

投资路上我们都是青年

平安保险委托投资部总经理 卢安平

这是中国基金报主办的第四届中国机构投资者峰会,我上一次来是2014年6月的第一届会议。那次会上我的发言题目是《看好未来几年的资本市场》,当时讲中国资本市场目前到处是黄金,无论股票还是固收,都是系统性机会。”2014年中到现在,短短三年时间,我们国家的股票和债券市场都已经分别走了一个完整的周期,经历了大牛市,然后迎来“股灾”和“债灾”,资本市场就这样周而复始地轮回着。

这三年,我所在的平安寿险的境内二级市场股票组合年均复合回报为30%,境内二级市场固收组合年均回报为9%,这是保险公司作为机构投资者在中国资本市场获得的一个中长期回报。我之前在全国社保基金理事会工作十多年(2013年从理事会到会的平安集团),2003年到2013年这十年,社保基金境内二级市场股票组合的年均复合回报为33%,境内二级市场固收组合的年均回报为8%。社保理事会和平安集团都是大型机构投资者,资金量都比较大,在中国资本市场都能够取得这样一个可观的中长期投资回报。

这么一个回报,我认为最重要的来源是两方面。一方面是因为中国经济和市场在高速和中速发展,这么大一个经济体,这么快的增长速度,给我们投资者提供了最强大、最扎实的基本面。就像美国经济发展给巴菲特的产生提供了土壤,中国经济发展也给中国的投资者提供了最好的土壤。美国过去50年人均GDP增长率为1.8%/年(它过去100年为2.1%/年),中国过去50年人均GDP增长率为7.8%/年,长期复合增长的力量是巨大的。经济增长比较好的时期,实际利率都是比较高的,再加上通胀和风险溢价,投资者获得的名义回报会很高。

另一方面来源是机构投资者秉持价值投资、长期投资、责任投资的投资理念和投资方法。十几年前我们一入行时,在中国资本市场还比较混沌的时期,就学习和坚持价值投资的理念和方法,走价值投资的康庄大道,长期实践下来不仅



平安保险委托投资部总经理卢安平

李雄 / 摄

收获了中国经济大发展的市场贝塔,还收获了因为市场恐慌和贪婪而送上门的阿尔法,以及投资于优势行业和公司的阿尔法。

以上是回顾和总结过去,那么展望未来,我讲两个点,第一个点是关于经济基本面,第二个点是关于投资策略的一些常识。

第一个点,未来的经济基本面,我们投资所依附的根本。改革开放以来前30年,我们国家以10%的增速高速发展,近几年发展速度下了台阶,降到6%一带。随着基数的提高,绝对和相对经济水平的提高,发展速度会逐级下台阶,这个经济现象和经济规律大家现在都已经习惯和比较理解了,争议在于人均收入到了一万美国的水平以后,中等收入陷阱能否跨过去,也就是还能否以一个中等速度再发展10-20年,之后增速才掉到像美国的2%-3%,以及更之后的像欧洲日本目前的0-1%。

我是比较有信心的,是乐观派。

最主要从劳动生产率提升和产业发展的角度来看。IMF最近发表的《全球劳动生产率》的报告指出了10个提升劳动生产率的策略,其中一个为贸易自由化带来显著的生产率提升,进口关税每减少1%就能使全要素生产率(TFP)提升2%,另一个是成年人口中移民的比例每增长1%,就能使接受移民的经济体长期劳动生产率提升3%,因为移民提高了人力资本和全要素生产率。我们国家始终强调进一步改革开放,提升贸易自由和投资准入;我们每年有700万本土大学生毕业,并有大量海归人才回国,人力资本在迅速提升,城市化率在进一步提升,因此我们国家劳动生产率的持续提升是有坚实基础的。从产业发展角度看,我国从轻工业的纺织服装玩具起步,到机械电气,到通讯电子,及现在开始进入高端机械、新材料、创新药、集成电路等高端制造业和服务业。依我所观察到的产业发展趋势,未来10年之内,我国芯片行业和原研药创新药行业将具备国际竞争力;

未来20年之内,制造业皇冠上的明珠——大推力航空发动机将彻底实现国产化。攻克了这些高端制造业,加之中国庞大的市场资源,人民币就具有了坚实的锚,将摆脱以美元作锚而实现国际化,中国就跨过了中等收入陷阱。

当然,中国经济和社会发展有很多问题,有些是全球共性的问题,比如老龄化问题、收入不平等问题、腐败问题等,有些是中国特有的问题,比如房地产问题,国企改革问题等。问题很多、很急迫,但我想表达的是,这些问题大家都看得比较清楚,下决心是能解决的,我们要动态地看未来,动态地看里面蕴含的投资机会。举两个例子,金融行业和医药行业,这两个行业过去是比较乱的,问题是很大的。金融行业,铁腕治理正在进行中,制止银行和非银脱实向虚,股票实施市场化发行、严格监管内幕交易和操纵市场行为、打击欺诈。我觉得这些改革和整改的方向非常对,措施也给力,未来一个更好的金融市场值得期待,金融行业能够更好地与实体经济共同发展,我们价值投资者将迎来更好的投资环境。医药行业,尤其是药这个行业,过去两年搞新药评审改革,一致性评价、临床试验数据核查、医保目录动态调整等,改革力度是空前的,必将指引我国制药行业向造好药、创新药方向发展,优胜劣汰,真正的好公司将脱颖而出。

关于经济基本面,也从机构投资者角度说一下大家都关心的债务问题。中国目前按人均还是新兴国家,无论是基础设施,还是人力资本、环境改善,都还需要大量的投资,不投资就没有增长。大量的投资从哪里来?要是股权,要是债权,最好是更多的股权,用长期资金来做更多的股权投资,这样债务比率上升就没那么快,经济的波动就没那么大。机构投资者都知道,长期来看,权益类资产的风险比固收类资产风险要小、收益要高,因为权益类资产的短期波动风险会得到风险补偿,存在风险溢价,那么,长期资金就应该做更多的权益类投资。可是在我们国家,养老金、年金、保险、社保等长期资金,权益投资的比重都较小,监管方面甚至还规定比如30%的权

益投资比例上限。这些长期资金都不怎么做权益投资,我们的债务比率怎么会不高呢?这个局面只能逐渐改变,未来很多年,可以预见,我国的债务比率还将进一步上升,因为投资和投资资金来源就是这样。

第二个点,说一下投资常识,投资最基本的要尊重常识。

股市和债市长期来看会均值回归,这是一个常识。均值回归使我们相信世界是“静止”的,这次跟上次不会不同,还会是一样,高估了会跌回来,低估了会上去,存在一个价值和估值中枢,价格有向价值回归的万有引力。这个说起来好理解,但人性的弱点使关键时刻容易犯糊涂。股市在2015年中小创严重泡沫时还往中小创里面冲,2016年十年期国债到2.6%一带时还买人债券,或者2008年和2014年A股跌到2000点以下的时候因为担心跌而不敢重仓介入,等等,这都是不相信常识,或者说投资纪律性不够。当然,均值会有些变化,但这是技术细节,不能因为技术细节而忘了大方向。

行业和公司要投资于未来,投资于变化,要避免静态地看企业和静态地估值,这是另一个常识。人口结构和社会环境在变,新技术和新的商业模式不断产生,导致企业的竞争环境在不断改变,我们要投资于这些变化,投资于具有未来竞争力的公司。所谓大数据、人工智能、区块链、新能源、无人驾驶、5G、靶向药免疫疗法、共享经济等,令人眼花缭乱,不一而足。

尊重常识,黄金是好例子。黄金的风险收益特征可以用一句话来概括:长期看,投资黄金的收益率等于通货膨胀率,长期黄金收益率减掉通胀率为零,低于债券、更低于股票;短期来看,影响黄金走势的因素非常多,世界上没有人能够预测黄金的中短期走势。尊重这个常识,可以少犯错误,不会被忽悠。

查理芒格说他是一本长着两条腿的书,投资的过程就是不断的学习、学习、再学习。在投资的路上,我们要始终保持年轻开放的心态,勤于学习,尊重常识,同时投资于变化、投资于未来。

投资路上我们永远都是青年!

环球投资三大关注重点

摩根资产亚洲首席策略师 许长泰

过去五年左右,国内机构投资者的投资焦点还是以中国为主,但对于环球资产或动向越来越关注。十年前我曾跟很多美国、欧洲的投资人讲,你就算不投资中国,也要了解中国,因为中国未来十年到二十年的影响力会越来越大。现在我跟国内人讲,就算你不投资国外,但无论是人民币国际化、或者市场的开放,我们的市场受外国因素影响越来越大。所以,今天跟大家分享一下,环球投资三大关注重点。

一、全球经济增长势头。

全球金融风暴已过去近十年,无论是美国消费者、还是欧洲消费者,他们的资产负债表,或者企业的资产负债表,都在过去八九年有明显改变。比如欧洲过去两年大家都很关注其政治风险、恐怖袭击等,但其实他们的经济表现也是平稳地在增长,这是很多国内投资者、亚洲投资者忽略的一部分。2017年是过去六七年中,第一年环球经济出现增加方向。虽然不算很强,但总体方向令人鼓舞。

二、货币政策正常化。

美国2015年开始第一次加息,2016年12月、今年3月也分别加息一次,预计美国利率恢复正常的速度会越来越快,美联储经过三轮量化宽松(QE),买回来的资产应该怎么处理,资产负债表怎么正常化?也会影响环球市场未来两到三年甚至更长时间的重点。

欧洲、日本的央行货币政策也逐步出现变化,比如欧洲央行现在在讨论,他们的负利率政策什么时候开始回归正常?因为负利率政策对于经济的帮助其实不明显,唯一的受害者是欧洲的银行业。怎么样把政策逐步正常化?有没有条件正常化?这也是我们在经济研究、市场研究中非常重要的一环。另外欧洲和日本也有量化宽松,但他们现在面对的问题不是他们不想做,欧洲方面面临很大的政治压力,央行开始停止或者放慢资产购买的规模。在日本方面,政府债40%



摩根资产亚洲首席策略师许长泰

李雄 / 摄

在日本政府手中,如果继续买的话,对于市场的扭曲长期会越来越严重。所以,在经济改善中,宽松货币政策的需求越来越少。同时在某些国家,这些非正常或者非典型的货币政策也面临一定的压力需要做出改变。这方面对于未来市场的影响,也是我们非常关注的。

三、美元强势到达尾声?

美元从2011年开始从熊变牛,当然美元的牛市最明显的是2013年美联储开始提出要QE退场。2014年和2015年,美元对于日元、欧元、英镑等主要货币也出现明显升温。我们相信美元的强势逐步到达尾声,这对人民币及环球货币未来的走势以及市场的影

响,也是非常重要的。

有很多环球的数据可以看,但我们通常第一个看环球制造业采购经理指数。

数据显示,2015年4月到2017年3月间,环球数据有几个重要现象:

1、2016年下半年,全球经济增长的动能逐步改善。无论是成熟市场如美国、欧洲甚至日本,还是新兴市场,全球制造业增长的步伐逐步改善。现在全球经济增长不单是依赖一两个地区或国家带动,是越来越多成熟市场、新兴市场一起推动全球经济。当然,这并不代表全球经济会恢复到金融危机以前的水平,如美国、欧洲分别3%-4%的经济增长。因为现在全球经济平均增长率已逐步下降,

一部分原因是人口增长逐步放慢,比如中国乃至亚洲经济增长动能比较强的经济体也受到人口老化的限制。

2、生产力的增长也有一些放慢。从环球经济周期性来讲,我们处于稍微相对健康的状态,但实际增长率比以往有所放缓。从经济基本面看,对资产配置来说,相对有利一些环球股票和企业债券。

3、央行资产负债表及其影响。美联储在未来一年或两年会继续以每年3到4次的速度将利率逐步正常化。未来市场更加关注资产负债表什么时候可以正常化。2008、2009年当美国的利率已降到0的时候,美联储开始购买美国的国债以及一些按揭支持债券,它的资产负债表规模也从8000亿美元扩大到现在的42000亿-43000亿美元的规模。在未来5年、7年、10年,美联储用什么模式把资产负债表尽量缩减,但同时不会为市场带来太多的波动?相信未来3到6个月,美联储会跟市场有更加紧密的联系。

美联储过去5年最大的进步就是它在预期管理方面做得越来越成熟,接下来美联储可能会以同样的方法,在资产负债表缩减的过程,会和市场有互动,希望把市场的波动尽量减得更多。这不会对市场完全没有影响,美国的债券利息会逐步上升,这对于传统防守型的股票或资产会带来一定的震荡。

日本是一个比较极端的例子,日本央行在整个QE过程中,从2010年持有日本政府债10%的比例到2016年底是差不多40%。为什么日本央行在2016年QE资产购买模式出现改变?并不是它对日本通胀或经济有什么看法的改变,而是它在操作中难度越来越高,怎么维持长期债券利率稳定而不继续大幅购买债券,这是日本央行面临的一个技术性难题。

欧洲方面,公共机构的债券也是占了整个市场的20%,欧洲除了技术性的考虑外,政治考虑也非常重要。很多国家特别是德国对于央行印钞票、买国债有非常大的意见,他们认为这会使欧洲的

政府不负责任地花钱或者减税。所以在财政自律方面,德国的央行觉得QE会使得自律性受到损害。

所以,我们面临一个新常态,未来两到三年不是资金收紧,因为欧洲、日本继续维持QE,但资金放松的环境会逐渐改变。对于债券,债券在过去十年为投资者带来非常好的回报以及低风险、低波动的优秀特性,但在未来五年、十年,当央行政策逐步正常化,债券面对的环境相对困难,同时如果经济环境继续改善,对于股票也是相对有利的局面。

4、货币

从2011年开始美元已大幅上涨,我们很难确定美元什么时候正式见顶,但相信离见顶越来越接近,美元的价值比起过去十年也处于一个非常偏高的水平。

我们看到一个很有趣的现象,我们的统计分析显示,从1994年到现在两个不同的情景,在美元升值及美国10年期债券利率上升阶段,以及美元持平/贬值及美国10年期债券利率上升阶段,可以看到,不同类型的资产:股票市场、债券市场,美元稳定或者贬值的环境对于风险性资产的历史表现是相对稳定的,特别是新兴市场的股票,从12个月的滚动回报来看新兴市场是非常优秀的。

所以,从这一个角度去考虑我们的未来,我们在整个资产配置的布局,假设美国利率继续往上,美元开始稳定,甚至出现一点贬值的话,资产的配置应该向股票的部位去走。很多朋友问这对于国内股票是不是一个好消息?我觉得对国内股票是一个好消息,但还是要看一个重点:中国A股市场国际化的步伐有多快?因为这个统计分析我们是用H股或者是MSCI环球新兴市场指数来做计算的,这里面就暂时不包括A股。但如果A股的国际化在未来两三年是逐步放宽,国际投资者能够更加大量投A股的话,资金流到新兴市场、流到亚洲市场,自然就能为A股带来更多资金的支持。

(中国基金报记者 房佩燕 整理)