

坚持现金流为王 掘金创新领域

□本报记者 万宇 李惠敏

9月22日,由中国建设银行和中国证券报主办、易方达基金承办的“2018年基金服务万里行——建行·中证报‘金牛’基金系列巡讲”山东专场在潍坊举行,此次专场活动吸引了200余位投资者参与,现场座无虚席。

中国建设银行山东潍坊分行副行长程刚表示,广大客户对金融理财有着多层次的个性化需求,建设银行秉承以市场为导向,以客户为中心的经营理念,大力发展个人投资理财业务,不断满足客户多元化的资产配置需求,有效服务实体经济。

而针对当前经济形势和资本市场发展趋势,海通证券首席宏观分析师、宏观研究部经理顾潇啸表示,一个国家的经济增长主要来自于产出和技术进步,举债可以让经济短期向好,还债则会出现弊端。但综合来看,在债务率见顶的背景下,坚定去杠杆收货币和抑制地产泡沫等手段将有明显作用。

此外,顾潇啸还表示,随着货币增速持续回落,中国资产配置正发生巨大变化,未来应配置能创造较稳定现金流的资产。债市方面,中国整体利率水平将趋于下降,以国债为代表的无风险利率将持续下行,低等级债券利率反而趋于上升;股市方面,看好医药、IT、高端制造等创新领域,以上领域研发强度也在上升。



顾潇啸:长期看好高端制造等创新领域

□本报记者 万宇 李惠敏

9月22日,在“2018年基金服务万里行——建行·中证报‘金牛’基金系列巡讲”潍坊专场活动中,海通证券首席宏观分析师、宏观研究部经理顾潇啸表示,在面对今年A股市场出现的大幅度调整,以及国内和国际的消息面复杂多变等情况下,当前经济形势或面临较大下行压力,未来应配置能创造较稳定现金流的资产。

债市方面,他认为,中国整体利率水平将趋于下降,以国债为代表的无风险利率将持续下行,低等级债券利率反而趋于上升;而股市方面,他看好医药、IT、高端制造等创新领域,以上领域研发强度也在上升。

去杠杆收货币、抑制地产泡沫

顾潇啸认为,货币周期已经见底。“过去5年,基础货币增长20%,广义货币翻了一倍,各种影子银行飞速扩张,其结果是货币明显超发。经济下行隐忧,宽松但有制约。而为了严格监管影子银行,资管新规出台。自2017年初至今,影子银行规模逐渐萎缩。”他解释道,“若按商业银行10%左右的资本充足率,其资产扩张速度不应该接近20%,原因在于各种影子银行,作为通道放发了不应发的房地产、融资平台贷款。”

“而货币增速降低会产生两个压力。”他进一步表示,一是经济增长方面将产生压力,由于社融增速的大幅下行,下半年的经济增速仍存在较大的下行风险。二是产生债务违约风险。目前,虽然广义货币M2增速还有8%,但银行资产总增速仅为7.4%,还不到7.6%的全社会平均融资成本,意味着今年有很多企业还不起债务本金和利息。

在顾潇啸看来,年初以来货币政策已转向宽松。“一方面,经济各主体债务率相继见顶,举债空间均已不大。另一方面,资管新规则在非标



投资、压缩节奏、计价方式等方面把尺度放宽,在打破刚兑、清除嵌套、非标转标等原则方面并没有变化。此外,随着央行PSL贷款开始下降,棚改货币化安置正逐渐退出,政治局会议也表态抑制房价上涨。”因此,总的来看,在债务率见顶的背景下,坚定去杠杆收货币和抑制地产泡沫等手段将有明显作用。

研发创造价值

顾潇啸认为,如果未来地产泡沫消失,与其依存度较高的宏观经济或出现问题,为了保证经济能够健康运行,目前看来,有两种选择,第一种是过去经常采取的办法——加大基建投资力度。但“基建短期有效,长期注定迷失,创新才有未来。”顾潇啸表示。

他介绍,加大基建投资是日本曾经做过的选择,但日本经济最后失去了30年。同样的,中国从2013年开始加大基建投资力度,其实并没有改变经济下行的趋势,原因在于基建存在挤出效应,实体经济的钱被占用,因此基建投资越大,意味着居民消费和

企业投资就越小。而美国同样在大萧条时启动过基建投资,但是在经济恢复以后,美国就转向靠居民消费和企业创新发展。从需求端来看,美国居民收入占GDP比重持续上升,使得美国的私人消费对经济的贡献率持续增长,私人消费成为经济增长的主要动力。从供给端来看,美国研发投入占GDP的比重从1%持续上升到2.9%,靠企业研发奠定了美国创新大国的地位。

“比较中国和美国的上市公司,最大的区别在于美国企业研发支出很大,平均每家研发费用超过2亿美元,而A股上市公司每家研发费用仅为1亿多人民币,两者相差近10倍。”他认为,“A股的企业最喜欢做的是营销和并购,其实是靠天吃饭,天气不好就没饭吃。”而美国的企业通过巨额的研发投入,自己给自己创造未来。“苹果可以成长为1万亿美元的公司,亚马逊的贝索斯可以成为全球首富,这些公司的共同特点是拥有巨额的研发投入。”比如亚马逊公司一年的研发费用超过200亿美元,而A股当中研发费用最多的中兴通讯去年

研发费用仅100多亿人民币,两者相差10倍以上。

他还介绍,美国投资占其GDP的比重只有17%,其实远低于中国的44%,看起来积累远不如中国,但是其投资当中的地产和基建投资比例很低,而知识产权投资比重远高于地产和基建,说明其研发创新形成了有效的经济积累,带来了可持续的经济增长。而中国投资占GDP的比重虽然远高于美国,但是我们投资里面的一半都是地产和基建投资,而缺乏知识产权投资。而从基建投资来看,目前我国普通公路、铁路的密度已和美国相当,而高速公路、高铁的密度已经超过美国,接近日本的水平。

此外,如果基建投资持续上升,将使得资金向国有企业集中,2013年以前中国企业部门新增贷款中民企占比超过50%,到2014年以后占比下降至20%以下,而国企贷款占比升至80%以上。而国企的研发强度往往只有民企的一半,国企ROE也显著低于民企。

保证经济能够健康运行的第二种选择是大幅减税,同样可以给企业输血。他认为,考虑土地出让金之后宏观税负/GDP接近30%,远高于新兴市场国家,亟须给企业减负。减税可以让资金从政府流向居民和企业,促进居民消费和企业研发投入。

创新领域是未来投资方向

谈及未来的投资机会,顾潇啸首先回顾了美国七八十年代的一段历史,从1964年到1981年,美国GDP总量增长接近5倍,但是这20年间道指一直在1000点左右波动,整个70年代,美国的股市没有涨,当时各种投机分子暴富。但到了80年代以后,搞投机的邦克破产了,而新的首富来自于两个行业:一是科技行业,微软盖茨和亚马逊贝佐斯相继成为美国首富;二是投资行业的巴菲特,也一度成为美国首富。巴菲特享受了美国两大红利:一个是美国的创新红利,纳

斯达克指数40年涨50倍。顾潇啸认为,80年代前后,在美国发生的根本转变在于供给学派的改革,其核心是两大思想:一是减税、提高企业的效率;另一个是收缩货币,抑制价格上涨。当时由于货币紧缩,很多人担心美国经济陷入崩溃,但事后来看,美国80年代以后的货币收缩只是降低了通胀,打击了投机分子,而并没有降低经济增速,原因是减税提高了美国企业的效率。

他表示,基于美国的经验,如果未来货币增速持续回落,那么中国的资产配置也将发生巨大的变化。依赖于货币超发的房地产等资产将失去配置价值,理由很简单,因为房子本身基本不创造价值,再考虑房产税折旧、利息成本,以后持有房地产可能是亏钱的。相比之下,拥有3%-4%收益率的国债,3%-5%股息率的公用事业和消费类股票,以及拥有10%-20%左右稳定增长的创新类股票,应该都比买房更好,而这些资产的共性就是能创造出稳定的现金流,也就是“流动性陷阱,现金流为王”。

从债市来看,未来随着货币增速的回落,中国整体利率水平将趋于下降,以国债为代表的无风险利率将持续下行。与此同时,由于信用收缩导致债务违约,低等级债券利率反而趋于上升。

而利率下行对类债券的稳定收益率率有利,今年市场表现好的消费、公用事业类股票,其实也有类债券的属性。美国在1987年至1990年经历过类似的信用风险释放周期,期间也是地产和银行等领跌,而消费类资产领涨。

“另一个充满希望的方向在于创新领域,美国上市公司当中医药和IT行业研发强度排名靠前,而这些行业的股票也是长期领涨。而中国在医药、IT以及高端制造业领域研发强度也在上升。”顾潇啸表示,长期来看,他看好医药、IT以及高端制造等行业优秀企业的投资机会。