

华平投资集团孙强访谈：私募投资必须依靠宏观指路

2013年11月13日



在2003-2004年间，美国华平投资集团（Warburg Pincus）的董事总经理、北亚区负责人孙强进行了一项宏观经济调研，通过对国内外众多经济学者及研究机构进行访谈，总结了一些宏观趋势，并分析其对各个行业的影响。孙强同时也是沃顿商学院校友。通过对访谈资料历时一年的整理归纳，孙强提出了“中国未来十大发展趋势”，其中包括大规模城镇化、中产阶级的形成、全球制造业向中国转移、金融服务业的迅猛发展、持续全面投资基础设施、国内企业的崛起、人口老龄化、环境污染恶化、农业耕作现代化，以及开放医疗和教育领域等。

十年倏忽而逝，中国社会在这十年间的现实变迁，基本验证了孙强当时为华平内部投资而做出的展望。十年来华平中国团队根据这些宏观趋势的分析，选择了受其影响最大的几个行业，把投资人员分入房地产、医疗保健、TMT（科技媒体通讯，Technology, Media, Telecom）、消费和能源等五个重点行业小组，深耕细作地发掘行业投资机会。“好风凭借力”，由于较早分行业聚焦投资，华平赶上了十年来房地产迅猛发展、连锁零售遍地开花、医疗保健全面覆盖等几大浪潮，创造了一些成功案例。

最近，孙强接受了沃顿知识在线专访，就下一个十年周期提出他初步的看法。孙强认为，人口老龄化加快、环境污染恶化、进一步城市化、金融改革深化、土地和户籍制度改革、农业现代化、政府和企业消化过剩产能、去杠杆化等是今后十年的宏观趋势，随之将带来大量创业和投资机会。

不过，同时他也认为，中国尚为以计划经济为主导的体制，政府的改革意愿和力度直接影响到这些宏观趋势演进的速度，将给未来的经济发展带来极大的不稳定因素。国家面临的产能过剩、经济发展结构不合理、劳动生产率难以进一步提高等问题，也增加了投资的不确定性。

尽管前面道路崎岖、障碍重重、危机暗伏，孙强仍然相信中国未来十年将产生打造世界级优秀企业的机会。他说：“资本不能创业，它只能扶植创业。在宏观趋势推波助澜、汹涌奔腾的过程中，我们必须寻求远洋巨轮、优秀舵手，成为风口浪尖的弄潮儿。”

以下为经过整理的访谈内容。

沃顿知识在线：十年前，你进行了一项宏观经济调研，总结了未来可能的十大趋势，当时是根据怎样的理论框架和数据基础进行预测的？

孙强：我想澄清一下，十大趋势并非预测。当时我们的目的，是希望通过与各大机构、经济学家和咨询专家的访谈，提炼出对投资比较有指导性意义的一些宏观趋势。在中国这样巨大、复杂、瞬息万变的市场进行投资，私募基金必须把握大势。回顾私募行业在中国过去二十年来投资最成功的企业，大部分都是顺应或超前了发展大势，加之出色的管理和运营，才在众多的竞争对手中脱颖而出。我们就是本着探索大势初衷去访谈一些经济学家以及有见地、有影响力的研究人员的。

因此，我们提出的观点并非华平原创，而是在众人意见基础之上提炼和升华而来的，如同写小说——源于生活、高于生活。所谓的“预测”实际上只有十句话、一页纸而已。

我们在做调研时发现，访谈的专家大多注重短期预测，研究中长期趋势的专家和著述如凤毛麟角。而且各类学者的研究方向不同，侧重面各异，很难找到对社会和经济各方面的问题进行全面分析的专家。另外，我们需要的不是分析在不引发通货膨胀条件下的最高增长值是8%还是8.5%的“理论经济学”，而是能够指明投资方向的“实用经济学”，所以不能单纯翻阅权威学术机构的高深研究论文和著述、请教扬名海外的专家学者，而是要从我们实际关心的问题入手去探索、总结与我们投资行业息息相关的宏观趋势。因此，我在2003年得出的十大趋势比较实用，根据这些趋势预测选定的投资方向和行业也基本正确。

沃顿知识在线：就十大趋势进行判断之后，是如何具体指导团队的投资实践呢？

孙强：2003年以前，华平与其他PE公司一样，投资团队不分行业、不分类别，什么都看、什么都抓。但是经过几年的折腾，我们发现这样遍地撒网的命中率很低。之后我们按照地域划分团队，“地毯式轰炸”一个省或一个市，但这样虽然抓到了项目，效率却很差，因为投资团队没有经验和行业知识的积累，每接触一个行业，都要对其行业的情况从头学起。

于是我们决定按行业划分团队。可是，中国地大物博，有几百个行业，该看哪个、不该看哪个行业里呢？经过总结十大趋势，我们才有信心和胆量把焦点聚集在与十大趋势紧密相关的高成长行业。2003年开始，华平在亚洲开始组建行业团队，专门研究、跟踪重点行业的优秀企业，这在PE圈是超前的，后来成功的效果也比较明显。现在，华平在中国的重点投资行业已经定型，即房地产、医疗保健、TMT、消费和能源五大行业。

城市化带来城市人口的增长、对住宅和装修的需求，以及随之产生的连锁零售和经济型酒店服务，指引了我们的房地产和消费品团队投资富力地产、绿城地产、阳光100、红星美凯龙、国美电器、7天酒店等等优秀企业；医疗保健覆盖面的扩大和医疗制度的改革引导我们入股哈药集团、乐普医疗、积大医药、美中宜和、时代天使和普华和顺等企业。行业专注既帮助我们获得了好的投资项目，还为向被投资企业提供增值服务奠定了经验基础。

沃顿知识在线：在十大趋势中，您认为哪些是全球性趋势，有哪些具有明显中国特色？

孙强：这十大发展趋势中大部分是其他国家在同样发展阶段已经经历过的，如城市化、环境污染、老龄化、农业现代化、基础设施投资、医疗改革等，但也有中国特殊之处，如中国成为“全球工厂”。统计数据显示，中国近年来在全球贸易的占比急速增加，甚至在若干行业已完全占据主导地位。这得益于中国政府的贸易优惠政策、农村转入经济特区的廉价劳动力和沿海地区不断改进的出口配套基础设施等，这些因素是印度等其他国家至今尚未能复制的。城市化进程在其他发达和中产国家都曾经发生，但是规模和速度都远远不及中国。

当然，中国特色并非全是益处。比如快速工业化所造成的环境恶化。在国家富裕起来之前就进入老龄化社会、缺乏全民医疗保健制度等。在环保方面，虽然很多发达国家同样经历了“先污染、后治理”的过程，但中国会格外痛苦。原因是其一，环境恶化速度之快、面积之广、危害之大，使其治理难度大大增加；其二，处于发展积累过程中的中国既要考虑环保，又要顾及治理成本和保全发展速度，加之今天信息时代的瞬间传递，民众对于环境污染的反应日益强烈，使政府非常难以把握平衡于取舍。

沃顿知识在线：不同趋势的发展速率可能不同，哪些趋势在过去的发展稍稍滞后？展望未来十年，您认为有哪些重要趋势将加速发展或值得重点关注？

孙强：我们正在研究、总结、梳理今后十年的宏观趋势。我们认为金融改革、人口老龄化和环境污染恶化这三大趋势在未来将加速发展。中国金融业的发展在过去十年相对滞后。过去10-15年中，民营企业在很多行业的参与程度都呈明显上升趋势，唯独金融业和能源业是例外。在银行业，没有一家民营银行进入行业前五，可与四大行比肩；保险业中，只有平安保险一家跻身行业前列。证券业改制变革后所有制比较复杂，但表面上看还是国有制占主流。

未来十年，我认为由于经济形态的发展倒逼，金融改革以及金融行业的迅猛发展势在必行。其背后的逻辑有三：其一，人均收入超过一定水平后，产生的投资需求会刺激金融市场和金融产品的发展；其二，人口老龄化过程中，民众为退休进行储蓄和投资的需求将继续上升；其三，社会保障基金、养老基金、共有基金和保险基金的膨胀造成投资人的涌现，导致对金融服务的宽度、质量和品种的需求大大增加。金融机构改革发展才能跟上，满足行业的发展需求。我们注意到，新一届中国政府多次表态支持金融创新和金融服务业向民营企业开放，由此可能会给我们带来机会。

现在，人口老龄化趋势正在加速，独生子女政策的弊端已快速暴露出来，即便现在政策放开，新生儿二三十年后才会进入劳动力市场，未来十年，社会化养老怎样实现，如何满足老年人的服务和福利需求？这个问题也同样值得重点关注。

此外，民众对于清洁环境的渴求日趋强烈。过去30年的盲目发展带来的环境污染代价已非常明显，而且稍微出现一点问题就迅速曝光，引起公愤。整体而言，当下中国解决环境问题的决心和力度都远远不够，环境矛盾日益激化。在改善生态环境与经济高速增长、维持低成本优势之间，政府和企业面临日益痛苦的抉择过程。

沃顿知识在线：趋势与投资机会不完全等同，在这些趋势中，哪几个领域的投资机会比较多？

孙强：具体很难确定。投资机会本身是在动态演变中产生的，如果事态一成不变，投资机会就很难出现。只有各方面条件成熟、大规模市场需求产生时，企业才会长足发展或重组改变，引出资金需求的机会。比如，老龄化趋势导致近年来关于老年地产、老年护理的概念炒的沸沸扬扬，但大多数都是借老年福利向政府要低成本地块，并没有成型的商业模式和业务模式。曾有经济学家说，资本无法创业（Create ideas），资本只能是扶持创业（Follow ideas）。私募基金在找准大趋势后，就应该追寻这些趋势的受益者，瞄准优质企业进行投资。

华平对城市化加速、金融业发展、老龄化、环境保护、土地改革等宏观趋势都将密切关注，已经开始分析，希望从中找到规模大、效益好的长线投资机会。由于中国的市场千变万化，我们必须紧跟外部环境的变化，及时调整具体的投资方向。

比如，华平认定消费品和零售业是发展大势，但是，由于电子商务的兴起，我们就要考虑这个因素，微调投资方向；再比如，城镇化肯定会持续，但下一步是向一二线大城市集中发展还是卫星城广布延展呢？如果集中式发展，占据大城市的连锁零售的集约效应就更强；如果是放射性卫星城镇式的发展，分散型的区域性服务机构就大有可为。

中国目前还是计划经济体制占主导地位，有些趋势（如金融业改革和医疗卫生体制改革）能够真正实现、造就产业机会，还要看政府推动的时机和力度。金融、医疗、教育的蓬勃发展，在相当程度上取决于政府的改革开放。只有政府放松民间资本的准入管制，民营银行、连锁诊所、民营医院和民办学校才会有机会。

沃顿知识在线：在金融业，您个人会看好哪些投资机会？

孙强：国际经验是，人均GDP超过5000-10000美元后，金融行业将会腾飞。到目前为止，中国金融业的发展受限于行业准入、监管严格等制度环境，未有重大突破。我相信，一旦金融改革推进，准入放开，崭新的融资和投资模式将会层出不穷。

举例来说，近两年保险业整体增长乏力，市场渐渐开始出现第三方销售代理机构，就是一种新型的金融中介服务。目前美国的保险销售，不管是寿险还是财险，50-70%都是通过第三方代理来完成，这些代理以客户为中心，在不同保险公司的各种保险产品中挑选出适合客户需求的产品，让客户选择。而在国内，保险销售的第三方中介企业还有待发展，因为保险公司多为大型国有企业，它们通常不用中介代理机构，而是自建销售队伍。即使用了中介，他们在代理佣金分成的谈判方面也拥有绝对话语权。相比之下，销售全面金融产品的第三方理财企业，虽然处在灰色地带，但路子走得很宽，发展也很快。

近来，互联网发展如火如荼，利用网络和高科技提供金融服务将会拥有绝佳的发展机会。传统金融机构受制于它现行的系统，比较难打破常规而且患得患失，行动迟缓，容易被新生企业超前。支付宝就是依托淘宝网强大的现有业务支撑，为客户提供便捷的支付工具，其未来的可能性和体量都非常可观。今后，网上支付、网上银行、网上保险将蓬勃发展，创新举措层出不穷，为VC/PE创造介入的机会。

沃顿知识在线：关于房地产的前景，各界的争议非常大，您认为，中国地产业的兴旺发达可以持续多久？

孙强：提到房地产，大家都认为是住宅地产，又与大众息息相关的房价连到一起，所以非常敏感。实际上房地产的范围很广，住宅只是其中一部分，其他还包括商业地产、工业地产、旅游地产、物流地产等。所谓的中国房地产兴旺发达，应该是指整个行业的前景。

大中型城市的住宅下一步发展，和土地改革紧密相关。一线城市的房价之所以如此昂贵，起源于土地市场供求关系不平衡。大中型城市土地供不应求，三、四线城市和农村地区的宅基地和集体用地的利用率却很低。现有制度下，农民只有土地的承包使用权，没有所有权，而且土地与户籍制度捆绑，影响劳动力自由流动，对经济发展产生了严重的制肘。中国土地制度已经到了必须要破冰改革的时候。

如果土地制度变革真的发生，会有怎样的投资机会呢？农民可以从小农耕作转为大规模的现代化耕作了，产生现代化大农场；土地和户籍改革有助于目前居住在大城市中的流动人口在当地安营扎寨、长期居住，进一步催生教育、医疗等服务业的机会。

沃顿知识在线：对于新的服务业态和商业模式，华平是如何控制风险的？

孙强：通常风险和回报是成正比的，高风险的投资，应该获得高回报-所谓“不入虎穴，焉得虎子”嘛。但是，在现实社会中，经常碰到风险和回报不匹配的情况，而私募投资者必须时时对两者进行评估，找出最佳平衡。不同风格的私募基金投资的时候，对市场需求、商业模式、产品实力、竞争势态、道德风险、管理能力、财务状况等等不同风险的考量是不同的。创业投资愿意承担前三种风险，而成长型和并购型投资一般则只愿意承担运营风险或者财务风险。

对于全新的创新模式，在证实它的市场需求、盈利能力之前，华平一般不会投资，所以它的A轮和B轮投资，通常是风险投资人（VC）参与。等企业发展到一定规模，需要融资扩大市场、尽快增长时，华平的资金才是最合适的。如果企业出现危机，或者进行重组，并购基金就可能有收购、改造这样的企业的投资机会。

沃顿知识在线：作为知名投资人，您阅人无数。根据对中国企业家的观察，就该群体十年来的表现您给出怎样的评价？

孙强：阅人无数不敢说，但我觉得中国的企业家过去十年在企业治理、发展战略、行业视野、市场运作等方面有了很大的提高。改革初期创业的大多是个体户，之后有一批敢闯、敢干、肯学的“个体户”看准发展浪潮，把企业发展到一定规模。他们雄心勃勃，非常注重学习，并招贤纳士，去商学院攻读EMBA或者国外短期进修提高自己。中国的企业家正在从“草根”、“土豪”的阶段向具有高瞻远瞩的战略眼光和现代化管理手段的领军人转化。

不过，也不得不承认，也有一些企业家不受道德和商业规则的约束，一味追求本人和自己企业的利益，甚至采取各种手段欺瞒利润、转移资产来坑害投资人。尽管他们的企业成功了，个人也发了大财，投资人反而遭受亏损。另一种遗憾的现象，即俗话说的“过河拆桥”。企业家在创业时或者发展中需要资金时，引入了投资人，但功成名就后就把别人的帮助忘在了脑后。

我认为，企业家和投资者之间是相互依存、双赢互利的关系。资本只能支持创业，企业家在与投资家的博弈中掌握了主动权。双方应该加强沟通，紧密合作，才能促进企业的增长和市值的提高，创造双赢。

沃顿知识在线：投资行业是高度依赖人力资本的行业。我们发现，十年间，华平中国区的团队大体保持稳定，流动率远低于行业。您能分享一下管理心得吗？

孙强：华平资深投资团队在公司的平均工作年限达到8年-12年。要管理聪明能干的投资专业人士可不容易。在薪酬之外，现代企业要挖掘的是员工的创造力。只有打动了他们的心、调动了他们的积极性、开拓了他们的思维，企业才能最大限度地释放出他们的正能量。要达到这个目的，必须建立让员工信服、认可、遵从的企业文化。而公司领导只能通过以身作则、潜移默化的方式来培育企业文化。领导人要切忌当“老板”，而必须当“领袖”。领袖前行，则需身先士卒、为人表率，要构建和维护一套公平透明的游戏规则；并且要把自己的思路 and 计划传播给员工，把所有人的力量拧成一股绳，朝既定的方向迈进。