

# 全球面临重大变革环境下的投资机会

□陈光明 东证资管董事长兼总经理



关于今年的投资策略,基本是三个观点:一,约束条件较多,很难见到系统性大行情,防风险为主;二,A股整体不贵,港股相对便宜;三,有一批优质企业值得关注。

今年的投资大环境较平,约束条件较多,预计很难见到系统性行情。投资者可自下而上把握结构性机会,选择最优秀的标的。

## 系统性大行情难现

从外部环境来看,今年面临很多不确定性。应对资本过剩,以邻为壑可能是很多国家的选择,这将导致反全球化和贸易保护主义抬头。在全球经济增长的瓶颈期,贸易保护、竞相贬值、资本管制都可能成为保需求、抢需求的措施。中国是过去一轮经济全球化的最大受益者,反过来讲,在逆全球化趋势中,我们也有可能成为最大的受害者。中国作为世界第一大出口国,2015年对美国的贸易逆差是3657亿美元,占美国贸易逆差总额近50%。如果未来出现贸易争端激化,针对中国的摩擦可能首当其冲。

从国内环境来看,实体经济已于2011年左右见顶,发展的约束条件更多。

第一,中国的人口结构是个大问题,从2009年开始,中国新增劳动力人口每年下降0.3%,对应拖累经济增长率下降0.18%。虽然现在二胎政策放开,出生率略有反弹,但对大趋势没有帮助。人口结构对很多行业都有着巨大的影响,而只有人口基础、缺乏有质量的增长也是问题。

第二,汇率面临一定压力。2015年以来国内资产价格的上涨,带给实体经济很大的压力,因为资产价格上涨都会转化为企业的成本。所以我们看到,在这一轮人民币贬值10%左右的情况下,出口并没有明显提升。人民币贬值压力仍然是存在的,除非出现房地产价格大幅下降、资金价格大幅下降。这其中,人工成本

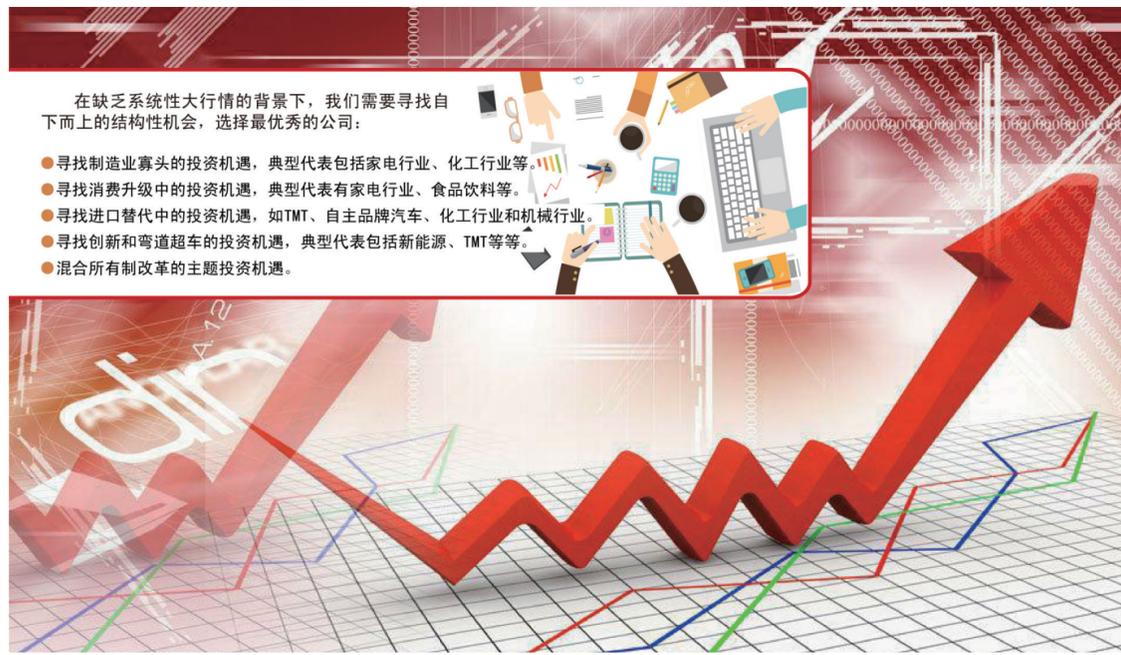
大幅下降的可能性非常低。当然,还有一种解决出口问题的方法,即真正为企业减税。

第三,我国现在的经济杠杆整体比较高,要降低实体经济的成本,就需要金融去杠杆,以反哺实体经济。我们看到,实体经济于2011年见顶,金融、地产等行业延续了几年好日子。从中央经济工作会议来看,未来改革的动力越来越大。整体而言,在实体经济较差、需要扶持的情况下,去泡沫、金融去杠杆是一个主题。

总体看,今年外部和内部约束条件较多,很难见到系统性大行情,应以防风险为主。如前所述,贸易保护主义抬头,会对中国的出口贸易造成很大冲击;资产价格处于高位,货币环境很难继续放松;社会的总体杠杆率较高,对投资形成一定的掣肘;居民的杠杆率上升和人口老龄化的开始,对长期消费潜力形成负面影响……因此,投资者需要更加理性,看紧口袋里的钱,不宜激进。

其次,从市场估值分析,A股市场整体不贵,港股市场机会更大。A股市场按照市值加权平均来看,整体估值不高。从政策角度分析,“稳”是今年的主题。相对讲,港股市场更加便宜。港股市场已经充分体现了外国资本对中国系统性风险的担忧、对人民币贬值的预期以及对政策的担忧。可以看到,港股市场海外主动管理型基金已经基本撤离,因此造成了香港市场比较便宜现状。即使今年没有大的表现,从长期看,港股的表现也会相对较好。现在沪港通、深港通都已经开通,大家可以尽快熟悉起来。

再次,我们的资本市场已经拥有一批优秀的企业,投资者需要更加重视对上市公司质地的研究。今年股市非常重要的一



黄辰毅 制图

在缺乏系统性大行情的背景下,我们需要寻找自下而上的结构性机会,选择最优秀的公司:

- 寻找制造业寡头的投资机会,典型代表包括家电行业、化工行业等。
- 寻找消费升级中的投资机会,典型代表有家电行业、食品饮料等。
- 寻找进口替代中的投资机会,如TMT、自主品牌汽车、化工行业和机械行业。
- 寻找创新和弯道超车的投资机会,典型代表包括新能源、TMT等等。
- 混合所有制改革的主题投资机会。

个特征是风险偏好的下降。去年炒作主题、炒作概念、炒作成长个股,跌幅比较大,而防御性板块表现出色,食品饮料、建材、家电三个板块取得了正收益,传媒、计算机板块跌幅较大。今年这种风格仍有望延续。市场风险偏好下降的环境下,需要更加重视质量,对上市公司业绩、基本面要求应越来越高。

## 把握结构性机会

在缺乏系统性大行情的背景下,我们需要寻找自下而上的结构性机会。要选择最优秀的公司,参考标准包括:长期回报率高于社会平均水平;拥有强大的竞争优势;具备可持续发展能力。同时,要全方位评估公司内在价值,并以低估的、合理的价格买入。

第一,寻找制造业寡头的投资机会。中国已经开始出现世界级的民营企业雏形,一个国家经济发展的历史就是企业家的创业和兴业史。制造业寡头往往具备一些典型

特征,如行业增速较低,龙头企业竞争优势明显、有行业定价权等。因为行业增速较低,或者具有一定的周期性,它们往往被低估,长期关注度不高。典型代表包括家电行业、化工行业等等,有些优质个股去年已有较好表现,未来这一趋势还会延续。

第二,寻找消费升级中的投资机会。受益于消费升级的优质个股往往具有强大的品牌影响力,产品不断升级,且渠道壁垒深厚,产品量价齐升。典型代表有家电行业、食品饮料等。

第三,寻找进口替代中的投资机会。未来全球贸易保护主义抬头,能够实现进口替代的行业和企业可能会得到国家大力扶持。如TMT、自主品牌汽车、化工行业和机械行业。

第四,寻找创新和弯道超车的投资机会。这些行业的特征是:行业空间巨大;具备独特自然资源、人力资源或者市场资源禀赋;规模优势明显;技术工艺具备先发优势。典型代表包括新能源、TMT等。

第五,混合所有制改革的主题投资机

遇。混合所有制改革打破垄断,使国企经营市场化并提升效率、降低杠杆。这些企业往往估值不高,具有独特的资源禀赋,过去经营效率低下。一旦进行混改,公司的利润弹性较大,机制理顺会带来PE抬升,价值会出现较大幅度的重估。

我们认为,应对比预测更重要,尤其是在全球面临重大变革的环境下:由效率为主导转向以公平为主导,由全球化转向逆全球化,由开放转向贸易保护主义。这些趋势导致的不确定性增强,导致投资的难度增加。最重要的是,中国经济增长最黄金的时期已经过去,未来不太可能重现过去那么快的增速。

从长期来讲,人口结构、效率提升、资源环境的约束,都告诉我们,对未来10年的投资回报率不能有太高预期。如果投资者在这个问题上仍抱有过于激进预期,很可能会遭遇失败。

本文整理自作者在东方赢家VIP年度策略会上的演讲

□本报记者 孙竹萝 整理

# 房价居高不下也是一种“时滞”

李迅雷 中泰证券首席经济学家 研究所所长



当下,相信房价不会跌的人应该占大多数。从统计规律看,在判断市场趋势时,大多数人的一致预期总是错的。

应该意识到,调控政策的钝化不等于政策的时滞效应不会发生。笔者提醒投资者,切勿低估时滞效应,当你注意到有几种资产价格泡沫泛起时,实际上泡沫早已扩散了。

经济活动存在上下游之间、内外部之间的传导过程,故产生了“时滞”现象。由于传导速度有快有慢,使得“时滞”也有长有短。例如,在自然界我们总是先看到闪电,然后听到雷声,这是因为光速比声速快得多,故雷声相对于闪电而言存在时间的滞后。不少人害怕轰鸣的雷声基于划过天空的闪电,但实际上,雷声不具备杀伤力,闪电才是真正有破坏性的力量。

正是由于经济活动的这种“时滞”,使得人们时常被表象迷惑,甚至导致决策失误。例如,对于此轮周期性行业的回暖,不少人认为是新一轮经济周期的崛起,那为何不是经济下行这一中周期中的短暂反弹呢?中国经济增速的高点出现在2007年,在2008年美国次贷危机之后,中国推出了两年4万亿元的基建投资刺激政策,这一政策至2011年基本结束,但随着经济增速的进一步下行,政府终于在2012年中期启动了新一轮的经济刺激。

当下,相信房价不会跌的人应该占大多数。从统计规律看,在判断市场趋势时,大多数人的一致预期总是错的。

记得在2003年初的时候就有人和我讲,美国的房价已经涨了10年,应该不会下跌。我观察了几年,果然如此。到了2005年,就连保守的美联储主席格林斯潘向国会作证时,也罕见地表示“美国尚未出现全国性房地产泡沫”。尽管当时大家对于存在泡沫的观点比较一致,但有经济学家形容为“啤酒泡沫和咖啡泡沫”,互相之间不会“串联”而形成更大的泡沫。各个地方也是根据本地情况调节市场,迫使泡沫慢慢消退。也有经济学家认为“贷款渠道的多元化”“产品结构的多元化”“贷款利率的多元化和多选择的重新贷款机

制”以及“房地产消费结构呈多元化趋势”使得泡沫不会破灭。

不幸的是,正是在这种一致预期下,2006年美国房价出现了下跌势头,2007年8月起,次贷危机席卷美国、欧盟及日本的金融市场。人们总是习惯为现状找理由,我们如今也是如此,认为中国特色的房地产市场尽管存在泡沫,但房价绝不会下跌,因为土地是受管制的,即供给有限,国家有调控能力。这与2005年时,美国人民对“美国特色”房地产市场不会下跌的认识不是惊人的相似吗?

1993年起的这轮美国房地产牛市中,房地产开发投资增速高点发生在2000年,但房价下跌发生在2006年,说明房价下跌滞后于投资增速拐点6年。中国房地产开发投资增速高点在2010年,达到33%,如今已回落至个位数,说明房地产作为周期性行业,一定会经历从繁荣到衰退的过程,只是很难预测衰退的具体时间。

与这轮经济短周期的反弹是通过持续不断的刺激政策最终才实现的一样,PPI经历了4年半的负增长才转为正。同样,对房地产进行调控的政策很早就实施了,

但效果一直很不理想。自去年下半年开始,国家对房价的调控力度应该是多年来最严厉的:限购、限贷、限价等措施在越来越多的城市推出。若今年及今后几年房价继续上涨,则房地产政策还将继续收紧,对峙意味着房价泡沫会越吹越大,一旦破裂,对经济的杀伤力肯定更大。

房价泡沫破裂几乎在任何一个国家都难以避免,尽管决策者都不希望这一情况发生,但政策调控容易出现矫枉过正问题。如早在2003年,有关部委就联合发文提出:“目前,钢铁、电解铝和水泥三个行业的在建项目生产能力大大超过了预期需求,必将导致生产能力过剩、市场无序竞争、浪费资源和污染环境,甚至造成金融风险和社会其他方面的隐患”。

事实上,2003年我国钢铁产能尚不到3亿吨,2003年—2007年中国正处在重工业化的快速发展期,限产并不合时宜。如今,仅河北省的钢铁产能就超过了3亿吨,全国则超过了12亿吨。可见,对预期需求的判断往往很不准确,实际需求大大超过预期。此外,最应限制钢铁企业发展的缺水省份河北,产能扩张的规模却是最大

的,由此也带来京津冀地区的严重污染。

但是,调控政策的钝化不等于政策的时滞效应不会发生。最可怕的是,那么多调控政策不断累积,最终可能出现“最后一根稻草压死骆驼”的现象。

由于房价上涨从本质而言就是人口现象,根据人社部对500个村的农村劳动力转移就业监测,今年一季度在外务工的人数为27.9万人,同比减少2.1%。这应该是中国自1980年代改革以来首次出现外出农民工的负增长,而中国流动人口的减少则发生在2015年。此外,作为购房主力的25岁—45岁群体人数的减少,也出现在2015年。我同时还发现,过去作为人口净流出省份的安徽,去年常住人口竟然增加了60多万,这意味着其他发达省份或大城市的人口流入量在放缓甚至减少。那么,推动房价上涨的动力来自哪里呢?除了货币扩张因素之外,其他如改善性需求等解释力度不大。

人口老龄化和人口流动负增长等对房价存在抑制作用的因素未能充分显示作用,我认为同样是一个时滞现象。资本品价格的上涨或下跌,都会形成一种趋

势,趋势一旦形成,其惯性作用要大大超过消费品,这是因为投资者的趋利性和非理性程度超过了消费者。在房价上涨的时候如此,一旦下跌,相信也会如此。认为房价只会涨、不会跌,或者要跌也只是小幅度调整的观点之所以被广泛接受,是因为当前房价正处在持续上涨的惯性之中,因而忽视了负面力量正在不断强化。

美国1993年—2006年这轮房地产牛市中,房价年均涨幅大约为6%,在2006年—2008年次贷危机中,全国房价的累计跌幅平均为20%左右,个别城市甚至接近50%。

中国自2000年到2010年这10年间,房价涨幅最快,年均涨幅超过15%,2011年之后房价从普涨过渡到结构性上涨,6年累计涨幅为40%(中国指数研究院公布的百城房价加权指数)。尽管后期涨幅趋缓,但累计涨幅远超过美国上一轮房地产牛市,北上深三地房价的累计涨幅估计在15倍以上。此外,这些年来居民房贷余额的增速在不断加快,去年新增居民房贷达到4.96万亿元,城镇居民用于购房的支出占当年城镇居民可支配收入总额的23%,工农中建四大行20%以上的贷款是居民房贷。居民购房加杠杆如此之迅猛,是否有点美国当年次贷膨胀的味道呢?

居民部门大比例举债购房的时候,其消费能力和需求就会减弱,故而CPI已经连续两个月在1%以下,这就是所谓的“按下葫芦浮起瓢”。所以,切勿低估时滞效应,因为社会经济是一个大系统,投资与消费往往此消彼长。当你注意到有几种资产价格泡沫泛起时,实际上泡沫早已扩散了,能够实行管制的,只是大系统中很小的一部分。