

投资大咖说

做穿越波动的“长期主义者”

——访相与有成基金创始人鞠兴海

◎记者 吴晓婧 胡尧

在人工智能浪潮席卷全球、市场风格频繁切换的今天,投资正变得日益喧嚣与复杂。热点追逐、主题轮动、宏观博弈,种种声音交织,考验着资产管理人的心性。然而,在喧嚣之中,总有人选择沉下心来深耕。

相与有成基金创始人鞠兴海,便是这样一位深耕者。他曾在卖方工作,在2022年底市场情绪尚未明朗之际,选择“清零”过往光环,创立相与有成基金,完成从卖方研究到买方实践的转身。

“投资的最终收益,源于优质企业不断创造的价值增长,而非市场情绪的博弈。我的目标,是在可认知的范围内,找到那些能持续成长的标的,与之同行。”鞠兴海说。在他看来,真正的投资壁垒,不在于预测市场波动的技巧,而在于构建一套高度自洽、足以对抗人性弱点的价值投资体系,并在执行上始终保持纯粹。

从认知到执行

鞠兴海投资的起点,始于自下而上的深度产业研究。

多年的卖方分析师生涯,锤炼了他拆解公司商业模式、识别竞争优势的能力。然而,转型买方后,他迅速意识到,从“知道”到“做到”,中间横亘着巨大的鸿沟。

“卖方研究追求的是‘研究的深度’和‘逻辑的完备’,而买方决策面临的是‘持仓的波动’‘仓位的压力’和‘人性的恐惧’。”鞠兴海坦言。这种“知行合一”的挑战,是分析师转型投资人必须渡过的“劫”。

为此,他花费了巨大精力,将跨行业的研究逻辑进行提炼与标准化,形成了一套可迁移的选股框架。无论是在商业模式成熟的消费品领域,还是在技术快速迭代的科技行业,他始终聚焦四大共性标准:优秀的商业模式、可持续的盈利能力、强大的竞争壁垒和优质的管理层。

他将此形容为“先寻壮阔赛道,再觅顶尖骑手”。

比如,关于人工智能领域,鞠兴海沿用消费品的分析框架,判断AI是一场堪比互联网、可持续数十年的全球产业革命。紧接着,他将目光投向产业链上游,寻找那些商业模式最清晰、竞争格局最优、能最先兑现业绩的“卖水人”环节。

淬炼定力

鞠兴海的投资框架并非一成不变。他认为,必须将投资决策“纯粹化”,即完全聚焦

“卖方研究追求的是‘研究的深度’和‘逻辑的完备’,而买方决策面临的是‘持仓的波动’‘仓位的压力’和‘人性的恐惧’。”鞠兴海坦言。这种“知行合一”的挑战,是分析师转型投资人必须渡过的“劫”。

为此,他花费了巨大精力,将跨行业的研究逻辑进行提炼与标准化,形成了一套可迁移的选股框架。无论是在商业模式成熟的消费品领域,还是在技术快速迭代的科技行业,他始终聚焦四大共性标准:优秀的商业模式、可持续的盈利能力、强大的竞争壁垒和优质的管理层。

鞠兴海的投资框架并非一成不变。他认为,必须将投资决策“纯粹化”,即完全聚焦于资产的内在质量与安全边际,而将宏观扰动、市场情绪、行业轮动等干扰因素尽可能地剥离。

而试图“躲过”每一次回调,最终大概率会“错过”真正的上涨。投资的本质是承担合理的风险,以换取企业成长的回报。“不赚市场情绪的钱,不赚博弈的钱,只赚企业价值成长的钱。如果这个前提成立,那么过程中的波动,就是必须承受的成本。”鞠兴海表示。

于资产的内在质量与安全边际,而将宏观扰动、市场情绪、行业轮动等干扰因素尽可能地剥离。

他意识到,试图“躲过”每一次回调,最终大概率会“错过”真正的上涨。投资的本质是承担合理的风险,以换取企业成长的回报。

“不赚市场情绪的钱,不赚博弈的钱,只赚企业价值成长的钱。如果这个前提成立,那么过程中的波动,就是必须承受的成本。”鞠兴海表示,要敢于把握看准的产业趋势和优质标的,不能为了分散而分散。

寻找“确定性”

站在当前时点,鞠兴海看好三大长期趋势:

一是全球人工智能产业浪潮。AI的发展将从算力基础设施建设,逐步延伸到能源支撑和更广泛的应用层。“电力是数字世界的终极征税者”。AI算力需求的增长,将对全球电力系统构成前所未有的压力,上游的电力设备、特高压、储能等环节可能面临长期供需紧张,这构成了新的、更底层的投资逻辑。

二是中国庞大消费市场的结构性机会。中国消费市场正进入“结构化”阶段。虽然短期内复苏节奏呈现分化,但中国超大规模内需市场的长期韧性与潜力值得看好。而且,消费投资的核心,从来不是赌短期内消费复苏,而是收获长期品牌价值的复利。在新兴的消费领域,如美妆、潮玩、宠物经济

等,正在诞生一批具备长期品牌力和盈利能力的“成长股”。

三是中国制造业的全球化机遇。中国制造业已完成从“成本优势”到“全产业链优势”“技术制造优势”的跨越,凭借完备的工业体系、高效的供应链配套、顶尖的工程师红利,中国制造正从“产品出海”迈向“品牌出海,产能全球化布局”的黄金窗口期。中国制造的全球化,不是简单的产能转移,而是核心竞争力的全球输出,是中国企业从参与全球分工到引领行业发展的蜕变,这类企业具备穿越周期、持续成长的核心能力,是长期价值投资的优质标的。

“先选长期看好的赛道,再挑其中最具有竞争力的龙头,最后结合估值作出决策。”鞠兴海表示,无论风口如何变化,自己的方法论内核不变。

在充斥着噪音与诱惑的市场中,鞠兴海选择了一条看起来“孤独”却笃定的道路:不做全能选手,严守能力圈;不参与博弈,专注价值创造;不惧短期波动,拥抱长期成长。

谈及公司发展,鞠兴海始终保持理性与克制。尽管内部已尝试研发了一些创新策略,但他坚持“先跑通,再开放”。他将公司命名为“相与有成”,寓意是与投资人和优质企业互相成就、共赴长期。“资产管理是金融行业里‘人力杠杆’效应最强的领域之一,其本质是信任的托付。”鞠兴海说。(本栏目由易方达基金特别支持)

满足多元配置需求 四月TOF成立数量逆势上涨

◎记者 金莘华 胡尧

伴随着信托公司标品化转型进程的持续推进,叠加投资者日渐增长的多资产配置需求,TOF(基金中的信托,Trust of Funds)产品正在迎来全新的发展机遇。

用益金融信托研究院数据显示,在3月季末集中冲量后,4月资产管理信托市场整体有所降温,发行规模和成立规模环比均出现回落。但在信托公司进行标品化转型的趋势下,信托产品的结构分化特征进一步显现,其中TOF产品成立数量更是逆势增长。

专业人士表示,近期市场整体风险偏好出现边际改善,投资者的权益资产配置意愿有所回暖,支撑TOF产品快速放量。TOF产品凭借组合基金配置、多层风险分散的特点,较好满足了投资者稳健保值与收益弹性兼顾的配置需求。

4月信托成立市场结构分化

用益金融信托研究院数据显示,4月资产管理信托发行市场遇冷回落。4月共发行资产管理信托产品2556款,环比减少12.08%;已披露发行规模1047.93亿元,环比下降25.44%。

4月信托成立市场结构分化明显,呈现“数量量减”特征。4月共成立资产管理信托产品2422款,环比增加9.25%;已披露成立规模769.45亿元,环比下降2.23%。用益金融信托研究院研究员刘欣怡表示,这主要是由于标品信托成立数量明显增加,但单只产品募资规模相对较小,数量增长未能同步带动规模扩张。

值得关注的是,在标品业务持续扩容的背景下,TOF产品表现尤为突出,产品成立数量增长最为明显,成为4月资产管理信托市场的亮点。整体上,4月标品信托产品成立数量达到1578款,较3月增加309款,环比增长24.34%。其中:TOF产品已披露成立数量为572款,环比增加186款,涨幅达48.19%;已披

露成立规模151.1亿元,环比增加1.2倍。

TOF成信托标品化转型重要抓手

渤海信托同业金融部总经理程国江认为,TOF产品表现突出并非阶段性的市场热点,而是信托行业标品化转型中的长期确定性方向:一方面,TOF高度契合监管导向,随着资管行业持续推进净值化转型、打破刚性兑付,TOF已成为信托公司实现业务合规化、标准化和规模化重要载体;另一方面,TOF产品与客户需求高度匹配,随着高净值客户资产配置理念逐步由追求高收益转向追求稳健回报和风险分散,TOF的组化配置优势愈发凸显。

“在权益和债券市场波动加剧的背景下,单一资产配置面临的不确定性上升,而TOF通过跨资产、多策略配置,有助于平滑组合波动、提升长期收益稳定性。随着TOF底层产品供给不断丰富,TOF业务的可复制性和可持续性也进一步增强。”程国江说。

华东地区一家信托公司的理财经理表示,随着信托非标类产品规模持续压缩,这一缺口亟待其他类别产品填补。“传统信托客户的风险偏好其实并不高,更多追求稳健收益,TOF类产品的多元配置优势和稳健业绩表现,契合了投资者需求。”在她看来,TOF产品的投资策略多元,底层投向丰富,在有效获取收益的同时还能较好地平滑风险,因此颇受投资者青睐。

用益金融信托研究院研究员帅国让认为,资管新规实施后,非标业务和通道业务持续收缩,信托公司加快向标品业务转型是题中应有之义。投资者对稳健收益和分散风险的需求上升,具备多资产、多策略配置优势的TOF产品受到更多资金青睐。与此同时,TOF业务的发展也有助于信托公司提升大类资产配置、管理人筛选和合规风控能力,成为信托公司切入标品赛道、提升主动管理能力的重要抓手。

“让零售客户触达机构专属全球优质资产” ——访华夏基金(香港)副总经理、固定收益团队主管蔡靖

◎记者 陈明

低利率环境不仅催生了旺盛的理财需求,也提升了稳健理财的难度。

为此,华夏基金带来了首只在香港发行的人民币计价跨境市场投资级债券基金,同时也提供了一种全新的解法——跨资产低相关性配置。日前,华夏基金香港副总经理、固定收益团队主管蔡靖接受了上海证券报记者的采访,分享了跨资产低相关性配置的相关思路。

配置海外优质债券新路径

于5月11日正式面向内地个人投资者开售的华夏精选人民币投资级收益债券基金(下称“华夏精选人民币”),成立于2022年,已成功运营4年,是行业首只在香港发行的人民币计价跨境市场投资级债券基金,也是今年2月中国证监会批准的2026年首批4只香港互认基金之一。

该基金采取人民币计价方式,核心在于通过不同市场、不同货币、不同定价体系之间的低相关性,来改善整体组合的风险收益结构,为内地资产配置海外优质债券提供了全新的路径。“我们的策略核心是‘双资产,全对冲’。”蔡靖分析称:“双资产”指的是离岸人民币债券和全球美元债券;“全对冲”是指剥离汇率波动风险。

“不少产品会保留汇率敞口,试图博取汇兑收益。我们的原则非常明确:基金层面100%进行汇率对冲。无论是美元资产还是人民币资产,我们都要剥离掉汇率波动的影响,最终呈现给投资者的是纯粹的债券资产回报,而不是赌汇率的涨跌。”蔡靖说。

“此外,该基金禁止投资任何高收益债,所投资的债种平均评级维持在国际评级A-以上,约60%的仓位配置在A-及以上的高评级资产。”蔡靖说,在当前全球经济充满不确定性的背景下,“活下去”比“博取高收益”更重要,稳健就是最大的进攻。

短端利率下行导致收益微薄,长端利率又波动剧烈,专业投资者如何破解“既要收益又要低波动”的困境?

对此,蔡靖表示:“我的解法是‘跨资产低相关性配置’。我们构建了一个包括‘离岸人民币债券(点心债)+全球外币债券(主要是美元债)’的组合。核心逻辑在于,两类资产的相关性极低,几乎是零相关。例如,当美元债由于美联储政策而剧烈震荡时,人民币债往往能保持独立性。利用这种天然的对冲效应,我们可以在不显著拉长单一资产久期的前提下,通过组合的整体配置,实现比纯境内债或纯外币债更优的风险调整后收益。”

以点心债增厚收益

有效的策略需要适合的标的资产来实

现。随着人民币国际化稳步推进,近年来离岸人民币债券中的重要组成部分——点心债的爆发式增长,成为香港乃至全球固定收益投资市场的一抹亮色,“高票息、稳汇率、政策红利”的三重优势被全球机构投资者深度发掘。

从收益来看,公开数据显示,离岸人民币债境内同主体债券收益率平均高出70到80个基点,即便考虑汇率对冲成本,美元债仍具备利差优势。反映离岸人民币债整体表现的彭博离岸人民币债券指数,2023年至2025年化涨幅达4.21%,且历史波动与回撤水平相对较低(2025年最大回撤仅0.07%)。

“这是我们为境内投资者引入这款产品的重要原因之一。”蔡靖表示,“我们希望以一种相对便捷的方式,为零售客户提供原先机构专属的全球优质资产。点心债可以说是我们的‘秘密武器’。”

蔡靖分析称:一方面,点心债相较境内同主体债券具有显著的溢价优势;另一方面,以前点心债主要由中资企业发行,现在全球的外资发行人、主权基金、优质科技企业纷纷在香港发行点心债,提供了大量优质的投资标的。华夏基金(香港)作为离岸人民币市场的深度参与者,在一级市场定价和二级市场交易中拥有独特的资源优势。

解决投资者“额度焦虑”

公开数据显示,截至2026年3月31日,华夏精选人民币A类人民币累积份额自成立以来增长5.61%,美元对冲累积份额增长15.71%。其中,A类人民币累积份额在2025年度实现4.28%的净值增长率。2025年以来产品显著提升人民币资产配置比例后,整体波动与回撤均有所收敛,近6个月、近1年的最大回撤分别为-2.13%、-2.92%。

此前,大多数香港互认基金均面向机构投资者,在ODII额度告急、海外债收益率较高的环境下往往会被机构“秒光”,而此次华夏精选人民币完全面向个人投资者,可实现“人民币直接买全球优质债”,解决了投资者的“额度焦虑”。

为了获得这一张全球优质债券资产的“入场券”,华夏基金(香港)固定收益团队付出了不少努力。

“华夏基金(香港)是最早在香港布局离岸人民币债券产品的专业资管机构之一,目前公司旗下的人民币货币基金也是香港市场规模最大的货币基金。”蔡靖坦言,相比海外债券市场,点心债目前还是偏小众,市场流动性也有待提升,但随着人民币国际化的进程加快,这类资产的前景非常广阔,配置价值突出,这也是华夏精选人民币的主要特色之一。

机构动向

货币基金步入微利阶段 余额宝收益率创新低

◎记者 赵明超

货币基金收益率持续下行,规模最大的天弘余额宝货币基金的7日年化收益率近日跌至0.881%,创历史新低。在业内人士看来,在无风险利率持续下行背景下,货币基金也步入微利时代。从最新动向看,机构通过降低费率、发力“固收+”产品等方式,以满足相关投资者的理财需求。

货币基金收益率持续下行

货币基金收益率持续走低。以天弘余额宝货币基金为例,5月2日,天弘余额宝基金7日年化收益率首次跌破1%关口,5月13日更是跌至0.881%。

天弘余额宝货币基金是规模最大的货币基金,截至3月底,规模高达7081.52亿元,该基金也基本代表了货币基金整体收益率表现。Choice数据显示,截至5月13日,在351只货币基金中,7日年化收益率跌破1%的有122只,占比超过三成。

在富国基金看来,货币基金收益率持续走低,主要有两方面原因:一方面,央行实施适度宽松的货币政策,7天期公开市场逆回购操作利率已降至1.4%的历史低位,货币基金主要投资的同业存单、逆回购等资产收益率同步下行;另一方面,今年3月监管部门出台新规,压缩了货币基金的高息套利空间,进一步压低了收益率。

从货币基金的过往表现看,2013年6月,天弘余额宝基金问世,作为新兴互联网理财产品,7日年化收益率一度超过6%,远高于同期存款利率。凭借灵活性与收益优势,货币基金吸引资金流入,规模实现爆发式增长,天弘余额宝货币基金更成为现象级产品。但高收益率难以长期维持,此后货币基金收益率震荡下行。

收益率承压倒逼降费

在收益率持续走低的背景下,部分基金开始降费以让利投资者。



周恒 制图

2025年9月,天弘基金公告称,为更好地满足投资者的理财需求,天弘余额宝货币基金的托管费率费率从0.08%调低为0.07%。这是天弘余额宝货币基金成立以来首次降费。

近期有越来越多的货币基金加入降费阵营。国海富兰克林基金公告称,自5月14日起,调低富兰克林国海日日收益货币基金的托管费率费率,从0.1%下调至0.07%。中信建投基金公告称,自5月13日(含该日)起,调低中信建投凤凰货币基金的托管费率,托管费率费率从0.08%调低至0.05%。创金合信基金公告称,自4月30日起,降低创金合信货币基金的托管费率,托管费率费率从0.08%调整为0.07%。

随着收益率持续走低,货币基金规模有所缩减。中国证券投资基金业协会数据显

示,截至3月底,货币基金规模为15.58万亿元,较2月底减少2674.8亿元。

从货币基金投资策略来看,据天风证券测算,今年一季度,货币基金平均杠杆率为106.91%,环比上升0.49个百分点,但组合平均剩余期限缩短5.97天,为82.41天。

货币基金组合的平均剩余期限为何压缩?天风证券研报认为,一季度资金的季节性需求较大,且机构资金倾向于从货币基金回流银行体系,增加短久期资产持仓,有助于应对赎回压力。在流动性整体宽松的环境下,拉长持仓久期的性价比可能有限。

农银汇理基金经理马逸钧认为,货币基金未来或将进一步向“指数增强型货币基金”演变,在保持高流动性基础上,通过有限度的信用下沉和期限结构调整提升收益,同时利用频繁的高胜率交易获得资本利得,以获得超额收益。