

编者按:美联储再次启动定量宽松货币政策,日本央行也开闸注入流动性,但这并没能振兴实体经济,发达经济体仍处在通缩状态中;另一方面,巴西、印度、中国等新兴经济体增长强劲,本币面临较大的升值压力,通胀已经开始咆哮。

美联储的二次量化宽松、实体经济的通胀、大宗商品的暴涨,一切来得太快、太早,但又似乎在意料之中。站在现在的时点向前看,未来的经济将面临怎样的困境?投资上又该如何面对?博时基金公司副总裁、博时平衡配置基金经理杨锐,作为国内最早采用宏观策略管理基金和进行投资的基金经理,对经济新形势与货币体系的变革有前瞻性的把握。证券时报记者特别邀请杨锐,就相关问题进行了深入剖析。

# 杨锐:货币体系变革 紧握资源主题

证券时报记者 杜志鑫

次贷危机绑架了美国的商业银行、投资银行,长期赤字的美国政府要背负巨额债务,只能实施定量宽松的货币政策,直接开动印钞机印刷美元,这一政策从长期看,其实是有害的,短期的特效药,放到长期就可能是毒药。更好的办法是政府节省开支,居民增加储蓄,但这些行为短期则会伤害经济。

在这种情形下,全球经济已进入一个未知的海域:在理论上,过去没有碰到过类似的问题,凯恩斯的经济学解决了1929-1933年的大萧条,此后是弗里德曼的货币经济学,现在这两个理论都不管用了。用比尔·格罗斯的话说就是:世界经济这辆火车走在了一条从来没有走过的路上,刹车坏了,温度计坏了,甚至连工具箱里的备用胎也已经用上了。

这种混乱的状况可能会持续多年,最乐观也要3-5年,直至找到新的解决办法为止。

## 混乱的状态可能持续多年

证券时报记者:日前,美国推出了二次定量宽松政策,这对深受通胀困扰的新兴市场国家无疑是雪上加霜,您对当前经济形势如何看待?

杨锐:从去年9月份,我就认为要站在30000英尺的高度来看这个问题,现在大的框架并没有改变。我们必须认识到以下几个问题:

一是全球经济再平衡是个长期过程,未来全球经济将进入一个低速增长阶段,中国经济发展将进入下一个阶段,即从追求速度转到追求质量,美国再平衡过程则是美国居民需要减少消费,增加储蓄。

二是全球经济从失衡到再平衡,当中的基点、支柱,就是全球货币体系。在布雷顿森林体系中,所有货币与美元挂钩,美元与黄金挂钩,实行可调整的固定汇率制度。但在该体系下,其他国家必须保持大量的美元储备,美国的国际收支必须是逆差,长期的巨额逆差导致国际市场对美元信心下降,驱使各国政府向美国挤兑黄金,最终使美国的黄金储备枯竭,汇兑金本位体系难以为继。1971年,美元与黄金脱钩,时任美国财长的康纳利就说过:美元是我们的货币,是你们的麻烦。”

2007年爆发次贷危机,这一次,麻烦真的很大了。次贷危机绑架了美国的商业银行、投资银行,长期赤字的美国政府要背负巨额债务,只能实施定量宽松的货币政策,直接开动印钞机印刷美元,这一政策从长期看,其实是有害的,短期的特效药,放到长期就可能是毒药。更好的办法是政府节省开支,居民增加储蓄,但这些行为短期则会伤害经济。病急的美国,也只好乱投医了。

在这种情形下,全球经济已进入一个未知的海域:在理论上,过去没有碰到过类似的问题,凯恩斯的经济学解决了1929-1933年的大萧条,强调政府强有力的调控,此后是弗里德曼的货币经济学,现在这两个理论都不管用了。用比尔·格罗斯的话说就是:世界经济这辆火车走在了一条从来没有走过的路上,刹车坏了,温度计坏了,甚至连工具箱里的备用胎也已经用上了。(利率将降至零;资产价格上涨导致CPI已经很难准确衡量通胀程度;所有的政策,包括连定量宽松的货币政策都用上了。)

未来情况比较复杂,这种混乱的状况可能会持续多年,最乐观也要3-5年,直至找到新的解决办法为止。

早在年初,我们就担心综合物价会咆哮起来,现在的情况印证了我们当初的判断。

美国等发达经济体不断实施宽松的货币政策,但事与愿违,资金并

没有流入发达国家的实体经济,事实上,发达国家释放的流动性在不断推高新兴市场的资产价格。作为新兴市场代表的中国,也面临很大的压力,热钱正不断涌入,央行已经提高存款准备金率并加息一次,但是这边在抽水,那边在倒水,问题还是比较麻烦。

## 新兴市场国家面临长期通胀压力

证券时报记者:美国采取定量宽松政策,美元不断贬值,将给新兴市场带来什么?

杨锐:在美国定量宽松政策不变、美元贬值的大背景下,中国等新兴市场国家将面临很长时间的通胀压力。

一是美国等发达经济体不断实施宽松的货币政策,放出很多钱想要振兴实体经济,但事与愿违,资金并没有流入发达国家的实体经济,美国不但没有出现通胀,甚至是处于通缩状态。而钱是会长脚的,资金流向了新兴市场,事实上,发达国家释放的流动性在不断推高新兴市场的资产价格。

二是巴西、印度、中国等新兴经济体本身增长情况还不错,甚至有些经济过热,泛滥的流动性使得新兴经济体面临比较大的泡沫,虽然巴西、印度等在不断加息,巴西的利率水平甚至已经到了两位数,未来的风险仍然比较大。作为新兴市场代表的中国,也面临很大的压力,热钱正不断涌入,央行已经提高存款准备金率并加息一次,但是这边在抽水,那边在倒水,问题还是比较麻烦。

早在年初,我们就担心综合物价会咆哮起来,现在的情况印证了我们当初的判断。

在国际货币体系重建的过程中,我们仍然看好黄金。美国振兴经济的方式,使美元的贬值已成为全球经济失衡自动调整的唯一方式,因此,黄金的货币属性将得到体现。格林斯潘在媒体上发表讲话:“黄金价格本周跃上千元大关,这暗示投资者正买入贵金属对冲货币贬值的风险。”在出席纽约举行的投资会议上,格老更表示,黄金的涨势完全是货币现象。相信,格老的看法有助于我们重新理解黄金。

## 从货币的角度理解黄金

证券时报记者:您一直看好黄金,现在对黄金的看法有无变化?

杨锐:在国际货币体系重建的过程中,我们仍然看好黄金。

去年4月份央行行长周小川提出有关特别提款权的建议,得到其他发展中国家的积极响应,从中可以看出,美元本位受到了实质性挑战。虽然目前很难从根本上动摇美元的基础地位,但美国用低利率大举举债,不断释放流动性,而不是主动进行宏观调控,如削减赤字或增加储蓄,美国振兴经济的方式,使美元的贬值已成为全球经济失衡自动调整的唯一方式。因此,黄金的货币属性作用将得到体现。

从黄金储备与外汇储备占比来看,在拥有黄金最多的13个国家、地区和经济组织中,美国等大部分发达国家的黄金在外汇储备中的比重都是60%-80%,纸币只占很低的比率。而不少国家和地区的黄金储备占比比较低,中国是1.6%、日本2.2%、俄罗斯1.04%,这些国家有增加黄金储备的需求。

虽然巴菲特认为黄金只能躺在那里,不会产生任何收益,长期来看黄金的价值无法评估,即使黄金的价值不能评估,但也应该考虑,美元照这个速度印下去,其价值也是很难评估的。另外,从黄金剔除通货膨胀后的价格看,目前黄金价格还远远没有达到1980年的水平。



博时基金公司副总裁、博时平衡配置基金经理杨锐认为,在未来很长一段时间,宏观方法都可能是一种重要的认识和理解真实世界的角度。

从供给上看,金本位固然不好,纸币本位也有很多问题,最关键的一点是,黄金的供给是有限的,不像美元,可以放开印钞机印。还是引用马克思的那句话吧:金银天然不是货币,但货币天然就是金银。

去年,格林斯潘在媒体上发表讲话:“黄金价格本周跃上千元大关,这暗示投资者正买入贵金属对冲货币贬值的风险。”在出席纽约举行的投资会议上,格老更表示,黄金涨势完全是货币现象。相信,格老的看法有助于我们重新理解黄金。

## A+H 股折价带来交易性机会

证券时报记者:部分A+H股已出现相当的折价,这其中是否存在机会?

杨锐:A股与H股的比价,从过去的溢价转为折价,特别是金融股更是有高达20%以上的折价,并且这一状况已经持续了很长一段时间,究其原因,可能和两地的风险偏好、投资者结构等诸多因素有关系。与金融股一样,A、H股的航空股、电信股中也明显存在这种情况。

从大的背景来看,银行股没有趋势性的大机会,但短期就存在交易性机会。

现在买机票基本不打折,甚至在提价,这背后体现出的是什么?

是行业结构发生了深刻的变化:一是需求在增长,在人均GDP达到3000美元后,航空行业会有持续5年左右的长期,现在普通老百姓乘飞机已成常态;二是航空的运力投放控制得很好;三是现在航空市场变成了寡头垄断的市场,利润有相当的保障。因此,航空业的总体格局较好。

## 什么会成为新消费的代表

证券时报记者:对汽车、航空、消费怎么看?

杨锐:对消费要有新的认识,新的理解,新的提高,什么是消费,什么会成为新消费的代表?在2002年,没有人会想到汽车是伟大的消费,当时,博时看好汽车受了很多质疑,很多人都受了委屈。然后,从2002年到现在,汽车销量每年保持40%、50%的增速,汽车股也带给投资者不错的回报。

未来四五年,航空可能会有持续的增长。现在买机票基本不打折,甚至还在提价,这背后体现出的是什么?是行业结构发生了深刻的变化:一是需求在增长,在人均GDP达到3000美元后,航空行业会有持续5年左右的长期,现在普通老百姓乘飞机已成常态;二是航空的运力投放控制得很好;三是现

## 站在30000英尺的高度

证券时报记者 杨波

格林斯潘说过,赤字开支就是隐形的财富没收。黄金会挺身而出阻挡这个阴谋,黄金是财产权的保护者。”博时基金副总裁杨锐微笑着说。

2008年席卷全球的次贷风暴,留下了全球货币泛滥的后遗症,美国日前再度开闸放钱,引发大宗商品、新兴市场大涨。

在2006年出任博时平衡的基金经理之前,杨锐曾做过7年的宏观、策略分析员,他一直在关注世界经济的大趋势。2009年9月,在上海和北京的两个公开报告会上,杨锐发表了题为《站在30000英尺高度看投资》的演讲,他认为,随着全球货币体系的变革,全球经济正驶往一个未知的海域。此时,货币问题变成了主要矛盾,投资市场与货币的联系可能会更强一些,而与实体经济的联系暂时可能就弱一些。”

今年1月,在博时平衡配置基金发布的2009年四季报中,杨锐不无担心地写到:全球史无前例宽松的货币政策,让我们已经看到纸币正不断贬值,未来会不会听到综合物价水平的咆哮?现在还不知道。”

杨锐小心地使用了综合物价水平一词,而不是大家经常使用的通货膨胀来形容物价水平。的确,今年下半年以来,以CPI为核心的通货膨胀还不高,但一些物价真已出现了咆哮之势。

我们有必要更加关注消费物价指数之外,更为广泛的物价变动。”杨锐表示,应该将资产价格纳入货币政策的视野。

在杨锐看来,不仅是2007年、2008年、2009年,还是今年,在未来很长一段时间,宏观方法都可能是一种重要的认识和理解真实世界的角度。

虽然杨锐有相当一部分投资者认为,宏观分析很难指导具体的投资,彼得·林奇就说过:“我一年大约花15分钟进行经济分析。”但也有大量使用宏观策略管理基金与进行投资的大师,如乔治·索罗斯、吉姆·罗杰斯、朱利安·罗伯逊,包括最近几年最火的约翰·伯尔森。成功的方法有很多,有的人善于把握企业的基本面,有的人对市场情绪把握得很好,还有的人看图形使用

技术分析的方法。很难说哪种方法更好,关键看哪种方法更适合自己。”

基于美元贬值与通胀预期,在去年三季报中,博时平衡在黄金、医药和白酒行业分别配置了1/3的资金,现在看来堪为梦幻组合。虽然判断基本正确,但在实际操作层面,我做得很不好,黄金倒是拿住了,但在医药与白酒行业并没有坚持住自己的看法。”杨锐有不断自我反省的习惯,“我们要经常反问一下自己,与自己不同的观点有没有道理,自己思维的盲点到底在哪里?”

事实上,杨锐从2006年5月31日博时平衡基金成立起就一直管理该基金,近5年来,杨锐管理的博时平衡基金获得了非常出色的业绩。银河数据显示,博时平衡已超越2007年10月6000多点高位时的净值,从2007年10月以来的最高点到今年10月29日,博时平衡三年时间取得了15.21%的业绩。今年来,博时平衡取得了10.72%的收益率。在晨星和银河的评级中,博时平衡均为3年期5星基金。

博时平衡的股票仓位为30%-60%,杨锐用这么有限的仓位,做出了如此优异的业绩,实为不易。可以设想,如果杨锐管理的是一只仓位上限更高的股票型基金,也许会被更多的投资者注意到。

业余时间,杨锐最大的爱好是学习。知道更多,做得更好。索罗斯在1997年做空泰铢时,已经读过克鲁格曼在1994年发表的文章《东亚奇迹的迷思》。”与大多数看卖方研究报告的基金经理不太一样,杨锐一直关注学术研究成果,几年前,他自己也与普林斯顿大学的Burton Malkiel教授(投资经典书籍《漫步华尔街》的作者)合写了一本书《From wall street to the Great Wall》,中文版的名字是《从华尔街到长城》。

虽然业绩已经非常出色,杨锐却非常谦虚:“我做了还不到5年的基金经理,作为考核一个基金经理的时间来说,还不够长,富达的彼得·林奇做了7年研究员后,做了13年的基金经理。”对于自己,杨锐有更高的要求。

在航空市场变成了寡头垄断的市场,利润有相当的保障。因此,航空业的总体格局较好。

大量的货币最终要寻找出路,从国际上来看,目前货币追逐日元、黄金、石油和农产品比较强烈,资金从美元、欧元流出,推高日元,尽管日本经济处在衰退状态已有20年之久,这种追逐也同样体现在黄金、石油、农产品价格的上涨上。

从国内来看,资金多了会追逐好东西:地产吸收了一部分流动性,其他诸如高档葡萄酒、玉石、大红袍等奢侈品也成为追逐的对象。从配置角度看,贵金属、稀有金属存在大机会。

## 从货币的角度分析市场

证券时报记者:在多种因素交织的情况下,您在股市会采取什么样的投资策略?哪一些领域可能有机会?

杨锐:未来的投资主线就是货币。次贷危机以来,各国都采取了程度不同的刺激政策,释放了相当的流动性,美国重启二次量化宽松政策,流动性泛滥问题将更加严峻。大量的货币最终要寻找出路,从国际上来看,目前货币追逐日元、黄金、石油和农产品比较强烈,资金从美

元、欧元流出,推高日元,尽管日本经济处在衰退状态已有20年之久,这种追逐也同样体现在黄金、石油、农产品价格的上涨上。

从国内来看,资金多了会追逐好东西:地产吸收了一部分流动性,其他诸如高档葡萄酒、玉石、大红袍等奢侈品也成为追逐的对象。从配置角度看,贵金属、稀有金属存在大机会。

## 未来投资首选资源

证券时报记者:在上证指数站稳3000点之后,投资方面,应该怎么考虑?杨锐:随着上证指数站上3000点,在资产类别的选择上,首选资源,包括能源矿产、金属矿产、非金属矿产,其次是能源。尤其是现在中国强调经济转型,新兴经济的发展离不开稀有金属,包括稀土、钨、钼等。

另外,若用货币框架来衡量,煤炭的资源属性大于能源属性,同样的逻辑适用于原油。