

嘉实基金董事总经理、投资者回报研究中心负责人黄一黎：

中国财富管理行业的竞争将从业绩向回报升级



证券时报记者 孙晓霞

数据显示，美国目前拥有财务顾问30多万名，平均从业年龄20年，服务的深度与广度有效地满足了投资人多层次的投资需求。相比较而言，目前，中国资产管理机构所能提供的理财服务种类相当匮乏，且为投资人所提供的服务也大多停留在产品供应方面。

随着国内资产管理混业竞争格局的深化，中国财富管理行业未来能否有效突破，投资人理财需求巨大但供给相对单一的局面？证券时报记者就此采访了嘉实基金董事总经理、投资者回报研究中心负责人黄一黎博士。

这位曾在华尔街服务16年的资深金融从业者表示，商业发展的规律就是需求催生供给，未来中国财富管理行业面临的竞争将从投资业绩向

投资者回报升级。

阅读市场 发现规律

证券时报记者：今年基金业的一个最大亮点除了各家公司日益呈现的差异化竞争战略外，基金公司的竞争模式也在发生巨大变化，能否结合您的职业经验谈一下基金行业面临的竞争环境。

黄一黎：未来，包括基金在内资产管理行业的竞争将由单纯地追求业绩升级到为投资者创造回报的阶段。我们多年的研究发现，多数投资者投资效果不佳有三类主要原因：第一，没有时间自己管理投资；第二，没有能力自己管理投资；第三，没有兴趣自己管理投资。在这样的背景下，一个优秀的资产管理机构除了提供好的产品外，更应该根据不同投资者的风险收益目标，为投资者提供好的解决方案。这就是为什么在成熟市场，财富管理机构的个性化授权账户管理服务是目前财富管理的主流方式。

证券时报记者：定制账户”的具体内涵是什么？

黄一黎：定制账户”管理服务主要的变化是，账户管理人不再是仅站在一个资产管理人的角度来思考，更主要是站在投资者的角度思考投资以及资产配置问题。在具体操作上，账户管理者将针对每一个账户，结合投资者的风险定位和投资意愿，通过授权为投资者选择适当的投资策略，以开放式基金为投资标的构建个性化的基金投资组合，并根据市场走势及时进行组合调整。基金行业未来

要想健康发展，就必须致力于改善基金的投资体验。相对于基金业绩，投资者其实最关心的就是自己能否获得实实在在的回报。

证券时报记者：从单纯地关注产品业绩升级到给投资人追求回报，实现这一目标最重要的是什么？

黄一黎：最重要的是站在投资者的角度思考研究投资的方法论，这离不开研究、预测市场。首先要观察投资者所在的证券市场，其自身是否存在一定规律？因为只有有规律的东西才有可能预测，也才可能用科学的方法指导投资。

证券时报记者：能否举例谈一下我们所发现的一些市场规律？

黄一黎：比如我们发现，A股市场的单月回报率存在以6个月为周期的负相关性，也就是说在统计意义上，股市每半年就可能发生收益反转的现象。这个规律主要从股改结束以后，即从2007年开始，之前由于非市场的干扰因素较多，一些市场特征很难被定义为市场规律。

证券时报记者：相比于成熟市场的规律，A股市场规律有何不同？

黄一黎：首先，成熟市场相对规律性很强，而A股市场由于发展非常快，现在存在的规律不代表以后还会继续有效，规律的稳定性较低。所以，需要管理人密切关注相应的规律有没有发生变化。同时，由于A股市场自身的坐标系也在不断地调整，管理人在用历史数据时也要非常谨慎。比如，大家现在常常谈市场估值比以前低很多，就该买了，其实未必。

因为中国过去经济和现在经济的发

展阶段不同，必然导致它的内涵也不同。过去的估值对应的是中国经济发展的粗放期，现在经济已步入转型期，所以用历史的估值来评价现在的估值水平未必合适。

证券时报记者：您现在怎么看转型期A股市场的估值？

黄一黎：转型期的A股估值有两个特点：第一，低估值不等于低回报；第二，低估值不代表低回报。我们通过研究成熟市场的发展规律发现，经济转型期股市的估值就是比过去低，但回报有可能比过去还好，企业的盈利能力很重要。例如，美国经济自上世纪60年代中期开始从工业时代向后工业时代过渡，期间，美国服务业和制造业在GDP的占比分别出现较大的上升和下调，转型现象非常明显。除了上世纪70、80年代，标普500 120倍左右的估值远低于60年代的18倍左右估值外，在高估值的60年代，有六年时间，股市是正回报，但到70年代时，十年中有八年是正回报，到80年代，十年中有九次是正回报。

证券时报记者：嘉实投资者回报研究中心的FAS系统建议的投资期限为未来6个月，原因是什么？

黄一黎：通过数据分析我们发现，基金投资者换手频率没有股票投资者高，一般做基金交易的持有期在半年左右。所以，我们提供给基金投资者的投资组合也是以半年为投资周期，希望帮助他们每6个月进行一次滚动投资，取得持续稳定的收益。

分散风险 优化收益

证券时报记者：在具体操作环节，

好的资产配置或组合构建的关键是什么？

黄一黎：分散风险与优化收益两方面的有机结合是构建投资组合的关键。投资中非常重要的一点，要清楚投资过程的逻辑和顺序，然后根据投资者的个性化风险目标进行相应的资产配置，优化收益水平。

证券时报记者：嘉实投资者回报中心构建的FAS系统（Forecast+Allocation+Selection）最终目标是什么？目前运行效果如何？

黄一黎：最终目标是追求绝对收益，至少要战胜中证基金指数。截至目前，FAS首期组合已经收官，组合最终超越了指数且实现了正收益。FAS组合的年化波动率是5.15%，同期中证基金指数年化波动率为11.51%；中证800指数年化波动率为18.40%，在12月17日推出的基金定制账户的服务中，我们还会根据每个账户的风险定位，采取与其相适合的基金投资策略。实际上，长期同时实现正收益和超指数还是很有挑战的。

证券时报记者：这套体系在构建组合的具体品种选择上，主要考虑的因素有哪些？

黄一黎：首先要定好基金池。确定基金池后，不但要看不同基金的历史数据，同时也要看它的管理特质、变化规律以及稳定性。

证券时报记者：您如何看待下一阶段A股市场走势？

黄一黎：不一样的投资周期决定了对市场的观察视角不一样。我们结合市场自身、资金供给和宏观经济这三大驱动力及其传导机制展开综合分析和模拟发现，中国实体经济和虚拟经济在中短期常常表现出不一致性，我们也发现市场自身和资金供给对预测结果的影响超过宏观经济。所以，做预测时更关注前两个因素。总体而言，投资者不差钱，但近一个时期以来投资者观望情绪浓厚，股市和上市公司需要让投资者相信它可以为投资者创造财富。A股未来还将以震荡为主，但上行概率大于下行。对债市总体看多，但可能不会有太大行情。

美国对冲基金经理柯密特·克雷特：看好中国经济增长前景



证券时报记者 姚波 杜志鑫

在不少国内投资者看淡股市的背景下，QFII（合格境外机构投资者）纷纷加大对中国的投资，针对中国的经济增长前景和页岩气开发等市场关心的热点问题，证券时报记者就此专访了中美经济形势和美国组合基金（FOF）投资公司另类投资主管柯密特·克雷特。

美国下一个经济增长点将转向能源行业

证券时报记者：美国将如何解决财政悬崖危机？

柯密特·克雷特：从政治层面看，尽管美国大选已尘埃落定，一些向富人征税以增加财政收入的政策已基本定调，但如果美国两党没有达成共识，仍会导致财政危机，经济甚至有可能萧条。正是有这个担忧，将促使美国政府真正着手削减财政赤字，促进美国经济返回增长正轨。

证券时报记者：未来美国经济新增长点在哪里？

柯密特·克雷特：美国经济增长将越来越依赖能源业。过去两年美国天然气呈爆炸式增长，拉动了能源业的发展。美国计划未来10年实现能源自给自足。此外，能源行业的增长也会带动化工行业的复苏与增长。

一旦美国能源自给自足，甚至逐步转变为能源净出口国，加上相关政策的刺激，能源及相关行业对经济增长的拉动会越来越明显。

证券时报记者：美国页岩气开发火热，中国页岩气也会和美国一样吗？

柯密特·克雷特：页岩气的技术具有开拓性，实际上，有很多被研究出来的技术没有被商品化，如何培育使之成为商业计划，是比较关键的一步，这种思路也可以为中国能源发展提供借鉴。不过，这种技术对环境保护构成压力，可能对地下水造成污染。

高储蓄率为中国经济添底气

证券时报记者记者：对华尔街看空中国的观点怎么看？

柯密特·克雷特：中美区别在于政治体制和决策机制不同。中国具有快速决策快速执行的优势，政府对经济的控制力度强于美国，在过热的时候可以降

温，在放缓的时候可以加大财政刺激。美国则不同，财政悬崖从侧面反映出美国三权分立的弊端。基于中国政府的调控能力和手段，我对中国经济增长的前景还是比较乐观的，不太可能会硬着陆。

证券时报记者：对中国经济走势，及中国因素对全球经济的影响怎么看？

柯密特·克雷特：欧元区危机悬而未决、美国即使解决财政悬崖也难以恢复高速增长，短时间内中国经济也会面临外部压力，一种可能是中国财政政策会维持宽松状态。

但中国保持增长的优势在于，中国的人均储蓄率在全球范围内名列前茅，可支配财富总量较高。未来需要促进消费，消费将通过乘数效应促进中国经济增长。随着中国促进内需步伐的加快，最后消费和储蓄达成平衡，经济会变得更加健康。

证券时报记者：过去20年大宗商品保持了长期牛市，未来这种状况会持续吗？

柯密特·克雷特：需求强劲总是会抬升价格。中国过去20年的增长使得全球商品市场保持了长期牛市的格局。

总体来看，中国经济还是会持续增长，需求方面的因素仍然存在。但另一方面，新技术的应用也会增加供给，长期来看，两者会达到一个均衡状态。中美两国作为世界上最大的经济体，在能源方面合作多过竞争。

组合投资关注 基金经理如何赔钱止损

证券时报记者：如何选择组合基金的基金经理？

柯密特·克雷特：虽然我们投资分析采取自上而下的策略，但对基金经理的挑选则是自下而上，我们需要对每个基金经理进行细致的尽职调查，然后决定是否入选投资组合。

目前，我们的组合绝大多数是美国本土基金经理，但是也开始逐步考察香港的投资经理。随着对大陆市场越来越熟悉，也会逐步关注中国本土基金经理。

证券时报记者：组合投资主要的策略是什么？

柯密特·克雷特：在投资策略上，我们会关注投资经理如何赔钱以避免损失，如2008年我们发现亏损较多的对冲基金主要使用了杠杆，由此放大了风险。因此，我们提前减少了对这类使用较高杠杆基金的配置。此外，分散投资也很重要，一般的组合基金投资不过3、4只基金，我们则投资了20只。总体来看，我们的投资组合在2008年金融海啸的时候仍然能取得正回报，不过，在牛市时，收益也会略低于市场。

证券时报记者：目前主要关注哪些投资机会？

柯密特·克雷特：目前主要的投资机会仍然是全球股票市场。虽然我们目前主投美国本土基金，但基金经理是全球配置，投资范围遍布全球。此外，由于美联储购买长期国债，也会在固定收益上构成套利机会。总之，我们会分散配置资产，降低风险，保障获得绝对回报。

鹏华固定收益部总经理初冬：

专注债券投资 稳健不失积极



证券时报记者 朱景锋

回顾过去一到五年时间，基金行业中最重要和最显著的变化，无疑是债券投资的全面兴起和固定收益产品的爆发式增长。

经过多年积累和发展，固定收益投资领域已经涌现一批具有相当影响力和知名度的团队，由初冬领衔的鹏华基金固定收益团队就是其中最为出色的一支力量。近年来，鹏华基金固定收益投资业绩不断飘红，规模持续增长，固定收益已经成为鹏华基金最具竞争力的王牌之一。

16年耕耘打造王者之师

作为首批社保基金固定收益组合管理人，鹏华基金自2003年已开始管理几百亿规模的社保债券基金，经过市场近10年的洗礼，鹏华固收团队已形成成熟的投资理念和投资流程。至今鹏华基金固收团队已成为业内为数不多的“双十”团队——固收团队组建及发展近10年、团队内基金经理平均从业年限近10年，被业内誉为固定收益“王者之师”。

带领这支固定收益“王者之师”的，是从年限长达16年，进入鹏华逾12年的初冬。作为目前基金公司中从业时间最长、同时也是为数不多的女性固定收益总监，初冬长期保持对固定收益领域的专注，辛勤耕耘十余年，打造出不断壮大的鹏华债券研究和投资团队。

初冬表示，严谨细致的债券研究工作是鹏华固定收益部稳健投资的

基础。”与多数观点内部分歧较大的情况不一样，鹏华基金固收团队的整体风格是进行深入讨论，尽量形成一致性观点。通过头脑风暴法对市场进行分析，降低犯错误的概率。鹏华团队业绩的稳定性在股债双杀的2011年表现得尤为突出，当年鹏华旗下全部债基全部取得正回报，且全部位列同类前八名。

历经10年的发展，鹏华固定收益团队的管理规模已超700亿元，产品线完善，涵盖3只纯债债基、2只一级债基、3只二级债基、1只保本基金、1只货币基金共10只公募基金以及多只社保基金和专户组合产品。银河数据显示，鹏华旗下固定收益产品整体业绩突出，短中长期业绩排名同类前列。截至11月30日，鹏华旗下今年以来有多只债基净值增长率排名同类前十，过去两年有三只债基回报排名同类前五，过去三年同样有三只债基收益排名前十。

理性投资 稳健增值

对于债券投资理念，初冬总结为：理性投资、主动操作、控制风险、稳健增值。在投资风格上，鹏华固定收益团队积极又谨慎，注重大类资产配置及在债券投资方面的能力。债券投资最大的风险是来自资产配置的风险，这就要求在研究上有扎实的功底，通过及时有效的研究分析，前瞻性地判断市场变化，提前调仓以规避风险。对于固定收益类基金，投资者对正回报的投资预期会更强，所以债券基金在操作上需要严格控制风险”，初冬强调。

拥有十余年行业经验的初冬，见过很多次“大干快上”的市场现象，但最后结果都比较惨淡。初冬表示，“在债券市场上从业时间越长，会愈发小心和谨慎，有时候会前瞻性地调仓以规避风险。”连续几年来看，鹏华基金固定收益团队对市场趋势的判断较为准确，投资策略至今还没有出现大的差错，全部组合至今保持每年都为投资者提供正回报的记录。

初冬认为，稳健不代表消极，鹏华固定收益旗下多只组合的排名都很靠前。比如在2008年到2009年的时候，当时国家的口号和配套政策都很激进，我们在2008年底就看到迹象，认为大类资产配置的机会出现了，

当时股票的仓位就加到20个点。2009年鹏华丰收的表现就很好，全市场排名第一”。

银河数据显示，截至11月30日，鹏华丰盛债券过去一年净值增长8.48%，银河同类基金排名第4；鹏华信用增利A过去一年收益8.18%，同类排名第7，过去两年收益9.25%，同类排名第3；鹏华丰收债基过去两年收益11.24%，银河同类排名第1，过去3年收益14.29%，银河同类排名第2。今年下半年刚成立的鹏华金刚保本、鹏华纯债也表现稳健。鹏华金刚保本过去一个月净值增长0.5%，排名第1，过去三个月净值增长1.3%；鹏华纯债基金过去一月净值增长0.40%。

核心优势在大类资产配置

初冬指出，通过分析固定收益类基金的收益来源，基金经理的大局观和债券投资管理能力的很重要。我们注重大类资产配置的能力以及不同债券类属的投资能力，倾向于把握大趋势。对于固定收益类基金，投资者对正回报的预期会更强，我们团队也贯彻为投资者获取绝对收益的指导思想。对于那些以权益类品种来博取超额收益的做法，我们团

队并不认可，只有在权益类市场出现大波段机会的时候才会参与”。

我们团队的优势在于大类资产配置，投资策略相对比较稳定，不会随市场的阶段性波动而频繁操作。我们会基于对宏观经济的分析形成中期投资策略，资产配置的周期较长，不会频繁做资产类别的调整。但在此过程中，我们会不断回顾与反思自身的投资逻辑及市场情况，尽量回避错判的可能”，初冬说。

在初冬看来，债券研究从投资来看就是大类资产配置的机会，其次是对债券的类属、杠杆等的判断。在鹏华，对于大类资产配置，除了阅读研究员的报告，每周都会讨论最新数据、对未来的看法等。目前来看，鹏华固收团队的组合整体排名靠前，没有受到权益类资产的拖累。

在基金业人员流动潮起潮涌的年代，鹏华固收团队基金经理平均从业年限近10年，进入鹏华的平均年限超过7年的简历显示出团队超乎同业的长期稳定性。鹏华基金固收团队深厚的经验也为旗下组合多次及时规避风险奠定了基础。在去年转债和信用债市场均出现较大波动的情况下，鹏华固收团队前瞻性地把握市场，较好地规避了风险，旗下债券基金组合均实现正回报。

风控是一切投资的出发点

证券时报记者 朱景锋

初识初冬的人，即便仅接触15分钟，也能感受到其外柔内刚的特质。温和的语速、亲切的表情下阐述的是自身坚定不移的内心信念。对于当前市场上的一些较为“流行”的论调，初冬常常开头第一句就回应“我们的看法可能不太一样”，观点鲜明、不模棱两可、不人云亦云的特征跃然而出。

从业已16年的初冬似乎永远保持着对固定收益投资领域的专注和热情。这几年，市场变、行业变，不变的是初冬推动鹏华固定收益发展的理想和热情。还在2000年固定收益不受市场重视的时候，初冬已在鹏华沉淀下来，坚守了十余年，也成功地培育出完善的固定收益“梦之队”——全部基金经理平均从业年限达到10年的团队。

据说，源于南开金融系的基金业精

英都有明显的特质，严谨、认真、实干、苦干，初冬秉承了南开人这一特质，从加入鹏华从研究员做起，到成为鹏华基金固定收益部领军人物，以及鹏华基金投资决策委员会中唯一的女性委员，她一直以务实、谨慎、从人云亦云被同事认可。多年的专业投研实战锤炼，使初冬沉淀了面对狂热市场的理性和清醒，练就了对宏观环境和债券市场的准确分析和判断。初冬的感染力不仅来自于个人清晰的逻辑和缜密的思维，也源于她对整个团队影响力的影响。

社保管理人出身的初冬是理性投资、控制风险的信仰者。她曾多次强调成熟的投资理念“理性投资、主动操作、控制风险、稳健增值”是整个团队前进的航标。无论什么时候，理性的她在投资操作上都时刻保持谨慎，正如采访中她屡次提及的一句话——控制风险是一切投资的出发点。