,10年期美债收益率持续上行,直接抬高成长股的远期贴现率,估值随之被压缩。与此同时,地缘局势推高国际油价,通胀黏性预期进一步强化,长端利率的下行空间受到限制,市场对美联储继续加息的预期高涨。

分子端也在接受现实的检验。截至9月底,OpenAI年化营收不及市场此前普遍预期。Anthropic三季度收入增速相比二季度明显降速,上半年大额亏损。国内开源模型以高性价比Token供给切入,存储端的价格厮杀,进一步摊薄了单位算力的变现回报。各方争论也随之变化:焦点已从“AI的空间究竟有多大”,转向“为实现这一空间投入的巨资,最终能换回多少盈利”。

细看订单交付与现金流

邹奕指出,AI产业的长期走向并未出现颠覆性转折,调整的只是市场给这些资产定价的方式。资金筛选的标准,正从“有没有站在赛道里”,快速转向“有没有订单、能不能交付、现金流是否看得见”。

已披露的A股上市公司三季报提供了印证:整体盈利仍在增长,只是高度集中在少数环节。电子与通信板块利润增速可观,股价却一路调整,背后反映的更多是估值出清,而非盈利下滑。

产业数据并未走坏:2026年二季度,亚马逊、微软、谷歌、Meta这四家北美云厂商的投入仍在高速增长,全球半导体销量也保持连续上行。供给一端则偏紧运行,高端芯片、先进封装,以及光模块构筑了较高技术门槛,产能扩张周期偏长,短期难以快速放量,个别环节订单已可看到2027年。

拉长周期看,邹奕提示了另一种可能:一旦企业自由现金流被挤到接近零的水平,开支扩张的速度终究会降下来。如此一来,估值天花板或许受限,却也会让产业定价更贴近真实经营状况。正因如此,挑成长股时他把可验证的业绩排在首位。倘若开支扩张长期快于收入落地,投资者就会寻求更高的贴现补偿,唯有财报重新指明方向,这一约束才会松动。


视觉中国图片

据他介绍,三季度以来,重新考虑科技资产时,对照的是三道关卡:业绩是否经得起验证、估值是否已有消化、产业大趋势是否依旧,而不是简单因为跌得多就买入。10月以来的行情还给出一个教训:即便三项条件齐备,短时间内估值被压缩的程度仍有可能超出事前的估计。这就要求在仓位上留出余地,不把赌注压在个股的选择上。

弹性与防御各安其位

临近年底,邹奕认为市场可能呈现整固与蓄势的特征。短期大概率延续缩量整固,阶段性的高低切换并非没有可能,定价主线或将逐步让位于政策预期与跨年布局。僵局能否打破,最终仍取决于政策导向、流动性松紧与基本面走向,需求端的边际改善尤为关键。

组合层面,他围绕攻守均衡展开:底层看重自由现金流与定价权,向上用科技创新、高端制造领域的龙头博取弹性,防守一端则依托高股息品种压舱。

分类别看,成长类资产中,AI与科技标的的筛选标准会比以往更严格;同属AI链条,条线内部如何区分取舍,比押注板块整体贝塔更为关键。周期类资产继续关注价差厚度与存续久期,而非简单博弈价格高点。消费类方面,10月食品饮料板块逆市上行,本身就是一个信号:估值处于低位、现金流保持稳健、对股东的回报足够明确时,市场会重新评估那些“便宜的好公司”。

凡事皆有两面,应对取决于所持视角。他的看法是,10月以来调整加快,使估值压力得到进一步释放。对于以价值为锚的长线资金来说,调整反而给出了更从容的进场位置,长期回报的空间也可能因此被抬高。这种信心不是盲目对波动免疫,而是把波动纳入考量之后,仍然坚守优质资产的长期价值。

在他看来,国内的比较优势主要落在电力基础设施与供电架构以及订单和现金流都较清晰的制造环节。潮水退去、叙事泡沫被卷走之后,真正沉淀下来的,是估值仍被低估的优质标的。操作上延续价值锚定、顺势而为的思路,守住底线,以基本面为驱动,动态调整,沉下心打磨研究与策略。他同时提示,需要关注能源成本抬升、AI相关资产过度金融化以及海外市场波动传导而来的外溢冲击风险。