

农银汇理投资副总监张惟:

价值投资是一种习惯

证券时报记者 张哲

农银汇理投资团队中不乏海归,投资副总监张惟就是其中之一。不过,张惟的亮点不在于其海归历史,也不在于其近十年的海外实战投资经历,出身金融工程的他,似乎有某种异能,能够在股票、债券、外汇、商品期货等跨度较大的不同资产类别之间游刃有余,将规模庞大的不同资产管理得风生水起。

金融工程的量化先锋

2001年7月,张惟进入里昂信贷银行资产管理公司出任金融工程师,从此正式踏入瞬息万变的投资市场。在国内投资界刚开始接触金融工程这个概念时,2004年,他已变身成为欧洲最大的资产管理公司——东方汇理资产管理公司的股票基金经理。当时,由于公司的基金整体业绩出色,东方汇理管理的资产规模不断扩大,已经高达5000亿欧元,其中股票型基金规模为500亿欧元左右,有50多位股票基金经理,最大一只股票基金的规模超过50亿欧元。在这样的规模下,传统的管理方式遇到了一个瓶颈,基金经理在个股选择上的业绩贡献被基金规模所稀释,很难延续过去的超额收益。因此,公司把股票管理团队一分为二,把传统基金经理的管理规模降到他们能够发挥最大能力的范围;同时,由另外两名出身金融工程的同事和我创立了东方汇理的股票核心及核心增强管理团队,用数量化模型管理基金。”

金融工程的神奇所在,就是张惟等三个人的小小团队,管理了东方汇理一半也就是250亿欧元的股

票基金资产规模,并且业绩处于市场领先地位。同时,由于传统基金经理在较小规模的组合里更易于突出他们的管理优势,另一半的股票基金也取得了很好的业绩。第二年,东方汇理的股票型基金就获得了法国银行系基金总体排名第一的好成绩。2007年张惟告别东方汇理,走进当时名噪一时的雷曼兄弟欧洲量化基金管理公司,负责债券、外汇、金融以及商品期货的投资管理团队,管理雷曼兄弟在欧洲的第一只量化对冲基金。可能别人会认为跨度很大,但从金融工程的角度来讲,模型是相通的,量化管理使得跨市场和跨资产的管理成为可能。”

也许是出于专业的潜移默化,张惟的投资哲学也相当的“量化”。投资上我认为模式不重要,能赚钱就好。投资方法则是越多越好,投资市场瞬息万变,不确定的因素较多,如果你有多个不同的投资策略,叠加的效果就能产生穿越中短期市场波动的效果,自然胜过单一的策略。”

沪深300指数估值洼地显露

尽管“空降”A股,但张惟丝毫不陌生。一方面,本土的生活,让他对中国证券市场有一种天然的熟悉,而海外近十年的投资经历,又让他树立起了坚定的价值投资理念。价值投资是一种习惯。”他说。

在市场追逐成长股的热潮中,张惟没有人云亦云,而是将目光投向了沪深300的估值洼地。他认为,目前投资沪深300指数正当其时,因为沪深300指数从估值来说已经具有相当的吸引力。他介绍,当前沪深300指数约15倍市盈率,这个数据比历史上的中位数18倍还低了



近17%。同时,沪深300指数2011年的动态市盈率大致为12.5倍,已经低于2008年的最低点。

当沪深300指数市盈率接近15倍底部区域时往往是较好的中长期买点。”他介绍。从历史的走势上看,从2005年2月到2007年10月,累计涨幅高达496%;从2008年9月到2009年7月,累计涨幅为99%。市场处于底部区域时,被动指数化投资获取的收益通常更胜一筹;但投资者自身需要具备一定择时能力,在市场见底时果断撤离,市场处于底部区域时果断进入。”

他表示,相对中证500指数的估值,目前沪深300估值处于历史低位。从国际经验看,大盘和中小盘估值之间的差距,迟早也会得到修正。目前中小盘估值已经非常高,尽管不排除

张惟:具有9年基金从业经验,CFA,FRM。

2001年7月至2007年1月担任法国里昂信贷银行资产管理公司金融工程师、东方汇理资产管理公司基金经理,为股票量化基金管理核心团队三名初创成员之一,共管理250亿欧元的量化股票基金。2007年1月至2009年2月任职于雷曼兄弟欧洲量化基金管理公司,负责债券、外汇、金融及商品期货投资管理团队,管理雷曼兄弟在欧洲的第一只量化对冲基金。现任农银汇理基金管理部沪深300指数基金拟任基金经理。

个股或者个别板块仍有后续上涨空间,但中证500整体涨幅大幅超越沪深300已是小概率事件。

围绕周期类股进攻

同时,结合目前国内经济走势。张惟表示,钢铁、水泥等中游行业的产能利用率达到季节或历史高位、2010年4季度上市公司净资产收益率接近于2007年最好水平、票据利率上升等因素都在说明,实体经济见底回升趋势明显。但短期来讲,通胀、房价的反复可能会让市场仍处于调整阶段。”

对通胀,张惟认为,尽管市场担心通胀得不到控制,但毫无疑问,应该相信政府能够妥善处理控制问题。目前全球市场在日本地震、海啸、核泄漏等一系列事件影响下一路下跌,

张惟却认为不担心日本经济的长期表现。每一次的灾难重建,对当地市场来说都是一轮向上的刺激。相反,我更为担心的是欧洲的债务泥潭。而欧洲的问题,则是富人的问题,问题在于缺乏活力,缺乏上涨的动力。”

中国的证券市场,目前仍处于震荡调整阶段,最早预计4月中旬左右结束。”基于此,张惟表示,短期来讲还是围绕着积极的财政政策布局,他十分看好非汽车交运设备(轨道交通设备、建设和运营)、特高压、海洋工程设备和服务商,水泥、钢结构、通信设备、水利水电等行业,“这些行业都酝酿着较好的投资机遇。”

从中期来看,他认为,应围绕周期类行业进攻。与2009年初相比,企业产能利用率大幅上升,企业资本支出的动力大幅提升。相比于2009年,经济回升的内生性动力更强。伴随通胀和房价调控到位,周期性行业的系统性投资机会将来临。轮动顺序依然是地产、汽车、水泥、钢铁、有色、煤炭。”

对于下游周期性行业,张惟认为,地产的机会来自于房价调控到位,汽车与家电则在旺季销量回升后迎来上涨。对于中游周期性行业,机会来自于终端需求恢复后的拉动,预计第二、第三季度较好。对于上游周期性行业,机会来自于需求刚性性推升。同时,大消费和战略新兴产业依然是中长期投资方向。

对于农银沪深300基金成立后的建仓策略,张惟表示,会在对市场冲击最小的前提下建仓。指数基金作为一种投资工具来讲,主要看其两点,第一看跟踪误差,第二看手续费是否低廉。”经验丰富的张惟对如何跟踪误差控制在最小范围内胸有成竹,他表示要让我们的投资者从买这个基金起,就算买到了沪深300指数。”

美国共同基金如何把握养老金发展机遇

生命周期基金以一系列基金的形式存在,投资者根据预期退休的年龄和自身的情况选择不同年限的基金进行投资。随着退休年限的临近,基金投资风格转为保守,投资者无需过度担心养老资产的风险。

生命周期基金解决了401K模式下投资风险收益不匹配的现象。2009年,生命周期资产总额比10年前增长了惊人的24倍,401K资产中将近1/3为生命周期类基金投资,31%的401K新开账户使用了生命周期类基金投资,较之前一年的23%有明显的增长。

上海证券基金评价研究中心 王毅 张桐

在过去的20年中,美国共同基金养老金计划业务发展非常成功。共同基金抓住了401K计划的发展机遇,迅速扩展了管理资产的规模。截至到2009年,401K资产投资于共同基金的比例达到51%,为20年前的6.4倍,平均年增长率超过40%。401K计划允许企业员工将当前工资中的一部分存入特别账户,用以在退休后使用,并予以免税待遇。

养老基金投资的特征

19世纪末,美国出现了工业化所带来的城市化问题,大量农村人口进入城市,传统的农户型家庭经济体系被打破。要为人们退休后的生活提供保障,社会急需一种全新的体制,1875年第一份私人养老计划开创了养老基金制度的先河。在此之后,政府才开始跟进,逐步规范化和制度化各类养老基金,一系列法律条文随之产生,引导了养老基金行业的发展。

养老基金投资限制逐渐放宽。世界各国对养老基金的投资方式和投资范围限制都有放宽的趋势,从最初的债市投资,到之后的国内股票市场投资,到目前的全球配置,都表现出了各国希望拓宽养老基金投资渠道,充分实现增值的愿望。据最近的国外报道称,一些发达国家的养老基金甚至已经开始投资于发展中国家的IPO领域,例如印度。养老基金已经成为了一个可以全方

位、多角度影响国际市场和多级市场的巨大力量。

养老基金的投资风格已不再保守。在养老基金和资本市场发展最为发达的美国,养老基金控制了全部上市公司整体市值的一半,是规模最大的资产类型,养老基金的一举一动都会深深地触动资本市场的神经。养老基金发展到今天,已经脱离了主要投资于固定收益类产品的投资模式,转而将大部分资产投资于权益类产品。目前最为主流的401K养老计划中,只有36%为固定收益类投资,另外60%以上的资产由股票型基金、混合型基金中的股权部分和公司股票构成,其中共同基金投资是最主要的投资方式。在由专业资产管理公司和投资顾问公司负责投资的养老资产中,也有将近70%的资产投资于股权类产品。

确定缴费型计划成为养老计划的主流。1978年,美国国会对于《国内税法》做出重要修订,新规定允许企业员工将当前工资中的一部分存入特别账户,用以在退休后使用,并予以免税待遇。税收上的优惠极大激励了人们参加养老计划的积极性。以此附加条款而得名的401K计划在1980年获得通过,3年后美国半数以上大型公司为员工提供401K计划作为养老金选择,计划资产迅速增加。1998年,以401K为代表的确定缴费型计划(DCP)资产规模第一次超过确定领取型计划(DBP),并且在接下来的十几年中继续迅速发展,成为美国养老金市场的主流模式。

共同基金与养老基金良性共生发展

美国共同基金把握了养老计划发展的脉搏,在养老计划迅速成长时期适时推出新产品,并在养老计划出现问题后提出针对性的解决方案,促成了共同基金与养老基金的良性共生发展。

基金公司及时把握确定缴费型计划带来的机遇。以401K计划为代表的确定缴费型计划,在经历了30年的快速发展之后,已经成为了雇主选择养老计划的主要方式。

401K计划之所以广受欢迎,除了1978年《国内税法》修订后在税收方面给予的优惠待遇外,新的制度下雇主和雇员职责的变化也是重要原因之一。在雇主方面,公司或企业不再承担投资的风险,而是仅需定期投入资金并为员工提供足够的投资渠道,在雇员方面,401K允许受益人自主理财,选择与自身风险适应性相配的投资方式,并可根据人生规划和突发变化等对投资进行有效调整。基金公司清晰地认识到401K快速发展的机遇,针对401K为雇主和雇员双方带来的新变化,提供了相应的服务。在雇主方面,基金公司主动拓展业务,把丰富的产品推荐给各大型企业,并形成了良性的竞争。在投资者方面,基金公司适时开展投资者教育服务,通过多种形式为投资者提供专业化的投资建议,同时还开发了为养老计划投资者特别设计的个性化基金产品供投资者选择。

基金公司合理应对养老计划投资者并未合理分散的投资。相比专业管理的确定领取型计划(DBP),401K计划的个人投资者暴露出很多理财问题,其中最重要的就是401K投资并没有得到有效的分散。统计显示,有33.3%的401K账户中未包括权益类资产,即资产的增值空间极小,长期来看甚至无法抵抗通胀的侵蚀;而另外的15.8%的账户中满仓了权益类资产,承受了过高的市场风险,没有切合养老基金的投

资目标。

面对这一问题,除了进行针对性的投资者教育以外,基金公司还着重推广混合型基金,使用混合型基金可避免对权益类资产或固定收益类资产的过度投资,在一定程度上平衡资产的收益和安全性。这一举动收到了成效。2009年,以401K计划中倾向承受较大风险的20岁-30岁人群做统计,42%的资产投入到了混合型基金中,较前一年增长了17%,是10年前的混合基金投资额的6倍。

基金公司推出生命周期基金解决了401K模式下投资风险收益不匹配的现象。401K计划采取定期投入资金的方式积累养老财产,这种方式带来了养老资产的风险特征与养老原则相背离的严重问题。根据投资者适用性原则,年轻的投资者比接近退休年龄的投资者拥有更高的风险承受能力。而年老员工的账户中存有相当数额的养老资产,在未来已没有稳定资金注入的情况下,一旦资产处理不当,过高的市场风险很有可能带来无法挽回的巨大损失。金融危机中,很多接近退休年龄的401K账户大幅缩水,便是投资者未正确匹配风险适用性的例证。

在此背景下,基金公司推出了生命周期基金,生命周期基金以一系列基金的形式存在,投资者根据预期退休的年龄和自身的情况选择不同年限的基金进行投资。基金管理人负责定期调整养老资产的配置,以保证资产风险和投资者的风险适用性相符。特别是随着退休年限的临近,基金投资风格转为保守,投资者无需过度担心养老资产的风险。

这一举措大获成功,2009年,生命周期资产总额比10年前增长了惊人的24倍,401K资产中将近1/3为生命周期类基金投资,31%的401K新开账户使用了生命周期类基金投资,较之前一年的23%有明显的增长。

对国内基金业的三点启示

国内的基金公司可以充分借鉴美国共同基金与养老基金互利共生的经验,紧跟我国养老计划的发展趋势,创新和丰富产品类型和服务类型。总

体上,基金公司至少可以从以下三个方面寻找突破点:

各类基金打包销售。基金公司可以先尝试对不同类型的基金进行打包销售,以达到切合养老计划投资者需求的目的。目前我国很多基金公司已经拥有了比较完善的产品线和产品类型,经过打包的基金产品,可以结合多种类型基金收益和风险的特点,供养老计划管理者或投资者根据自身的风险适应性进行选择。如果养老计划管理者或投资者有主动调整基金配置的需求,那么提供零转换费用或低转换费用的基金公司将在竞争中占得先机。

提供半固定化收益的基金产品。在经历了金融危机之后,学术界已经开始讨论新的方案来保护养老基金资产。其中一个提议便是,是否有必要将养老计划分拆成固定缴费和固定领取的两部分,或是看作两者的结合体,即养老金中的一部分是固定数额支取,另一部分则来自不确定的资产增值,使养老金同时拥有基金和保险的特征。考虑到养老基金所特有的社会保障性质,在其收益回报中体现出一定的保险性质是必不可少。将养老计划资产中合理比例的一部分投入,由保险公司承担支付义务,不但实现了低风险资产的免疫,保险公司的信誉将使基金公司更容易博得投资者的信任。

为养老计划提供费率优惠。基金公司应针对养老计划投资者偏好低费率、低换手率基金的特点,推出相应风格的基金,并以此作为卖点进行宣传推广。美国投资公司协会的统计数据 displays,相比普通资产投资,投资者或资产管理人在打理养老计划资产时,更加看重费用支出。401K投资者将80%的基金配置于免佣金基金,同时,401K投资者所选择的基金在2009年的平均费用率为0.74%,仅为市场上所有同类型基金费用率1.48%的一半。

此外,针对养老计划账户随着时间逐渐积累的特点,基金公司也可以尝试将管理费用和养老计划的存续规模相关联,使长期稳定的投资者享受低廉的费用。这样一来,虽然在费率方面做出让步,但是随着管理资产规模的不断增加,基金公司将和投资者一起成为赢家。

观点 Point

目前投资沪深300指数正当其时,沪深300指数约15倍市盈率,比历史上的中位数18倍还低了近17%,而沪深300指数2011年的动态市盈率大致为12.5倍,已经低于2008年的最低点。

当沪深300指数市盈率接近15倍底部区域时往往是较好的中长期买点。

市场处于底部区域时,被动指数化投资获取的收益通常更胜一筹,但投资者自身需要具备一定择时能力。

股市的震荡调整最早预计在4月中旬左右结束。短期应该围绕着积极的财政政策布局,看好非汽车交运设备(轨道交通设备、建设和运营)、特高压、海洋工程设备和服务商,水泥、钢结构、通信设备、水利水电等行业。

从中期来看,应围绕周期类行业进攻。与2009年初相比,企业产能利用率大幅上升,企业资本支出的动力大幅提升,经济回升的内生性动力更强。伴随通胀和房价调控到位,周期性行业的系统性投资机会将来临,轮动顺序是地产、汽车、水泥、钢铁、有色、煤炭。

2010年年末QFII重仓股一览表

名称	QFII	2010年末持仓(万股)	增减(万股)
飞亚达A	马汀利投资管理(香港)有限公司	159.4971	
深圳机场	瑞银环球资产管理(新加坡)有限公司	791.9745	139.041
深圳机场	瑞士联合银行集团	137.4844	
沈阳机床	摩根士丹利投资管理公司	313.733	
华天酒店	马汀利投资管理(香港)有限公司	763.9326	
华天酒店	通用电气资产管理公司	672.6613	311.3134
华天酒店	瑞士联合银行集团	213.96	
*ST 康牧	德意志银行(香港)有限公司	399.9958	
银基发展	东方汇理银行	259.45	
美的电器	美林国际	5458.9086	74.8212
美的电器	耶鲁大学	4374.887	113.6511
精工	新加坡政府投资公司	503.6301	-7.7522
广宇发展	富通银行	572.935	
盐湖集团	比尔及梅琳达盖茨信托基金会	500.0181	-40
英力特	法国爱德蒙德洛希尔银行	359.98	
ST 东源	富通银行	433.978	
ST 东源	瑞士联合银行集团	300.0049	
*ST 南方	比尔及梅琳达盖茨信托基金会	241.3295	
高鸿通信	摩根士丹利投资管理公司	691.2444	
中航科技	香港上海汇丰银行有限公司	145.782	
武汉中商	美国保诚资产管理(香港)有限公司	442.3809	99.773
江西卓航	摩根大通银行	1264.4974	
四川发展	通用电气资产管理公司	525.5122	
泰山石油	法国爱德蒙德洛希尔银行	399.9908	
中国国旅	香港上海汇丰银行有限公司	469.29	
天山股份	美国保诚资产管理(香港)有限公司	399.9719	
安泰科技	马汀利投资管理(香港)有限公司	435.0077	
东信和平	富通银行	144.3235	
兴蓉集团	大和证券 SMCB 株式会社	166.45	
日百股份	富通银行	247.0776	-69.6665
鲁阳股份	比尔及梅琳达盖茨信托基金会	198.3338	
沃尔核材	东方汇理银行	27.1	
九江股份	马汀利投资管理(香港)有限公司	443.6427	
川大智胜	法国爱德蒙德洛希尔银行	8.0	
国泰君安	东方汇理银行	9.53	
北京利尔	星展银行有限公司	23.2	
交控发展	大和证券 SMCB 株式会社	10.5029	
国电新能	香港上海汇丰银行有限公司	237.2629	
乐普医疗	香港上海汇丰银行有限公司	112.3622	
探路者	哥伦比亚大学	450.2229	188.2209
华平股份	野村资产管理株式会社	18.6462	
华平股份	野村证券株式会社	9.8833	
银之杰	野村资产管理株式会社	44.9387	
银之杰	野村证券株式会社	23.8223	
光诺干	富通银行	32.0186	
白云机场	铂金投资管理有限公司	1006.375	
亿通高速	邓普顿投资管理(香港)有限公司	548.6628	
亿通高速	百达资产管理(香港)有限公司	399.997	
宇通客车	摩根士丹利投资管理公司	652.143	
宇通客车	瑞士联合银行集团	506.9053	9.93
三峡水利	德意志银行(香港)有限公司	236.648	
中国卫星	香港上海汇丰银行有限公司	695.6	
西部矿业	法国巴黎银行	433.8677	
天坛生物	比尔及梅琳达盖茨信托基金会	399.2753	
天坛生物	高盛集团	350.3929	-0.91
凌钢股份	富通银行	772.5937	-145.929
凌钢股份	银福资产管理(香港)有限公司	241.9191	
振华重工	摩根士丹利国际投资管理(香港)有限公司	920.805	
华发股份	马汀利投资管理(香港)有限公司	657.2847	
宝通药业	法国巴黎银行	232.1373	
宝通药业	德意志银行(香港)有限公司	170	
*ST 精伦	哥伦比亚大学	715.0348	553.9274
安源股份	瑞士联合银行集团	319.476	
安源股份	比尔及梅琳达盖茨信托基金会	160.2821	-160.27
三生化工	瑞士信贷(香港)有限公司	790.128	
耀华股份	法国爱德蒙德洛希尔银行	999.985	
青松炼化	马汀利投资管理(香港)有限公司	378.489	
青松炼化	荷兰安智银行(香港)有限公司	280	
耀华股份	德意志银行(香港)有限公司	286.7479	
宝钛股份	新兴市场管理有限公司	158.715	
宝钛股份	瑞士联合银行集团	109.6	
士兰微	美林国际	346.25	-26.1
晋西车轴	马汀利投资管理(香港)有限公司	460.5033	0
晋西车轴	挪威中央银行	152.2743	34.5801
山东黄金	瑞士联合银行集团	743.9117	-399.4512
天威保变	比尔及梅琳达盖茨信托基金会	205.0048	
方兴科技	比尔及梅琳达盖茨信托基金会	259.024	
新华医疗	马汀利投资管理(香港)有限公司	326.0957	
新华医疗	比尔及梅琳达盖茨信托基金会	300.0012	
福耀玻璃	摩根大通银行	1846.1235	
强生控股	马汀利投资管理(香港)有限公司	1161.6198	198.481
强生控股	荷兰安智银行(香港)有限公司	761.5315	131.0982
强生控股	东方汇理银行	559.91	-20.37
强生控股	挪威中央银行	459.7398	190.7126
强生控股	花旗环球金融有限公司	423.7592	
强生控股	瑞士联合银行集团	365.6036	
民投股份	香港上海汇丰银行有限公司	1038.7492	-80
航空动力	银福资产管理(香港)有限公司	275.3008	-0.69
马应龙	瑞士联合银行集团	360.3996	7.9928
马应龙	荷兰安智银行(香港)有限公司	201.8729	16.9956
中国铝业	香港上海汇丰银行有限公司	1405.289	-322.6736
上海医药	摩根士丹利投资管理公司	1285.169	

数据来源:WIND 杜志鑫/制表