

潮平岸阔风正劲，

扬帆起航正当时。

格上再度携手招商证券和招商期货，

于2021年3月20日圆满召开2020年第五届中国证券私募年度论坛暨金樟奖颁奖盛典。

颁奖仪式中格上邀请到4位中国私募基金行业的翘楚齐聚一堂，

带领我们梳理行业脉络，

把握市场先机，

以不同的视角帮助投资者朋友们在不确定的时代里寻找确定的价值。

他们分别是：招商证券首席大类资产投资策略师陈文招、

泓澄投资创始人张弢、

灵均投资董事长蔡枚杰、

启林投资创始人王鸿勇。

近期美国10年期国债收益率持续上行，

导致高估值板块持续受压，

核心资产大幅下挫。

北京泓澄投资创始人张弢先生分享了长期、

中期、

短期三个维度的后市观点。

长期来看，

泓澄投资持续看好中国经济和中国股市。

因为中国是一个特别大的单一市场，

其中能诞生很多卓越的、

具有国际竞争力的企业，

并且整体中国人民对改善生活的追求以及集体主义精神都非常强烈，

因而中国在社会稳定性、

经济增长性、

民族精神上具备很强的竞争力。

中期来看，

从2018年下半年开始，

泓澄投资就提出中国的经济、

股市会进入小繁荣的阶段。

因为2018年金融去杠杆提高了融资效率，

房地产调控措施明显的实现了对房价的控制，

意味着居民对权益资产配置拐点已然到来。

同时政府对民营经济参与主体的呵护越来越明显，

各行各业的政策越来越开放，

北上资金也在持续流入，

机构化趋势将深刻地改变A股方方面面的表现。

最后回到短期的观点，

疫情对于海外经济以及长期消费能力肯定是偏负面的，

全球整体经济恢复的动力不会特别强，

货币政策很难会出现急转弯。

近期市场对流动性的担忧有点反应过度，

从中期框架来看，

目前中国经济仍处于市场化政策指引下的阶段性繁荣期。

以下为泓澄投资张弢先生在格上财富第五届中国证券私募年度论坛暨金樟奖颁奖盛典上的演讲实录：

大家好，

我是北京泓澄投资的张弢，

很高兴能在这里跟各位投资人做关于未来中国经济和股票市场前景的交流。

北京泓澄投资成立于2015年，

六年来虽然市场波动较大，

但泓澄投资在稳健的发展，

目前为止管理规模150亿以上。

我本人是2002年入行的，

然后2005年去了嘉实基金，

从事投资和研究，

2015年公奔私创立了北京泓澄投资。

接下来重点分享对于市场和经济的看法。

金融到底是什么

在谈市场和经济的具体观点之前，

先讲讲金融市场这个话题。

金融到底是什么？金融对人的生活有什么影响？

金融顾名思义就是资金的融通，

它能提高整个经济运行的效率，

能让需要钱的人从富裕的人手里拿到钱，

再进行生产活动、

投资等，

从而使整个社会的效率提高。

金融重要的媒介是货币，

而货币的载体在过去也有很多变化，

从刚开始的贝壳、

金属铸币，

到后来纸币、

包括现在的电子货币，

变化多样。

不同变化下的流通效率和整个运行机制就会稍有不同，

但无论怎么样，

货币对整个经济是否发达起到比较好的推动效果。

以繁荣的宋朝为例，
从占全球GDP的比例去看，
宋朝时期的GDP会占到全球的一半左右，
一个很著名的古画——清明上河图基本能够展现当时宋朝的繁荣。
追溯其原因，
宋朝很早的时候就开始使用煤炭，
包括一些机械驱动的船，
宋朝的官僚体系，
相对来说也是运行效率比较高的。
还有一个很重要的原因，
宋朝开始使用纸币，
他们的金融体系是非常发达的。
王安石变法之后，
国家有一种机制可以贷款给农民用于生产，
然后政府把多余的物资贷给商人。
所以整个宋朝为什么能在全全球这么领先，
或者是GDP占比这么高，
原因是当时金融体系在全全球是非常发达的。
但是货币发行或者金融体系的运行，
也可能会走向极端的一面，

比如说津巴布韦币，

或者宋朝末期的货币超发。

总体来看，

金融体系的运转或者是货币的发行确实能够提高社会效率，

让资金融通，

能够促进社会经济的生产，

这绝对是正面的。

另外，

些许的货币幻觉让大家好像都变得有钱了一点，

能够刺激经济消费冲动，

对经济也是有正面效果的。

但是一旦超发，

会带来负面的后果。

在近代金融体系，

特别是七八十年代布雷顿森林体系瓦解之后，

各国央行发行货币的约束变得越来越少，

或者说动机变得越来越强。

分享金融和货币的概念目的是想告诉大家，

金融提高了经济运行的效率，

同时还实现了财富在时间和空间上的利益再分配。

举一个简单的例子，

过去房价过快上涨，

实现的是城市人的财富增加，

或者说会透支了一些未来几代人的财富。

如果把时间拉长，

看美国从1800年到现在的市场，

只有股票能够战胜货币不断超发带来的通胀或者货币贬值。

在现代化金融体系之中，

货币较长维度的超发这是必然的一个现象，

它会持续存在。

作为普通的投资人来说，

你想你的财富在整个过程之中没有被侵蚀，

其实去投资股市是一个必需的选择。

投资的三个层次：

资产端、

负债端、

心态

再来谈谈投资，

投资这个事情是一个多元和复杂的东西。

现在经常谈到的要去买什么？买核心资产，

还是买一些跟经济不相关的，

稳定性的资产，

还是说要买大金融，

所有这些讨论都是资产端的事情。

实际上想要做到比较好的投资，

它是三个层次的，

除了资产端，

你怎么样经营好负债端也非常重要。

有些负债端会让投资者资产端的动作变形，

泓澄投资特别不建议大家去加杠杆做投资。

因为加杠杆会给投资的可持续性带来压力，

比如一次超预期的下跌，

加杠杆的行为可能会让你的资产归零，

甚至为负数。

投资的第三个层次是什么？是投资者心态的管理。

是否具有好的投资素养或者投资结果，

不光跟深入的研究或者是反思相关，

还跟什么样的心态相关。

这一点跟负债端有点类似，

要规范投资行为，

一些容易影响心态的投资行为会导致比较不好的投资结果，
比如频繁做仓位调整，
加杠杆等。

投资股票的核心是发现优秀的公司，
并且坚持长期

股市内部结构是严重分化的，
长期价值的创造永远只在少数，
要买对公司才能创造价值，
股票投资最重要的事情是做公司价值的判断。

举个例子，
国内的基金经理，
长期10年以上的年化达到20%以上收益率的基金经理是非常稀缺的。

但如果你2004年的时候买了一个中国在香港上市的公司，
它是做社交聊天软件的，
持有到现在，
你的复合收益率大约是50%。

面对这样的公司，
去思考货币政策的变化，
或者是今年紧缩明年放水，
意义都不是特别大。

因此，

投资最核心的是发现优秀的公司，

发现那些优秀的企业家精神。

泓澄投资的目标不是去追求短期收益率的最大化，

而是追求投资股市长期收益的最大化。

这就要求，

以正确的方法论充分的在权益市场上暴露足够多的时间，

才有可能享受到股市最大化的价值。

比如巴菲特的财富积累，

他绝大部分的财富都是他60岁以后积累的，

复利的效果越往后就是这种效应，

如果中间10年不做了，

财富积累就从此中断了。

泓澄投资对后市长期、

中期

以及短期的观点

泓澄投资2015年成立以后，

就遇到了股灾、

英国脱欧、

美国大选、

中美贸易摩擦等，
在当时来看，
这些影响很大，
市场反应强烈，
但是现在去回望的时候，
就发现他们已经不那么重要了，
市场超跌反而带来了布局的机会。
当然，
人对短期的东西总是给予最高的权重或者是情感暴露，
即使经历过2015年、
2016年、
2018年的人，
也依然会高度关注短期因素，
会对市场调整感到恐惧，
这是符合人性的。
但是我们还是要把眼光放得长远一些，
能够穿越市场波动获取稳定收益，
需有中期和长期相对比较稳定的认知。
长期观点：持续看好中国经济和中国股市
第一、

中国是一个特别大的单一大市场。

很多企业在中国市场能长大，

基本上就能在全球成为最大的公司。

因为中国市场足够大，

能够在中国做得很卓越的企业具备了足够强的能力。

前段时间上市的某饮用水的公司，

其创始人阶段性成为中国的首富。

有些人会比较难理解，

卖纯净水两块钱一瓶为什么能创造这么多的财富，

问题关键在于他给全球1/5的人卖水。

有些人会说美国的消费市场好像比中国大，

是因为美国现阶段中产阶级多一些，

但是以后中国一定会是他的两三倍，

中国的市场肯定比美国大。

欧洲虽然感觉欧盟是一个整体，

实际上它是有很多国家通过欧盟的协议联合起来的，

会有很多法律文化各个方面的限制，

很难像中国文化法律各个方面的没有障碍的大市场。

第二、

整体中国人民对改善生活的追求非常强烈，

这是一个偏文化层面的原因。

中国人很勤奋勇敢，

各行各业都看得出来。

吃苦耐劳，

积极向上，

是中华民族的优良传统，

没有什么能够阻挡中国人对美好生活的向往和追求。

第三、

中国的教育做得特别好。

在六七十年代，

中国与印度一样，

文盲的占比达到70%以上，

但是现在中国基本没有文盲，

印度还有50%以上的占比。

中国每年培养的大学生占全球一半，

发表的学术期刊科研论文，

在全球的比例在快速提升，

基本都是第一。

中国的教育已经培养出，

也在继续培养出一大批优秀人才，

而这些优秀人才留在国内的越来越多，

这将是中国人人口红利的新优势。

第四、

中国人集体主义精神比较强。

比如这次疫情，

中国就能管控得好，

带来整个社会的稳定，

因而经济就有竞争力，

能够快速恢复。

在国外可能就很难管控，

经济恢复缓慢。

中期观点：经济、

股市会进入一个小繁荣

从2018年下半年开始，

泓澄投资就在传递经济、

股市会进入小繁荣的观点。

当处于工业化早期和中期的时候，

发展经济需要投入资本，

所以二三十年前看新闻联播听到最多的就是招商引资。

但过了工业化高点，

资本已经不是推动经济增长的最核心因素。

过了工业化高点以后，

去评判经济是否健康需要看经济的活力。

2018年下半年开始，

政府有序颁布了很多改革性的措施，

以及市场化的政策，

从而激发整个市场经济的活力。

第一、

2018年金融去杠杆提高了投融资效率，

房地产调控措施非常明显的实现了对房价的控制。

过高的房价对经济发展是有制约的。

举个简单的例子，

1999年本科南京毕业生，

每个月挣1500元就很满足。

但是那时华为愿意给本科生每月8500元的工资，

把南京最优秀的人才都招走，

这些人能够在深圳过得非常好。

但是现在如果华为再去招本科生，

每个月就算给3万，

也很难招到当年级别的人才。

后来华为从深圳搬到松山湖，
连这样竞争力的公司都需要做成本控制，
足以说明房价上涨给企业和个人带来的压力。
虽然大家感觉财富在增长，
但整体是财富的再分配，
代价是削减了经济整体的竞争力，
之前这也是泓澄在中期的角度比较忧虑的地方。

整个经济的发展还是要靠科技、
靠制造业，
如果靠资产价格上涨，
房价上涨带来的虚幻财富增值是非常危险的，
挤压其他经济体。

2018年的去杠杆以及对房价的控制，
可以视为居民财富分配的转折点，
当房地产的投资收益下降，
居民的投资将向金融资产倾斜，
权益市场则是最为受益的资产。

第二、

政府对于民营经济参与主体的呵护越来越明显，
陆续颁布很多配套的政策，

提高整个经济体的活力和股市支持实体经济的效率。

第三、

各行各业的政策越来越开放。

最典型的其实就是金融，

比如现在已经有外商独资的基金公司，

有外商控股的证券公司。

伴随中国资本市场的开放，

中国的风险溢价在降低，

机构资金正在成为市场最重要的持续增量资金，

第四、

区域性、

改革性的政策也有比较明显的迹象。

比如海南岛自由港的政策。

新冠疫情是一件很不好的事情，

但是这次疫情也展现了中国较好的综合国力、

经济的韧性、

社会稳定性，

这是国家形象，

将对实体经济和资本市场产生深远的影响。

例如，

2000年伴随着中国加入WTO，

中国的经济基本上就进入了快速发展通道。

但客观来说2000年附近有很多国家都加入了WTO，

并不是所有国家都像中国发展的这么好。

其中很重要的原因是，

1997年的亚洲金融危机，

很多国家用货币快速贬值的方法来应对，

导致很多海外投资人的损失很大。

反观中国，

维持8%的汇率不变，

这不仅是道义的问题，

同时一个稳定的汇率，

会增强海外投资人投资的信心。

回过来看这一次疫情，

欧美制造业工厂一直都停工，

中国管控得非常好的，

中国这么大的市场又有这么好的社会环境。

为什么不来中国？而且现在有一个非常好的活广告：特斯拉。

疫情前特斯拉400亿美金市值，

到目前达到8000亿美金市值，

期间超预期的就是特斯拉上海工厂，

特斯拉的股价表现具有很强的示范效应。

所以疫情之后，

未来会看到海外投资中国的小高潮，

无论是实体还是股市层面。

关于北上资金，

台湾有一个公司叫台积电，

差不多6万亿的人民币的总市值，

其中海外投资人持有了90%，

但是所有境外资金持有所有的中国公司总市值加起来可能也就3万多亿，

所以实际上是非常少的。

为什么？一个很重要的原因是以前金融市场不开放，

虽然中国是第二大经济体，

中国的股市也是全球第二大，

但是由于以前是一个相对不开放的金融市场，

资本市场的钱进出不便，

股票经常停牌等原因，

海外投资人就会把中国放在一个不可投的范围之内，

但是伴随着金融的开放，

他就会把中国市场回归正常化对待。

所以为什么这几年北上资金越来越多，

很重要的原因就是这几年金融市场越来越开放了。

短期观点：疫情下整体经济的恢复动力不会特别强，

未来通胀的力度不会很大

疫情期间各国流动性泛滥带来股市繁荣，

而现在由于美国国债持续上涨，

大家担心政策退出导致流动性收紧，

进而引发股市下跌。

首先在长维度看，

股市肯定是长期跑赢其它类型的资产，

权益投资是一个长期必需的方向，

同时权益投资中的主线是对于优秀公司的选择和把握，

这是投资最重要的事情。

因为短期货币政策的变化而去频繁操作，

从长期维度来看是一个不那么有效的工作，

不见得能产生特别大的价值。

海外疫情依旧存在一定不确定性，

居民边际消费倾向在未来一段时间还是相对偏低，

所以海外整体经济恢复的动力不会特别强。

第二点，

历史上几次比较大的通胀，
除了供给层面的原因以外，
很重要的一部分是由于中国的发展，
地产和地方政府平台拉动的整个投资产业链的蓬勃发展，
包括煤炭、
水泥、
钢铁、
有色等。

从这个维度上看，
近些年明显看到这个力量的增速在下降。

第三点，
就算没有需求端的拉动，
大家可能会担心，
当资金的收缩或者是政府放水力度回撤，
对股市、
楼市是有影响的。

泓澄投资认为，
股市的上涨，
本身不是政府回收流动性的触发条件。
如果流动性的释放带来了通胀和房价上涨，

过度通胀和房价上涨带来大家生活福利的下降，

到了后期才有可能带来政府行为的制约，

才可能导致货币政策收紧。

但是，

股市的涨幅不是回收流动性的触发条件，

当前市场对于流动性的担忧有些反应过度。

从中期的框架来看，

目前中国经济处于市场化政策指引下的阶段性繁荣期