

谢军 十五载沉淀 “养”成债市长跑健将

□本报记者 万宇



谢军,金融学硕士,15年证券从业经验,12年投资经验。现任广发基金管理有限公司债券投资部总经理,担任广发增强债券、广发聚源、广发安享、广发安悦、广发集瑞等基金的基金经理,也是业内仅有的4位连续管理同一只基金超过10年的债券基金经理之一,其所管理的产品多次荣获金牛奖等奖项。

“基本面+市场趋势+估值”结合

谢军是固定收益领域较早的一批从业者,也是广发基金固定收益团队中最资深的一名成员。他从宏观研究和利率研究起步,慢慢成长为基金经理。在12年的投资生涯中,谢军先后管理过货币基金、纯债基金、股债混合基金、社保组合,并在多轮市场牛熊周期中锻炼了敏锐的宏观嗅觉。

“做固收的人对市场拐点会特别敏感,他们会最先感知到宏观和中观层面的变化。”在谢军看来,做债券投资,需要有非常敏锐的宏观和中观视角,不仅要能看懂各种大趋势,准确把握经济大势,分析大国之间的利益博弈趋势,也要能把握各大类资产走势的拐点,通过全局性的把握来获取收益,控制回撤。而这种对市场大趋势的判断,核心取决于基金经理对基本面的前瞻预判。而前瞻性的把握则必须以基本面的深度研究为基础。

在谢军的投资框架中,经济基本面是债市趋势的主要驱动力,但是它的运行趋势会受到市场情绪和投资者认知的影响,并促使市场的演化趋势表现为从最初的“怀疑、否定”,逐步走向“相信、狂热”。所谓的“狂热”情绪在熊市中表现为多头情绪彻底瓦解,出现非理性的疯狂抛压,这正是介入市场的黄金时点。

“与股市在2018年初见顶前的繁荣景象不同,2018年债市牛熊转折走得四平八稳,并没有出现熊市末期疯狂抛压的一段。”谢军坦言,这波牛市中,他并没有等到最低点的入市时机。而在2008年、2011年和2014年开启的三波牛市中,他均精准地把握了牛熊周期的拐点,并将组合久期提高到5年以上,充分分享了长债收益率趋势下行带来的丰厚回报。

为何能精准把握市场趋势的拐点?谢军将其归功于自己搭建的基本面研究体系。“经济周期是决定趋势背后的推动力。”谢军说,过去15年,他经历了多轮经济周期的起起落落,见证了利率市场的涨跌跌宕,这些经历加深了他对经济周期和利率规律的理解,并帮助其在基本面判断和利率把握方面建立了核心竞争力。

值得一提的是,中国经济在过去十几年经历了多轮周期的更迭,他的基本面研究框架也随经济周期而不断调整,在不同时期主抓不同的主要矛盾。“传统的经济周期研究是看工业和物价,但随着经济周期的演化,相关的变量也在发生变化,如物价是我2008年和2011年时重点关注的指标之一,但自2012年以后,CPI已不是我关注的指标。”谢军介

绍,最近几年,他在研究债市趋势时,关注的指标包括表外业务、影子银行、房地产、上游产业的过剩情况、金融结构的变化及相关政策的变化等。

谢军强调,经济基本面是债市趋势的主要驱动力,但是趋势的运行还要受制于市场的认知和投资者的情绪,这两者也很重要。因此,投资需要对基本面、估值和趋势进行综合分析。“很多债市投资者对经济周期非常关心,但是对市场趋势的演化过程关注度不高。其实,经历过足够的市场轮回,基金经理对大趋势的理解会更为深刻。”

谢军透露,多年以前,自己曾一门心思研究基本面,对技术分析持回避态度。“当时,我不懂什么是技术分析,但下意识就是不想跟别人讨论。”谢军回忆,入行初期,他管理的基金出现较大的回撤。经过反思,他意识到自己对市场趋势的认知和人性的认知存在欠缺,技术分析是自己不擅长的领域,在这方面吃了大亏。后来,谢军将技术分析纳入自己的框架中,并逐步形成“基本面+市场趋势+估值”三者相结合的投资框架。相比最初,他所构建的基本面分析框架越来越完善,也越来越有底蕴,对市场周期的轮回把握也更为精准。

前瞻性研究 精准把握市场拐点

投资首重研究与预判。2018年初,国内经济韧性一致预期未能打破,货币政策依然偏紧,监管政策强势未改,通胀预期浓重,加之美联储加息影响,债市弥漫着熊市思维和悲观情绪。在市场一致担忧国内通胀和海外加息周期时,谢军在自己的年终工作中对债市的趋势进行研判,旗帜鲜明地提出债市将重新迎来周期性的配置机会。

当时,有两个因素促成了他的这个判断:一是从经济周期的角度分析,随着全球经济处于增长区间上限,潜在增长的引力对经济有较强下拉作用,他预计国内这轮宏观经济复苏已接近拐点,终端需求的下滑会带动经济景气程度下滑;二是从债市估值角度分析,债市收益率曲线达到历史分位数的前1/4,10年期国债收益率达到5%以上。根据其对于债市历史收益率的分析,估值已进入熊市区域,具备配置价值。

谢军对宏观经济周期见顶回落的判断,在当时显得颇为“另类”。自2016年下半年经济见顶后,权益市场走出了繁荣期的结构性牛市特征。因而,2017年年底时,市场情绪高涨,主流券商策略中对新一年宏观经济和股票市场的预期都极为乐观,几乎“忽视”了周期的存在。

但谢军在基金年度报告的2018年展望中指出:“本轮宏观复苏接近拐点,终端需求增速最快的时候已经过去,由于供给侧收缩产能,使得中上游工业品价格易涨难跌,形成PPI端的滞胀格局。如果需求大幅下滑,打破滞胀格局,那么长债,比如10年期金融债5%左右的收益,具有较好的投资机会或者说资本利得机会。这需要时刻把握宏观的拐点。”

事后复盘2018年,谢军发现,国内经济景气度在2018年三季度见顶回落,汽车销售增速、房地产相关消费均出现下滑,成为社会消费品零售总额下滑的主因。但是,资本市场提前反映了经济景气度下滑的悲观预期,在严监管、去杠杆导致融资需求收缩的市场环境下,债券牛市在2月出现萌芽。进入二季度,央行货币政策边际转向、经济下行压力加大、中美贸易战等多方因素促成合力,推动债市走出了一波酣畅淋漓的牛市行情。

得益于其在2017年底对经济周期和基础资产的前瞻性判断,谢军管理的股债混合型基金在2017年底即降低股票仓位,2018年全年实现超过6%以上的收益。例如,广发集瑞以7.08%的回报在200只同类基金中排第七,广发鑫和灵活实现6.13%的回报。其管理的债券基金也在年初增加了对长长期债券的配置,广发增强债券、广发景源、广发集富等多只纯债基金均获得超过6%的回报。

“对和错并不重要,最重要的是你在正确时收获了多少和你在错误时损失了多少。”这是投资大师索罗斯的一句名言,也是广发基金债券投资部总经理谢军的座右铭。

谢军进入证券行业已有15年,投资年限超过12年,是固定收益领域的老将。他是业内仅有的4位连续管理同一只基金超过10年的债券基金经理之一,所管产品多次荣获金牛奖等奖项。2011年,他管理的广发强债基金创造了债券基金问鼎全市场业绩冠军的佳绩。

在谢军眼中,投资永远是风险和收益之间的平衡,他始终坚持追求风险调整后的超额收益。在市场机遇大于风险时全力进攻,在风险大于机遇时尽量保守,在追求收益和防范风险之间取得恰当的平衡。在熟悉谢军的人眼中,他身上有一个鲜明的特点:以深度的基本面研究为依托,精准把握市场趋势。

静水深流 投资方法需要不断进化

“你的气质,透露出你走过的路,读过的书。”听起来简单的基本面研究框架,但其实需要基金经理日积月累的沉淀和思考。在广发基金固定收益部,谢军是最爱读书的“书虫”,在乘坐飞机、高铁等交通工具前往外地出差的途中,他总是抱着一本书安静地阅读。在他的办公室,随处可见的是各类投资类、经济基本面的书籍。

“我看的书很杂,既有经济周期、投资类等经典的专业类书籍,也有武侠、科幻、认知心理学类的非专业类书籍。”谢军说,读书是自己多年保留的习惯,也是自己思想不断提升和进化的首要途径。当自己思考到某个专题或研究维度时,就会习惯性地找一些相关的书来读,以此提升自己的认知能力和判断能力。

提起阅读对自己的影响,谢军坦言,读书就好比是与投资大师的对话,如果自己的思考和认知没有达到这个层次,很难真正理解经典书籍的精髓。其中,对其影响比较大的一本书是乔治·

索罗斯所著的《金融炼金术》。

“这本书我看了很多遍,最开始看的时候根本看不懂,但后面每看一遍,都有新的感悟。”谢军说,这本书的核心精髓是投资大师对不确定性的思考,尤其是对自己认知的反思。在他看来,很多人在投资中都试图捕捉确定性的东西,但也许真正决定成败的是如何认识和处理不确定性。

“市场不会简单重复,投资获胜的关键并不仅仅是把握确定性,也包括正确处理不确定性。”谢军说,他是一位信仰基本面研究的投资人,这类群体的共同特点是给基本面研究赋予过高的权重,而缺少处理不确定性的禀赋。因而,他在读书和思考中,不断地加深自己对不确定性的认知能力,以实现投资方法的升级和进化。

例如,投资大师杰里米·格兰桑属于宏观价值派,他对宏观经济周期和大类资产价值的分析体系,给谢军留下深刻印象;霍华德·马克斯在市场周期演变中对投资者行为的洞察,让他非常

敬佩;索罗斯对趋势的认知和不确定性的把握,令他收获颇丰。其中,索罗斯的那句名言,“对和错并不重要,最重要的是你在正确时收获了多少和你在错误时损失了多少”,让他慢慢放下对判断正确与否的执念,接受基本面研究框架的不完美。

“对我们来说,最重要的不是判断的对与错,而是在对的时候赚得多,在错的时候亏得少,这样长期下来就能积累不错的回报。”谢军总结,投资行业是一个开放系统,每个人对市场判断的对与错,都会公开摆在面前,无法掩盖。在这一过程中,我们需要真诚地面对自己,不断去学习,提升自己的认知能力和判断。回首固定收益领域走过的15年,他在每一轮周期中都会碰到新的问题和挑战,也会在每一次摔倒之后,进行反思和总结,并慢慢学到新的知识,将其纳入自己的投资框架中。15年的积淀,15年的坚守,使他成为一位债市长跑的老将,也是一位债市长跑的健将。