

如果你等待知更鸟的到来,你将错过整个春天。

——沃伦·巴菲特

“止于至善”基金，致力于将投资者的辛劳所得，全部只以合理价格，投资 A 股、港股、美股市场上具有强持续竞争力的卓越公司，并且投资者盈利，公司才有收入。

现今社会，任何一个区域经济体甚至一个国家，皆经历了从一无所有，到迅猛发展，再到人民富足或者经济止步不前，中国经济发展亦是如此。

从短期来看特别是自 2018 年的中国经济来看，我国经济正处于中等收入陷阱的突围之战，即人均 GDP 位于 4000-12000 美元区间内，面临着**经济增长动能缺失**导致的各项经济发展问题的战斗。拉美、东南亚大部分国家皆止步于此，如何进行经济上的突围，这将是我国经济发展的重点。

投资需要在充分分析危险的基础上，抓住属于我们自己的机遇，而这一机遇就是未来中国经济增长，必须依赖的**健康资本市场**这一土壤的事实，资本市场 2019 年初也已“官宣”正式成为了**中国核心竞争力**的组成。

一个**成熟、健康**的资本市场取代过去以**炒垃圾、炒概念、坐庄为主**的市场（赌场）成为中国发展的必经之路，这种过程肯定不是一蹴而就的，而恰恰是这个**持续变化过程**中，存在着巨大的机遇等待我们去挖掘。

基于此，我们正处于的是一个正在迅速推进资本市场改革的市场，越早了解过去，分析现在，就越早可以抓住这一历史性的机遇。

早在 2018 年 10 月，上证指数 2500 点，市场一片恐慌时，我们在每月一封的致投资者信，题目 [《我们正处于 30 年来第一个健康牛市》](#) 中已经清晰表达了我们的观点，而目前的一切变化，皆在不断地验证我们的判断。

未来主要风险：四大灰犀牛

灰犀牛是非洲草原上的常见生物，平时表现得非常温顺，但是一旦奔跑起来，将可能造成巨大的伤害，常被比喻为“大概率”风险事件。



田国立
建设银行董事长

北大光华 2019 新年论坛
北大光华 2019 新年论坛
百分之六十多 七十基本都是在房地产上的

未来市场发展的四大灰犀牛（大概率风险）

- 1.居民：中国泡沫房价**
居民财富70%在房价蕴含的巨大风险
- 2.内部经济：增长动能缺失**
经济从要素驱动→效益驱动+创新驱动的动能消失；政府负债率260%的风险；人口红利消失；中等收入陷阱
- 3.外部经济：贸易战**
在博弈大师特朗普操作下的全球经济格局动荡
- 4.资本市场：卓越公司有，合理价格长期没有**
卓越公司大概率持续上涨，其合理价格数年可能没有。

“灰犀牛”一词是非常中性的，可以是好的也可以是不好的，你可以利用“灰犀牛”的力量创造更好的未来、更加快速发展的未来。——2019年《灰犀牛》作者 渥克



在未来，我们正面临着**四大灰犀牛**（大概率风险）

1.泡沫房价

2018 年底，中国发放个人住房贷款最多的建设银行，其董事长田国立先生在北大光华论坛上表示，**中国居民财富的约 70%**正被像“黑洞”一样的房地产所吸收，导致后续消费的严重不足，因此泡沫房价，是我国经济重大的风险之一。

2.内部经济增长动能缺失

在中国努力突围“中等收入陷阱”时，内部经济增长的动能缺失，即**效益驱动型、创新驱动型的动力不足**，是目前中国内部经济面临的主要问题。

通常来讲，一个国家都会经历要素驱动型向**效益驱动型**和**创新驱动型**的转变，以突破中等收入陷阱。

要素驱动型即过去中国以**廉价劳动力、低附加值产品**（钢铁、煤炭）、**土地供应**等方式为主驱动经济增长的模式，而效益驱动型的典型企业如贵州茅台公司（毛利率高达 95%+），创新驱动型的典型企业以吉利集团、华为集团等为代表。

后**两者驱动型动能缺失**，加之**政府负债率高达 260%、人口红利迅速消失**，是中国经济增长面临的巨大风险，这也是 2018 年股市下跌的主要原因（而非大部分人所认为的贸易战）。

3.全球经济格局动荡

同时，在博弈大师特朗普指导下的以贸易战为主的全球经济格局动荡，也是我们不容忽视的重大风险之一。

4. 卓越公司在，合理价格多年不再有

最后，好资产有，但好价格长期不再，也是我们作为机构投资者不应该忽略的重大风险。

价值投资≈好资产+好价格，人们往往在投资时忽略了好价格，这样的投资将会失去大量的安全边际，很多投资者将下跌看成一种风险，却忽略了在该投资时不投资，同样也是一种风险，未来整体市场尽管无法预测，但卓越公司持续上涨是大概率事件，卓越公司的合理价格像 08 年北京房价一样 10 年不再有的可能性很大，也是我们作为机构投资者所必须正视的问题。

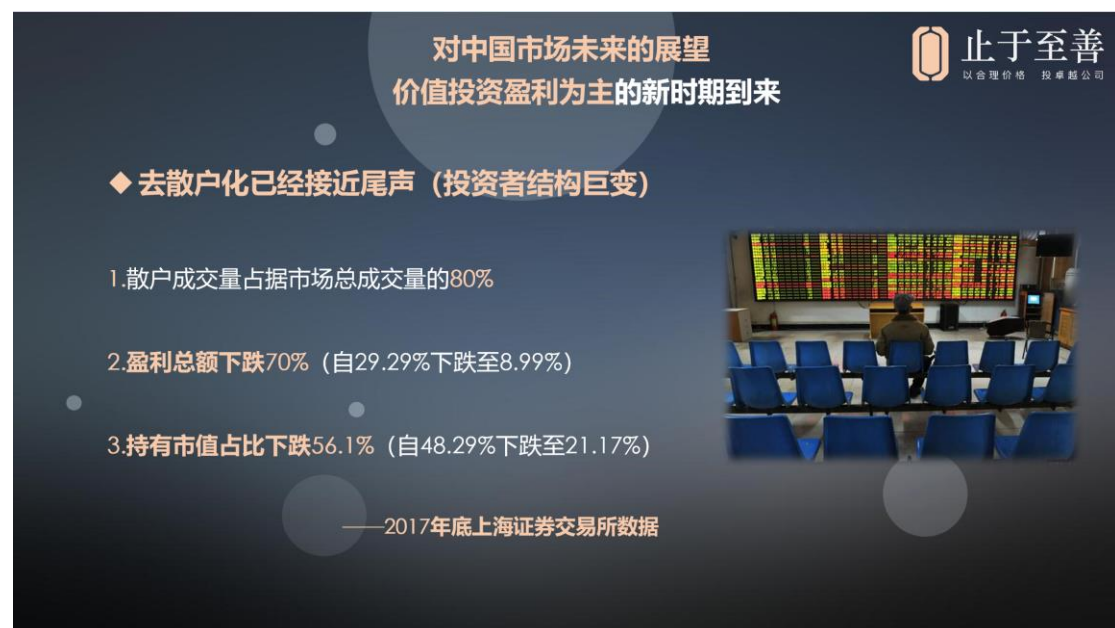
投资就像是一场赛车比赛，主要应看着前方（未来），而不是仅看后视镜（过去）。正如 2019 年《灰犀牛》作者 米歇尔·渥克所说：“灰犀牛”一词是非常中性的，可以是好的也可以是不好的，你可以利用“灰犀牛”的力量创造更好的未来、更加快速发展的未来。

未来市场变化：30 年来第一个健康牛市已经诞生

资本市场和实体经济是一个硬币的两面，未来资本市场发展不好，实体经济肯定也发展不好。
——2018 年浙商年会 马云

中国市场正在巨变

1. 去散户化正在进行：以上交所年度数据来看，散户盈利总额已经下降 7 成，持仓市值也下降超过 5 成，个人投资者话语权即将消失；



2. 外资流入 7500 亿（3 年多流入了 20 年公募基金的一半）：改变了 A 股的估值逻辑，掌握了很大程度的股票定价权；



止于至善
以合理价格 投卓越公司

对中国市场未来的展望 价值投资盈利为主的新时期到来

◆ 外资疯狂抢购A股（倒逼A股成熟化）

1. 2015年至今，外资已经流入超过7500亿元，疯狂抢购A股
2. 被抢购的A股公司主要是外资眼中，具有持续竞争力的公司，大部分不被个人投资者认可，但改变了股票投资逻辑
3. 预计在未来，外资的总持有市值，将超过公募基金（1.43万亿），外资流入是A股成熟化，健康化，国际化的催化剂。



统计资金流向

日期	北向(合计)	沪股通	深股通
2019-02-27	7,599.74	4,388.38	3,211.36

—— 外资流入情况
2019年2月27日 Wind数据库

“新八国联军”正合法掠夺中国优质资产。
—— 近期感悟

3. 资本市场改革：股市成为中国核心竞争力组成，成为中国经济增长的土壤。



止于至善
以合理价格 投卓越公司

对中国市场未来的展望 价值投资盈利为主的新时期到来

× 上海证券报

必须敬畏市场、敬畏规律、遵循规律，坚持按照市场规律办事。

必须敬畏法治，坚持依法治市、依法监管，切实保护投资者的合法权益。

必须敬畏专业，强化战略思维、创新思维，全面深化资本市场改革开放。

必须敬畏风险，坚持底线思维，防范化解金融风险，特别是防范发生系统性风险。

要加强市场各方沟通协作，形成合力，共同促进资本市场高质量发展。

◆ 中国资本市场改革（投资好公司的时代来了）

1. 股市成为中国的核心竞争力组成
2. 科创板的推行改变了资本市场游戏规则，多项政策正在路上向我们奔来
3. 成熟资本市场，高质量的上市公司，成为中国走出中等收入陷阱的基础，投资好公司的时代来了

金融业尤其资本市场是否强大，是否富有国际竞争力，决定着大国经济核心竞争力的成色。——《中证报头版评论》

全球的资金都在涌入，且即将彻底港股化进而美股化的A股，已经诞生30年来第一个健康牛市。

在市场变化的基础上，我们必须抛去对于过去市场（赌场）的成见，进而去思考未来A股将如何变化。

在笔者看来，A股正走在港股化进而美股化的道路上。港股、美股的共同点皆是以价值投资为主要盈利来源，即市场发展取决于强持续竞争力公司的不断成长。

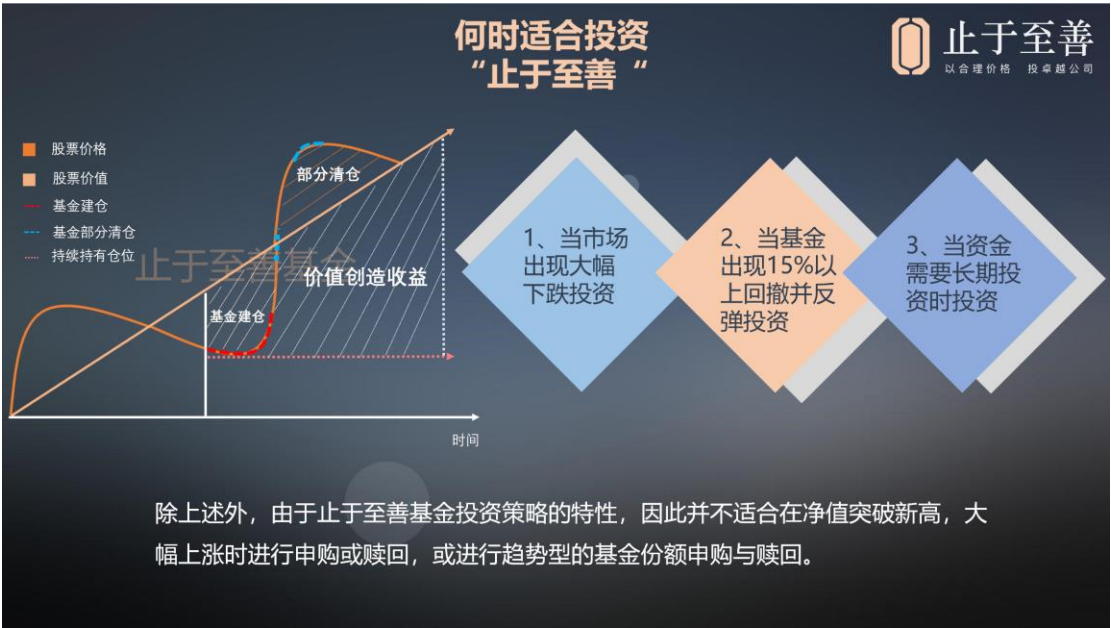
以美股为例，近30年来，美国股市9倍以上的上涨过程中，市值上涨的70%由10%的上市公司贡献。而两者区别在于港股化市场中，同样存在如现阶段A股相似的，大量垃圾股的炒

作，美股则少之又少。

自 2019 年的第一季度以来，A 股以垃圾股炒作为主的热度持续升温，这是在港股市场较为常见的现象（如炒仙股、坐庄股票等），而价值投资标的同样受到了欢迎，2019 年的上证 50 指数（强竞争力公司组成的指数）上涨也达到了 23%+ 的水平，与上证指数 23% 的涨幅持平，但在 2018 年则相较于上证指数少下跌 7 个百分点，可以说目前 A 股市场的港股化现象较为明显，**价值投资已经成为极佳的盈利方式。**



未来 A 股无论是止步港股化，或者是进一步美股化，**价值投资都将逐步成为 A 股获取盈利的主要方式**，因此现在是 A 股以价值投资盈利为主的前夜，也是最适合投资止于至善，让止于至善将投资者的辛劳所得，只以合理价格，投资卓越公司的**窗口时期**。



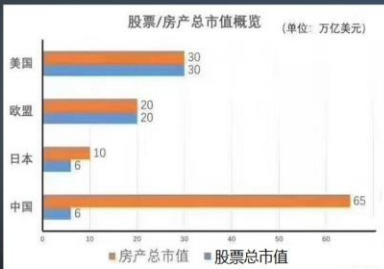
未来我们只做好一件事：只以合理价格，投资卓越公司

逐利性使得**全球的资金都在涌向 A 股**，泡沫房市资金向股市流动，海外昂贵优质股票向国内昂贵优质股票流动，实体经济的细分行业中，迅速寡头化现象中淘汰的企业，其资金也在跑步进入 A 股市场。



以合理价格 投资卓越公司

未来市场发展的三大价格落差（机遇）



国家/地区	房产总市值	股票总市值
美国	30	30
欧盟	20	20
日本	10	6
中国	6	65

- 1.中国泡沫房价与我国便宜又优质股票的落差。**
中国楼市=美国+欧盟+日本；中国股市/楼市=10%美国该比例；
股市取代房市成为国家重要竞争力，是经济发展的必然结果
- 2.海外昂贵又优质股票与我国便宜又优质股票的落差。**
2017-2018年外资流入6000亿，2019年预估5000亿，**彻底改变A股估值逻辑**
- 3.经济L型下，中等收入陷阱中，企业寡头化中大量低利润企业与我国便宜又优质股票的落差。**
去杠杆+经济下滑+出口贸易受阻引发的部分企业关闭，**促使资金进入股市中优质公司。**

危机之中，有危险，也有机遇。我们深信中国的国运昌盛，也深知未来中国经济增长的土壤必将是健康、成熟的资本市场，目前的资本市场改革，将促使 A 股市场诞生其证券史不足 30 年来第一个健康牛市。

正如沃伦·巴菲特所说：时间是卓越公司的朋友，是平庸企业的敌人。



以合理价格 投资卓越公司

止于至善未来只做好一件事 只有以合理，投资卓越公司

- 1.外资不断流入倒逼市场改革，政府深化资本市场改革，中国内部经济、外部经济改善（需实时跟进）促使市场日趋成熟化、健康化、国际化。**
- 2.投资好公司赚钱为主的时期已经到来**
 - “止于至善”只以合理价格，投资卓越公司的投资逻辑，极可能是未来**最合适的逻辑**去进行A股、港股投资，甚至是部分美股投资。



“止于至善”基金未来坚持只做好一件事情：将投资者的辛劳所得，只以合理价格，投资卓越公司，让那些在全球范围内最具有持续竞争力的公司持续成长，为我们的投资者获取源源不断地利润。这也是我们认为未来多年，最匹配市场发展的策略。

希望一切顺利！

止于至善私募基金

基金经理：何 理

2019 年 3 月 30 日