

“金牛”巅峰对话

少数派投资周良:

# 牛市投资也要做“少数派”

□本报记者 张凌之



周良,少数派投资创始人。1991年入市,曾在申银万国、理柏基金评级、浙商证券有过20年的历练,2013年创立少数派投资。

## “房住不炒”不代表地产股不赚钱

在预期今年地产股将有一波行情的背景下,不少基金经理在一季度增持了地产股。但对于少数派投资来说,地产是其长期持有的一个行业。

“房地产行业股票很便宜,现在主流房企市盈率才5倍左右。”周良说,尽管如此,多数人对房地产行业还是有两大担心:一是由于有“房住不炒”的政策,许多人因此把房价受调控等同于这些股票赚不到钱,其实这是两码事;二是担心住房需求会下降。“但我们通过研究发现,这两个担心都过于悲观。”在周良看来,尽管房价受调控,但这个行业每年都在发展。过去几年房屋的销售金额、新开工的房屋数量每年都在增长。而住房需求在未来的很长时间还会维持在一个很高的水平,城市化率和人均住房面积还会不断提高。

通过一组数据对比,周良对住房需求的提高做了解释。“日本、韩国都是接近于90%

的城市化率,欧美也有超过80%的城市化率。从中国常住人口的城市化率来看,大约60%是常住人口,43%是户籍人口。中国的城市化率将会从60%提高到接近80%的程度,而这是一个长期的过程。”周良表示,“除此之外,还有人们对于住房的改善性需求。新城市人口、非户籍城市人口是最迫切需要买房,需要改善住房条件的。”

“城市化率的提高加上人均居住面积提升带来的需求,差不多需要每年有15亿平方米的房子才能满足。从去年的数据来看,几乎一年就能卖掉15亿平方米的房子。而这种需求在未来10年甚至更长时间都会继续存在,所以这个行业是没有问题的。”周良自信地说。

除此之外,行业集中度也在不断提升。“龙头企业有品牌优势,有融资成本的优势,有拿地优势,有产品力优势。虽然行业增长空间不大,但这些行业龙头还在不断成长。”他说。

## 好机会往往在多数人看不上的地方

正在投资者为牛市的到来欢欣鼓舞时,周良却当头浇下一盆“冷水”。

在周良看来,这与人类在投资决策中容易产生“眼见为实的偏差”有关。“我们做的每一笔投资,都有它的潜在收益和潜在风险。但当我们的投资在赚钱时,因为潜在的损失或者潜在风险没有暴露出来,这时候大家眼中见到的只有收益,没有看到潜在的风险,会导致大脑严重低估潜在的风险。”

“一次高风险的投资,结果可能盈利。但这只是风险暂时没有暴露,如果每次都做高风险投资,亏损早晚会出现。”周良表示,长期看,把每笔投资的潜在收益减去潜在风险,这个差值累积起来,就是长期能够积累的盈利。多数人在盈利时低估潜在风险,导致差值不高,甚至为负数。从某一次的投资看,可能也会盈利。但长期看,就不能积累盈利,甚至亏损累累。

基于这样的风险认知,周良在投资中并不刻意追逐热点,而是寻求风险和收益的最佳平衡点。“我们要买的不是市场的热点,也不是别人都看好的股票,而是收益风险比好的股票。”周良表示,热点就是多数人看好的股票,而大家都看好的地方是不容易赚到钱的。大家都看好的股票,预期和股价早就很高了,一旦不达预期,所蕴含的下跌风险就很高。热点股票固然交易活跃,一时的涨幅可能还很大,但如果衡量所承担的下跌风险,收益风险比其实并不好。

在周良眼中,好机会往往是在多数人看不上的地方。“那些能让你真正赚到钱的,能让你把收益积累起来的投资机会,往往在多数人忽视或者不看好的地方。”周良说,“我们买的往往是多数人不太看好或有分歧的行业,此时股价往往很低,潜在风险很小。但我们能通过自己的研究证明,大家这种担心是过度悲观的,它的潜在盈利空间也会随之出现,且潜在盈利远远超过它的潜在风险,这是我们要找的收益风险比好的投资方向。”

当所有人都在热烈讨论牛市的到来时,和少数派投资创始人周良的对话却从“风险”开始。

“牛市是普通投资者亏损的主要原因。”周良对华尔街教父级人物、巴菲特老师格雷厄姆的这句话深信不疑。在他看来,尽管牛市赚钱效应吸引资金蜂拥而入,个股动辄涨停,但人类大脑在投资决策中,容易出现“眼见为实的偏差”,即投资在赚钱时大家眼中所见只有收益,没有看到潜在风险,导致大脑严重低估潜在风险。

牛市中,少数派投资是“别人贪婪我恐惧”的“少数派”。

而在行业的选择上,少数派投资更是“买多数人看不上的行业”的“少数派”。“我们创新的投资理念叫做超额收益来自多数人的误区。对于银行、地产、保险这些多数人看不上的、有分歧的行业,我们通过自己的反复研究,发现这才是真正收益风险比好的投资机会。”周良说。

## 银行股能提供较好投资机会

经过连续多日上涨,银行股仍然处于估值低位,且一半以上的上市银行股价在净值以下。面对如此便宜的价格,仍有不少投资者抛出了“这是不是个价值陷阱”的疑问。

这个疑问源自主流观点对于银行股三方面的担心:一是担心中国银行业的资产质量不好;二是担心银行今年要让利1.5万亿元,这对银行有很大影响;三是担心疫情对很多中小企业的经营带来一定负面影响,或为银行带来一定的不良资产。“我们研究发现,其实这三个利空对于银行的盈利影响都不太大。”周良笃定地说。

对于银行资产质量的担心,周良表示:“很多人认为银行真实不良率其实很高,只是被隐藏起来没有公布。我们对此做了研究,对比了一些大银行的逾期率和不良率,如果把所有的逾期贷款都算成不良资产,发现它跟不良贷款的差异不太大。因此,我们

认为银行的资产质量没有问题,公布出来的不良率和真实不良率没有什么差异。”

整个银行业一年的净利润大约是1.8万亿元,银行让利1.5万亿元,不少人认为,这会一下子把银行一年的净利润让掉,对银行今年的收益影响巨大。“这是大家过于担心了。”周良表示,“银行让利的不是银行的净利润,而是贷款利息。贷款利息在让利的同时,银行的资金成本也在降低,从而抵消了相当大的影响。今年全年银行的净利润基本会是零增长,但零增长并非零利润,今年整个行业可能还会有1.8万亿左右的净利润,与去年持平。”

对于疫情的影响,周良说:“从我们拿到的一些数据来看,大约5%左右的中小企业需要延期偿还贷款,这对银行整体经营影响很小,而且它只不过是延期偿还,并不是完全的坏账。”

## 保险不仅是价值股也是成长股

除了银行股,大金融板块的保险也是少数派投资持股较多的行业。面对这样一个专业性较强的行业,少数派投资有一套自己的方法对其进行估值。

周良介绍,保险公司的保费是现在收入,但它的费用支出可能是明年或是若干年后。少数派投资把未来每一笔所发生的现金收入和现金支出都用一个贴现率折现到今年,这就是保险公司的内含价值。

关于贴现率,里面还有一个关键因素,就是贴现率用多高?周良解释:“贴现率用的越高,现值就会越小,现在我们用的贴现率是11%。其实中国对保险公司估值使用的贴现率比很多国家要高得多,为什么?因为中国以前经济发展增速很快,所以风险贴现率就用的很高,但随着市场利率的降低,风险贴现率也应该下降。这种贴现率的下降,能够提高保险公司的现值,抵消长期投资收益的下降,这一点很多人没有考虑到。”

“保险公司拿到保费后会去做投资,投资收入高低会很大程度影响保险公司的利润。很多人担心随着整体市场利率的下降,保险公司从长期来看难以维持5%的投资收益。”周良说,“对此我们也做了研究,这些保险公司的长期投资收益率一般比他们长期国债投资收益率高两个百分点左右。因为保险公司除了债券投资外,还有股票投资,还有一些长期的股权投资和收租金的物业投资等等。保险公司通过这些投资提高了收益率,一般能够比长期国债收益率高两个百分点左右。所以,哪怕是在目前国债收益率已经在3%左右的情况下,保险公司依然能够维持5%的长期投资收益率。”

除此之外,保险行业也是一个成长型行业。在周良看来,中国保险的渗透率、人均保费支出与发达国家相比非常低,行业成长空间巨大。