

编者按:佩里格里尼(Paolo Pellegrini)是一位具有传奇色彩的华尔街基金经理,在次贷危机中做空次级债获利高达150亿美元,成为金融史上最赚钱、最成功的宏观对冲基金经理之一。日前,佩里格里尼做客博时基金公司,与率先在国内基金业践行宏观策略管理的博时首席策略分析师、股票投资部总经理、混合组投资总监、博时平衡基金经理杨锐博士进行了一场关于投资的精彩对话,就中美经济、美元走势、大宗商品、黄金等热点问题进行了深入的分析。



杨锐简历

杨锐,现任博时首席策略师、兼任股票投资部总经理和混合组投资总监、博时平衡配置基金基金经理。杨锐采用宏观投资方法管理基金,遵循自上而下配置与价值成长轮动原则构建投资组合。杨锐从2006年6月开始管理的博时平衡配置基金先后荣获中国基金业金牛奖评选“2008年度同业领先开放式混合型基金”称号、晨星(中国)2008年度开放式配置型基金提名奖,并被银河、晨星评为三年期五星基金。

精彩语录

- 经济的复苏前景并不是那么乐观,在宽松的货币政策和超低的利率背景下,美元令人担忧。
- 我一直看好黄金,黄金天然不是货币,货币天然不是黄金,黄金更重要的是在于它的货币属性。在黄金9月份第一次突破1000美元/盎司的时候,格林斯潘在彭博上有个讲话,说这只是“逃离纸币体系的初级阶段的一个信号”。
- 目前中国居民人均收入在3000美元左右,到了消费升级、消费加速阶段,所以消费面临较好的机会。
- 2010年,首先看好硬资产,看好黄金;其次,看好资产管理行业。

佩里格里尼

短期美元会稳定 长期看好大宗商品

证券时报记者 杜志鑫

短期美元会稳定或小幅上升

记者:对美元的长期和短期看法是什么?
佩里格里尼:近期美元相对于欧元和日元贬值幅度偏大,而相对人民币贬值幅度不足。问题在于接下来会发生什么,按照伯南克以往的言论和观点,他可能会继续印刷钞票来应对美国的财务问题,但由于美联储受到整个政治体系内部的制约,能做的事情非常有限,所以长期来看,美元需要找到相对于其他主要货币如日元和欧元的均衡点,短期来看,美元可能会稳定或者小幅上升。

就美国经济的现状而言,美元只有两条出路:要么利率大幅上升,要么大幅贬值。

记者:美元相对欧元贬值是由于欧洲经济增长情况更好,还是因为其政策因素?

佩里格里尼:如果考虑医疗、养老金制度等,欧洲经济体更稳健。在过去20年,美国也在努力建立更稳健的社会制度,现在可能是个转折点,因为美国所有的问题都被放到一起来集中解决,这会很难。长期看,欧洲经济体更稳健,

但考虑短期不同货币的相对估值,过去几个月市场美元对欧元有点下跌过度。

记者:在全球再平衡过程中,包括美国在内的发达国家和中国在内的发展中国家的长期增长趋势都较前期有所下降,这会不会对未来长期大宗商品价格产生压力?

佩里格里尼:即使增长率下降,新增的劳动力流量仍有很大的增长空间,这也意味着投入产出的增加,大宗商品的供给是有限的。因此,长期来看,我不认为有任何东西的升值速度能超过大宗商品。虽然不同的增长预期可能会影响大宗商品的短期波动,但是我想强调的是长期趋势。

中国的消费占比会增加

记者:现在全球有大量劳动力,也有大量的产出,而美国等国家在缩减消费,现在大家的关注点都在中国,中国的消费会不会明显上升?

佩里格里尼:中国的消费必须增加,否则产能会过剩。今年中国GDP的增长主要源于投资的增长,由于出口同比很难有大幅增长,因此,如何在结构上由投资向消费转移,将是中国未来的重要挑战。

记者:近期金价大幅上涨,您对黄金持何种看法?

佩里格里尼:我不热衷于黄金投资,原因在于我不知道如何从基本面为黄金估值。一方面人们说如果大宗商品价格上涨,黄金价格也会上升,区别只是在于黄金没有什么用途。也有人津津乐道,认为黄金是一种更好的货币,而我认为并非如此。历史经验是,发现新的金矿会导致通胀,如果生产力提高却没有开采新的金矿时就会导致通缩。黄金本质上就是没有央行行长的货币,或许黄金比那些由疯狂央行行长管理的货币要好,但事实上我们需要的是适当管理下的纸币。

所以对我来说,购买黄金其实更像一个博傻游戏,只能寄希望于以更高的价格卖给别人,但谁能确定这一定会发生呢?

关注中国长期发展趋势

记者:从宏观策略角度说,最关注中国的是什么?

佩里格里尼:一是中国的东西很便宜,如果政策允许的话,人民币还有很大的升值空间;二是关注中国的劳动力结构和劳动力分布等;三是很多

人认为中国储蓄多消费少,但现在看起来很多储蓄都来自企业部门,理解这种动态的变化和中国家庭的资产负债结构会很有意思;四是我们不打算直接投资新兴市场,我们会关注新兴市场发展趋势对其他市场的影响,我们更关注中国的长期发展趋势。

记者:做宏观策略最重要的有哪几个方面?

佩里格里尼:首先很重要是要看目前面临的所有投资机会,找出你觉得最有把握的机会。有时候,短期和长期趋势会有一些矛盾的地方,例如金融工具短期看可能被高估了,而长期看却可能被低估了。还有一些长期比较稳定而短期波动比较大的品种,比如大宗商品、货币和发展中国家的股票。由于有工程学的背景,我倾向于关注那些出现问题的地方,我关注的问题还包括不断变化的利率、无风险债务安全、信贷风险被重新定价等。

一般而言,我会同时关注长期趋势和短期风险,当短期和长期指标判断一致时就会果断行动。我看待世界的方式是,当对冲基金在进行套息交易时,我和他们相反,我会通过发现问题来获得更大的收益。



佩里格里尼简历

佩里格里尼,全球最成功的宏观对冲基金经理之一。曾任保尔森公司的共同基金经理和董事总经理(2004年-2008年)。在加入保尔森公司之前,佩里格里尼是全球风险顾问公司的总裁(1999年-2003年),选择再保险公司的总裁(1996年-1998年),拉扎德公司金融机构部门的副总裁(1986年-1995年)。2009年,佩里格里尼成立了自己的资产管理公司(PSQR),担任总裁。

精彩语录

- 就美国经济的现状看,美元只有两条出路:要么利率大幅上升,要么大幅贬值。
- 大宗商品的供给是有限的,长期来看,我不认为有任何东西的升值速度能超过大宗商品。虽然大宗商品的短期波动可能会较大,但我强调的是长期趋势。
- 黄金本质上就是没有央行行长的货币,或许黄金比那些由疯狂央行行长管理的货币要好,但事实上我们需要的是适当管理下的纸币。所以,购买黄金其实更像一个博傻游戏,只能寄希望于以更高的价格卖给别人,但谁能确定这一定会发生呢?

杨锐

经济复苏之路不会一帆风顺

证券时报记者 杜志鑫

担忧美元 看好黄金

记者:目前发达经济体、新兴经济体的经济活力逐渐恢复,明年美国、中国等国家是否会退出经济刺激计划?

杨锐:从已有的经验看,在1929-1933年经济危机时,由于退出经济刺激计划太早,美国经济衰退持续的时间更长,吸取上一次的教训,美国这一次可能不会那么早退出经济刺激计划。目前全球经济进入了一个未知的海域。历史上从未有过美国、欧洲、日本、中国等主要经济体的货币政策如此宽松、利率水平如此之低,并且这种状况持续的时间有可能比较长。这是一个全新的挑战。

未来,美国经济可能将进入比比尔格斯总结的新范式、新常态——去杠杆化、去全球化、加强监管,经济增速将在比过去30年低的水平上运行。美国经济的主要问题在于美国居民应该提高储蓄、降低消费,修补家庭资产负债表,这本身也需要时间。而美国政府实施的宽松的货币政策,是以美国政府自己资产负债表的扩张来挽救美国经济,并未着眼从根本上解决问题。

从过去30年看,美国经济结构是高额的财政赤字、高额的贸易赤字,这不是一年、两年能解决的问题,是一个长期的问题。

因此,经济的复苏前景并不是那么乐观,在宽松的货币政策和超低的利率背景下,我们对美元比较担忧。

记者:对黄金、大宗商品持何种看法,理由何在?

杨锐:我一直看好黄金,黄金天然不是货币,货币天然不是黄金,黄金从本质上说,是在于它的货币属性,而不是它的商品属性,它的真实商品需求并不大。并且金本位制确实会抑制经济发展,但现在走到了另一个极端——以美元为标的的纸币本位制。美国政府只

考虑自己的问题,滥发纸币,这其中的重要事件是2009年3月份,美联储直接向财政部购买300亿美元国债,导致市场恐慌,这是今年的一个转折点,未来以美元纸币本位为主的国际货币体系将走向以一篮子货币为主的,包括特别提款权的货币体系,这是一个很重要的变化,这个变化会导致未来10-20年全球经济的波动。

现在,黄金1000多美元/盎司左右,这其实没有考虑通货膨胀的因素,如果剔除通货膨胀,现在黄金就在400多美元左右,而1980年黄金就到过800美元。

目前,美元最大的玩家是各国中央政府,美国黄金储备有8000多吨,中国只有1054吨左右。在以美国、法国、德国、葡萄牙为主的西方国家的外汇储备中,黄金占了70%以上的比例,纸币只占30%,但中国、俄罗斯、日本等国家在它们的外汇储备中,黄金只占1%、2%,其余全部是纸币。近期印度购买200吨黄金,这是一个重要信号,可能表明印度政府对外汇货币体系的思考,对美元的重新认识。在黄金9月份第一次突破1000美元/盎司的时候,格林斯潘在彭博上有个讲话,说这只是“逃离纸币体系的初级阶段的一个信号”。

至于大宗商品,我也看好,这既要考虑实体经济对它的影响,也要考虑到它抗纸币泛滥的属性,今年大宗商品价格上涨在很大程度上是流动性泛滥引起的,实体经济并没有那么好。

目前CPI指标很难刻画实体经济和虚拟经济的关系,也许传统意义上的CPI还很低,但是资产价格已经上涨了很多,大宗商品是用来抗资产价格上涨的好品种。

消费面临较好的机会

记者:中国经济复苏之路会否一帆风顺,中国的消费是否能真正启动?

杨锐:中国经济没有近忧,有远虑。没有近忧,在于中国经济有自己的运行周期,在金融危机来临之前,政府已开始降温,在危机来临后,马上又推出经济刺激政策。中国过去30年经济发展的三个引擎至少还有两个:城市化、消费升级,虽然出口可能正在熄火,但总体情况尚好。

远虑在于中国经济结构问题,从上世纪90年代开始,中国就提出要走集约型经济增长之路,到现在已经讨论了十几年,有进展,但效果不是很明显。

过去30年,东亚国家包括日本、中国等国家和地区,都相当依赖出口,这在一段时间是成功的,但负作用在于国家把资源、人才全部配置到了这些出口导向的企业上,压制了资源和人才流向有自主创造力的企业上,中国到现在也仍然没有改变这种增长方式,用克鲁格曼的话说就是“亚洲经济依靠的是血汗,而不是智慧”。

现在,中国需要通过扩大内需、增加消费来改变此前以出口为导向的经济增长方式。目前中国居民人均收入在3000美元左右,到了消费升级、消费加速阶段,所以消费面临较好的机会。

目前中国在增加消费方面也做了很多工作,包括进行医改、增加社会保障体系等,但中国增加消费应该有新思路,如营造企业创新环境,扩大直接融资的比重,通过资本市场的发展,让居民享受到资本增值的财富效应,以此作为扩大消费的一个促进。

资金少了未必是坏事

记者:10月人民币新增贷款仅2530亿元,环比大幅回落,明年流动性方面会有较大变化?另一方面,IPO正面临是否会较大变化?另一方面,IPO正面临是否会较大变化?另一方面,IPO正面临是否会较大变化?未来市场的供求关系是否会发生变化,未来流动性方面能否支持股市大幅上涨?

杨锐:未来的信贷环比回落没有疑问,投资如果只看贷款,意义不是很大,通过增量资金的重复并不能改变真正的投资。

对于IPO、再融资,从根本上来说,只要投资者有需求,IPO发得出去,就没有问题,投资者自己得对自己的行为负责。

对于市场资金的供求关系,我一直有一个观点,即“市场上资金少了,未必是坏事”,资金少了,大家就会思考,有限的资金应该配置到什么样的企业?资金多了,不一定是好事,因为股票可能会在需求的推动下上涨。

股市的大幅上涨,长期得看企业盈利状况,短期的流动性只能支持某一阶段的上涨。流动性就像洪水,会水漫金山,但是来得快,去得也快。投资最根本还是看企业,从2007、2008到现在,好企业从来不缺资金的关注。**记者:**明年的投资策略是什么?
杨锐:一是基于上述理由,看好硬资产,看好黄金;其次,看好资产管理行业。除了传统考量因素之外,最重要的可能在两方面:第一,中国资本市场的继续发展是大趋势,美国是过头了,现在中国资本市场的发展水平还很低;杠杆低,创新少,现在创业板已经推出了,未来还可以期待融资融券、股指期货、国际板,未来要让中国资本市场成为标准意义上的资本市场,还有很长的路要走。

第二,增加消费,需要发展服务业,服务业发展中最重要最核心的亮点就是资产管理行业,未来中国的资产管理行业还面临很大的机会。如果投资者2007理财赚了、2008年亏了,这可能只是第一次接受风险教育,未来将是一个大发展期。还有企业年金、养老金等都可以进入资本市场。再过十年,中国可能会有管理资产规模超过1万亿元的基金管理公司。