

梁钧：“奇”“正”相生 因势制胜

从气势如虹的2009年走过,面对2010年政策更加复杂的市道,未来的中国经济如何运行、发展?中国股市如何演绎?本期基金周刊对话原君投资总经理、投资总监梁钧。

◎本报记者 弘文

迪拜事件不是坏事

基金周刊: 迪拜事件发生后,全球市场开始进入震荡,有些人甚至担心经济二次探底就此开始,你怎么看?

梁钧: 我认为,迪拜事件的发生对于全球资本市场而言,未必是坏事。这件事发生以后,你可以发现,全球主要的经济体关于经济刺激政策退出的论调马上低沉下来。谁敢轻易提政策退出?那么,市场一致担心的明年政策的退出效应,或许就没有那么厉害了。根据我们研究,大规模刺激政策在实行一年后就退出的非常少,至少都是2年。所以,我觉得迪拜事件可能使得政策面更加明朗。

至于经济的“二次探底”,我个人认为不能排除这个可能,但是,在可预见的时间内,还看不到发生的迹象。

基金周刊: 你10月份成立的信托品种,短短一个多月已经有8%以上的净值增长了,逆势飘红。在市场比较犹疑的时候,你一定在持续买入?当时的投资逻辑是什么?

梁钧: 决定投资成败的三大要素——资产配置、行业选择以及个股选择中,资产配置是最为重要的。从委托给我们的资金性质来看,多数客户是希望通过私募基金资产配置的灵活性,以及能够通过相对集中持股来避免公募基金所面临的约束,从而获得相对稳妥的绝对收益。在这样的逻辑基础上,对资金管理者来说,准确把握市场中长期走势从而发挥资产配置的灵活性就显得尤为重要。

就我个人的经历来说,对于宏观经济形势的把握,是建立在多年从事经济基本面、债券、货币以及上市公司综合研究的基础上来进行的。其实,从去年11月份开始我就已经看多A股市场。当时看多的理由是:第一,当时的市场无风险利率已经很低,基本见底。第二,当时市场对于中国经济长期增长率的估计过于悲观,对中国的GDP长期增长水平当时的预期可能降到了5%,但我认为5-10年内中国GDP可以维持8%左右的增长水平。第三,流动性指标M1在去年末曾连续几个月低于10%,这种状态也无法长期维持,一旦M1拐头,整个市场的流动性就会大幅改善,后来这个逻辑也被市场验证了。

今年的行情主因就是流动性。在我们信托计划成立的10月份,我对于市场同样是乐观的,但是投资逻辑已经有所变化。当时,市场跌得很快,情绪很恐慌。但我认为宏观经济其实没什么大问题。从流动性看,明年信贷虽然有收缩可能,但是境外流动性加速进入,储蓄活化,可以对冲。同时,上市公司的盈利从今年4季度到明年1季度是同比增长最好的时候。另外,大家很担心的CPI,根据我自己的测算,估计明年也就是3%以内,不会出现恶性通胀。

所以,我的结论是:明年股市的基本环境是温和通胀,上市公司盈利增长的有利局面。从宏观经济组合看,这是最佳的经济环境之一。

基金周刊: 那你现在的配置重点是什么?你对明年的行情是怎么看的?

梁钧: 我此前一个月整体处于建仓过程中,建仓的成本点位在3100点一线。考虑到当时的环境,我没有按照常规手法谨慎操作,而是抓住机会,大幅提高股票仓位,这是我们前期获得收益的重要原因。目前,我的投资组合主要考虑以公司业绩为主线,重点配置消费类和新经济的个股。

明年的行情,考虑到宏观层面温和通胀、企业盈利增长的环境,我觉得是值得期待的。从企业估值看,明年的市场动态PE就是20倍左右,在历史上这也是中等水平。从这个角度看,明年上半年应该问题不大。当然,如果市场持续走高,后期有可能产生资产泡沫的风险。这需要我们不断观察、相机抉择。

全球经济的三个“出路”

基金周刊: 你是债券投资出身,看了十多年宏观经济了,怎么理解中国应对此轮经济危机的刺激政策的实质?经济未来的出路可能是什么?

梁钧: 我个人认为,这一轮全球金融危机的起因是3个:流通层面的消费信贷过度膨胀;分配层面的收入分配极度异化;生产层面的全球产业发展失衡。而这三个因素互相作用,最终导致了一个恶性循环,即有效需求的严重不足,导致危机。

对于未来,中国和全球可能的经济出路主要有三条。

第一条是最健康、最长期的出路:全球经济和中国必须找到新的经济增长动力,启动实实在在的需求增长,让“新经济”带动中国和全球经济持续发展。这个过程类似1997年亚洲金融危机后的全球经济通过互联网经济,中国经济成为全球制造中心而崛起的状况。

宏观经济的中期出路则还有一个选项:即有可能形成的新资产泡沫,提升中期的经济需求增长,为经济转型争取时间。美国2000年互联网泡沫后,全球掀起的全球地产泡沫就是通过这个模式刺激经济增长的。当时,地产股和金融股是走得最好的。但是,这种出路的问题也很明显,后期副作用很大。

短期的解决之道,就是现在全球都在用的,通过特别宽松的货币政策和财政政策“反周期”操作,创造一些短期的需求。但是,这样的需求是通过政策和国家投资促进,未来政策退出后,会有一定的下降。所以,这是向未来的经济周期“借”出来的需求,我们称之为“反周期借需求”。

基金周刊: 大家现在都担心这种短期政策刺激,在政策退出后可能面临二次探底的风险,你怎么看,未来中国从短期出路向中期出路转化的过程中会有什么状况发生?

梁钧: 现在正在进行的“短期借需求”的反周期策略,主要依靠大规模增加政府投资,实行结构性减税,达到扩大国内当期需求,制止经济下滑的目的,这个目的已经基本达到。

未来中期,如果确实要通过资产升值启动经济的话,那么必然继续实行宽松的货币政策,消除通缩魔咒,引导通胀预期。这一方面能够促进资产价格回升,引发通胀保值需求;另一方面迫使储蓄向投资转化。

但当国际定价的大宗商品、房产、股票等价格上升过快后,政策制定者必须及时启动微调机制,否则可能出现资产泡沫的快速积累,影响经济中期稳定。我们预期,货币的宽松政策方向在新经济成功“涅槃”之前不会有大的改变。但是,管理层微调政策的考验不小。

以正合 以奇胜

基金周刊: 做了十几年投资,你对市场的理解是怎样的?价值投资和趋势投资在操作时经常会发生矛盾,尤其在市场周期向下的时候,你如何协调这两者?

梁钧: 我的投资方法用一句话总结就是,孙子兵法中的“以正合,以奇胜”。“正”,就是一些经典的理念和投资方法。“奇”则是指在“正”的基础上通过研究,提前把握各种经济、行业、公司的突变性机会,谋求超额收益。

价值投资理念与趋势投资理念是孪生兄弟,他们从不同侧面共同构成专业投资者对市场无效性的利用。价值投资理念表现了市场无效性长期、静态的一面,趋势投资理念则表现了市场无效性相对短期、动态的一面。因此,我们以价值投资为基本理念,同



人物简历

梁钧,企业管理学博士,曾任湘财证券及太平洋保险,从事债券策略研究及交易,后任泰达荷银基金风险预算基金基金经理、固定收益投资总监;在加盟上投摩根后,担任上投摩根中国优势基金经理。2009年创立原君投资管理公司,担任总经理及投资总监。梁钧在公募基金行业从事投资管理期间,由于其在固定收益及股票投资领域均取得了突出的成绩,因此成为为数不多的两次获得金牛基金经理称号的明星基金经理。

时,以趋势投资谋求是可以操作的。

从投资策略的角度上来说,我们会寻找长期增长的股票,有价值的股票作基础。另外,我们也会结合市况和风险收益比进行操作。当宏观基本面和股票供求关系发生突变时,投资策略必须要调整。类似2008年那样,当投资的前提发生变化时,市场趋势就成为压倒性的判断依据。

基金周刊: 现在你最看好什么行业?最重要的主题?

梁钧: 我现在最看好消费品,尤其是可选消费品,当然快速消费品也是我配置的目标。你可以发现,目前在政策的刺激下,中国的内需已经启动。比如,汽车行业已经处于中国历史上第三次爆发性增长期,我们把它叫作“第三次汽车革命”。如果说2003年是一线城市的有钱人在买车,2006、2007年是一线城市的白领消费车的话,这一波,则是二三线城市的大多数人在普及车,这是个趋势性的概念。

对于未来,我觉得,中国经济是全球经济增长确定性最好的。而在中国这么多行业中,消费类行业无疑是确定性最好的。我的预计是,消费行业会有10年的超预期增长。我们政府也会不断扶持这样的经济结构转型。等到我国把养老民生制度都建立后,消费水平还会提升。另外,城镇化也是经济增长的动力。所以,我认为,未来10年,刺激内需都是经济的主基调。