

嘉实美国成长基金经理张自力:

2014年股票仍是美国高回报资产



张自力

证券时报记者 孙晓霞

投资属于乐观的人,尤其是股票投资。”办公桌对面的张自力有着一张轮廓清晰的四方脸,语速略慢,我坚信,未来 10 年,量化投资将成为中国金融市场最有机会的一个行业。这也正是我回国的主要原因。”

张自力曾在美国世纪资产管理公司管理过 200 亿美元公募基金和对冲基金,其导师是以耗散结构理论摘得 1977 年诺贝尔化学奖的普利高津。而复杂性科学正是张自力构建自己量化投资体系的理论依据。

证券时报记者在年底盘点时发现,中国所有投资美股的 QDII 基金中,张自力管理的嘉实美国成长是唯一一只主动量化基金。该基金 2013 年 8 月初完成建仓,在随后 5 个月时间里便取得约 13% 的收益率。

嘉实美国成长采用量化方法选取成长股作为投资标的,在全球投资者对美股牛市行情的期待中,其关注成长股的依据是什么?其所运用的量化投资方法是否能抓住新一轮美国经济的黑马?对此,记者采访了张自力。

成长股代表美国新经济

证券时报记者:目前国内公募基金量化产品业绩表现平平,但这类产品在国外运作相对成功,您如何看待?

张自力:我将中国 A 股第一代量化投资归纳为狭义的量化投资,即它针对的市场仍然是有效市场假设。这种狭义的量化投资以指数和指数增强为主要目的,和我目前所提倡的基于复杂性科学的广义量化投资完全不同。广义量化投资是在发现市场规律后的主动量化投资,和指数完全脱离关系。由于中国 A 股仍处于弱有效的市场环境,市场分化大,结构性强,波动大。因此,我认为,中国未来做主动量化产品应以市场规律而不是指数为核心构建策略。

证券时报记者:量化投资方法多用于价值股的投资,您回国后的第一只 QDII 产品为何选择成长股作为投资标的?

张自力:锁定成长股,首先基于我对美国成长股规律的了解。我当年工作的美国世纪资产管理公司主要以投资成长股和科技股起家,积累了很多经验。另外还有一个原因,美国经济开始进入到由移动互联网、生物科技、高端制造引领的新一轮成长周期,一些成长股代表新的发展趋势。

证券时报记者:2014 年美国成长股有哪些投资机会?

张自力:概括起来,以技术进步和政策配合带来的新一轮美国成长周期主要存在三方面投资机会。首先是生物医药板块,由生物技术成本的降低带来了一些生物医药股的投资机会;二是由信息化高速发展所带来大数据、移动互联网方面的投资机会;三是在美国政府扶持下,以高端制造业为特点的美国制造崛起。在美国,随着能源、交通等成本逐渐降低,美国以 3D 打印为代表的精密制造业投资机会巨大。新技术的出现使一些复杂制造工艺更加流程化、个性化,加上信息合作成本的降低,构成了 2014 年美国股市的趋势性机会。

证券时报记者:具体到成长股的选择,在中美成长股的挖掘上,您有何体会?

张自力:首先,两个国家成长股的共同点都是以盈利增长为驱动。不同点是,美国成长型企业更强调基本面指标如现金流的情况,企业成长并不很依赖资本支出,测量重点在于成长的质量和可持续性。而中国成长股的测度主要体现在企业的规模和资本支出上,此外,在股价上涨方面,投资者预期起了很大作用。

首批 QDII 资产配置逻辑错位

证券时报记者:在您看来,个人投资者如何进行有效的全球资产配置,成为聪明的投资者而非另一个市场的傻瓜?

张自力:在一个市场基本投资品缺乏的情况下,财富如果一直锁在国内就会滋生资产泡沫,而如果资金什么都不

做也会被通胀侵袭。在这样的背景下,资产的全球配置显得尤为重要。

从全球资产配置原则来说,选对资产类别比选对个股更有价值。美国市场是全球最大的市场,配置价值也很高。由于美国和中国股市相关性很低,可以做到资产的风险分散。历史经验也表明,各地一旦有地方出现危机,美元资产通常相当保值。

我希望利用复杂性科学原理形成大数据算法,为国内投资者做全球大类资产配置,包括美国债券、股票、欧洲主权债务,大宗商品、黄金等,主要方法是通过研究全球资本流向,发现相关资产的

■ 记者观察 | Observation |

量化投资如何接地气?

证券时报记者 孙晓霞

任何一个探索者都要处理理想和现实之间的距离,投资界尤其如此。张自力,这位曾经的全美华人金融学会 18 届主席,携带着复杂性量化投资重器,在对全球各类资产进行了 16 年探索后,回国实践 A 股市场投资,显然也面临着如何让最前沿的科学方法在 A 股市场“接地气”的问题。

张自力自己也坦承,其对 A 股确实还在适应当中。2013 年 10 月,在美国成

价值,从而自上而下捕捉由宏观驱动力和资产价格之间的相关性产生的投资机会。除此之外,我也将通过这套体系挖掘由地区宏观经济环境和货币政策变化而带来的不同资产的投资机会。

证券时报记者:中国首批 QDII 产品初期业绩不理想,在国内投资者心中产生了“一朝被蛇咬,十年怕井绳”的负面效应,您如何理解这种现象?

张自力:中国首批 QDII 初期业绩不理想的客观原因,除了百年难遇的金融危机外,还在于主观上第一批产品对全球资产配置原理的错位理解。全球资产配置的一个重要原则是分散风险,但国

内第一批 QDII 产品绝大部分做的都是中国概念,所谓近海延伸,配置逻辑错位。这是导致其业绩不理想的主要原因。

证券时报记者:除了海外股票市场投资,您如何看待中国人最擅长的海外房产投资?

张自力:房地产作为一个资产类别,主要起抗通胀作用,增值空间有限。它只有在有一个通胀比较严重的国家,回报才比较高。而美国其实是一个通胀很低的国家,房地产的投资价值相对来说体现在抗通胀和抄底方面。随着美国又进入到新一轮的创新周期,我认为,2014 年美国真正回报高的资产类别还是股票。

博时基金养老金业务部总经理耿红:

未来两年年金规模将达万亿

证券时报记者 杜志鑫 安辉

自 2014 年 1 月 1 日起,企业年金、职业年金个人所得税递延纳税优惠政策正式实施。博时基金董事总经理兼养老金业务部总经理耿红在接受证券时报记者采访时表示,随着相关政策的执行,未来两年年金规模或将增长至万亿元。

年金递延纳税四大好处

目前我国已初步建立了基本养老、企业补充养老和个人储蓄性养老组成的三大养老保障体系,虽然《企业年金基金管理试行办法》早在 2004 年就已经颁布实施,但是个人税收优惠政策上,过去几年迟迟未见动静。不过在十八届三中全会后,年金递延纳税政策随即实施。

业界一直期盼这个政策出来。”耿红非常赞同这个政策,并认为该政策会带来四个方面的好处。

首先,该政策使得企业年金税收模式从 TEE 变为 EET,TEE 是指对企业年金缴费本金征税,而不对投资收益征税,EET 是指政府对企业年金缴费以及投资收益给予免税待遇,但对退休职工从企业年金计划领取的养老金进行征税。这有助于促进和鼓励企业员工建立年金缴费账户。耿红称,随着政策落实推行和市场理解的深化,企业和个人参保意愿将会增强。

其次,耿红认为,年金规模将会随政策推行而增长,未来两年,年金规模或将突破万亿元大关。此前,人社部公布的数据显示,截至 2013 年二季度末,整个年金市场已积累基金规模达 5367 亿元,建立年金计划的企业达 5.94 万户,参加计划职工达 1957 万人。

资料显示,在美国,作为一种非强制性的养老金计划,401K 计划发展迅速,仅用 20 年时间就覆盖了约 30 万家企业,涉及 4200 万人和 62% 的家庭,成为缴费确定性计划的主流。税收优惠是 401K 计划发展的源动力。在此之前,美国的补充养老保险计划多由企业缴费,可以享受税收优惠,如有个人缴费则需纳税。因此美国的个人储蓄率一直较低,人们更倾向于当期消费。通

过个人缴费的税收优惠政策,401K 计划实现了国家、企业、个人三方为雇员养老分担责任的制度设计,对企业和员工产生很大的吸引力。

再次,年金规模的增长,将缩小基本养老保险、企业年金和个人储蓄三大养老支柱间的差距,扭转过去主要依赖第一支柱的情况。耿红表示,在年金这个第二支柱做大后,可减轻第一支柱的负担,基本养老保险替代率将从 70% 左右下降到 50%~60% 的合理区间,这对整个养老的财务可持续发展有积极作用。

最后,该项制度也将促进职业年金发展,为机关事业单位养老制度改革作铺垫。所谓职业年金,主要针对事业单位,是指根据《事业单位职业年金试行办法》等国家相关政策规定,事业单位及其职工在依法参加基本养老保险的基础上,建立的补充养老保险制度。

而此次税收优惠不仅仅针对企业年金,还包括职业年金。耿红对此表示,这从侧面说明政府对机关事业单位养老制度改革取向。现在机关事业单位养老主要靠财政支持,今后有可能一部分通过国家和财政提供支持,另外一部分通过各种形式的职业年金来解决,形成一种机关单位、个人共同缴费的形式,再进一步推进到统一的养老模式。

年金做大 助推资本市场发展

资本市场一直期待长期资金入市。长期资金是理性投资者,会在资本市场起到中流砥柱的作用。”耿红说。

人社部资料显示,截至 2013 年二季度,全国企业年金实际运作资金 5161.4 亿元,建立组合 2353 个,单季投资收益 31.18 亿元,季度加权平均收益率为 0.63%,前两季度累计收益 106.37 亿元,两季加权平均收益为 2.31%。

耿红认为,年金蛋糕做大后,不管是配置到权益资产上还是配置到固定收益资产上,从绝对量上来说都会大幅增加,对资本市场比较有利。

耿红还表示,其现在在资本市场一直在期待长期资金入市,但资本市场又处于低迷状态,长期资金也想等对资本市场走好后,两者在互

相期待。考虑到年金等养老金的长期性,其对资本市场的发展肯定有利。

我们从美国情况也可以看得出,年金对资本市场的影响是正向、健康的。以后不管是职业年金和企业年金,还是基本养老保险,在良性运作管理的背景下,未来将可能会有更多养老资金进入资本市场。”

基金公司大有可为

十八届三中全会上通过《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》,提出要“建立更加公平可持续的社会保障制度”、坚持社会统筹和个人账户相结合的基本养老保险制度、完善个人账户制度”、推进机关事业单位养老保险制度改革”等,耿红对此颇为期待。这说明现在中央已经在养老社会保障制度进行顶层设计。”至于基金公司,则是要将年金等养老资金运作好、管理好。

耿红认为,基金公司要做好本职工作,一是提供稳定可观的投资收益,二是控制好风险,三是做好客户服务,尤其要把投资者教育工作做好。

不过,当前年金管理仍由企业代员工行使选择权。耿红认为,要上升到员工自主行使投资选择权的程度,还需要对委托人、参保人进行投资者教育,让他们能理性选择自身所需要的投资品种,进行合理的资产配置。

耿红表示,目前国内对个人养老金运营和管理的重视程度还不够,事实上,在基本养老、企业年金两大养老支柱之外,个人储蓄是第三支柱。目前国内普通老百姓储蓄,买房的意愿很高,很大程度上就是为了养老,对于这块业务,基金公司还有很大的空间。

以美国为例,在 401K 计划之外,美国为个人建立了 IRA (Individual Retirement Account)。IRA 也是一种个人退休储蓄计划,同样具有减税、盈利延税或免税等税收优惠,参与者每年可将一部分收入存入该退休账户,并根据自己的具体情况和投资偏好进行投资管理。到 2004 年,美国有近 40% 家庭参加了 IRA 计划,该计划资产规模已经超过 401K,成为美国规模最大的退休收入保障计划。

耿红表示,国内基金公司在这一块业务上大有可为,希望未来由基金公司所发行的养老基金产品可以享受更多的税收优惠。



曹剑飞

证券时报记者 吴昊

2013 年基金业绩排名收官,以“成长股”为投资特长的农银汇理表现抢眼。根据海通证券统计,农银汇理基金 2013 年的权益类基金绝对收益平均净值增长率达 33.06%,在 70 家基金公司中排名第 5 位,近两年、近三年的业绩更是稳居第一。从单只基金来看,农银消费主题、农银中小盘、农银行业轮动和农银行业成长基金 2013 年内净值增长率均超过 40%。

如何获得如此骄人的业绩,掘金成长股的道路是否还继续走下去?未来投资市场的机会在哪?记者就这些问题采访了 2013 年成功掘金的农银汇理基金投资总监、农银行业成长基金经理曹剑飞。

曹剑飞表示,目前依然看好创业板,在未来中长期时间内成长股将会保持热度不减,短期风险在于明年上半年由于市场流动性收紧,如果成长股出现回调则是布局的好时机。

成长股发展空间巨大

谈起去年业绩较好的原因,曹剑飞表示,去年一方面是坚持偏成长的投资风格,没有偏离股市的大方向,另一方面行业和个股的机会把握准确,对电子元器件、传媒和机械等行业的

投资都贡献了较多盈利。

关于投资理念,曹剑飞表示,不管市场如何波动,在我国经济结构调整的大背景下,结构性机会远多于系统性机会,在符合经济转型升级方向的行业中寻找成长股的机会,胜算概率最大。

曹剑飞曾经根据美国、日本二战后经济和股市发展变化规律做过一个有意思的预测:到 2020 年我国股市市值结构相比现在,所有周期性行业总市值会降低 17% 至 20%,而消费和科技等成长性行业总市值会上升 17% 至 20%。曹剑飞称,经济结构发生变化时,股市的市值结构也会相应调整,经济从高速增长逐步到低速增长的过程中,相应衰落的必然是与投资相关的行业,如大宗商品、钢铁、化工等周期性行业,而消费科技等成长性行业则会迅速扩张。

曹剑飞认为,过去十年,经济高速增长的主要原因是投资,房地产等固定资产的投资占比较大,但从 2010 年起,我国房地产销售面积增速回落至个位数,去年有一些反弹,但高度有限,预计到今年又会降下去,背后的原因就是销售面积已经达到 12 亿平方米之多,考虑到人口因素,在如此大的基数上,继续高速增长是难以想象的。当销量增速下降后,与之相关的行业的增速都会受到牵连。

曹剑飞以日本和美国股市为例做了进一步解释。日本经济二战后实现了高速增长,但在上世纪 70 年代遭遇石油危机冲击,经济高速增长时期成为过去,固定资产投资增速回落,随之而来的是,所有的周期性行业都迅速回落,这时日本电子和汽车产业崛起。美国也发生相似事情,经济高速增长放缓后,消费和科技行业迅速崛起。

目前,美国股市已经恢复到金融危机之前的水平,但市值结构却发生了很大变化,以银行为代表的金融行业市值在缩水,但像谷歌、苹果以及 Facebook 等科技行业的市值在快速扩张。”曹剑飞表示。

短期风险在于流动性

曹剑飞认为,今年上半年,流动

性确实不会太好,今年是一个关键点,各种不利因素都会暴露出来。第一,外部有美元升值和美国 QE 退出,会导致资金流出;第二,央行将控制货币总量,可能继续维持中性的货币政策;第三,利率市场化趋势不可逆转,计划内利率”向市场利率靠拢;第四,房地产和地方融资平台的信用风险可能会局部暴露。这些因素的共同作用将使无风险收益率短期居高不下。

正面因素就是十八届三中全会改革力度空前,中国经济会健康平稳运行,逐步化解无风险收益率偏高对实体经济和股市带来的冲击;其次,国内房地产行业增速见顶后,会有大量资金撤出,为股市带来增量资金;第三,房地产和地方融资平台的信用风险爆发,也会有部分资金从“非标”市场退出,有利于改善股市供求关系。这些因素都会让市场逐步好转,但还是应注意上半年的风险。”曹剑飞认为。

关于 2013 年中和年末的钱荒问题,曹剑飞表示,主要在于市场没有对央行政策意图理解清楚,认为央行必然会出手干预,其实钱荒只是改革过程中的一个插曲,不是说哪方面出了问题,只能说监管者和市场参与者之间信息沟通不够充分,导致市场运转效率降低。

选择成长股的三大标准

坚持成长股的投资思路,让“农银系”权益类基金在这几年的结构性市场中收益颇丰。

关于选择成长股的标准,曹剑飞认为,最重要的标准是上市公司收入的增长速度,如果收入不能持续高速增长,那公司质量是值得怀疑的。

此外,曹剑飞认为,公司所对应的行业规模要大,否则,行业太小的话,发展容易碰到天花板,另外,公司治理结构要比较完善,管理团队务实进取。

为什么在成长股估值已经很高的情况下仍然看好成长股?曹剑飞称,这跟中国资本市场的文化有一定关系。在资本市场上进行价值投资必须有两个必要条件:持续较高的分红收益率和上市公司回购股份机制,但这些在中国市场上并不能做到。而且国内市场无风险收益率较高,即使上市公司有分红,分红收益率若不到 10% 以上,依然没有吸引力。”