

# 李中海:经济平稳背景下“剩者为王”

□本报记者 吴娟娟



李中海,南京大学计算机学士,北京大学金融学硕士,9年证券从业经历。2008年-2014年,华夏基金固定收益部,担任宏观研究员、基金经理。2014年-2016年,鹏扬投资,担任资产配置与对冲策略部、专户投资部总经理。2016年-2017年,拾贝投资,担任宏观策略总监。

## 企业最艰难的时期已过去

中国证券报:企业经营层面在2017年的发展状况如何?

李中海:和大家的直观印象不同的是,在大家对传统行业最悲观的几年,传统行业的经营状况有了明显改善。从收入分配结构来看,2004年-2008年,企业在国民收入分配中占了比较高的比例,从2009年开始,企业收入占比持续下降,一直到2012年。从2013年开始,企业收入占比再次上升。可以推算的是,2015年以来,企业在国民收入分配中的占比继续改善,而且2016年企业经营状况大幅改善,收入份额大幅上升。

2014年-2015年,企业面临的宏观环境是变差的,企业能够在收入分配中获取更多份额的关键是企业正在努力削减成本。传统企业逐渐改变了铺大摊子的做法,努力追求先活下来再说。企业思路的转变在2016年的通胀环境和2010年-2011年的通胀环境对比中表现得特别明显。

此外,贷款利率维持在很低的水平,企业的财务成本低。而且

目前减税的呼声很高,企业的税收负担可能会下降。从这个角度来说,未来一段时间,企业的业绩会很好。

从2002年到2013年,工业企业的资产负债率大致保持稳定,不过从2014年开始,工业企业的资产负债率快速下降。上一次企业资产负债率快速下降,还是1998年-2002年。不仅如此,在政府的帮助下,企业从各个方面削减成本。一是劳动力成本,2010年-2013年工资增长很快,从2014年开始降下来了;二是财务支出,2010年-2012年财务支出增长很快,从2013年则开始慢下来。好转来自于两方面:一是利率下降;二是企业的财务杠杆下降,这与企业扩张放缓相一致,也与银行净息差减少相一致;三是税费负担下降,2009年-2012年税费增长快,从2013年开始慢下来。企业的努力也使得国民收入分配中,企业占比从2013年开始上升。削减了成本后的企业更健康,这也使得2016年的经济复苏更健康,更有持续性。

## 今年经济可能最平稳

中国证券报:你判断2016年是经济复苏的年份,那么如何看待2017年的中国经济?

李中海:预计2017年中国经济会比较平稳,很可能是最平稳的一年。经济结构性问题依然存在,不过,随着企业经营状况的改善,问题逐渐变小。2016年中国经济在复苏,在这一背景下,继续推动经济反弹的动力减弱了,甚至会有收缩。在经济反弹中,企业部门的经营状况很好,但是企业不扩张产能,库存也在下降,这会给2017年经济以支撑。2017年企业存在恢复扩张的可能性,所以经济有向上的期权。近期企业已经开始主动增加库存,但是还没有积极扩大产能。2017年私人部门积极一点,中国经济会比较平稳。

2017年,财政政策依然会比较积极,不过力度可能会比2016年略弱,主要是政策性银行专项金融债这类准财政工具的使用减少了。货币政策会收紧,金融监管会加强。通胀(不包含资产价格)还可以忍受,资产价格可以在短期加以控制。虽然货币政策会收紧,但2017年并不是一个反通胀的年份,货币政策不会严厉紧缩,而是中性偏紧。

从企业的行为来看,资产负债表和经营状况持续改善提升了企业的信心和风险偏好,企业行为正常化增强了正反馈,对经济有利。但企业依然未能从艰难转型和对长远未来的悲观预期中恢复过来,企业盈利很好部分是由于产能扩张和产

量增加受到抑制,而不是需求长期很好。没有对长期需求的乐观预期,企业很难进行扩张产能。反过来,企业良好的状况意味着其抗风险能力比较强,小的负面冲击也不会让企业重新面临生存问题,不会让经济重回衰退。无论是工业部门还是房地产部门,目前都有比较大的抗风险能力。工业部门连续三年修复资产负债表,目前资产负债表已经比较健康了,2016年经营状况非常好的情况下也没有扩张,企业目前有充足的“弹药”应对负面冲击。

从海外对中国经济的影响来看,特朗普如何施政存在的不确定性。不过从2016年7月开始,全球政策从货币政策转向财政政策对全球经济是很有利的,对中国经济也是很有利的,海外因素对中国经济总体应该是利大于弊。全球经济在好转,全球贸易也在好转。虽然美联储加息对中国货币政策有一定压力,但是美联储加息是跟着美国经济状况走的,美联储加息快意味着美国经济好,对中国经济也是利好。

综合来看,目前中国经济处于一个很微妙的时点。短期来看,中国经济会经历一段总需求比较平稳的时期。在平静的背后,中国经济很可能会发生重要变化。中长期来看,传统企业的经营环境大幅改善。企业在渡过艰难的适应期之后,更加有希望找出未来的新方向,中国经济的转型更有望取得进展。

提早看空国债期货的拾贝投资宏观策略总监李中海,对宏观经济的看法也有自己独特的一面。综合国内外因素,2017年中国经济可能是最平稳的一年。李中海看好2016年以来的经济复苏,他认为经济复苏的持续性可能比大家想象的更强一些。而中国经济自身的市场化力量让很多行业的结构发生了根本性的变化,“剩者为王”将使剩下的那些公司的盈利能力显著提高,并且呈现良好的持续性。

## 投资策略:剩者为王

中国证券报:拾贝投资在2017年将遵循何种投资策略?

李中海:我们对未来整个投资的策略有一个非常大的主题——“剩者为王”。经过这几年的调整,有很多行业已经完成了从自由竞争向寡头竞争的过渡,剩下的企业将会成为A股市场的蓝筹股。他们的盈利虽然未来还有波动,但是他们的波动幅度会与以前不可同日而语,他们的价值会得到长久的体现。

首先,目前整个背景是从“脱实向虚”向“脱虚向实”转变。过去的很多乱象其实都与2012年以后M2的增速持续高于GDP名义值的增速有关。现在这个情况正在转向,剩下的体质比较好的企业,它的盈利能力是非常强的。

举例来说,乳制品和家电行业的公司站在10年的维度来看,只有第一和第二名的公司赚到了大钱,而且10年来,他们盈利增长是几十倍。但第三名、第四名就基本上是10年前是什么样,现在还是什么样。接下来很多行业都会重复类似于这两个行业的情况。

中国证券报:市场担心GDP

增速下来以后,或者行业增速慢下来以后,股市的机会是不是就少了?

李中海:这也是个误区。以格力为例,它2/3的市值是在2012年行业发展增速和企业自身发展增速慢下来以后增长上去的,从那以后,它的净利润率从6%一路提升到12%。

我们认为,接下来有很多行业,其实关注点已经不再是收入,而是它的竞争格局,它的净利润率,期间不乏增长的机会,比如国产汽车就非常典型。目前整个行业50%是小轿车,45%大概是SUV,MPV如GL8这种车型大概占比为5%。在SUV领域前3名都是国产的,前10名里有6个是国产的。新一代的消费者80后和90后,对国产与合资的这个分别其实不像70后那么明显,同时现在的造车技术确实有显著的变化。考虑到这个行业本身市场容量巨大,下一步国产车企业势必做到20万左右左右的B级车,国产车既没有授权费,人工费用又比别人低,所以很容易长出几家非常巨大的公司,并且会重复白电或手机这样的故事,成为全球有竞争力的企业。