

资本市场与实体经济，是一个硬币的两面，如果资本市场发展不好那么实体经济，一定也不好。

——2018年浙商总会年会 马云

自2018年10月（2500点市场一片悲观）的致投资者信《我们正处于30年来第一个健康牛市》以来，市场出现了一波大幅的上涨，而这个上涨，**正是对我们判断的初步验证**，但依旧需要未来持续跟进以确定没有过大偏差。



2018年，中国的GDP达到了**90万亿元**水平的历史新高，但是人均GDP水平，仅为9900美元左右（约为美国人均GDP的16%），中国依旧处于中等收入陷阱这一重要经济发展瓶颈之中。

中等收入陷阱的概念，最早由世界银行发布的《东亚经济运行报告》中提出，其主要描述了部分国家经济在发展到人均GDP4000美元-13000美元间时，非常容易长时间陷入这一区间，出现经济发展缓慢的现象。究其背后原因，就在于**实体经济的增长动能切换不**

顺，即从要素驱动，向效益驱动，并向创新驱动的经济动能转换中，出现了较大的问题。



如何去突破中等收入陷阱？人们在长期对发达国家的研究与经济实践中基本达成共识：**依靠科技创新驱动，提高劳动者素质技能将是决定性因素。**

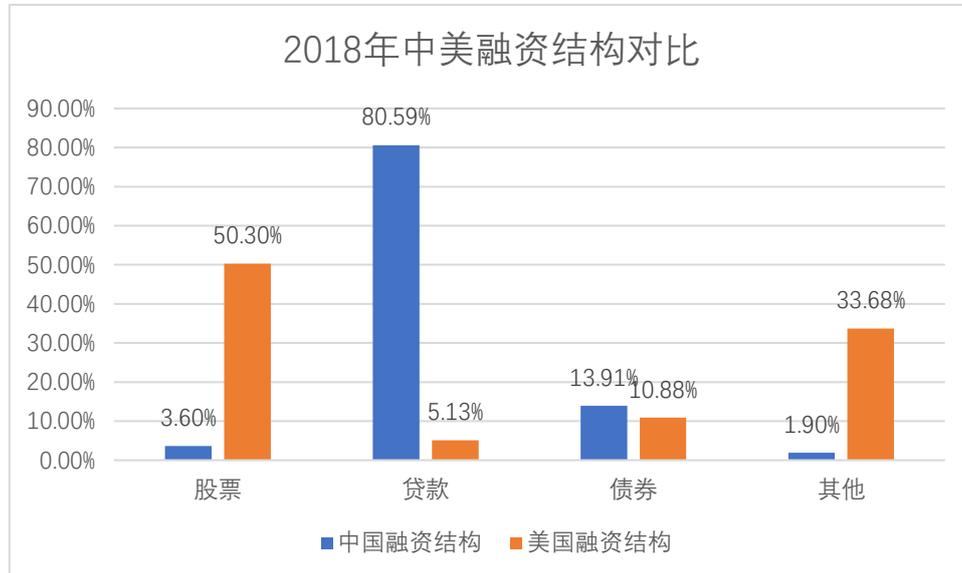
但是，如何去推动科技创新，提高劳动者素质技能的大幅提高呢？

很显然，靠“计划经济”式的各种政策加持显然是行不通的，关键是要**靠市场的力量去进行调节**，一个成熟、发达的资本市场，将是这一切的**基础与先决条件**，因此中国经济发展，走出中等收入陷阱的基础就是一个成熟、发达的市场。

正如百年前卡尔·马克思所说：“假如必须等待积累去使单个资本增长到能够修铁路的程度，那恐怕直到今天这个世界上还没有铁路，但是通过股份公司，转瞬之间就把这件事办

成了。”

同时，我们还注意到，与美国发达市场相比，中国与美国在融资结构上有非常大的差别：



对比中美融资结构，中国主要融资方式为贷款融资，占比达 80.59%，而美国仅为 5.13%，美国主要融资方式为股票融资，占比达 50.30%，而中国仅为 3.60%，两国债券融资占比相差不大，均在 12%左右。可见，相对于成熟的资本市场，中国资本市场上还不成熟，融资结构不合理，但随着中国资本市场不断深入改革和扩大开放，我们认为中国股市会不断向着健康化、成熟化、国际化发展。

未来我们将[持续跟进中长期资金入市幅度和中国资本市场改革](#)，如科创板的推出，市场制度的改革等，并且时刻关注外资入市倒逼市场改革情况，以及《股市将成为国家重要核心竞争力组成部分》等重要的论述，以验证我们的结论。

在对未来市场的判断上，我们已经脱离普遍使用的，去预测市场的涨跌点位、幅度、持续时间的的方式对市场进行预测。更多地是[关注市场的投资者构成变化、不同意义的指数之间](#)

的相互关系，市场的健康与成熟程度并以发达国家股市的历史变化为借鉴等，再次重申我们在 2018 年 10 月致投资者信中的内容 [《我们正处于 30 年来第一个健康牛市》](#)。

在近期的研究中，我们发现**便宜的好公司正在逐步稀缺**。以招商银行（这不是投资建议，请自担风险）为例，尽管其市值已经接近 8000 亿元人民币大关，但是从较为保守的估计角度来看，实际投资者可以购买的市值数量，仅为 800 亿元，只占总市值的 10%，属于极度稀缺资源。

理论上，上市企业流通股都可以参与二级市场交易，但实际上有部分股票被长期持有，这部分股票我们很难买到。

在估计招商银行可购市值时，我们基于以下逻辑进行估算：

**招商银行可购市值 = A 股可购市值 + 港股可购市值**

A 股可购市值  $\approx$  (1 - A 股上几乎不参与市场交易的股份比例)  $\times$  A 股市值

港股可购市值  $\approx$  (1 - 港股上几乎不参与市场交易的股份比例)  $\times$  港股市值

在估计市场上几乎不参与市场交易的股份比例时，我们主要考虑以下三点：

1. **前十大流通股股东持股情况**。原因在于前十大流通股股东往往为股份长期持有者，其持有的股份一般不会卖。

2. **公募基金持股情况**。由于公募基金有持仓限制要求，不少公募基金配置了招商银行股票。根据《公募基金 2018 年年报》显示，截至 2018 年末，有 461 家公募基金配置招商

银行 A 股股票，18 家配置招商银行港股股票，这部分股票我们一般也很难买到。

3. **外资持股情况**。目前外资正处于基础配置阶段，其持有的招商银行股份不会短时间内卖出，这部分股票也几乎买不到。

因此，A 股上几乎不参与市场交易的股份比例  $\approx$  前十大流通股股东持股比例 + 公募基金持股比例 + 外资持股比例；

港股上几乎不参与市场交易的股份比例  $\approx$  前十大流通股股东持股比例 + 公募基金持股比例 + 外资持股比例。

我们基于以上逻辑预估招商银行的可购市值，需要注意的是，该可购市值是建立在 MSCI 全球基准指数将 A 股的纳入因子由 5% 提高至 20% 之前进行的保守预估，得到如下结果：

MSCI中A股的纳入因子为5%时，招商银行实际可购市值		
市场	A股	港股
股本（亿股）	206.29	45.91
市值(单位：亿元)	6496.07	1429.16
前十大流通股股东持股比例（%）	82.01%	90.62%
公募基金持有流通股比例（%）	3.75%	0.84%
外资持股比例（%）	3.77%	10.85%
可购市值（单位：亿元）	680.34	119.48
可购市值占市值比例（%）	10.47%	8.36%
招商银行可购市值（单位：亿元）	799.82	
招商银行可购市值占总市值的比例（%）	10.09%	
备注：		
1.可购股本占流通股比例=1-前十大流通股股东持股比例-公募基金持股比例-外资持股比例。		
2.港股上的招商银行股本中，外资持有股份部分包含了前十大股东之一的中国证券登记结算有限责任公司（大陆公司，持股比例为9.83%）和公募基金持有的股份0.84%。		
3.招商银行总市值=港股股价×港股股本×汇率+A股股价×（总股本-港股股本）		
4.2019年2月26日，1港元 = 0.8517人民币。		

可以看到，招商银行无论是在A股市场还是在港股市场，其股票都是非常稀缺的，A股市场上可购市值约680亿人民币，港股市场上可购市值约为120亿人民币，两个市场总可购市值仅800亿，只占招商银行总市值的10%。因此，以招商银行为代表的便宜的好公司逐渐成为市场上的稀缺资源。

这类股票是我们始终坚持“[只以合理价格，投资卓越公司](#)”的例证之一，[现阶段投资“止于至善”私募基金，是非常好的时机。](#)

2019年3月1日上午10:30，我们在私募排X网进行了主题为：《2019年的极佳投资策略

略：只以合理价格，投资卓越公司》的专题路演，路演内容主要围绕以下几点进行：

- 1.我国 30 年来第一个健康牛市是否有望来临？
- 2.为什么 2019 年，只以合理价格，投资卓越公司是极佳策略？
- 3."止于至善"基金如何实现只以合理价格，投资卓越公司，并且投资者赚钱公司才有收入？
- 4.卓越公司又是什么？我们将在哪里寻找卓越公司？

您可在私募排 X 网路演中心搜索何理，即可观看相关路演内容。

我们一定会尽心尽力做好每一笔理财服务，努力实现景富运通与投资者**共同富裕**的最终目标。

北京景富运通投资管理有限公司

总经理：何理

2019 年 3 月 1 日