

六位大咖纵论A股投资：

# 不担心加强监管影响 绩优股仍是好的投资

5月12日,由《中国基金报》主办的第四届中国机构投资者峰会在深圳举行,在下午投资分会场,有六位来自券商、保险、私募和海外机构的业界精英,围绕当前市场强监管的影响,及未来看好的领域,进行了探讨与分享。

本次圆桌论坛由中泰证券首席经济学家李迅雷主持,君合资本创始合伙人王国斌、平安保险委托投资部总经理卢安平、高毅资产董事长邱国鹭、摩根资产亚洲首席策略师许长泰、拾贝投资董事长胡建平作为嘉宾参与讨论。

与会嘉宾普遍认为,监管有助于帮助市场结构性地去泡沫,对于绩优股投资抱有乐观态度,当下是价值投资最轻松的时候。

## 加强监管或会持续 对好公司影响不大

**李迅雷:**最近一段时间以来,市场连续下跌,监管风暴又非常明显,利率往上走,一些金融机构压力非常大。在这种背景之下,你们认为这一轮的监管持续时间有多长、对资本市场的影响力度有多大?这方面大家能不能发表一些高见?

**王国斌:**资产负债表缩表的过程,对整个大类资产肯定是有影响的。但是,我认为仍然是一个结构性的。现在从投资的角度来说,实际上可以比较轻松。很多公司的现金流实际上是很充沛的,从去年我们一直在做大的统计,现在有相当多的上市公司现金流是非常好的。

第二,从我们自身角度来考虑,我们能够配置的资金也是相当多、时间也很长。为什么中国现在可以进行大的价值投资呢?确实跟资金非常相关,资金策略决定投资策略。以前短线资金很难考虑价值投资。比如东方证券资管,发行的基金要封闭两三年,现在进入到开放期,一开放就出现抢购潮,从资金角度来说也是不缺的。所以,从结构性层面上来说不用担心,从投资角度来说,甚至比任何时候都要安稳。

**李迅雷:**从上市公司的资产负债表来看,实体企业的负债率总体是下降的,但金融机构受到监管压力可能是很大的,最近“一行三会”都表示要从严监管,尤其银监会、保监会的力度会更大一些,卢总是平安保险的,你们将如何应对?

**卢安平:**监管是两块:一个是股票市场的监管,方向是很明确的,就是打击欺诈、操纵市场、内幕交易等,这个方向是很对的。可能大家现在觉得压力比较大的是债券市场、融资市场关于打击监管套利、层层嵌套、脱实向虚的问题。我不想讲这些乱象,我想从长期的角度,从实际利率、经济发展的角度来讲这个问题。在我们国家,应该还有10到20年中速发展的阶段,我们的实际利率不能太低,至少在未来10年,实际利率应该保持在2%-4%之间,不宜像现在在欧洲、日本、美国掉到-1%到1%之间。实际利率掉得太低是导致脱实向虚的根本。

美国、欧洲、日本、韩国等在过去100年、50年的发展过程中,在高速、中速、低速发展的不同阶段,实际利率都有一个规律。在高速发展中实际利率大概是3%-7%,中速发展的过程中实际利率会掉一个台阶。现在低速发展的时候,美国的实际利率到了0-1%,欧洲日本到了-1%,就很低。如果脱离这个规律,现在就把它搞得很低,那一定炒房、炒债、炒股,搞泡沫了,实体经济就没有大的发展环境了。

为什么我经常讲均值回归呢?之前10年期国债利率掉到2.6%,中国平安每年发布年报、中报,我都去基金公司路演,大家都担心资产荒,我说有什么资产荒的?2001年我刚入行时,十年期国债才2.2%,比现在还低。周期性的东西不要当成结构性的东西,在长期经济发展的不同阶段,有它不同的实际利率水平,再叠加一个周期性的通缩,这就是我们做债的长期均值的通用方法和根本。我认为合理的在3.6%-4%左右是合理的,并不是说4%就太高了。我认为不宜搞得太低。4%的利率,扣除2%的通胀,也就2%。

**李迅雷:**请许总也谈一下,美国央行表示要缩表,中国在金融去杠杆背景下,央行如果也要缩表的话会带来哪些负面影响?

**许长泰:**我自己担心的有两个:第一,如果美国缩表,它的过程过快、过急的话,可能会重复2013年量化宽松退场的情况,新兴市场的震荡就会非常厉害。但我们也了解到从去年底到现在,美联储基本上希望准备市场预期,就是不



李雄 / 摄

要重复2013年的犯错。我觉得它还是有风险,但起码从政策预期管理中,美国现在是比2013年要成熟。

另外美国和中国是全球两大经济体,如果同时采取相对,不能说紧缩的货币政策,但是利率逐步上调的话,这是从2007、2008年以来我们没有看过的,环球资金环境、金融环境开始有一些收紧的话,我觉得是对于全球经济、市场的一个测试,我们的复苏是不是过宽?有没有一个踏实的基本面?我自己是有信心的,但从市场震荡可能会比较大。

所以,从市场配置来讲,中国经济基本面我很乐观的;但从投资配置的角度来看,中国投资者现在面对的是过去几年没有见过的局面,2014、2015年房地产在整顿时,钱跑到股票、财富管理机构去。但现在似乎不同类型投资信心都不足,钱不是回到现金,还是回到其他类型的资产?这是我们现在需要花很多时间思考的问题。

**李迅雷:**胡总您对这一轮的监管怎么看?因为您非常乐观。

**胡建平:**从我们的角度来说,监管的方向对于市场长期效率的提升很重要,比如说有一些股票市场本身不值那么多钱,如果按照原先的轨迹是让大股东先跑、让散户在那里等着,还不如以强监管的方式把泡沫去掉,可能是更合理的。

站在整个市场的角度上来讲,扶持市场而不是扶持企业的角度,这是对的。从现在的舆论来看,以前市场一跌,一有反对声音,他们就改了,但是现在所有的媒体都在解释这个事情要坚持。所以我们觉得不用怀疑,这个事情会持续。

关于去杠杆,我们认为更多的是稳杠杆,问题是前期加杠杆的速度有点快;我补充两个小的角度可能是风险点:第一个,对很多质地好公司的影响可能不大,但是对有些公司影响比较大,比如有很多中小金融机构过去几年资产膨胀速度比行业平均要高很多,这些可能是有问题的。

第二,是有很多上市公司过去几年质押的比例非常高,同时股价虚高,未来可能也是一个风险点。

**李迅雷:**如果大家都崇尚价值投资理念,则那些高杠杆、高估值公司就会被抛弃。我们看到,A股到目前为止,市盈率在100倍以上的股票有一千多家,并不算少。这类股票的股价会不会由于监管加强而出现恐慌性下跌呢?

**邱国鹭:**还是得思考加强监管和去杠杆的目的和初衷是什么,它的目的和初衷是防风险,所以在各种风险的管控方面会有充分地考量。而且现在这一系列的政策,还是比较促进长期投资、价值投资的基本面导向,这个大方向还是对的。

在2017年去杠杆的时机是比较好的,因为之前某些行业和某些三四线城市的地方政府,负债的压力会大一点,那个时候强力去杠杆的风险是比较大的。

过去18个月,大宗商品有一些反弹,有些煤炭、钢铁企业日子比以前好过多了,虽然不一定可持续,但至少资

产负债表和现金流的改善是很明显的,这个时候去杠杆好一些,包括三四线房地产去库存,这时地方政府债务有所改善,这个时候去杠杆比较可靠。

## 看好内需拉动消费升级

**李迅雷:**未来我们应该在哪些行业或板块做重点配置呢?请五位再来谈一谈。

**王国斌:**我很多年前说过,投资如果按照理想的方式,是先讲宏观经济,再讲策略再讲个股。但是这种理想的方法判断正确的概率不高,所以我觉得自下而上地去选择可能会更好一些。其实看美国的漂亮50,从1972年到2000年后的三十多年,哪些股票的回报在最高点,40多倍的时候买入,还能够战胜标普500指数?到最后发现除了科技股的大部分公司都战胜标准500指数了,反而是科技股没有战胜。这是非常有意思的一个统计数据。

所以你现在要去选择的话,从两个角度去选择:第一个角度,实际上市场格局很清楚了,就那么几家企业,已逐步地形成了寡头垄断。第二个角度,实际上从非常分散的行业选择龙头,你去认真判断,没几个能够剩下,即便两个各配50%,你的回报也是惊人的。所以如果自下而上地选择,就从这两个方向去做选择。

**李迅雷:**卢总前面讲到您过去的投资业绩年化达到30%,非常优异,那么未来五到十年还有哪些行业或公司的盈利增长可以给投资者带来年化30%的高收益。

**卢安平:**说到行业和公司,实际上是投资标的的选择。这有两个方面:第一,行业和公司的基本面,最主要的是它要成长。我们给成长一个合理的价格,在合理的价格买入。比如保险行业就是非常好的一个行业,尤其是寿险,我去寿险两三年了,每年全行业以30%到40%的速度增长,当然平安的增长更快一些,去年达到50%速度的增长(首年保费)。

保险行业的高速增长,是因为中国保险业过去和现在的保险密度、深度还非常低,起点很低;相比全球平均来讲,相比日本来讲,发展空间非常大。另外是我们的经济发展到现在这个阶段,人均收入水平、环境压力到了现在这个水平,保险需求爆发,这个爆发不是一年、两年的事,而是十年、二十年的事,保险的高速增长、寿险行业的高速增长可以看十年,这在中国的这么多行业里面前景是较好的。

结构上,过去寿险的主力产品是分红险、万能险,尤其是中小保险公司,这其实是投资型、理财型的产品,严格意义上不是保险。而现在大的保险公司,都在更多地发展保障型产品,平安新的保单中60%多都是保障型的产品。而保障型的产品,它的利润主要是来自于大数法则的精算,死差和费差,这个是确定的,投资回报在保单的利润占比中已经大幅缩小,占比下降到30%左右。新的保单,说白了就是一个确定利润的消费型产品,它不是过去理财型的、分红万能险,不是这样强周期的产品。因此,无论是从行业的整体增长空间,还是产品的结构,保险

都是一个很好的品种。只是,保险尤其是寿险是非常复杂的,少有人搞得懂。总而言之,保险就是一个好行业。

**李迅雷:**下面有请许总来谈一下,您从全球的角度来看一看。

**许长泰:**刚才王总讲到美国的漂亮50,当时除了全球化以外,也是美国婴儿潮的那一群人消费能力增长最快的时期,从这个角度来看,中国有很多类似的地方,我们不是经历婴儿潮,但是我们的收入增长,在过去十年和未来十年也是处于高速增长期间。如果从投资板块或者产业来讲的话,就三个字:靠自己。

但是我担心的一点是,漂亮50经历的是全球化,我们现在面对的是反方向,特别是金融危机以后,欧美经济对于全球化反对的声音越来越大。所以我担心在未来的五年、十年全球化的步伐可能会放慢,甚至会倒退。不单单是在中国,就算到印度,我也跟他们说,你要投的话,你要找一些你们自己内需带动的。以往中国是由出口带动,这个经济增长模式已经出现根本的改变,而且全球化的难度将会越来越高。以往是消费的产品,下一步应该是服务业,但服务业全球化的难度越来越高。

**李迅雷:**您是强调内需,确实,在目前逆全球化的背景下,企业的对外依赖度需要降低,通过内需拉动在目前环境下可能更有空间。接下来,也请胡总来谈一下今后值得看好的行业板块和公司。

**胡建平:**我们看到有一些变化对一些行业在未来几年确实有比较大的机会。

第一个方向,是有很多产品的价格,在过去的五年因为经济不好一直没有涨价,同时是在经济不好的五年里,很多地方人均收入以10%几的速度增长。今年以来有很多迹象比较超预期,比如三四线城市的地产销售持续超预期;第二个,以汽车为例,1997年桑塔纳2000的价格是14万到18万,当时人均可支配收入是5000块;去年人均可支配收入是3万6,新款桑塔纳2000的价格是8万到14万,性能和老款相比估计相当于2环的房子和6环的房子的差异。在这个过程中总是有很多东西,被越来越多的人接受,这就是一个巨大的机会,即便是行业增速很低也经常出现巨大的结构性机会。在这个过程中我们看到了很多消费类的东西,不断被另外一个非常大的群体接受了,形成排浪式的消费。另外产业升级的公司,尤其是电子制造方面过去几年的进步非常明显,中国现在有一批电子制造类的公司净利润都在10亿以上,并且在各自的方向上都赌了一个期权,我们不知道他们能不能都成,但如果足够幸运成功的话,再上一个台阶就很有可能。整体感觉有很多领域还是可以选出不少机会。

**李迅雷:**胡总讲得很有道理,分析问题一定不能墨守成规,因为变量很多,山不转水转。我也借题发挥一下。自上而下做宏观到中观研究的,逻辑推理往往会推错,会掉落思维定势的陷阱里。如从2000年到2010年,国内汽车的销量十年增长十倍,如此高的增长,意味今后汽车业的黄金时代应该过去了吧。为什么呢?

因为人口老龄化了,消费主力衰落了,将来还会有人买吗?好像饱和了。但2016年的汽车销量又出现大幅增长,因为三四线城市的需求在增加、农村的需求在增加、更新换代的需求也在增加。引用邱总的观点,在变和不变中,有些很多东西是一起变的,而我们的思维特点往往是假设一个东西不变,根据另外一个变的东西去推导,得出看似正确的结论;如果两个东西都在变,推导起来就难了,如果三个东西都在变,那要推导出结论就更难,必须要用模型了。

今年以来,我们用产出、通胀、政策、其他大类资产四个维度来推导今后值得重点配置的行业,即中泰时钟,经过对这四个维度的各项指标进行客观打分,如产出维度可分为上游指标和下游指标,通胀维度分为生活资料和生产资料价格,政策维度分为货币和财政指标。同时考察指标所处水平阶段和变化趋势,得出的结论是应重点配置大消费板块,与在座的各位共同观点非常一致。

请邱总分析一下,应该选择如何判断未来能崛起的行业和能够成为行业龙头的企业?

**邱国鹭:**我们一般看的行业,第一,它要有一定的成长性,有一定的空间。第二,行业格局比较清晰,分析起来比较容易,数月亮而不数星星。第三,这个行业还是得具备相对比较好的商业模式,能够形成一定的先发优势,不会说后来者老是成为颠覆者,这样行业不能持续。

过去几年我们一直投三大板块:第一个是先进制造业(寡头制造业),制造业本身是很苦的生意,没有一定的市场格局和市场占有率,是很难有定价权的。先进制造业现在比较好的是A股的家电和港股的汽车。当然也都涨了很多,获得超额收益很明显。

第二个是品牌消费。白酒虽然我们觉得现在估值合理,但局部可能还有个个别低估的。食品饮料,尤其是在食品不安全的国家,反而品牌的含金量是很高的,14亿人,大家兜里有钱之后不会乱吃东西是必然的,包括医药股,很多非处方药老百姓可以直接购买的,同to B供应的处方药是很不一样的,其实是归到消费类。现在很多的消费的转向,比如服务业,比如娱乐直播,平台获得提成等,能直接转化成利润,而且商业模式清晰。在服务业方面,我们还是有很大提升空间的,发达国家服务业占GDP的七成,最后只有服务是不可替代的。但to C的服务,很难解决一个标准化的问题,比如餐馆,比如无数的企业做互联网家装。服务,一定要找可复制的,又符合消费升级的方向。

第三个是金融地产。包括保险,还有个个别坏账已经见底的银行,银行分化很明显,有三五家是可以投资的。地产在港股已经涨了一波,A股地产还是贵了一点,地产我们还是看好准一线城市。北上广深房价已六七万一平米,已经很贵;但中国14亿人口的国家,合理的情况应该有15个超级大都会,现在只有4个,所以未来还可能有10个城市成为超级大都会,这些准一线城市现在还有1万多的价格,有一些地产公司有品牌优势,有拿地优势,我们还是看好的。

(中国基金报记者 刘明 房佩燕 整理)