

中国百姓70年财富配置全景图

张锐

共和国70年成长的生命宝库，收录的是一个贫穷大国最终走向繁荣富强的壮丽史诗，典藏的是一幅贫苦百姓如愿迈进富裕小康的绚丽画卷。俯瞰新中国成立以来民众财富配置的历史图景，我们不仅能够清晰捕捉到居民财富拥有规模跳跃式增强的生动华段，更能鲜明触摸到百姓财富管理意识持续腾升的蓬勃脉动，还能欣喜地聆听到公众理财操盘能力跨越式提升的铿锵步履，甚至我们还可以全程追踪到新中国金融行业波澜壮阔的变革与创新之旅。

受到单一所有制的限制，新中国成立之初城乡居民收入除了微薄的工资(城市)与工分收入(农村)之外，其他财富来源可以说是一无所有。资料显示，1949年全国居民人均可支配收入仅为49.7元，如此贫困的家底，对于任何一个老百姓来说，基本上过的都是勉强裹腹的日子，当然就谈不上有多余的闲钱用来打理增值了。数据显示，新中国成立后的1949年，全国城乡居民储蓄存款年底余额只有8.6亿元，人均储蓄存款不到1.5元。

然而，随着改革开放以后非公有制经济成分的日益活跃以及劳动力市

场的弹性增加，居民收入来源呈现出不断多元化的趋势，民众财富得以飞速地扩身与增长。数据显示，2018年城乡居民人均可支配收入达到2.82万元，比1949年增长567.9倍。一般来说，居民可支配收入主要由居民储蓄和居民消费两部分组成。在已经完全解决了温饱，同时还有不少家庭已经提前进入小康生活状态的背景下，民众手里的余钱也越来越多，在这种情况下，具有国家背书商业银行储蓄于是成为了居民财富配置的首选。按照国家统计局公布的最新数字，2018年国内住户存款余额为72.4万亿元，人均储蓄存款超过5万元。

有一种现象值得关注，据央行统计的数据显示，从2008年至今的十年中，城乡居民存款增速从18%下滑到了7%左右，十年时间存款骤降了70%。但这并不能代表国内民众远离储蓄，而是财富配置品种与方式上发生了明显的转换，即伴随着城市商品房改革的启动，绝大多数居民开始动用储蓄投资购买刚需住房，家庭财富也由货币资产变成了实物资产。

从新中国成立到1978年以前，城市居民住房都是由公共财政统一建设和统一分配，这种公房管理的计划经济方式虽然表面上看给百姓带去了

免费性福利，但民众的居住生活质量却始终未能得到改善。从一家人拥挤在十几平米的平房中，到后来直洗室和厕所都只能共用的筒子楼，长达30年的“蜗居”让从中走过来的普通民众至今心有余悸。数据显示，1949年，我国人均居住面积只有4.6平方米；到了1978年，由于人口增长等原因，人均居住面积更是下降到3.9平方米。但破冰也正是因为1978年开始，当年国内不少地区开始出现通过提租、出售公房以及停止住房实物分配的探索，直至1998年，国家全面推行住房分配制度改革，商品房开始跃进居民家庭，并成为许多家庭财富配置的首选方式。据国家统计局公布的最新数据，2018年我国城镇人均住房面积39平米，总面积达到300亿平方米。无论是居住面积还是居住条件，今天的城市居民的获得感与满意度都可以说是历史上最好的时期。

对于绝大多数中国家庭来说，储蓄和房产目前是占据显著优势的两大财富配置品种，但随着国内多层次金融市场的日益完善，同时叠加着各种金融品种的不断推陈出新，民众的投资选择空间被充分地拓展与拓宽，投资渠道与投资场景也越来越丰富，居民财富配置已经进入多元化时代。

股市投资：不同于29年前“老八股”上市时只有少数投资人通过柜台交易方式进行买卖，如今A股市场囤积了3600余家上市公司，沪深两市有多达1.51亿的投资者凭借电子交易方式参与其中，另外国内还有1亿人通过购买基金的渠道间接参与到股票交易中来。2.5亿投资人不仅撑起了总市值超过63万亿元人民币的全球第二大股票市场，更重要的是股民还以自己的特有金融行为支持了国有企业的转型与转轨以及民营企业的融资需求。

债券投资：新中国成立后中央人民政府在1950年1月发行了2.6亿元的“人民胜利折实公债”，但由于发行规模不大以及当时民众购买力非常有限，国内只能有极少数人参与认购。最新数据显示，目前中央政府国债余额为13万亿元人民币，相比首笔国债规模增长了5万倍。另外，继1982年推出第一批公司债券后，金融债、地方政府债、公司信用债、政府支持机构债券以及资产证券化等债券新品竞相涌现，我国债券市场成为了规模突破90万亿元人民币的全球第二大债券市场。数据显示，截至2018年末，国内非法人机构投资者持债规模21.86万亿元，持债占比28.9%。

黄金与外汇投资：自从2004年个人黄金买卖业务开闸后，金交所投资者由当时的不足1万人，扩容到了如今1300万人，15年增长了1300倍。如果再加上购买实物黄金、参与银行纸黄金交易、账户金等投资者，以及在证券市场参与黄金ETF和黄金期货等用户，国内黄金投资者至少达到了1.2亿。与此同时，本着保值与赚取收益的不同目的，国内还有1亿人通过银行柜台、网上银行、手机银行、电话银行或银行提供的互联网交易平台进行外汇交易。

银行理财：从2004年光大银行推出第一支人民币理财产品以来，14年间，全国共有403家银行业金融机构发行的理财产品共4.8万只，存续余额22.04万亿元。对于银行理财产品的认知，国内众多投资者最初主要是基于刚性兑付且收益率远高于固定收益产品而竞相抢购，但随着“非保本”、“净值化”、“破刚兑”的蜕变，银行理财产品开始回归理性，不过，作为许多家庭财富的标配，银行理财产品依然赢得了超过1.1亿用户的拥趸。

保险投资：与新中国成立时保险业完全一片空白截然不同，除了参与政策性保险投资外，目前国内居民基于分红以及风险屏蔽目的的商业保险投资也日渐看涨。据中国保险业协会发布的调研报告，目前国内26至45岁人群购买保险的比例高达79.9%，同时，2018年15.64%的中国家庭将保险作为投资首选，而这已经是保险连续三年排名第一，

且保险的投资意愿上升到了历史最高。

彩票投资：1987年7月新中国发行第一张福利彩票，当时大多数人对彩票知之甚少，一年销量还不足1800万元；到1994年国务院批准原国家体委发行体育彩票，不到两年彩票销售额便超过百亿元，截至去年我国彩票总销售额达到5114亿。数据显示，彩票上市以来的32年时间里中国人一共买了3.7亿张彩票。互联网理财：互联网的创新基因催生了余额宝、P2P等全新的投资品种。数据显示，诞生不到6年时间的余额宝累计交易用户突破6亿户。另外，面世已有12年的P2P更是赢得了不少投资人的追捧，其中正式接入中国互金协会的98家平台累计出借人数量达到3736.22万。

动态预测：在普通百姓财产收入随着经济的增长继续获得普遍性叠加的同时，国内高净值人群的数量也将持续扩容。因此，像债券等波动性低、流动性高以及黄金等保值性强的金融品种将会受到投资者的持续拥趸，同时不动产、股权、信托基金等高端金融品种也将赢得高净值人群的频繁介入，目的就是增加财富的韧性和抗波动性，实现更好的代际传承。另外，伴随着中国资本项目的逐步放开，在坚持资产配置以国内为前提下，中国百姓的投资脚步将密集地迈向世界，民众财富配置的全球化时代正在到来。

PE“产业赋能”实力将影响格力竞购案走势

胡学文

交易额超过400亿元的格力电器股权转让进入关键阶段。这场吸人眼球的股权竞购最终将在高瓴资本和厚朴投资两者中诞生。两家机构都是大块头，也都有出色历史业绩，这使得这宗股权竞购的结果有了更多悬念。到底谁将最终抱得美人归？

笔者试图结合珠海方面早年发布的征集受让方公告来寻找和解析一定的可能性。根据早前发布的征集受让方公告，除了一些可以直接量化的硬性标准，还包括股权转让的意向受让方需为一致行动人，且需具备改善公司法人治理结构、引入有效技术、市场和产业协同等战略资源等关键能力。以上可以理解受让方要有为格力实现产业赋能的实力。换句话说，除了有资金实力外，核心要素是受让方能“为公司实现产业赋能”。以目前候选的高瓴资本、厚朴投资两家PE机构来看，资金实力等硬性门槛应该问题不大，相信珠海方面更多会关注机构报价、合规性，尤其是为格力实现产业赋能的资源整合能力。

那么，高瓴资本和厚朴投资二者的产业赋能实力又有何差异？高瓴资本成立于2005年，是亚洲最大的投资机构之一。投资覆盖TMT、生命健康、消费零售和企业服务等领域，并且横跨最早期的种子投资、风险投资、私募股权投资，上市公司投资，以及并购投资等股权投资的全部阶段，十多年来已投资了一大批重新定义所属行业的优秀公司，其中包括：腾讯、京东、美团点评、爱奇艺、滴滴、百丽国际、百济神州和药明康德等。高瓴资本宣称，其特色是“不仅提供持续的战略资金支持，同时还内部孵化和打造了数个消费和医疗健康服务运营平台，拥有包括工程师、电子商务专家、品牌市场专家和人力资源专家在内的上千名专业化运营人才”，这些资源都为被投资企业增值服务提供了差异化的有力保障。

从历史经验来看，高瓴实现产业赋能的投资案例较多，投后资源整合包括促成合并、推动战略合作、推动数字化转型、推动产品创新等众多层面。以促成合并为例，高瓴资本就先后推动了滴滴、快的和优步中国的先后合并案、美团和大众点评的合并案、蘑菇街和美团的合并案等；推动战略合作方面，推动京东和蓝月亮的合作最为典型，高瓴投资蓝月亮，并安排蓝月亮高管接洽京东，研讨蓝月亮重新设计自己的包装，旨在让产品更容易走进京东的快递箱；此外，撮合京东商城腾讯系电商也是高瓴的手笔，如QQ网购、拍拍网等。推动被投企业的数字化转型也是高瓴资本的拿手好戏，传

统制鞋企业百丽就是典型一例，可以说高瓴开启了百丽的企业数字化转型，利用科技创新重塑线下传统门店，借助数据化工具赋能百丽基层店员等做法让这家传统企业焕发新机。推动被投企业产品创新方面，高瓴鼓励蓝月亮放弃传统洗衣粉市场，坚定投资开发当时国内尚无品牌的洗衣液，进行产品创新，加大市场投入，教育消费者改变洗衣方式，蓝月亮在洗衣液领域取得巨大成功。

有券商研报分析认为，落地到格力上，若最后高瓴成功获得股权转让，预计在推动多方战略合作、加速信息化建设、为多元化拓展保驾护航等多层面实现产业赋能的概率较大。厚朴投资相对神秘，通常都是斥巨资投资的消息才会广受关注，相比之下被投项目的投后管理信息较为少见。公开资料显示，厚朴投资是一家在2007年组建的私募股权投资基金，采用国际PE行业常用的有限合伙制，其创始人包括高盛高华董事长方风雷、毕马威会计师事务所原大中华区主席何潮辉、高盛亚洲投资银行部原联席主管王忠信等人。值得注意的是，厚朴基金本身并没有官网，在外界看来较为神秘。

另据媒体报道，厚朴投资与此次同时有意参与格力电器股权转让的淡马锡关系密切。淡马锡是厚朴投资投资者中出资最多的有限合伙人(LP)，出资额为8亿美元，高盛其次。据悉，厚朴投资的制度设计、后台管理、投资策略都是在淡马锡的帮助下建立起来的。

从已经公开的案例来看，厚朴投资对外投资有几大特点：一是都是大手笔，比如2009年1月，以厚朴资本为首的投资团接下中行H股的32.4亿股，耗资55.4亿；同年5月，厚朴资本联手淡马锡共耗资约567亿，接盘美国银行预减持的135亿股建行H股；2009年7月，厚朴投资联合中粮集团以61亿港元的资金入股蒙牛，开创了“国有资本+民营资本+PE”新型合伙方式以及中国财团以160亿港元(约790亿元人民币)的价格成功收购亚洲最大的现代物流基础设施提供商普洛斯；二是都是大行业，石油、金融、能源、物流、铁矿等；三是近年来对互联网独霸领域的投资频现，比如商汤科技、蚂蚁窝、小米等知名互联网企业都有厚朴投资的身影。

事实上，自格力股权竞购将从高瓴资本和厚朴投资二者诞生消息发布以来，关于谁将最终赢得这场股权争夺战的争论就没有停止。业界、投资者都在关注事件的进展，而这笔数百亿元“大买卖”中最重要的两位角逐者——高瓴资本和厚朴投资都在竭力

争取最后的胜利。

据财新网报道，目前，控股股东格力集团正在组织评委会，如果一切顺利，“评审结果大概率在10月中旬公布”。这意味着，竞购最终结果有望很快浮出水面。从两家大机构的情况来看，都具备了格力电器受让方的招募条件，历史经验显示为被投资项目产业赋能实力也不分伯仲。

然而，在笔者看来，竞购成功只是开始，无论最终是谁来接盘格力股权，助力主营业务、国际化、多元化布局和产业创新的长效发展，都要面对“为公司实现产业赋能”的考核硬指标，更是考验资本和管理层的大命题。期待这场股权竞购争夺早日瓜熟蒂落，格力电器在新股东带领下走得更好更远。

联系我们

本版文章如无特别声明，纯属作者个人观点，不代表本报立场，也不代表作者供职机构的观点。如果您想发表评论，请打电话给0755-83501640；发电子邮箱至pp118@126.com。

“酒喝不炒”的逻辑

李宇嘉

中秋节前，笔者去香港开会。想着“双节”来临，市场传言53度的飞天茅台，可能将突破3000元/瓶，于是顺道在免税店买了两瓶，每瓶折合人民币2283.6元。即便近期人民币贬值，多花了一百多元，但想想，能以低于市场价近20%买到国产头号奢侈品，而且还是货真价实的真茅台，压箱底当“硬通货”也好、送人也好，可谓“两相宜”，心里窃喜一番。

但不成想，近期53度飞天茅台的市场零售价，居然下跌了10%。9月11日，茅台股价下跌4.85%，创年内第二大单日跌幅，并直接崩了白酒板块。奇怪了，此前券商不断上调茅台目标价，市场也笃定涨价。理由还是原产地“信仰”与价格无弹性的需求端，世界上只有1个茅台镇、1条赤水河，而国人需求的基因里，不是咖啡、鸡尾酒，而是茶和白酒。马云说：“年轻人总有一天会喝茅台，要到45岁才见分晓。”既然如此，为何跌价了呢？

对于飞天茅台为何“不飞”了，业内认为，主要原因就是，厂家开始压缩销售链条上的价格盘剥。“让工薪族喝得起”，这是茅台的国企责任。但是，厂家低价出货的良好诉求（出厂价仅969元/瓶），到大经销商囤货，再到小经销商抢货，中间环节再夹杂上黄牛干扰，最后到消费者手中，已将价格推

高至云端了。但即便是2500元的零售价，也难以买到真品。

作为国企，酒厂卖一瓶只拿到969元，而中间大概1500元流入到各色经销商、黄牛及寄生在流通环节上的“薅羊毛者”。国企损失了税收、消费者花高价买不到正品，这个奢侈品的使用价值还剩多少？管控销售链条价格盘剥，一直就没停过，“酒喝不炒”、“严守1499元的价格底线”等，绝不是新任董事长才强调的，不久前因寻租“落马”的那位也说过。

关键是重构销售链条。否则，在出厂价远低于消费者用钞票“投出”的市场价的情况下，对经销商和黄牛来说，倒卖茅台是稳赚不赔的生意，任何反囤积、反黄牛的政策，都会被对策攻陷；对消费者来讲，改变不了工薪阶层消费不起，想消费的有钱人被薅了几层羊毛，还不一定买到正品的命运；对茅台酒来说，它会继续撒“酒疯”，“酒炒不喝”的结局无解。

近期，美国会员制商超Costco又火了，还是因为飞天茅台脱销的事情。不久前Costco上海闵行店开业时，就因为飞天茅台脱销火了一把。不过，基于中国零售业滔天骇浪的惨烈竞争，业内都不看好Costco，很多人掰手指数Costco离倒下去还有多久。以后，大家别这么干了，因为Costco可能是普通消费者，甚至是工薪阶层，能喝得起茅台的唯一念想了。

1498元，比“底线价”还低1元，这是Costco给出的会员价，它比国内经销

商之间流转价格至少低了500多元，比零售价格低了1000多元。9月11日至12日，也就是中秋节前2天，只要排3个多小时，Costco的会员就能以这个超低价，买到一瓶飞天茅台酒。

以往经久不治的黄牛党，在这里很难派上用场。进场时先排3-4个小时的队，工作人员逐个核实会员，会员付款后，再拿购物小票领取一张购酒卡（一卡一瓶），最后去专柜排队领酒。若经历这般周折，还有会员将酒卖给黄牛，那也是“拼到醉”。不过，如此倒卖的成本不到10%。而且，门外的黄牛价为1900元，比以往的2200元降了不少，也算是“去泡沫”了。

茅台厂就是看重Costco成熟的会员模式，连续两次将2万瓶茅台批给Costco，让消费者有可靠、便捷的渠道买到。这恰恰迎合了Costco这类提供会员喜欢的商品，让利会员吸引入会，靠会员费盈利的商家。若货源都投给Costco等会员制商超，茅台酒零售价会降低不少。

事实上，消费品用材大多很便宜（茅台成本是售价的1/50）。很大程度上，价格高是销售环节盘剥的结果。近期的猪肉、运动标，之前的阿胶，除供给端的问题，流通环节层层盘剥和炒作是价高的主因。国家要建23个物流枢纽，也是为降低零售成本。市场经济搞了40多年，流通成本居高不下实在令人汗颜。希望类似Costco的商超多一些，这也是消费崛起的福音。

龙头股溢价效应为何越来越明显

付建利

近日去拜访一家互联网科技公司的CEO，谈及如何留住人才，这位CEO说：在深圳南山科技园的互联网科技创业企业面临的一个最大问题，就是好点的技术人才和产品经理，很容易被旁边的互联网巨头公司挖走。而对互联网无霸企业的人才虹吸效应，不少中小创业型企业都面临人才难留之困。这也从一个侧面反映出，在在互联网的世界，龙头企业越来越“通吃天下”，每一个细分行业，都越来越加速呈现出“强者恒强”的马太效应。

与之相对应，在A股市场，投资者会发现，以往市场行情转暖时那种“齐涨共跌”的现象，已经不大出现了，取而代之的，是每一个细分行业的龙头股一个劲地涨，同行业的其他大部分“队友”，则不会出现跟涨的趋势，如果投资者抱着谁“滞涨股”的思路，十之八九会亏损或者达不到预期投资收益。

在最近这轮科技股的行情中，无论是半导体，还是通信行业、软件股，基本上都是各个细分行业的龙头股在涨，同行业的其他个股则大多一直不涨甚至下跌，或者微涨。再以5G概念股为例，无论是射频、滤波器，还是光棒、光模块，基本上每个细分行业都主要是一两只龙头股在涨。白酒股更是如此，除了龙头白酒股贵州茅台、五粮液、泸州老窖、山西汾酒涨幅居前外，大部分的四三线白酒股，其实涨幅并不明显，这和以往牛市中“龙头一涨、鸡犬升天”的景象，确实大不一样。

换言之，在A股市场当下的这个阶段，细分行业的龙头股才有可能享受估值溢价，非龙头股的估值溢价效应，已经越来越成为“明日黄花”了，这到底是因为什么呢？

这个问题其实不难回答，和互联网巨霸企业的人才虹吸效应一样，中国经济发展到当下这个时段，各个行业的集中度正在加速提升，互联网和移动互联网的飞速发展，再一次加

大了各个行业集中度提升的进程。善于运用互联网和移动互联网的企业，市场份额会越来越来大，不善于运用互联网的企业，可能只能面临日薄西山窘境，抑或直接被淘汰。互联网的典型特征，就是赢家通吃、强者恒强，它突破了时空的拘囿，谁能抢得先机，谁就能步步高升、招招领先。互联网行业发展到现在，在社交领域，确实很难看到能够超越腾讯的；而在电商领域，确实也很难看到能够超越阿里巴巴的，不是众多创业型企业不努力，而是世界的玩法变了，游戏规则变了。

从产业经济的这个趋势出发，A股市场的投资者，也应该顺势而为，尤其是新兴行业，大多是与互联网和移动互联网紧密相连，一路发展起来的，比如大数据、人工智能、万物互联，每一个细分行业竞争到最后，可能只有龙头企业才能活下来，而龙头公司在A股市场的估值溢价，将会越来越明显。如果你看好科技股，最好的风险控制比，就是投资各个科技细分行业的

龙头股。

龙头股的这种估值溢价效应，在A股市场以存量资金博弈为主要特征的背景之下，会越来越加强，非龙头股享受估值溢价的机会将进一步降低，市场空出的机会，就是结构性投资机会。在中国经济增速下滑的阶段，类似于2006年、2007年的系统性牛市机会，出现的概率越来越小，股票市场的指数尽管不会那么容易出现牛市，但结构性机会丝毫不亚于系统性牛市，比如主营业务为PCB的沪电股份，过去一年最高差不多涨了整整7倍！这种涨幅放到系统性的牛市里，也是非常罕见的。

当然，龙头股的估值溢价效应越来越明显的同时，投资者固然享受不到各个行业“齐涨共跌”的投资机会，但结构性机会丝毫不不会少，只不过，这对投资者的投资能力，要求越来越高。最近几个月的科技股行情，虽然如火如荼，但享受到这场盛宴的投资者，其实并不多。投资除了考量你的选股能力，更要考验投资者的耐心和信心。