

消费股作为今年以来的“领军板块”，估值已经站在了合理区间的上沿，市场对其估值水平表现出了一些担心。对此，深圳市同威投资管理公司创始人李驰向《红周刊》记者表示，目前，消费股正在从没有泡沫向有泡沫的阶段过渡，这对投资人来说是一个非常好的时期。他解释道，2008年之后价值蓝筹股曾如何的低估，从现在开始它们就可能如何的高估。因为市场总是呈现一个“钟摆状”的对称性。“这是因为人类的恐惧和贪婪的心态是对称的。我们现在几乎是满仓，等待价值的实现。”

对于“泡沫”何时出现，李驰表示，目前市场中还有观点认为“茅台股价会腰斩”，这就代表很多人还活在恐惧之中，当“打死也不卖”的言论出现后，市场的顶部才可能到来。

李驰做出这样判断的大前提是A股正步入一个长达40年的牛市，而触发这轮牛市的动力有两点：持续的利率下移和GDP增速的下降。当全球的国债的回报越来越低，股票的魅力就越来越凸显。

“40年不是一个精确的数字，而是与美国过去40年牛市做出的对照。1979年，美国采用了‘新供给学派’理论，此后的40年间房子估值不再上移、股市整体估值从8倍提升至20倍，大盘指数上涨了30倍。对照中国的情况，2018年我国效仿‘新供给学派’开始收紧货币、降低利率水平并给与企业减税降费的优惠。我认为2018年或是中国资本市场长牛的分水岭，未来40年，中国的房价上涨大致与货币总量增速保持一致，可上涨约2.7倍，如果股市估值上涨100%，公司收益上涨18倍，股价则可上涨36倍。”

平安的“低估”和消费股的“高估”

《红周刊》：
您的朋友开的玩笑最多的就是叫你“李平安”，如今平安大涨，他们还开这样的玩笑吗？

李驰：
我是在2011年发掘到中国平安的价值，这和我们在2004年时发现万科的成长性投资价值有异曲同工之处。不同的是，我们在喊“买万科”后的第3年万科股价涨了10余倍，但喊出“买平安”之后，却被市场打脸有近6年之久。直到最近，“李平安”这个称呼才有那么点“名符其实”，这之前一直犹如小学生犯错被罚站一般。

长期以来，中国平安或者“李平安”的称呼成了我心中挥之不去的痛，8年以前，在中国平安还不具有“龙头相”的时候，我就认为中国平安可以对标香港综合型金融公司。但市场一直对其13倍PE（TTM）、1.16倍PEV的超低估值没有任何回应。

就像一个球员水平不错，赛季开始的时候他是替补队员，赛季全部结束了，他还坐在替补席上。如今，中国平安显现了龙头本色，市场修正了对中国平安的估值，我们也终于挺过了黎明前的黑暗。

《红周刊》：假如可以重来一次，您还会坚守平安吗？

李驰

：历史无法重复，即使能重复，我也不后悔当时的选择。虽然回头来看，这中间五六年我如果买入一些概念股、成长股，管理的基金净值回报会更好一点，但我自认为没有这样“一心几用”的水平。所以让我再选一次，我依然会选择中国平安，因为我觉得它是A股中少有的具备真正价值的好公司，这是唯一的也是充足的理由。

《红周刊》：坚守平安的过程中，最大的压力来自于哪里？

李驰：

有一段时间，就是在业绩不好的时候，来自投资人的压力其实不小。一些人晚上还打电话给我，要求解释业绩不好的原因。

很多投资者无法忍受价格的波动，但价值投资的一大特点就是高波动性。一只股票未来上涨5倍和现在下跌50%之间有什么必然联系呢？显然是没有的。投资中真正的风险在于：公司的业绩不好了，但其靠概念支撑的股价还在猛涨。

但我不能和投资人说“我没错，是市场错了”，所以现在我把那些试图“指挥”我的通道切断了，我不加微信、不接电话，有建议要按照公司正常流程与业务员进行对接。我基本不直接接触投资人，这样我就减轻了很多压力。如果投资人想“指挥”我，这个资金我宁愿不要。

《红周刊》

：我们聚焦到当下的平安，今年上半年，中国平安大幅收缩业务员数量，有投资人因此看空，您怎么看？

李驰：

很多人关注到了中国平安上半年代理人月均数量下降5.5%的事情，我认为这只是短期波动，甚至是健康发展的体现。上半年，公司将鱼龙混杂的“人海战术”调整为“健康人力”战略，所以代理人数量有所下降。不过，这恰恰说明了中国平安敢于领先的地位。

而且，平安最近增加了以AI来挑选和培养保险代理人的方式，提高了人均产出。上半年银保渠道NBV同比增长76.8%，团险业务NBV同比增长59.8%，电销互联网等

渠道NBV同比增长16.7%。

《红周刊》：

中国平安今年上半年上涨超过50%，您怎么看中国平安的估值和业绩表现情况？

李驰：

首先是中国平安的业绩表现很好。上半年净利润增速为68%，其中投资收益比去年同期多了100多亿，税收新政又贡献了100多亿。除此之外，今年上半年运营利润为734.6亿，同比增长23.8%，还有内含价值1.1万亿，同比增长11%。

优秀的业绩也表现在了股价上面，上半年中国平安股价上涨61%，我们对股价进行拆分发现，EPS（TTM）上涨了37%，PE（TTM）上涨了18%，所以股价上涨的推动力仍然是业绩。我很乐于看到这种情况的出现，这也表明，无论市场怎么波动，利润的上涨最终一定会反映在股价上面。

目前，中国平安PE（动态，8月29日）为8.11倍，这个估值一点都不贵。在已经上市的国内保险企业里面，平安的体量是最大的，过去5年的保费收入增速是最高的，净利润率也是最高的，就是说平安在蚕食同行市场份额的同时，创造了更高的收益率，这展现了中国平安宽厚的护城河。这种公司应该获得估值溢价，目前仍未充分展现出来，我相信未来会得到修正。

就中国平安而言，未来业绩的确定性很高，我认为未来3年股价上涨一倍都是有可能的。

《红周刊》：对投资者来说，现在可以买中国平安吗？

李驰：

现在中国平安的估值不高，持有肯定没问题。如果出现一些回调，则更是一个很好的买点了。但中国平安现在远未到离场的时候。

《红周刊》：

您管理的基金今年以来净值上涨超过50%，除了中国平安给您贡献收益外，还有哪些股票发挥了类似的作用？

李驰：还有消费股。

《红周刊》：消费股今年涨幅喜人，怎么看待可能已经偏高的估值水平？

李驰：

我判断消费股正在从没有泡沫向有泡沫过渡的阶段，这对投资人来说是一个很好的时期。蓝筹股之前如何低估，现在就可能如何高估，市场总是呈现一个“钟摆状”的对称性，因为人的贪婪和恐惧是对称的。

这一次，人性的贪婪会把蓝筹股估值继续放大，只是什么时候到头，我无法预测。就像中国平安沉寂了近7年，当时投资者的恐惧情绪一直望不到头，而现在贪婪的情绪也远没有到头。和2007年的时候做一个对比：当时蓝筹股价格转眼间站上了60倍估值，而现在蓝筹龙头的估值还不及30倍。另外，市场中有观点认为“茅台股价会腰斩”，他们还活在恐惧之中呢，当“打死也不卖”的言论出现了，市场顶部才可能到来。

右侧交易“覆辙”

《红周刊》：
您在《中国式价值投资》一书中，有关于在价值投资之外加入右侧交易的策略，您试验的结果是怎样的？

李驰：
A股市场有自己的特点，涨的时候很狂热，跌的时候又被砸得很低，这其中出现了一个明显的估值差。我当年有野心，希望赚取这部分的收益。这个想法在2009年6月份，我见到了索罗斯时得到了印证。我问他有没有可能在基本面选股的基础上，又加入择时策略？他几乎毫不犹豫地说“可以”，这给了我很大信心。之后在2012年我宣称蓝筹股的春天要来了，依据是很多蓝筹公司的业绩保持了长期稳定的增长，但估值对比全球资本市场却接近最低水平。而且，当时蓝筹股已经被市场抛弃了4年多（从2008年高位跌下来以后），无论怎么看，蓝筹股都应该得到市场的响应。但事实证明，我的结论下早了，直到2014年年底前的4年时间里，蓝筹股一直在底部徘徊，在2015年的牛市中，这些蓝筹股的涨幅几乎全部垫底。

我后来意识到，择时并不是一件容易的事，因为人性恐惧和贪婪的特点，股票低估了不会马上得到修复，这让底部的时间不断延长，市场具有矫枉过正的特性，想精确预测这个时间点非常之难。

《红周刊》：择时如此困难，是否说明技术分析一无是处？

李驰：
技术分析可能在特定时期有用，但是否可以因此赚大钱，还要看投资者是否有本事逃顶和抄底。因为牛市过程中技术分析可能告诉投资者：在每一次“打死也不卖”之前的每一次都应该买入。这是对的。但技术分析无法告诉我们什么时候是顶点，可能依然在6000点还告诉我们要买入，那就一轮牛市白忙了。

事实上判断大顶和大底非常之难，当前最近的底部是哪一天？多少点？有谁能快速说出来？其实在筑底过程中，一切形态都是钝化的。顶和底在市场没有意识的时候就滑过去了。所以技术分析有用是个伪结论。

全面取消有止损线的产品

《红周刊》：到此，请分享一下您的投资策略吧。

李驰

：我们的基金组合只买了不超过5只股票，目前几乎是满仓运行。我认为“集中投资才能赢”这句话可以量化一下：买10只以上股票，不可能获得名列前茅的成绩。

《红周刊》：集中投资是一把双刃剑，涨的时候凌厉，下跌的时候也惨烈。

李驰：

是的，像我们一样，今年跑得快的代价是当年跑得慢，借用技术分析的话说：横起来有多长，竖起来就有多高。做价值投资就像坐在吉普车上，中间会经历颠簸，但最后会爬上山顶，看到无限风光在险峰的景色。不想承受波动的投资者，如同坐上一辆轿车，一路平稳但收益平庸。

目前，同威已清算了有止损线的产品，那些在80%净值时强制止损的产品我们不会再发了。平滑了波动就平庸了业绩是我的一贯观点，梅花香自苦寒来。

《红周刊》：没了止损线，怎么来做风控呢？

李驰

：我认为，最好的风控就是严选好公司。十几年前我在《白话投资》一书中就解释了华为为何是一家优秀的公司，但多年来华为没有上市，我也不会降低标准去投资产业链上其他类似的上市公司，比如中兴通讯。宁缺毋滥，优中选优是最好的风控。

所以我们严格选择我们心目中的“好公司”，大约5年前，一位媒体人让我写出10家我认为优质的A股公司，我说写不出10家，非要写的话，只能让研究员写给你了，我认为那时能点名的既便宜又好的公司只有中国平安一家。

经常调仓的投资者，他们选股的标准本来就不高，随着股价的下跌，他们认为市场判断是对的，自己错了，对企业失去了信心，因此斩仓出局。但真正的好公司，在股价下跌时，反而是加仓的时候才对。所以没有止损线不代表没有风控，严选公司就是最好的风控。

《红周刊》：怎么来判断谁是“最好”的企业，具体的筛选标准是什么？

李驰：

首先，数据肯定是一个直观的方式之一，例如PE、PB、PEG和ROE。在此之外，我们还融入了“同行评价”法，让行业内的人士说哪家公司是他们心中的标杆。例如2007年的时候，李宁是中国运动品牌的龙头，但在我们调研的过程中，几乎所有同行企业都说“安踏比李宁好”。当时，李宁市值是安踏的3倍，现在安踏是李宁的3倍多，对的投资与错的选择，结果差别近十倍之巨。

所以不要轻易相信一般研究员的报告，他们的报告大多是滞后的，股价涨多了是报告看好的唯一原因，只有行业内部人士的判断才可靠而且更具有专业视角。

《红周刊》：目前，A股中符合这样指标的公司有多少家？

李驰：

理论上讲，各行各业的龙头公司在足够长的时间内，大多会继续是一家好公司。只是目前他们中的很多估值已经偏贵了，只有少部分可以买入，更多的是值得持有。

《红周刊》

：现在出现了一些白马股爆发“业绩雷”的情况，例如涪陵榨菜和安琪酵母，他们还算不算“最好”的公司？

李驰

：机构们盯着每一家企业的每一次季报的做法，很像华尔街的玩法。一旦企业业绩不如预期，他们就会把目标价狠狠地回调。但巴菲特说这样的游戏对公司管理层要求太高了，给公司管理者带来了很大压力。

如果是“真雷区”，那要承认自己“踩雷”，如果只是业绩短期调整，反而是一个加仓的机会。但这样的区分很困难，我们只能对负面消息保持高度关注，即便如此我们之前在香港也踩雷过雨润食品。

A股正开启40年长牛

《红周刊》

：今年年初A股显现出了牛市“相貌”，但直到今天指数还在3000点左右震荡，A股处在一个什么趋势当中？

李驰：我认为，A股从两年前就进入了一个长达40年的超级牛市。

触发这轮牛市的动力有两点：持续的利率下移和GDP增速的下降，这两个因素会帮助A股跃升至更高的估值中枢，就像火箭推动飞船脱离地心引力，到达更高的太空一样。

具体来说，利率下移不仅指基准利率下移，更指真实利率水平的下移。几年前，大部分信托产品的利率在20%以上，P2P产品的利率也普遍高于20%，近几年已经悄然下降至10%以下。欧洲各国的利率水平下降幅度更为明显，一家丹麦银行已经推出了世界首例负利率按揭贷款。当国债的回报越来越低，股票的魅力就越来越凸显。这也是为什么特朗普一再要求美联储降息的原因，因为他也深知这个原理呀！而在发达国家基本接近于零利率的环境下，只要预测人民币不发生深度贬值，全球的资金都会慢慢涌入A股。因为对这些资金来说，再少的分红也是分红，再少的分红也比负利率好。

而GDP的下降，有利于龙头公司的发展。当经济低迷的时候，大公司的抗风险能力是小公司的数倍。

《红周刊》：40年长牛，是不是太过乐观了？

李驰：

40年牛市也不是一个精确的判断，而是和美国历史相对照得出的结论。美国从1979年至今走过了40年牛市，中国经济发展历程与美国最为相近，政策的变化也很一致，所以我认为A股可能已经进入了一个非常长期的牛市，可能会是40年。

在1959-1979年间，美国推行凯恩斯主义，也即罗斯福新政，当时的做法是重投资、大水漫灌，因此导致了20年间房子估值上涨了30%，房价上涨了400%。相反的，股市的PE从20倍下降为8倍，公司收益上涨了300%，股价基本没有变化。

直到1979年里根政府推行新供给学派理论，美联储开始收紧货币、降低利率水平并且实行减税政策。此后，房子估值不再上移，房价上涨了500%（年回报率为4%，不及货币基金5%的回报率）。同时，股市PE从8倍回升至20倍，公司收益上涨了12倍，股价上涨了30倍。

再来看中国的情况，过去10年我国政府推行凯恩斯主义，政府大力发展基建、货币超发、市场利率维持在高位。由此伴随的是房地产市场走出10年长牛，其中，房价上涨了400%。而过去10年中，股票的整体PE从60倍下滑至12倍，公司收益上涨了200%，股价却下降了40%。

今年上半年，我国政府的做法开始效仿“供给学派”，开始收紧货币、降低利率水平并给予企业减税降费的优惠。我认为，2018年或是中国资本市场长牛的分水岭，

未来40年，中国的房价上涨大致与货币总量增速保持一致，可上涨约2.7倍，如果股市估值上涨100%，公司收益上涨18倍，股价则可上涨36倍。

《红周刊》：

我们知道，美国过去40年间，道琼斯指数出现了几次大幅下跌，如果A股复制美国的长牛，也会出现这种波动吗？

李驰

：我认为的，大幅波动不会因为政策、经济、制度等原因而改变，因为明显有其内在原因——人性的贪婪、恐惧和喜新厌旧。在人性的贪婪推动价值股攀升到一个高位后，股价长时间会进行横盘整理，这时对一些“投机客”来说，就是蓝筹股不再有赚钱效应的时候，这时他们会开始寻找新的标的，表现出喜新厌旧的心态。

而市场也总是很配合，隔一段时间就出现一个疯涨标的，例如比特币和最近出现的“炒鞋热”。一级市场中也不乏出现全新的科技公司，吸引资金涌入这些新领域，继而形成下一个泡沫。

所以成长股一定会迎来春天，价值股也一定会再度面临沉寂，这是人性中的“喜新厌旧”因素导致的，在这一点上，人性几千年来几乎没有任何进化。所以在40年过程中，像平安、茅台这样的价值股出现长达10年的盘整也不稀奇，期间各种故事、概念会不断涌现，也会有公司成为“一代股王”，但拉长至40年来看，只有价值股可以穿越周期永创新高，而成长股则最可能是“各领风骚三五年，城头常换大王旗”。

本文源自证券市场红周刊

更多精彩资讯，请来金融界网站(www.jrj.com.cn)