

中欧基金固收团队： 野蛮生长一去不返 固定收益应立足做精做优

证券时报记者 王小芊

“对于固收团队的投研体系，我们希望能成为‘会跳舞的大象’，风险来临稳如泰山，机会到来灵活如水，顺势而为，至善至真。”在日前接受证券时报记者采访时，中欧基金固收投资部总监陈凯杨和信用研究总监吕修磊共同分享了他们对固收投研的深刻洞见。

他们认为，这份工作如同“在刀尖上跳舞”，每一个动作都需谨慎以待。尤其在当下市场，自下而上的信用研究能力尤为重要，同时需要兼顾自上而下的风险控制视角，做到“前置有序，横向到边，纵向到底”。过去野蛮生长的时代已经一去不返，立足当下，唯有将深厚的投研力量注入每一款产品，追求卓越，才能保证在激烈的市场竞争中立于不败之地。

眼下，中欧基金正在固收领域开启新的篇章。面对新利率环境和宏观背景下的债券投资，中欧基金加快了团队迭代的步伐。这不是简单地“融入”新成员，而是一次版图“重塑”——在原有固收战略布局的基础上，从理念、流程到团队进行全方位升级。

中欧基金重塑固收版图

2023年12月，中欧基金固定收益投资决策委员会主席、资管行业“老兵”邵凯出现在中欧基金策略会上，这是邵凯加盟中欧基金后的首度公开亮相，也是中欧固收新团队启航的信号。共同打造这艘“舰队”的重要成员还有陈凯杨、吕修磊等资深固收投研人员。

在陈凯杨看来，加入中欧基金的决定是经过深思熟虑的。他认为，即使像美国这样的成熟市场，主动管理产品依然占据了半壁江山。这表明，在有潜力的市场环境中，主动管理仍能为投资者创造阿尔法。而中欧基金正是在主动管理方面具有显著优势的投资机构，这是他选择加入的重要原因之一。

在吕修磊看来，从最初缺乏买方信用评级体系，到逐渐认识独立信用研究的重要性，中国的固定收益市场经历了多重演变。加入中欧基金，他和团队希望中欧固收体系能长成“会跳舞的大象”，这是一种既能稳健管理风险，又能在机会到来时迅速行动的灵活投资体系。

吕修磊认为，这一体系的核心在于坚持基本面分析的独立性，并将信用研究成果有效映射到各类产品线。在此基础上，可以结合流动性、非市场化评价及ESG（环境、社会和公司治理）评价等多维度的分析，满足不断变化的市场需求，实现从研究到投资的无缝对接。而中欧基金扎实的基本面研究禀赋和现代化投研平台，也无疑将对信用研究的深度与广度形成有效赋能。

在谈及团队与理念构建时，相比“融入”一词，吕修磊更倾向于使用“重塑”来描述这一过程。他解释说，“融入”可能涉及双方的妥协，而“重塑”则是在共同的目标指引下，朝着正确的方向前进，并致力于做出有价值的事情。而在此过程中，“一致性”是非常关键的。

从客户视角出发，适应新财富管理时代的产品体系要全，才能满足多元化的投资配置需求。这不仅意味着从货币、短债和纯债到混合资产策略产品线都要补齐，也对相应的团队架构提出了更高要求。据陈凯杨介绍，中欧固收体系下设固收投资部和信用研究部两个一级部门，其中，固收投资部包含5个投资策略组，以适应市场的多样化、专业化的投资需求，同时设置了一个研究组，专门负责海内外宏观总量、中观行业、衍生品及量化等方面的研究支持；信用研究部作为独立部门，保持研究的客观性和独立性，其研究成果不仅服务于固收投资部，也支持公司的权益、多资产、专户及海外等投资团队。

陈凯杨表示，为了确保团队的专业性和未来的长足发展，团队成员都进行了精心筛选，由经验丰富业绩优异的策略组投资总监或研究总监领衔，并注重团队的年龄和经验结构，选



陈凯杨 中欧基金固收投资部总监



吕修磊 中欧基金信用研究总监

中欧基金/供图 陈锦兴/本版制图

拔优秀的中生代及极具发展潜力的新生代，配齐三代基金经理的人才梯队，“我们以5到10年的目标规划，来分步组建和强化中欧的固收团队”。

固收投研体系要成为“会跳舞的大象”

如何让中欧固收投研体系“大象起舞”？在吕修磊看来，不仅要在风险来临时稳如泰山，也要在机会到来时灵活如水，在不同情境下都拥有顺势而为的能力。

他深刻认识到，与权益投资相比，债券这类资产的流动性较低，一旦出现风险，可能会给公司带来巨大的潜在损失，严重影响公司的声誉。因此，既要筑牢稳健的基本盘，以体系化方式层层防守、抵御风险；也能在竞争激烈的市场中敢于“在刀尖上跳舞”，精准抓住有确切把握的灵活投资机会。

鉴于固收投资的这些特点，吕修磊要求团队在进攻和防守时采取不同姿态。在进攻时，要扎扎实实地做好基本面研究，确保每一步投资决策都有充分的逻辑和数据支持；而在防守时，则要采取更为谨慎的态度，聚焦于做那些确定性强的投资，避免立于危墙之下，不赚最后一个BP（基点）。

在长期的固收投资生涯里，激烈的竞争让吕修磊感触很深。“不要期望自己比别人更聪明，在这个市场里，大家都是聪明人。想要跑在前面，就只能依靠勤奋、精细化和提前布局的能力。”吕修磊说。

想要进一步提高研究效率，精细化的分工就显得尤为重要。吕修磊认为，专注是成功的关键，团队中的每一位成员都应该专注于自己的专业领域内，尽可能地发挥出最大的效能。

此外，通过提前布局和对行业轮动及主体信用演化动态的敏感把握，团队能够在市场变化时做出迅速而准确的反应。这种对长期专业的追求和对热点的审慎把握，定义了中欧固收的投资风格。

而在这一切的背后，不仅需要投研人员卓越的能力，还依赖于团队的信任和授权。吕修磊介绍，在邵凯的支持下，中欧基金的固收团队成员可以自由地提出自己的研究理念与观点判断，接受全团队的挑战与论证，最终做出独立结论，形成一种全员参与研究的氛围。

前置有序 横向到边 纵向到底

在谈及具体的研究方法时，吕修磊表示，债券投资涉及复杂的非线性决策。他特别强调研究的重要性。在他看来，债券投资中，“胜负手”就在于

研究能力。

为此，他倡导自下而上的研究方法。在他看来，尽管宏观因素也非常重要，但这些因素最终还是会在企业的基本面上，只是反映的途径和时间节奏不同。不过，在进行风险控制时，也需要自上而下的思维，从市场的角度审视投资方向。吕修磊认为，两种投资方法同样重要，但使用的场景不同，不能混为一谈。

面对信用违约事件，吕修磊视信用风险防御为系统化工作的一部分。这个严密的风控系统有两大特点：一是前置有序；二是横向到边，纵向到底。

具体而言，“前置有序”即信用债全生命周期的投资管理。就是充分考虑主体信用及市场流动性演化趋势，从债券入池开始，做好未来几年现金流的预测，甚至买入时点和后续估值波动的因素及形态都要提前考虑到位。

而“横向到边”，则是一套依据多视角内评体系建立起来的信用风险防控指标体系。它并不局限于传统的信用评级，而是涵盖了对机构行为、投资节奏、流动性以及ESG因素的综合评估。

“纵向到底”，意味着等级的调整不是一蹴而就的，而是一种刚柔并济的压降策略。具体操作上，前期，根据风险的情况，逐步调整债券的久期、规模和集中度；到了后期，则需要考虑采取交易接管，或者强制处理的行动。此时，手里的债券久期短、持仓占比低、规模小，对组合的影响非常有限。这种策略的实施基于对债券市场深入的理解和严密的风险管理流程，即使市场不稳定的情况下，也可以尽量保持投资组合的稳定性。

固收迎来做精做优时代

随着债市进入低利率时代，固定收益投资也正面临转型。对此，陈凯杨重点提到了债券投资要重视财富管理的“人民性”。对于财富管理行业而言，“人民性”就是帮客户挣到钱，提升持有人的获得感。这就要求债券投资加强对波动和回撤的管理，力争在实现目标收益的前提下尽可能地减少回撤。同时，面对低利率环境，固收团队也需要拓宽基础资产来源。除了传统的纯债策略之外，低利率时代下混合资产策略需求应运而生。目前市场主流的混合资产策略有三种：+股票（如红利股）、+海外资产（如黄金）、+海外资产（如QDII）。此外，还可以考虑国债期货等衍生品策略增厚收益、降低回撤。

面对当前的信用利差水平，吕修磊表示，在绝对收益降低的市场环境下，投资者转向追求相对收益。在这

种情况下，虽然票息仍是核心要素，但投资者确实要面临更大的挑战，尤其是在风险监控和预防、久期设置等方面。

他用两句话概括了对当前投资决策的思考，那就是“长期布局者赢”和“谋全局者赢”。吕修磊表示：“对于信用研究而言，必须强调长期视野和全行业研究，只有依靠这样的能力，才能在未雨绸缪在风险来临时，做到迅速反应、正确决策，进而从风险中争到收益。”

陈凯杨则表示，当前的投资策略上除了在宏观政策研究要更着眼于中长期的深层次内在逻辑外，短期也要更加灵活调节组合久期及资产结构，以适应低利率和相对高波动的利率环境。这就对固收投资团队提出了更高的要求，不仅要有坚实的宏观经济和市场分析能力，还要具备精准的久期把握和择时交易能力。

“野蛮生长的时代已经过去，接下来是做精做优的时代。”在陈凯杨看来，中欧基金固收团队的目标，就是向每一个产品注入最大的精力，尽全力做到同类最优。毕竟，在当下市场中，只有绝对的“精品”才有生存力。

根据招商银行统计数据，截至2022年底，中国居民个人可投资资产总规模达278万亿元；到2024年底，个人可投资资产总规模预计将突破300万亿元。因此，中国财富管理的需求依然庞大。面对未来不确定性加大的市场趋势，陈凯杨认为，固收市场的发展空间依然巨大。同时，中国目前的经济发展阶段和面临的外部环境，意味着利率不会降到类似日本的极低水平，汇率因素和实际需求不足是当前短期利率的主要影响因素。财富管理策略必须灵活适应这些外部压力和发展特点。

具体来看，未来还有三点机会可以把握：首先，低利率并不一定意味着低波动，债券市场还有大量的交易性机会，通过灵活运用好各类衍生工具，仍然有获取阿尔法或更低波动及回撤机会；其次，低利率震荡波动反之时，充分做好专业的防守，也能带来相当高的超额收益。目前中欧固收团队主要成员均经历了三轮以上的牛熊周期切换，在这方面积累了丰富的防守经验；最后，随着中国经济高质量发展和新质生产力的持续深入推进，新动能增长速度加快，无风险利率还是有阶段性上行的可能，届时也能提供全新的配置机会。



券商中国 (ID:quanshangcn)

汇丰晋信基金何喆： FOF的真正价值 在于收益来源多元化



“在我看来，FOF真正的价值并不在于挑选业绩领先的基金、挖掘黑马基金经理，而在于收益来源的多元化，在于它多策略的运作方式、多资产的配置空间、多样化的投资范围。”

何喆

汇丰晋信基金基金经理

汇丰晋信基金/供图

证券时报记者 裴利瑞

2006年，在汇丰晋信基金开业成立的第一年，公司把至关重要的第一只基金大胆而前瞻地定为一个颇为小众的产品——生命周期基金，发行了国内第一只生命周期基金汇丰晋信2016。

时间倏忽而过，汇丰晋信2016在2016年5月31日走完了整个周期，10年总回报率达173.1%，年化回报率超10.5%；公司在2008年成立的第二只生命周期基金汇丰晋信2026，截至2023年末，累计收益率达377.8%，年化回报率比第一只产品更高。

与此同时，目标日期型产品也成为国内养老目标基金的主要产品形式之一，投资者认可度越来越高。2024年，汇丰晋信已经运作生命周期基金18个年头，带着18年的管理经验和运作心得，汇丰晋信再度出发，在近期发行了汇丰晋信养老目标日期2036一年（FOF），曾参与公司生命周期基金设计的何喆担任基金经理。

近日，证券时报记者对何喆进行了专访，产品总监出身的他不仅对各类基金都有全面了解，而且在养老产品设计运作、大类资产配置、公募基金评价与研究等方面有丰富经验。

国内生命周期基金的先行者

在采访之初，何喆回忆了公司发行第一只生命周期基金的始末。

“大多数基金公司第一只基金会选择比较好发的股票或者债券等常规产品。但我们却反其道而行之，选择了一个比较小众的产品，这是很需要战略定力的。”何喆表示：“一方面，我们希望把股东汇丰投资管理海外先进理念引入到国内。另一方面，我们也希望通过生命周期这个产品形式，做一些投资者培育，希望能够帮助投资者穿越牛熊，实现较好的长期投资结果。”

但先行者往往是孤独的，何喆坦言，生命周期基金虽然一度在国内市场引起轰动，但对于当时的国内投资者来说仍然有它的超前。不过给力的是，两只生命周期基金都成功穿越牛熊运作平稳，公司也在18年的运作过程中积累了丰富长期养老产品管理经验。

比如，2016生命周期基金与2026生命周期基金分别采用了小阶梯和大阶梯两种不同的设计策略，前者表现更稳健，包括最大回撤、波动性等指标均显著小于市场平均水平；但后者是在运作前期采取了比较稳健的投资策略，积累了一定的安全垫后便逐渐转向进攻，因此收益弹性更大，定投效果更好，也更适合以定投为主的养老资金。

何喆认为，养老金具有一定的特殊性，因此评价一只养老目标基金要考虑三个维度：一是严格控制波动和回撤，对本金形成一定的安全保护；二是追求适度的回报，打破以相对排名衡量收益率的惯性，以绝对收益为先，以跑赢同期通胀为目标；三是要考虑定投效果，考虑每一笔投入的持有体验和盈利概率。

基于过往经验进行三大优化

在生命周期基金管理经验的基础上，何喆介绍，近期正在发行的汇丰晋信养老目标日期2036一年（FOF）在三大维度做了升级优化。一是采用双重控波动机制。在

权益仓位逐步下降的基础上，进一步引入“风险预算”概念，在权益仓位下滑曲线对应的每一时间段，设置该时间对应的波动率容忍阈值，在触及阈值时会考虑进一步降低权益仓位，“双保险”控制波动，守住投资成果。

二是多元策略应对不同市场环境。在传统大类资产配置策略基础上，何喆总结了“FLAGS”五维模型，从政策面、基本面、情绪面、资金面、估值面五个维度出发，筛选风险调整后的高性价比资产进行多元配置；同时，根据不同市场阶段和不同生命周期的投资目标，他也会进一步增加绝对收益策略、CPPI策略（固定比例投资组合保险策略）、核心—卫星策略、事件驱动策略、量化增强策略等多元策略选择，灵活应对市场变化，力争为持有人提供较好的投资体验。

比如，在成立初期，何喆会尝试用CPPI策略，并通过封闭式的结构增加该策略的运用效率；在后期运作中，则可通过事件驱动策略一定程度增强收益，例如在债市回调、资金负反馈时，FOF产品可以充分利用公募基金流动性优势进行灵活调仓，甚至一些逆向操作来增厚收益。

三是多元资产全球化配置。相比此前生命周期的直投形式，养老目标基金为FOF产品，更容易在资产配置上实现多元化，可以在固收资产打底的基础上投向QDII（合格境内机构投资者）基金、香港互认基金、商品基金、对冲基金等特殊品种，全面捕捉市场机遇。

“在我看来，FOF真正的价值并不在于挑选业绩领先的基金、挖掘黑马基金经理，而在于收益来源的多元化，在于它多策略的运作方式、多资产的配置空间、多样化的投资范围。”何喆表示：“FOF产品可以更充分地发挥多元化资产配置的优势，未来还有较大的优化空间。”

看好REITs和中短期美债的配置

在当下时点，何喆认为，不同于去年市场对经济的高期待，然后一路下修导致市场承压，今年经济是从低位开始上修，后续需求改善会带动市场回升，A股大概率不会比去年表现更差。

因此，在基金运作初期，他可能会考虑CPPI策略，积累安全垫的同时，也为投资者提供相对稳健的投资体验。待积累一定安全垫以后，他会根据市场化境的变化调整投资策略，为投资者寻求更多元化的超额收益。

当前，何喆主要看好供给受限下的上游资源品、生产资料的出口、中游制造业的设备更新等方向。此外，他还比较看好另类投资中的REITs、QDII资产中的中短期美债两大方向。

在何喆看来，REITs的本质是一种高分红的资产，如果基本面稳定，可以在下跌时进行逆向操作；但REITs内部可能会有所分化，其中经营权REITs类似于永续的固息债，而所有权REITs则类似于浮息债，受资产价格的波动影响较大，投资者需要仔细甄别。

对于美债，何喆认为，由于经济数据的韧性和核心CPI的起伏，市场对于美联储的降息预期反复修正，美债资产的不确定性增加，但好处是极端回撤的管控，特别是对于中短期美债，如果采取买入持有且不做汇率对冲的策略，胜率相对较高。