

10 月致投资者信| 我们正处于 30 年来第一个健康牛市

本篇文章是“止于至善”基金经理何理的研究小结,不作为投资建议,谨防买入变成“韭菜”。

证券市场分析有两个方面：一方面是时代变迁中不同心态投资者导致市场波动的**行为市场**，
另一方面是不同质量的上市公司所组成的**股权市场**。

——对于巴菲特接班人核心条件：需要对人们心理与机构行为特点有认知的要求的理解。

近期阅读了一本关于 1991-2006 年中国证券市场发展的著作,重构了我对市场的整个认知。

根据整个证券市场投资者盈利(赚钱)的主要来源,我将我国证券市场发展史分为了三个时期：**赌场为主时期、投机为主时期、投资为主时期**。

对中国市场历史的认知



赌博赚钱为主时期（1991-2006）：不如赌场的赌场

2001年，吴敬琏：“中国的股市很像一个赌场，而且很不规范。赌场里面也有规矩，比如你不能看别人的牌。而我们的股市里，有些人可以看别人的牌，可以作弊，可以搞诈骗。做庄、炒作、操纵股价可说是登峰造极。”



投机赚钱为主时期（2007-2016）：全民炒股盲人入市

2007年中国股市最大全民牛市中甚至有盲人开户入市，2015年中国股市产生了史上最大的杠杆牛市，两次牛市皆以整个市场迅速崩盘告终，凸显了投机者主导整个市场，此时投资者们崇拜的对象不是巴菲特，而是x舵主。

一、**赌博赚钱为主**的时期（1991 年-2006 年）：**这里是一个不如赌场的赌场**

早期的市场，因为我并未亲身经历，只能从海外方能出版的书中有所“窥探”。这个时期是一个**蛮荒时期**，各种尔虞我诈，操纵、坐庄、欺诈案件充斥市场，纷争四起：327 国债操纵案，管金生(被誉为中国证券教父)的万国证券(管金生称之为证券王国)与中经开“交手”，随后因为违规被判刑 17 年，吕梁操纵万安科技等股票，被“曝光”从此隐匿，手下多人“服刑”，最年轻操盘手被抓时年仅不足 20 岁，德隆系、蓝田股份大幅造假，坑害股民数十万人使得大量财富灰飞烟灭，等等案件不一而足。

此时想要在市场交易并赚钱，几乎只有通过“**赌博**”去碰运气才可能发生，2001 年被誉为“良心经济学家”的吴敬琏对于股市的评论可以对当时市场的“**蛮荒**”有所窥探：当时，吴敬琏在接受央视采访时提出：“**中国的股市很像一个赌场，而且很不规范**。赌场里面也有规矩，比如你不能看别人的牌。而我们的股市里，有些人可以看别人的牌，可以作弊，可以搞诈骗。**做庄、炒作、操纵股价可说是登峰造极**。”可以说，在吴敬琏先生的眼中，中国证券市场在那时是一个连赌场都不如的地方，大家可以充分发挥自己的想象，我也不再进一步描述了（以防河蟹）。

二、**投机赚钱为主**的时期（2007-2016 年）：**全民炒股与盲人入市**

2007 年，我开始像“羊群”一样进入市场，因为在 2006 年-2007 年间，中国产生了历史上最大的牛市，上证指数从 998 点，一口气上升到了 6124 点，涨幅高达 **513.6%**，时至今日，**998** 与 **6124** 这两个数字还像魔咒一样刻在股民们的脑海当中，成为最熟悉的 3 位数和最熟悉的 4 位数。在 2007 年，人们是疯狂的，我的在中信建投证券的好朋友，甚至**为盲人办理过开户手续**。

但是好景不长，2007 年 10 月 16 日，当大盘碰到 6124 点后，便开始**迅速崩塌**，并在 2008 年的 10 月 28 日，也就是 1 年零 13 天后，跌到了仅剩的 1664 点，跌幅 **72.8%**，无数财富在这波熊市中**灰飞烟灭**，这一波牛熊使得中国第一次进入全民炒股的时期，平均每 10 人便有 1 人持有股票，大熊市后人均亏损为 13 万元，按照 1 亿股民估算，相当于整个国家蒸发了 **13 万亿** 的财富，这期间，人们以**快进快出**为核心操作方法的**投机策略**，方兴未艾，渐渐成为主流投资方法，散户持有了市场中 **40%以上** 的市值，并贡献了整个市场 **80%** 的成交量（至今 2018 年仍是如此，但只获得了**总盈利额的 10%**，持有市场市值则**腰斩至 20%左右**。）。

2014 年-2015 年的两年间，随着场外配资、融资融券、股指期货的兴起，中国市场迎来了**第一波杠杆牛市**。配资成为股票交易的一种“时尚”，其流程是为了放大杠杆，投资者可以与配资公司合作，将原本的 10 万元打入一个配资公司的指定账户，配资公司在这个账户中已经存有了 90 万元，使得投资者可以“放手一搏”，用 10 万元撬动 100 万元去进行投资，收益与亏损风险皆**放大近 10 倍**，并为此支付超过 2% 以上的月利息。

在巨大的杠杆下，A 股从 2014 年的最低点 1974 点迅速**“拔地而起”**，上涨到了 2015 年的 2015 年 6 月 12 日的 5178 点，膨胀的人们开始疯狂的吹嘘自己是**“股神”**，人们崇拜的投资者根本不是成熟市场的股神“巴菲特”，而是著名的 X 舵主或涨停板敢死队，此时最夸张的是，甚至有人专门成立公司，将赌股票涨跌作为一种场下赌博游戏，并与投资者对赌以获取利润。

我作为参与其中的投资（投机）者，亲身经历了即使我在楼下买酱油，卖酱油的大妈都会跟我聊几句明显处于泡沫的高科技创业板公司，他的董事长又收购了什么新能源企业（营销），然而好景不长，当《XX日报》写出《5000点只是牛市起点》这篇文章的一段时间后，市场以比2008年的崩盘**更快、更迅猛、更恐怖**的方式使得中国股市迅速实现了**价格泡沫回归价值**。

在短短的4周时间里，上证指数从5178点下跌35%，跌至了3373点，而大部分个股因为泡沫更大，跌幅往往超过大盘指数，通常以**腰斩**（下跌50%为一次腰斩）的次数作为衡量标准，随后国家进行紧急救市，X舵主被抓，这些都为**投机为主赚钱**的中国股市时期，“意兴阑珊”地画下了一个句号，截至本文写作的2018年10月28日，上证指数收报2598点，距离5178点，下跌了**49.8%点**，实现了一次**腰斩**，市场现在一片“肃杀”。

三、**投资赚钱为主**的时期（2017年至未来5-10年）：**我们正处于牛市**

对中国市场未来的展望

止于至善
与投资者共进步



投资赚钱为主时期（2017至未来至少5-10年）：30年来第一个健康牛市

2017年底，个人投资者（俗称“散户”）成交量占据市场的**80%**，但是盈利总额却从2009年的占比**29.29%**大幅降低至的**8.99%**，持有市值占比从2007年的**48.29%**暴跌至**21.17%**，说明去散户化已经接近尾声。

上证50（竞争力强）/中证500（竞争力弱）比例，无论大盘涨跌已经连续上涨3年有余，即A股港股化、成熟化历经三年之久，说明**投资好公司赚钱为主**的时期已经到来，且**上证50**可能将取代**上证指数**作为“新”大盘指数，基于此我们目前正处于的**不是熊市，而是牛市**，也是中国证券史不足30年来**第一个健康牛市**。

“止于至善”以只以合理价格，投资卓越公司的卓越投资逻辑，极可能是未来至少5-10年内最合适的逻辑去进行A股、港股投资。

在投机者“意兴阑珊”纷纷离开市场，一片“肃杀”的市场环境中，有一群暂时生存下来的

人开始尝试以**价值投资**的方式去在 A 股市场赚钱，我就是其中之一。

做价值投资是要经常被“**鄙视**”与“**质疑**”的，比如我曾经拿着一本《证券分析》在办公楼的电梯中，一个完全不认识的人开始一路抨击我，说 A 股是做不了价值投资的，肯定会赔钱，并列举了各种教训，我当时哑口无言。再比如，当我们认为**价格处在价值线以下的股票下跌风险更小**的时候，99%的人都会觉得我们“疯了”（尽管嘴上不说），一个完全未购买我们“**止于至善**”产品（但是买了 P2P 随后公司跑路）的人开始给我发短信，说我一定会“死在”XX 股票上，2018 年 10 月，我收到了包括我爸、合作伙伴等等的短信，让我尽可能卖掉手中股票以防止进一步下跌（尽管我根本不可能这样操作）等等。

那么，价值投资究竟是什么？芒格在 2018 年时回答了傅喻的这个提问：**价值投资就是以低于价值的价格买入**，就是这样简单的一句话，让芒格与巴菲特的合伙公司，伯克希尔·哈撒韦在 60 年间在全球收获了**超过 2 万亿人民币**以上的财富，**年化收益率超过 20%**，且买入的股票**99%**在卖出时都是盈利的，这也让我们找到了真正适合公司发展的方向。

当然复杂一些来说，在我们看来：在 A 股做价值投资，要求**在能力圈范围内**，以**股权的角度**去分析一家公司，判断其**持续竞争力与价值**，并基于**对市场的深度认知**，在其**市场价格大幅低于价值**的时候买入，才能算是价值投资。

那么，为什么我们认为现阶段是投资（即价值投资）赚钱为主的时期呢？

今年，我们围绕**上证 50 指数**写了好几篇文章，旨在说明以下几个结论：

1. [看上证指数炒股已经不灵了](#)，因为它不是**优质公司**的代表，未来的股票年化涨幅会**强者恒强**。（6月5日提出）

还有一篇7月25日的文章 [《做市场的1%，准备好迎接A股新时代》](#)

2.8月1日我们提出了一个结论：[A股已经港股化（成熟发展）3年](#)，依据是上证50/中证500的比例至今仍在上涨且超过3年，前者主要代表强竞争力公司，后者主要代表竞争力相对弱的公司；

3.8月7日，提出：未来应该**将上证50取代上证指数作为大盘指数**（当没有更好的小样本指数出现的时候），因为成熟市场是**优质的、卓越的公司涨**，并代表了股市的情况，而在过去的2016年以前是有概念、有庄家、有消息的公司涨，这一论点与[黄奇帆的讲话](#)不谋而合（注意最后一个观点）。

8月7日文章 [《也许我们正处于牛市？》](#)

小科普：发达或成熟市场的主要指数，都是30、50家或一个选定条件下的公司组合，通常是**具有较强竞争力的公司**组成，如美国道琼斯指数由30家组成、德国法兰克福指数30家、法国巴黎指数40家、香港恒生指数由50家、英国富时100由100家组成，韩国KOSPI200由200家组成、日本225由225家公司组成等等。

4.基于以上3点对于未来市场变化的认知（并非大部分人所预测的涨跌），我们于8月23日提出 [70%的公司都将下跌，而只有少数（30%）的优质或卓越公司会上涨](#)的观点。

总的来说，今年的行情到了 2018 年 10 月 28 日与我们的观点基本上吻合，过去 3 年也是一致的。

简单来说，A 股在变化，市场已经变得成熟，其标志就是**好的公司跌的少，涨的多，差的公司跌的多，涨的少**，年化涨幅更高，而上证 50 就是一个好公司组成的指数，且价格比较合理（这不是投资建议，请自担风险）也可以理解为是一个投资组合。

基于以上的几点以及对于市场历史变化的认知，我意识到一个问题：**我们极其有可能身在上证 50 的牛市之中而不自知**，我们看好的那些**卓越公司**，除了部分 30 倍 PE+的有下跌外，今年甚至前几年基本上年线都是红色的，与以上 4 个观点再次吻合，我深知这一结论似乎过于“荒谬”，因此抛砖迎玉，欢迎讨论，祝大家发财。

谢谢大家的支持，我们一定尽心尽力做好理财服务。

“止于至善” 基金经理

北京景富运通投资管理有限公司总经理：何 理

2018 年 10 月 31 日

上证50(SH:000016)

...

✓ 已添加

2485.10 +7.61 +0.31%

已收盘10-25 15:29:03 (北京时间)

最高: **2486.76**

今开: **2419.11**

成交量: **3113万手**

换手: --

最低: **2415.49**

昨收: **2477.49**

成交额: **430.12亿**

量比: **0.90**

52周最高: **3202.47**

上涨: --

振幅: **2.88%**

平盘: --

52周最低: **2331.84**

下跌: --

总市值: --



上证指数(SH:000001)

+ 自选

2603.80 +0.50 +0.02%

已收盘10-25 15:29:03 (北京时间)

最高: 2606.10	今开: 2540.93	成交量: 1.62亿手	换手: 0.58%
最低: 2531.53	昨收: 2603.30	成交额: 1376.30亿	量比: 0.98
52周最高: 3587.03	上涨: 491	振幅: 2.86%	平盘: 78
52周最低: 2449.20	下跌: 918	总市值: 27.84万亿	



中证500(SH:000905)

+ 自选

4234.42 -11.07 -0.26%

已收盘10-25 15:29:03 (北京时间)

最高: 4240.58

今开: 4124.19

成交量: 6968.72万手

换手: --

最低: 4103.56

昨收: 4245.49

成交额: 483.72亿

量比: 0.97

52周最高: 6686.12

上涨: --

振幅: 3.23%

平盘: --

52周最低: 3948.56

下跌: --

总市值: --

分时 五日 日K 周K 月K 季K 年K 120分 60分 30分 15分 5分 1分

区间统计 全屏显示

均线 MA5:4851.29 MA10:5419.97 MA20:5861.08 MA30:6007.79

前复权

