

国海富兰克林首席基金经理张晓东——

## 2010投资坚持“3G 原则”

“坚持价值投资，追求长期稳健的业绩，让价值投资的太阳在中国照常升起。”张晓东在与《基金周刊》记者交谈时这样谈及他的职业理想。他坦言一贯坚持自下而上的投资风格，在去年上半年实体经济尚待恢复，股市在政策性驱动的流动性快速上扬，他分管的国富弹性市值基金业绩有所落后。但张晓东认为任何一种投资风格都可能在某个阶段失效，会在未来的投资中增加流动性因素的考虑。他对中国市场上价值投资的长期有效性的信心仍然十分坚定。——本报记者王慧娟



## 业务、团队、价格

**基金周刊:**从晨星业绩数据(2010-01-15)来看,国富弹性市值最近三年的年化收益率在同类股票基金中以31.77%名列第一,您觉得是什么因素推动了业绩?

**张晓东:**基金吸引人的也许是业绩表现,但业绩背后的驱动因素更重要。我的业绩是通过长期坚持价值投资的理念获得的。

**基金周刊:**那你是如何理解价值投资的?

**张晓东:**我理解的价值投资包括两个方面:从是否持有公司的股票来看,简单而言,股票价格低于公司价值时,买入;股票价格高于公司价值时,卖出。但在实际操作时,考虑到交易的成本,价格和价值的差别需要足够大才有获利的可能。

公司的价值需要专业评估,而我们通常看到的仅是公司的价格。价值的判定是根据不同的预期和假定分析出来的,用不同的方法或不同的假设可能会得出不同的结果。我在投资时追求的是损失最小化,而不是利润最大化。投资就是经营风险,需要综合考虑投资的风险和潜在收益。如果风险管理不到位,一次投资的失败就会把以前积累的成功一笔抹掉。

**基金周刊:**具体投资时又怎么做呢?

**张晓东:**3G原则:Good Business 良好的业务,Good People 优秀的管理团队,Good Price 合理的价格。

良好的业务指公司有不可轻易被替代的竞争优势。只要一个公司的估值合理并且继续维持着核心竞争力,我就愿意长期持有该公司的股票。优秀的管理团队指公司管理层的诚信和能力,管理层就像大船的舵手,其重要性不能低估。好的公司只有在合适的价格时才是好股票。具体投资时需要综合考虑这三方面的因素。若公司的基本面偏弱一些,股价要有更大的折扣才合理;或者,公司的基本面很好,付溢价买入其股票也是合理的。

## 企业盈利水平上涨是亮点

**基金周刊:**2010年的开年行情和此前市场乐观的预测大相径庭,

您对此怎么看?

**张晓东:**对于宽松的经济政策的逐步退出大家是有准备的,只不过没有预料到会这么快。去年资本市场不俗的表现主要是靠国内基建投资和房地产及汽车消费拉动的。一月份存款准备金率上调,央票利率也在往上走,政策退出的力度和时间都超出了市场预期,对今年的市场形成比较大的压力。尽管今年企业盈利水平上来了,但估值在流动性收缩的情况下会下降。股指期货带来的大盘蓝筹股技术上的推动和并购重组预期引起的上涨会给市场一些支撑,但效果不易判断。

调控房地产的各项措施在出台,使未来房地产公司的盈利不确定性增加。房地产公司盈利向上走,而估值向下,导致股价上不去。整体大市也一样,很多行业的盈利同比增长较强,但估值下调,导致大盘上不去。

**基金周刊:**那么对于股指期货带来的交易模式的变革,货币政策紧缩是否会带来流动性匮乏,以及通胀压力等因素将会如何影响市场走向?

**张晓东:**A股指期货对市场的影响可能会小于预期。股指期货的推出,使现在的单边市场可以进行双向交易,投资人对市场做空的想法也可以较低的成本去操作,整个市场的有效性会增加。但就目前推出的点位来看,3000点上下,市场相对合理,并不会出现很激烈的多空博弈,所以这个杠杆短期内将会很少有人使用,因此也可谓是推出了最佳时点上。沪深300指数外的创业板和中小板的股票活跃度将不断下降,估值整体下降。对于开通过点的大券商而言,客户基数会大幅上升,市场份额增加,所以对他们,是真正的利好。

对于目前货币政策紧缩的预期,我认为不会引起严重的流动性匮乏。实体经济目前还没有很高盈利的能力,银行的贷存比对大银行而言也还是相对较低的,离75%上限有较大空间。准备金率的微调只是警示性作用。

但中国市场的通胀压力会比较强。当房地产价格大幅上涨和水电价格上涨后,企业员工的工资需要上调,CPI作为反映生活成本的一个指数,很多指标都会有上调压力。

## 房地产价格短期不会调整

**基金周刊:**您是怎样看待中国的资产价格的,尤其是房价?

**张晓东:**中国的房价是偏高的,但不一定马上会掉下来。在日本等很多发达国家,在城市化率达到70%左右后,城市的房价会因为人口的流动基本到位后上涨动力大幅减弱。中国的城市化约45%,大大低于发达国家。

有几项因素使今年房价不易下跌:一线城市上半年的房源供应仍较短缺及房地产公司持有大量资金不愿降价。另外,今年的人民币升值及通货膨胀预期也会给房价提供支撑。

**基金周刊:**2010年的投资机会在哪里?

**张晓东:**从大的趋势上来看,国外需求的低迷几年内不太会改变,近期外需的反弹只是补库存的必要,所以内需便成为很重要的推动经济的因素。从国内区域上看,内地相对于沿海,相当于一个新兴市场,更有投资的潜力。从行业配置上看,今年的投资依然会偏重大消费类尤其是医药行业,主要是考虑到医药行业是成长最确定的行业。另外,还配了些二、三线的钢铁企业。政府将加大对高耗能高污染又产能过剩的钢铁行业的重组并购,二、三线的钢铁企业是被并购的对象,可能带来获利机会。

## 张晓东简介

16年证券从业经验,国海富兰克林基金首席基金经理。

美国多米尼克学院亚太政治经济硕士和上海交通大学应用数学学士。

曾任中信资本投资管理公司(香港)董事,创立并管理中信资本大中华基金;

美国纽堡太平洋投资管理公司(Newport Pacific)高级投资经理,创立并管理纽堡大中华基金;

中欧管理学院(中欧国际工商管理学院前身)中方院长助理。

与美国富达资产管理公司(Fidelity Investment)亚太区董事长合著《中国的投资基金》(英文)一书,并在哈佛大学演讲。

申万巴黎首席宏观策略师章锦涛——

## 风格转换或以市场下跌完成

3000点一线的胶着,考验着多空双方对于经济前景和政策调控的判断,近日市场的深幅震荡令不少投资者深感宏观调控节奏太快、太突然。然而,在申万巴黎基金首席宏观策略师章锦涛看来,“涨不动并不是由于市场对政策退出预期的过度反应,而是由于制约市场估值提升的因素发生了显著变化,未来市场风格的转换或将以下跌来完成。”——本报记者 马全胜

章锦涛在接受记者采访时指出,近期除了中国股市出现大跌之外,国际股市也出现了大幅调整。章锦涛强调,这种相似性下跌的背后有两点是需要关注的:首先,全球多个国家去年12月份的通胀压力都加大,因此全球投资者都不约而同地想到货币政策提前退出,并且美国银行业有大量的风险头寸需要平仓,导致近期全球风险偏好开始下降,这是对过去一年全球投资者从极度悲观变为极度乐观之后的再次修正;其次,中国经济中长期增长都没问题,但短期通胀成分比较浓,一方面体现最明显的是“热”,因此需要政策降温,另一方面体现的是“虚”,这主要是由于当前经济增长主要还是依靠政府,而非一种可持续增长模式,因此政府开始退出,经济降温的效果会迅速体现。

章锦涛表示,2010年的行情可能是一种企业盈利得到显著提升,但估值水平不会有太大提升的行情。他认为,“大盘股在市场的比例逐渐加大、未来几年经济增速较以往有所放缓,2010年较2009年相

对偏紧的货币环境等三大因素将制约市场估值水平的提升;这三点也导致目前估值水平比较合理,甚至3000点以上估值相对偏高。”

从目前市场来看,受政策鼓励的行业估值普遍较高,受政策抑制的行业估值则相对偏低,其中,紧缩的政策预期压抑了银行、地产等大盘蓝筹股的估值弹性。对此,章锦涛表示,“我们认为当前小盘股估值存在一定的高估成分,同时整体经济又会有2个季度左右的下行,因此小盘多跌,蓝筹少跌是更为可能的走势,市场将在下跌的过程中来完成风格的转换。”

此外,近日瑞银证券对45家上市公司的高管做了问卷调查,84%的受访公司高管预计经营环境将改善,100%预计2010年收入将增长,89%设定了毛利率增长目标。对此,章锦涛指出,“当前市场给予这些行业太高的预期,我们也认为这些行业在2010年的盈利情况会不错,如果估值更低一点就更好了;但地产股由于成交量和成交价格还有一定的向下空间,因此目前还不是投资的时候。”

广发基金副总经理朱平——

## 微观过热 信贷收紧利长期发展

A股市场近期震荡走软,自1月20日出现深幅调整以来,上证综指已经累计跌去了250多点,目前仍在3000点上下苦苦挣扎。分析人士认为,导致近期多日市场大跌的直接诱因,是对政策紧缩的担忧,特别是在宏观经济回升势头比较强劲的情况下,政府将更加注重调整经济结构、防止资产价格泡沫、防止金融系统风险、管理通胀预期。——本报记者 王慧娟

广发基金副总经理朱平接受采访时表示,股市的常态是每年只有10%-20%的投资收益,并不是40%-50%的收益,而目前市场的下跌,只不过是“震荡+结构”的合理表现形式。

对于目前市场最为担忧的1月信贷额度的收紧,朱平认为,信贷额度收紧是有原因的,其收紧幅度的尺度把握也是有依据的。从调研来看,微观经济已经出现过热的迹象,提前收紧信贷是好事。刺激政策的退出本来就是2010年中国股市的重点,目前只不过是比预期提前了而已。刺激政策不可能长期持续下去,这就好比人生病了需要注射点滴补充营养的吸收,但不可能长期给人体注射点滴一样。不仅仅是中国,海外的宽松政策一样会退出,只是时间上可能会比国内晚几个月。

朱平指出,就目前的情况而言,房地产市场已经有很明显的资产泡沫,泡沫究竟有多大,现在还无法判断。但如果这个泡沫继续吹大,央行才采取加息政策收紧资金链,楼市的资产泡沫会崩掉。同时,房地产的新开发投资也会下降,又会影响经济的持续增长。如此来看,目前通胀预期开始抬头,政府不加以干预,情

况会更糟糕。因此,政府出台政策提前收紧信贷进行干预,从长期看,反而是一件好事。

微观企业出现明显的经济过热的迹象,具体表现在大宗商品等原材料价格的上涨。自2009年12月以来,从钢铁、化工到工程机械行业的企业数据都非常好,2010年1月份前半月的发电量也大幅增长,这说明企业盈利的爆发力非常强,中国经济已经恢复到很好的水平,如果不加以干预,很有可能2010年的GDP增长会超过10%,甚至会冲到11%。为此,通胀预期进一步抬头。

那么,信贷政策提前收紧,对流动性是否有实质性的影响呢?朱平分析,对信贷额度进行控制,对流动性应该会有一些影响。就实体经济而言,有些企业的项目早在12月就做好预算,项目已经铺开,订单也已经下了,但目前银行收紧信贷额度,其项目进展可能就会受到一些影响。同时,企业的流动资金也会受到影响,有些企业可能收到货物却暂时无法支付货款,对方企业的货款只能显示为应收账款,并不能真正变成流动资金。总体而言,收紧银行信贷会使得经济降温,但这过程会有一定的时滞。