



金融界首页 > 财经频道 > 人物-金融人物 > 正文

股票/基金 资讯 股吧

—全部— 代码/简称/拼音

## 对冲基金经理的投资“良”言

2011年01月04日 10:38

来源： 一财网

【字体： 大 中 小】

[网友评论](#)

见过张承良的人都委实很难把他与2009年“全球最牛华人对冲基金经理”这个名头联想到一起。这其实并不奇怪，因为在人们印象中，对冲基金经理似乎长得应该像索罗斯那样，目光犀利，眼神冷漠，在全球市场上横冲直撞，顺便给一些政府带点惨重教训。近期上演的《华尔街金融大鳄》更是强化了对冲基金经理的“冷血”印象。

与张承良接触，你会发现他彻底颠覆了人们对于对冲基金经理那种咄咄逼人的形象，他更像是一位温文而雅的学者，尽管他也会指点江山，但是眼神绝非索罗斯那种霸气；他的态度谦逊，甚至不如香港一些公募基金基金经理那样，傲气得懒得回答一些“非专业”的问题。张也喜欢用手势，但更多用于仔细地跟记者进行讲解，生怕你听不懂，那样子更像是一位学者——事实上，张的第一份工便是中国农业大学的教师，他在1993年从英国诺丁汉大学经济学博士毕业，自上大学起在中外的高等学府里总共度过了13个春秋，具有浓厚的学者背景。

除了彻底颠覆人们对于对冲基金经理那种咄咄逼人的形象之外，张承良也正在用自己的价值投资理念，重塑外界对于对冲基金的认识，让“对冲”这一中性词汇回归它的本来面目。在他看来，只有将巴菲特与索罗斯的风格相结合，才可能长期地创造出优秀的投资回报，对冲基金亦不能例外。

张承良现在的身份是睿智金融资产管理有限公司旗下睿智华海基金的创立人和管理人。从2007年10月1日成立起，截至今年11月30日，这只基金净回报率为正119.6%，同期MSCI中国指数下跌 24.3%，H股指数下跌24.7%，上证综合指数下跌49.2%。在彭博资讯2009年12月28日全球对冲基金绩效排名中，睿智华海基金从全球2333只对冲基金中脱颖而出，以237.2%的惊人年度回报率位居全球第二，同时位居亚太地区第一，张也被香港媒体誉为“华人基金经理第一人”。

这位史上最牛的华人对冲基金经理到底是如何获得成功的？他又是如何看待当下的市场走势？请看以下他与一财网的独家对话。

### 从农民到对冲基金经理

一财网：能否介绍一下你的背景？据说你是从农村走向城市的，我们很好奇，你的老家是什么样的？

张承良：我老家位于湖北省襄樊市（最近经国务院批准改名为襄阳市）老河口市秦集镇余起营村。老河口市是一个县级市，余起营村离县城60多里，可能是老河口市里最偏僻的村庄，和河南省邓州市一个偏远的乡村搭界。我们小时候有时到地里干农活喜欢在一条小沟旁边说“一步跨两省”，因为这条狭窄的通常无水的小沟就是两省的分界线。这边是湖北省我的家乡，那边是河南省，我们的邻居省。

一财网：你当时的理想是什么，是从农村走向城市吗？

张承良：可能说出来大家会发笑，我小时候虽然经常“跨省”，却连进入大城市的梦想都没有。当时小小的愿望只是希望改变自己的农村户口，长大能接父亲的班去他在县城的磷肥厂里当工人。

这个历史现在80后90后的人很难体会，那时（1970年代）中国农村还是集体统一经营制加计划经济，还没有实行联产承包的家庭经营制，大家干活是统一在生产队安排下进行的，每个人要算工分——你偷懒也好，辛苦也好，一天农活干下来最多就是10个工分，它值多少钱呢？在我家所在的生产队里只值两三角钱，这样我母亲辛苦一个月下来挣不到10块钱。大家的生活普遍很贫穷，我印象中当时村民中没有人能买得起手表——而当时吃商品粮的工人一个月可以挣三、四十块钱，还不用天天风吹日晒做农活那么辛苦。

这段历史可能稍有一点年龄的人都能体会，也能理解那种迫切希望摆脱农村的心态。在70年代后期，大批下乡的知识青年希望返回城市，他们的心态正如我当时一样。



- 2010皇冠雅仕颁奖盛典
- 金禧杯贵金属交易大赛
- 白领购房买车全攻略
- 玩转windows7必杀技
- 30岁前挣够500万!
- 及时快速的行情系统

### 焦点新闻

- [财经] 京沪广深等城市延续执行楼市限购令
- [股票] 新能源题材仍是热点 地产股缘何集体冲涨停
- [评论] 叶檀：出来混要还的 曹仁超：鸡蛋里挑骨头
- [基金] 十大基金经理足迹(股) 2011：什么基最给力
- [港股] 券商：恒指目标30000点 新兴产业股成焦点
- [美股] 美股新年开门红 三大股指均创两年来新高
- [商业] 杨钰莹40岁复出有市场？ 如何能30岁成富翁
- [人物] 姚明退役还是被卖[图] 最需证明自己的大佬
- [房产] 地产界最有钱美女老总 德国首家裸体旅馆
- [汽车] 上海车展24款新车首发 -10款重量级中级新车
- [科技] 元旦最受关注手机排行 联想乐Pad周四发布
- [理财] 策划：新封神榜 明星广告谁赚钱最凶[图]
- [外汇] 人民币再创新高利好递减 2011美元前景展望
- [期货] 油脂多头趋势保持不变 白糖仍具有上涨空间
- [期指] 期指首日上漲48点 紧盯热点掘金拐点行情
- [黄金] 2011年金价油价农产品再创新高？ 行情预测
- [保险] 2010保险业五大关键词 史上最强促销(图)
- [银行] 山东齐鲁银行遭遇高额骗贷 股民变身银民
- [债券] 谨慎看好一季度债市 将继续购买西班牙国债
- [私募] 2010年十大私募基金经理 阳光私募业绩排名
- [信托] 中融净资产难达标 经纬纺机一年砸钱近15亿
- [商旅] 喀麦隆：儿子要娶妈 街拍：精致的日本女人
- [读书] 一个操盘手的自白 图：奇女子三毛珍贵照片
- [消费] 男人吃蔬菜的误区 巩俐领衔女郎斗衣品
- [生活] 2011哪个星座要破财 图：张一山幼年私照

### 24小时热点点击排行榜

### 48小时新闻评论排行榜

- 一行三会年度会议陆续召开 今年信贷增长目标或下
- 新华社：震荡和结构性或成2011年A股最显著特征
- 亚太股市2011年首日开门红 恒指走高涨超400点
- 中国核能技术获突破 铀资源延寿3000年
- 2011年元旦节假日期间重要财经新闻回顾
- 中投二号拟重组央企稀土业务 资产规模或超百亿
- 曹仁超新年放言：A股牛市可维持到2012年下半年
- 核电站燃料利用率提升60倍需过工业化和批量化这
- 2010年年报预披露时间表公布 4月30日前披露完毕
- 聚焦2011股市投资：货币政策咋演变 如何能让财富

幸运的是，中国在结束文革之后，开始恢复了高考并且后来实行改革开放，恢复高考给当时的中国人很大的希望，大家知道今后可以靠本事吃饭了——很简单，只要你用功读书，考上大学，就可能改变自己的命运，而不用一辈子被拴在土地上或是靠父母的退休来为自己谋职。

这时我也重新厘定了自己的目标，一心一意考上大学或中专。经过一番努力，我在1980年考上华中农业大学农业经济系，当时的梦想已经不再是当工人了，而是希望毕业后分配当国家干部或进入科研机构或大学从事学术研究。

一财网：那能否简要介绍一下，你是怎么从象牙塔走上投资经理这条阳光大道的？

张承良：大学毕业前，当时的中国已逐步开始出现“出国热”，我们实际上普遍想考研究生，尤其想考出国研究生。为了出国，我报考了南京农业大学农业经济系，原因是这个系有四个出国研究生的名额。但那里报考出国研究生的竞争太激烈了，我没有获得出国名额而是被录取为国内硕士研究生。1987年硕士毕业后我被分配到北京农业工程大学（这所大学后来与北京农业大学合并改名为中国农业大学）任教。任教期间经学校选拔获得了一个中英合作的奖学金去英国留学的机会，于1989年赴英国诺丁汉大学攻读经济学博士学位。

在英读博期间，经朋友介绍，我获得了一个在伦敦霸菱证券公司做兼职分析员的机会，主要是做证券数据的收集和统计分析，尽管是兼职，但那是我初次开始接触证券和投资界，对投资界人士的高收入很羡慕，希望毕业后能有机会进入到投资界工作。

留英和在霸菱证券公司做兼职分析员的经历让我在投资界找工作时派上了大用场。我博士毕业前，广东省一个代表团来英国招聘，其中一个工作是其驻港企业打算筹备一只直接投资基金（广东发展基金）在伦敦上市，希望招聘人手参与此筹备工作。我递交了申请材料，他们觉得我有英国留学背景，加上在证券公司做过兼职，就邀请我1992年来香港面试，结果一举过关，就这样，我于1993年来港开始全职进入投资领域。

我当时在广东发展基金的管理公司里担任投资经理，主要做的是直接投资（或称私募股权投资或PE投资），但广东发展基金（规模约1亿美元）允许不超过10%的资金可用于在二级市场上投资中国概念股，当时我的老板通过我的交流中感觉我做股票还有点天分，便安排我在他把关的情况下兼管操盘，规模约有500万美元，结果取得了不俗的回报。

一财网：那后来你是如何进入对冲基金领域的？

张承良：2001年，我转工到香港**中国银行**（[行情](#)，[资讯](#)，[评论](#)）集团旗下继续做PE投资，但同时也兼管公司的二级市场的部分股票投资。

来港工作后，香港金融圈里有不少中国大陆留学生背景人士的聚会，我通过这样的聚会和工作关系认识了不少圈内人士，其中也结识了著名人士胡野碧先生。胡先生是最早一批来港工作的具有大陆背景的曾留学海外的“开荒牛”，在香港投资银行界享有“B股之王”的美誉，并创立了一家以中国留学生背景人士为骨干的投资银行（博大资本国际）。后来胡先生打算开拓资产管理业务，因知道我在股票投资方面有经验，邀请我以合伙人的身份加盟博大资产管理有限公司，我考虑这个更符合自己的口味，就于2004年加入博大了。这家公司不久入股博大启元资产管理有限公司，我担任其投资总监。

但后来，胡野碧的博大公司遭遇“政变”，我跟着他2006年从博大启元退出并参与创立了睿智金融集团，接着在2007年10月1日创立了睿智华海基金，这是一家在开曼注册的长短仓型对冲基金，主要是因为我们看好中国的增长，所以我们以中国概念的股票投资为主。我担任睿智华海基金的基金经理。

### 金融海啸后脱颖而出

一财网：能否简要介绍一下你所管理的这个基金？它属于什么类别的对冲基金，主要投资风格是什么？它取得的业绩如何？

张承良：我们睿智华海基金目前规模约为3200万美元（约2.5亿港元），属于对冲基金，客户主要面向高资产净值个人和机构投资者，如fund of funds（基金之基金）。从认购标准来说，我们门槛投资金额为10万美元。从投资风格来说，我们属于Long/Short Equity（长短仓股票策略）型。

我们基金的主要投资目标是通过投资于在海外上市的中国公司的证券，为投资者寻求长期的高回报。基金可以投资在香港上市的H股、红筹股、在上海和深圳上市的B股、在纽约上市的N股以及在新加坡上市的S股，但是基金经理也会酌情考虑投资于其它证券市场。目前以投资在香港上市的中资股为主。



中信银行 CHINA CITIC BANK

中信银行 蝉联

中信银行 蝉联 “年度最佳综合金融服务”

史上最权威的购车资讯  
中国商业领袖高端阅读  
继续关注晋级股民高手！

把握每一次新股机会  
用鼠标点开的财富生活  
开放式基金净值排行榜

### 特别推荐



四位谋女郎斗衣品



这些饮食最易致癌

刚才说了,睿智华海基金发起于2007年10月,当时正是股市最高峰,可以说有点生不逢时,不过令我挺自豪的是,虽然同样经历了金融海啸的冲击,但是我们一直跑赢大市。截止2010年11月30日,基金的每股资产净值为2.19591美元,比2007年10月1日(基金发起日)的每股1美元(相当于“原始股”)增值119.59%。在2010年头11个月,基金以17.48%的回报率明显跑赢了参照指数(MSCI中国指数同期的回报率为3.22%)。就基金发起日起至今年11月底,更是大幅跑赢了MSCI中国指数,跑赢幅度达到143.93%,跑赢H股指数的幅度为144.27%,跑赢上海综合指数的幅度至168.80%。睿智华海基金自发起以来的3年加2个月期间的年度化回报率为28.2%,相比之下,同期MSCI中国指数年度化回报率为-8.4%,H股指数年度化回报率为-8.6%,上海综合指数年度化回报率为-19.2%,睿智华海基金年度化回报率的跑赢幅度(业界术语称之为阿尔法)约为36%至47%。在睿智金融,我们把自己总结的“价值投资+催化剂驱动”的选股投资理念与对冲基金的操盘策略进行结合,最终创造出了接近30%的年度化回报率(考虑到期间发生的金融海啸导致大盘的负回报,这个回报已经相当可观)。

一财网:你觉得是哪些因素让你们在金融海啸后短短一两年内取得这么高的回报?

张承良:我们和一般基金的通常做法有所不同,我们在金融海啸时做对了两件事。第一件是在金融海啸爆发后,我在2008年10月3日作出预测,称香港股市正在见底或即将见底,我们大胆地入市,在市场接近最低位时重仓出击。你知道,有的基金在当时是选择持有现金的,如果当时持有太多现金,我敢说它很容易会在后期跑输大市。当然,现在回头来客观地说,2008年10月3日并非市场底部,随后市场还跌了很多,不过已经和我们的判断相差不多,因为我们投资周期较长,所以我们基本上的判断还是对的。

第二件事是我们选中了一些大牛股,而且是重仓持有。当时我们最看好的股票占资产的权重达到了12%,前三位股票合计权重高达30%以上,这虽然不违反我们规定的、单个股票的权重不能超过20%的要求,但是相对一些基金一般要求单个股票不超过5%的权重要求来说,我们已经是相当进取的。

一财网:能否解释一下你在2008-2009年大家恐慌的时候仍然敢大量出击的理由是什么?

张承良:我们知道,雷曼兄弟倒闭是在2008年9月,随后市场大跌,但在2008年10月3日,我给股东们写了一封信,认为当时市况已经出现一些积极的信号。为什么这么说呢?我当时列出三大理由:市场估值偏低、政府干预信号出现以及“聪明”投资者(Smart Investor)开始入市。

从估值来说,当时H股指数的P/E(市盈率)跌至只有10倍,而我们的投资组合则更低,只有5倍左右。有历史数据研究表明,偏低估值的股票倾向于在未来一定的时间内有较大可能性出现较高幅度的回报。当时香港的证券周刊《经济一周》2008年9月27日中一个关于“恒指不同市盈率的获利潜力与机会分布”的图表显示,当恒生指数市盈率10倍以下时,之后一年平均回报率为38.25%,之后一年获得正回报的机会率为82.5%;之后三年平均回报率为136.92%,之后三年获得正回报的机会率为100.00%。

从政府干预来看,大家都还记得,多国政府当时均出台了一些救市的措施或是发出干预股市的言论。我当时就判断,各国政府希望改变“卖方强势”的状态,使市场恢复均衡;更重要的是,很多政府当时开始出手通过修改“游戏规则”等手段干预市场,为帮助买方而打压卖方势力,这是很罕见的行为——在市场本身的投资价值已经极具吸引力的时候,政府让你买,如果你不买,真的是错过好时机了,这时应该听政府的话加入买方行列——如果是市场处于估值过高的时候,政府让你买,你不一定要听政府的。

最后从一些大户的行为来看,这些在市场底部吸纳或买入的投资者是smart investor(精明投资者),主要是一些自然人大股东或大机构(类似于国内说的产业股东或实业股东)。在当时,他们买得很凶。我们从当时(2008年10月3日)香港《经济日报》披露的大股东增持减持表粗略统计了一下,发现当时大股东买入或是增持的名单长度大约是减持的三倍,再细看会发现,减持者清一色全是基金,而增持者中大约80%是自然人股东,只有约20%是基金。

一财网:你怎么判断上述信号?特别是自然人,他们增持可能是为了给公众一个信号,他们仍然看好自己的公司?

张承良:从减持者的身份来看,我判断它们主要是迫于基金赎回压力才这么做,很可能是基金的缺乏投资经验的散户投资者因恐慌而赎回,事实上很多基金当时都知道要买入股票才对。

另一方面,大量自然人股东像李嘉诚或是香港郭氏富豪家族,他们是属于有经验的投资者,你或许可以说他们是为了让外界增强信心,但是也要看到,他们对公司的价值或是业务比外界更了解,他们知道自己的现金应该在那个时候大量转换为公司的股份——这种现象也通常发生在市

场底部，财富从“愚蠢的”投资者向“精明的”投资者转移。

### 独特的选股哲学

一财网：刚才你说让你们业绩暴增的原因之一是选股正确，你的选股哲学是什么？

张承良：我把价值投资法和自己总结的一套股价驱动机制相结合，找出同时符合两者条件的股票。

从价值投资来看，我们使用的主要是P/E（市盈率），P/B（市净率）、PEG（市盈率与盈利增长率的比值），以及Yield（股息收益率）四个主要指标，有时也辅助使用其它估值指标（如我以前做PE投资时经常使用的内部收益率IRR或经现金流折现的净现值）。四个主要指标的前三者一般来说当然是越低越好，说明该股票可能被低估，未来的上升空间可能较大，最后一个指标则是越高越好。不过光看价值投资指标还不够，因为你不知道这个被低估的股票何时会上扬，搞不好它会持续被低估。在价值判断之外，我还加入另一套的股价驱动机制来判断。这一套机制考虑的因素有很多，比如公司及其所处行业的增长周期、整个宏观经济的增长周期、人民币的升值预期、股东及管理层的管理能力、券商和媒体关注程度、内部人士买卖情况、是否有购并或是重组概念以及是否在未来有可能进入上海的国际板等等。

在我们的备选股中，只有同时符合了上述两大要求的才会被入选。举例来说，我们投资的京信通信（[行情](#)，[资讯](#)，[评论](#)）（2342.HK）就是这么选上的。在我们几次买进的时候，首先它的投资价值具有吸引力，因为其P/E只有4至12倍，而EPS（每股盈利）增长高达50%，P/B也仅在0.5至1.5倍；其次其股价向上驱升的诱因众多：包括中国发放3G牌照，它的业务将有利于形成爆发性的增长；[中国电信](#)（[行情](#)，[资讯](#)，[评论](#)）设备商整体在全球的竞争力上升，有利于投资者提高投资该股的信心；媒体对3G和京信通信的关注度持续上升；以及内部人士（例如董事长）的增持等等。

我们曾在它2.34港元、0.81港元、1.14港元以及0.75港元时都大量买入过，主要在4.71港元（经同口径除权调整）的价格上卖出，获利丰（[行情](#)，[资讯](#)，[评论](#)）厚，回报率高达101%至528%。

一财网：但是好象该股后来升到8港元左右，你有没有觉得卖早了？你通常在什么情况下会卖出持有的股份呢？

张承良：坦率地说，若从单个股票的角度孤立地看，是有点觉得卖早了，因为若不卖而继续持有京信通信，目前股价8.60港元，比当时的5.70港元卖出价（经同口径除权调整）约上升50%。但从投资组合的角度综合地看，当时的卖出仍然是对的，因为我们把卖出该股获得的资金主要换马投入到神州数码（[行情](#)，[资讯](#)，[评论](#)）（861.HK）上，当时买进价格在6港元/股左右，目前价格约14.7港元/股，股价上升约145%，比继续持有京信通信的增值幅度更大，投资组合因此换马而获得更多的增值。

通常我们卖股也是根据我刚才说的价值投资法则和股价驱动诱因的总合分析，我们卖出的情形大体上有三种：一是当持有的股票价格上升幅度较大，令它的P/E或是P/B等投资价值指标显示价格高估时；二是虽然价格并不一定出现高估（即价格大体合理或甚至低估），但发现有其它股票价格更加低估并且股价上升的诱因更多，这时可以换马，因为后者按道理应该跑的更快（即跑赢前者），前面讲的从京信通信换马到神州数码就是此种情形；三是当持股基本因素发生恶化，股价向上驱升的诱因消失或减少，反而股价向下的驱动因素增多时，这时即使亏钱，也要果断卖出了，否则会亏得更多。在实战中，我们还可能要视情而定考虑一个适当的提前量，以避免我们抛售给该股的市场价格带来一些不利的影响。

一财网：你介绍的这种投资更偏像价值投资，似乎与外界理解的对冲基金不一样，能否解释一下你们是怎么进行对冲操作的？

张承良：其实我是巴菲特价值投资的追随者，在我的投资哲学中，巴菲特的价值投资占了投资决策的大约60%的权重，虽然我们是对冲基金，但是我们是长仓主导的。当然，我们也会考虑催化剂因素或投机因素，也就是说，我们也学索罗斯，索罗斯式的风格也会大约占40%左右的投资决策比重。

我们会做对冲操作，但是主要不是抛空正股然后在低位时买入——对我们这种小型对冲基金来说，借正股抛空在操作上不太容易或成本较高——我们更多的是通过以下三种短仓情形做对冲（对冲投资组合中的长仓）：

- （1）卖出[期指](#)（index futures），如卖出国企指数[期货](#)或恒生指数[期货](#)。
- （2）卖出Call Option（认购期权，或称看涨期权）。为了降低风险，我们通常采用的是有

备兑性质的如卖出Covered Call（即有正股备兑的认购期权），我们选择性卖出某些在香港联交所所有买卖交易并且我们持有正股的认购期权而收取期权金，只要该股不在到期日之前牛气冲天大幅度上升至远超过行使价和期权金两者之和，我们的这种操作就可以额外获利。

举例来说，我们曾经卖出中国联通（行情，资讯，评论）（00762.HK）的备兑认购期权（因为我们持有正股），当时我们判断是当时市场的波动性、该正股的波动性以及股价的上升空间等对我们卖出Call Option相当有利。我们卖出的认购期权的行使价为13港元，收取每股期权金0.53港元，期限为两个月。

我们当时分析：如果到期时，该股没有升到13港元，我们可以每股赚0.53港元期权金，这种情况下，期权买家不会行使其买权，因他可以在市场上以低于13元的更便宜价格买入中国联通；一般情况下，只有到期时该股超过13港元，投资者才会行使其认购权利，那我们也不担心，因为我们的持股成本只有10.3港元左右，所以即使股价上升超过13，我们用13元卖出仍然会获利。实际结果是：到期时中国联通正股收市价为11.5港元，所以认购期权没有被其买家行使，我们额外地赚取了这0.53元期权金（因交易成本很小，假定为零），让我们在两个月内额外获利超过5%，从年化收益率来说，可以达到30%。

（3）买入看跌期权（或称认沽期权）。不过由于买入看跌期权需要付出期权金，所以我们在操作上更加谨慎。

### 中国未来十年仍具投资价值

一财网：接下来想请教一下你怎么看未来的投资市场。经历金融危机之后，全球各个较发达经济体的地位正在重新洗牌中，而这些经济体的剧变未止，例如美国次按问题并未根本解决，欧洲主权债务危机也没有彻底平息，第二大经济体日本债务问题开始浮出水面，而加拿大及澳大利亚近年来频频发债以维持货币的强势，这些均是投资市场悬而未决的问题，这些对你的对冲基金有何影响，你的对应策略是什么？

张博士：首先取决于你怎么看待大的形势，不同的判断有不同的策略。我的看法是，欧美日发达市场确实有不少问题并且问题解决需要一个过程，不是短期能解决的，有可能比如一段时间后另一个问题变为主要矛盾受到关注，而目前的问题不再受到关注。

相对来说，新兴市场虽然有通胀等问题，但因为问题较少，中国等新兴市场比欧美情况好很多。目前人民币被低估了，中国GDP增长比较高，企业盈利增长比较快，在这种大背景下的中国概念股，尤其是在香港上市用港币或在美国上市用美元标价的股票，相对人民币标价的A股而言，其内在投资价值更大。因为在股价不变的情况下将人民币派的息换成港币或美元，股息收益率就会提高，投资价值从而也会提高。

从此角度讲，尽管中国有很多问题，但我更看好用美元和港币标价的海外中国概念股，尤其是香港的中资股。从大形势来看，我的策略是偏重长仓。

目前，香港中国概念股票估值（Stock valuation）指标仍然吸引，像H股的市盈率不到13倍，股息收益率高达约2.2%，而两年期美国国债的收益率只有0.7%左右，3年期1.1%，5年期2.1%，因此从投资价值来说，股票相对于债券更吸引人。今后美国的债券资金有可能更多地退出债市去进入股票市场，进一步进入新兴的股票市场，其中中国和印度会是更大的受益者，预期中国境外的中国股票将受到更多增持，因此我觉得以长仓为主的长期回报应该更好。

一财网：2010年年末时，不少国际投行报告称，美欧是经济低迷，但是全球的新兴市场却出现通胀攀升势头，你觉得在这种情况下，新兴市场特别是中国，是黄金机遇，还是一个泡沫破灭前的狂欢？

张博士：市场信心肯定会一定程度上受到通胀和银根紧缩的负面影响。最近A股和H股的下调是其负面影响的反映。但我认为对H股已经差不多充分反映，下一步反弹回升的内在可能性更大，因为美国QE2推出后，人民币升值压力加大，在中国进一步紧缩银根的情况下，人民币升值的压力更大（因为人民币供应相对减少），可以看到，最近人民币对美元升值又在走强。因为港股是以港币标价，而港币与美元是挂钩的固定汇率，人民币升值从某种程度上抵消了通胀及银根紧缩对H股带来的负面影响。另外控制通胀并不意味着盈利肯定负增长，只是控制通胀（主要通过调高准备金率和加息）后盈利增长势头一般会减缓，但有利于盈利的可持续增长。企业盈利的可持续增长有可能形成推动股价向上运行的主要动力。

一方面人民币升值是拉动港股（包括H股）股市上扬的因素，另一方面银根紧缩本身会在一定程度上抑制GDP和企业盈利的增长速度从而推动一个股市向下的因素，但权衡之后总体上我认为，H股上扬的可能性更大，因为支持H股上扬的因素还多一个国际上的低利率和宽松货币环境。

一财网：所以你不认为现在是一个泡沫破灭前的狂欢？

张博士：对，现在H股市盈率还是13倍以下，如果变成23倍就可能没有泡沫，这主要是股票市场估值决定的，历史上香港股市泡沫破灭往往发生在市盈率20倍以上，而不是15倍以下。在当前世界新形势下，从中长期大的画面看，我更倾向认为新兴市场（包括中国股市和港股）不仅不是泡沫破灭前的狂欢，而是面临黄金机遇。目前世界的大画面是：东方高增长（经济高增长和盈利高增长，东方泛指新兴市场），西方低利率（西方泛指美欧日），资金从西向东流动是大势所趋。

一财网：在新兴市场方面，中国、印度、巴西、俄罗斯各有哪些问题与发展机会？你比较认可哪个市场？

张博士：从中长线的股票潜在回报率看，我认为印度比中国更好。因为印度的人口更年轻，其人均GDP大概1000多美金比中国的近4000美金更便宜。但是，我们对印度的情况不熟悉，我们的强项还是在中国市场，不能因为你更看好印度，就进去投资。在未来5-10年内，新兴市场中除了印度，我认为中国的表现应该最好。我们的研究显示，目前中国的人均GDP增长势头很像日本1970年代，粗略地说，中国2010年大体上有点像日本1975年，日本股市1975-1989年因国际竞争力的提升导致日元升值从而出现了大牛市（尤其是1980年代），现在中国也主要是因为国际竞争力的显著提高（看看中国外汇储备的规模和中国通讯设备制造和高铁技术在国际上的竞争力）引起美国等国家对中国施压要求人民币升值，我们认为中国未来出现类似于日本上世纪那次10多年大牛市的可能性很大。

俄罗斯的情况比较像欧洲，曾经兴盛辉煌过，但在新的情况下不如其它新兴市场有生机，而且人口更老化。另外，俄罗斯石油资源多，但大部分出口到欧洲，如果受到欧美经济中低增长的拖累，很难再现2007年的牛市，因此其股票市场不会像前两年受惠程度那么高。巴西的情况会比俄罗斯好，因为人口结构更年轻；但不如印度和中国，因为巴西的人均GDP较高，约8000美元，制造业的竞争力不如中国和印度，虽然其资源和大宗商品占优势，但因这一轮美欧日经济增长很缓慢，资源和大宗商品的受惠程度不如金融海啸之前那一轮。

一财网：在中国及东南亚市场方面，在大陆、香港、台湾、澳门之中你最看好哪个市场？

张博士：从实体经济上看，当然更看好中国大陆市场，因为大陆的劳动成本相对港澳台更低，并且在互联网时代劳动生产率提高更快。但在股市方面，相对于A、B股，我目前更看好H股和蓝筹股。因为通过股票指数去衡量某个市场的股票价值，我发现H股还是便宜的。操作上，如果某个地区升得很快很高，则不排除另一个被相对低估的市场会更为吸引投资者的目光，做出在地区或板块之间调整。

像台湾，我们在某个特殊阶段会去做波段操作，做大市的趋势。但涉及到个股选择，就要看是否了解那个市场的上市公司，因此除非有特殊原因，我们一般不会去台湾投资个股，如果要投就投台股的期指或ETF之类。比如上次台湾马英九大选时，我们分析台湾股市会上扬，因此买入在新加坡上市交易的台股股指期货，这样既不受台股QFII额度的影响，又能享受台股大盘上升的利益。因为看对了，我们那次的台股股指期货交易产生了很好的回报。

一财网：目前你看好H股的一大原因是从价值投资来看H股比A股便宜是吗？

张博士：是的。彭博信息显示，目前H股市盈率约12.4倍，沪深300指数市盈率约17.6倍。除估值因素外，目前和近期的资金流动性也应该更有利于港股，因为港元和美元挂钩而美国维持货币宽松和低利率政策。但对于个股来说，比如多数银行股和保险股，目前H股反而比A股要贵。所以要不断监测市场，如果发现重大变化，不排除从地域投资上做出调整。

一财网：虽然香港不少国际投行唱好中国及新兴市场，但其实新兴市场所占海外基金的权重仍然偏低，据了解，很多国家的主权基金或是大型基金投资的仍然是美国市场，你觉得应该如何理解这种现象？

张博士：这种现象是有其一定的内在合理性。首先，主权基金一般几千亿美元以上，规模比较大，而美国市场容量大，因此流动性强；另外，与美国的基本情况相比，欧洲情况更糟糕，所以投资美国相对合理，这也是符合我的价值投资理念的，我们目前就有短欧元长美元的外汇方面的持仓。此外，日本的情况也没有美国好。美、日、欧三个“烂苹果”相比，美国最好，日本第二，欧洲垫底。欧洲国家现在问题不少，例如他们时常爆发游行，总体上产品技术又没有美、日先进，出口也比不上美、日，除了德国一家出口增长仍然算较好外，其它都不太行。现在欧洲各国本身不太愿意“勒紧裤腰带”过“苦”日子，只能指望时间和欧元贬值来逐步解决问题，或许要等到欧洲各国本身意识到应该节俭、创造更多财富、更多出口时才能解决问题。

随着时间推移，更多的人会意识到和面对世界新形势，更大程度上做出资金的重新配置，

更多的资金（包括很多国家的主权基金或是大型基金）从西向东流动，新兴市场在全球的比重会进一步提高，这是一个过程。

一财网：很多机构投资者会根据美国的情况来做决策，比如美联储加息会引起很多资金流向美国，这会对你的对冲基金产生什么样的影响？

张博士：如果美国加息，国际资本市场流向美国，但不排除资金一方面向美国流，但同时朝中国内地市场和香港市场流得更快。

对于美国加息，我们实际需要考虑的不仅仅是一种假设情形，而且需要考虑不同的市场估值情况，我们基金的配置取决于股票估值和市场对于人民币升值幅度的判断。比如，大家相信美国加息会令资本向其汇聚，但另一方面，如果中国的劳动生产率提升更快，人民币被低估的程度可能更厉害，这时你就需要进一步权衡比较。

在评价一个币值的价值不仅看现在升值的幅度，还要看劳动生产率，另外还要看政府的信号，如果大家认为人民币被低估，而且政府可能放宽人民币升幅，不排除资金除向美国流动之外，还流向中国市场。

最后，作为投资中国概念的对冲基金，我们对中国情况更熟悉，对美国市场不是专家，如果盲目去投资美国，反而情况可能会糟糕。

一财网：如果真的发现资金从中国流走，你会不会做抛空或对冲的策略？

张博士：有可能。即使没有出现这种情况，平时我们也会不断适时地调整投资组合，比如从投资较贵的股票转向较便宜的股票或预期未来上升更快的股票。所以，如果出现资金流出市场的话，如果我们能从便宜的股票换到更便宜的股票，不做沽空也可以，不过也不排除股市出现大的变化时，会做一些短仓或增加对冲的比重，这个需要当事情发生时做出具体判断和行动。

一财网：应该如何看近期中国A股市场的发展与香港H股的走向？未来3-10年呢？

张博士：大的趋势应该是向上的，因为刚才谈到人民币总体上是被低估，而中国的GDP增长是比较快的，企业的盈利是比较好的，目前股市价格总体也谈不上高估，A股也算是合理估值，而H股是被低估，所以A股和H股会上扬。

但是A股和H股最大的区别是一个用人民币标价，一个用港币标价，H股外部流动性较好，加上美国QE2刚推出，有促进作用，而国内却有紧缩趋势，所以在这种情况下，单从流通性的因素看，H股，海外中国概念股近期表现将好过A股的可能性较大。

未来3-10年，中国股票可能要出现类似日本70年代末80年代出现的牛市的情况，这种概率很高。从中国2010年11月公布的外贸顺差看，当月有260多亿美元，而人民币又可能进一步升值，世界上很多国家认为人民币是低估的。

随着华为等跻身世界500强的公司越来越多以及中国在国际上竞争力的越来越强，因此会有更多国际投资者相信人民币被低估。如果中国不想让人民币升值那么快，那么中国企业盈利就应该不错，这会从PE或ROE方面推动中国概念股走高；如果让人民币升值速度较快的话，在升值到位之前，外界购买中国资产的动力更强，这会从流动性方面推动中国股票走强。因此，无论是A股、H股还是红筹股，中长线我都十分看好，但近期H股更好。

#### 点评投资热点

一财网：从你对中国的看好来看，人民币升值因素是个重要催化剂因素，你认为这个趋势会保持多久？给哪些行业与公司带来投资机会？

张博士：大体来说，比较日本，韩国，台湾在上世纪80、90年代的升值幅度，人民币在10年内对美元的汇率有可能升100%以上。就像2010年我接受彭博电视采访时曾说过，人民币内在价值应该是4块钱等于1美元，如果按这个推理，从6块多升到4块要升50%。当年的日本，日元最高升了300%-400%，人民币即使打一半折扣，对美元升值翻一番，中国人均GDP从现在的不到4000美金也才大约升到8000美金，从中国现在企业国际竞争力来看不是不可能。

美国现在人均GDP约为4万左右，虽然我也认同中美有差距，但10多倍的差距太大了，我认为收窄一半差距至5倍左右应该比较合理。所以按现在情况计算，美元对人民币内在合理汇率应该在1:4左右。

当然，大家也可能会觉得这是天方夜谭，但从以上粗略的匡算来看，随着时间推移也不是没有可能。2010年大家看澳元已经高过美元了，这在以前谁能想得到呢？

具体到投资机会，我想如果人民币升值，像神州数码（00861.HK）这样的从国外进口产品，

在中国售卖的公司受惠较多, 而劳动力密集型出口型企业要受损, 如纺织, 玩具业。此外, 我也同意房地产, 银行, 保险等和人民币资产较多的行业也会受惠的说法。具体来说, 二, 三线城市的房地产由于以前价格涨幅不大, 现在受惠会比一线城市更多。

一财网: 除了受惠人民币的概念, 最近业界还比较关注新能源, 特别是十二·五规划多次提及该行业, 你对新能源企业应该怎么看? 有哪些公司你比较看好?

张博士: 新能源行业有利于中国降低污染, 减少石油等传统能源的消耗和对外依赖, 有很大的社会效益, 政府政策支持力度很大, 一旦有新的技术突破, 经济效益也会有很大提高, 这些行业股票上升的空间会很大。尽管具体的子行业在人民币升值时受惠不明显, 但如果技术经过革新引起出口额增加和国内销售的大幅度增加, 盈利也会大幅度增长, 因此可能是个好投资标的地的选择。

新能源整个行业是上扬情况, 是适合于重点配置的行业。另外再选择一些估值比较具有吸引力的股票进行配合, 长线的配置效果就可能更好, 比如我们现在比较关注[创益太阳能 \(行情, 资讯, 评论\)](#) (2468.HK)、[天能动力 \(819.HK\)](#)、[超威动力 \(行情, 资讯, 评论\)](#) (951.HK) 等。相对其它行业, 我们在新能源方面配置也不少。

一财网: 一般来讲, 业界认为新能源行业在投资组合中的权重应该多少比较合适?

张博士: 从2010年的五中全会公布内容来看, 新能源在整个中国GDP的比重应该要达到8%, 按这个比例来看, 配制8%即可, 但考虑到未来的发展前景较好, 加上目前在香港的估值不贵, 我们现在配置的比例是10%-20%, 属于超配。

一财网: 你觉得新能源的合理估值应该是在多少?

张博士: 个人觉得, 大体来讲新能源行业在现有环境下每年营业额增长20%-30%问题不大, 那么盈利可能会超比例增长, 可能是30-50%。如果低估一点, 对折后市盈率如果是15至25倍左右是合理的。现在香港很多新能源股的市盈率是15倍以下, 所以现在买进是划算的, 这也是我愿意多买的原因。

如果有的股票现在已经超过20倍的市盈率, 一般来说这时买进就不太划算了, 比如巴菲特买的[比亚迪 \(行情, 资讯, 评论\)](#), 它现在仍有20多倍的市盈率和近10倍的市净率, 我们有“恐高症”不敢碰, 因为高PE和高PB股票要有高增长支持, 一旦高增长未兑现, 股价就可能出现显著调整。不过, 这不是说巴菲特看错了, 因为巴菲特是在比较低价的时候买进的, 这样的选择也是正确的, 我并不认同之前有媒体报道所说“巴菲特都看错了”。

一财网: 你曾经在金融海啸期间靠电信类股份胜出, 现在中国的电信政策会令3G市场进一步扩大吗? 会给哪些公司带来机会?

张博士: 相对来说, 还是电信设备制造商如[中兴通讯 \(行情, 资讯, 评论\)](#)、[京信通信](#)、[中国无线 \(行情, 资讯, 评论\)](#) 等总体上都是受惠的, 因为要做3G投资都会买他们的设备。但他们之间会存在竞争, 所以短期内可能会影响投资效益, 另外盈利基数也较高了, 今后盈利增长可能没有2009年那么高。虽然有的企业前景不错, 但是股票比较贵, 这样股票回报有可能就没那么大, 如果能找到股票价格不太贵且前景较好的更好。

一财网: 你现在有电信设备制造商的股票吗?

张博士: 几乎没有了。不过市场变化很大, 我们会依据我们的股票估值和股价变动诱因投资理念不断地监测市场。

一财网: 你觉得除了买股票, 在香港买房地产这种另类投资是否合适?

张博士: 香港房地产有一个自住功能, 但从投资角度, 现在不是很好的时机。因为现在的利率接近最低点, 因此下一步加息的机会较大, 到时房价就有下跌的趋势, 在目前基础上再出现大升急升的可能性不大, 但这也不是绝对的, 要辩证来判断。鉴于香港楼市短期供应还是有限的, 再加上总体经济向好, 全球资金从西向东流动香港也会受惠, 香港楼市也可能出现平稳或缓升的情形。

一财网: 过去内地移民可以投资香港房地产, 因此对香港地产有一定支持作用, 但现在这些人受到限制, 地产已经不再列为投资项目, 只能买卖股票。在这种情况下, 你觉得对于内地的投资移民来说, 他们应该买何种股票或基金较好?

张博士: 对于内地的投资移民, 他们相对属于富裕人士, 我建议他们买对冲基金。毕竟互惠基金的回报相对较低, 对冲基金回报较高; 并且建议侧重买中国概念的对冲基金, 因为中国概念股会更多地受惠人民币升值。当然, 如果他们想把这个投资算在投资移民额度之中, 那么他们可

以考虑买合适的互惠基金，因为目前对冲基金一般都没有被香港特区政府列入投资移民额度的投资类别。无论是哪种基金，选择一个专业的好的基金经理比较重要。

### 基金经理的素质

一财网：刚才你提及选择专业的基金经理比较重要，那么能否谈谈，在你看来，对冲基金经理应该具备怎样的素质？

张承良：从大的方面说，无论是对冲基金还是互惠基金，大同小异。我自己觉得基金经理的素质，可以侧重从三方面看，一个是知识结构，一个是经历，一个是性格特征。

知识结构方面看，相对来说，学经济金融出身的可能更好点，总体来说，距离财经专业领域比较远的，比如一直学考古的，他要成为好的基金经理的概率不大，这是一个知识结构的问题，这主要是相对来说，这行业要求你对经济金融变化反应的比较快，能够把握这些内在因素的逻辑关系。一般来说，学经济、金融、会计、金融工程的会好一些，业界多数都是这些专业。

我自己观察留意过一些投资大家，他们的兴趣除了财经类，还普遍对哲学比较感兴趣，对历史也比较感兴趣，你看巴菲特和索罗斯，他们经常提到哲学问题。实际上我觉得哲学很重要，我自己对哲学也是很感兴趣的，我在大学上辩证唯物主义这门课的时候就经常跟老师讨论这类问题。

在我看来，说到底，股票投资也是类似于哲学上讨论的物质与意识的关系问题，或经济基础与上层建筑的关系问题。辩证唯物主义认为，前者是第一位的，是决定性的，后者是第二位的，是对前者的反映，但对前者有反作用。股票价格属于意识或上层建筑范畴的，是第二位的，第一位的东西是物质的东西，正像巴菲特说的，股价会不会涨，这并不重要，重要的是从公司生意或业务方面看其盈利，现金流、派息这些因素。不过，意识对物质也有反作用，股价反过来也可能对企业的盈利等基本因素进行影响，索罗斯的“反射理论”很好地描述了这样的反作用。

实际上，我们总结的睿智华海基金的投资哲学（1. 投资价值与股价变动诱因相结合选股；2. 巴菲特的投资价值理念为主，约占60%；3. 索罗斯的投机理念为辅，约占40%）就是在一定意义上将巴菲特的价值投资理念和上述物质决定意识的唯物主义哲学理念融合起来，将索罗斯的投机理念和上述意识反作用于物质的辩证法的哲学理念融合起来。

说到历史，与索罗斯曾经合作的罗杰斯也是学历史出身的，我的意思是，学历史的人他知道朝代更迭这些因素，能够强化你不要固定地、静止地看问题，要动态地看问题，要留意变化，避免头脑僵化。对成为优秀基金经理需要的知识结构来说，我认为财经、哲学和历史这几个方面都很重要。

找一个好的基金经理，经历也不能太单纯，经历的事情不能太少，相对经历要丰富，头脑要灵活，比如说他干过好几个工作，不是一辈子只干过个工作。这是因为见多识广，头脑会转得快一点，这是第二个。

至于说性格，好的基金经理喜欢独立思考，不人云亦云，有些人甚至在一定程度上可以说是“固执己见”，他想那个事情发生，可能有的时候时间需要长一点，要坚持，要有耐心。有人说基金经理相对A型血的人会比较多一点，我认为这个现象是存在的，不知道能不能从统计上论证。

（关于张承良博士的更多投资故事与投资建议，将由香港天窗出版社在2011年推出的新书中予以披露，本文摘录其中部分章节，先睹为快。在此对张承良博士及天窗表示感谢。）



毛主席一天的花费



周总理的财产观



第一代领导夫人工资



总统另一面的囧脸孔



中东王室美艳王妃



央视名嘴工资曝光



罕见王室照片搜罗



才貌兼备女主播

【作者：舒时】（责任编辑：乔玲）

[收藏本页](#) | [打印本页](#) | [推荐给朋友](#) | [顶一下此文](#) (1)

### 特别推荐



### 深度观察