财富周刊

Fortune

理性投资，财智生活

财眼看市

高杠杆炒房风险高

梁 睿

国家统计局最新发布的70个大中城市房价走势显示，在各地纷纷出台严格的限购、限售、限贷政策下，近期房价涨幅回落，市场降温明显。

环境的变化让去年下半年加入炒房队伍的一些炒房客开始着急。他们原来的如意算盘是，尽量放大杠杆以博取高收益。买房首付不够，就借消费贷、通过互联网信用贷款等凑钱付首付，硬是把自有资金的比例由原来三成变成了一成甚至更低。虽然月还款能力或许不足，但只要自己手上留几十万元够还月供，等满两年后再卖出房产套利就行。

从表面上看，采用这种方案，购房者不多的自有资金几乎撬动了近10倍的资金，实现了杠杆的最大化，按照过去两年的房价走势，两年后房价涨了再卖，自然是一笔赚钱的生意。但凡事总有例外，随着市场行情的变化，高杠杆投资炒房也会面临高亏损风险。

首先是标的物价格下跌风险。由于当前房价处于高位，即使出现10%左右的价格调整，对那些10倍以上高杠杆投资者而言，意味着自有资金已被跌没了。同时，很多炒房客都是尽可能多地抵押房产向银行融资，如果担保物价格下跌，银行为了贷款安全可能会要求贷款方追加抵押物，否则就会考虑提前收回贷款。但对已把杠杆加到极致的炒房客来说，如何能够再提供新的抵押物呢？

其次是流动性风险。高杠杆意味着高债务，高额的还本付息压力可能成为压死骆驼的最后一根稻草。由于很多炒房客自有收入并不足以覆盖每月还本付息，因此一些自以为聪明的炒房客以为留着几十万元还月供，能够有两年“弹药”支撑就够了，实际上这种方案漏洞很多。该方案的前提是两年后投资的房产能顺利加价卖出，但随着调控加码，不少城市规定了限卖时间，短则两年，长则三年甚至更长。即使按两年时间计，如果考虑出售房产和过户的时间，一旦期间“弹尽粮绝”，炒房客不仅会留下信贷不良记录，抵押物也可能被银行拍卖。由银行拍卖的房子，其价格必然大打折扣，结果炒房客不仅把自己的本金都赔进去，还要倒背银行债务。

再次是高财务成本风险。高债务意味着高财务费用，银行虽然肯为房贷提供长期贷款，但炒房客在还款时需要优先扣除利息。在炒房客前两年每月要支付的月供中，利息占比约在8成左右，按照当前长期贷款基准利率计算，在600万元25年期贷款月还款中，利息支出约2.8万元左右，按两年计，利息支出约70万元左右。如果购房款中还有消费贷、信用贷款等利率较高的资金，那么前两年的利息支出费用就达近百万元。值得关注的是，这仅仅是在当前总体贷款利率较低环境下的计算，一旦银行加息，利息支出无疑会继续增加。同时，房屋买卖还需要支付中介和税费等费用，这意味着高杠杆炒房需要满足房价在未来两年维持10%的年涨幅才能有所收益，否则就是赔本买卖。随着当前房价开始震荡调整，自然让高杠杆炒房客寝食难安。

杠杆是把双刃剑，高杠杆能带来高收益，但同样也会导致高亏损。期货账户被强平，股市配资账户被强平的例子比比皆是，炒房也不会例外。投资者一旦本金亏空，甚至背上高额债务，再要翻身就难了。对于加杠杆投资房产，一定要量力而行。

责任编辑 李 会 温宝臣

美 编 夏 一 高 妍

A股迎来立体化价值投资时代

王 庆

财富视线

▲A股在经历了技术分析、微观基本面投资、宏观基本面投资和中小市值、一二级市场套利四个发展阶段后，从2016年至今，已经进入了立体化价值投资时代

▲ A股市场正在回归经济基本面，回归投资的本质，这一变化很可能是一个结构性的变化、永久性的变化以及新时代的开始。在现阶段坚持价值投资，对基金管理人和投资人的要求会越来越高，在这个时代做好投资就需要全方位、各方面的知识储备

当前A股市场进入了一个前所未有的时期。无论是对于投资机构还是普通投资者，在这样一个时代如何立足、如何生存和发展？总结起来就是要顺应历史、把握大趋势带来的机会。

总的来看，A股在经历了技术分析、微观基本面投资、宏观基本面投资和中小市值、一二级市场套利四个发展阶段后，2016年至今，已经进入了立体化价值投资的时代。

26年5次投资逻辑变迁

回顾A股市场26年的发展历程，在不同阶段呈现出不同的特征。因此，要在不同的阶段做好投资，需要投资者具备相关的能力。

A股市场发展，可以分为5个阶段：

第一阶段是股票市场诞生初期，也就是1991年到1995年期间，彼时投资者最关注一些技术分析，因为刚有了新鲜事物，大家看看图表、做下技术分析就可以应付一阵了。这是初期的阶段。

第二阶段是1996年到2001年，这个阶段投资者逐渐开始把股票和股票背后的企业联系在一起，开始做一些与公司有关的投资分析。这是微观的基本面投资阶段。

第三阶段是2002年到2011年，这个期间被称为宏观基本面投资，因为在这个期间大家发现宏观经济很重要，而且宏观经济分析对于判断股市非常关键。在这个期间，我国宏观经济发生了很大的变化，波动性比较大，尤其是2003年我国加入世贸带来了长期发展机遇，然后发生了行业变迁，到了2008年、2009年全球金融危机对我国的影响、我国应对危机推出4万亿元经济刺激计划、全球量化宽松、我国信贷扩张等等因素，都会发现宏观因素对市场很重要，所以越来越多投资者关注宏观基本面的投资。这个期间，宏观掌握得好，做投资就感觉到比较舒服。

从2012年到2015年，进入第四个阶段，这个阶段市场最活跃的板块、最活跃的主题与中小市值有关，就是高成长、高估值、新概念，但是繁华的背后，从根本上看是一级、二级市场的套利。这一阶段以创业板为代表的中小市值股票非常活跃，在投资过程中也产生了很多优秀的公司，在资本市场层面也讲了很多激动人心的故事，但是背后的核心还是一、二级市场套利。

对股票市场而言，高估值和高成长本身是互相促进的一个过程。经分析发现，当前A股中小市值股票的高成长中有一半以上，甚至中证500为代表的上市公司里，超过三分之二的公司业绩是外延式成长带来的，也就是通过并购、通过上市公司定向增发获取现金，收购非上市公司资产，形成了外延式的成长。这个成长本身又是一个高估值，高估值又鼓励上市公司更愿意以定向增发方式、发股票方式来实现外延式的扩张，而不是内涵式的扩张，比如靠业绩、靠成本控制等等。

长期以来，中国股票市场给流动性以极高的溢价，因为上市公司流动性比非上市公司高多了，但背后的根本，是IPO新股发行的核准制，造成了上市公司成为稀缺资源，造成更高的估值。这是2012年到2015年中国股票市场的主题，在这个阶段非常活跃的板块有很多投资方面的故事，其核心就是一级二级市场套利，背后是市场制度发生了深刻变化。

以上这个变化把市场带到了第五个阶段，从2016年开始，A股市场真正进入了立体化的价值投资时代。因为在2016年2月份以后，监管思路发生了重要变化，也部分吸取了此前的教训。整个监管总体的思路是推进事实上的注册制，根本上消除一、二级市场套利空间。

最近陆续发生的一系列事件也表明了这一点，比如停止中概股回归、战略新兴板的推出、出台定向增发和借壳上市新规等等，这对市场、对投资者的预期产生了重要影响。按照这个路径继续走下去，实际的效果就是IPO注册制的效果。

立体化价值投资时代来临

在我国经济无论微观层面、宏观层面都有所改善的大背景下，2016年创业板表现不令人满意，很重要的原因是制度的变化，从根本上颠覆了广大投资者在2012年至2015年这个阶段中小市值股票的投资逻辑，所以在2016年可能真正进入了立体化价值投资时代。

当前A股市场正在回归投资的本源，尤其是在市场化、法治化、国际化的大背景下，市场开始重新关注价值投资、重新关注基本面。这个基本面不仅仅是第二阶段市场关注的微观基本面，也不是第三阶段仅仅关注的宏观基本面，而是微观、宏观基本面都要关注，而且基本面的很多影响因素，比如制度性因素，无论是监管制度、社会制度、政治制度、法律制度还是公司治理制度等等这些中微观因素，也在变得越来越重要。

在这个阶段如何做好投资呢？这就需要树立“立体化价值投资”理念，就是需要坚持价值投资。但同时它对基金管理人和投资人的要求会越来越高，在这个时代做好投资可以说需要全方位的、各方面的知识储备。

在新的时代坚持价值投资，可能会给投资者更大发展空间。实际上市场已经在变化了，虽然这一变化是否可持续还值得观察，但是“数据正在说话”，标志着价值投资时代迎来了一个新的开始。

从2017年以来股票价格的变化来看，到今年4月底，创造了2015年6月份市场在5000点最高点新高的股票数量接近90多只，同时，创新低的股票已经达到了450只。这个新低，是2016年初股市大波动之后的新低，由此可见市场已经严重分化。

通过观察创新高和创新低股票的特点，可以发现在分化的背后，创新高股票的最基本指标——ROE明显维持在较高的水平，而创新低股票的ROE中位数是不断下移的。可见市场在回归投资的本质，回归经济基本面的分析，这个变化很可能是一个结构性的变化、永久性的变化以及新时代的开始。（作者为上海重阳投资管理股份有限公司总裁）

延伸阅读

中国版“漂亮50”值得期待

最近A股市场指数走势不佳，但部分个股表现抢眼，如贵州茅台股价在突破400元大关后接连上扬，一路创下历史新高。对广大投资者而言，该如何看待这些“白马”和“龙头”的表现？当前投资者热议的中国版“漂亮50”会否在A股市场出现？

对此，上海重阳投资管理股份有限公司总裁王庆认为，从目前的情况看，A股市场出现中国版“漂亮50”可能性很大。所谓“漂亮50”（Nifty Fifty），是指上世纪六七十年代在美国纽约证券交易所交易的50只备受追捧的大盘股。盈利增长稳定、业绩稳定、增长预期较好是“漂亮50”最为明显的特征。

“我国股票市场有不同类型的资产，一种类型是过去几年比较活跃的成长板块，一种是与经济基本面相对关系密切的蓝筹板块。成长板块的投资逻辑经过2012年至2015年的充分演绎之后，正在发生变化。”王庆认为，当前A股的制度环境在发生变化，在市场化、法治化、国际化的推行过程中，市场越来越趋于理性，一些高估值板块面临压力。相反一些与经济基本面更密切的优质蓝筹越来越受到关注，成为市场稀缺资产。

“这些稀缺资产很可能受到市场的关注，成为像美国当年‘漂亮50’股票那样的表现。”王庆说。

这些股票可能会分布在哪些行业里？王庆认为，这些股票应该是有业绩支撑，有比较清晰和明确的商业模式，公司管理团队比较稳定和专业，同时它也将受益于我国经济长期的区域性变化，比如消费升级、人口因素的变化等。“这些板块有望出现在大消费、大健康以及高端制造业等领域，市场会给予更多的关注。同时，从估值体系看，市场也将从原来更多关注成长、给不确定性更多的溢价，到现在更多关注可持续性、给确定性给予更多的溢价。” （林 柯）

保险天地

税优健康险如何“叫好又叫座”？

本报记者 李晨阳

国务院要求从今年7月1日起，将商业健康保险个人所得税税前扣除试点政策推至全国，对个人购买符合条件的商业健康保险产品支出，允许按每年最高2400元的限额予以税前扣除。

能够抵扣个税的健康险产品被称为“税优健康险”。也就是说，纳税人在购买此类商业健康险后，可以少缴税，相当于以较低的价格为自己购买一份医疗保险。

据了解，一年2400元的额度，分布到每个月的列支额度是200元，200元的税前列支额度可以理解为每月个人所得税起征点提高200元，按照个人起征点3500元加上200元计算，如果个人购买商业健康险保费超过2400元，每个月个税起征点为3700元。

“此类产品除了税优外，还能带病投保，且不设置等待期，保险公司保证可以续保，与普通健康险产品对既往症拒赔相比，税优健康险更具吸引力。”一位资深保险从业者向记者介绍说。

但其市场表现却和预期相差较远。有数据显示，截至2016年11月20日，全国税优健康险承保44035人，保费规模7124万元。人均保费约为1618元，并未用足政策给予的每人每年2400元的免税额度。因此业内也发出了税优健康险只是“看上去很美”的感叹。

业内人士认为，目前每月200元纳入免税额，纳税人普遍感到额度太小；而且，税优健康险投保环节多，叠加代扣代缴的税收征缴体制，投保流程相对复杂，是导致产品遇冷的主要原因。

记者还了解到，个人税优健康险的目标消费群体主要是纳税人，且我国是以间接税为主的国家。数据显示，2016年我国个人税收只占财政预算收入的6.3%。换言之，我国的纳税人数量有限，税优型福利制度撬动市场的能量不足。举个例子，在试点城市武汉，去年购买税优健康险的人数是2232人，但能享受到免税的人数仅为705人。

从保险公司的角度来看，“税优健康险产品对保险公司的信息系统、资金管理等方面提出了较高要求，因此开展业务相对谨慎。”某大型保险公司相关负责人表示，特别是可以带病投保，且80%的最低赔付要求，非常考验保险公司的精算能力，一旦产品设计出现偏差，此业务将面临不小的亏损。

另外，能够享受健康险税优政策重点在于“退税”。但是，目前大部分地区的税务部门退税流程尚未出台，被保险人无法获得相关福利，造成投保人依然持观望态度。

“税优健康险是惠民工程，具有准公共产品性质。目前繁琐的承保环节亟待改进，要做到方便客户投保，确保简便高效。”保监会相关负责人说。据悉，税优健康险试点作为国家的改革方向，是商业健康保险迈出的重要一步，未来国家还将继续完善相关政策，扩大受众群体，形成保费规模。

值得注意的是，尽管当下税优健康险业务还没有达到预期规模，但中国保险行业协会、平安养老保险公司等联合发布的《2016中国职工福利保障指数报告》显示，没有购买税优健康险，但未来有购买意愿的职工比例达56.5%。

那么，在购买税优健康险时，投保人需要注意哪些问题？保险专家建议，首先应选择有销售资质的保险公司，同时看清产品是否标注“个人税优健康保险”字样，谨防假冒；其次，不少险企推出的相关产品是包含医疗保险和个人账户积累两项责任，也就是“医疗保险+个人账户”的万能险形式，因此投保时应仔细阅读各项条款，包括其保障内容、获赔标准，以及免责范围，避免将来发生合同纠纷，以便更好地维护自身合法权益。