

39位知名投资人教你的股市长赢之道

价值的力量

雪球 / 编著



杜猛
刘文动
周良
张坤
吴俊雄
张磊
邓俊涛
但斌
张磊
肖志刚
方锐
刘巧记
金昌明
夏志平
林园
申毅
田汉卿
杨超
赵非
罗国庆
洪波
姚婷
曹炳良
徐大力
黄建平
张小丰
萧楠
董剑
陈子仪
方三文
程敦勇
杨玲
许之彦
Rocky
马慧
张磊
李迅雷
李大霄
魏东

人生就像滚雪球，重要的是发现很湿的雪和很长的坡。
—— 巴菲特

中信出版集团

序言

正如大家知道的那样，多年来我一直是身体力行的“投资中国”论支持者，持有的股票以中国企业为主。

为什么要投资中国？

中国拥有全世界最大的单一市场，大陆人口规模达到14亿，人均GDP突破1万美元，并且在持续上升中。

这14亿人口的质量也在持续提升。经过多年的投入，现在中国基础教育标准统一、质量稳定。高等学校的毛入学率已经达到45%的水平。慢慢地，中国会变成人口以大学生为主的国家。他们不仅是优质的人力资源，也是持续的消费人群。

这个统一的市场现在拥有世界一流的基础设施，包括高铁、高速公路、机场、通信网络、输电网络这样的硬件，以及物流系统这样的软件。中国的物流系统规模之大、成本之低、效率之高，可以说在全世界范围内处于领先地位。

庞大的市场、优质的人力资源、高效率的基础设施，营造了良好的营商环境。因此，中国出现了一批竞争优势明显、治理结构优秀、股东回报惊人的企业，出现了一批眼光长远、能力超群的企业家，出现了一批竞争力已经居于全球领先水平的行业。其中，最优秀的行业是互联网。中国的互联网企业与全球互联网巨头相比，在产品服务竞争力、企业管理水平、利润市值规模方面已经处于同一个水平。我认为，互联网是中国拥有的第一个具有全球竞争力的行业。

优秀的企业为投资提供了良好的标的。中国的投资环境，尤其是二级市场投资环境，也是非常好的——不收（暂缓征收）资本利

得税，（长期持股）不收红利税，不收遗产税。

那么，中国为什么能在短短几十年间拥有今天这样的成就呢？这跟社会环境有关，也跟产业变迁有关。

在漫长的农业社会，人口一直是中国社会的沉重负担。因为在单位耕地面积上投入更多的劳动，效率不会上升，反而会下降，甚至发生耕地上的产出没有任何利润，连耕种者都养不活的情况。

中国在三四十年的时间里，工业化迅速崛起。当下，全球经济已经进入信息经济时代，中国巨大人口形成的市场规模，以及良好基础设施提供的营商环境，成为服务业、信息产业发展的巨大优势。

所以，是投资中国的时候了。

方三文（不明真相的群众）

雪球创始人

前言

巴菲特有一句投资名言：“人生就像滚雪球，重要的是找到很湿的雪和很长的坡。”在2019年的《致股东信》里，巴菲特回顾他的投资历程时，进一步把自己在投资方面取得的成就归功于搭上了第二次世界大战后美国经济增长的顺风车。这是巴菲特对雪坡理论的最佳阐释：做好投资需要选对行业赛道，更需要稳定繁荣的国家经济！

身处今天中国的我们，如果认真思考、比较，会发现自己更加幸运的，“中国经济在有基础、有条件、有动力地实现稳中有进、持续向好”。我们生活在一个增长动力更足，成长性更高的中国。

回顾历史，中国GDP从1952年的300亿美元增长至2018年的13.6万亿美元，涨幅高达452.6倍，自2010年超越日本成为世界第二大经济体后，一直稳居世界第二位；中国GDP占世界经济总量的比重从1978年的1.8%跃升至2018年的15.9%；自2006年以来，中国对世界经济增长的贡献率稳居世界第一位，2018年中国对世界经济增长的贡献率达27.5%，成为全球经济增长的头号引擎。

放眼当下，中国的工业体系、交通运输、信息通信、能源供给等基础产业和基础设施已经实现重大飞跃。中国目前拥有41个工业大类、191个中类、525个小类，是全世界唯一拥有联合国产业分类中全部工业门类的国家，构建了强大的产业集群。中国制造有着更低的成本和更高的效率，打造了全球竞争力；中国的电子商务、线上娱乐、移动支付、本地生活等互联网创新领先全球；中国消费已经成为经济稳定增长的动力源泉，中国社会消费品零售总额在2018年已经达到38万亿元。

展望未来，中国人口红利仍在，中国制造优势扩大，中国科技能力提高，千千万万勤劳智慧的中国人将用双手打拼，用大脑创新，继续打造一个更加高效运转、更加繁荣富强的中国。中国会越来越强大，人们拥有的财富将继续增长，人们的消费能力将继续提升，人们的生活会越来越美好。

今天的中国有着超长的雪坡，是聪明的投资者长期滚雪球的理想国度。红杉中国创始人沈南鹏坚持投资中国20年，几乎投资了半个中国互联网产业，他说：“20年前，很多人不那么看好中国，有各种担忧，但如今来看，凡是做出很大事业的中国企业家，身上都有一个共同的特点，就是Long China（做多中国）。”

也有越来越多的海外资本大鳄纷纷看多中国。桥水基金的掌门人瑞·达利欧（Ray Dalio）在资本市场动荡的2019年8月仍然表示：“投资者需要进入中国，不投资中国非常危险……10年或15年后的中国一定会让今天的人再次吃惊。”“股神”巴菲特也是“做多中国”的典型代表。在2019年5月举办的伯克希尔-哈撒韦公司的股东大会上，巴菲特表示：在过去的几十年里，中国发生的变化令人难以置信，这些变化还将继续，中国经济也会继续增长。伯克希尔-哈撒韦公司已在中国投入了很多资金，但仍然不够。未来15年内，公司可能会在中国市场进行更大规模的投资。

随着A股市场的不断开放，越来越多的全球投资者在加入投资中国的行列，从QFII基金，到沪港通、深港通、沪伦通，再到“入摩”“入富”，中国资产在全球资产配置中所占的比例越来越高，全球投资中国的资金越来越多。但是，投资中国最强大的力量还是我们自己。随着中国居民财富的不断积累，投资需求越来越旺盛，A股的账户数从2000年的6123万户增长至2018年的1.55亿户，公募基金规模从1998年的120亿元增长至2019年的超过13万亿元，私募基金规模从2004年起步时的不足10亿元增长至2019年的超过13万亿元，源自内部的投资中国的力量愈发强大！而国人的金融资产投资仍然处于起步阶段，2018年全国城市家庭总资产规模高达428.5万

亿元，但金融资产占比仅11.8%，相比之下，美国居民金融资产占家庭总资产的比例为42.6%。相信随着中国居民财富的持续增长和投资的增加，居民将继续成为投资中国的最核心力量！

在资产供应端，中国A股市场虽然只有不到30年的发展历史，但是也在摸索过程中快速成长着。A股上市企业数量从1992年的14家增长至2019年的3682家，A股上市企业的总市值从1992年1月2日的91.6亿元增长至2019年9月4日的61.7万亿元。

虽然A股指数处于“青春期”，呈现了一定波动性，但是追溯历史数据最长的上证综指，它从1991年7月15日推出时的100点上涨至2019年9月5日盘中的3000点，28年的年均复合投资回报率为13%；历史更短一些的沪深300指数，从2005年4月8日推出时的1000点上涨至2019年9月5日盘中的3950点，虽然投资周期只有14年，但年均复合投资回报率也达到了9.8%。

这是遵循巴菲特的雪坡箴言，简单地相信中国这个超级雪坡能长期创造价值就可以获得的平均收益，但这已经是在全球范围内都极具吸引力的投资回报率。这些年来，中国各行各业都涌现出了一批具有代表意义的优秀企业，如消费行业的茅台、伊利，医药行业的恒瑞医药、爱尔眼科，科技行业的立讯精密、信维等，它们在A股主板、中小板、创业板等多层次资本市场上市后，给投资者创造了非常丰厚的投资收益，10年10倍者比比皆是。

回顾波澜壮阔的大发展，我们激情澎湃；站在2020年的当口，我们的心情可能会有些复杂。时代在前行，产业在变革，世界处于“百年未有之大变局”。或许我们内心会有一些忐忑，毕竟未来是不确定的，但是我们可以预期：14亿中国人，2000多万家中国企业，每个个体，不管从事什么职业，都在努力打拼，都是一个个向上的力量，这些力量汇聚在一起，一定会为每个人赢得越来越美好的未来！

当下，我们能做什么？坚信价值，投资中国！

在本书成书过程中，感谢参与对话的各投资机构的支持，感谢雪球运营部、财富事业部和商业化事业部小伙伴们的鼎力支持，感谢钟日昕、杨勇、王颖杰、刘美彤、冯冬杰、吴晓琳、赵一伟、潘璇、刘更等在成稿中的付出，感谢中信出版集团相关编辑老师的辛苦。

投资实战篇 成长与价值，量化与指数

聚焦成长：挖掘未来的十倍股

A股市场正发生着长远的核心变化

杜猛|上投摩根副总经理、投资总监

南京大学经济学硕士，毕业后先后任职于天同证券、中原证券、国信证券和中银国际证券，自2007年起加入上投摩根基金管理有限公司，先后任行业专家、基金经理及副总经理。拥有17年投资研究经历，在上投摩根供职12年，目前管理股票型基金规模超30亿元，长期业绩优异。

股市正发生着长远的核心变化。

杜猛认为，权益类资产上涨的核心动力来自全社会无风险收益率的下行，后者也是A股上涨的核心因素。

过去10年，A股上市公司盈利增长累计超过2倍，但各大指数的增长并不显著。杜猛认为，一个重要的原因是估值中枢持续下移，A股整体估值一度从10年前的30多倍降至10余倍。而随着打破刚性兑付，以及社会无风险收益率的下行，A股的吸引力在不断提升。

“过去很长一段时间，包括银行理财产品等在内的投资收益率都维持在5%以上，信托收益率更是高于10%，而刚性兑付则使整个社会的无风险收益率提升到了一个很高的水平，同时限制了权益类资产的估值水平。”杜猛认为，未来这种表观上“无风险”的资产

必然会逐渐减少，同时A股预计将提供较好的年化收益，可以很好地承接这样一大笔资金的流入。

接下来，杜猛分享了他的投资理念、选股策略，以及把握投资机会的方法和经济新常态下的投资建议。

雪球：2019年是您从事证券基金行业的第17个年头。您见证了国内证券市场几轮沉浮，是行业中一位经验极其丰富的基金经理。您能否从行情和估值的角度，谈一谈当前A股处于一个什么样的时期？

杜猛：无论是从纵向的角度与不同历史时期对比，还是从横向的角度与其他资本市场对比，A股的估值都处于较低水平，具备较好的长期投资吸引力。纵向来看，当前中证800指数的估值约为13.3倍，处于历史45%左右分位，属于历史较低水平。横向来看，标普500指数的估值约为21倍，而且连日经225指数的估值都在16倍左右，A股的估值优势十分明显。

2019年A股走出了一波向上行情，沪深300指数、中小板指数、创业板指数都上涨了30%以上。但总体来讲，行情仍处于估值修复阶段。展望未来，我们认为A股的向上行情依然会延续。

从中长期角度看，我们对国内权益类资产的投资价值十分看好。可以说，在各资产类别中，权益类资产未来5到10年的投资吸引力可能最高。

雪球：2009年9月，上证指数在3000点左右徘徊；10年过去，上证指数依旧在3000点左右。有观点认为，投资股票远不如投资房产，您怎么看这个观点？

杜猛：2009—2019年，地产的投资回报率远高于股市。一个主要原因是，这段时期内，货币一直处在持续超发状态。相关数据显示，2009—2019年，中国M2年均复合增长率超过20%。M2的快速

增长直接反映了资产价格的增长。如果我们将房地产的价格走势和M2的增长趋势进行比较，会发现二者的映射关系十分明显。

货币数量的快速增长会推动房地产价格快速上涨。在历史上或在其他资本市场中，类似的现象都曾一再发生。但是长期来看，货币一直处在持续超发状态的概率很低。

从2018年开始，货币发行状态发生了巨大的逆转。M2增速开始下降，2019年，M2的增长率只有8%左右，略高于GDP增速。地产资产的价格上涨空间也会相应地受到明显限制。从实际房地产交易价格来看，受调控政策影响，在过去的两三年间，很多地方的房地产价格已经不再上涨。我认为，相比之下，未来5到10年权益类资产的投资价值更值得关注。

雪球：2017年以来，证券市场出现了很大的变化，特别是在放开外资限制这方面。近几年，外资增持A股超万亿元，截至2019年，持股总市值超1.6万亿元，与持仓近2万亿元的公募基金已经非常接近。随着合格境外机构投资者（Qualified Foreign Institutional Investor，简称为QFII）和人民币合格境外机构投资者（RMB Qualified Foreign Institutional Investor，简称为RQFII）投资额度限制的取消，外资持股比例有望进一步提升。外资是否会成为A股的一个不稳定因素？

杜猛：我认为外资不会成为A股的不稳定因素。从全球来看，A股现已成为外资增加配置的主要目标市场之一。中国已成为全球第二大经济体，从资产配置的角度看，外资必须关注中国市场、参与中国市场，这个趋势只会越来越强，不会减弱。目前外资持有A股的市值超过万亿元，但是与外资的总资金量相比，这一配置比率还非常低。

再从中国的自身情况看，作为全球第二大经济体，中国仍然能保持6%以上的稳定高速增长，这是中国股市成为外资无法忽视的

欢迎访问：电子书学习和下载网站 (<https://www.shgis.com>)

文档名称：雪球投资经典系列《价值的力量》雪球 著.pdf

请登录 <https://shgis.com/post/2326.html> 下载完整文档。

手机端请扫码查看：

