

华泰柏瑞基金罗远航:

# 以研究感知变化 在变化中寻找价值

□本报记者 徐金忠



罗远航,拥有10年研究及投资经验,其中7年投资管理经验。曾任华夏基金管理有限公司交易员、研究员、基金经理,2017年1月加入华泰柏瑞基金。现任固定收益部副总监、基金经理。

## 谋求风险调整后的收益最大化

宏观研究对于固收投资的作用不言而喻,罗远航也把大部分的精力放在宏观、政策和交易上。“研究是感知变化的重要手段,而投资是对研究结果的体现,是主动应对变化的过程。”罗远航说。

他通过宏观基本面和政策面的分析,形成对流动性、收益率估值水平和风险因素的研判,再据此调整债券组合的久期和品种投资比例至合适的水平,同时通过控制组合的利率风险和信用风险暴露来控制债券组合的净值回撤,让研究的价值落在投资上。

“不同因素对于债券市场的影响体现在不同的时间维度上。宏观金融变量是决定收益率走势的长期力量,基于对收益率长期趋势的判断来决定组合配置的久期;货币政策是影响债券市场中期走势的重要力量,货币政策的拐点通常也是收益率趋势的拐点信号;资金面和供需关系影响了收益率的短期走势,市场的交易机会往往蕴含于资金面的变化中。”罗远航总结道,“我们要根据经济发展周期的不同特点,不断在市场的创新和变化中寻找价值,谋求风险调整后的收益最大化。”

对于近年来的市场变化,他颇有体会。以近年来的宏观政策环境为例,罗远航表示,在新冠肺炎疫情影响下,政策面的变化已经成为引领基本面的重要指标。与基本面相比,政策面更适宜作为当前宏观研究的出发点。

“以我国的经济复苏为例,疫情得到逐步控制的情况下,经济复苏需要政策的强力支撑,市场一度出现了流动性宽裕。但是,决策层又及时地在流动性和信用方面拉紧缰绳。当后续发现支撑经济基本面的需求端表现仍然疲弱,便又在政策层面

转向稳增长。”罗远航在回顾近两年宏观环境时表示。在他看来,经济复苏和企稳存在压力的情况下,宏观研究中关注政策变化的意义重大。如果仅仅观察基本面的变化,容易落后于真实的宏观环境,而政策作为“相机抉择”的先行指标,更具研究价值。

此外,在原来的宏观研究框架之下,外部环境变化对国内债券市场研究的影响相对较小且间接,但疫情带来的全球宏观环境的共振,则让这一因素的权重大幅增加。

罗远航以目前美联储加息预期为例,说明全球宏观环境的相互影响和相互作用。罗远航认为,在经济复苏的节奏上,中国已经较早地运用了经济政策工具,目前中国已经进入新一轮的经济托底和稳定增长预期的阶段。但是在美国和欧洲等地,则还处于疫情控制后,依托政策刺激经济的阶段。前述背景下,美国国内的需求旺盛,但是通胀压力大增,加息成为宏观应对的选择。

“美国的加息预期目前相当明确。但是在货币流动性收紧后,是否会造美国国内的真实需求和全球总需求的下滑是不确定的。如果退出刺激政策后其需求不能支撑加息后的国内经济,美联储也可能削减加息的幅度和暂缓转向紧缩的进程。”罗远航表示。

之所以关注海外宏观经济,是为了研判国内宏观环境的相应变化。罗远航认为,国内货币政策、信用环境、出口形势等方面与海外宏观会产生联动。以今年制造业部门的新增投资为例,如果出口形势和内需环境较好,这一部分的增长动力将带动经济基本面逐步变化,进而可能影响国内流动性政策等一系列宏观因素。

## 灵活久期 杠杆积极

谈及今年一季度的宏观环境,罗远航表示,虽然当下是宏观经济数据披露的“空窗期”,但是从多方面信息来看,稳增长政策持续见效,经济增速下行风险或逐步消除。

罗远航认为,在通胀压力下美联储可能更快地收紧货币政策,2022年美国加息的概率显著上升。国内稳增长的压力较大,一季度经济开门红对于全年的经济增长至关重要,预计流动性仍将保持宽松,并积极引导商业银行进行信贷投放以支持经济;财政政策对于基建投资的支持也可能加大。

具体来看,罗远航认为,当下整体的政策环境是稳货币、宽信用。在今年一季度经济“开门红”的预期之下,当前市场还迎来“宽财政”的环境。“在地产拉动明显缺席的情况下,来自于基建和制造业的投资需求,阶段性地撑起了信用扩展,这为经济‘开门红’打下了较好基础。”罗远航表示。

对于后续宏观环境的研判,罗远航指

出,需要观察稳增长措施的效果及其持续性。如果基建投资、制造业投资等能够为经济持续提供托底力量,那么经济基本面的企稳复苏将随之到来。

在这样的宏观环境下,罗远航认为,债券投资波动性将较为明显,及时对各种变化作出反应显得尤为重要,而风险控制是这其中必须要考虑的因素。因此,罗远航表示,今年面临的不确定性较多,不宜过多信用下沉,配置还是主要集中在高等级的信用债和利率债上。上半年的债券投资将更多地观察政策面,通过合适的应对来获得投资收益;下半年的债券投资则将聚焦经济基本面,寻找经济企稳回升之中的机会。在投资组合的久期上,将采取灵活机动的策略,以中低久期的灵活搭配为主,尽量控制长长期债券的配置;在杠杆策略上,在稳货币和宽信用的背景下,当下并不存在明显的流动性压力,可以适度采用较高的杠杆,以期增厚投资收益。

固收基金经理被很多投资者认为是一群非常特别的存在:A面的他们,各种领域话题侃侃而谈,有一览山川河岳之势;B面的他们,又常把风险挂在嘴边,似乎又谨小慎微。他们像是一个“矛盾体”,但是矛盾背后的核心却是:控制风险、力求获得收益。

华泰柏瑞基金的罗远航是一位典型的固收基金经理。他强调宏观研究,注重风险管理,同时对债市的理解灵活、多面。在他看来,固收投资中自上而下的研究很重要,但是宏观难以被精确测量,而且宏观的研究覆盖面极其广泛,单一个体无法做到对所有因素深入分析并预判。所以,罗远航不追求宏观研究的极致,而是以研究感知变化。他下功夫的地方,是基于变化寻找应对良策。

## 做好风险管理 方能走得更远

和许多固收基金经理一样,罗远航追求的是风险调整后的收益最大化。他认为,风险管理决定了基金的长期业绩。虽然在管产品的投资策略不尽相同,但从季报持仓情况不难看出,罗远航的投资风格整体较为“清淡”,注重自上而下把握宏观脉络,较少做信用下沉,更多的是通过调整久期和杠杆来力争获取收益。

早在2014年管理货币型基金时,他就积累了不少应对市场价格波动和组合大规模申赎的经验。2017年起接手纯债类基金,历经债市牛熊转换和许多重大事件考验,罗远航管理的组合没有出现过流动性风险和信用风险事件。

相较于股市,债市过去几年更为跌宕。也正因为对波动的感知越多,他对风险的认识就越深刻。过去7年的投资实战,让罗远航对于债券市场的发展脉络熟稔于心,过去经验的积累,指导着他在投资中做出更恰当的判断。

以代表作华泰柏瑞季季红为例,这也是罗远航接手的第一只纯债产品。“这只产品的合同里有强调季度分红概念的条款,因此在投资策略和业绩考核上,我们坚持绝对收益和相对收益并重的理念,偏向于高等级信用的杠杆策略和利率债的久期策略,而对于信用下沉是极其谨慎的。”罗远航介绍。

在具体投资操作上,罗远航严控信用风险,信用债持仓多以AAA国企为主,通过高等级信用债打底以期获取基础票息,并控制久期,追求最小化信用债的久期风险;同时灵活调整利率债仓位和久期,力求增厚组合收益,力争增大弹性、控制回撤。

“不是说信用下沉的策略本身有问题,而是所有策略都要放在时代框架下去考虑。”罗远航说,“此前房地产债券的信用下沉曾是一个回报非常有吸引力的策略,但近年行业整体环境发生较大变化,信用下沉可能为资产组合带来较大风险。”所以在相关资产的配置上,罗远航慎之又慎。

从结果来看,公开信息显示,罗远航2017年起管理华泰柏瑞季季红债券基金,该基金于2020年3月和2019年4月两次获得金牛奖。截至2022年2月底,华泰柏瑞季季红债券基金近五年回报在晨星121只信用债开放式基金中排名第7位。