

# Special Report

## 金融危机下的全球投资机遇

### ——第四届富国论坛

**主持:** 国金证券首席经济学家 金岩石  
**嘉宾:** Brian Baker, PIMCO(太平洋投资管理公司)亚太区 CEO  
陈戈, 富国基金副总经理, 富国天益基金经理  
陈东琪, 国家发改委宏观经济研究院副院长  
哈继铭, 中金公司首席经济学家  
林如惠, 富国基金拟任 QDII 基金经理  
谢国忠, 玫瑰石顾问公司董事, 原摩根士丹利亚洲区首席经济学家

#### 通胀还是通缩?

**主持人:**随着政府救市政策纷纷出台,流动性显著提升。通胀还是通缩的争议,也逐渐引起关注。我想听一下国忠的观点,你怎么看?  
**谢国忠:**价格是相对的。房价下降是相对于工资和物价,而工资和物价是一回事,这是一个央行的选择。

**主持人:**央行决定房价,是这个意思吗?  
**谢国忠:**通胀导致央行态度。伯南克绰号“直升机”,他给日本提建议,说你这个通缩怎么治不好?日本说没有办法,没有人要钱。伯南克就建议日本把钱放到直升机上,然后开到东京上空扔下来。

**贝克:**中央银行比较担心通缩,而不是通胀。央行更愿意看到通胀,因为通胀是他们的目标,有通胀只要通过利率就可以控制了。但如果通缩就比较危险。日本最近这个历史就证明这一点:一旦进入通缩,中央银行就无计可施了。所以我们可以看到两个层面的政策,一是政府跳过了银行系统,把资本直接注入到实体经济当中。二是政府通过资产支持证券或者其它方法来降低成本。

**林如惠:**刚刚贝克给大家建议投资决策要跟政府绑在一起,我们看到今年年初,针对ABS美国政府推出了一个新的方案,政府的决策决定了这些资产价格。为什么短期ABS市场出现比较大的反弹,我想原因在这里。

#### 政府干预只在短期

**主持人:**如果政府决策决定资产价格,是不是我们所有人把钱交给政府,然后等着政府分红呢?刚才国忠就说了,政府往里边投钱那是没用的,只是熊市反弹,那么政府在资产价格市场上到底起什么作用?

**谢国忠:**短线来说扔钱总有用,但政府本身不是创造财富的,最终要从其他地方把钱拿过来。从长远来说,政府过多参与资本市场对大家不利。短期来看这样的行为会引起市场反弹,交易员会对此很感兴趣,一天价格动几个百分点,能够赚钱。但是对长线投资者来说没有什么作用,最终还是回到经济架构是否可持续增长的问题,这才是决定投资的东西。

**贝克:**我们不需要政府做过多的干预。但当前银行体系紊乱,他们的资产价值和贷款价值都在下跌,经济在放缓,消费者看到他们的房子降了40-50%,储蓄似乎也在日渐丧失价值,这时候政府需要参与进来,鼓励人们消费。因为消费者在当前情况下不会主动去消费,银行也不敢去放贷,就必须要有政府短期干预。

#### 交易不创造价值

**主持人:**虽然国忠你提到政府不创造财富,但我们又看到了事实上虚拟经济超越实体经济。那么虚拟经济的财富是不是财富?你能不能给我们解释一下?

**谢国忠:**我前几天听到一个朋友在说“泡沫也是财富”。你千万别把它当真,否则一辈子做穷人啊。

其实可以把股票与大米做类比。大米饿的时候可以吃,买股票可以分红,分红之后可以买大米吃饭,但区别在哪里呢?在分红之前,股票可以交易。而人贪婪总有贪婪的基因,这个基因引起了不理性的泡沫。泡沫是虚的。

我并不是说交易不好。股市上不停的创造不同的概念,有时会创造价值,但有的时候也是虚的,让你相信以为值更多的钱。其实就是同样的一张纸不断在转,说这张纸值很多钱。

**主持人:**如果现在政府注入流动性使市场活跃,这是虚的吗?

**谢国忠:**很多人对交易非常相信,特别是投行里面的交易员,他认为流动性是安全感,可以很容易的脱手,实际上这是虚假的安全感。发生风险的时候是没有交易量的,或者说交易价格变化巨大。

对交易的崇拜是非常危险的。如果把衍生品看做设计桥梁,那么我们设计桥梁的时候应该是按照50年一遇的情况来设计风险承受能力的。可是衍生品的设计系数是按照波动率来计算风险的。这个波动是每天的平均波动水平,这就是危险。

**主持人:**国忠说只有很少的交易是有效的。请贝克评论一下他的观点?

**贝克:**股票权证、债券被认为资产,而这些资产在进行正确估值的时候能够提供一个公允价值的担保。如果公司经营得好,他们的股价应该上升。但是我们在过去十年中的创造性的融资工具,对资产的价值——不管是房屋抵押贷款还是股票、债券权证——都不能真正反映标的物资产价值。

投资银行创造出了非常复杂的金融产品,而投资者也不在意、不深究这些衍生产品的价值是否真正反映了标的物的真正价值。

#### 资料

#### 关于富国论坛

富国论坛为富国基金管理有限公司主办的品牌论坛。始自2002年,每两年举办一次。秉承高品质、权威性、务实性的原则,“富国论坛”聚焦国内外金融热点,关注财富管理行业在中国的发展历程,已成为金融行业内交流、探讨的盛事。

高级官员、企业领袖、中外著名经济学家等构成了“富国论坛”的强大嘉宾阵容,基金公司、各大银行、券商、保险等机构投资者,则成为历届富国论坛的主要参与方,共同探讨当前行业焦点。本次富国论坛吸引了超过500名嘉宾出席。

# 第四届富国论坛 机遇



#### 主题发言

#### PIMCO亚洲区总裁:全球经济走上新旅程

全球最大的债券基金管理公司——PIMCO亚洲区总裁 Brian Baker在富国论坛上表示,金融危机之后,全球经济已经进入新的旅程,包括经济体的增长速度和投资者的杠杆都无法恢复到往昔的状况,而如何和政府行为更多的协调,是未来投资者的重大考验。

Brian Baker认为,正在发生的全球金融危机,主要原因是以往发达国家偏重于消费,而发展中国家偏重于生产的平衡无法继续。这种失衡必须得到恢复。恢复的方法有两种。一种是决策者成功的启动内需,这意味着在发达国家需要更多的储蓄。还有一种是出事故,很不幸的,后者就是现实,而且危机崩溃的速度很快。

各国政府由此开始了一轮救市的政策。但最近美国、欧洲、英国的纳税人非常愤怒,他们愤怒财富管理人没有管理好财富,明明买不起房子的人却买了房子,所以他们不认为政府需要对这样的人、这样的一些企业提供救助。

同样让纳税人愤怒的还有,目前暴露出的损失如此之大。政府需要的补充资金是如此之多。因此,不管是对银行的救助还是对住房市场的救助计划中都没有看到完整统一的大方案,而是支离破碎的小方案。从数额上来说,这些方案都很大,大到可以产生一定积极影响。但是又确实很小,小得让纳税人能够接受,不至于影响民众的信任。

贝克称,正因为这些解决方案是支离破碎的,且缺乏透明性,这使市场中这些救助中没有连贯性、一致性可言,因此,这场危机还要持续下去。

而我们未来要经历的是一个两步走的旅程”,这是一个全新的旅程,也会带来一个全新的反思,在经济危机过后我们不再会重复到2004、2005、2006、2007年的情况。

这个旅程当中投资人将看到经济的崩溃,看到储蓄率的增长,失业率的上升,太多的企业产能不足。由于经济的放缓和储蓄率的上升,这些因素经过经济链条传导之后,会导致市场资产价格得到纠正。

在这样的环境中,对于投资者来说意味着什么呢?首先,市场的价格制度者发生了变化。2005—2006年当时市场的价格制定者是对冲基金、私募基金等,现在真正背后操作的是政府。

其次,我们相信在这次旅程中投资者有必要和政府成为合作伙伴,如果在发达国家中去投资的话,一定要投资政府支持的或是注入了资金的行业。

Brian Baker称,这个旅程目的地与时间尚不清楚,但可以明确的是,市场不能恢复到2000年早期的情况。PIMCO对于未来有一个描述,简称“DDIS”,第一个D是去杠杆化,第二个D是去全球化,第三个I是加强管制,政府会出台更多的监管规定。最后一个S是指金融产品的复杂程度简化。

#### 哈继铭:未来十年是“高通胀、低增长”的时代

中金公司首席经济学家哈继铭在第四届富国论坛上表示,如果说全球经济在过去十年充分享受了高增长、低通胀,那么未来十年可能不得不生活高通胀、低增长的环境当中。

哈继铭把陆续公布的3月经济数据总结为:“滞后或同步指标恶化,先行指标好转。”而据中金公司经济综合领先指标显示,中国货币条件已经达到历史最宽松的水平,国内流动性充裕,减轻了通缩的压力。哈继铭由此认为,基于现有宏观指标出现好转趋向和信贷扩张带来的财政刺激,中国下半年GDP增速将超过8%。

但他表示,这是我们眼前看到的一些现象,对中国经济长期以及世界长期经济发展还是比较谨慎的,如果说过去十年全球充分分享了高增长、低通胀,那么未来十年可能不得不生活在高通胀、低增长的环境当中。”

其中,重要的是来自于人口结构的变化。发达国家从2011年即将进入老龄化,未来将面临“父债子还”的局面,低增长与高通胀,将难以避免。

对于依赖外需推动的中国经济而言,发达国家经济的拐点也意味着国内经济的拐点出现。

第二个拐点离我们也不远,我国的人口结构拐点是2015年。人口结构影响经济增长,五六十年代出生的群体退休之后,他们的孩子都受计划生育政策的影响,以后将是两个老人对一个孩子的时代。

因此,目前中国的增长必须靠改革。中国的税收仍有空间。中国增值税税率是17%,周边国家和地区最高的是15%,平均是10%。因此在拉动消费方面,税收是可以做文章的。另外要实行土地改革加快城市化进程并鼓励消费,日本城市化人口达到80-90%,我们至少还有三四十年路要走,但我们中国的老龄化拐

点剩下的时间并不多,中国需要加快城市化。

#### 陈戈:经济转型和产业升级是两大主题

富国基金副总经理陈戈在第四届富国论坛上表示,危机也酝酿着转机。金融危机或会加速中国经济转型,长期来看,消费类股票,以及产业升级相关行业,有望从此次危机中受益。

陈戈对宏观经济的总体判断是谨慎乐观。他说,目前各项宏观经济数据已经出现一些好转,国内数据好于外围,虽然经济是否复苏仍待观察,但国内最困难的时期可能已经过去。而全球经济在2009年末或2010年结束调整这一点仍存在不确定性,国内经济复苏的持续性和回升幅度也仍需观察。

对于A股市场环境,陈戈指出,在经过2008年的大幅度下跌以后,目前的市场环境得到比较大的改善,首先是,市场估值还是处于底部区域,其次是,目前货币政策的宽松给市场带来比较大的流动性支撑,在低利率的市场环境里,投资者预期在好转。

在此情况下,陈戈指出,A股市场往下一个比较强大的支撑,短期内很难大幅度向下调整。市场短期内比较活跃、钱特别多,刺激了市场投资心理上的纠偏,从过度悲观到中性甚至偏乐观的过程。”

不过,在企业利润方面,我们判断2009年整个企业利润增速整体是下滑的,而分季度数据来讲,则环比处于上升状态,这里面有基数的原因,尤其是2009年四季度,在2008年特别低的同期基数上,单季的GDP数据应该会出现一个大幅度的上升,有可能整个上市公司业绩在四季度出现一个正增长。”陈戈说。

对于未来的投资方向,陈戈认为,最值得关注的两个主题,是经济转型和产业升级。他指出,目前内需消费在中国的复兴上占到一个非常重要的位置,在短期和长期压力下,政府会推出很多政策,帮助消费扩大。而且这些政策出台很可能会早于市场预期。因此,尽管消费的释放是一个缓慢的过程,但这个行业依然有很大的成长能力。

陈戈认为,产业升级正在加速。根据一般规律,产业的升级首先是产业集中度提高,其次才是生产效率的提高。而中国近期推出的十大产业振兴规划,已经非常明确的提出,振兴规划第一个重要内容就是兼并重组。这方面政府目前的推动力度很大,企业也有很大动力推进,其进展可能早于市场预期。产业升级本身就是未来一个很长期的主题。

面对这个市场环境,富国基金将继续贯彻“深入研究为本、自下而上为主、尊重个性发挥、追求长期回报”的投资哲学,以实业投资人的眼光来挑选上市公司,追求长期投资回报。以中长期业绩考核投资绩效,捕捉市场机会。

#### 陈东琪:货币政策仍要适度宽松

国家发改委宏观经济研究院副院长陈东琪认为,去年10月份宏观经济政策调整到现在将近半年,这半年的政策措施效果得到初步显现。

陈东琪认为,目前各种经济数据还是较为理想的。比如,采购指数连续5个月上升,3月份第一次超过了50%的“分界线”。同时,进出口订单指数上升,企业库存水平下降以及企业家信心指数上升,都表明情况正在朝好的方向发展。根据他的个人估计,工业增加值增长的3月环比增长是不错的,工业企业利润在GDP当中比重是很大的,出现止跌回升的明显迹象。

但他仍提醒,部分经济指标的上升可能还存在不牢固的因素,甚至还存在可能下降的因素,比如国民收入增加值、投资、进出口贸易、用电量等。就未来中国经济走势而言,不少因素还是值得大家在研判未来经济形势、走势时需要重点考虑的,有的因素可能会影响部分经济指标上涨的势头。

陈东琪认为,如何把各种经济数据指标的回稳转化为可持续的提升,这将是中国经济的重点。而房市、车市和股市的回暖能否持续,也是很重要的关注焦点。同时,大规模信贷投放之后的经济回暖能否持续上升的基础是否牢固,这也值得关注。

他认为,货币政策还是要适度宽松,财政支持的措施要尽快落实;对社会保障的体系建设和公共资金应当保持持续投入。另外,对于中小企业这方面的财政金融支持应该给予更多的支持。在结构性减税方面,他认为要关注新材料、新能源的产业和企业。

陈东琪认为,目前是投资的很好时机,比如,企业买材料价格很低,较两年以前很有成本优势,这时候经济增长是很有价值的。我们现在就业压力是很大的,如果能够在这个时候促进我们经济持续回升,不仅实现GDP年增长8%的目标,而且,能保持我们的就业率,可以有持续的经济增长,这样能够尽快走出金融危机。”

(本报记者 周宏)

# 财富十年·在一起

- 金牛基金管理公司 中国证券报2009
- 明星基金公司创新奖 证券时报2009
- 中国基金公司综合实力大奖 中国基金管理公司创新奖 21世纪经济报道2009

- 中国股票市场三年表现奖 亚洲投资者2008
- 金牛基金管理公司 中证报2007
- 最佳产品创新奖 上海证券报2007
- 明星基金管理公司 证券时报2007
- ...

客服热线: 4008880688  
公司网址: www.fullgoal.com.cn