

招商基金首席研究官朱红裕:

做投资要放下执念 清醒认识自己

证券时报记者 杨波

上世纪90年代初,浙江舟山群岛的一个小乡村,一位少年常常爬上山顶,眺望远方,对面舟山港主港北仑港停靠的万吨巨轮气势恢宏,少年梦想着有一天能当上船长,周游世界。三十年后,这位少年成长为优秀的基金经理,他就是招商基金首席研究官、基金经理朱红裕。

朱红裕是清华大学工学硕士,2005年硕士毕业后加盟华夏证券研究所,后曾在银河基金、华安基金、国投瑞银基金任职;2013年7月,转任红杉资本中国基金副总裁,后联合创办弘尚资产;2020年1月加盟招银理财任权益投资部总经理、投资经理;2021年5月回归公募,加盟招商基金,任首席研究官。

公开资料显示,朱红裕获得了较好的投资业绩,2011年5月到2013年7月,沪深300指数累计下跌近30%,其间他管理的公募基金仅下跌0.47%,超额收益显著。重返公募后,朱红裕管理的第一只产品招商核心竞争力获得了亮眼的业绩,从2022年4月13日至2023年9月30日,该基金获得34.54%的回报,超额收益为41.98%。

日前,证券时报记者独家专访了朱红裕,他讲述了自己投资道路上遭遇的挫折与成长,他表示,人之所以痛苦就在于执着自我,做投资要放下对自己的执念,客观理性认识自己,从自我走向真我。“认识你自己”这句刻在古希腊德尔斐神庙的名言,一定程度上浓缩了朱红裕对投资的思考。

“过去的成功经验可能在关键时刻毁掉你”

证券时报记者:2011年你开始投资生涯,并获得了良好的业绩,曾获得多个行业奖项,你是怎么看待这些成绩的?

朱红裕:回头看,我觉得自己非常幸运,那几年是熊市,我熟悉的几个行业刚好表现比较好,因此我业绩也比较好,所以有时候历史业绩具有一定的运气成分,而我们的能力通常被高估。

证券时报记者:2015年市场暴涨暴跌,你的情况怎么样?

朱红裕:2015年中的震荡市场回撤也不小,但后来产品净值涨回来,当年获得了较高的正收益。2016年市场震荡,我管的产品表现也还算能接受。真正的挑战是在2017年左右。

证券时报记者:2017年你面临什么挑战?

朱红裕:我自以为有红杉资本的经历,掌握了科技股和成长股的投资方法,当时投资了很多小盘科技股成长股,但2017年-2018年科技股成长股的表现很差,我第一次感觉自己的投资方法完全不灵了,不知道如何应对经济、产业、市场发生的变化,不知道什么地方出了问题。

这是我投资生涯一个巨大的转折点。我之前一直很顺,对自己做的事情坚信不疑,没想到其实都是泡影。过去那么多年构筑出来的那个强大的、光鲜的自我,一下子没有了,所以特别困惑、痛苦,过去有多顺,当时就有多失落与挫折。

证券时报记者:就是说过去越成功,越要小心?

朱红裕:即使你过去20年都正确,有一天也可能犯错,毁掉你的恰恰是你的成功,你过去所谓成功的经验,可能会在某个关键点给你致命一击,做企业做投资都一样。

证券时报记者:有没有感觉像开悟一样的瞬间?

朱红裕:这期间我看过几本写苏东坡的书,苏东坡愤世嫉俗,比较自负,45岁被贬到黄州,因为奉禄不够,需要种地补贴生活,地里全是杂草,他放了一把火,烧光了地里的杂草。我记得有本书里写道:这把火烧掉的不是杂草,而是烧掉了苏东坡前半生的执念。从此,他脱胎换骨,放下执念,不再那么患得患失,变得练达通透,写的诗词跟过去也是完全不一样的境界。

书上这一段评论深深触动了我,让我深感做投资也必须放下执念,放下对自我的执着。如果心中有太多羁绊,说明修为还差很远。

证券时报记者:做投资的执念是什么?

朱红裕:人为什么痛苦,因为执着于“我”。人生有三重境界:自我、小我、无我。从自我到小我是非常大的跨越,

需要放低姿态,倾听大家的声音,对自己有更加客观清晰的认知。比如做投资,业绩好时不要太自以为是,业绩不好时也不要妄自菲薄,因为短期有很多的随机性,不是你能左右的。我原来觉得自己还有点能耐,2017-2018年之后,我认识到自己只是芸芸众生中的一个,股海拾贝而已。

证券时报记者:你现在的在什么境界?能否从容面对净值波动?

朱红裕:深感惭愧,我现在最多只是在“自我”到“小我”的努力过程中,只能说会相对比以前更加坦然一些吧。约翰·博格的书对我有很大启发,从美国的历史统计数据来看,基金经理天赋、悟性再高,再努力,从长期看,能够获取超额收益的能力也就比别的基金经理高5%-10%,战胜市场的概率是60%-70%,意味着在30%-40%的周期里你会落后市场。

因此,我们一是要清醒地认识自己,接受自己的平常;二要接受无常和短期的随机性,不要让情绪随着短期的业绩过于波动,更不要业绩低迷时自暴自弃。

科技企业的高回报只是幸存者偏差

证券时报记者:你在方法论上具体有什么改变?

朱红裕:过去我对未来总是充满了预测,以为自己对经济、产业有预测能力,投资组合也建立在对未来研判的基础上,我后来想想挺不可思议的。具体来说,我以前第一是注重对未来的判断,第二注重赔率的大小,先预测什么行业能起来,什么领域能起来,再算赔率有多高,然后决定是否投资。2017年我为什么会吃亏?因为总觉得科技股有很高的赔率。

证券时报记者:你什么时候改变对科技股的看法?

朱红裕:我看了一本股票投资量化分析方面的书,将美国股票市场的历史数据,一个一个拆出来看,收获很大。在过去几十年,美国回报率最高的行业是必选消费品,回报率最差的是科技行业。为什么?因为必选消费品行业格局非常稳定,而科技日新月异,永远是后浪压前浪,很多21世纪初的科技企业已经被遗忘,逝去的企业是不会发出声音的。而我们看到科技企业的高回报,只是幸存者偏差。

另外,一级市场和二级市场投资是不一样的,投资运作的模式、组合构建方式都不一样,二级市场有投资比例限制,挣不了这个钱,而应该是追求通过投资组合均衡稳健地赚钱,中等偏高的赔率就够了。

证券时报记者:在术的层面你也想明白了?

朱红裕:很难说完全想明白了,只是说我过去更多地是以预测、赔率驱动,到今天则是赔率和胜率都重要,某种意义上胜率更重要,这是我在方法论上非常重要的变化。

证券时报记者:你会用价值投资之外的方法吗,比如技术分析、量化?

朱红裕:我心里一直有个声音,要放低姿态,低一点再低一点,除了更强调安全边际,还要更包容地去看世界。不要以为自我标榜是价值投资,就可以贬低其它方法,包括看图、技术分析、量化等,它们也是看股票、行业的一种视角和方法,如果我们用基本面的方法看行业、公司的功底没有达到一定的境界,可能还不如看图,为什么?因为看图有相对简单的标准,有信号,不容易犯大错,很多亏大钱的,恰恰是看基本面的基金经理。做投资最怕的是对自己的理念方法盲目自信,不接受其它视角、方法去看问题,也不愿意认错。

证券时报记者:你很重视长期?

朱红裕:如果一件事情,短期特别难,但长期很有意义,就值得去做。如果长期毫无意义,但短期有很多诱惑,尽量不要去做,因为做了以后会上瘾。我见过一些自作聪明的企业家,以为占了很多其他人的便宜,但最终却可能是失败者,因为损失了从业者最重要的名声和口碑。是非功过,不只看你今天拥有多少,有的人可能看上去输了,依然令人尊敬,有的人一段时间可能赢了,依然是失败者。

“我们的方法论可能面临严峻挑战”

证券时报记者:你怎么看未来的



市场?

朱红裕:其实中短期的市场非常难以判断,我对未来的市场相对谨慎乐观,也相对看好医药、军工和科技成长类和红利类资产,但我们可能面临非常严峻的投资方式的挑战。

证券时报记者:为什么?

朱红裕:市场就像钟摆,在来回摆动,而世界是更大的钟摆。国与国之间、国家内部之间财富分配的矛盾,已经比较大,而通过市场化的货币政策的方式,可能无法解决巨大的阶层之间的收入差距,只能是用财政手段来熨平国家内部以及国与国之间的财富博弈,但这需要付出代价,即更高的通胀、更高的资金成本。

企业不能脱离社会而存在,脱离环境谈投资是不现实的,我们要跳出企业去看更大的社会环境,当环境发生变化,投资企业的风险溢价、久期也应该随之改变。

证券时报记者:现在的宏观环境的确实比较复杂。

朱红裕:我们投资人要对大的社会变革、大的社会转折有感知。现在,A股市场绝大部分机构,包括外资,依然停留在过去十几年的投资范式,大部分人对成长还充满期待,美债利率一下来,大家又开始投成长。这样做有效

短债基金大增3000亿 成今年规模冲刺主力

证券时报记者 裴利端

年末时点临近,基金规模冲刺战再次打响,短债基金作为冲刺主力再次开启了密集发行。

据Wind数据统计,截至12月3日,仅近一个月以来,全市场就有约30只短债基金开始发行。拉长时间来看,在权益基金遇冷,债市也历经近两个月调整后,定位于“货币+”的短债基金无疑是今年基金规模上量的主力,年内规模增长超3000亿元。

年内规模增长超3000亿

据Wind数据统计,截至12月3日,全市场一共有769只(不同份额分开计算)短期纯债型基金,合计规模9173.21亿元,相比年初的6144.75亿元增长了3028.46亿元,增幅近50%。其中,多位明星债券基金经理凭借较好的业绩和回撤控制,获得了资金青睐,管理规模在经历了第三季度的规模大涨后仍然持续提升。

例如,李俊江管理的泰信添鑫中短债基金,前三季度规模增长约158亿元,成为年内规模增长第二的中短债基金,在泰信添鑫中短债宣布限购后,11月6日,李俊江的新基金泰信添益90天持有期债券启动发行,再次获得了资金的高度关注,发行仅仅2天就提前结束募集。

再比如,曹治国管理的浦银安盛稳鑫120天滚动中短债,前三季度规模增长了超70亿元。11月20日以来,曹治国拟任基金经理的浦银安盛

吗?我觉得要打问号。

任何事物的形成,既有历史的偶然性,也有历史的必然性,我们走到现在,是有必然性的。要正视时代发生的变化。

证券时报记者:在这种背景下,应该怎么去做投资?

朱红裕:如果久期很长,放在更远的维度,投资高分红、低估值的公司,可能是较好的应对手段。在此基础上,如果发现类似2012年移动互联网这样很好的产业趋势,能打破目前的僵局,带来全球分工和效率的提升,从中可能找到很好成长性的股票;如果发现不了,就老老实实寻求稳健回报。

证券时报记者:红利低估值股票已经表现了一段时间,未来还有机会吗?

朱红裕:近年来低估值高股息红利类的风格很好,我也看了一下数据,意外发现红利ETF占整个ETF的比例才3%不到。不管是从大的历史背景、内、外部环境对投资的影响,还是市场的配置结构、市场参与者的思维定式,我都认为红利低波可能是未来很重要的方法论。

证券时报记者:你开始追求比较稳健的收益,为什么?

朱红裕:今年9月底我的产品回撤比较多,有些客户开始赎回。未来我的

产品净值可能创新高,又挣钱了,但客户已经走了,享受不到后面的回报。我觉得挺难过的,所以一直在思考怎么优化组合,提高胜率,降低波动,让客户体验更好,持有的久期更长,挣钱概率也就更高。

我们做基金经理,要真正给客户创造价值,争取长期给客户带来持续稳健的回报,不要规模小的时候业绩好,规模大了反而没赚钱,这样没法让客户有长期好的体验。

越牛的对冲基金公司跟投的占比越高

证券时报记者:基金经理对自己的职业操守是否应该有较高要求?

朱红裕:公募基金是代客理财,有信托责任,我们对自己的道德水准理应有较高的要求,我们应该像管自己的钱管自己父母亲人的钱一样,管客户的钱。

美国很多对冲基金很多年都把自己的钱放到产品,越牛的公司自己钱在公司资产中的比例越高。有些公司则是自己一分钱不放进去,全是客户的钱,然后拿客户的钱去赌,赌对了拿奖金,赌错了,客户买单。这公平吗?这是塔勒布说的非对称风险。

证券时报记者:你有自购吗?

确定性较高,这一做法也与中短债基金的低风险定位本身存在一定偏差。”一位短债基金经理表示,“当然,这并不意味着信用下沉策略一定不体现在短债产品里,只是更适合持有长期、负债端稳定的债基,基金公司在销售时也需要和客户解释清楚策略风险。”

相比信用下沉策略,也有基金经理看重交易的作用,更多地立足于杠杆、久期来灵活调整组合结构,提高收益水平。

曹治国认为,随着城投化债背景下信用利差的收窄和基金规模的攀升,中短债基金采取票息策略的实施难度大幅增加,他的投资策略是以高等级信用债作为底仓的基础上,通过杠杆和久期调整组合结构,做好波段交易,以应对不断的市场变化。

李俊江也指出,新产品会整体维持精选信用债思路,超额收益部分以优质信用债为底仓,综合考虑票息收益、利差情况、骑乘效应和流动性来选择个券;交易员根据对债市基本面的判断和收益率曲线形态动态调整具体券种,以期通过波段交易获得资本利得。

疤痕效应防范回调风险

随着年末时点临近,不少投资者也开始担忧,债市是否重现去年四季度的超预期调整?短债基金是否还具备投资机会?

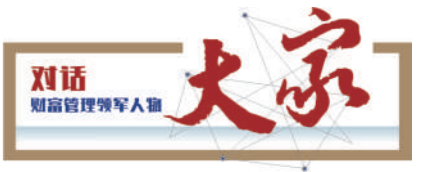
曹治国指出,虽然时间临近年末,资金面偏向紧张,但债市像去年

朱红裕:我在家庭中能支配的几乎所有钱都在我(占主要比例)和我们同事管的产品里。将自己的利益跟客户利益放在一起,是我们的本分,也是基本的职业操守,我希望向年轻人传递这一观念。我们不能决定结果,但可以决定过程,我们要用真金白银跟客户站在一起,如果连这点都做不到,我们如何能赢得尊敬。

证券时报记者:你怎么评价自己?

朱红裕:所有的资产都是时代的资产,所有企业都是时代的企业,个人也是时代的人。我不觉得自己比我父辈强多少,只是比他们幸运,我们拥有的一切都是时代给予的。不过是刚好上对了一条船,而这条船刚好开到了那个对的地方而已,不是你改变水的流向。

我从来不认自己是聪明人,也不算特别勤奋。如果能够有一点小小的成绩,一是很幸运,时代对我比较关照;二是在有些问题上想得比较多,比较愿意反省自己,不太从众。



四季度一样发生大幅度回调的概率相对较低。

“一方面,债市并不是每一年都有大调整,从历史概率上看,今年再现的可能性是偏低的;另一方面,市场是有疤痕效应的,经历了去年年底的债市回调之后,无论是理财子还是公募机构,都会提前予以应对,例如今年理财产品的久期相比去年大幅压降,还发行了很多混合估值法的产品,有助于平滑估值波动,并且临近年底,公募久期的进攻性也不会很强烈。”曹治国分析。

结合市场环境来看,曹治国也注意到了今年年底和去年年底的多处不同:一是近期1年期存单利率持续高于1年期MLF利率;二是目前大家对市场的预期整体偏弱,“所以总的来说,环境不同,预期不同,市场点位也会不同”曹治国表示。

格林中短债的基金经理高洁表示,“在化债和基建投资带动经济的模式下,央行多次表态资金面维持稳定宽松的局面,预计银行的存款利率还会进一步下降,以此带动贷款利率下调,从而使整个利率中枢下行。而且明年是美国的大选年,外部的风险相对不确定,大的宏观环境对债券非常有利。”