广发基金李鋆:

“三观”共振 追求穿越周期的稳健回报

□本报记者 万宇



李鋆,硕士研究生,超20年证券从业经历,18年投资管理经验,其中包括10年公募基金管理经验。现任广发基金价值低波团队基金经理,管理广发睿明优质企业混合、广发集优9个月持有期债券。曾任长盛基金投资管理部交易总监、社保投资经理,国投财务投资部权益投资总监,招商基金投资管理一部总监、基金经理、投资经理。

股债兼修:自上而下的投资范式

李鋆是一位从实战中磨砺出来的基金经理。在20余年的证券从业经历中,他见证了国内资本市场从青涩走向成熟,也切身体会到了周期的力量,构建出更贴近实战的投资体系。

2003年,李鋆加入长盛基金,历任交易员、研究员、社保组合投资助理及投资经理。这段经历给他的投资生涯打下了三重烙印:宏观研究的基本功,把握市场节奏的交易盘感,以及“好公司、好价格”的价值思维。

宏观研究的基本功,来自行业研究的历练。当时,李鋆主要负责机械行业研究,彼时正值2005年至2006年的城镇化建设高速推进期。机械行业刚好与固定资产投资高度关联,通过长期跟踪固定资产投资、经济增长等各类宏观数据,李鋆在宏观研究方面打下了扎实的基础。

对市场节奏的把握,源于丰富的交易实践。在李鋆看来,A股波动较大,交易能力尤为重要。他偏向在左侧调整阶段寻找较好的买点,在右侧情绪化和估值泡沫化的高点卖出。

绝对收益和价值投资的理念,则源自管理社保组合的经历。这段经历,让他形成了投资的底层逻辑:相信“好公司、好价格”的理念,自下而上研究公司的竞争力、护城河,在其价格低于内在价值的时候买入。

2015年12月,李鋆加入招商基金,前几年主要管理股债平衡型、偏债混合型产品,2022年8月开始管理主动偏股基金,均取得了显著的超额收益。以其管理近7年的偏债混合基金招商睿逸为例,Wind数据显示,2019年6月22日至2026年4月17日,该基金股票仓位常年保持在40%至50%左右,任职累计回报达到117.70%,年化回报为12.07%,超越业绩比较基准约85个百分点。

在公募基金圈子里,不少基金经理崇尚自下而上的投资范式,而行业和仓位只是自下而上选股的自然呈现。但李鋆的风格不一样,他更偏向自上而下的打法:先看宏观,定配置大方向;再看中观,选产业方向;最后在个股层面落地。

“常年管股债混合产品,让我投入大量精力研究宏观,持续跟踪经济周期、流动性和利率汇率等,也经常与固收投资团队深入交流。”李鋆不断打磨宏观和固收投资能力,也塑造了他鲜明的能力特征:相比行业研究出身的股票基金经理,其宏观研判能力更优。

李鋆将这一套方法总结为 “三观共振”:宏观判方向,基于经济基本面、利率、流动性等确定周期位置;中观择结构,基于行业盈利预期和市场风格,深入挖掘供需错配的产业机会;微观审质地,结合公司质地、估值安全边际,慎重评估赔率和胜率再做决策。

这套框架的实践结果是,李鋆管理的主动偏股基金显著跑赢基准。Wind统计显示,在招商基金任职期间,李鋆管理过三只主动偏股型基金——招商瑞智优选、招商匠心优选和招商行业精选,任职总回报分别为58.32%、86.26%和80.50%,年化回报分别为13.34%、23.13%和36.18%。在其任职的各完整季度内,从未出现过连续两个季度跑输业绩比较基准的情况,三只基金的季度胜率分别达71%、82%和71%。

在芒格推荐的书单中,有一本是“轮胎大王”哈维·费尔斯通的传记。费尔斯通结合自己一生的经验写道:“对一个生意人的考验,并不是他能不能在一两个景气年份里赚到钱,或者能不能靠先进入这个领域的运气来赚钱,而是他能否在一个高度竞争的领域里,在没有任何最初竞争优势的情况下,以一种非常体面的方式战胜竞争对手。”

对投资人来说,这个高度竞争的领域,就是市场;考验的不是一两个年度的领先,或者某一轮周期的胜出,而是在市场更迭中,持续积累收益的能力。

广发基金李鋆是A股长周期的见证者。他拥有20余年的证券从业经历、18年投资管理经验,其中公募基金管理经验达10年。他也是一位多资产投资的实践者。2003年起,他先后任职于长盛基金、招商基金等机构,历史所管产品类型丰富,是业内少有的具备股债跨资产投资能力的基金经理。

李鋆的投资,是宏观周期视角、中观产业观察、微观个股研究的三重架构。“三观共振”的框架,是他穿越市场长周期的底层依托。据Wind统计,2016年2月5日至2026年4月28日,李鋆管理公募基金以来累计回报超220%,年化回报12%左右,显著高于同期沪深300全收益指数涨幅。

11月18日,广发基金公告,广发睿明优质企业混合、广发集优9个月持有期债券增聘李鋆为基金经理。两只产品分别为偏股混合型基金和二级债基,对应主动权益和“固收+”领域,与他股债兼修的特点相契合。近日,我们与李鋆进行了一次深入交流,探寻这位历经20余年市场淬炼的老将,如何在周期起伏中追求稳健向上的净值曲线。

三观共振:均衡风格下的行业轮动

过去十年,李鋆管理公募产品期间,A股历经周期和风格切换,所管产品交出了良好的投资成绩单。这套体系是如何穿越周期的?

李鋆对自己投资复盘的结果是,超额收益主要来自“三观共振”框架之下的行业配置决策。“超额收益的最大来源是行业配置,其次是仓位管理,个股选择也有一定的正贡献。”李鋆表示,其管理的主动偏股基金会基于宏观周期和市场估值适度择时,但整体仓位不会大幅波动,多数情形下只做十几个百分点的变动。

他的调仓更多体现在行业结构层面。2021年上半年,他减持估值高位的新能源、医药,三季度起大幅增配煤炭;2022年和2023年重仓能源上游,包括煤炭、天然气、原油,一直持有到2024年二季度清仓;2025年,黄金为组合贡献了可观的超额收益,直至2026年一季度在金价高点减持。回头看,这些操作都踩在了市场轮动的节拍上。

这些操作背后的关键,是捕捉“共振”的时点。“标的既要符合宏观方向和中观产业趋势,还要在微观业绩上逐渐兑现。当宏观、中观、微观三者形成共振之时,往往就是中长周期的配置窗口。”李鋆总结道。

2021年,李鋆布局煤炭,就是这套框架的典型实践案例。回顾当年的决策,在宏观层面,海外美联储加息预期升温、流动性紧缩,国内经济增长承压,很多行业估值处于历史高位。李鋆判断应优先选择低估值、高股息、上游行业的公司。

在中观层面,煤炭供给端出现瓶颈,而电力需求强劲。彼时市场认为,煤炭利用小时走低,电力过剩,传统能源将被新能源替代。但李鋆通过研究发现,煤炭的用电总需求并不低,在能源的供给占比超过60%,占据主体地位;此外,随着新能源装机规模快速攀升,需要稳定的传统能源进行调峰。

在微观层面,李鋆实地调研后发现,2021年下半年动力煤价格持续上涨。基于“三观”共同验证,李鋆在2021年下半年开始重仓煤炭股。2022年中至2023年底,煤炭均是其第一大重仓行业,为组合贡献了显著的绝对收益和超额收益。

2024年布局黄金,是李鋆进行行业轮动的又一代表性案例。在宏观层面,市场对美国财政及美债可持续性的担忧,导致多国央行增持黄金以应对风险。同时,美联储的降息预期逐渐升温。在中观层面,以黄金为代表的有色金属行业逐渐脱离价格长期低迷的趋势,成为A股稀缺的高景气行业;在微观层面,李鋆调研发现相关企业盈利预期逐渐改善。

“三观共振”之下,李鋆于2024年中开始逐渐重仓黄金。随着利多金价的诸多因素持续发酵,在2024-2025年两年间,有色金属以100.94%的累计涨幅位列申万一级行业第二位。

然而到2026年一季度,支撑黄金上涨的核心逻辑开始出现逆转迹象:一方面,市场对AI将提升经济潜在增长率的预期持续增强;另一方面,AI投资的持续扩大大幅分流了债券市场资金,美债收益率持续上升,加息预期越来越强。李鋆判断,金价走强的短期逻辑已难以持续,且金价已处高位,因此在当季高点附近果断清仓相关资产,锁定收益。

虚怀若谷:敬畏周期顺势而为

绩优老将之所以在市场中稀缺,是因为他们经历了多轮周期转换与产业更迭,仍然能够在市场中持续积累收益。

一位熟悉李鋆的机构人士介绍,初识李鋆,看到的是他的价值底色:以好价格买好公司,持仓偏均衡价值;深入交流后发现,他是以宏观周期为锚,自上而下进行行业比较,捕捉超额收益;几年跟踪下来,看到他在高点果断卖出新能源、医药、煤炭和黄金,感知到的是他的底层价值观:敬畏周期,顺势而为。

李鋆在访谈中也谈到了这种变化。入行初期,他倾向于预判宏观经济走势。但两轮市场周期走下来,他对宏观周期和产业趋势心存敬畏,更倾向于右侧顺势而为,等趋势确认后再出手。

“宏观经济、中观行业、微观企业,都有自身的发展周期。我们做投资的起点,就是定位周期位置,即明确宏观位置、行业周期及企业经营情况。”李鋆表示。

对周期的敬畏,也体现在李鋆对主观个体的定位上。寻找投资机会时,他始终保持审慎,对很多问题不急于下判断,而是优先寻找宏观和中观层面的共识。“未知的信息,往往比已知的更关键。如果我们对某件事没有超额认知,那么就顺着宏观与中观的趋势来寻找机会。”

金融科班出身的李鋆,尤其热爱中国古典文化。在他的投资体系和行为准则中,有不少古典哲学的影子。例如,他的微信签名“旷兮其若谷”,出自老子《道德经》第十五章,此句亦是“虚怀若谷”一词的语源。

“你对着山谷喊什么,它就会反馈什么。我们做投资很容易犯的错误,就是不客观,比如明明是自己看错了,偏偏要说是市场错了,或者是找其他的原因。”从“旷兮其若谷”这句话中,李鋆品读出两层含义:一是要开放,保持好奇心,研究新产业、新变化;二是要客观,客观认识世界、认识自己。

近两年,AI工具广泛运用于投研,让研究工作变得越来越“平权化”。对此,李鋆认为:“长期来看,能够产生超额收益的根基,依旧是前瞻而有深度的研究,是对行业的理解、对周期的判断,是更深层次的产业认知。”

从社保组合到公募基金,李鋆管理的产品形态虽有变化,但他对主动投资底层原则的坚守始终不变。“主动管理的价值在于,把可控的工作做到极致,比如深度研究、组合管理、心态控制;同时忽略那些不可控的东西,比如同行持仓、短期业绩等。”

从业二十余载,李鋆沉淀出了自己的一套周期生存法则:虚怀若谷,在“山谷”中听市场回响;“三观共振”,在周期起伏中追求长期稳健向上的净值曲线。他相信,敬畏周期的人,最后也会赢得周期的尊重。