

陈光明文集

睿远基金陈光明：2020 年投资值得思考的几个问题	2
陈光明对话霍华德·马克斯	8
如何便宜买好货？	14
价值投资在中国行得通	25
守方圆知进退 做时间的朋友	36
东方红资产管理陈光明：价值投资正当时	72
观点 东方红资产管理总经理陈光明：资本市场须由“融资市”转向“投资市”	78
心安是何处 兼谈 2017 年投资机会	82
中国投资者的未来	89
陈光明交大演讲：警惕不在头部的公司，明后年的超额收益来自这几个地方	94
价值投资作为一种方法，更重要的是方法中的方法。	113
陈光明最新内部演讲：房地产这条路走不动了，下一轮投资有两个方向	134
价值投资标杆陈光明 30 句人生和投资思考：善良是信仰，也是力量	143
赵丹阳对话陈光明：价值投资要讲大势	150
陈光明演讲：这一次最有机会走慢牛，短期炒作已近尾声	181

陈光明批伪价值投资，称成长是价值评估的最核心指标.....	199
“选股手艺人”陈光明：为什么一年一倍者众多，五年一倍者寥寥.....	221
陈光明详谈从哪些维度来做投资决策	228

睿远基金陈光明：2020 年投资值得思考的几个问题

大家好，每年这个时候大家希望能讲讲市场展望，但其实于我压力蛮大的，始终是如履薄冰，简单谈谈供大家参考。

宏观：市场共识蕴含的机会与风险

关于 2020 年展望先从宏观经济形势谈起，其实宏观经济的预测难度是最大的，但是讨论资本市场的展望，宏观经济是最基础的落脚点，是一个绕不开的话题。我们先看看，目前关于宏观经济大家的共识是什么，一是宏观经济增速下行，二是中国经济的去地产化，在看市场的共识的时候，需要关注它包含了什么，没有包含什么。

做投资很难的事情，就是要知道市场的共识是什么，其实很多时候没有人知道“共识是什么”，很多人认为的市场共识，有时也会存在偏差，所谓的共识只是人们在公开场合谈得多而形成的，但是有很多东西人们在公开场合并没有说出来，没有让全社会知道，就没有形成共识。所以你认为的共识，可能会存在过度自信，很有可能导致判断失误。

在投资圈里面，长期的经济增速下行和去地产化，应该是已经形成共识了。在这个基础上，大家可能会思考，而产生的结果是，跟宏观经济比较密切的行业基本上是压在地板上，如果跟宏观经济相关系数不大并且能讲出大故事的，比如人口老龄化于医药行业，比如消费升级、

科技创新，这些最热门的板块从大逻辑上看无懈可击，事实上也是如此。其实任何一次泡沫的出现都会打上时代的背景和烙印的，尤其是大的泡沫的出现，往往是大部分人都相信这是个趋势或者真理，当然不是说泡沫已经产生了，只是这是基于宏观经济的这些共识所作出的行动。

针对这些困惑或问题，与大家做一些简单的分享和探讨。

首先，中国经济韧性可能好于预期。从长期来讲，中国经济增速回落概率较大，但是从中短期的角度来讲，可能韧性比大家想象的要好一点，比如大家最担心的地产，长期看房地产销售下滑应该是一个确定的判断，但对于短期而言可能没有那么快，明年估计还有一定的韧性，同时可能需要关注政策的影响，政策的制定可能相对于市场有滞后性，政策制定后对于市场的影响更是个滞后的过程。事实上我们已经看到社会的库存其实是偏低的，而基建后面可能会发力，所以实际上后面的数据未必像大家想的那么差。财政开始储备逆周期工具，比如，专项债可以作为资本金，撬动体系外资金，可能会成为对冲经济下行的重要工具。所以从微观的角度看，逆周期调整也会带来企稳的信号。

其次，外需存在好转可能。外需的确定性比较差，尤其是中美贸易的情况。相对来讲我认为中美的贸易其实是互惠互利的，以前可能 80% 的受益方是中国，未来可能 80% 是美国，但是从贸易来看应该是一个双赢的局面。对于美国的企业，不可能放弃中国这么庞大的需求，所以我认为中美贸易关系应该可以寻找到一定的解决方案，虽然可能回不到过去，但也不至于完全脱钩。

第三，关于企业利润下滑的问题。其实企业利润下滑，跟几大板块有关系，从终端角度跟汽车制造关系比较大，黑色金属和化工原料是因为前期供给侧改革使得基数太高了，对于这两个板块，如果说经济短期没有那么差，利润不见得一路往下滑。而汽车制造业其实拐点已经出现，向上弹的幅度不好说，但是基本不会出现两位数的负增长。

从宏观经济形势来讲，在大家形成一致的地方往往有风险也有机会，所以建议大家反过来想想共识性的东西是不是存在机会或者风险。关于宏观经济，我就简单讲这么几点，结论也不是很明确，供大家参考。

市场：谨慎乐观 长期充满信心

关于市场，我的结论可能相对偏明确一点，对于 A 股和港股市场，总体来说是谨慎偏乐观的，核心原因有这么几点：

从估值看，无论从横向还是纵向的比较看，中国的股市是处于相对较低的位置，或者说全球较低的位置。但是很多人不太看这个，因为期限太短了，估值的恢复是需要很长的时间去兑现，可能 3-5 年才能看到。我认为，未来估值继续收缩的概率不大，估值抬升的概率是存在的，所以自上而下的选股是有基础的，对于整体的市场，我是偏谨慎乐观的。

从企业利润看，很多人觉得经济不好就会带来上市公司的收入不好，进而带来利润和 EPS 不好，进而影响到股市不好。但是这里面的逻辑是存在两个弱相关的，一是上市公司的收入和 GDP 的增长不是那么相关，上市公司是比较优秀的公司或者说一些龙头的代表，现在的经济不好可能是小企业退出的特别多，而大企业没有那么不好；二是即使上市公司的收入不那么好，也未必带来利润的大幅下降，反而有些龙头公司还在持续增长。现在有很多竞争结构好的行业，收入增长率下降之后利润率也没什么变化，甚至还有提高的，而且整体来讲其收入增长是比 GDP 增长要快的，所以很多公司保持两位数的收入和利润增长没有那么大的压力。

很多人喜欢把宏观经济和资本市场的关系比作人和狗的关系，在中国风险偏好差别特别大，所以牵狗的绳子弹性特别足，狗可以从很后面跑到很前面。狗往前跑，还是往后跑，可能比人往前走还是往后走更加重要，现在狗往前跑的概率很大，因为经济不好。投资机会不多的

时候，资本市场就会更加被重视，就更希望资本市场能为实体经济做更多的贡献，这个时候往往政策是非常好的。

关于资本市场的制度性改革，制度性的变革一直在做，首先引进外资，这是这几年生态变化的巨大推动力；其次是国内长期资金的落实问题，可能需要点时间，3-5 年内我觉得会有一个明显的变化；三是加强市场的监管，对不好的上市公司要严格的淘汰，对好的公司要扶持。

关于无风险利率下行，经济形势不好的时候分子分母都会同时下降，这个几乎是必然的，预期明年二季度以后无风险利率将会下行。

居民财富配置存在调整空间。中国的居民财富配置失衡，统计数据显示，中国家庭在房产上的配置超过 7 成。从 GDP、市值、地产三者比例来看，美国三者为 1:1:1，我国大概是 1:0.7:5。

这个问题出现了很多年，却没有改变的契机和催化剂，但是现在这个催化剂出现了，政策使房地产价格的上升预期减弱，所以居民财富配置可能会在这两年出现一个分水岭，每年新增的再投资只要对股市多出一部分，对于股市的帮助就会显现出来。

海外资金的配置问题。从长期来讲，我觉得海外资金增配中国没有问题，但从短期来看，比如今年下半年就没怎么增长，可能是由于中美关系的不确定等等因素，所以对外资增配这个逻辑的短期判断需要谨慎。

简单总结一下，整体而言，从股票市场的性价比，从国内的历史和海外的比较来看，A 股和 H 股都处于比较低估的阶段，随着新增财富的到来，海外资金和长钱的进入，中国资本市场长期来看将会有平稳上升的趋势。目前，经济处于转型升级中，现在要做的事情是社会生产率的提升，无论是资本形成的深化，还有人口的问题，都面临比较大的压力，只能靠全社会生产率的提升。中国长期来看的主要优势在于巨大市场的规模效应，市场较小的国家无法成为制造业大国，因为无论做什么研发或生产线投入，其规模达不到规模经济的量，但是中国有 14 亿人口，有巨大的统一的市场，规模效应优势就在各行各业得到体现，无论是过去的

家电，还是未来的汽车，除了集成电路由于资本和技术密集型，有一点点难度，其他绝大多数行业都会逐渐走向世界的前列，当然这是非常长期的事情，但是我们对此要有信心。

投资：值得思考的几个问题 超额收益的可能来源

关于投资，选取了几个值得思考和探讨问题。比如，好公司的溢价给多少才算合理？中国市场上核心资产的估价问题，长期来看可能没有什么大的问题，但是现在很多人买进去，很难说看得那么长远，很多人都是基于短期业绩的线性外推，当然，从全球的比较来看，好公司是应该有溢价的，我们从过去追求又好又便宜，到现在认为一流公司一流价格，甚至有些公司已经存在一些溢价了，在此基础上想要取得超额收益，对大家来说是个挑战，等到这些公司的价格给到充分的时候，我们要做出一些不同于市场的前瞻性判断。

行业承压的优秀公司有没有投资价值？对于核心资产的定义，我们往往定义成涨得最好的公司，对于那些没怎么涨的优秀公司，由于短期承压，很多没有被定义为核心资产，这些公司的价值从短期博弈的角度来看还没到底，但是需要把时间拉长来看。

宏观对投资的指导作用到底有多大？其实坦率说，我认为宏观经济研判对于二级市场投资的启示作用没有那么大。

A 股香港化还会继续吗？按照目前政策的推行以及资金结构的变化，我认为 A 股中很多劣质上市公司都会被边缘化。

香港市场能否极泰来吗？目前香港市场一跌再跌，估值是历史的低点，当然也是因为众所周知的事情。但是我想说的是，机会往往在底部的区域，一路的承压把大家的预期打到极低。作为价值投资者，关注的核心不是一个公司到底好不好，而是这个公司有没有被充分的估值。好品质是一定要给溢价的，但是有个度，需要自下而上地分析哪些可能被低估，哪些可能被高估。整体来讲，香港市场现在的估值肯定是在低位的。

很多人投资的期限可能不会那么长，也不会去做价值投资，他考虑的最重要的问题可能是这个市场什么时候涨，还会不会跌，其实预测这个事情难度比较大，能做到 60%的概率已经不错了，很多时候是要用非常长期的眼光去看待的，比如，我们做价值投资最核心的一点是，如果真的要要把这个公司私有化揣在自己口袋里，你是否真的愿意，如果不愿意，即使买到很重仓，多少带有一些投机性。

关于价值投资的四种套利，价值投资涉及几个问题，企业有没有护城河，企业家信不信得过，以及这笔买卖是否合算。价值投资其实也都是一个套利的过程，其实有很多都不是说一定要做得很长，之所以把长期和价值投资结合在一起，是说要有做长期判断的准备，万一不实现你的价格的时候怎么办，你有长期这个工具保护就不会太担心，但是如果一两年内你的价格就已经实现了你就必须得卖，才是真正的价值投资，所以长期是一个工具，而不是价值投资的核心，价值投资的核心是价格比价值低。

价值投资的四种套利主要是：一是基于时间的套利，基于时间的复利的增长；二是基于企业护城河的套利，只有有壁垒的公司才有谈基于时间的增长的意义，如果没有护城河，就是一个平均回报，如果只有平均回报其实买什么都一样；三是基于企业家的套利，就是挑哪些企业家是比别人家做的好的，好的企业家会构建和挖深护城河而不会损坏护城河；四是基于人性的套利，即人弃我取，真正的价值投资者可以克服和利用人性的一些弱点。

大家比较关心明年可能的超额收益的地方，一是持续超预期的一流公司，业绩的增长反映到股价的增长是非常顺理成章的；二是短期承压导致估值便宜的优秀公司；三是有二流价格的一流半的公司，但是对于一些不处在头部的公司，大家还是要小心，目前的经济环境下，不处于细分行业前三位的公司可能风险系数还是比较大，这个市场总体来讲还是在强者恒强的过程。谢谢大家！

陈光明对话霍华德·马克斯

导读：每个周期的深度、长度、形态都各不相同，如何更好地掌握周期？中国等新兴市场风险溢价定在什么水平比较合适？当周期底部和顶部比想象中更长时，资产管理人要如何平衡客户的信任？

5月8日，世界顶级投资大师霍华德·马克斯出席由华尔街见闻主办的“见面”活动，近千名专业投资者现场聆听。在大咖对话环节，中国价值投资界代表人物陈光明和霍华德·马克斯对投资的问题展开了深入对话，两位投资大师讨论了3个他们最关心的问题。

睿远基金总经理陈光明曾经说过，价值投资实践最重要的几点体会是牢记估值、感受周期、陪伴优秀企业。

关于“感受周期”，他说，“周期是永远存在的，更替周而复始，背后是亘古不变的人性，就如同一年四季变化，只需要用心感受四季的变化，不同季节做不同的事情。”

在与霍华德的对话中，陈光明进一步提出了他理解周期中所关注的一些方面。比如，周期原理比较简单，难度在于每个周期的幅度、长度、形态都不相同，把握起来比较难。比如2008年，A股一年时间跌了约70%，幅度够大。中国房地产几乎只有一个周期，从上世纪90年代一路上涨。美国股市20年只有2.5个周期，中国A股已经有7、8个来回了。往往容易

出现，在周期底部“胆大的没钱”、“有钱的也没胆”。上述种种都显示，实践中把握周期的难度是不小的。

他同时提到，均值回归的“均值”难以量化，从相对估值的角度来看，历史均值是重要的参考指标，但对于新兴市场，历史比较短，历史均值的参考意义比较小；从绝对估值的角度来讲，一般是无风险利率加上风险溢价，目前成熟市场的风险溢价平均可能在 4-5%，无风险利率比较透明。而新兴市场估值中枢和风险溢价的“锚”如何定，值得关注。

以下为陈光明与霍华德的对话实录：

把握周期难点在于

幅度、长度、形态各不相同

陈光明：在我的投资生涯中，有两个人对我影响很深，一位是巴菲特，另一位就是霍华德·马克斯先生，2011 年《投资最重要的事》这本书，更加坚定了我们做价值投资、逆向投资和长期投资的信心，也让我们在 2012 年到 2015 年的周期中比上一轮周期做得更加好，这次霍华德·马克斯先生带来了《周期》，特别感谢他的无私分享。

大家都很期待能够学到霍华德·马克斯先生更多的东西。《周期》这本书所说的绝对是真理，也非常得正确，这是毋庸置疑的。原理其实比较简单，在别人恐惧时贪婪，在别人贪婪时恐

惧。但是，难点在于，每个周期的幅度、长度和形态都不相同，这个把握起来就非常难，比如说 2008 年，很多人觉得 6000 点跌到 3000 点就已经比较多了，没想到 3000 点又跌到 2500 点，甚至跌破了 2000 点，一年的时间跌掉了百分之七十多。再比如说中国的房地产几乎只有一个周期，从上世纪 90 年代“房改”以来到现在都是一路上涨。

美国股票过去 30 年可能只有 2.5 个周期，但是中国股市已经有七、八个来回了，往往最后容易出现的是“胆大的”没钱，有钱的也“没胆”，所以赚大钱的永远是少数。您认为，掌握原理之外，还有没有什么法宝，或者还有没有什么办法，能够更加好地掌握周期？

霍华德·马克斯：谢谢陈总，我也很高兴有机会和您共同坐在这里和大家聊一聊。一般来说市场都会受到短期情绪的支配和波动，也没有任何放之四海而皆准的标准来决定股价的走势，所以我们无法找到一个很可靠的指标，来判断股价的走势。我认识一个投资者，他说从长期来看市场是反映价值的机器，但是从短期来看它只是反映投票结果的机器。从短期市场表现，我们更可以得到市场对投资者的判断如何，而不是真实的反映，所以我们要学会如何接受犯错的自己，如何能够承认自己犯的错误。

正是因为市场的不可预见性，以及是受到人类情绪心理支配影响的，我们就要更好地去了解自己的心理状态是怎样的。人的本性就是一激动之后就买高卖低。我母亲一直跟我说低买高卖，但是人的本性就会导致每次人都是高买低卖的，所以我觉得一个成功的投资者，首先不要向其他人那样很容易被情绪牵着鼻子走。如果您可以做到与众不同，我们就可以抑制自己高买低卖的行为，而是作为长期的投资者，看到长期的价值增长。有很多长期投资者都是买

了之后就持有这支股票，如果您能够做到有足够强大的心理，通常这个长期投资回报率会高于其他人的。

还有一个精神状态是很多人都做不到的，如果市场价格高的时候，我们应该卖，因为这证明很多人都冲进来，如果价格低的时候，市场出现抛盘压力，我们就应该买进，这是我们所谓的逆势投资。这个动作的回报率很高，但是它也是很难掌握的。因为在高的时候，您会看到很多人买进，这个时候您会受到影响，您会不想卖，您会觉得它会走得更高。

所以说在高位的时候卖、在低位的时候买，都是不符合我们本能的，我们就需要更多的精力反对自己的本能，不是有很多人都做到的。我对您的认识就是您的情绪控制非常好，我们都应该朝这个方向去努力。如果各位可以对自己进行客观的评估，如果觉得自己是一个情绪不稳定的人，可能您需要一个专业的投资者去帮您做投资，总之我们要有强大的心理来抵制我们受到的影响。

均值回归中的均值中枢如何确定

陈光明：做价值投资、逆向投资的核心就是相信均值回归，均值定在那里是比较难以量化的，成熟市场比新兴市场容易确定一些。我们 2007 年以前历史均值就很高，这几年低价了，现在可能更低一点，均值会相差很大，所以往什么样的“均值”回归，这对我们的挑战就会非常大。成熟的市场有很长的历史，均值如果算一百年就比较稳定，而我们的均值因为历史较

短从历史的角度讲就不够稳定。另外从绝对估值的角度思考这个问题，无风险利率是比较公开透明的，我们的风险溢价定在什么位置比较合适，这个“锚”如何定，您怎么看？

霍华德·马克斯：中国的市盈率会下降，变成正常值。要看的不仅是中国历史估值，而是也要看其他地方的估值，比如美国标普 500 的平均估值自二战以来大概是 16 倍。中国有发展红利，可能性很多，美国是成熟经济体，中国仍然是高增长市场，所以您的市盈率应该比美国高一些，但两倍三倍地高出美国，是不是过高呢？是不是应该退出市场、削减投资组合中高风险的资产？采取防御性姿态？这没有一个既定的法则。

市盈率仅仅是一个标准，我们还需要看到相对于其他竞争对手的成长潜力、产品的安全性，需要同时平衡很多因素，这也是我们这个行业有趣的地方所在。

我的新书出版的时候，我跟查理·芒格共进午餐，他说这一切都不容易，如果容易的话一定是骗人的，我们要获得超值的收益绝对是不容易的事情，而且不适合所有人都去做这件事，因为并不是所有人都有这样的智慧和情绪的控制能力，或者说有资本做这件事情，这个时候您就可以帮助大家。

如何让客户有好的盈利体验

陈光明：其实很多人并不一定很适合做投资，他们也很明智的把钱委托给专业机构做，但是在这个过程当中自己的钱和客人的钱有非常大的区别，尤其在这种大周期的过程当中，比如您书中谈到 2008 年的例子，从 4 倍杠杆降到 1 倍杠杆的过程，假如碰到 2008 年这样的情况，有可能真的是历史上最糟糕的一次，而在那个时候，有可能客户真的不一定能够陪伴下去。您有 50 年的经验，在这个问题上有没有什么好的建议？

霍华德·马克斯：非常好的问题。资产管理者和客户之间的关系又带来了新一层的复杂度。对于我们在场所有的这些专业投资者而言，首先要非常重视客户教育，就是要帮助他们理解未来会发生什么，让他们做好准备，特别是对于那些糟糕的时刻。

第二点，让他们看到不利的时机，也要看到有利的时机。在大局非常好的时候，需要记住一帆风顺不可能永远如此，总会有波浪，总会有过度，然后会有纠正。特别不好的时候，大家是教育不进去的，他们就想尽量的减少损失。我觉得非常重要的一点，在风平浪静的时候来引导我们的投资者，我们的客户。

其中，投资最重要的一件事就是合理的预期，每个投资者都需要有合理的预期。有的人说，只要每年翻一番就行了，也不要太多。这就是不合理的预期，不可能一年就翻一番。如果有人给您推销一个产品，一年就可以翻一番的话，肯定是在骗人。可能有人会来找你，你会告诉他我 30 年的管理经验从来没有一个月是下跌的，你的职责就是要告诉他这是不可能的。麦道夫当时就和客户讲说我已经管理了 30 年的资产，从来没有一个月是下跌的，很多人被他骗了，相信他了。

查理·芒格经常引用古希腊的一句名言“相信不可能的事情是不明智的”，您想要迅速地致富又不想承担风险，这是不可能的，您要承担过渡的风险可能是南辕北辙，适得其反，客户教育和为客户沟通是非常重要的。

还有一点我想说的是，我之前讲想要低买高卖，我也讲到很多人其实是高买低卖，所以我想问在座各位的是投资者最大的错误是什么？买高的话，如果下一次再冲高会比上一次更高，最终还是会往上升，所以这并不是最糟糕的一件事。低卖，是最糟糕的一件事情，因为您已经在低点卖出去了，而且接下来的复苏也享受不了，这才是最糟糕的事情。

所以作为专业人士我必须要控制好自己的情绪，必须要有强烈的意志力抵制在低点卖出的诱惑。当然，如果我们可以买证券，长期持有，尤其是我们可以去选择合理估值的证券，这样就可以确保长期大概率会有一个比较好的体验。

如何便宜买好货？

（本文根据陈光明先生 1 月 18 日在上海交通大学高级金融学院交流整理）

价值投资大讲堂希望能够传递价值投资的一些原理、方法、理念和实践。原理和理念应该其他人讲，实践方面我比较适合讲，所以我选择来讲讲价值投资的实践。

我的内容大概分为三个方面：第一，价值投资的有效性；第二，价值投资方法的思考，怎么走才是正确的；第三，价值投资的实践，主要是 2005 年东方红产品诞生之后我们的实践。

价值投资的有效性

首先想跟大家讲，价值投资肯定是有效的。

价值投资的有效性。基本上价值因子在全球市场都有显著的正向效应，越成熟的市场，超额越小。美国市场近十年是超额收益最小的阶段，当然这里面有非常重要的原因，2008 年美国的金融股较 2007 年高点跌了百分之九十以上，当时金融股看起来很便宜的，所以肯定是归类于价值因子最核心的。而这一轮的上涨又是由科技股引领的，从这个意义上来讲，价值因子在美国市场的近十年是遇到最大挑战的十年。

中国资本市场的检验结果显示，用低估值价值投资策略做出的超额收益，如果在 2008 年 1 月上证综指 6000 点附近以 1 元买入，当上证综指跌到 3000 点左右时，这个策略的实际净值大约是 3 元，超额收益接近 6 元，就是一块钱可以变成三块钱。但有一个更重要的现象是中国有一批优质的股票从 2006 年至今涨幅惊人，比如格力电器、恒瑞医药、贵州茅台、伊利股份等，很幸运，这些股票我们一度、曾经或者现在仍然是我们的重仓股。

其实在中国做价值投资，最经典的、传统的方式是找不到投资标的的。只有通过巴菲特的方式，其实在中国做价值投资能真正赚钱的不是买价值股的，而都是买优质成长股的。现在市场上总是在区分价值股和成长股，这是不对的。真正的价值投资根本不会说成长股不能买，或者价值股不能买，也不会将成长股和价值股看成是冲突的。

成长是价值投资最核心的指标。因为中国市场非常特殊，几乎没有静态的便宜货，格雷厄姆的方式只有在大萧条之后谈股色变的年代是适用的，在之后的美国市场，格雷厄姆的方式也是不太适用。

所谓的价值股是什么呢？就是静态的价值已经比较高了，只有市场非常低迷的时候你能以非常低的价格买进，甚至价格低于企业的运营资金。这种情况在股市成熟以后是不大出现的。在中国市场就更加突出了，如果说不考虑未来价值的贴现，按静态价值考察投资标的，几乎没有股票可以买。中国市场静态价值和公司市值相比基本上都是溢价的，没有什么折价的，甚至在 2005 年和 2008 年都非常少。所以，最终一定是要分析这些公司未来的价值，未来现金流的贴现占公司市值的比例越高，它就越像成长股。

只有买到真正的超级成长股，才能实现长期超额收益。比如格力电器 2005 年时的利润和现在的利润差了一百倍，即使它的估值从来没有提升过，股价都是靠业绩推动也能实现持续上涨。所以，格力电器难道不是一个超级成长股吗？它其实是一个超级成长股，根本不是什么价值股。

为什么价值投资在中国市场的回报比较高？这是与中国市场的特色有关的。一个特色是，中国资本市场中小投资者占比高，市场的情绪化特征特别明显，羊群效应特别大，市场典型的特征是牛短熊长。二是以趋势博弈为主，将博弈的方式作为盈利模式。现在的情况出现了很大的变化，那些想割韭菜的自己变成韭菜了，老老实实陪伴上市公司一起成长的机构，现在情况还不错。所以，有时候人不能过于聪明，资产管理行业不缺聪明人，缺的是“笨”的人，是大智若愚的愚。很多特别聪明的人，往往成为市场的牺牲品，或者难以长久。

资产管理行业剩者为王，做得越长久，尤其我们做价值投资的人就两个要点，第一个不亏钱，第二个做得长。市场诱惑很大，机会也很多，但是你把握不好，就容易踩到陷阱了。有市场本身受不了诱惑踩进去的，有自己走偏了进去的，也有法律观念淡薄踩进去的。

中国整体上市公司的资本回报并不是很高，这也有它的道理。因为整体来讲，中国的资金成本不是很高。美国市场的利率比较市场化，相对于美国的 GDP 增长而言，它的利率并没有那么低。而相对于中国的 GDP 增长而言，我们的利率是挺低的。当然还有体制问题，国有企业和民营企业都要做大，不喜欢小而美，就喜欢大而全。即使民营企业也不是以资本回报最大化为衡量的。

价值投资在全球都是有效的，为什么有效？原因非常值得大家深思。

一是均值回归及背后的资本逐利。均值回归是投资的基本常识，整个市场的风险溢价长期围绕一个均值波动。当涨幅过大，价格涨得太高之后，这个标的未来的回报就不够，潜在投资回报率下降，就吸引不了理性的投资者，理性的投资者会去寻找更丰美的水草。一旦趋势投资者的力量开始衰竭的时候，走势就会反转。反过来，跌幅大了，价格低于内在价值的时候，未来的潜在回报就是非常丰厚的，就会吸引我们这样的价值投资者的介入，筹码会越来越少，股价上涨是很轻松的，下跌是不容易的，就是这么一个循环，事实上就是这么一个均值波动的过程。

均值回归不仅仅适用于行业竞争，也适合于经济、社会、行业、公司，全部都适合，是对于过往趋势的一种矫正。

二是有更多的价值实现方式。价值投资为什么有效？因为可以通过分红和回购、更多的被并购的机会、大股东和管理层的增持、市场趋势性的机会来实现价值。比如我们买的万科，当时根本不知道当时万科会被姚老板举牌，然后许老板又进来了。如果一个公司真的被低估了，管理层也会想要增持。当然市场趋势机会也会有，每隔几年总会有一些波段机会，但可遇不可求。我们的收益中也有一些是来自于市场趋势机会给我们的，比如 2012 年、2013 年我们都是满仓，2014 年甚至有一定杠杆。

三是好公司有持续价值创造能力。我们是一定要公司的未来，不看未来就没有什么好买的。看未来，一般来说好公司有持续的价值创造。比如格力电器现在一年两百多亿利润，2005

年也就几个亿利润。2008 年乳业三聚氰胺事件爆发时，伊利股份当年大幅亏损，只有 50 亿市值，现在一年的利润比当时的市值都高出不少。

投资的本质与价值投资的逻辑

投资要有概率思维。这是什么意思？投资本身是对未来的预期，有个公式： $Ea = E1 \times P1 + E2 \times P2 + E3 \times P3 + \dots$ 。E 代表我对这项投资的预期回报率，P 代表这项投资成功的概率。这样推算出来预期回报 Ea 是多少。

普通投资者是没有概率思维的，很多老百姓只看预期回报率很高，所以总是被高利贷骗。原因是什么？他这个 P（概率）肯定是等于 0 的，时间一长这个 P 肯定是等于 0 的，你预期收益率再高，最后也是等于 0 的。有些游资操作妖股，也是这么做的，把故事讲得很大，比如要是成功了以后会怎么样，来吸引那些想短期赚暴利的普通投资者。从长远来讲这些故事实现的概率基本上等于 0 的。等游资觉得涨的差不多了，就把它卖给想要短期暴利的老百姓。我觉得这样的风格从头到尾都是不行的。

举个例子，索罗斯的成功，他并不在乎盈利的概率有多高，而在乎盈利的级别是多大，也就是他不在乎这个 P 有多高，但是他知道他加了杠杆，只要博一把成功，他的 E（预期回报率）就会翻十倍，甚至更高。他的 P 也不是那么高，但是高的时候他会下重注，所以他会输小

钱、挣大钱。但是我们从来不玩小概率事件。小概率事件就如同赌博，做投资很多人就做成了赌博。

东方红做的投资是大概率事件。就像巴菲特这样，巴菲特是 P（概率）为主，E（预期回报率）为辅。巴菲特持有的一些股票，其他基金经理不是不懂，就是不屑。巴菲特为什么追求 P 呢？首先他管理的资产规模已经很大，他不可能找那些回报率很高的小公司。第二个因素，他有 1.5 到 1.6 倍的杠杆，但是他的杠杆是不会出问题的那种。所以巴菲特就会要求，买的东西，预期回报率要求不高，10%到 15%就差不多了，但是 P 盈利的概率高达百分之八九十。当然巴菲特投资的时间已经五十几年了，不好比。最重要比的是做得长，不要掉进陷阱里，收益率某些年份低一点不要紧。

此外，价值投资重视复利原理，它的长期回报非常惊人，胜算高，尽量不亏钱。有特别好的机会的时候敢于重仓。

其实很简单，价值投资主要就是便宜买好货。这个最重要，很多人想做，但是做不好。主要是因为投资者对内在的价值评估不了，企业股权的价值评估是非常难的。为什么企业的市值一会儿跌到那么少，一会儿又涨了那么多。这里面除了人性之外，还因为股票是资产市场，越是不容易估值的市场越容易产生巨大的波幅。

企业的内在价值理论上可以由未来的自由现金流贴现算出，但是 DCF 模型可操作性差，更多的是一种思维方式。价值投资评判内在价值不是靠公式算出来的，都是靠你自己对行业的了解，对公司的了解，对人的了解，以及对业务的了解等等。

价值投资真正的回报来源是哪里呢？就是这个公式： $\text{投资收益率} = \text{ROE} \times (1 - \text{分红率}) + 1/\text{PE} \times \text{分红率}$ 。ROE 很重要， $1/\text{PE}$ 也很重要。所以，“便宜”、“好货”都在这个公式里面体现出来了。ROE 很高的公司为社会创造很大的价值，同时给股东、员工也创造了很大的价值。过去 50 年美国市场表现最好的股票之一是“菲利普·莫里斯”的烟草公司。如果理解了这个就理解了价值投资的精髓，最后你会发现最丰厚的回报不是来自那些红极一时的明星，而是最朴实的企业。

在选择优秀公司时，非常看重 ROE（净资产收益率）指标。在分红率为 0% 的极端情况下，ROE 是有效增长的上限，超过 ROE 的增长需要增加负债或者股权融资。在成长空间无限的行业里，时间拉的越长，复合回报越接近 ROE 水平。

但是 A 股的投资者往往过于看重公司的业绩增长（g），实际上大部分 ROE 低而增长快的公司都没有长期投资价值，除非它有很强的“规模正反馈（即规模扩大后 ROE 可以提升）”。我们发掘优质的成长股，一定要重视“规模正反馈”，规模扩大后采购成本或单位研发成本是否大幅降低，对客户吸引力变强或者客户转换成本是否变高。

做纯价值股的往往对人性的考验更大，有时间它就是被人嗤之以鼻，很久都不反应，它的反应周期和迟钝性更明显，所以要有比较合适的业绩增长(g)。

价值投资实践

下面来讲讲实践，最确定、最重要的是要买的便宜，次确定的选到优秀的公司，再次确定的是能够有周期的感觉，最不确定的就是预测市场。

首先，价值投资最重要的就是牢记估值。

不是买价值股的人就是价值投资，买那些看起来不起眼的普通公司就不是价值投资，关键看你在什么价位买。当然，在估值的前提下最好买优秀的企业，因为优秀的企业有更大的胜算。在估值能够满足你要求的前提下也就意味着你的潜在回报率是在你的必要回报率之上。比如我们测算内在价值和价格会提供三五年 15%以上的涨幅，就是每年符合 15%以上的涨幅，才能够进入我们的视野里，但如果觉得它不符合这个目标，那就不是价值投资的标。

我个人认为，现在的价值投资很火，不是大家对价值投资理念的认可，而是对价值投资风格的认可。风格是会变的，理念是不会变的，理念已经接近 80 年了，没有变过。它的方法和策略，以及适用的标的和适用的市场都不太一样。但是它基本的原理就是买到便宜货，这是最基础的。现在大规模买入一些所谓价值股，可能还是因为价值投资风格得到了认可，并不

是价值投资理念得到了认可。讲得更通俗一点，是因为这些股票涨了，所以投资者会买，并不是因为他们值钱了，有很高的预期回报了，所以他们才来买。我觉得，价值投资的理念是不会变的，但是价值投资的风格一定会变。当然我也不知道什么时候。

其次，选择优秀的公司，陪伴优秀的公司成长。

价值投资是一个套利的过程，有的人是静态套利，有的是动态套利，不管是套静态还是动态的，最重要的是好的公司。原因很简单，因为跟一群不太行的人打交道，你犯错误的可能性比较大；跟一群能力超群的人打交道，虽然贵一点，随着时间的推移会超越你的想象。所以，对于普通企业而言，我们需要的折扣更高，就是这样一个道理。但是，选择企业是做价值投资的核心根本能力。做估值理论上讲，考验的是你的品格、性格、价值观，也包括机构的价值观、文化和激励机制。

事实上真正能做价值投资的人是很少的，很多人被套进去的时候说我是做价值投资的，有的人说是做价值投资的，但换手率却很高。按照我对价值投资的理解，如果换手率这么高，这是不符合价值投资规律的。价值投资的规律是说价值终将反映价值，而且一般反映价值都需要一点时间。

至少来讲，价值投资的考核机制必须是长期，资金是长期的，考核机制也要长期的，不要天天排名。很多时候股票的价格就是不反映它的价值，那怎么办？等待，或者忍，忍的时候很

煎熬的。你能不能忍住，如果你天天看排名，很忍得住，有些股票真的是很久就没反映。为什么我们要推出三年封闭期的基金，因为它是跟价值投资匹配的，价值投资所买的标的一年不反映价值是很正常的，如果三年不反映价值概率较低，当然前提是要评估企业的内在价值。

再次，感受周期。

市场四季的更替是周而复始的，背后是亘古不变的人性。市场周期是这么周而复始的，有的时候周期可能是三年，有的时候周期可能是七年，跌的一般是长的，涨的比較短，但是说不定以后它会变化，但不变的是周期。如果你在市场待得久的话，四季的更替，会有感觉。比如在冬天你要穿暖一点，夏天你不能穿太多，春天你要带把伞。你在不同的季节要有自己的应对的策略，而不是要想着去预测市场。预测到市场所谓的点位完全是一种运气行为，但是在什么时候感受到这个已经过热了，或者在什么时候有很多的投资价值？这个专业的人士完全可以去体验。

最后，不要预测市场。

其实很多人免不了，如果你市场预测得准是最容易达到的目标，但是你越想达到目标反而容易失误。市场很难预测。精明如索罗斯，大部分的市场他也无法预测，他只有在恐慌和贪婪集聚的市场形成的那一小阶段，觉得因为人性的原因可以去参与，甚至还包括他自己去影响，形成趋势。大部分时间预测市场基本上是失败的。

原因很简单，资本市场是一个复杂的非稳态的混沌市场，而且是二阶混沌。二阶混沌就是你只有知道了第二天的表现，你才能预测第三天。你如果连明天会怎么样的都预测不到，怎么能预测第三天的？所以，大部分时候市场是不可预测的，只有少部分的时候有迹可循。

还有个原因就是艺术的成分，掌握这种艺术的人非常少，最大的区别可能就是体现在这个地方，几乎是只可意会，不可言传。对卖点的把握很重要，买的时候差别不大，卖的时候基本上根据市场的趋势，根据各方面因素来掌握，会卖的是师傅，资产管理行业基本上确实是这样。但是买入和价值投资是完全可以复制的。

战胜市场是比较困难的一件事，除非你正确的预测到极端事件。霍华德·马克斯说过，卓越的业绩来自于正确的非共识的预测，然而非共识的预测很难，正确更难，执行就更加难。东方红这十几年来，真正做出正确的非共识的预测不太多。大概就两次，第一次就是 2009 年的时候我们全面转向内需社会建设方向的投资，清空了很多投资属性的品种，第二次是 2015 年第二季度，我们减仓、换成蓝筹股。你时时刻刻想跟市场作对，你胜算很低。

投资更重要的是对自身欲望的管理，事实上不仅仅是投资，也包括事业、人生。谢谢大家！

价值投资在中国行得通

（ 本文根据陈光明先生 2017 年 5 月 17 日在东方证券年度策略上演讲整理 ）

东方证券研究所让我来讲讲价值投资，我内心的感觉是诚惶诚恐的，为什么这么说呢？一方面，我们在中国资本市场的投资实践只有十几年，时间应该说还是偏短的；另一方面，我们是买方，一直奉行少说多做的原则。

感谢研究所给我这样一个机会，与大家分享十几年来对价值投资的思考。我讲的主要内容包
括以下几部分，一是价值投资是否有效，二是价值投资有效的原因，三是价值投资如何才能
有效，以及未来展望。

价值投资的有效性

关于价值投资的有效性，我们可以从三个层面来分析：全球资本市场的检验结果、中国资本
市场的检验结果、我们的实践。

先来看看全球资本市场对价值因子的检验结果，亚太和欧洲的资本市场这十年的超额收益大
概在 50%左右，美国和日本略少一点。不难看出，越成熟的市场，超额收益越小；使用的
人越多，价值投资策略的效果就会差一些；或者说机构投资者占比较大的市场，都会有这样
的结果。

我们再看一下价值投资在中国市场的结果。海外市场比较喜欢用 PE、PB、EV/EBITA 这三
个指标来判定什么是价值投资的价值因子。中国资本市场 EV/EBITA 用得比较少，就用两个
最简单的指标 PE、PB。如果按照低估值价值投资策略测算，其累积超额收益相对于上证指

数是稳定增长的，按照这个策略，如果在 2008 年 1 月上证综指 6000 点附近以 1 元买入，当上证综指从 6000 点跌到现在的 3000 点左右时，这个策略的实际净值大约是 3 元，超额收益接近 6 元。我们在 2007 年底 2008 年初曾成立过两只产品——晋龙 1 号和海洋之星 1 号，现在累计净值 5 元多。可见，即使用最简单的价值投资方法来进行投资，净值也会有 3 元左右，而不是像许多散户一样出现亏损。我也可以非常确定地告诉大家，价值投资在中国是有效的，而且比美国和日本市场要高很多。

从低估值价值投资策略的个股股价表现来看，2006 年 5 月到现在，格力电器涨了 40 倍，恒瑞医药涨了 26.8 倍，贵州茅台涨了 15 倍，宇通客车涨 14.58 倍等等，这是绝对收益，如果考虑相对收益还更高。这批优质的上市公司，不断通过业绩增长推动股价的上涨，现在不是牛市，他们 PE 的抬升是非常有限的，主要是依靠业绩增长的推动。

我们自己一直秉承价值投资的方法做投资，我们的实践也证明，长远来讲，价值投资在中国市场的回报是比较高的。

为什么价值投资在中国市场的回报比较高？

这是与中国市场的特色有关的。一个特色是，中国资本市场的散户占比高，中小投资者参与比例高。上市公司的供给以前是不足的，导致估值一直比较高，很多新股一上市就被炒作，市盈率炒到上百倍，炒作之后一般会有很长一段价值回归的时间。中国市场中价值投资的标的不是很多，在 A 股和 H 股同时上市的公司，A 股对 H 股的溢价基本上常年维持在 100% 以上，只有少数公司是 H 股与 A 股价格倒挂的。因为有大量散户的参与，市场的情绪化特征特别明显，羊群效应特别大。市场典型的特征是牛短熊长。市场参与者的投机心理太强，一旦市场比较确定的时候，谁都不愿意让别人赚大钱而自己不赚钱，机构投资者也是这样的

想法，总是等着市场起来之后赶紧追进来赚一把热钱。在中国人的思维里，一夜暴富，迅速改变自己的社会地位是最期望、最愿意为之奋斗的事。

机构投资者也是以趋势博弈为主，换手率很高，业绩波动很大。经常出现今年第一、明年倒数第一，这是非常典型的状态。价值投资者很难做到今年第一，也很难在明年成为倒数第一。在博弈过程当中，散户处于劣势，机构投资者和游资大户都以散户的存在作为赚钱的基础，将博弈的方式作为盈利模式。在此想提醒大家的是，这样的投资方式将会受到挑战。

另一个特色是上市公司的治理结构不够完善。国有企业天然存在“所有者缺位”的现象，经营者激励普遍不足，经营者和股东利益诉求经常不一致，甚至相悖。这个问题是比较严重的。比如欧洲股神——安东尼·波顿看好中国的发展，他认为国有企业治理结构不完善，于是相信民营企业。他在香港市场基本上买的都是民营企业，但是没有想到中国的民营企业诚信问题比较多。他的水平是很高的，之所以折戟香港市场，不怪他，是因为市场不成熟上市公司缺乏诚信。他本来想在退休之前能在中国续写他的辉煌，最后却黯然神伤的退休了，这市场确实跟欧美成熟市场不一样。

上市公司的资本回报不够高。整体而言低于美国市场，上市公司基本上还是以做大规模为目标，这个现象不仅仅是国有企业，也包括民营企业。很多民营企业也不是以资本回报为最重要的核心，而是以做大规模为目标，想要的是社会地位，希望自己的企业规模是 NO.1。此外大部分企业比较“重融资”而“轻分红”。因此，市场整体的 ROE 水平和分红回报率较美国等成熟市场存在一定差距。

为什么要谈这些中国市场的特色呢？因为这跟价值投资是有关的。如果没有这些基础，做价值投资就很难。

简单看，在中国做价值投资看起来没有很好的土壤。首先，由于估值较高、上市公司的资本回报不够高，适合价值投资的标的不是太多。其次，上市公司的治理结构存在缺陷的较多，回报股东意识不强，即使在再投资回报明显下降的情况下也不乐于回报股东，从而产生比海外成熟市场更多的价值陷阱。当然还有某些上市公司的诚信问题和信息披露问题，会导致价值判断出现偏差。三是市场的不成熟导致的巨幅波动。

但从另外一个角度看，正是因为绝大多数的人认为价值投资在中国没有市场，或者认为即使有市场也没有办法实施，所以导致价值投资这条路是很宽敞的。市场巨幅波动一方面需要强大的心理素质去支撑，另一方面也为价值投资者提供了机会，也比如 2008 年，指数一年跌去了 70%，比如说“互联网+”最热的时候，大家普遍觉得传统行业都不行，2014 年初万科 A 的股价才 6 块多，110 亿的总股本，这么优秀的公司，市值才六百多亿元，一百多亿元就能成为大股东，这个估值太便宜了。市场的不成熟和过度的情绪化，导致这样的巨幅波动，也给价值投资提供了很大的机会。

如果我们回避了在中国做价值投资的缺陷，同时坚定不移地走在这条道路上，超额收益还是很明显的。

价值投资有效的原因

做价值投资，我不担心竞争，做的人多一点，对社会有积极意义，同时也希望有更多的人能为更多的老百姓去理财。但我很担心，现在有很多人把价值投资当做热点。

目前价值投资正在风口上，今天会场这么满，说明这个话题比较热。但是我更希望的是价值投资能够陪伴我们今后的投资生涯，而不是因为大家都说做价值投资，就来听，最后却执行不下去，半途而废还不如不要做。

价值投资有效的核心原因是什么呢？我想只有把这个理念想清楚了，你才能坚持，才能在艰难困苦的时候还能够坚守，在孤独、遇到压力的时候能够一如既往地走下去。

价值投资有效的原因主要有这几个方面：均值回归与资本逐利、更多的价值实现手段、好公司的价值持续创造、价值投资符合投资本质。

首先，价值投资有效的最核心原因是均值回归及背后的资本逐利。

均值回归是投资的基本常识，价格有向价值回归的万有引力。为什么会有这个万有引力呢？简单说，当涨幅过大，价格涨得太高之后，这个标的未来的回报就不够，潜在投资回报率下降，就吸引不了新的投资者，老的投资者觉得回报率不够，也会寻找新的回报更丰厚的资产。一旦趋势投资者的力量开始衰竭的时候，走势就会反转。反之，如果价格跌幅过大，内在价值远远高于价格的时候，未来潜在回报率就会很高，就会吸引越来越多的投资者，当投资者力量超越趋势投资者力量的时候，走势就开始反转了。因此，整个市场的风险溢价长期围绕一个均值波动，多数时候都在一个标准差之内。目前的风险溢价整体在均值附近，2007 年整体风险溢价是负的，2008 年风险溢价接近 5%，2012 年到 2014 年在 4%左右，现在大概 1.2%左右。

均值回归不仅仅在市场层面，在行业竞争、公司经营层面，万有引力的作用也同样存在，背后原因还是因为资本是逐利的。

行业竞争层面而言，如果回报太低，资本都会退出；回报太高，资本都竞相涌入。比如说你这个生意太赚钱了，总有人挖空心思在想，凭什么你赚钱，我难道不可以做点类似的？只有极少数公司能够在比较长的时间里维持垄断。所以，绝大多数行业，尤其是传统行业，都是周期性的，回报太低了，大家都不投，都撤离了；撤离时间久了，行业竞争就不激烈了；当又有钱赚时，资本又开始进入。就像前一段时间，化工行业出现了一波涨幅，除了环保等原因外，更主要的是因为 2011 年至 2015 年行情不好，很多产能就自己出清了，当然长期还要看需求。新兴行业的周期性也非常明显，当年的光伏行业，最典型的是曾经行业领头企业最后却退市了。

公司经营层面的均值回归也很明显。比如企业做大了，觉得骄傲了、自满了，出现大企业病了，还有想偷懒；随着企业越做越大，企业家的年纪大了，精力也不够了，激情也不够了，等等，这些因素都会让企业也有周期。所以，均值回归几乎在行业和公司层面都是存在的，做价值投资的人一定要相信均值回归。

其次，价值投资有更多的价值实现方式。价值投资为什么有效？因为我不需要猜测谁来接棒，这个股票、这个公司很好，回报很高，我不想去想谁会来接我的棒，即使没有人接棒也没有关系，因为它可能有很高的分红，很有可能公司就会来回购。

再次，好公司有持续价值创造能力。有核心竞争力的优质上市公司的资本回报远远高于社会平均水平，随着时间推移，这些公司的内在价值持续在增长。这样的公司是不多的，这样的公司一定会被挖掘出来。

还有重要的一点，价值投资符合投资本质。投资本身是对未来的预期，有个公式： $E_a = E_1 \times P_1 + E_2 \times P_2 + E_3 \times P_3 + \dots$ 。E 代表我对这项投资的预期回报率，P 代表这项投资成功的概率。

这样推算出来预期回报 Ea 是多少。任何投资大师要赢这场游戏，必须符合这个公式，要么你的 P 很高，要么 E 比较高。如果 P 很低没有关系，但是你的 E 就得特别高，比如说投资了谷歌，一个项目就赚一千倍，那 P 低一些也没有问题。你必须要保证 Ea 一定要超越社会的平均回报率，这样你的投资才是赢的，否则是输的。索罗斯说过他的目标不是每次都挣钱， P 不是很高，但是他在乎的是每次赢钱的量级，比如要挣十倍。巴菲特的风格不一样， P 很高，但 E 不是特别高。不管怎样， E 和 P 的乘积必须要很高。为什么做 VC 的人是风险投资？因为离散程度很大。如果一百个亿投进一百个项目，一百个项目都死了，就是永久性损失。价值投资一般是预期收益率中等偏上，实现的概率是比较大的。价值投资者对风险看得很重，特别在意风险的把控，所以离散程度是很低的，基本上不大会产生永久性损失的机会。

价值投资还有非常重要的一点，就是复利。复利是世界奇迹，巴菲特每年 20% 的年化复合回报，52 年的总回报达到 1.5 万倍。很多人觉得一年做到 20% 的回报很简单，但坚持了 52 年，这个力量就是巨大的。我告诉大家，如果想成为投资大师，未来 20 年如果能做到 15% 的年化复合回报，就是大师级的。

为什么价值投资机会在全球范围内持续存在？成熟市场虽然是以机构投资者为主的，但钱还是需要由人管理的，人性是一样的。机构投资者虽然有优势，但也有劣势，虽然价值投资的原理方法都懂，但劣势是有领导、有客户，有时候还经常粉饰他的报表。机构投资者所掌握的资金不是自己的，很多不是长期资金，客户的信任都是有时间期限的，尤其是在短期业绩不好的时候，在这样的背景下，纵使成熟市场也一样，有很多机构投资者也做不了价值投资。

价值投资如何才能有效

在座的很多人肯定也想实践价值投资，但是碰到的障碍在什么地方，价值投资如何才能有效？

简单说，价格围绕价值的波动，价格终将反映价值，只是反映的时间不确定，所以我们强调长期。与时间做朋友，价格低估的标的迟早会被发现，长期不会被忽视，优秀企业的成功也不会被长期忽视。价值投资追求绝对收益，避免永久性损失，规避人性弱点，利用均值回归原理。利用复利原理，相信耐心的价值，每年并不耀眼的正收益可以造就辉煌的长期业绩。

如何做才能有效呢？第一，要有相匹配的长期资金。如果你的钱是短线资金，只有半年、一年，价值投资策略实施不了，谁也不能保证价格什么时候反映内在价值，而且往往一年不反映也是非常正常的。1999 年、2000 年的时候巴菲特被人嘲笑，因为那时都是成长股的天天下，所以必须要有非常长期的资金做支持。一般而言，我们的经验告诉大家，坚持三年一般会得到反映。

第二，基于长期资金，还要有长期价值投资的文化，以及相应的约束和激励机制。我们东方红资产管理的基金经理考核期是五年，弱化短期考核，前年去年我们还发了一些封闭运作三年的基金。

第三，对价值投资的信仰，以及坚定执行价值投资策略的勇气。价值投资最近有点热，不是说买了某些股票就是价值投资。价值投资是长期的事情，是一种信仰。我一直告诉大家，价值投资长期有效，短期不一定有效，而且短期往往是没有效的。从某种意义上讲，一个东西太热门了反而不是好事，长期价值投资基本上是逆向的。但是长期而言，你一定要相信你在低谷的时候买入，就是回报最丰厚的时候。去年 3 月份受证券时报邀请做个演讲，标题就叫“价值投资正当时”，当时我感觉是特别好的时机，因为那个时候股票的价格挺好的，

现在我不谈具体个股，至少没有以前那么好，投资难度肯定加大了。当时有人质疑，觉得中国的资本市场散户占比高的情况不会改变，股票会是贵的越贵，便宜的越便宜。现在的情况却是，贵的变便宜了，但还是有点贵；便宜的变贵了，但感觉还不是太贵。

还有一点非常重要，就是评估内在价值的能力。这是做价值投资的核心本领。我以前在内部经常说我是一个手艺人、一个选股的手艺人。评估企业的内在价值非常重要，如果没有这个能力去做价值投资，就会经常踩到陷阱里面。

价值投资对资本市场也有积极作用。价值投资极大地提升资本市场定价效率，从而提升资本市场资源配置能力，提升服务实体经济的能力。如果总是给惯于炒作概念的公司几百亿的估值，肯定就不用好好做实业了，因为概念炒作把几十年挣的钱都挣回来，谁还想搞实业。资本市场一定要给予最好、最优质的公司定价更高，让大家知道这才是标杆，这才是价值投资的标的。他们是最优秀的企业，所以给他们最好的估值，市场的配置效率才是最有效的，因为社会的资金一定要给最有品德的、最有能力的、最有远大理想的企业家，给有企业家精神的人。价值投资能够减少市场波动，整体来讲，价格不宜涨得太高，也不宜太低。价值投资的投资过程很完整，符合商业逻辑，可复制性和可持续性强，能够为投资者提供长期可持续的回报。

我们的实践告诉我们，不要预测市场。资本市场是一个复杂的非稳态的混沌系统，而且是二阶混沌。对市场长期走势的准确预测完全不可能的，市场短期走势也属于随机的状态，要对市场抱有足够的敬畏之心。

我们要注意感受周期。市场的四季更替周而复始，背后是亘古不变的人性。2015年上半年我们把仓位降了下来，当时的感受是股票是不是贵了，市场是不是太热了。

陪伴优秀的企业，分享长期成长的收益。当然，做价值投资最重要的是牢记估值，如果只说一点，就是要买得便宜。长期均值回归会起作用，理论上没有什么不可以买的，也没有什么不可以卖的，关键是价格。安全边际不仅仅是风险控制的手段，更是回报的主要来源。坚持安全边际需要的是自律、耐心以及理性。

最后讲讲未来展望。展望不一定对，因为未来的事真不好说。我觉得分化是未来市场的主旋律，市场“存量博弈”的格局大概率还会延续，不要指望很快就变成增量市场，增量市场其实就是牛市。

市场从以炒作博弈为主的投资方式向以基本面为基础的投资方式转变，是不一定是价值投资的方式不好说，但是以上市公司基本面为基础的，不是以概念、主题、讲故事，这应该会比较确定，所谓熊市重质、牛市重势。最后的结果就是优质优价、劣质劣价。

为什么会这样呢？从基本面角度来讲，第一是因为经济增速放缓，利润加速向有竞争优势的龙头企业集中。第二是在国际化的背景下，全球资金对优质稀缺资产非常渴望，导致优质公司的定价开始回归基本面。在沪港通、深港通开通了之后，很多海外资金涌进来买我们优秀的公司股票。从老外的角度来看，观察全球市场的定价，比如同样是家电巨头，美国的惠而浦五年业绩几乎没有增长了，它的估值还有 17 倍，我们的一些家电巨头，业绩还在稳定增长，利润率较高，估值也差不多，无论从 ROE 角度、从增长来讲，各方面都不弱于惠而浦。

第三，从供求关系来讲，IPO 加速，普通公司的供给越来越多，优质公司的供给依然是稀缺的。这轮行情的显著特点就是高 ROE 的优质公司受到追捧，而且受追捧很大程度上跟外资有关，所以外资引领了这一波价值投资回归的浪潮。还有重要的一点，随着监管的加强，上市公司通过并购等方式实现外延增长的压力会越来越大，市场会越来越关注内生性增长。

从自下而上选择优秀企业角度来讲，我们可以看到，一批优秀的公司在崛起、全球性的优秀的公司在崛起，这是中国的希望。中国人特别的勤劳、聪明、努力，而且学得特别快。在很多的领域，我们有超越的全球最高水平的可能性，或者说追上去是可以看见的。比如，家电行业已经成熟了，具有全球的竞争力；汽车行业也会追赶，以后说不定还会超越；还有家电巨头、安防龙头，华为这样的科技巨头，医药这样的行业也在快速的缩小和国际巨头的差距。我们有企业家的财富，他们是社会的财富，是经济发展的基础。我们还有很大的一批企业家有卓越的企业家精神。

我们拥有工程师红利，高学历的人才越来越多。未来很长一段时间，以工程技术人才为核心竞争力的技术企业会呈现明显的比较优势。还有制造业龙头的崛起。制造业龙头为什么会崛起？虽然与美国相比，我们在高精尖科技方面仍有差距，但中游制造环节效率提升和持续的研发投入会使得一些企业在一些领域达到国际领先水平，比如我们的电动车领域一定会引领全球，因为我们有巨大的规模优势，制造业很强调规模，我们有一个非常庞大人口和市场作为基础，还有一批企业家在努力。此外不能忽视研发创新驱动，优秀企业在研发的投入越来越重视，布局也越来越体现出效果。

总之，优质企业可以长期为股东创造回报，价值投资者通过“自下而上”的方式可以大概率获得超额收益。谢谢大家！

守方圆知进退 做时间的朋友

守方圆知进退 做时间的朋友

基金业 20 年，资本市场经历了数次大起大落的轮回，一批优秀的基金管理人秉持价值投资的理念和方法，经受住了市场牛熊转换的考验，获得了长期持续优异的投资业绩。

睿远基金创始人陈光明无疑是其中的代表性人物。陈光明在东方证券服务了整整 20 年：1998 年，陈光明作为资产管理部的实习生进入东方证券，2005 年出任东方证券资产管理部总经理，2010 年转任东方证券资产管理有限公司总经理，2016 年任董事长，2018 年初辞职。

20 年中，陈光明成长为中国资管行业的重量级人物：

论投资，他是国内顶尖的投资经理，是国内价值投资的旗帜式人物。公开资料显示，陈光明曾管理过东方红 4 号、东方红 5 号、东方红-新睿 1 号、东方红领先趋势、东方红稳健成长、东方红 6 号等产品，长期业绩优异。成立时间最早的东方红 4 号，9 年获得了超过 7 倍的回报，年化回报高达 30%。

论管理，在陈光明任期内，东方证券资管近年来异军突起，投资者极力追捧，银行渠道高度认可，同业无不艳羡。旗下东方红系列基金、集合计划屡屡成为爆款产品，作为 2014 年才进入公募行业的公司，到今年一季度末，公司偏股主动型基金规模已达 735 亿，名列全行

业第六，公司受托资产管理规模超过 2000 亿元。东方证券资管以追求长期绝对收益著称，其独创的优异的长期业绩+封闭式产品的模式，成功地保护投资者的利益，赢得了业内的广泛尊敬。

在公募基金 20 年的历史中，身兼公司掌舵人和投资经理双重角色，并在这两个岗位上都为行业创造了标杆式的成绩，陈光明可谓是罕有其匹的人物。

时值公募基金 20 年，在上海浦东，中国基金报记者独家采访了近年来鲜少接受采访的陈光明。他也是个很好的采访对象，坦率直接，有问必答，绝无空话套话。在三个多小时的采访中，他既讲述了 20 年中，他如何从偏价值的趋势投资，转型为深度价值投资，到最终蜕变为成长价值投资的投资历程，也揭密了以价值投资为核心理念的公司管理、价值观和发展历程，并透露了他对新公司的设想和愿景。

入行即遇傅鹏博 朴素的基本面研究收获颇丰

中国基金报记者：你 1998 年入行，20 年来一直都在投资一线，当时为什么会到东方证券？

陈光明：在上海交大读研时，每到毕业前后都有很多公司来学校宣讲，我担任校学生会常务副主席，接触了很多行业，发现自己对证券行业比较感兴趣。1998 年 3 月，我来到东方证

券基金部实习，后来基金部改为资产管理部，实习时，我每周一到周四白天都在公司，晚上和周末做毕业论文，基本上算是全情投入工作。当时，资产管理部的负责人是傅鹏博。

早期，部门只有三个研究员，我的研究范围包括 TMT、家电、汽车、机械、消费等，差不多覆盖了一半左右的行业。那时，证券行业的研究，跟现在有很大不同，现在热门的行业，当时还没有或很少，比如银行、房地产就比较少，而制造业则是大行业；互联网也刚刚兴起，网上信息还很有限，我经常去上海图书馆查资料。

1999 年 3 月，我正式在东方证券入职时，已经是被信任的主力队员了。到 2018 年 3 月，我离开东方证券，差不多工作了 20 年。

我觉得很幸运，走出校门就找到了自己热爱的事业；过去 20 年，中国经济快速发展，不断涌现出很多优秀的企业，证券市场也日益完善，让我们有机会与这些优秀企业共成长；东方证券也为我们提供了很好的平台，并支持我们以价值投资理念为核心去打造一家资产管理公司。

中国基金报记者：没想到你与合伙人傅鹏博有这样的渊源？

陈光明：我是傅鹏博招进东方证券的，我们都叫他傅老师。我一开始是学生，很快成为他的助手，后来一起管钱做投资。

傅老师是投行出身,对上市公司有较深刻的理解,他要求我们要深入调研,挖掘企业基本面,关注行业的趋势和变化,对刚刚入行的我帮助很大,他是我的良师益友。

中国基金报记者：当时研究了哪些公司？上世纪末本世纪初，美国互联网股大热，A股市场也有一轮网络泡沫，当时你关注了哪些公司？印象比较深刻的是什么？

陈光明：当时我重点研究了一些公司，比如美的电器，前前后后在公司调研了一个多月；中兴通讯、大唐电信刚上市不久，调研后推荐了中兴通讯，在报告中提出更看好华为，可惜华为没有上市。美的电器、中兴通讯位列我们的前五大重仓股。1999年，“5.19”行情来临，我们重仓股的表现都很出色。

因为研究做得还不错，团队人也不多，2000年前后我被提为研究主管。当时，我们比较贴近市场，陆续推荐了上海梅林、东方明珠等互联网牛股，抓住了市场的主流行情，对团队贡献比较大。2001年左右，我成为投资经理，开始管钱。

现在回过头来看，我入行前三年，真是走得比较顺。我们比较注重深入调研，挖掘企业基本面，关注行业的趋势和变化。当时，A股市场才十来年历史，还很不规范，“做庄”模式还相当普遍。我们从朴素的思想出发，主动选择了以基本面研究为基础、分散化投资的投资方法，相对比较规范，路也走得比较正，整体表现也不错。

刚做基金经理遇熊市很受伤 “五朵金花”行情开始盈利

中国基金报记者：2001年下半年，股市大跌，做投资经理不久就遇上熊市，你当时怎么样？

陈光明：刚做投资经理，就遇上熊市，感觉非常不好。我做投资经理时，正式工作才两年，加上实习也才三年，没有经历过股市的起起伏伏，前面顺风顺水，这次开始吃苦头了。

当时，我们资产管理部管理的资金3个亿左右，分了5000万让我管。对于一个新手来说，这笔钱真的是挺多的，2001年我亏了30%，就是1500万。我当时一个月工资才1500块，相当于亏了一万个月的工资。那一年我真的很受伤，最直接的表现就是身体抗不住了，胃开始出问题，老想吐，压力特别大。

好在资产管理部整体的业绩表现很不错。2001年上半年，傅老师认为市场过于投机，风险越来越大，做出了非常正确的战略决策，就是收缩战线。我们开始兑现浮盈、缩减规模，管理规模由近10亿元减持到3亿元。在后来几年的熊市中，因为委托理财出现巨额亏损，很多券商被托管，清盘重组。我们损失较少，2001-2005年的亏损大概在3000万元左右，在行业中属于相对较少的，这主要得益于我们在2001年高点之前缩减了规模。

中国基金报记者：你难受的情况什么时候改变？2003 年，“五朵金花”行情爆发，这是价值投资在中国第一次登场并大获全胜，你当时表现怎么样？

陈光明：2002 年，股市继续下跌，我变得比较谨慎，这一年基本没赔没赚。2001-2005 年，A 股整体处于熊市，最大的机会是在 2003 年，当时基本面研究非常管用，我们在基本面研究方面走得较早，在当时的机构投资者中也算是比较彻底的。

“五朵金花”是汽车、石化、电力、钢铁、金融，我们较早关注到了这些行业的变化，重仓了上海汽车、齐鲁石化、扬子石化、长江电力、宝钢股份等，这些都是“五朵金花”的代表性股票，这一年做得特别好。

成为最年轻的券商资管部总经理 “千点保卫战”率先进场

中国基金报记者：2005 年 5 月，你升任东方证券资产管理部总经理，当时 31 岁，是最年轻的券商资产管理部总经理。

陈光明：当时的确很年轻，正式的职业生涯才 6 年。2003 年，傅老师离开资产管理部，到了基金行业，王国斌总兼任资产管理部总经理，国斌总是东方证券副总裁，当时已是圈内知

名的投资人，他对投资管理和资本市场都有深的理解。我因为投资做得还可以，2005 年开始担任部门总经理，没想到一干就是十多年。

2005 年也是现在东方红的起点。2005 年 6 月，东方红 1 号集合资产管理计划成立。当时券商集合产品刚刚开始试点，东方红 1 号是第一批集合产品，也是资产管理部第一只公开募集的产品，募集了 6.4 亿。潘鑫军董事长很支持，东方证券拿出 6400 万自有资金参与，并承担有限责任。自此有了“东方红”这个资产管理品牌。

资产管理最重要的是人才，资产管理部早期只有十来个人，从 2006 年开始，我们每年都从北大、清华、交大、复旦等高校招聘优秀学生进行培养，开始人少后面逐渐增加，这些陆续招聘的学生，现在大部分都成长为投资经理。

中国基金报记者：2005 年，股市低迷，年中，上证指数曾一度跌破千点，据说，你们参加了“千点保卫战”？

陈光明：是的，这令我非常难忘。2005 年 4 月 30 日，股权分置改革正式启动，上证指数仍一路下跌，6 月 6 日跌破千点，决策层开始酝酿出手救市，询问证券公司、基金公司等机构是否需要贷款投资股市，贷款需要抵押物，如果亏损，各机构自行承担。经历了四年熊市，股市在 1000 点左右徘徊，大部分投资者已经远离了市场，很多证券公司不敢要贷款。

东方证券大概是第六、七家接到通知的证券公司。公司问到我们时，国斌总和我的意见一致，都觉得没问题，可以要钱。当时看空的声音很多，面对市场先生，我们大多数时候都很谨慎，但在极少数比较有确定性的时候，我们还是比较敢干的。

我们贷了 7 个亿，成了第一家申请贷款的券商。拿到钱的第二天，我们差不多买进了 6 个亿，当时市场人气极度低迷，成交量大幅萎缩，有些股票稍买一些就会到涨停板。有些券商听说，就过来问。我们告诉他们，的确要了贷款而且已经买好了。不少机构陆续接受央行贷款，陆续进场，千点也成了历史大底。

中国基金报记者：看来，是你们打响了“千点保卫战”第一枪。为什么你们敢于做出这样的决策？

陈光明：实际上，我们经过了很理性的分析：第一、当时，股权分置改革已经启动，上市公司股改的对价是十送三，这对流通股东是一个非常大的补贴，而且尚福林主席也公开表态：开弓没有回头箭，改革一定会坚持下去并取得成功；第二、在经历四年下跌后，市场已极度低迷，股票价格非常便宜，很多个股已具有相当大的投资价值，比如宝钢股份，当时三年承诺每年分红五毛钱，有 6-8 个点的收益率，比银行利息还高，还有什么好怕的呢？而且宝钢还不是我们最看好的股票，只是用这个案例来说服大家；第三，在加入 WTO 之后，中国经济表现出高速发展的良好态势，2004 年 3 月部分行业过热稍微调控了一下，但对经济影响不大，企业基本面情况也相当不错，当时的股市与宏观经济已出现严重背离；第四、决策层提振股市的决心明显，要相信中国政府的执行力。

但经历了四年熊市，机构受伤很深，更有一些知名大券商因为委托理财严重亏损而倒闭。大家几乎是谈股市色变，这个事例也说明逆向投资有多难。这笔钱后来赚了四倍左右，2007年4月，上证指数4000多点，我们兑现了浮盈。这是我从业以来，非常得意的一件事，不仅因为赚了钱，还因为这是对市场比较有意义的事。

从偏基本面的趋势投资 转变为深度价值投资

中国基金报记者：2006-2007年，A股经历了史无前例的一轮大牛市，东方红1号两年存续期结束实现了299.90%的复权收益率。2006年7月，东方红2号成立，三年存续期内实现了136.25%的复权收益率。你们当时怎么做？

陈光明：2005年，我们看好有色金属与房地产，重仓买入宝钛股份、驰宏锌锗、五粮液、烟台万华等，后来表现都非常不错，因为业绩还不错，“东方红”开始受到客户和行业内的关注。

总体上，从1998-2005年，我们是以上市公司基本面研究为基础，结合对行业趋势的判断来做投资，应该说是基本面投资和趋势投资相结合。2006年，我开始从偏基本面的趋势投资，逐步变成了以深度价值为主、结合行业趋势来进行投资。

中国基金报记者：你变成了一个深度价值投资者？你曾提到 2006 年到哥伦比亚大学进修，对你的投资影响颇深，请具体讲讲。

陈光明：1998 年刚入行时，我开始看巴菲特的书，看了很多遍，觉得特别有道理。但有个问题，A 股市场是新兴市场，各方面都很不成熟，当时，公司的股价被操纵是常态，股票就像是筹码，特别是一些实力比较强的庄家控制的个股，股价一两年的涨跌，跟公司的基本面可以完全没什么关系。巴菲特式的长期持有，需要那么久，感觉太遥远了，觉得总归是只能看，而无法实践，A 股投机性太强，我们很难像巴菲特一样很坚定地长期持有一家公司的股票。2003 年，“五朵金花”的正向反馈，让我对价值投资有了比较深入的认识，也坚定了我对价值投资的信心。

2006 年，在哥伦比亚大学进修期间，我系统学习了价值投资，真正认识到，从成熟市场的实践来看，能够长时间可靠、安全地给投资者带来优秀长期回报的投资理念、投资方法只有一个，就是价值投资。价值投资的理念，不仅讲起来很简单、很清晰，而且是可持续的，是一条投资的大道、正道。在实践上，我开始变成了一个深度价值投资者，对明显低估的公司，会比较有信心，也会比较坚持。

中国基金报记者：2008 年，A 股暴跌，上证指数下跌了 65%。你们当时怎么样？

陈光明：2007 年 4 月上证指数涨到 4000 点之后，我变得特别紧张，晚上都睡不好觉。从价值投资的角度，4000 点以上的 A 股已经没有太好的投资标的，但我们没有严格执行价值投资的纪律，虽然知道市场已经比较疯狂，但无法预测市场会疯狂到什么程度，做资产管理，市场的压力还是在的。我们陆续减持了一些仓位，同时对持仓的品种进行了调整，减持了一些前期涨幅过大的股票，比如地产股、有色股基本都卖掉了，换成了一些涨幅少、业绩优、估值低的品种。所以，2008 年我们不是亏得太惨，遗憾的是，减仓不够彻底，我们平均仓位大概在 60%左右。

2008 年，我一年都很难受，因为让客户亏了钱，真的非常难过。

2008 年四季度，上证指数跌到 2000 点以下，我开始坚定看多。当时在中欧读 EMBA，四万亿刺激政策出台时，我在中欧 BBS 上留了一个强烈看多市场的贴，引起了很多人的围观。

中国基金报记者：2010 年-2015 年，创业板涨了又涨，有没有心动过？对价值投资有没有怀疑过。

陈光明：当时我已经有十多年从业经验，经历过股市两轮大的周期，深知 A 股市场是不成熟的市场，常常会走出极端的行情，所以，太热门的地方，人太多的地方，我不会去，因为过热往往意味着非理性。有些股票虽然很热门、故事也很好听，但不符合价值投资原则，

我们肯定不会买，如果买的价格高于价值，长期肯定是会回归的，这时候你可能会面临资本永久性丢失的风险。股价的涨跌不是风险，资本永久性丢失才是真正的风险。

如果你只是跟风去买，买进了也无所适从，不知道该在什么时间什么价格卖。按照价值投资的方式，这类股票本来就不是我们的“菜”，不买也没什么遗憾。

价值投资是真正的长赢投资之道，要像投资实业一样投资公司，通过公司内在价值的增长以及价格对价值的回归，获取长期、良好、可靠的回报。这是可持续的可重复的，也是可以长期坚持的，而且，你得到的东西在别人看来，是你应得的，你投资的方法也是科学的、透明的，可以告诉所有人，人家还觉得你的方法好，这就对了。

对深度价值投资的反思

中国基金报记者：请讲一讲在你的投资生涯中，对你影响比较大的投资案例。

陈光明：2006-2007 年的牛市行情中，房地产行业表现非常出色，我们对房地产的投资做得还不错，但不够好，只是勉强跑赢指数，超额收益并不多。这一阶段的投资对我后来产生了很大影响。

我当时是深度价值投资者，比较愿意从低估的角度来选公司，比如一家上海本地地产公司，我们对公司研究很深入，一个基本的判断是，2005 年公司的股价，相当于 2000 年上海房价的估值水平，而当时房价已经涨了一倍以上，公司价值明显被低估。所以，我们当时重仓买入该公司股票，万科却买得很少。结果是，我们对房地产行业的发展趋势看对了，但收益仅仅是勉强赶上市场指数，万科的涨幅则比指数高出了一倍多。所以，我们虽然赚了，但赚到的超额收益却不多。

这个案例，让我得到很深的教训，公司股价的确是低估了，但在 A 股市场做纯粹低估的品种，可能不是最好的选择。

对价值投资来讲，低估和时间是两个最重要的纬度，低估很重要，时间也很重要。对很多公司来说，时间不是它的朋友，比如一家被低估的公司，股价现在是 1 元，资产值 3 元，但如果公司不够优秀，这 3 元资产随着时间的推移，增值会比较有限，或者没什么增值，一些特别差的公司甚至还可能会贬值。如果兑现的机会来得比较晚，比如三、五年甚至更长的时间，你的收益率摊薄会比较明显，另外，这些公司变现的折扣率可能也比较大，因此这种兑现的不确定性比买优秀公司的不确定性更高。

中国基金报记者：你的意思是，深度价值投资也是有风险的？

陈光明：深度价值投资在中国的确有风险，一方面，很难找到合适的投资标的，因为中国市场非常特殊，很少有静态的便宜货，系统性低估的机会主要出现在 2005 年、2008 年，2011 年、2016 年初则是有些品种出现了低估；另一方面，低估的公司，往往可能有这方面或者那方面的问题，比如有些公司的治理结构可能不是太完善，还有一些公司挣了钱不分给股东，或者去投资一些明显回报率不高、会拉低公司净资产收益率的项目，这些行为从长远来讲会毁损公司价值，严重阻挠公司价值的回归，时间越长，兑现的空间越小回报越差，时间就不是它的朋友。

有些公司缺少股东文化，管理层比较任性，即使资产很低估，你的代价可能也很高，而且做起来心很累。我另一个不太成功的案例是一家商业公司，公司确实是低估了，后来还有保险公司举牌，2010 年股市比较低迷，为了保持较高的安全边际，我们从纯粹低估的角度买了它，但要去兑现它的收益，你付出的不仅是时间，而且会比较伤脑筋，结果 2011 年该股下跌了 30%。当然，因为公司的确低估了，跌多了还是敢买的，我们在底部补了仓。但我们既没有跟公司管理层打交道的能力，商业实体店又明显受到互联网冲击，后来在反弹时我们卖掉了，基本没亏钱，但感觉很不好。这就是做纯低估的投资，也是有风险的。

中国基金报记者：有没有看错的公司？

陈光明：要说看错的公司，影响最大的是一家服装公司，当时是非常心痛。

我在公司内部深刻反思,我们的判断出了什么问题?问题出在,我们对服装行业有一定了解,但还不足够了解。服装行业看起来很好,但经营难度非常高,既要做品牌又要做渠道,要能搞供应链又要搞制造,还要搞时尚搞设计,方方面面对企业的要求特别高,实际上是很难做的,当时我们没意识到这个行业有这么艰难,这是第一。

第二,我们也没意识到,服装行业见顶了,出现了重大的变化。而且中国品牌服装与国外品牌服装比,价格实在太贵了,这是一个很要命的问题。当时这家公司是服装行业的龙头,发展势头也比较猛,其实存货已经出来了,但没引起足够重视,我们更多关心的是公司一些乐观的因素,导致了这个不可原谅的错误。

转向成长价值投资 与优秀企业共成长

中国基金报记者:2009年4月21日,东方红4号成立,这也是现存东方红最早的产品,你担任投资经理,截至2017年底累计净值8.2952元。从2009年半年报看,东方红4号前十大重仓股中周期股比较多,三季报则变化很大,伊利股份成为第一大重仓股,还增加了家电、白酒股,为什么会有这么大的变化?

陈光明:东方红4号在早期建仓时,买了很多周期品,当时受益于四万亿刺激政策,这些品种为产品带来了不错的收益。

在 2009 年中，我们做了一个非常重大的决定。当时我们认为，中国经济已处于转型期，周期品的投资已经基本到顶了，发展潜力不大，中国未来会向内需型、创新型社会发展；另外，市场竞争格局正在发生变化，部分行业集中度越来越高，优势企业地位越来越突出，比如家电、乳制品。

我们决定全面调整仓位，从周期性品种为主，调整到以内需和创新为主的行业和板块上去，加大了对家电、食品饮料和地区性投资品为代表的内需成长性行业投资。

中国基金报记者：在这一时期，你也开始从深度价值投资转向了成长价值投资？

陈光明：上面讲到的三个不太成功的案例，促使我从深度价值投资转向成长价值投资，从单纯做低估的公司，转成寻找优秀企业，陪伴优秀企业成长，深度价值在我的投资中占比开始渐渐变小。我慢慢转向为以成长价值为主，深度价值为辅。

深度价值更关注静态，更关注现在，当然不仅仅是现在的资产，但主要是现时可以衡量的价值；成长价值更关注未来，从现金流贴现来讲，成长价值可能 90%来自于未来，深度价值则来自于股价相对于公司现在价值的折扣。在估值合理的前提下，最好买优秀的企业，因为优秀的企业有更大的胜算，而且，你跟一群不太行的人打交道，犯错误的可能性比较大；跟一群能力超群的人打交道，即使贵一点，但随着时间的推移，公司发展会超越你的想象。

2010 年以后，我比较少做深度价值投资，除非是一些折扣率很高的公司，又有催化剂，或者周期性的公司、或者国企为主的行业性机会，我不太会自下而上去选一些明显有瑕疵的公司。

从 2011 年开始，基本上我们重点投资的公司质地都很好。当然，价值投资最确定、最重要的是要买得便宜。不是买价值股就是价值投资，关键看你是在什么价位买，最好是在优秀公司不太受人关注甚至出现不利因素的时候买入。

中国基金报记者：你们 2008 年买入伊利股份、2012 年买入恒瑞医药、2014 年买入海康威视，还有格力、美的电器等，过去十多年快速成长的公司很多都是你们的重仓股，你们也分享到了这些公司的长期成长收益，请问选择成长价值股有什么标准？

陈光明：大家都知道，我们更倾向于选择“幸运的行业+能干的管理层+合理的价格”三者兼具的投资标的。具体会“看行业、看商业模式、看管理层、看估值”，就是看公司所处的行业特征如何，是否有较大发展空间；公司的商业模式如何，是否具有可持续发展能力，是否经得起未来考验；管理层是否足够优秀，是否拥有与自己行业特征相匹配的能力；最后看估值，即使是好公司，买入的价格也至关重要。时间是这些公司的朋友，投资它们就能以时间换空间。

愿意做积极的股东 “万宝事件” 支持管理层

中国基金报记者：2015 年，股市暴涨暴跌，全年上证指数上涨 9.5%，而东方红 4 号净值增长超过 50%，远远跑赢指数和同行，你们当年是怎么做的？

陈光明：2015 年上半年股市暴涨，我们持有的很多个股陆续超越我们认可的价值，当时市场比较疯狂。这次，我们决定坚定执行价值投资理念，通过自下而上判断，个股价格超越预期就卖，整个二季度我们都以卖出为主。在减仓的同时，我们也开始换股，卖掉一些估值过高、涨幅过大的个股，买入一些估值合理涨幅较小的股票，虽然 2015 年下半年股市低迷，我们业绩却挺好的。

对万科我们一直有深入研究，当时房地产股涨得不多，估值合理，公司又质地优良，是非常理想的避险品种。2013 年，万科市值一度只有 700 亿，当时的第一大股东华润集团持股 15%，我开玩笑说，一百亿就可以做王石的老板，没想到这句话后来成真。2015 年下半年，万科被举牌，股价大涨，这完全在预期之外，也算是运气吧。

中国基金报记者：2015 年 7 月，宝能举牌万科，据了解，在后来愈演愈烈的“万宝事件”中，你们一度准备有所行动，请讲讲当时的情况。你赞成积极的股东主义？

陈光明：2015 年 7、8 月份，万科被举牌后，我们到深圳调研时，曾提醒公司要注意举牌事件后续可能的发展方向，同时也表示，不管怎么样，都会支持公司管理层。优秀的管理层是公司发展的重要因素，评判公司，最重要的是企业和人，企业的护城河与产品价值、以及管理层是否优秀。

后来，举牌事件不断升级，宝能提出要罢免万科全体董事和管理层。我们准备公开支持万科管理层，计划通过刊发公开信，当时也向一些机构寻求支持，很多关心我们的朋友和机构都说干嘛去这趟浑水。但我们很坚定，写好了公开信，也联系好了报社并且预约了版面和刊发时间，在将公开信发送给报社前，万科大股东华润集团发表声明，事情出现转机，这封公开信才没有刊发。我们为什么重仓买入万科 A，就因为看好公司管理层，这是非常清晰的，我们从买入的时候，就是跟公司管理层站到一起的。

我们愿意做积极的股东，但绝对不会干涉企业的经营，我们也不会轻易使用表决权。过去十多年来就动用过一次否决权，是一家公司要投资主业之外的一个新兴产业的项目，我们不看好，投了反对票，这是公司成立以来第一次投反对票。

万宝事件会发展成什么局面，在当时无法预料的，我只是愿意尽量本着自己的本心和初心。当时的想法很简单，就是觉得优秀的管理团队是企业最宝贵的核心资源，作为机构投资者应该站出来支持管理层。

感受 A 股市场周期 价值投资长期有效

中国基金报记者：现在，国内主流机构都在讲价值投资，为什么你们能够做得更出色？

陈光明：在 A 股，价值投资是很有效的策略。我们做过一个统计，用低估值价值投资策略，在 2008 年 1 月上证综指 6000 点附近以 1 元买入，当上证综指跌到 3000 点左右时，实际净值大约是 3 元，这个策略的超额收益接近 6 元，就是一块钱可以变成三块钱。

有一个更重要的现象是，中国有一批优质的股票从 2006 年至今涨幅惊人，比如格力电器、恒瑞医药、贵州茅台、伊利股份等，很幸运，我们曾经一度或长期持有过这些股票。

在中国做价值投资，能真正获得丰厚收益的不是买价值股，而是买优质成长股，成长是价值投资最核心的指标，只有买到真正的超级成长股，才能实现长期超额收益。像格力电器的利润从 2005 年到 2017 年增长了近 50 倍，即使它的估值从来没有提升过，靠业绩推动股价也能持续上涨。从这个维度上，格力电器不是价值股，而是超级成长股。

所以，做传统的纯低估的价值投资与成长价值投资，结果会有比较大的差异。

另外一个原因，A 股市场的价值陷阱比较多，如果研究覆盖面、研究能力和深度不够，难免会踩到价值陷阱；而且，市场诱惑很大，机会也很多，有的受不了市场诱惑、或者自己走偏、或者法律观念淡薄，都很容易踩到陷阱。

因此，做价值投资需要合适的土壤和环境，既考验基金经理的品格、性格和价值观，更考验机构的价值观、文化和激励机制。

价值投资理论的拥趸很多，但为什么真正做价值投资的人却寥寥无几？因为价值投资的路很长，一家公司的价值增长需要很长时间，价格反映价值往往也需要很长的时间，价值投资必须有足够的期限，基金经理要有耐心，客户资金需要是长期的，公司的考核机制也必须是长期的，而不是天天排名。很多时候股票的价格就是不反映它的价值，那怎么办？只有等待、忍耐，如果天天看排名，很难忍得住。这是一个艰难的过程，于是大部分人偏离了价值投资的道路。

中国基金报记者：很多同行佩服你的定价能力，不仅买得好，卖得也很好，对一些重仓股在高点的减仓和低点的增仓，也都把握得比较好，怎么理解价值投资与市场的关系？

陈光明：对价值投资者来说，市场的存在是为你服务的，让你有机会买入，也可以在有需要的时候卖出。但市场只有价格，而不能告诉你真实价值，所以，你不能把市场当成老师，而只能把它当作一个可以利用的工具。

对价值投资者来说，最确定、最重要的是要买的便宜，次确定的是选到优秀的公司，再次确定的是能够有周期的感觉，最不确定的就是预测市场。

市场的周期是可以感受的。市场四季的更替周而复始，背后是亘古不变的人性，如果你在市场待得够久，对四季的更替会有感觉，比如在冬天要穿暖一点，夏天不能穿太多，春天你带把伞。在不同的季节有不同的应对策略，而不是要想着去预测市场。预测到市场所谓的点位是运气，但可以感受什么时候这个市场已经过热了，或者在什么时候有比较确定的投资价值。

2005 年千点附近加仓，2009 年全面调整投资方向，2015 年战略减仓，就是对市场周期的把握。市场趋势总是会有的，每隔几年总会有一些波段机会。我们的收益中有一些来自于市场趋势的机会，比如 2012、2013 市场低迷时，一些优质股票投资价值明显，我们几乎是满仓操作，2014 年市场转强时还加了一点杠杆。2016 年 2 月恒生指数跌到 7000 多点，已接近 2008 年次贷危机时的低位，我们开始重仓港股。我们是最早通过沪港通买入港股的机构之一，也是港股最大的国内投资者之一。

今年下半年以来，A 股市场出现了较大幅度的调整，很多个股都跌出了价值，未来一段时间，无论成长价值投资还是深度价值投资，应该都有投资机会。

一个好的价值投资者需要具有对市场的领悟力，保持一定的灵活性。卖比买难，大部分的价值投资，有的人会卖早了，原因是对市场的感觉没那么灵敏，或者准确度提不上来，只能按照价值投资的标准去卖。但市场一直在变化之中，有时候可能不到预估价值就该卖，有时候高了还会更高，什么时候会更高呢？这方面，可能对判断准确度有一定的要求，但这还真是只能意会不能言传。

中国基金报记者：做管理必须要理解员工的需求，做投资则需要独立思考，兼做这两项工作需要什么性格特点？

陈光明：做管理和做投资需要的性格特征不一样，做管理需要有较强的同理心，情商要高，通过别人的一举一动就要知道人家在想什么。

但做投资就不一样了，做价值投资的基金经理，应该具备执行价值投资的性格特征，比如独立思考，理性与洞察力，敢于坚持。特别是做深度价值投资，对基金经理性格的要求高，最好偏执一些，情商太高，容易受外界影响，也特别在意别人的评价，不是好事。特别是在做逆向投资的时候，你注定要跟大家不一样，这时候有无数个人说你不行，你要受影响就可能放弃，如果你买的股票一、两年没表现，坚持下来是很难的，需要很强的抗压能力。

做成长价值投资则更需要洞察力，特别是对人的判断力。因为深度价值是看现在，而成长价值是看未来，不确定性比较大，稳定性比较差。做成长价值第一要会看人，还要会看商业模式，还要有耐心，对基金经理的要求非常高。

公司管理：以价值投资理念为核心，以客户长期盈利为考核指标

中国基金报记者：2010 年，你们部门独立成为公司，这也是第一家券商系资产管理公司，你出任总经理，后来又任董事长，公司管理和投资经理两个角色的职责完全不同，你怎么分配时间，怎么把两项工作都做好？

陈光明：我虽然一不小心做了总经理，但始终自认为是一个手艺人，一个做选股工作的手艺人。投资经理做总经理，的确多了很多管理的工作，按国斌总的说法，投资，全力以赴都不一定能做好，不全力以赴肯定做不好。我基本上是 60%的精力做投资，40%的精力做管理，所以，有时候我管理上也是有欠缺有短板的，没办法，时间有限，管不了太细。

资产管理行业的专业性比较强，投资经理做总经理也有好处。首先，会更看重业绩，对规模的诉求则天生会比较低，我从始至终基本都是站在投研的角度来思考问题。当然，有时我也会去见客户，也要理解客户的想法，我发现，客户表达出来的想法跟真实需求常常不一致，客户往往不知道自己真正的需求在哪里，我们需要理解客户真正的需求，投资经理的角色，对我理解客户的真实需求有帮助。

中国基金报记者：在你看来，如何才能真正维护客户利益？

陈光明：我们一直有三个坚持：一是坚持以客户利益为中心，二是坚持长期导向，三是坚持价值投资。

公司成立开始独立运作之后，我们更加深刻地意识到，客户真正的利益和他表现出来的行为往往是有冲突的，我们会按照客户的真正利益，以及我们能够做到和能够满足的客户利益——就是长期利益来做。我是投资经理，深知我们只能满足客户的长期利益，短期利益我们满足不了，所以就放弃了。2010年后，公司的工作重心全部放在为客户获取长期利益长期回报上，这是公司所有工作的立脚点。

中国基金报记者：在保护客户利益方面，你们具体怎么做？

陈光明 我一直希望公司成为一家受人尊敬的资产管理公司，在做大和做强之间，选择做强；在持有人利益与公司利益之间，选择持有人利益；在短期利益和长期利益之间，选择长期利益。

绝大多数客户的钱都是在市场高位进场，在市场底部又远离了市场。如果我们将客户的利益放在首位，为客户考虑，怎么样把客户的资产配置倒过来，是非常重要的事。我们也走过一些弯路，比如 2008 年初发行了东方红 3 号，当时因为是试点产品，获批数量有限，我们有一年没发产品，很多老客户等着我们，就没有抵御住诱惑和压力。后来，东方红 3 号经历了市场大幅下跌，三年存续期仅为客户贡献了 17% 的收益，对此，我耿耿于怀。2014-2016 年，我们吸取教训，在市场高点，不应该发产品的时候，控制住了发行。

要始终把保护客户利益放在第一位，能不能真正帮助客户实现资产保值增值，让客户赚钱，是公司考核指标的重中之重。我们要求从产品设计开始，就要以持有人利益最大化为目标，而不只是增加了规模、增加了管理费。如果产品设计是以公司利益最大化为目标，我们会追责的。资产管理公司最好能在做强的基础上做大，健康成长，反之，如果是在做大的基础上做强，难度要大很多。

公司也要求销售部门要以客户利益为导向，销售业绩不是指销售额，而是要做“正 β ”的引导。散户购买基金的成本通常比市场的平均水平高， β 为负，我们的第一目标是将 β 做到零，第二目标是换手率要低。当然，客户的服务要做得更到位、更贴心、更令人信任。2015 年股灾后我明确提出市场销售部门的主要工作是针对投资者的培训和沟通，当年 8 月销售部门持续开展了东方红万里行等投资者引导活动，通过分享价值投资的实践与心得，引导投资者关注长期，追求复利回报，让客户更多的认识自己、了解自己。

中国基金报记者：长期对大多数公募基金公司来说，是一件很难的事，你们是怎么做到的？

陈光明：资产管理公司有非常多的类型，我们走的是以价值投资为核心的发展道路，对我们来说，最重要的是两点：第一是坚持价值投资，第二是长期投资，长期是价值投资的基石。

不管是做投资还是公司，长期的眼光都能更大概率地成功。因此，我们希望将长期的文化和思维方式更深地植根于团队文化之中，比如我们实行了中长期的人才激励约束机制，弱化短期考核，我们对投资经理的考核周期为五年，基金经理一两年业绩压力不大。

长期投资和价值投资，两者相辅相成，因为价值投资长期一定有效，但短期不一定有效甚至是无效的，没有长期投资，价值投资就执行不了。长期不仅仅是适合于价值投资，公司战略、人才储备等都需要长期的考虑，逆周期去调整，熊市时布局，牛市时想退路。当然，要做到长期的确很难，需要各种因素匹配，比如股东背景、比如管理层自身的考核期限等等，如果股东给你的考核期限都不到五年，你怎么给基金经理五年时间证明自己？

我们始终关注的是长期业绩，我们的压力在于能否持续为客户赚取稳定的回报，而不是短期业绩。我们不关注行业排名、行业地位，如果每年都想去争第一争前三，从长期而言空间只会越来越小；也不要每年设定一个固定目标，简单的目标设定对资产管理公司来说是非常不科学的。我们要把握规律、尊重周期，要管理自己的欲望，特别是在强烈的周期波动过程当中，要更加谨慎更加小心，不要用消极的态度对待投资，而是要积极修炼内功。

是不是也可以做到短期好，长期也好？这个问题我琢磨了很多年，后来终于想明白了，这是不可实现的目标，因为短期与长期往往是冲突的，是不可兼得的。做主动管理，核心的核心是你能不能长期、持续地获得阿尔法，如果没有这个能力就会被被动管理所替代，所以我们克制规模冲动的核心原因是，我们一定要留足够的阿尔法给客户。

中国基金报记者：人才是资产管理公司的核心竞争力，你们在人才方面有什么心得体会？

陈光明：人才不是资产管理公司最重要的资产，而是唯一的资产。资产管理机构聚集了大量精英，我们靠什么将这么多精英分子有效地组织起来？只能是公司文化，我们强调平等、自由、责任、合作和分享。

在需要创造性工作的企业中，去除掉所有的隔离，是必然的选择，所以，透明是第一位的。资本市场千变万化，当资产管理公司达到一定规模，如果把决策都押在一个人身上，把权利集中到一个人身上，一定是做不好的，因此要分散决策，同时也决策自由，再匹配对等的责任。

机制的建立一定要充分考虑人性，优秀的企业能够很好的洞察人性，在企业的管理上顺应人性。制度在变、结构在变、战略在变、技术在变，所有的都在变，但是人性不变。我们坚持人性化的管理，要把尊重人才真正落到实处，让员工受到厚待，对内部人才加以提拔，让年

轻人站在更重要的岗位。为什么大家能够好好干？为什么能干出比较漂亮的事？这是管理者必须要思考的问题。

中国基金报记者：你挑选基金经理，最重要的是什么？

陈光明：我们挑选基金经理时，第一是看品德，看他的价值观，这是最核心的。品德里面有很多种，比如诚实、正直，但对基金经理来说，我觉得还是要善良为先，因为资本市场诱惑太大了，离钱太近了，如果品德不太过关，不够善良，想占别人便宜，很容易走歪路。资产管理公司也要善良为先，一个善良的管理人，不受贪婪的诱惑，不追逐短期利益，才能长期发展。

基金经理要把客户的钱当做自己亲人比如父母辛勤劳动、积攒了一辈子的钱来管理，客户亏了钱，要比自己亏钱更难受。这是一个投资人最重要的品质，这多多少少有些先天的基因在里面，有的人有，有的人可能就没有，我们挑选基金经理时首先要考察的就是这一点。

当然，基金经理还得热爱投资，做投资很辛苦，压力很大，如果没有热爱，遇到困难和挫折，很容易放弃。

中国基金报记者：你们一直非常专注，没有发行过分级基金，也没有做通道业务，请问是怎么考虑的？

陈光明：我们有一个原则，叫“守方圆知进退”。守方圆是要求严格遵守法律法规的界线，法律法规的边界是绝不能逾越的，我们规定的范围，实际上比法律法规的范围还要小一些，还要严格一些。

至于分级基金，当时我们有部门也想发展，开了好几次论证会，我也参加了，最后决定不做。首先，分级基金对劣后不公平，因为基本是指数型的，没有主动管理，但成本很高，收益能否覆盖成本是个问题；第二，分级基金杠杆很高，买的又是指数，杠杆对应的只有指数的收益，风险很大，我不认为老百姓买这类产品能赚钱；第三，分级基金还有溢价、套利等规则，产品非常复杂，波动也非常大，极有可能被清盘。

我们基本也不做通道业务，因为：一是通道业务没有竞争壁垒，很快会成为红海；二是通道业务与我们专业化、精英人才的道路不吻合的；三是通道业务的风险和业务不匹配，万分之三的收费，要承担连带责任，风险不小。

我们对于客户的钱也是有要求的，2014、2015年，有一些客户用自有资金加银行抵押贷款，委托我们做专户。这是加了杠杆的钱，风险太大，我们不能要，当时拒绝了很多这样的钱。我们的原则是，激进的钱不要，风险太高的钱不要，收益要求太高的钱也不要，我们需要的是真正认可我们长期价值投资理念和方法的客户。

这是守方圆的核心。知进退，是在公司经营时，在合适的时候一定要知道退，进比较容易，但退特别难，比如产品特别好发行的时候，要能够守得住。在泡沫的时候不要盲目去扩张规模，也不要激进地去做投资。

中国基金报记者：2011 年，你管理过一只封闭型产品东方红新睿 1 号，两年半封闭期到期时实现了 31.46% 的复权收益率，期间上证指数下跌 18.07%、沪深 300 指数下跌 22.10%，在低迷的市场环境下让客户赚到了钱。之后，东证资管发行了多只封闭型产品，也取得了相当成功。当时股市低迷，封闭型产品很难发，你们为什么还要坚持？

陈光明：做价值投资，一定需要时间，我们希望帮客户实现长期财富保值增值，特别短期的收益我们很难做到。所以，在很早前，我们就在考虑，发行一些具有较长封闭期的产品，这样，在投资时可以着眼中长期的投资机会，不需要考虑短期资金的变化，客观上也让投资者中长期持有，避免择时的困境。

2011 年，我们发行了第一只具有较长封闭期的产品，是与招商银行合作的东方红新睿 1 号集合资产管理计划，封闭两年半。当时整个市场环境不太好，封闭的产品很难发行，很感谢招行对我们的支持。我们当时也很坚定，一定要发封闭的产品，我自己担任投资经理。

2018 年 3 月招行刘建军副行长在出席证券时报和中国基金报主办的活动时，还将此作为案例分析。他提到，2015 年 4 月发行的东方红中国优势混合基金，是一只天天开放的产品，

发行时规模是一百多亿，到 2017 年底有 60% 的回报，规模却只有 30 多亿，大部分人没有分享到产品的收益。相反，东方红第一只封闭三年运作的基金——东方红睿丰混合基金，发行时只有 30 亿规模，三年封闭期满时收益率为 160%，绝大部分客户都分享到了这一收益。这就是封闭与开放的差别。

当然发封闭的产品，需要对价值投资理解较深，能够把握中长期大概率的投资机会，严格控制下行风险，否则亏了钱，亏得比较多的话，压力会很大。

中国基金报记者：在公司成立早期，你想过后来会这么成功吗？

陈光明：我很相信前面提到过的那句话：因上努力，果上随缘。就是你只需要在因上下功夫，有时候结果可能会超出你最初的想象。

不忘初心，方得始终，这句话我觉得很有道理，我们这个行业的初心是什么，立身之本又是什么？要真正思考明白并且切实践行，再加上跟它相匹配的能力，才能够做得比较成功。

对资产管理公司来说，团队的文化和价值观非常重要，否则容易走偏，比如说销售导向、公司利益导向、个人利益导向等，能力无法弥补品质的缺陷。

做资产管理，核心的核心就是围绕客户的长期价值去做。客户的认可度和忠诚度，来自于你始终将客户的利益放首位，坚持做自己认为正确的事情。客户利益至上，不是挂在口头上，不是一句美丽口号，而是真正要为客户创造价值，我们一直尽量按照自己的初心去做，为客户的长期价值去努力。

能够从零起步到现在，首先是得益于好的国运，好的经济大环境，有一批好的上市公司成长起来；再加上自身的努力和东方证券的支持，能够把价值投资理念执行得比较到位，能够回避很多陷阱；同时也建立起与价值投资相匹配的人才培养体系、中长期激励约束机制、品牌、价值观和文化等，拥有了一批认可我们理念的客户。

睿远基金 我们准备慢慢做

中国基金报记者：为什么会离开工作 20 年的东方证券，离开一手创办的东方红，选择自己创业？

陈光明：算是人生下半场的规划吧，一方面可以把热爱的投资事业做下去，另一方面希望能在一个全新的平台做一些事。

具体而言，希望睿远基金能够成为投资者长期利益最大化的价值投资实践者。价值投资的方法可以大概率获得好的长期回报，短期可能难一点。

中国基金报记者：能谈谈您的合伙人傅鹏博么？在《穷查理宝典》一书中，巴菲特说，我想提供几条“选择合伙人的建议”：首先，要找比你更聪明、更有智慧的人。你要找这样的合伙人，在你犯下损失惨重的错误时，他既不会事后诸葛亮，也不会生你的气。他还应该是个慷慨大方的人，会投入自己的钱并努力为你工作而不计报酬。最后，这位伙伴还会在漫漫长路上结伴同游时能不断地给你带来快乐。本杰明·富兰克林在《选择情人的建议》的文章中写道，男人应该选择年纪较大的情人，他为此列举了八个非常好的理由，他最关键的理由是：“.....最后，她们会感激不尽。”你觉得这个适合你们吗？

陈光明：我们是蛮有渊源的，我是傅老师招进东方证券的，关系也很好。刚入行时，我经常坐在他办公室喝茶，向他讨教。后来他离开东方证券后，我们也经常联系。现在我们又在一起工作了，成了合伙人。

中国基金报记者：你与傅鹏博会否继续管理产品？

陈光明：公司还在初创阶段，近期的计划是把基础打扎实，尤其是要把研究做扎实，我和傅老师都会继续管理产品，傅老师一直管理公募基金，未来会继续管理公募基金。资产管理行业和投资本身一样，都是长期的事，我们准备慢慢做。

现在很可能是过去 40 年的一个转折点，未来，中国经济发展的外部环境可能会差一些，内部也积累了一些问题，比如资产泡沫、投资过度的问题，未来几年，投资回报率可能会下降。但投资还可以做，不管怎么样，K 还是大于 G 的，这里的 K 是必要资本回报，即社会资本的平均回报，G 是 GDP 增长，代表社会平均增长幅度，对于好公司，K 是远大于 G 的。

中国基金报记者：新公司有什么愿景？对睿远基金有什么期待吗？

陈光明：简单来说，资产管理公司主要经营的有两个方面，对外经营信任，对内经营人才。我们的初心是为客户理好财，让客户资产配置到优秀的企业，也将始终坚持这一点。

资产管理行业对价值观要求特别高，价值观的正确与否是成功的基石，因为这个行业离钱太近了，很多人走着、走着，就忘记了出发的原因，就像司机开车一样，跑着、跑着就开始飙车了，或者偏离方向了。凡事回归本源、隔离外力，在平常心态下做下确的事情，特别是在压力和诱惑下。

价值观正确，文化也建立了，后面才是战略跟经营。战略我前面提到了，就是要“守方圆知进退”。后面的执行，与团队能力有关，就要对内经营人才。

资产管理行业就是要一群最优秀的人，在一起共同努力、团结协作、朝着共同的目标奋斗。问题在于，为什么他们愿意跟你一起干？怎么培养优秀的人？这么多优秀的人如何管理？如

何合作？特别优秀的人聚在一起是非常难的，因为每个人的想法都太多了，这很大程度上对公司领导人是非常大的挑战。

首先我们要找一群有共同价值观的、志同道合的伙伴，营造一个积极向上的、正确的文化氛围；再加以专业方面坚持不懈的努力学习，这个行业似是而非的东西很多，发展速度也很快，我们只有不断追求知识、追求智慧、追求真理，才有可能与时俱进。

路选对了，人选对了，大家齐心协力、共同努力，成功的概率会大一些。至于结果，我觉得还是随缘，只要做正确的事，有意义的事，开开心心做就好了，至于最后做得怎么样，还需要各种因缘聚合。

东方红资产管理陈光明：价值投资正当时

导读

【中国基金报】本次的推送是5月13日基金报主办的机构投资峰会上的内容。演讲者是东方证券资产管理有限公司董事长（代）、总经理陈光明。陈光明是数一数二的投资高手，他管理的东方红4号累计收益超过300%，大幅领先于同期同类产品。陈光明投身资本市场

18 年，不仅带领东方证券资产管理业务走在前列，也是至今仍坚守在投资一线且长期业绩优秀的为数不多的投资人之一。

陈光明外表清瘦、干练，他比较纯粹的价值投资人，有着朴素的价值投资理念，选择优质公司，伴随企业发展来获利。当前 A 股市场在经历大波动后估值回落，陈光明认为，尽管这几年市场短期炒作、博弈之风盛行，但从长期来看，价值投资在中国仍有生存土壤，A 股有一批优质蓝筹股，能够带来可持续的回报。在目前市场估值回落、监管加强、长期资金入市的背景下，价值投资正当其时。

“穿越周期，见证长期，发现价值之美。”东方证券资产管理有限公司董事长（代）、总经理陈光明在近期**中国基金报主办的第三届“中国机构投资者峰会暨财富管理国际论坛”**上表示。

以下为陈光明先生演讲实录，以飨读者：

非常感谢中国基金报的邀请，让我有机会在这里与大家分享价值投资。近期市场的变化让价值投资重新受到认可。

价值投资在中国有生存土壤

价值投资在中国有生存土壤。A 股市场有一批优质蓝筹股，如格力电器、恒瑞医药、宇通客车、老凤祥、贵州茅台、万科 A、云南白药、伊利股份等，如果从 2006 年初到 2015 年底十年间一直持有，即使不做任何波段操作，到现在可以获得 10 倍以上的收益。据粗略统计，2006 年至 2015 年底 A 股市场股价涨幅超过 10 倍的个股超过 400 只，若剔除重组等因素，10 年间净利润上涨 10 倍的个股超过 100 只，十年 10 倍的涨幅主要源自于业绩驱动，坚持价值投资，长期可以带来超越市场的回报。

但价值投资的方法沉寂已久。过去 8 年来，价值投资在国内投资界处于边缘境地，绝大多数投资者的盈利模式靠炒作和博弈，出现这种情况的主要原因在于，一是投资者结构以散户为主，缺乏研究能力；二是大股东尤其是中小上市公司的大股东有强烈做大市值的欲望；三是以游资为代表的社会闲余资金不断涌入；四是以基本面研究驱动的机构投资者，投资风格比较多元，真正秉承价值投资并付诸实践的占比并不高。

A 股市场是典型的以散户为主的市场，个人投资者存在交易频繁等特点，容易形成羊群效应。2015 年以及 2005 ~ 2007 年的牛市中，就偏股型基金新发规模、基金申购赎回净额及 A 股新开户数统计发现，牛市中后期投资者明显增加。个人投资者难以摆脱人性的弱点，交易行为以追涨杀跌为主，容易放大市场波动。过去几年在股票供给受限的情况下，投资者热衷于追捧新兴产业，炒作中小盘股、绩差股，钟情于各类收购兼并题材，目前 A 股市场即使经过下跌，创业板、中小板整体估值仍然处于较高的位置。

国内的机构投资者中，除了保险保障类资金外，其他机构投资者风格比较多元，真正秉承价值投资并付诸实践的占比并不高。机构投资者之间以相对排名为主要竞争方式，评价体系以短期指标居多，比如基金公司对基金经理的考核一般是按年的业绩排名考核，缺乏长期的绝对收益的考量。短期化的评价指标容易导致投资人看重产品的短期业绩，难以形成长期投资理念，长期投资的资金缺乏。中国市场的波动远远大于成熟市场，如果能够预测市场走势，那么产品的业绩将会极其艳丽，并且不用承担波动。只是事实上没有人能够准确预测到市场的每一轮波动。

价值投资优势明显。首先，可以大概率获取长期回报。在不成熟的市场中，市场的有效性很低，对于价值投资者而言带来更多的投资机会，只是需要更强大的内心来应对股市的短期波动。其次，能提升资源配置效率。价值投资能够提升市场的定价效率、减少市场的波动性，从而提升资本市场资源配置效率。价值投资通过发掘优秀的公司，能够帮助优秀的上市公司发展壮大，提升整个社会的效率。第三，可复制和可持续性比较强。价值投资符合商业逻辑，投资过程很完整，价值发现的过程是符合商业逻辑，整个投资过程完成的概率更大，因为符合商业逻辑，所以可复制性和可持续性比较强。

价值投资正当时

近期，国内资本市场正在发生诸多积极变化。首先，随着估值的回落，优秀公司投资价值凸显。投资股票其实是投资股票所代表的企业股权，最重要的是企业本身，优秀

的企业是资本市场正和游戏的基础。经过前期市场下跌，我们看到，A 股平均市盈率已经从 17.96 倍下降至 14.75 倍，整体估值逐步回落。同时，上市公司现金分红回报股东的意识和力度不断增强。过去很多年，国内资本市场的制度安排及参与各方并没有将股东回报放在更重要的位置，整体呈现出重融资轻回报的市场环境，上市公司通过资本市场融得的资金总额远大于通过分红、回购等方式回馈给投资者的收益。目前这种情况逐渐发生改变，上市公司现金分红回报股东的意识和力度不断增强，以深市公司为例，深交所公布数据显示，截至 2016 年 4 月底，深市共计 1227 家推出现金分红预案，分红公司占比 72.68%。

其次，市场监管不断加强，主要体现在保护投资者利益和打击投机炒作行为。去年以来，证监会加大对操纵市场相关行为的查处和打击，操纵市场、编造传播误导性信息已成为打击和防控重点。关于绩差公司、壳资源炒作，近期证监会表示高度关注境内外市场的明显价差、壳资源炒作，正对这类企业通过 IPO、并购重组回归 A 股市场可能引起的影响进行深入分析研究。

第三，国内的机构投资者队伍不断壮大。长期资金是倡导价值投资的中坚力量，为整个市场提供定价基准。长期资金来源主要包括基本公募基金，保险资金、社会保障基金、养老金、企业年金等保险保障类资金，私募基金，证券公司自营资金等。随着 A 股纳入 MSCI、沪港深开通、养老金入市，市场中的长期资金将不断增长，投资者结构也将不断改善。

我们的探索与实践

关于我们的探索，我们公司是 2013 年取得公募业务资格的，这也是新基金法实施后，第一家拿到公募牌照的非基金管理类公司，从事公募业务的时间不长，属于基金行业的新兵。但是我们团队做投资的时间更长一些，从 1998 年开始，也算是见证了券商资管行业的起步和发展，我虽然担任总经理 11 年了，但也一直在投资一线，因此想从投资和公司发展的角度与大家分享我们的实践。

简单说，我们是中国的价值投资坚定实践者。我们以客户长期财富增值为目标。我们多年的投资实践证明，在中国，价值投资能够实现客户财富的长期增值。价值投资需要长期资金；我们寻找满意的客户；市场销售部门以投资者教育为主要工作。价值投资重要的能力是准确判断评估企业的内在价值；我们建立稳定的投资团队培养能力传承价值投资理念；注重绝对收益，投资经理的考核周期为五年。

准确判断评估企业的内在价值，是价值投资最重要的能力，也是我们一直努力的方向。价值投资的逻辑很简单，便宜买好货。市场不可能长期漠视一个企业的成功，也不可能漠视一个企业的失败。但是对于如何准确判断评估企业的内在价值，有非常高的要求。经过多年的实践，我们已初步形成了较完善的投资方法，比如企业是否有很深的护城河；所处行业是否有基本的需求、是否有广阔的未来；企业管理层是否品德优良、能力超群；估值是否合理，严格遵守估值纪律，不买高估的标的等等，这些都是重要的衡量维度。

从公司发展角度而言，我们坚持以客户长期财富增值为目标，逆向布局，不以规模为导向。这不是说我们不注重规模，而是我们认为业绩好了，规模增长是自然而然的事情。如果只看重短期规模增长，那么终究会发现，规模的增长也是非常脆弱的。因此，我们希望规模的增长是建立在为客户创造长期复合回报前提下的。

长期价值投资的方法可以为客户创造长期复合回报，但需要长期资金的配合，因此我们希望寻找到满意的客户。如果是只看重短期业绩、对短期回报有不切实际预期的客户，可能并不适合我们。我们也建议客户要真正了解资产配置，做好适合自己的资产配置。对于优秀的资产管理人而言，就是要深刻了解客户真实的情况。我们注重投资者教育工作，因为对我们来说不是所有的钱都可以募来，需要寻找那些认可我们价值投资理念、能够进行长期投资的资金。

在公司内部管理和考核上，我们摒弃短期相对收益的考核机制，注重长期绝对收益，其中，对投资经理的考核周期为五年；对市场销售团队的考核上，客户的钱是否实现长期增值是重要考核指标，销量占比很小，特别是牛市。由于我们整个团队都在践行价值投资理念，所以在我们这里做价值投资不孤独。

以上是我的一些简要看法，谢谢大家！

观点|东方红资产管理总经理陈光明：资本市场须由“融资市”转向“投资市”

中国金融研究院（CAFR）、上海高级金融学院（SAIF）、深圳证券交易所综合研究所联合主办的“**2015 金融智库与实务国际交流会**”日前在深圳成功举行。

多位来自全球顶级院校的智库学者，以及几十位来自一行三会、各大交易所、银行、券商、保险、信托、期货、基金、资管、创投、企业界等机构的负责人、经济学家、研究院负责人齐聚一堂，聚焦国内外金融市场的最新热点和前沿趋势，围绕重大金融课题展开深入交流和剖析，以全球智慧有效对接中国金融创新实践。会议现场氛围热烈，研讨成效显著。

本文为东方证券资产管理有限公司总经理陈光明先生发言实录。

陈光明先生在日前举行的“2015 金融智库与实务国际交流会”上，东方证券资产管理有限公司总经理陈光明先生结合多年从事一线投资的经验体会出发，分析了中国资本市场为何牛短熊长的根本原因，并旗帜鲜明地指出：中国资本市场要想长期健康发展，必须要逐渐从“重融资”转向“重回报”，从“融资市”转向“投资市”，让投资者能够从中分享到上市公司的价值创造。

资本市场为何牛短熊长？

中国资本市场是一个重融资的市场，更加偏向于为企业融资，投资者处于相对弱势地位。

从统计数据看，2005 年至 2015 年 6 月底，沪深两市融资总额 54.72 万亿元，除债券、可转债发行 48.81 万亿元外，IPO、定向增发、公开增发、配股融资总额 5.96 万亿元，累计分红总额 4.51 万亿元，2009 年至今累计回购仅 128.94 亿元。如按照“IPO+增发-分红-回购=融资净额”简单计算，期间净融资额达 1.45 万亿元，还未包括分红总额大部分又返回至主要股东。

导致这一现象的一个主要原因是股权投资文化尚未真正形成，市场、制度安排及参与各方没有将股东回报放在更重要的位置。上市公司分红比例整体偏低，回购少之又少，主要股东减持则是常态，统计显示，2005 年至 2015 年 6 月底主要股东减持总额 12739 亿元，增持仅 1471 亿元。

整体看，上市公司通过资本市场融得的资金总额远大于通过分红、回购等方式回馈给投资者的收益；而投资者正好相反，投入给资本市场的资金额远大于从资本市场获取的收益，这还未考虑印花税、佣金、过户费等交易费用。

事实上，较高的交易费用是市场成为负和游戏的关键因素之一。统计显示，2005 年至 2015 年 5 月印花税约 7289 亿元，2006 年至 2014 年交易佣金约 8900 亿元。以 2007 年为例，当年股票成交总额为 45.41 万亿元，印花税和交易佣金分别为 2062.01 亿元、

1739.34 亿元，而当年上市公司分红金额仅为 2823.98 万亿元，交易费用甚至超过了分红总额。从这个角度而言，改善投资者结构，减少不必要的交易是维持市场正和游戏的关键因素之一。

回顾过去十多年，中国 GDP 保持较高速度增长，但 A 股市场却一直处于牛短熊长状态，背后正是因为长期对股东回报的不重视，导致整个市场难以追求长期回报，轻分红、重融资、高换手率、大幅波动等特征明显，在负和游戏中，长期看散户必然赚少赔多。

中国资本市场的长期健康发展必须改变这一局面，要逐渐从“重融资”转向“重回报”，从“融资市”转向“投资市”，成为一个可投资的市场，让投资者能够从中分享到上市公司的价值创造。

如何提升投资价值？

股权投资文化是实现资本市场财富保值增值的基础。我们希望通过制度、政策措施的不断健全完善，上市公司、投资者等市场参与各方的共同努力，让整个资本市场逐步变成可投资的市场。

上市公司能够真正站到股东角度，踏实把业绩做上去，通过提高分红比例、回购等方式把利润回馈给股东，不要低效再投资损毁公司的价值，让投资者切实分享上市公司创造的价值。

政府在大力发展机构投资者的同时，还应积极促进其参与上市公司治理、提升投资者回报水平，从而让投资者能够获得稳定的投资回报，而不只是通过波段操作来赚取资本利得。机构投资者本身也应该积极股东行为，在强化上市公司治理、推动上市公司提高回报方面发挥积极作用。

此外，股权投资文化建设应该放在更重要的位置。健康的股权投资文化应该包括尊重股东的文化，鼓励投资人、鼓励投资股权的文化，保护中小投资人的文化以及理性投资、专业投资、价值投资的文化。

作为资产管理人，我们一直希望通过低价买入优秀公司，长期持有，分享优秀公司成长收益，从市场中获取长期、稳定、可持续的收益。

近年来，监管部门出台多项规定，如持续鼓励上市公司现金分红等，体现出对股东回报的重视。总体而言，我们希望通过市场参与各方的共同努力，让整个资本市场逐步由“负和游戏”转向“正和游戏”，投资者能分享到上市公司的价值创造，证券市场能更好地发挥资产配置功能。

心安是何处 兼谈 2017 年投资机会

（ 本文根据东方红资产管理董事长陈光明先生 2017 年 1 月 8 日出席东方赢家 VIP 年度策略会时演讲整理 ）

感谢各位投资者多年的支持，感谢东方证券财富管理总部的邀请，今天很高兴与各位分享一下 2017 年及以后的投资策略和看法。

过去的一年半，即从 2015 年股灾开始至今，金融市场颇不平静，令人忐忑不安。今天站在这里依然诚惶诚恐，一是因为预测本身是一件很难的事情；二是觉得未来形势比前面几十年的情况更加复杂。

其实预测错误是一件很正常的事，虽然大家都希望对未来世界有一个明确的预测，但这超越了人类的能力。未来是不确定的，做投资这么多年，到现在我的感觉依然是八个字：战战兢兢、如履薄冰。之前有人说 2016 年是“黑天鹅湖”，我觉得未来不确定性更大，未来黑天鹅的概率也许更多。

黑天鹅事件的背后逻辑 从效率为主导走向公平

回顾 2016 年的资本市场，是以“股灾 3.0”开始、以“债灾”结束的，充满了很多戏剧性。2016 年初，A 股市场以熔断开始，年底是以债券市场暴跌结束；中间夹杂着大宗商品市场集体暴动，以焦炭为代表的品种涨幅巨大；年中出现了英国脱欧，出乎意料，对全球市场造成了影响；2016 年美国大选更是堪称载入史册的，大选剧情远远超

出好莱坞电影；A 股市场出现了以宝能系举牌上市公司为代表的事件，先后举牌了万科和格力。

表面来看，全球的政治经济形势与资本市场的表现很有戏剧性，但其背后的逻辑其实是一条清晰的主线：过去三四十年经济增长以效率为主导的全球化走到了尽头，正在走向以公平为主导，无论是英国脱欧还是特朗普上台。中国的形势也是一样，做大蛋糕越来越累，分配成为一个重要的议题。经济增长的约束条件越来越多，以效率为核心的经济增长模式，转变为以公平为核心的利益再分配和格局再分配。而且这种转变不会一蹴而就，而是要持续很长时间。

我们先谈谈楼市，上海的房价已经赶英超日，与国际一线城市房价接轨。从绝对房价来看，上海的房价已经处于非常高的水平，主城区的高端小区大都在 7 万到 10 万之间，郊区房价相对更加昂贵，近郊的次新房多在 5-8 万之间。若与日本东京相比，市区基本上差不多，上海郊区的房价远超东京郊区的房价；再与美国的房价对比，除纽约曼哈顿房价比上海略贵一些外，纽约其他区域并不比上海贵，然而上海的人均 GDP 不到东京的四分之一、纽约的五分之一。

房地产是一个生产资料和生活资料，房地产的价格过贵了，所有的成本都大幅上涨，导致制造业成本上涨。房地产也是一个调节器，面对当前贫富加剧的情况，可以通过房产税来向富人征税。

中央经济工作会议已经提出，着力防控资产泡沫，防范金融风险。资产去泡沫是 2017 年的一个主题。2015 年开始，股市进行了去泡沫，2016 年底的债灾又为债市去泡沫。目前看起来比较坚挺比较长期的一个泡沫是房地产，2017 年会是一个重点调整的领域。

为什么说金融去杠杆是未来的主线呢？从过去三十多年 M2 与 GDP 的差距不断拉大可以看出，1980 年 M2:GDP 是 0.8 : 1，2015 年 M2 : GDP 是 2.2:1，货币的购买力不断下降，边际效应递减。大量的资金只有去竞逐好的资产，导致去年国债收益率一度降到 2.5%，后来发现这是不对的。因为要开始金融去杠杆，就会发现资产荒是不存在的。

约束条件较多难现系统性大行情 防风险为主

关于 2017 年的投资策略，基本是三个观点：一、约束条件较多，很难见到系统性大行情，防风险为主；二、A 股整体不贵，港股相对便宜；三、有一批优质的企业。

首先是约束条件较多，很难见到系统性行情。

从外部环境来看，2017 年面临很多不确定性。应对资本过剩，以邻为壑可能是很多国家的选择，会导致反全球化和贸易保护主义的抬头。在全球经济增长的瓶颈期，贸易保护、竞相贬值、资本管制都可能成为保需求、抢需求的措施。英国脱欧公投以及美国大选特朗普当选都体现为经济增长趋缓下，保守主义势头和民粹主义的抬头。特朗普竞选方案的主张就是要振兴制造业，刺激基建，提高关税，而政策上首先就提到要

退出 TPP 协议，政策组合上已经体现出了从货币宽松向财政+贸易保护的倾向。中国是过去一轮经济全球化的最大受益者，反过来讲逆全球化趋势，中国也有可能是最大的受害者。中国作为世界第一大出口国，2015 年对美国的贸易逆差 3657 亿，占美国贸易逆差总额的接近 50%。未来可能首当其冲，从特朗普的内阁成员构成来看，出现贸易争端激化的可能性很大。

从国内环境来看，约束条件更多，实体经济已经于 2011 年左右见顶。第一，中国的人口结构是个大问题，从 2009 年开始，中国新增劳动力人口每年下降 0.3%，对应拖累经济 0.18%。虽然现在二胎放开了，出生率略有反弹，但是对大趋势没有帮助。人口结构对很多行业都是巨大的影响，只有人口基础，缺乏有质量的增长也是问题。

第二、汇率面临一定压力。2015 年以来国内资产价格的上涨，其实对实体经济而言是很大的压力，资产价格的上涨都会转化为企业的成本。所以我们看到在这一轮人民币汇率贬值 10%左右的情况下，出口并没有明显的提升。人民币汇率贬值的压力仍然是存在的。除非是房地产价格出现大幅下降，资金价格大幅下降，这其中人工成本大幅下降的可能性非常低。当然还有一种情况是减税，真正为企业减税。

第三、我国现在经济杠杆整体比较高，要降低实体经济的成本，就需要金融去杠杆，反哺实体经济。事实上实体经济从 2011 年见顶，金融、地产等行业延续了好几年好日子。从中央经济工作会议来看，未来改革的动力是越来越大。整体而言，在实体经济较差、需要扶持的情况下，去泡沫、金融去杠杆是一个主题。

总体而言，外部和内部约束条件较多，很难见到系统性大行情，防风险为主。2017 年贸易保护主义抬头，会对中国的出口贸易造成很大的冲击；资产价格处于高位，货币环境很难继续放松；社会的总体的杠杆率较高，对投资形成一定的掣肘；居民的杠杆率上升和人口老龄化的开始，对长期的消费潜力形成负面影响。投资者需要更加理性，看紧口袋里的钱，不宜激进。

其次是来看市场估值，A 股市场整体不贵，港股市场机会更大。A 股市场按照市值加权平均来看，整体估值不高。从政策角度来看，“稳”是 2017 年的主题。相对来讲，港股市场更加便宜。港股市场已经充分体现了外国资本对中国经济系统性风险的担忧、对人民币贬值的预期以及对政策的担忧，可以看到港股市场海外主动管理型的基金已经基本都撤离了。所以造成了香港市场比较便宜，即使 2017 年没有大的表现，未来长期来看港股的表现也会相对较好。现在沪港通、深港通都已经开通了，大家可以尽快熟悉起来。

再次是我们的资本市场已经拥有一批优秀的企业，投资者需要更加重视对上市公司质地的研究。2017 年的股市，非常重要的一个特征是风险偏好的下降。2016 年炒作主题、炒作概念、炒作成长的个股，跌幅比较大，这种情况在 2017 年延续的概率仍然较大。市场风险偏好下降的环境下，需要更加重视质量，对上市公司业绩、基本面要求较高。2016 年防御性板块表现出色，食品饮料、建材、家电这三个板块取得了正收益，传媒、计算机板块跌幅较大。2017 年这种风格仍有望延续，对上市公司的质地要求越来越高。

自下而上把握结构性机会 选择最优秀的公司

在缺乏系统性大行情的背景下，我们需要寻找自下而上的结构性机会。选择最优秀的公司：长期回报率高于社会平均水平；拥有强大的竞争优势；具备可持续发展能力。同时，要全方面评估公司内在价值，并以低估的、合理的价格买入。

第一、寻找制造业寡头的投资机遇。中国已经开始出现世界级的民营企业雏形，一个国家经济发展的历史就是企业家的创业和兴业的历史。制造业寡头往往具备一些典型特征：行业增速较低；龙头企业竞争优势明显；有行业定价权；因为行业增速较低，或者具有一定的周期性，往往被人低估，长期关注度不高。典型代表包括家电行业、化工行业等等，有些优质个股 2016 年已有较好表现，未来这一趋势还会延续。

第二、寻找消费升级中的投资机遇。受益于消费升级的优质个股值得关注，往往具有强大的品牌影响力；产品不断升级；渠道壁垒深厚；产品量价齐升。典型代表有家电行业、食品饮料等。

第三、寻找进口替代中的投资机遇。未来全球贸易保护主义的抬头，能够实现进口替代的行业和企业可能会得到国家的大力扶持。如 TMT、自主品牌汽车、化工行业和机械行业。

第四、寻找创新和弯道超车的投资机遇。这些行业的特征是：行业空间巨大；具备独特自然资源、人力资源或者市场资源禀赋；规模优势明显；技术工艺具备先发优势。典型代表包括新能源、TMT 等等。

第五、混合所有制改革的主题投资机遇。混合所有制改革打破垄断，使国企经营市场化，提升效率，引入社会资本，降低杠杆。这些企业往往估值不高，具有独特的资源禀赋，过去经营效率低下。一旦进行混改，公司的利润弹性较大，机制理顺会带来 PE 的抬升，价值会出现较大幅度的重估。

应对比预测更重要，尤其是在全球面临重大变革的环境下：由效率为主导转向以公平为主导，由全球化转向逆全球化，由开放转向贸易保护主义。这些趋势导致的不确定性增强，导致投资的难度增加。最重要的是中国经济增长最黄金的时期已经过去，未来不太可能会重现过去那么快的增速。

从长期的约束来讲，无论是人口结构、效率的提升、资源环境的约束，都告诉我们对未来十年的投资回报率不能有过去那么高的预期。如果投资者在这个问题上仍然抱有过于激进的预期，那很有可能会遭遇失败。谢谢大家！

中国投资者的未来

2014 年 9 月 18 日，证券时报与中国基金报共同主办了“中国上市公司价值评选”、“中国最佳基金经理评选”颁奖典礼。在评选颁奖现场，陈光明先生做了题为“**中国投资者的未来**”的主题演讲，以下为演讲全文：

感谢证券时报和中国基金报提供这样一个机会！今天站到这里，诚惶诚恐。为什么说诚惶诚恐呢？因为在座的有很多投资界的大佬，还有很多上市公司的高管。作为投资界的一员，我们很清楚，成绩属于过去。虽然我们的长期业绩还不错，但未来是不可知的，在投资领域做了这么多年，确确实实始终感觉到如履薄冰。作为中国的投资者，怎样才能有一个更美好的未来呢？我想就这个话题跟各位朋友做一个汇报和交流。

在讲到未来之前，肯定要回顾过去。过去十多年来，股指中长期走势与 GDP 增长明显相背离。大家都知道，A 股市场从 2007 年开始至今，已经连续下跌了很久，沪指从 6000 点到现在的 2300 点。如果拉长时间，2000 年至今，沪指基本没有涨幅。而从经济增长看，过去十几年我们的 GDP 一直保持快速增长，可以说是全球增长最快的经济体之一，股指中长期的涨幅明显低于 GDP 的增长。观察其他市场，从美国股市 2000-2013 年的走势看，考虑到分红等因素，股指涨幅基本与 GDP 增幅相当；其他新兴市场，比如墨西哥、印度、韩国、巴西等国的市场也有较快的增长。

A 股市场呈现的另一明显特征就是牛短熊长，这也是中国股市与其他成熟市场最大的区别之一。牛市太短，市场总是“跌跌不休”，不管是散户还是资产管理人，承受的压力都很大。在过去 20 多年中，我们经历了 5 轮熊市，除了第一轮 1993 年-1996 年

的熊市，其他几轮熊市我都经历过，市场带来的幸福感的确比较差。此外，中国股市是一个典型的以融资为主的市场，从统计数据可以看出，2000-2013 年股市累计分红约 3.34 万亿元，累计融资则达到 4.88 万亿元，净融资 1.54 万亿元，除其中少数几年外，绝大部分年份均以净融资为主。

在这样的市场环境中，散户赚少赔多，只能用脚投票，逐步离场。即使也有大牛市，但大多数投资者却未能享受到收益。2005-2007 年的大牛市，指数涨了 6 倍，我们就偏股型基金新发规模、基金申购赎回净额以及 A 股新开户数进行统计后，发现以上三个指标都在 2007 年二季度出现高点，这表明大部分投资者都是在牛市末期入市，结果可想而知，大部分投资者不但没有享受到市场上涨的收益，反而可能在 2008 年大幅被套。如果股市大起大落的特征未变，等到下一轮牛市，散户禁不住牛市的诱惑再冲进来，结果又将面对一个不太好的未来。

为什么会形成这样一个格局？我们先来看看股票投资收益率的构成，大家可以看这个等式，即“股票投资收益率=分红率+增长率+市盈率的变化率-成本”。以美国为例，近几十年来，美国的长期收益率是 9%左右，其构成主要包括分红收益率（含回购）约占 5%，增长收益率约 4%，市盈率的长期变化约 0.3%，指数基金成本约 0.2%。杰里米·西格尔在总结美国一百年历史后得出一些结论，其中，股利才是收益的主要来源，“投资者收益=每股价格的变化+股利”，美国长期投资者可以通过“购买-持有”策略实现长期投资收益。

过去十多年，A股市场大起大落，上证指数从1000点到6000点又回到2000点，主要是因为估值的变化，牛市时市盈率从10倍到60倍，熊市时市盈率从60倍跌至10倍，对冲了企业的盈利增长。近几个月以来股指上涨，大家最关心的是牛市是不是真的来了，能不能到5000点，却没几个人关心上市公司的回报，从长期角度来讲，这是本末倒置的。

统计显示，过去十年，A股市场每年的融资净额都是正的，即一直是从市场拿钱，“融资净额=IPO+增发-分红-回购”，IPO和增发是从投资者手中拿钱，减去的分红和回购是还给投资者的钱，这其中还没有考虑分红中的很大一部分又回到了大股东和主要股东口袋中。再看美国，它过去十年的融资净额都为负，很多年份负得还很多，比如2006年净融资为-5995亿美金，2012年净融资为-5665亿美金。简言之，它不去IPO、不去增发，或者很少的IPO、很少增发，整个市场是一个“蓄水池”，不是抽水的，是一直往里注水。大家一直羡慕美国市场，说经历了这么大的金融危机，还有这么高的回报，有一个很重要的原因就是它一直把钱还给市场。事实上，不仅仅是美国市场，日本、德国、香港、台湾等市场都是如此，过去十多年大部分年份的融资净额都为负。除此之外，A股市场的换手率很高，讲得好看一点是市场非常活跃，但这导致投资者的成本非常高，因为还有税收和佣金。

在此背景下，A股市场一直处于低回报率的状态，我国银行存款利率远高于投资股票的股息率（投资分红率），而且这还未考虑银行存款风险远小于股市投资的风险因素。从这个角度来看，投资者不仅无法分享到公司发展与GDP增长红利，往往还要承担产

能过剩、行业与市场波动的风险。整个市场没有赚钱效应，绝对投资收益和比较投资收益持续很低，自然很多钱都不愿意进来。

面临这样的一个困局，我们到底应该怎么办？我们希望能够在这个市场获得长期的、可持续的、稳定的、有保障的收益，而不是从别的弱势股东身上去赚钱。事实上，在前面几轮牛市、熊市的轮替当中，基本上是弱势的股东为市场付出很大的代价。所以，我们非常期望这次假定有牛市，在牛市来临之前，我们的制度、政策、市场、公司、投资者能够更多地努力，把投机的市场慢慢改变成可投资的市场。

关于资本市场的未来，我们认为，从资本市场角度来讲，要从“融资市”逐步转变为“投资市”；要从“重融资”逐步转变到“重回报”；从上市公司角度来讲，要通过改善治理结构，改善激励约束机制，提升运营效率；要切实提高资本回报率，创造价值；要提高分红比例，积极回购股票。比如，员工持股计划，我们非常期望上市公司能够实施，这有利于改善激励约束机制，蓝筹股主要以大国企为主，大股东对股价不太在意，实施员工持股计划后，有利于调动员工的积极性，以股东的价值最大化为最优的选择，有利于提高公司运营效率，改善公司治理，提升公司价值。

总体而言，这个市场有没有机会、有没有前景，股东的回报到底怎么样？投资者有没有未来？我们非常期望上市公司能够真正切切、实实在在地站到股东角度，让投资者分享上市公司创造的价值；作为机构投资者，我们非常希望大家携起手来共同努力，积极股东行为，在强化上市公司治理、推动上市公司提高回报方面做出更多更有意义的努力，而不是寄希望于一轮牛市，通过波段操作赚取资本利得。我们应该回归资本市

场的本质，要让资本市场、让上市公司踏踏实实地把业绩做上去，切切实实地把赚出来的利润回归股东，这才是投资者的未来。希望大家共同努力。

陈光明交大演讲：警惕不在头部的公司，明后年的超额收益来自这几个地方

“现在在我们投资圈里面，经济的长期下行，以及经济的去地产化，应该已经形成共识了。”

“市场经济从长远来讲它是人，资本市场表现是那条狗。现在的问题是，到底狗是往前跑还是往后跑？我个人认为狗往前跑的概率很大！”

“一流的公司，如果持续的超预期，未来不会便宜下来，业绩的增长反映到股价的增长是非常顺理成章的事情。另外，短期承压导致估值便宜的优秀公司，可能是机会比较大的地方。

“不处在头部的一些公司，大家还是要小心。在目前的经济环境下，不处在细分行业前三位的公司，风险系数可能还是比较大。”

“而汽车制造业的拐点应该是已经出现了，只是向上的反弹有多少，不像今年这样子，甚至是差的时候，两位数的负增长。”这是睿远基金总经理陈光明 11 月 23 日在交大一次会议上发表的演讲中的精彩观点，详尽介绍了他的投资方法，以及对当前和未来中国经济和 A 股市场的看法和思考。陈光明是原东方资管董事长，他亲自管理的东方红 4 号，从 2009 年成立到 2017 年，收益约 9 倍。而他本人约 20 年从业以来的业绩据公司内部测算，年化收益率早已超过 30%，放在全球范围比较，也是极顶尖的投资人。

这次演讲中，陈光明对于市场争议的核心资产到底有没有估值过高，他也给出了独到的分析，还明确给出了未来可能存在超额收益的几个地方。

我现在讲的都是讲预测的事，很容易打脸，我的水平还不够，但是有一点我敢保证，我讲的都是真话，这个跟在内部讲是没啥区别，所以这点大家放心，有什么说什么，说的不对的请大家谅解。

做展望也好，做预测也好，难度太大，真的是非常大。站在现在这个时点，分歧又很大，显然我自己也有不同的声音，但是在做出判断的时候确实非常的艰难，非常的艰难。我想先从宏观的经济形势跟大家分析一下。首先我想声明，我不是宏观分析师，我也从来没做过宏观，作为一个策略师可能稍微还过关一点，但是作为宏观分析师肯定是不太过关的。所以中间 PPT 里面有一些数据的偏差，不对的地方请大家包涵，因为我也是最近忙，没有细

究。我想跟学长学妹们分享，也没必要太计较，有错误的一些数据，不太准确的也请大家包涵，但是肯定讲的都是真话！

经济的长期下行、

经济的去地产化是两点共识

首先从宏观经济开始说起，宏观经济难度是最大的，很容易被打脸。但是不从这个落脚点开始的话，谈起来好像总归不太完美，或者说没有基础的讨论平台。在说这个之前，我想谈现在大家的共识是什么？现在宏观经济的共识，就是 GDP 增速未来就是 4 个点啥的，大家想得非常的一致。第 2 个一致的地方，就是中国经济的去地产化，原因也很简单，首先就是实体经济问题，其次是民生问题演化出来的问题。所以摠住房地产基本上是一个国策，在市场当中是一个共识。但是我想，现在已经形成共识了，大家一定要知道，在一个市场当中形成共识的时候，可能很多东西就没那么的严重了。就像中美关系，市场一开始狂跌，像去年这样。后面来了几个跳空缺口，再后来好像没有下跌，我看再后来有什么不是太好的东西，也不一定就会跌。就是这样一个过程。这就说明什么？就说明那些市场的预期已经在价格里面包含了。所以做投资很难的地方，是市场的共识是什么？是不是包含了很多东西或者说没有包含？有很多时候人家问市场共识是什么？没有一个人知道。很多人认为这是市场共识，其实有时候也会有偏差，只是说的人多了，而且公开场合说的越来越多的时候，或许也消化得差不多了。但是有很多东西并没有被说出来，没有让全社会的人都知道的话，那未必是共识。你认为是你过度自信了，很有可能导致你的锚都不一定正确，你

是超预期的还是低于预期的，实际上是容易失误的。我想讲的就是，现在在我们投资圈里面，前面这两者，比如经济的长期下行，以及经济的去地产化，应该已经形成共识了。在这个基础上，我想跟大家分享的是，大家在思考的过程中带来的结果是什么呢？带来的结果就是跟宏观经济很密切的，基本上是压在地板下，从静态的投资来说。如果说跟宏观经济没有相关系数，那都能讲得出大故事，比如说医药、老龄化，长期是没有任何问题。比如说消费升级，科技创新，这几个最热门的板块，基本从大逻辑上是无懈可击的，而且事实上也在做。任何一次泡沫的出现都是打上时代的背景和烙印的，尤其是比较大的泡沫出现，一般大部分人都相信这是一个趋势，一个真理，否则的话它就不会出现这样的情况。当然我想跟大家说的并不是说出现泡沫了，那这个时候为什么这么纠结？不是因为这个。如果觉得明显出现泡沫了，我可能也就不纠结了。问题的关键就是对于宏观经济以及对于这些共识做出来的一些举动，确实让你感觉无所适从。今天的主题就是针对这一些困惑和问题，跟大家做一些分享和探讨，结果结论不一定正确。

GDP 增速能在 4%其实不错

从长期来讲，中国的经济能在 4%真的是不错。但是，这可能是一个中长期的事情。从中短期的角度来讲，可能韧性比大家想象会好一点。比如说大家最担心的地产，从长期而言，房地产销售下滑，应该是基本确定的。但是对于短期而言，可能还没有那么快。而同时政策的发力，逆周期的调整，可能带来的结果是什么？虽然动作会晚一点，因为要看到一些数据才会做出一些决策。但做出决策肯定是滞后，决策之后对这个市场或者对经济产生影响更是一个滞后过程。比如说专项债可以作为项目资本金的，原来还说是 25，比例就是 1:4 的

杠杆，现在有预期可能更高一些，反正总而言之在对冲经济的下行，确实是。我们从一些微观的角度来看，事实上也有企稳，因为这些逆周期的调整也会带来一些企稳的信号。外需的确定性比较差，尤其中美的情况。我一直觉得中美的贸易应该是互惠互利的，以前可能80%的受益方是我们中国，未来比例会不同。现在都已经达到25%的关税了，未来是不是会往下？当然我也吃不准，这些都是一些假设，但也有可能性。再说中国的产业优势，出口其他的国家一直是在增长，在这方面也可能会比想象的要好一点，就是共识的一些可能性在这个地方。至少在短中期、短期是这样。另外利润下滑问题跟几大板块有关系，但是问题的关键，现在这些品种，如果短期经济没有那么差，库存蛮低，那这个利润其实不见得会一路往下走。而汽车制造业的拐点应该是已经出现了，只是向上的反弹有多少，不像今年这样子，甚至是差的时候，两位数的负增长，这种状况是不大会出现。从形势来讲，在大家形成一致的地方，有时候往往要么有风险，要么也有机会。关键是你反过来想一想，它是不是共识性的东西？有没有可能存在机会或者存在风险。在宏观经济上，我就非常简单的讲几句，只是提供大家一些参考。

未来的估值继续收缩的概率不大

存在抬升空间

但是关于市场，我的结论可能是相对明确一点。关于A股市场，包括港股市场，大中华的市场，整体来讲，我是谨慎偏乐观吧。 谨慎偏乐观的核心原因有这么几点：第一点，无论是横向比较还是纵向比较，中国的股市估值是处于历史较低的位置，或者说全球较低的位置，

这个是比较现实的一个情况。但是很多人他不太看这个。为什么不太看这个？因为他们的期限太短，这种东西估值的恢复是需要很长的时间去对接的。它不一定是在一年，有的时候甚至都不一定在两年的时间内去对接。但是从3年到5年的长度来讲，这个是一个非常基础的问题。这些数据我就不展开讲，我个人的判断是未来的估值继续收缩的概率不大，只要有这个基础，其实自上而下的选股是最为基础的，我个人认为估值抬升的概率是存在的，所以整体的市场我是偏谨慎乐观的，这是一个基础。第2个，很多人觉得经济不好，所以股市就不好。经济不好，上市公司的收入就不好，上市公司的收入不好，当然利润就不好，利润不好，当然EPS不行嘛，你PE不变也是要掉的。但是这里面的两个逻辑是弱相关的，第一上市公司的利润收入和GDP的增长相关性不是那么的强，相关系数还比较大，为什么？因为上市公司只是代表，尤其是上市公司代表的是比较优秀的，特别是那些龙头公司。现在不好，是因为小企业退出的特别多，大的没有不好，这是第1点。其次，上市公司收入纵使增速不是那么好，也未必带来利润的大幅下降，或者有什么太大的压力。反而有些龙头公司还在持续增长。因为假设，GDP增速比如说10个点掉到5个点，收入你就算从10个点掉到5个点的话，这意味着什么？只是增速掉了点。但是利润率，你比如说从10个点掉到9个点，其实是掉了10%。实际上利润率对估值的影响远比收入大，但是当然大家会担心，收入一旦放缓很容易造成恶性竞争，所以往往会带来收入和利润率的同时下降，而且有时候利润率一旦下降会更加差。现在有很多的存量的行业竞争结构好，反而往往也不是这样，收入下降了之后利润率没啥变化，甚至有的时候，有点增长都有可能，当然也不一定。但是整体来讲，它的收入增长比GDP增长还是要快，是这么一个情况。所以很多公司保持两位数的收入增长，利润增长，没有显得那么大的压力。这是跟经济的关系，这是人和狗的关系，确实市场经济从长远来讲它是人，资本市场表现是那条狗。但是咱们中国还有问题，风险偏好差别特别大，风险偏好差别特别大的就是绳子，它是弹性很大，可以从很后

面直接跑到很前面。从两三年甚至更长的时间来讲，这个狗往前跑，还是往后跑，比这个人往前走，还是往后走更加重要。现在的问题是，到底狗是往前跑还是往后跑？我个人认为狗往前跑的概率很大！为什么狗往前跑的概率很大？经济不好，机资机会不多的时候，资本市场会被更加重视。讲一个 2015 年当时说过的笑话，为什么那时候股票被哄抬？人家说了经济形势也不好，大家都没活干，都在村头聚众赌博了。如果经济很好，大家都有活干，就天天去干活挣钱，他就不会惦记这个事儿。而且还有一个情况，资本市场要为经济增长做贡献，这个大家都明白，都希望更多的扶持实体经济，更多的直接融资。

无风险利率下行是必然

当然了，这些制度性的变革一直在做，但是比较重要的是什么？是长钱的引进，对。首先是像我们引进这些外资，这其实是这几年市场生态变化的巨大推动力。包括一直推的国内长期资金的入市问题，这个可能需要点时间。我们现在预测的，或者说我们去评判的是未来三五年的一些看法，**这三五年之间，我认为在长期资金的落实方面会有一些比较明显的变化。**至于说还有吗？当然是对上市公司要严格管理，不行的就淘汰了，行的要扶持。无论是对个人还是对公司。另外一个，经济形势不好的时候，分子分母都会同时下降，几乎是必然。我们认为明年一季度可能还有点难，还是告诉大家，不要没有降息预期，我相信明年到了二季度以后，估计无风险利率的下行可能会成为一种相对比较确定的事情。当然我想告诉大家，对于股市来讲，还不仅仅是银行利率这个问题，股市对标的是什么？有很多人的投资，他是买刚兑的，什么信托产品之类的，他们的收益率都到 8~10，对不对？加权平均一下，风险利率站在 4、5 个点以上应该是很正常。但是现在国债利率或者是银行存款利率下降是一方面，那些高收益的刚兑产品消失，之后的平均无风险利率的下降，可能会比降息更加明显。这就是这几年的趋势。

GDP、股市市值和房地产

居民财富配置这个事情大家也讲了很多了，这种数据我就没有详细讲，那个是一个大数，就是 GDP、股市市值和房地产，都是在变化，我只是取个近似值。中国大概是 1:0.7:5，这也是一个大数。所以居民财产的配置失衡，讲句实在话，说了很多年，为什么死活没有调整好？都说这个确实是存在，但没有契机，没有催化剂，现在，直接把房地产价格的上升预期直接打没了。如果说一旦打没了，你想想他们还有贷款的利息，对不对？这些资金的成本你如果说不在 3、5 个点 5、6 个点以上，它是要亏钱。所以他的实际财务效益变成负的时候，确实是会开始逆转。**居民的财富配置应该在这一两年是一个转变过程。**所以其他的房子，是在上海、深圳也有我看都不大行的，三四线一些就更不要说了，一切也都在分化。如果说卖楼进入投市，不指望这种情况在全国会太普遍。但是新增的再投资只要拨出一部分，应该对股市的帮助就会出来。当然还有海外资金。现在因为大家讲核心资产讲的特别多，而且主要的核心逻辑就是海外资金的配置问题，长期没有问题。但是从短期的角度来讲，你看今年下半年基本就没增太多。所以，我个人认为这说明什么？这说明配置的时候，要么觉得还是中美关系有些不确定，大家觉得估值有点高，或者说选股有点难等等一些因素。所以对外资增配这个逻辑的短期判断需要谨慎。还有一个提醒大家，香港股市很便宜，除了茅台、恒瑞等香港买不到的。其他的很多都能买得到，为什么非得要买 A 股？我们叫逆向思维，随便瞎说说。但是从长期的配置的角度来讲，我认为站在更长的角度，这个趋势是没有结束的。但是你要就以此来说明近期或者中短期的趋势，这是值得大家需要稍微担心一点。我可以稍微总结一下。就整体而言，从股票资产的性价比，从国内的历史，海外的比较，这些数据都可以。从国内资产的大类资产的比较，这些方面都暗示着 A 股市场加 H 股

整体还是一个比较低估的地方。随着新增财富的到来，以及海外配置起来，还有长钱的进入，长期而言应该是一个比较平稳，甚至有一些往上走的趋势。但是另外一个角度，我也不认为会有大牛市。最近好像特别多的券商报告，全是牛，一路牛，就开跌了！这两天跌得多，而且核心资产也开跌了，当然这是短期的事情，不能说明什么问题！

现在的核心资产到底怎么给估值

下面几个问题和大家探讨，当然我也没有形成一定的结论，但是，是非常值得去探讨的问题。

第一个，最核心的，大家知道我们原来的东方红在这些好公司身上赚了很多的钱，包括现在，但是目前我们要思考好公司的股价到底给多少才算合理？比如说我们现在特别清楚的某医药公司。

但是，如果说你去全球比较一下，你看看辉瑞 2000 亿美金市值，有 100 多亿美金的利润，阿斯利康有 200 亿美金的收入，当然它还投了几百亿的美金的研发，现在它 PE 稍微高一点，但是也就是差不多 1200 亿美金市值，因为投研发投多了，利润率稍微低一点。

类似这样的中国所谓的核心资产，到底怎么估价？这些核心资产的估价问题，长期来讲，可能都没有什么大的问题。

但是，现在有很多人买进去的，肯定不会看那么长，很多人都是基于短期业绩的线性外推，中间有个调整也是非常正常的。

但最关键的是，到底怎么去定这样的价格？

首先，在全球比较，好公司是该有溢价，就完全应该有溢价。

以前我们是又好又便宜，所以我以前给研究员定的关注面是比较窄的，我不希望他们去受太多的诱惑。反过来讲，因为他们做了很多研究，你说不买还打击人家。

但是从去年开始，或者说我成立睿远开始，我们就开始把覆盖面铺开来，原因就是看见，从现在或者从过去的又好又便宜，变成一流公司有溢价，甚至有些公司已经有明显的溢价。

但有一些还没有，比如说有些消费品，最知名的一些消费品公司，如果全球的比较来讲，确实还没那么离谱，因为他们的竞争对手的增长率比我们低，我们的估值跟他们差不了太多的话，应该是有道理的，我们的增长率更高。

当然他们也有一个原因，因为他们的利率比我们低，都快负利率了。所以整体来讲，只是说一流的公司有溢价。

但是在这样的基础上要取得超额收益，对我们在座各位的挑战是相当巨大。等到这些公司的价格给的充分的时候，我们要不同于市场做出一些前瞻性的判断。

第二个，现在说的核心资产，一般核心资产都这么讲，那些涨得最好的都是核心资产，那些没涨的，基本上他们都不好意思把它放进去。

目前两极分化，我举个例子，前阵子提到的一个卖酱油的，一个卖房地产的，大家都知道是哪两个公司，一样的市值，一个是十几万亿的市场，一个是几千亿的市场。反正出现，一个是可能七八十倍，一个可能六七倍，差了 10 倍。

大家要思考，行业承压的优秀公司有没有投资价值，在一个下行的行业，难道公司就可以放弃吗？越是在目前这种状况的时候，可能更加需要大家去思考，当然了，我们也能体谅，之所以出现这种情况，是有他背后的原因跟资金的性质，但是不管怎么样，这些问题都值得思考。

另外，现在讲宏观，这些命题对我们的二级市场投资有多大的启示作用呢？

如果一拍脑袋说哪个行业好，就可以闭着眼睛不管了，哪个行业不好，就闭着眼睛全算了，这样的做法迟早会遭受打击的。

未来好东西应该是稀缺的，差东西供给是无限的。按照目前这种政策的推行，以及资金结构的变化，应该要担心 A 股可能有很多上市公司都会被边缘化。

还有一个更难回答，就是香港市场能否极泰来，因为香港市场已经一跌再跌，估值绝对是历史的底部，当然也是众所周知的事情。

我想跟大家分享的是，有时候机会往往是街头见血的时候，可能是在底部的区域，我不敢说一定是底部，因为一路的承压，把大家的情绪都打到了非常低的情况，我不敢说明年一定怎么样，但是从市场的情绪来讲，应该是非常的低迷。

但是我想，作为价值投资者，为什么会跟逆向投资者连在一起？

因为价值投资者的核心不是说这个公司有多好，而是说这个公司有没有被充分估价。其实烂公司也是可以买的，比如说它可以白送给你，一分钱，为什么不可以买它当垃圾？但我一般不

大会去买，因为在中国的这种条件，纵使你一分钱买进来，你要想去把它卖的时候就会变成野蛮人，所以这种事情还是少干，它变现的途径会缺乏。

整体来讲，品质一定要给溢价，好东西是要给好价，但是他有一个度。

整体上讲市场，从便宜的角度来讲，肯定是港股是比较便宜的。有很多人投资的时候，他如果期限不够长，也很难做价值投资，他可能会想到的最重要的问题是市场啥时候涨，还会不会跌。

价值投资四个维度

价值投资也都是个套利过程，根据时间的不同、护城河的不同，企业家和人性。并不是说都要做的很长，之所以是长期，是你要有做长期抗战的准备，万一实现不了你预期价格的时候，你怎么办？你有长期工具保护的时候，你也不用太担心。

长期是一个工具，而不是核心。价值投资核心是价格比价值低，而且低得很多，而且你还有实现的方法。

所以价值投资很核心一的，第一个就是时间，复利的增长，包括一些短期的受不了一些短期的刺激因素，把股价搞的很便宜，有长期的钱去套短期的钱的利。

基于时间的复利增长，是一家好公司才有谈这个时间的增长意义，否则的话就是一个平均回报，如果只有平均回报，其实买什么都一样，你买个指数说不定还比普通的公司要好，因为里面还有一些有价值的、有护城河高的。

第 2 个是基于企业家的套利。

你要去挑哪些企业家是比别家做的好，就像你们选择投资经理一样，就是哪些投资经理是会比其他人选得好？好的企业家会构建护城河，而不会去损害护城河，而且最近美团王兴说了一句话，护城河自从有了火炮之后，好像就成为一种空话，只适用在投资领域。

他的意思是动态的意思，你靠赌那条护城河是无助的，因为有火炮直接攻破你的城墙是分分钟的事情。

重要的是这些企业家能够不停应对，什么核导弹这些都要有防护的措施，指的是这意思。

所以越是科技的企业，越是新的一些企业，越是基于企业家的好的。

理论上来讲，稍微贵一点或者便宜一点都不能决定，首先因为时间的不同，护城河的不同，企业家的不同。静态的一个 20 倍和 40 倍，不能说 20 倍的又便宜，40 倍的就贵等等。

当然还有一个是基于人性的套利，大家应该都比较熟悉，基本上是逆向，人弃我取，基本上真正的价值投资者都是能够克服自己人性的一些弱点，利用人性的弱点。

明后年的超额收益来源

现在讲最后一点，明年乃至后年可能的超额收益的所在地。

1、一流的公司，如果持续的超预期，未来不会便宜下来，业绩的增长反映到股价的增长是非常顺理成章的事情。

因为目前我们也没有明显的看到，一流的公司就非常明显的泡沫，但是普通有预期的公司，如果不能够达预期的，估计明年就要差不多。

2、另外，短期承压导致估值便宜的优秀公司，可能是机会比较大的地方。

第3个，没有说那么好的，现在叫一线的可能叫一流公司，二线里面如果价格是二流的，一流半的公司是二流的价格，还是可以去考虑的。

但是，对于不处在头部的一些公司，大家还是要小心。在目前的经济环境下，不处在细分行业前三位的公司，风险系数可能还是比较大。因为还是处在强者恒强的过程中。

问答环节

问：对企业估值具体怎么定？像我们常见的分类，大周期、大消费，整个 TMT，常见的大企业，您一般是怎么去跟他进行合理估值？

陈光明：这个比较复杂。首先按照行业的笑话来讲，医药是班长，消费是班花，TMT 是富二代，蛮有意思的，说的蛮有道理。

相对来讲，前面那两行业的需求几乎是永恒的，而且是价格是刚性的，甚至是还随着CPI 上涨，所以它的增长量正常是一直存在的，从行业角度来说，这就是他们非常大的好处。

TMT 为什么是一个富二代，你这个问题是很复杂的，真的是一句话两句话讲不清，要掰开讲，我只能说讲个大略。

就是轮到你创新，轮到你的时候股价表现很强，就像暴发户，发大财。但是一般来讲富不过三代，当然也有好的，背后意思就是他很难传承，很容易有新的东西颠覆，这是第一点。

第二点，纵使不颠覆，那个需求，价格的降幅是非常大，所以你要持续的创新，你要富过三代以上就比较难。

所以他阶段性的冲击力非常强，而且现在给的估值是不低的。

如果放长了，从个股的角度来讲，可能容易踩雷的是在科技，虽然现在特别的火。

从股东的角度来讲，真的要抓得住那些科技的牛股，挑战非常大，就有点像高台跳水，或者说是像巴菲特说的跨栏，一定要知道自己的能力圈在什么地方。

至于讲具体到底有多少估值，我只能说估值主要考虑这几个方面：

第 1 个，首先会不会像手机一样，出现触摸屏之后就格局彻底改变了。在评价的过程中，你的期限非常重要，比如说贴现的期限，因为所有的价值都来自于未来现金流的贴现。如果你只有一年期，这个估值的差别就会非常大。

第 2 点，不能只看利润，最重要的是看自由现金流，所以有很多周期性的公司，因为自由现金流比较匮乏，或者说如果没有再投入，就没法发展，所以它真正的自由现金流比他利润差。

第 3 个，稳定性。除了直线的周期以外，利润的波动导致了你的风险偏好的要求，所以稳定性越好，估值就应该越高。

最后，最重要的，也是最喜欢的就是 G（成长），但是 G 这个东西我以前往往都是用 PEG 去做估值，G 这个东西最难，也最容易出错误，绝对不能简单线性外推，这些东西是估值的核心因素。

问：怎么看未来马太效应？市值大的一些好公司未来能继续走多远？像小市值的那些股票，未来还有没有机会上来？因为在全球范围来看的话，比如说美国小市值长期来看它会有一个溢价，但是这几年中国好像就没有溢价，一直是大公司。

陈光明：首先，我纠正一下，我认为中国的小公司目前好像还处于溢价的过程，都在天上飞。

第 2 点，在我们的眼睛里，没有什么小票大票，都没有。有分别的是：是不是好公司？估值是不是合理乃至低估或者高估。没有什么小公司和大公司的区别，我们从来不去分别。

第 3 个，近期或者说这三年，这三年半的所谓核心资产牛市也好，到目前还不能说明明显溢价，在走向溢价的过程中。

从价值投资的角度来讲，我们不会在一棵树上吊死。所有的资产类别都是买便宜货，而且大家能兑现，就这么简单。

那些不看公司基本面 ,指望博弈 ,以前的小公司之所以有溢价 ,就是因为它有太大博弈价值。

现在及未来这种状况好像不太会出现。

结构化的机会未来持续存在 ,对你的专业性的要求持续提高。千万不要分什么大公司 ,小公司。

价值投资作为一种方法 , 更重要的是方法中的方法。

知道这个轮回 , 离赚钱已经不太远了

时间过得很快 , 一眨眼功夫从 1998 年进东方证券 , 到现在马上就 20 个年头了 , 而且我也很荣幸一直从事着资产管理行业 , 做着投资管理。

应该讲 , 这个行业充满了挑战 , 对喜欢的人来讲 , 是充满着乐趣。当然了 , 压力特别大 , 是全球十大高压行业之一。

有一句话叫剩者为王，就是说能够坚持下来不被市场淘汰的是胜者。还有人走岔掉了，走到沟里去了，还有的人可能身体也吃不消，他就坚持不下去了，不是水平不行，各个方面（原因）吧。

到最后，这个行业是老中医的行业，你只要能撑得久，基本上都可以成大事。所以像我这样子时间还太短，所以这两个字（胜者）是不敢称的，我们觉得未来还早着呢。

我们最好身体更棒一点，能够再做个三、五十年，即使后面业绩没那么好，估计混到那时候的人也不太多了，自然而然就剩者为王了。

我今天的主题，想跟大家说一说价值投资在中国的实践。为什么要讲这个呢？最近有个（认识）误区，就是一般的老百姓或者社会上通行的说，中国做价值投资肯定是失败，价值投资在中国是行不通的。

我真正的践行（价值投资）应该是 2005 年以后。2005 年，复旦跟哥大（哥伦比亚大学）有一个组织部组织的高级研修班，大概一个多月的课，在哥大上的时间长一点。

哥伦比亚大学是巴菲特的母校，而且就是（巴菲特）那个商学院教的。1998 年刚入行的时候我就看巴菲特的书，当时我觉得他说的挺有道理的，然后也受他的影响。

但事实上，在早年我们刚入行的时候，市场都流行坐庄。我们做基本面分析的人，有一句话叫防火防盗防基金，我就跟基金混在一起，那时候倒没有基金的双十规定，但是我们是强迫自己跟基金一样去做。

但是话说回来，那个时候的主流不是以基本面投资为核心的，但是我们很早就开始以企业的基本面作为分析的（基础），最近又开始流行叫基本面趋势投资了。又回归了，所以**很多时候就是一种轮回。这个轮回比人生的轮回要短得多，我已经经历了第四次的牛熊了。**

我觉得，**大家如果能够知道这个轮回，基本上离赚钱已经不太远了。**

价值投资方法中的方法

早年的时候，价值投资也刚刚进来，但也是基本面趋势投资。我们做基本面研究还是比较扎实的，至少想**以投行的身份或者说以投行的角度来看待这些企业，不把它当做筹码，把它当做企业，这个股权当做企业所有权的一部分。**

话说回来，早年的时候，确实不能说是一个纯粹的价值投资者。2005 年东方红是我创办的，东方证券的资产管理品牌叫东方红。我们服务的客户，早年的时候都是私募，到 2014 年才做了第一个公募。

前面开场白稍微长了一点，那我就开始讲我在价值投资的实践。主要分为七个部分，第七部分可能更贴近市场一点，但是我觉得也可以略微了解一下，前面这些都是属于价值观、理念以及方法层面的。

价值投资作为一种方法，更重要的是方法中的方法，背后是价值观和理念问题。

我找了一些数据来证明价值投资是有效的。不仅仅在中国，也在全球，不仅仅在现在，当然包括以前，而且我相信，未来也同样有效。

这是价值因子在全球市场的显著正向效应。大家可以看到，美国的市场效应就没那么明显，什么意思呢？越成熟的市场越难，这个是十年的图形。

中国资本市场很简单的，这是我们量化团队自己做的，就是低 PE 低 PB 的累积超额收益。2008 年 1 月份或者说 2007 年年底，大盘接近 6000 点，5500 朝上，就这么一个简单的处理超额收益，阿尔法要接近 5 倍多。

绝对收益应该是多少呢？绝对收益应该是在 3 倍，因为那个时候六千点，现在三千点吧，除以二的话，相当于绝对收益就是一块钱变三块钱，超额收益是接近六块钱。

我们有两个产品成立在 2007 年 10 月份和 2008 年，就是跟那时候差不多，绝对收益是六块钱。这是相对收益，相对收益就是相当于十二块钱。

这个是我们自己做出来的，最简单的低估值的价值投资策略在 A 股是有效的，实际上比国外的有效率要高很多。这就是因为信的人太少，老百姓太多。

第二个，用个股的方式来证明价值投资的有效性。

想在市场上开心，就要付点学费

下面稍微讲一讲做价值投资有中国的特色，确实是，它的回报率是相当高的，但是它有这个特色，也导致了很多人说在中国做价值投资是行不通的(原因)。

为什么呢？首先，行不通是因为投资者结构，因为这些人本身就不适合做价值投资。

老百姓有这么几个特征，第一个特征，他们都想赚暴利，想赚暴利，我觉得情有可原，但是他前面还有括号，短期。

如果想短期赚暴利，在价值投资的情况下是行不通的，只有做趋势，明天抓涨停板，后天抓涨停板，那么一年每天涨停板的话，一万块钱都可以大概几万亿了。

我举一个例子，我们同班同学自己也做了企业，虽然不是很大。他老婆是个医生，他老婆就买了我的产品，赚了百分之十几，那时候买了还没多久嘛，很高兴，跟她老公说，你看陈光明的产品多好，你看他赚了 10%。

那时候是在牛市上，2013 年的时候，我同学说这有什么，一个涨停板嘛。（股市）下来之后呢，飘回去了，我看飘回去可能都不止，他老婆买我的产品，赚了好几倍，再也不跟他老公说了，因为变成她自己的钱了，觉得反正也没挣多少钱嘛，肯定也不太在意这个事情。

所以，你越想得到什么，在这个市场越得不到什么，短期暴利是不可能的，它的代价就是长期可能性的封存。

有一句话就是叫，一年一倍者众多，但是五年一倍者寥寥。这句话很多人觉得很理解，一年挣 1 倍，五年不就是几倍了，二的五次方，32 倍嘛。错了，今年跟着牛市他赚一倍他还嫌少，完了隔年基本上就吐回去了。五年之后一看，人家赚几倍，遥遥领先，就是这么个情况。

中小投资者根本就不适合做理财，投资做的好的都是反人性的，但他们（中小投资者）都是顺着人性要让自己开心。

有一些老大妈是开开心心赚点买菜钱，实际上他都是贴本，买菜钱赚到的时候是少数时间，因为咱们中国是牛短熊长嘛。大部分是亏钱的，亏钱就不说了，反正就是娱乐。所以你要想在这个市场上开心呢，你就要付点学费，但是确实不能付太多。

更重要的问题，中小投资者众多了之后，政府的父爱情节导致了中国股市的估值一直在涨高，供给不充分，某些经济学家现在还在喊（控制 IPO），那绝对是鼓励民粹主义。

像我们这样子的人，管了钱也不好说话，中国人信任度太低，一说话，人以为我有什么利益，所以我们一般都闭着嘴巴，这就是我现在不大愿意出来的核心原因。**供给不充分，导致估值很高，估值很高意味着未来的潜在回报很低。**

事实上，对于投资者最美好的时光是熊市，而不是牛市，牛市都是拿来害人的，熊市是未来回报投资者的。

另一个就是波动性特别大，因为羊群效应，人性都是这样子的，你赚钱了，隔壁老大妈都赚钱了，凭什么我不赚钱呢，对不对。

大家都是投机状态，很亢奋、癫狂的状态，一般都持续不了太久。所以基本上的特征，因为没有长钱导致的结果，基本上都是牛短熊长的轮回。

机构投资者也是适应环境嘛，因为老百姓比较多，在某种意义上来讲，叫割韭菜比较容易，所以他也就不愿意去做（价值投资）。

因为做价值投资也不是那么容易的事情，讲白了，机构投资者如果说博弈对手很简单，不需要把这个技艺学的那么深吧，因为搓麻将的这些人基本上都属于不大会的，稍微搞两下就赚钱了。

所以，讲的好听点就是适应市场，讲的难听一点就是不需要那么辛苦，跟上市公司关系保持的好一点。

事实上，这一轮受伤很重的就两类人：一类就是玩交易的，做博弈的，什么这个班，那个班，要么被抓进去了。没抓进去的，我告诉大家，这一轮有好多那个班把前十几年的积累都给弄掉了。就天天打次新股涨停板，然后他们还有点杠杆，根本就出不来，所以前十几年的积累都给废掉了。

大部分的机构投资者都是做博弈为主的，要么做价格博弈，要么做基本面博弈，要么做消息博弈，要么做趋势博弈，总而言之基本上是博弈。

博弈的原因，就是因为弱者太多，他们的生存方式就变成这个样子了，所以他觉得也没必要做什么价值投资。

价值投资有很多陷阱

当然还有一个非常重要的问题，就是确实价值投资有很多陷阱，陷阱在什么地方呢？

主要是在公司层面，因为治理结构不太完善，国有企业占比比较多，一般要让他分红还是（很难），当然现在越来越好了。但是大部分经营层实际上都是希望做大的，有

一些民营企业也是以做大为目标，不是做强为目标，不是以股东利益最大化为目标，导致的结果就是治理结构不够完善，股东回报一般不是太高。

这一点上，美国的市场自动保障，他的 ROE（净资产回报率）是全球都是非常高的，所以他是投资的回报率是比较高的。另外，A 股很多是想圈钱的，要让他们分红非常困难。

一方面，中国的市场不太成熟，波动很大，为价值投资者提供了很大的机会。但另一方面，要有强大的心理素质去支撑，玩的心跳嘛。

你想，2008 年一年就可以从 6000 点跌到 1640 点，一个几十万亿的市场，一年不到的时间，1 月份还在 6000 点，十月份就干到了 1664 点，绝无仅有的。

那时候遍地是黄金，但你有可能在 2000 点就进去了，甚至有的人 3000 点就进去了，3000 点我当时也没认为它就便宜了，但是 2000 点我就觉得很便宜，但是它还不到 1600 多。那所以需要强大的内心的支持。

投资的核心是不能产生永久性损失

为什么价值投资是有效的，我刚刚都是讲了这个数据来证明，但是还不能说服大家，因为这个数据前十年可能好的，以后就不好了呢？

要从本质上来分析，为什么价值投资是有效的。**最核心的原因就是均值回归，以及背后的核心驱动力：资本逐利。**

均值回归是投资常识，价格有向价值回归的万有引力。当涨幅过大、价格过高的时候，意味着未来的潜在回报率是不够的，不能吸收投资者（不是投机者）。这些投资者可能会离场，去寻找更便宜、未来潜在回报率更高的资产。

如果说一旦趋势的投机者，力量开始削减的时候它就到头了，走势、趋势一到反转，就会产生很大的损失，就像 2015 年的 150 倍的创业板一样。

反之，也是一样，如果跌幅太大了，就意味着，股票的价值是很难估，但是理论上都有一个价值中枢的。

如果比价值中枢低很多的话，假如价值中枢理论上隐含着 8% 的回报率，比如说价值中枢是 20 倍市盈率，你是 10 倍市盈率去买，意味着这一倍的空间要加到未来的回报上面去的，你的回报就不止 8%，肯定是 18%，甚至更高。

A 股也是这样，市场的整体风险溢价长期围绕均值波动，它一般都在一个标准差之内，没有像当年想的一样，涨就能涨到天上，跌就跌到地下，不是这样的。

投资最最重要的是在熊市里不亏钱，而不是说在牛市里赚多少。

牛市你自然而然都能赚，但是**投资的核心就是不能产生永久性损失**，如果产生永久性损失，比如说 2008 年，已经 90% 跌掉了以后，你这辈子投资生涯基本上就废了，无论是职业投资人，甚至包括老百姓，都是这样。

只买大股东增持的股票

均值回归也同样适用于在行业和公司层面，什么意思呢？因为资本都是独立的，资本主义首先是要竞争，凭什么你是赚钱的，凭什么你靠垄断利润赚这么多呢，别人就不可以干吗？

如果你的超额利润很多，自然而然就会引来很多的竞争者，除非你特别特别牛，把别人都打了，那就叫护城河，要特别的广，特别的深，还要不断的再挖，否则，你是无法阻挡竞争的。

在公司的层面也有均值回归，什么意思呢？比如说，创业的第一代很勤奋，现在都面临第二代接班的问题，那些人到了六七十岁有点干不动了，有的人可能 50、60 岁就想退休了，激情就退却了。

公司层面也有回归的可能性，换代的时候，就会面临不确定性，在这些方面都是均值回归，所以你不要指望着一个公司一直涨上去。

当然，还有一个很重要的，叫更多的实现手段，做价值投资的人可以夜夜安眠，夜夜安眠的意思是什么？因为做趋势的人，压力蛮大的，趋势就像小孩的脸，说哭就哭，说笑就笑，变化很快。

但是你如果做价值投资，如果你买的便宜，夜夜安眠，所以我特别喜欢熊市。比如说我举个例子，我 5 倍市盈率买了这个资产，买完之后它不一定要什么增长，只要他稳定，它的分红可能一半以上，比如说 70%，他这 14%、15%个点就分回来了，我一年有 15%，五年就一倍。

我可以跟大家讲，尤其是大资金管理，**如果能够复合每年 15% 的回报，持续 10 年-20 年，未来基本上应该可以称为大师级的。**

我一般买股票，基本上不太买那些大股东、管理层减持的股票，我只会买那些大股东、管理层增持的股票，这是非常重要的，因为他们自己对自己最有信心，我相信我们不是那么容易战胜他们的。

最后一个，跟趋势投资者相近，万一来一波牛市呢，趋势来了肯定是能赚钱的。但这是最后一个而已，因为一旦趋势来了，老百姓冲进来，意味着他们就要被割，被割了之后，板子就会打下来，最好不要指望这个事情，但是也没办法。

还有一点就是，好公司持续价值创造。你如果买的公司好，一直在增长，比如说 ROE（净资产回报率）20%，每年在积累，理论上来讲，如果说都拿来再投入的话，它应该是 20% 的增长。但事实上这样的公司比较少，因为长期而言，持续 20% 增长的不太多的。

价值投资者喜欢高概率的中高收益

还有一点非常非常重要的，大家肯定是会关心这个问题，就是投资到底怎么做，因为投资的流派特别的多，什么都可以做，**只要合法合规，能抓到老鼠的就是好猫，就是不能用毒药。**

但是有一个基本的原则，就是你的预期收益率或者说你的实际收益率等于 $E1 \times P1 + E2 \times P2 + E3 \times P3 \dots$

什么意思呢？按价值投资的角度，如果我们只算企业内在价值的增长、预期回报以及成功的概率，算下来是不同的，比如说做的很成功，每年有 30% 的增长，做的一般的，比如 10% 的增长或者回报。折算下来的预期回报是能大致算出来的。

要么就是你的概率很高，预期回报中高以上，那你的回报率就是高的，什么意思呢？你的 $E1$ 可能不是很高，比如说 20%，但是你的 P 很高 80%，其他如果亏损，那你有 16% 的回报已经还不错了。

当然，这个你也可以把它规划成为股价波动，就是 $E1$ 就更直接了，做价值投资是以价格终将反应内在价值这个角度来考虑问题，把它含为企业的实际回报，但企业的实际回报和股价回报会有一些区别。这个问题只是一个定式，如果放长了是没啥区别的，但是放短了是有区别的，越短区别越大，但意思是一样的。

所以，我们做价值投资的大部分人，会去做高概率的中高收益。索罗斯是做的另外一种方法，他实际上做趋势的，他是低概率的高收益率的做法，做的 PE 的厉害的人，又是高概率，收益率又高，就比较厉害了，但是理论上应该是风险投资。

为什么叫风险投资呢？意思这个 P 比较低，但是 E 比较高，但是乘起来他的乘积还是比较高，总之，索罗斯一直说的是“不在乎你正不正确，正确次数有多少次，而是在乎你正确的量级有多大”，量级多大的意思就是这个要不不赚，要赚就是 10 倍，20 倍，甚至 100 倍，就是这个意思。

但是 P 呢，可能反正试了好几次不行，不行拉倒嘛，亏点小钱跑了，就这意思。用这个方法也是一样能挣钱，他的收益率照样提高不少，但是他必须符合这个。

但是老百姓一般做的是什么呢？老百姓一般做的 E 看起来好像很高，P 肯定不高。

首先，P 不是很高，P 是很低的，他这个 E 也不是很高，他只是被人忽悠了说，这个市场什么，一会儿什么雄安了，一会儿这个那个，事实上，他背后的潜在回报率是不高的，只是说是一个忽悠人的一个美好的一个愿望而已，所以他最后是亏钱，他是做彩票业务，他就是进赌场。

那你要做的事情你是要开赌场，赌场这个 E 大概大家都是一比一嘛，大家都是你输一百，我也赢一百。但是这个 P 一般他们是 51 以上的，51-53，你的老百姓赌徒就是 47-49 嘛，所以你常玩必输嘛，对不对。

那我们要玩就要玩开赌场，常玩肯定必赢嘛，我们不能保证每一次都赢，但是时间久了，长期来讲就赚利差嘛。

当然了，我有一点还是很自信，我们的 P 真的很高，绝对不是说 53%什么的，我们做到百分之七八十。但是 E 倒不一定很高，如果你要 E 很高，一般 P 就会降下来。

懂得无数道理，依然过不好人生？

我们团队一直在践行这样的责任，但总有一些人看到诱惑和压力的时候，他是扛不过去的。就是那句话讲的，他**懂得无数的人生道理，但依然过不好人生**。所以呢，有一些人的性格适合，有些人还真不适合，**信仰也需要一些实践来强化**。

评估内在价值的能力这是我们拿手的，企业的内在价值怎么进行评估，那是非常非常专业的事情，我就不展开讲了。

最后，我讲四点：首先，不要预测市场，很多人觉得这个市场是可以预测的，想能猜到顶，猜到底，或者预测到顶、预测到底。事实上，几轮下来了，我觉得我也不是那么笨，我也测不了，我不知道这个顶在哪里，也不知道底在哪里。

市场是一个复杂的，非稳态的混沌系统，而且是二阶混沌，意思就是前面的变量马上影响后面的那个输出。所以，变化也是随机的。当然，有一些人追趋势，趋势理论上讲，也是个概率问题。

但是，有一点是可以的，就是可以感受周期，比如说现在是世道不好的时候，比如说那个时候世道很热的时候，你是感觉得到这种热度，觉得这是夏天。但夏天什么时候结束，哪一天结束是不知道的，冬天哪一天结束也是不知道的。

最重要的还是这两个，最最重要的是最后一个，**便宜是硬道理**。虽然我们在 2012 年，2013 年开始我们当时就直接输在了起跑线上，当时说是看估值就死在了起跑线上，我们就是死在起跑线上。

这两年倒是真的是价值投资的大年，在这之前真的是小年，因为都是做所谓的成长股，实际上是一个成长趋势投资。

牢记估值是最最重要的，但怎么估值那是要对企业的内在价值有判断的，静态一量就可以了，没那么简单。如果有那么简单的话，那大家就容易了。

就是因为内在价值的衡量过于艰难，所以导致的结果股票的涨跌可以出现这么大的变化。如果说他知道这个电脑大概多少钱，你说跌个一千块所有人都冲进来买了，涨个一千块就卖不动了。

但是这个股票本来是一千块，涨到三千块照样买的人比一千块还多，然后你这一千块跌到五百块没人敢买了。原因是什么呢？他根本不知道这个值多少钱。

所以，估值也确实有实践的困难，就是你要对内在价值的评估，要有自己独特的看法，这是需要很长时间的积累的。

当然，还有一个就是说要陪伴优秀企业。做价值投资，理论上来讲什么都可以做。但是如果说是一个烂公司，尤其在中国，这个陷阱比较大，你改造它，因为没有像国外的成熟市场。就是说你去收购，去重组的时候，是会被人说成野蛮人的，当然这家伙是有点野蛮。

但是呢，他对资本市场的效率提升是有帮助的，只不过他应该理论上是去把坏公司改造改造，不是说去好公司去抢人家饭碗。

问答环节

问 1：我有两个问题：一个是您做基本面投资，做战略投资，卖出是怎么卖的。第二个问题，您说投资是反人性的，但是未来如果人工智能引进了，会不会对收益造成极大的影响。

陈光明：这个问题挺好。卖出比买入要多，因为卖出基本上，尤其在中国市场艺术成分比较大。

一般来讲，按照价值投资的学术派，就这么几种情况。

问 2：刚才您说到中国很多机构投资者不用价值投资，是因为散户太多韭菜容易割。为什么还有大量的基金经理跑不赢大盘的指数。第二个问题，巴菲特曾经说过，他从业这么久，他从来没有看到过价值投资未来成功过，但是感觉是从今年年初到现在，A股这边价值投资越来越多。

陈光明 :问题提的很好。第一个问题 ,有统计说 ,前十几年公募基金的平均收益率 16% ,基民平均收益是 7%-8%。

我觉得至少揭示两个问题：第一个，基金是赚钱的，超越市场的，明显战胜市场，这一点战胜市场我完全相信，至于说是 16 还是 15，还是多少我不好说。

第二个，基民收益是不是 7%-8%，我也表示一定的怀疑，但是至少揭示了一个情况，就是他差 8 个点，这 8 个点就是老百姓追涨杀跌。

你说的有什么基金经理没跑赢（大盘指数），要么有，那是个案；第二，相对而言，基民的收益确实要比基金的收益要低，刚刚报的是基民的收益，不是我们公司的收益，我说讲资产加权平均收益。

第二个问题，会不会未来基金经理跑输指数？我完全相信，表示担忧，这是第一点。第二点我认为他们也不是做价值投资，做价值投资用一个非常非常简单的指标来衡量，他是不是做价值投资，看看他的换手率。

如果在美国高于 10%-15%的 ,我认为他就不是在做价值投资 ,在中国三年五年平均吧 ,因为有牛市、有熊市不好说，牛市的时候都在卖，过去还稍微好一点还有可能，高一

点还是有可能的，我觉得超过 30%-50%，以这个标准来看有多少人是做价值投资。所以他们现在不是做价值投资而是做基本面趋势投机。但是是以价值投资的名义

陈光明最新内部演讲：房地产这条路走不动了，下一轮投资有两个方向

“市场有几点支撑因素，悲观的因素其实在估值层面已经有了充分反映。” “目前中国经济一直还没找到 L 型中一横的地方，还是一竖的地方，经济形势的压力是持续存在的。” “拉长来看，上市公司利润率有见底回升的态势。” “无风险收益率预期在下降，对股票市场估值是有支撑的，我们能感受到无风险利率是在下降的。” “目前这种 12、13 倍估值的市场，静态回报率每年能有 8 个点，这是可以秒杀其他大类资产的。” “只要出现静态的回报比较高，比如达到，20、30%以上的时候，不一定需要持续的成长。”

这是睿远基金总经理陈光明在日前一次内部会议上的最新演讲，详尽介绍了他的投资方法，对当前中国经济和 A 股市场的看法和思考。陈光明是原东方资管董事长，他亲自管理的东方红 4 号，从 2009 年成立到 2017 年，收益约 9 倍。而他本人约 20 年从业以来的业绩据公司内部测算，年化收益率早已超过 30%，放在全球范围比较，也是极顶尖的投资人。以下为陈光明的演讲纪录。

做投资一直是八个字

睿远是一家新公司,成立时间比较短,能得到这么多客户的认可和推崇,深感荣幸,说实话,其实是超我预期的。这里蕴含着持有人殷切的期望,希望我们能持续创造好的收益,从这个意义上来说,我们的压力非常之大,**做投资一直是八个字,“战战兢兢,如履薄冰”**,永远不知道哪里会有黑天鹅。但这其间还是有一些规律的东西可以和大家交流,来理解这个市场,理解这个投资。睿远的愿景就是,为了持有人长期利益最大化的价值投资实践者。目前的现状,投资者中真正做价值投资的其实不多,很多是基本面趋势投资,很多是博弈的。这其中一个指标就是看他换手率。价值投资的一个核心逻辑是,价格终将反映价值,但这个时间不确定,如果说你的换手在 200%、300%,就是说一年有 2、3 次马上就能全部兑现的机会,这在全世界来看都是极少,它是需要时间来反映,有时可能需要一年或更长。另外,从考核周期来看,许多机构的考核期都比较短,比如可能一年期,个人投资者倒可以长期,但其理念和水平决定他的换手率可能更高。

成熟市场和 A 股市场最大区别

中国市场的特征,长期回报好,但短期波动特别大。2005 年到 2017 年,上证综指也有 7.8% 年化涨幅。从 2007 年到 2019 年,上证综指跌了一半,这主要原因是什么?是估值收缩。在 2007 年的时候,估值达到了约 70 倍 PE,现在 12、13 倍。从 2007 年以来,估值收缩了 80%,实际上从 2007 年以来,上市公司利润增加了 2 倍多。波动极其巨大,核心有几个原因。许多参与者都是线性思维,线性外推,仅仅根据过去经验来推测未来,涨了还会涨,跌了还

会跌，跟风严重，这是人性的弱点。我们做价值投资者的相信均值回归，便宜的时候买，贵的时候卖。经济本身有周期，有波动，包括一些企业家也是线性外推的思维。政策面一些因素，有时进一步造成了经济周期波动。成熟市场就有慢牛特征，这些年美股的长牛，涨了3倍，估值提升因素占了1/3多，业绩增长占了2/3，大头还是业绩推动。短期的波动，从基金的申购和赎回就能看出来，每次的市场高点，都是基金申购高峰。2007年初，偏股基金规模大概6000亿，到年底，就有2.9万亿，而且在当年5.30之后，也就是基本在4000点之上，出现了剧烈换手。2015年也是同样情况，在4000点以上，也出现基金申赎剧烈换手，典型的追涨杀跌。

逆人性布局

股票市场长期是个高回报的地方，但是在中国又是一个高波动市场，这两者谁处理得好，谁就能在这个资本市场生存发展壮大。当初在东方资管时就已意识到这个问题，虽然最终产品业绩很好，但如果把进出选择权交给老百姓，基民可能回报并不好。有个数据，偏股基金年化回报在16%左右，这个数据我相信是没什么问题的，但基民为什么普遍感受不到，这不是基金经理出问题，因为基金经理是做阿尔法的，市场的回报只有7%多，他的超额收益有9个点之多，成绩非常好了。持有人的实际回报较差，讲白了，就是某些阶段，高位涌入的基民成为市场的接盘侠。因为如果你从头吃到尾，回报是相当可观的。我们后来意识到这个问题，就逆流而动，逆人性去布局。在2010,2011年，就决定要搞封闭式基金，封三年，当时市场是希望要封转开，打开封闭。再去发封闭式基金，市场不认可，渠道也有压力，大部分人觉得高得时候可以赎回，低的时候再买，但现实却是残酷的。但正是因

为这个选择，才造就了最后的结果，我们有一支 30 亿的封闭式基金，其盈利的绝对金额超过一支 100 亿的开放式的基金，因为 100 亿那支基金，一直有投资者退出，赚了 10%卖掉了，赚了 20%卖掉了，极少的人能赚到几倍。还有一个例子，另一个我管理的基金，在我走的时候，赚了 9 倍，但是规模没有增长，这意味着什么？这说明有很多投资者，大部分是挣了一点就走了，特别是在 1 倍以内就赎回了，留下来的是极少数。导致这个现象的背后，是人性原因，落袋为安。同时还有两点因素，一是基金公司竞争特性，市场好的时候就得发产品，你不发产品，别人把市场上钱吸走了。另一个，是渠道。渠道也是同样原因，你现在不推基金，钱就跑到别人家去了。

未来不利因素

我们做投资，看得是未来，尤其是对我们做长期投资的，如果你是一天两天的短线交易，未来可能也没那么重要。目前**中国经济一直还没找到 L 型中一横的地方，还是一竖的地方**，经济形势的压力是持续存在的，当然它也有短期的周期波动。**2016，2017 年好的重要原因是房地产需求，现在房地产这个龙头被摁住了之后，下游压力会大起来，内需影响相对较小**，不像在 2008 年，当时出口占比很高，现在要好很多。整体来讲，这个经济形势可能会影响企业家的信心和投资，但我们的出口结构也在变化，对非美的出口占比在上升，而且美国制造业要顺利回流也是挺难的。贸易磨擦对 A 股的冲击已经有所弱化，从这几次来看，不像 2018 年和今年上半年那样大的影响。但是，**投资驱动模式的边际效应在递减**，这个其实就是经济模式的转变，到现在确实难以为继。**高层也已明确不把房地产作为短期刺激经济的工具**。部分地区的政府负债确实也比较高了，而且这些地方，说实在的，还面临人口流出，未来人口流入的就是长三角，珠三角地区。许多三四线，四五线城市的人口流出压

力已经表现得非常明显了，东北啊，西南，西北，只要是非省会城市，其他城市都面临流出压力，连环渤海的吸引力都不是太强。之前房价一直在上涨，大家信心也比较强，但你反过来要看一下房价收入比，租金占你可支配收入比例。上海的 GDP 之前是 2.5 万亿，上海的住宅套数大概在 1000 万套不到，面积是 9 亿多，10 亿平方米不到，平均价格在 5 万左右，市价 50 万亿，如果按 5 个点贷款利率算，利息直接就高达 2.5 万亿。长远来讲，上海还算是人口流入的地方。这是个比较严峻的问题，最好的方式是用时间来化解，但是时间需要比较长。而且，如果你的收入增速大幅下降的话，房价会怎么样？除非你的收入增速还能保持比如说 8 个点，10 年就能增一倍，那就好很多。但一个问题是，我们的经济驱动力下滑了，从 2009 年到现在 2019 年，经济的一个驱动力就是货币增长和房地产带动基建等产业。我们的负债率在 2008 年时只有 100%多，10 年后就直接到了 250%，通过加杠杆，拯救了世界经济，全球 GDP 的增量，大头在中国。从各类部门来看，企业负债是上升最高的，整体社会负债率（企业，居民加上政府）在全球是最高的之一，除开那些老牌的没多少发展潜力的资本主义国家。这么高的负债，按 5 个点的利率来算，一年利息支出得多少。对企业来说，一年利息支出大约在 10 万亿，大数是这样。从这个意义上来讲，**未来经济的约束是非常明白的**，所以前两年去杠杆是对的，我也非常赞同，就是可能太快了，太猛了，企业受不了。所谓去杠杆其实是要用时间换空间，要先稳住杠杆，好的年份稍微低一点，差的年份，可以稍微浮一浮。还有个更长期的问题，就是人口问题。需要更早的去放开生育，仅仅放开是没用的，要鼓励，人口的长期隐患对我们挑战是非常巨大的。上述这些是核心的负面因素。

现在股市的支撑因素

但按霍华德·马克斯的思维，这是第一层，要有第二层思维，第一层思维就是经济很好，股市要涨，2007 年一直涨到 6000 点，看到 1 万点，黄金十年，第二层思维是说，是很好，但是不是已经 price in 了？**未来压力最大的是房地产、基建驱动这条路走不动了。**但话说回来，资本市场从长期来看，还是比较有效的。比如现在都不看好地产股，港股房地产股 PE 在 4 倍左右，你像万科在 6、7 倍。海螺水泥 7 倍，中国建材港股市值也就 600 亿左右，可以说预期已经比较悲观了，形成共识。这种悲观的共识不一定是错的，如果共识对的，那没什么。但是，**如果共识是错的，那就能创造很大的超额收益。**这就是所谓的第二层思维。**我们要寻找错误的共识**，举几个简单的例子，比如银行业，有的银行相对于股价估值，他的资产质量要比大家想的好一点。还有代表传统经济的几个行业，有些这样的企业资本开支已经没有了，再赚来的钱也没地方投资，现金流很好。**悲观的因素已经在估值层面有了充分反映。**同时，目前资本市场的重视程度可能是有史以来最高的。要想扶持科技创新型企业，一定要靠 PE，靠二级市场，直接融资，如果靠银行是行不通的，创新企业是没有多少固定资产的，抵押物是没什么价值的，他是对未来的预期。对投资者来说，只要投到一个 Facebook，投到一个 Amazon，我其他死掉 99 个也没关系，但对银行来说，贷款你要是死掉 99 个客户，只有一个赚钱，那你也完了。很多人把股市的上涨和下跌，归结为 GDP 的增长，觉得 GDP 增长了，股市就要涨。A 股过往历史，并不是经济好股市就涨，经济不好就跌，有一半是不同步的，这太正常了，股市和经济关系就是人和狗的关系，狗有时候跑在前面，有时落后。只不过，中国这条绳子特别长。可以从 10 几倍涨到 70 倍市盈率，从 70 倍跌到 10 几倍，但是经济怎么可能在短时间内涨几倍。正常来讲，算大数，股市市值与 GDP 比例大致在 1:1，如果比值超过了 120%，可以认为过高。从美国来看，它的股市市

值与 GDP 与房产价值大致就在 1:1:1。A 股市值与 GDP 相比，大约在 0.7 左右，房产则远远超过 GDP 总额，可能在 5 倍左右。企业的利润，这才是真正和股市涨跌正相关，上市公司的收入增长和 **GDP** 增长相关系数在 **60%**左右。以前中国经济是重资产投入，回报率不是很高，ROE 不高，但现在不一样了，**消费，服务，品牌，知识经济各个方面，有高利润率，高资本回报率**。另外，**无风险收益率预期在下降，早期房地产带动信托产品的高收益，市场无风险收益率的预期比较高**。而在将这块摁住之后，**对股票市场估值是有支撑的**，我们能感受到无风险利率是在下降的。而且，目前这种 **12、13** 倍的市场，静态回报率每年能有 **8** 个点，这是可以秒杀其他大类资产的。当然，你会担心这个利润，回报能不能兑现，尤其是中短期内。目前来看，传统行业竞争结构越来越好，除非是需求下降太快了，大家都熬不过来。但大部分的传统行业已经不会怎么打价格战，没必要，你杀不死我，我也杀不死你。如果是每年 3 个点，5 个点的下降，它的价格不会有多大变化，它的估值在这个份上，企业本身的回报率已经足够高了，只要不是出现 50% 这样大幅的需求下滑。同时还有税费调整，财税收入原来占比较高，**减费降税回补实业**。拉长来看，**上市公司利润率有见底回升的态势**。短期，在经济向下背景下，竞争加剧时会有波动，但中长期趋势是有利于股东回报的。

价值投资方法

这里面涉及到预期收益率与实现概率，加起来就是组合方法。一种是高概率，低收益率。还有一种概率不高，但是盈利量级很高，预期收益率可能赚个 10 倍以上。**我们的组合方法，是学习巴菲特，要求胜算很高，我的组合中 7、8 成是胜率很高的，能赚个 20%，可能有个**

别不赚钱或亏损，但也不是踩到大雷那种。 做价值投资，要避免永久性损失，最核心要规避人性弱点，说说容易，做起来难，知行合一。 核心的逻辑是，便宜买好货，寻找最好的生意。 最好的生意定义是什么呢？ **很深厚的护城河，持续的成长，优秀的管理者，在合理低估的时候买入。** 当然，其实持续的成长很难，也不一定。只要出现静态的回报比较高，比如达到 20,30% 以上的时候，不一定需要持续的成长。当然以前在 A 股很难出现这种情况，跌到个位数市盈率就已经算是难得，现在也开始有了，比如说跌到 8 倍 PE，没有增长，静态可能 12% 回报，但这个程度我们也不一定会买，香港市场这种情况比较多。 静态回报非常高了，不需要管后续还会不会增长，不去管后续这个股票还会不会跌，你只要想明白这个道理。 比如说，你现在 1000 亿市值，每年 300 亿自由现金流，没有资本支出，那我直接把你收购了，装到口袋里，30% 的年回报，到哪去找？

价值投资为什么有效？

价值投资有效的原因主要有这几个方面：均值回归与资本逐利、更多的价值实现手段、好公司的价值持续创造、价值投资符合投资本质。 首先，价值投资有效的最核心原因是均值回归及背后的资本逐利。 均值回归是投资的基本常识，简单说，当涨幅过大，价格涨得太高之后，这个标的未来的回报就不够，潜在投资回报率下降，就吸引不了新的投资者，老的投资者觉得回报率不够，也会寻找新的回报更丰厚的资产。 一旦趋势投资者的力量开始衰竭的时候，走势就会反转。反之，如果价格跌幅过大，内在价值远远高于价格的时候，未来潜在回报率就会很高，就会吸引越来越多的投资者，当投资者力量超越趋势投资者力量的时候，走势就开始反转了。因此，整个市场的风险溢价长期围绕一个均值波动，多数时候都在一个

标准差之内。**做价值投资的人一定要相信均值回归。**市场是怎么见顶，见底的？比如 2007 年 70 倍 PE，所有的回报都在指望未来每年经济 10 个点以上的增长，这是不可能的，GDP 怎么可能一直持续 10 个点以上速度增长。当时我们就是一路卖，绝不会轻易再买。比如在 2015 年大幅下跌时，海康威视跌到 900 亿市值时，我们就一直在买，买了三个月，每天买进。这就是底部，只要有少数人买，股价就会涨。其次，我不需要猜测谁来接棒，这个股票、这个公司很好，回报很高，我不用去想谁会来接我的棒，即使没有人接棒也没有关系，因为它可能有很高的分红，公司自己都会回购，自己股票的回报更高，干嘛不买呢？

下一轮投资方向

前一轮红利已经消化差不多了，**下一轮社会发展两个方向，一是人工智能，二是生物科技。**我们市场未来一定是最大的内需市场，这个市场的大小非常重要，你的研发投入，设备投入都要靠大市场来分担成本，所以相对来讲，**做制造业在中国市场，应该讲是有非常大的扎实基础，包括人员匹配问题，基础设施建设问题。**中国巨量总人口形成的市场，这是巨大规模效应，制造业中国一定还会有很多优秀的公司不断的崛起和成长。**加拿大，澳大利亚，成不了制造大国，一个重要原因就是没有大的内需市场。很多产业是需要巨大市场去做支撑，中国就有这样的先天条件。**目前来看，有些技术是人家领先，但市场大头在我们这。从长远来看，市场的规模优势可能比技术的领先更加重要。为什么？举个例子，很多时候，有的产品并不是做不出来，而是投入不够，成本太高，尤其是像半导体，规模化效应特别明显，现在是有一些瓶颈，但这些瓶颈是不是就不能打破。如果失去大市场，原本很盈利的企业可

能就不盈利了。我个人相信，只要足够开放，走正确的道路，我对中国经济未来非常有信心。

价值投资标杆陈光明 30 句人生和投资思考：善良是信仰，也是力量

最近在走访多家价值型私募机构和券商资管老总的时候，他们都自觉、不自觉地拿自己跟一个价值派高手对比，他就是东方证券资产管理公司董事长陈光明。

一个前券商资管公司高管回忆，早 2007 年大牛市和 2008 年大熊市的历史时，很多证券公司被迫卖出股票止损，东方证券资管却一直持股，导致东方证券当年无法上市，但他们的坚持却为投资者赢得了最好的收益。

这位前高管说，“特别佩服东方证券那波人，不是所有机构都能扛得住的，你在最难受的时候出去了，就损失了应有的收益。”

另一家知名的前券商资管公司总经理也感慨，正是因为陈光明等人的坚持，让客户对他们的粘性很足，在某些阶段收益不好，客户也愿意陪着他们一起熬。

陈光明用十多多年的煎熬和坚持，进入了价值投资和客户接受的正相循环。

资料显示，陈光明上海交通大学工学硕士毕业，从 1998 年开始在东方证券做资产管理，历任东方证券资产管理业务总部业务董事、副总经理、总经理、东方证券总裁助理，东方证券资产管理公司总经理、董事长，他管理的东方红 4 号累计收益超过 300%，大幅领先于同期同类产品。

整理了低调的陈光明的所有公开或内部演讲及采访，整理出他的 30 句人生和投资思考经典语录。

1. 宁愿要波动的成长，不要保守的生活。

（2010 年 8 月 理财周报文章）

2. 做投资，保持平和的心态至关重要，保持平和的心态才能保持业绩长期持续稳定。

很少人会去想三年以后的事情，但我们要的是长久的胜出。

（2011 年 2 月 证券时报文章）

3. 一般来讲，投资做得好的，都是逆向来做，我说的是逆“人心之所向”。但大部分太关注市场的人都是跟随主流，因为跟主流的心理包袱是最小的。但心理包袱小，财富损失就大。放长期做逆向投资赢面是很大的，只是中间需忍受的痛苦比较长。

(2011 年 8 月 东方早报文章)

4. 公司的未来跟所处的行业有很大关系，但又不是完全相关，公司的未来即使不那么好，如果大家的预期比它的未来更差，卖得足够便宜，甚至白送你，当垃圾总可以卖点钱吧？

5. 价值 1000 元的东西，500 块卖给你，你买了肯定划算；100 块能买到，就超值了。所以，没有什么不可以买的，关键是价格。

(2014 年 10 月 中国基金报文章)

6. 价值投资的逻辑很简单，便宜买好货。市场不可能长期漠视一个企业的成功，也不可能漠视一个企业的失败。

(2016 年 5 月 13 日某机构投资峰会)

7. 人多的地方是不能去的，何况不合理的东西还有这么多人去效仿。

8. 身处资本市场，如果没有强大的内心，是很痛苦的一件事情。

9. 投资的本质是你把钱交给了一些你信得过的优秀的人在帮你打理，钱生钱，这是最本质的过程。

10. 品德里面有很多种，比如诚实、正直，但我还是觉得善良为先，因为资本市场诱惑太大了，离钱太近了，如果你品德不太过关，不够善良，想占别人的便宜，就容易走歪路。

11. 一旦走歪路，你还自鸣得意，还没有反省，就是典型的“极度聪明却没有智慧”的人，最后一定是会翻船的。

12. 善良是最重要的品德，在资产管理行业里叫仁义。善良不仅仅是一种信仰，还能够带来感恩，带来正能量，是一种力量。

13. 资产管理行业陷阱特别多，其中大部分的原因都是贪婪，对自己的欲望无法掌控，而且不够善良，不把别人的钱当钱，只把自己的钱当钱。

14. 当然，还有一种人在这个市场上走不远，就是无知者，虽然你品德过硬，但是你一定确实是没有智慧。

15. 一定要做自己最擅长的，不要以自己的短处攻击别人的长处，这绝对是配置低效的表现，而且一定会失败的。

(2016 年 6 月 14 日公司内部讲话)

16. 我们的价值观，善良为先、智慧为道、奋斗为本。

17. 我们一直说的一句话叫财富与真理同在。就是说你能够掌握真理，你一定会获得财富，真理的获得需要靠智慧，智慧需要靠学习，读书会和学习会一直持续不断的进行。

18. 做资产管理压力实在太大了。吃饭睡觉基本上吃饭吃不大下去，睡觉基本上睡眠质量很差，好容易半夜醒来，基本上处于担惊受怕的。一句叫普通话叫战战兢兢如履薄冰，谁也不知道黑天鹅在哪里，现在都说整群的黑天鹅在等你。

(2016 年 11 月 8 日 第七届期货机构投资者年会)

19. 卓越就是要做跟别人不一样。如果沿着正确的方向，即使是很多人看起来你在做一件很笨的事，但一直坚持做，时间久了，也将是一件伟大的事。

(2017 年 1 月上年度工作总结会议)

20. 预测错误是一件很正常的事，虽然大家都希望对未来世界有一个明确的预测，但这超越了人类的能力。未来是不确定的，做投资这么多年，到现在我的感觉依然是八个字：战战兢兢、如履薄冰。

(2017 年 1 月 8 日东方赢家 VIP 年度策略会)

21. 价值投资有效的最核心原因是均值回归及背后的资本逐利。均值回归是投资的基本常识，价格有向价值回归的万有引力.....不仅仅在市场层面，在行业竞争、公司经营层面，万有引力的作用也同样存在，背后原因还是因为资本是逐利的。

22. 价格围绕价值的波动，价格终将反映价值，只是反映的时间不确定，所以我们强调长期。与时间做朋友，价格低估的标的迟早会被发现，长期不会被忽视，优秀企业的成功也不会被长期忽视。

23. 我们的实践告诉我们，不要预测市场。资本市场是一个复杂的非稳态的混沌系统，而且是二阶混沌。对市场长期走势的准确预测完全不可能的，市场短期走势也属于随机的状态，要对市场抱有足够的敬畏之心。

24. 我们要注意感受周期。市场的四季更替周而复始，背后是亘古不变的人性。

25. 做价值投资最重要的是牢记估值，如果只说一点，就是要买得便宜。长期均值回归会起作用，理论上没有什么不可以买的，也没有什么不可以卖的，关键是价格。

26. 安全边际不仅仅是风险控制的手段，更是回报的主要来源。坚持安全边际需要的是自律、耐心以及理性。

(2017 年 5 月 16 日东方证券年度策略会)

27. 资产管理行业是一个管理欲望的行业。管理好客户的欲望，驾驭住自己的欲望，你就离成功近了一步。

28. 我屡次失眠都是在牛市中，不知道未来怎么办。但是在熊市中我特别踏实，虽然意味着股票价格可能会下跌，意味着买进去后股价不会涨，但是我不担心。

29. 现在做价值投资比较热，但我真的很怀疑有多少人能坚持下来。这首先要有信仰，其次还要有坚定执行价值投资策略的勇气。

(申万宏源 2017 年夏季策略会)

30. 现在的投资界，具有 10 年以上从业经验的人被盯上甚至挖走是很正常的，不被挖走好像倒是不正常的了，要做到不被挖走，也非常的难。对于这一点，外界很多人都认为难在待遇、收入，其实我们的感受是，真正投资经理最需要得到的是认可和尊重、以及足够的自由度，没有这一点，再高的收入也留不住人。

赵丹阳对话陈光明：价值投资要讲大势

这是 2017 年 9 月 , 两人的演讲与对话 , 重点关注思考的角度和逻辑 , 至于答案嘛 , 相信聪明的你会有自己的判断 , 咯咯...

一、陈光明：价值投资长期有效的四个原因

今年价值投资特别热，价值投资理念受到了前所未有的高度重视。在海外，价值投资取得的成功是有目共睹的，在中国价值投资同样行得通。

但价值投资是一件长期的事情，东方红资产管理多年的投资实践证明价值投资可以实现客户的长期财富增值，成立 12 年来，累计复合回报 23 倍，累计年复合回报大概 30% 左右。

价值投资长期有效，主要有四方面原因。

最核心的原因是均值的回归以及背后的努力。均值的回归如同万有引力，不仅在市场层面，在行业和公司层面同样存在。

第二，价值投资有更多的实践方法。不依靠市场博弈，可以通过分红、回购、收购等方式实现。

第三，优秀的公司有持续价值创造的能力，基本回报远高于社会平均水平，公司内在的价值得以持续增长。

第四，价值投资符合投资的本质。通过严控风险，通过复利增长来实现回报。

价值投资虽然行得通，但坚持下来并不容易。**首先要对价值投资有信仰，要有坚定实行价值投资的勇气。**

其次，要有**评估内在价值的能力，这是做价值投资的核心能力**，若不具备，很容易踩到所谓的价值陷阱里面。

此外还要有相匹配的长期资金、长期的价值投资文化，以及相应的约束激励机制。

价值投资知易行难。

二、赵丹阳：你的人生做对几件事情就够

运动要小心,现在很多同学跑马拉松,我当年也是,我也爬山了,后来搞了一身伤,给大家一点建议,就是**凡事都适可而止**。

今天很高兴来到上海在交大和各位老师同学交流。2003 年我们在香港成立基金,到现在已经有 14 年历史,大概过去 14 年,我们回报有 15 倍,现在基金还在运行,我们在 2010 年以前主要投资中国资产,H 股包括 A 股,2010 年之后我搬到纽约住,大概住了四五年。

然后我们做全球宏观投资,中间做了很多失败的案例,我今天给你们分享。大概七年的时间,我们现在形成一套自己的投资体系,我们叫全球历史兴衰体系。

今天我们会把过去几年心路历程和大家分享,我很愿意和大家就投资的任何问题和大家分享,在开始之前我先跟大家聊几个话题,和投资也是有关的。

今天是 2017 年 9 月 18 日,假如说今天是 1931 年的 918,各位同学要做什么?你在做什么?还讲投资吗?还买股票吗?

那假如我们在五十年前，1967 年的时候，你们会做什么？上山下乡是吧。我父亲也是，那时候大三好像是，后来就下乡了，给我讲了很多故事。会投资吗？不会吧。

所以说我们**讲投资是一个大前提，应该认清楚，在什么时间做这个事情。**

如果你在 1937 年，1967 年还讲投资，那是没有意义，讲价值投资更没有意义。

所以说很多行为、很多事情都取决于天时地利人和。

今天来了一位我的老朋友，是我们赤子之心创始合伙人之一连凯先生。我们俩也是大学老友，1993 年我们大四。大三的暑假我们去内蒙古草原，当时就想走得越远越好。

我们沿路都是住 5 块、10 块的旅馆，你们可能无所想象，我们沿着呼和浩特坐汽车坐了三五天，那时候交通非常差，我们有一个梦想去看天苍苍、野茫茫的大草原，在那个年代是很奢侈的一个行为了。

我遇到一个日本京都大学的学生，我们聊天，日本学生讲到他们家的 house 值 2000 万，2000 万什么概念，在 1993 年的中国，可以把整个县买下来。

我们再次把自己代入历史，如果过去二十年，你待在日本会怎么样？大家知道在过去二十年里面，日本发生了什么？

失落的二十年。过去二十年，日本房地产价格最高的时候跌到 80%，跌 80%什么概念？上海房子现在多少钱一平米？10 万。

跌 80%是多少？2 万一平米。开不开心？80%还是京都地区，有的偏远地方跌 90%，日本的股票最多也跌了 70、80%。

你如果投资日本股票，基本上是一个大输家。**不管你多聪明，当这个大势往下的时候，你基本上注定了是大输家。**

说到这，我相信很多同学都很聪明，你们知道我想说什么？**人生一世，你要知道在什么时间，什么地方做什么事情。抛开这个东西，剩下一切，如果你说价值投资，那就是胡扯。**

巴菲特、索罗斯为什么能成功，是因为他们过去几十年，待在美国，美国是一个经济向上的一个经济体，而且是全球最大的经济体。如果他们待在日本，待在欧洲，我赌他们不会成功。

中国过去几十年冒出了这么多好的企业家，这么多聪明的人，他们很幸运，刚好生活在中国由穷走向富的一个高速发展阶段。

大家一定要意识到，很多时候你的成功是因为你的幸运，待在对的国家、对的时间、对的地方。好了这是我开头的预铺垫。

刚才我们讲到国家的兴衰。首先投资你要选对国家，如果国家选错了，大前提都是胡扯。

第二点我们讲产业的兴衰，我们知道中国的股票市场，在 1996 年、1997 年那波大牛市里，什么是龙头？

四川长虹、深发展，那是龙头，当年最厉害的。今天你们翻回当年的报纸，天天报纸上讲谁？讲长虹、康佳、TCL、海尔，这是最好的龙头股。可是今天还有人买四川长虹股票吗？

我们发现四川长虹、康佳、TCL 全部衰落了。是他们不聪明吗？不是。

那个时代过去了，大浪淘沙，他们没有转型，还待在电器行业里边，就变成了被时代抛弃的 loser，这不取决于他聪明不聪明，是那个产业最兴旺的时间过去了。

我们找找下一个牛市，2004-2007 年，这个牛市最好的公司是什么？金融和地产。为什么？因为中国 90 年代很穷，大家有了钱先买三大件，彩电、冰箱、洗衣机。如果大学毕业你跑到这些企业里，能赚大钱。

可是到了 2001 年，中国加入 WTO，出口增加非常快。基本需求都有后，大家开始改善住房，慢慢有了闲钱去银行买理财产品，去投资。

所以这时候谁赶上这行？地产、金融。但是 2004-2007 年之后，大家可以看到这些银行股和地产股总体表现不算太好。因为他们那个时代过去了。又是一波浪过去了。

我相信，你今天再去买那些地产股，将来可能是个 loser。大家一定要看清楚房地产的时代，大的声浪已经过去了，如果再抓住就是尾巴。虽然最近地产股，万科又创了历史新高。但是 whatever，它的青春期过了。

我想讲的是什么？大家知道，每个行业都有它兴衰的时候。今天你看腾讯、阿里是这个时代最骄傲的企业。我相信可能过了十年，过了二十年，这些企业又会像长虹、康佳一样被别人遗忘掉。大家说不会，不要说不会。

2000 年的时候诺基亚是多么强大，谁能想到诺基亚会倒闭。诺基亚倒闭的时候，他说我们的研发费用是苹果的四倍，我不是不研发，花了那么多钱，我都不知道犯了什么错，就被淘汰掉了。

这就是时代，他们的时代过去了。所以像我们这些老家伙应该被淘汰了。产业有兴衰。

第三点我就讲信用周期。大家知道银行是百业之母，任何国家都有经济周期。

经济周期根本的原因是什么？是银行造成的信用收缩、扩张，造成了很多经济的循环和周期。我们会从信用周期上分析很多不同国家和不同产业在不同阶段。

我把这三个维度给大家大概介绍一下。首先，十六世纪要想成功你要待在哪里？葡萄牙，十七世纪是西班牙，十九世纪是大英帝国，二十世纪是美国。

那么二十一世纪，放眼未来三十年，你们该投资哪个国家？这个问题留给你们自己去探索。

你们知道的最成功的投资家是谁？大家帮我算下巴菲特赚了多少倍？二十几？那我问你，如果工作三十年，你希望投资回报达到什么水平可以很满意地退休？

今天我给你们一个小秘密，三十五年赚五千倍。

假如 1974 年你大学毕业，去日本，1974 年到 1989 年，15 年时间，你赚 22 倍。假设你起点是 100 万美金，不能说完全让你从 1 块钱开始创业，那就没办法投资。

那到了 1989 年你赚了多少钱？2200 万美金。然后你休息一年，90 年代初你挺喜欢美国的，投了纳斯达克指数，也不用挑股票，完全是被动投资。

大家可以看到，到 2000 年的时候，10 年时间你赚了多少倍？27 倍。现在你有多少钱了？6 亿美金了，哇好多钱。

2000 年后，你看到泡沫太厉害了，不行不行，不能这么玩了，你很 smart，你从美国撤退。你到一个全世界最低估的市场，进入中国的 H 股市场，我们赤子之心基金是 2003 年 1 月，我和连凯先生在这成立，我们也非常幸运。

你在香港八年时间里面，赚了 12.8 倍，现在多少钱了？差不多 78 亿，2008 年能在全中国富豪榜排第几？至少前十名。你还要去天天那么辛苦工作吗？太累了。

对投资而言，你把一些大的事情想明白，比你每天盯着电脑，很辛勤的工作，挣着多了。你的人生肯定做对几件事情就够，而不是那么辛勤地天天去调研，天天地看。

我们人生要知道大势、大方向，看得懂。什么时间做什么事，比一切一切都重要。
这就是我们的赤诚之心全球历史兴衰体系。

我们接下来的任务就是在全中国，在不同的阶段，不同的时候，辨别不同的国家，不同的产业，不同的信用周期。在恰当时候，我们就会“卡位”。

“卡位”这个词我第一次听是 2003 年，我和连凯先生还有另外一个同事在上海路演的时候，遇到四个台湾人。

我们聊天，说看中国的股票涨多少，看我们过去几年每年都赚 40-50%。那几个台湾人说不，我们就在上海买房子，他们四个人每个人在上海都买了 10 来套房子，用杠杆。

那时候深圳的房子 6000 多块钱一平米，北京的房子高档的一万多，便宜的四五千块。上海浦东的房子 2003 年也就卖 1 万块一平。

我们说上海房子这么贵，你买上海的房子干吗？那几个台湾人告诉我，将来上海的房子会大涨，我心想乱讲，上海房子这么贵，你说对不对。

结果那几个台湾人不但买了上海房子，还用杠杆买，全买的浦东这一片。我相信他们应该是大部分留到今天，因为他们说会投资很多年。

大家知道过去十几年上海房子升了多少倍，如果你再加上杠杆，我想想至少每个人有三四十倍的回报。

很多台湾企业家从台湾非常辛苦地把制造业搬过来。天天干活，几十年下来人工又贵死，最后市场都没了，远远比这批台湾人要差。

那么这批台湾人比我们聪明吗？我不觉得，只不过他们刚刚经过了历史。昨天在台湾发生的事，他们过来看一看觉得不错，来到了上海。

所以我还是强调，**投资最重要的事是在全球寻找各种各样的机会，在适当的时间做对的事情。**

我们再看看全球各种投资机会吧，我们知道全球制造业在 60 年代的日本，70、80 年代转移到四小龙，台湾、韩国、新加坡、香港。

美国纳斯达克 1990 年到 2000 年，10 年 27 倍，你看台湾从 1985 年到 1990 年，五年时间涨了多少倍？28 倍。更疯狂。可以看到台湾的泡沫当年疯起来有多疯。

可是你 1990 年还不从台湾撤退，一直到现在什么结果？一地鸡毛，根本连通货膨胀都跑不赢，台湾过去几十年大家知道经济一直衰弱。

现在我们进入产业的兴衰。其实刚才已经铺垫了。大家看看四川长虹 1995 到 1997 年涨了多少倍？30 倍，三年时间，多漂亮。深发展在这能涨多少倍？16 倍。深发展当年是深市的龙头，长虹是上海的龙头。

中国的房地产泡沫是非常重的，我可以这里和大家打个 100 美金的赌。

我们现在讲未来，我们觉得全球制造业从日本转移到中国，中国现在成本高都转移到越南。越南这两年 800 点，突破了大概过去十年的新高了。

我给大家推荐一下，越南是下一个阶段的全球股市的所在。大家想赚大钱，应该去越南抄抄底。纯属个人意见，风险自负。

我们再看黄金，布雷顿森林体系从 1947 年开始形成，美元把英镑的全球基础货币的位置拿过来后，为了信用加强，说我要和黄金管挂钩，一盎司对 35 美金。

到了 70 年代，美国越战啊花了好多钱，国库开始空虚了，大家一看不对劲了，得把手上的美元换成黄金，结果美国黄金大量减少，美国政府一看，不行，再这样下去我的黄金没了。

大家知道后来发生了什么？黄金违约。美元发生了实质性违约，一夜时间美元对黄金从 30 美金涨到了 70 美金。然后黄金在 1970 年第一浪是涨了 4 倍，第二浪涨了 7 倍，黄金本身相当于一个货币。

昨天跟一个朋友还聊，他感觉未来变成春秋战国的时期，怎么讲。**全球基础货币，可能会从黄金、美元本位变成美元、人民币、欧元。**

就我个人而言，我觉得还加半个印度卢比。这是未来二十年，等到你们变成我们这么大的时候，我相信三个半，半个印度还不确定，但是有三个全球霸主会即将形成。

当津巴布韦的农民今天卖完农产品，他第一反应是什么？把钱换成美元藏到床底下。可能未来三年、五年会发现，不行，美元已经快不行了。

那么第一反应是什么？我把我的农产品卖完后，换成什么？人民币吗？我担心这玩艺靠不靠谱。欧元？大家觉得经济衰落，这玩意也不一定靠谱。那你会怎么办？

（观众中有人喊“比特币”）

什么，比特币？可能我们是老一代，比特币我不太清楚，**我觉得任何货币都带有主权性质，比特币我相信一旦威胁各个国家的主权，政府会出手。**

大家对黄金的热爱是几千年的热爱，我不相信比特币或者任何一种货币可以取代黄金的地位。我说这个都只是我们的理论和假设，做投资，我们永远是先提出理论和假设，然后由市场来验证。

另外一个很有趣的图形，大家看看标普 500。大家有没有想过，标普 500 是什么计价的？美元计价的。

大家知道美元过去 70 年里贬了多少？三四十倍？差不多。

我给大家讲个例子。我前两年住纽约的时候，有一天我们家楼下，有一个老头卖《纽约客》（*The New Yorker*，是一份美国知识文艺类综合杂志）。去年《纽约客》一本大概卖 7 美金，大家猜猜《纽约客》杂志 1942 年的发行价格。

《纽约客》有点像我们的《读者文摘》，他就是美国中上层阶级读的一本杂志。假设 1942 年的中上层阶级和今天的中上层阶级购买力是平价的话，那么这个杂志的发行价，我们假设可以作为很好的通货膨胀标准，接受我这个观点吗？

1942 年这个杂志卖多少钱？1 毛 5。相当于今天的多少？7 美元。美元贬了多少？如果用实物价值来看，40 多倍。哇我的天，美元花了七十年时间，就贬了 98%。

所以你拿着钞票是多可怕的恶梦。千万不要存钱，除非在少数时候。

反过来推，我们看标普 500 今天创了新高后，我们考虑把通货膨胀扣除，什么东西能最好衡量标普，我们刚才讲黄金，我们用黄金作为坐标来看标普 500。

大家看图形是什么样？以黄金看标普 500，大熊市先跌了 86%，然后一个反弹，后面标普 500 跌多少？又一个 86%。

所以美国 1964 年到 1984 年是赚钱非常困难的时候，大家看看历史。美国最初的对冲基金，大概有几百个 1984 年挺过来后，今天它们是全球最成功的。

芒格就是这里没熬过去，两年跌了 60%多，所以后来清盘和巴菲特合并，他们算合伙人了。

我们看 1984 年以后 , 应该是 1982 年以后 , 以黄金计价的标普 500 , 涨了多少倍 ?

这个我没有算 , 我更感兴趣的是从 2000 年到现在 , 美股到 2008 年第一波大熊浪 , 以黄金计价 , 一直到 2011 年 , 跌了 86%。那么标普后来又涨了多少 ? 174%。历史是何其相似。

如果以黄金计价 , 我非常担心美国可能有一次大型的暴跌。

大家都看好美国资产 , 觉得美国有 Facebook、Google , 有苹果这么牛的企业。

这是我一个推断 , **我觉得美股快见顶了 , 接下来如果以黄金计价 , 美股可能会有一次大型的暴跌。美国的周期快走完了 , 这一轮的经济增长周期快走完了。**

每个时代都有它最厉害的人物 , 包括经济史、社会史。你一定要知道全球永远是这样 , 人类社会也是这样。

今天当你们在讲价值投资的时候 , 你们要想清楚 , 未来三十年的世界会怎么样 , 你应该住在哪里 , 做什么事 , 在什么时间。

天时地利人和 , 这是你做价值投资最根本的前提。好了 , 我今天讲完了。

三、圆桌讨论&问答

Q1：赵老师现在看好越南市场，为什么不看好印度市场呢？

赵丹阳：印度的人均 GDP、经济发展水平、出口顺差能力、货币稳定性、通货膨胀、结构性改革等指标都没有到位，还有待观察两三年。但这个时间不完全确定，因为存在科技变数。

Q2：刚才陈老师提到价值投资长期有效的核心是均值回归和万有引力，能不能详细解释下？

陈光明：就像赵总讲的，做价值投资要讲大势。

某种意义上讲，均值回归有一个很大的隐含假设，就是要赌上国运，否则价值就不是在创造而是在毁灭。

在一路下跌的市场上挣到钱，难度相当大。所以，我们做投资的人，其实本质最爱国，最愿意相信我们的未来是美好的。（全场笑）

巴菲特就产生于强盛的美国，如果国家发展几年就不行了，就陷入中等收入陷阱了，投资肯定好不了。

全球投资可以去寻找最好的国家，当然更好，但可以确定，行业和公司层面的均值回归更容易判断。

均值回归的道理很简单，树长不到天上。资产价格跌低了之后会回升，当有正反馈时，价格可能会炒过，但过度了它就会下来。

我们当然希望，均值回归是价值创造的过程，这根斜线在一直往上走。

Q3：有人说中国的供给侧改革其实是供给侧管理，导致煤炭、钢铁等很多商品价格大涨，赵老师怎么看，以及后市价格你怎么判断？

赵丹阳：首先我说我不懂，不敢随便发言。

从 1982 年到 2016 年的 1 月起，全球债券利率进入最低点。尤其去年有一阵子，甚至欧元债利率是负的，就是你借钱给别人还要倒贴钱，这可能是人类历史上最荒谬的事情之一。

所以我们去年 8 月，买了很多 200 多倍杠杆的欧元和英镑 2019 年交割远期期权，因为它非常便宜，far away from the price。我们就赌未来利率会有一次加速上涨期。

我们怀疑今天的情况很像美国 1970 年的滞胀，需求不旺，但是价格上涨。其背后根本原因是大家对美元没有信心，全球持有货币的人都扑向了实物资产。

1978 年，美国这么强大的一个国家，美元国债发不出去，最后以瑞士法郎才发出去，直到 1982 年，保罗·沃尔克把美国的利率加到 20%，全球才恢复对美元的信心。

所以美元的债券大周期，是从 1982 年 20%一直到 2016 年 8 月份降到 0，十年期国债利率大概在 2 左右。

为什么说格林斯潘厉害，其实回头看，老头啥事都没干，每次有任何事他都降息。

（全场笑）

所以，我认为，**现在不可能有一次需求推动的商品周期了，但是可能会有一次由美元衰退造成的商品周期上行。**

全球包括中国、香港房地产上涨，背后的根本原因就是闲置的货币太多。

我不看好中国房地产，因为过去十几年，美国有钱人的钱流入中国，推高房产价格。

李嘉诚真是大师级的周期高手，现在不但从中国卖房地产，把香港的两个 house 也卖掉了，从房地产行业全面撤退。

房地产的周期很有意思，它属于实物资产，但又表现出金融性，和其他商品走势完全分道扬镳。

如果未来商品周期、通货膨胀上来后，利率重新进入上行轨道，回到 2014 年春天，10 年期国债利率有 4.8%，万科发什么债利率都是 10%，我相信中国的房地产会遇到很大麻烦。

Q4：陈总刚才提到，用长期的资金投资于优秀的公司就能取得长期的超额回报，能不能就这个方面，谈一谈您在实际操作中体会到的更细节的东西？

陈光明：我们的资金受限于主要投资国内证券市场，所以行业 and 公司的选择就是重点。

相对来讲，各个行业、公司也都有周期，这就叫均值回归。但是在这个过程中，确实每一个公司的层次、质量是不一样的，尤其是管理层。

我们研究的重点是每个行业的特征、最好的商业模式、公司最好的管理模式、最好的人才分别是什么样的。首先方向走对，人找对，然后是财富积累，还有要买的便宜。

一般这几点加起来回报率都还不错，我们 12 年平均 30%的年复合回报中，20% 几都来自企业成长，12%不到来自市场波动。

主持人：您这个 30%的回报，按我们刚刚的讨论，已经比巴菲特要高一点了。

陈光明：这个没有可比性，因为人家是 50 年。

其实在投资上，还有一个均值回归的问题。刚开始，巴菲特的回报率肯定不止 20%，后面尤其是 2001 年之后，严重拖累了平均回报率。

因为一是市场没有那么大机会，二是它的个头太大。

短期回报多高都没有意义，我们十几年的业绩，在中国已经算过得去了，但是人家 52 年，20.3%，算算就是 1 万倍出头了，我们才 20 几倍，还差很多，所以不能这样去比较。

我只是想用我们的案例来说明，在中国做价值投资同样有效。

Q5：最近煤炭价格涨的特别高，导致火电行业亏损特别厉害。那么，火电行业从价值角度是不是已经值得投资了？

赵丹阳：这事我不太清楚，但火电行业在 2010 年、2011 年有一个非常好的投资机会，当时煤炭大概 1000 块钱一吨，基本上香港市场华能、华电这些国有企业 PB 值都在 1.5 倍吧。

陈光明：这个时候我们就投的华电，当时市值 50 亿港币不到。这个我太清楚了。

赵丹阳：PB 值有多少？

陈光明：大概是 0.25、0.3 的样子。

赵丹阳：那更少，当时去投火电股是非常漂亮的，后来回报多少倍？

陈光明：10 倍了。大概是三四年的时间。

赵丹阳：三、四年 10 倍，您这个真好。在一个产业最衰的时候，煤炭商品又是高点，基本火电企业全部亏损。

主持人：那么现在这个时点，陈总您怎么看火电行业。

陈光明：这次的供给侧改革其实是往下游转嫁的过程，我个人认为它的可塑性不会太强。

现在就是这样，煤炭价格涨上去，电厂就亏损，时间久了，反正他们是国企，就要去叫了，那就涨电价嘛。

反正这还算是有个电厂来中间砍一道，像铜、铝什么的，就直接消费品涨价了，就有可能出现刚才赵老师说的滞涨问题。因为经济需求根本就没有，完全是关节病——环保问题导致的。

所以，火电不仅仅是整个宏观经济形势从第二产业往第三产业转电需求下降的问题，还有一个非常重要的核心问题是新能源对它的替代。

2020 年光伏也平价了，现在风电已经平价了，火电技术是要被淘汰的。

其实，这就是我们吃饭的东西，要对这些行业、公司的未来有洞察力，否则你做价值投资就是虚的，没有意义的。

Q6：赵老师您觉得中国未来一段时间是不是已经脱离了快速增长？

赵丹阳：毫无疑问中国发展最快的时候已经过去了。

中国作为一个大国，不断有一些创新产业，所以可能未来的机会在不同的部门里面。

但是最近有人一直提大牛市来了，我不同意。

我们现在才刚行业出清。所谓真正的大牛市，是 2004 年那样，整个经济繁荣，所有产业都很好，做什么行业都能赚钱。

主持人：所以从这个目前这个经济状况来看的话，未来两三年，您觉得什么样的产业机会比较好？

赵丹阳：我看陈老师在这个事上有一定的见解。我们最近的组合是也配置了很多这样的产业，但是不能讲。

陈光明：那这个问题我来回答一下。（全场笑）

不是讲投资组合，我是说关于中国的未来，关于投资机会。

中国的快速发展期肯定已经过去了，甚至现在这个增长速度未来也都有压力。

现在宏观形势很严峻，金融周期、资产价格、人工、环保各个方面的压力，都是年纪已经到了，像我们这样都是拿着保温瓶的人了。（全场笑）

所以这点要有清醒的认识，知道自己的身体不是年轻人，不能天天熬夜，这是第一点。

第二点，中国又是幸运的，因为我们现在是第二大经济体，但我相信以后会成为第一大。

现在以存量经济为主导，更加看重企业。当然也有一些新的行业会冒出来，这些新行业我们跟国外相比，已经不叫弯道超车了，直接就在并驾齐驱，比如移动互联，我们已经明显比国外先进。

在中国的大国优势下，当然最重要的还是中国人民勤劳和智慧，这不是官话，只要做投资时间久了，跟企业家接触多了，你会发现我们中国人的优势非常明显，总会有一批企业冒出来。

我一直在内部跟大家说，在日本失去的快 30 年，至少也出现过丰田这样的企业，你要能够抓得住这样的企业至少还是能赚钱的，只不过回报率低一点。

所以从存量角度说，还有很多机会存在。对于未来大家不用过于悲观，但也不能很乐观。

很多企业坏账累这么多，就是原来告诉发展的那一套东西没有及时转变，以为有钱了，就总能赚到钱，事实上如果你没有竞争力，是赚不到钱的，会死掉一大批。

Q7：您（赵丹阳）跟巴菲特 200 多万美元的午餐，给您最大的启示是什么？另外，想听听您对调研的理解，有没有自己的体系和方法。

(注：2008 年，赵丹阳以 211 万零 100 美元竞得与股神巴菲特午餐机会。)

赵丹阳：老人家当时说如果他在 200 年前（或 100 年前），他就是一个农夫，在田里种田。他能够有他今天的成就，就是因为他生活在美国一个高速成长的时代，**天时地利人和这是他的成功的根本。**

换言之，我们过去几年投资上有一些回报，最根本还得感谢我们的祖国过去几十年的高速成长，给我们这么多的机遇，这是我们今天在这讲投资所有的前提和基础。

我们相信中国未来几十年还会保持中速吧，一定会有很多伟大的企业，还有一些非常新兴的行业会出来。在中国投资我相信，如果能挑到这些好公司，回报率一样会非常高。

我们的全球价值投资体系，就是想和大家分享，这个世界上总有那么些国家在不同阶段属于跑得最快的，**我们中国跑得最快的时期肯定是过去了，中国的人口红利、资产价格、成本都不支持。**

但是中国还可以以一个中年的速度再跑若干年，跑个 10 年 20 年我相信是没有问题的。

第二个问题呢，我不知道怎么说，没办法一下子概论。我们以前投资，当然都喜欢像茅台这样的企业，但是这个企业在实践中确实是非常稀缺的，如果你能握到或者你很幸运拿到，当然是非常好的。

更多时候在我们的投资管理里面，任何产业都有兴衰，就是茅台这样的企业在 2012 年和 2013 年塑化剂的时候也跌到 11 倍 PE，如果你那时候买多了，现在也四五倍了。

而且那时候，不但是茅台有好的表现，当时我们 2014 年成立就买了茅台，五粮液和汾酒三支股票都买了，因为各种原因，我们没拿住，我们承认这是我们的错误，但是如果能握到今天的话，其实回报都很好，包括泸州老窖可能涨幅比茅台还好。

所以我们还是强调说，在不同时候不同地点投不同行业，是一个很好的选择。

总体来说我觉得很难说一个行业衰退公司还会变得很强大，像华为这样的企业非常厉害，因为电信总体来说是一个衰退的行业，但是华为能做得这么好，把全球份额做得这么强，非常少之又少的企业。

大部分企业最后成功与否，还是决定于他们行业的兴衰。我们早期的研究，更多时间是放在公司调研，但在今天，我们更多放在资产配置上，研究国家行业的形势。

Q8：您最成功和最遗憾的一次价值投资是什么？

陈光明：这个问题怎么说呢，不是符合我的风格，我一般不大喜欢说那个。

先说失败的吧，应该就是在美邦服饰上，大概亏了一点钱，那是 2010 年，可能就是对这个行业的理解不足够，服装行业还是很难做的，对人判断也没有特别到位，然后周期也是没有看得很准。

但是相对来讲，**我的前十大重仓股这么多年的——因为也公开的，你们都查得到的——失误率还是比较低，因为我们没有求赚很多钱。**

如果一定要说很成功的呢，我觉得也谈不上，因为有的可能一年就涨 3 倍 5 倍，但有的可能是拿了 8 年 10 年涨了 20（倍），像伊利这样，50 亿市值的时候，我买了 7%，我现在有 5% 的股权。这是 2008 买的，到现在 9 年时间，对吧？

但也有像我们去年四五块钱买了很多吉利汽车，现在已经 22 块多了，一年功夫已经涨了 4 倍。

当然我们的看对，跟市场上很多人炒作看对是两回事，我们基本看对了都是利润起来了。因为我们都不是投机股，买的时候可能大家都不认可，都觉得这个要完蛋了，这个吉利是一个骗子对吧？伊利大家都不喝，都喝豆奶。

九阳豆浆机就那个时候火起来了，如果没有三聚氰胺，九阳还火不到那么好呢，九阳是我的客人，我们关系很好，但是我见到他老板也这么说，这个就叫时机。

所以，首先我们看企业基本面，有的可能慢一点，但是长牛，有的可能快一点爆发的话，就没了。

赵丹阳：我们这么多年涉猎很多，我们投印度、越南、希腊、俄罗斯、巴西，我们投黄金，外汇还有油矿，我们啥事都干过，但是你要我说成功失败我也想不起来。

但是，我们在印度亏了有 28%，2011 年的时候，如果你从回报率看，我们就是失败的，但是我觉得那是我最成功的一年。

因为从印度投资后，我们反思，知道了很多东西。我们知道如果投国家，第一重要的是什么？是汇率。

我们在印度主要的亏损还是来自汇率，我们再投资一个国家的时候，就一定首先看汇率够不够坚守。

然后第二，我们在中国出于本能辨别哪些企业是好，哪些是坏。而投资印度的时候我们觉得公司质地太重要了，**很多公司你不是看它说什么，你要看它做什么，不止要看它做什么，也要看它真正到底怎么样，要落到实处。**

所以说我们在那几年里面痛定思痛，因为我们从 2003 年起非常顺利，每年都平均 36% 的速度增长。

那从 2011 年后，我们经历了大幅的受挫，受挫之后，又花了两年时间追上来，这两年的总体收益率不是太高，复合从 2010 年到现在只有 10%。但是，这个支持我们今天有自己的投资理论体系。

就是因为过去我们教了好多学费，包括我过去几年做了好多东西，亏钱亏得我头疼，什么都做，都亏，我实话实说，我们做了很多尝试，但是到今天我们的投资理论体系终于慢慢成熟了。

很多人说向巴菲特学习怎样怎样，我们说从 2016 年，我们就和巴菲特老人家分道扬镳了，我们希望到七八十岁的时候我们有自我，不是被标榜为我是属于谁、跟谁学习的哪一派，我们希望能完成我们自己的梦想，和自我的一套理论体系。

所以我觉得最大的失败也是成功，最大的成功也是失败，因为一时的得失和每一个独立的事件都是你投资生涯的一部分。

Q9：哪些行业会有比较好的表现或者大的增长？

赵东阳：这个问题问我就错了，未来属于你们的。今天白天刚刚去了上海之前一个朋友的办公室，全是年轻人，都在创业，我觉得很好，我说我要搬来上海和年轻人混一混，因为未来属于你们。

未来 30 年最精彩的东西，如果你们有心的话，一定是你们第一时间捕捉到的。但是总体来说，**我相信科技改变人类，科技永远是第一生产力。**

我相信未来 30 年仍然出现各种财富契机，各种英雄富豪一定是从科技上面出来的。我们做金融业的，我从来不觉得有什么了不起，别人创造的世界，我们只是搭一段便车而已。

所以在座的大家今天都是搞金融的，一定要多去和科技界多交朋友，多去补充科技知识。

陈光明：从大的方面来讲，人工智能应该是下一个热点，而且中国在这一块还真没有太落后。新能源也是，包括新能源汽车，在中国其实已经处于领先地位了。然后生命科技目前还早一些。

我觉得华人或者说儒家文化，是根深蒂固的，（华人）特别勤奋，特别想赚钱，然后现在在互联网背景下，知识的外溢特别快。

所以你看现在新的一些产业，跟国际上最牛的企业差距在缩小。举个例子，我认为中国的汽车产业，可能 10 年 20 年之后，要把其他人都给，不能说灭了吧，要把他们打得很惨。

科技行业，我们的优势也很明显。然后高端制造，我们有工程师红利。讲句实在话，从微观的角度来讲，真的有很多可以看好的，我觉得今后很多企业还是能够茁壮成长。

所以，我们今天的价值大讲堂希望能够培养大家在这条道路上的一种兴趣，一种理念，一种信仰，叫受人以渔吧，不是授人以鱼。

中国的投资界，当然不仅仅是投资界，所有的产业界也一样，都有最大的一个弱点，就是过于短期化，过于浮躁，都想太快地成功，静不下来，我希望我们做价值投资的人，能够走得长远。

那些天天在那里吵来吵去的人，是对社会的一种伤害，对社会资源配置的一种浪费。

我们更应该去扶持优秀企业，去做价值投资，而不是去想着赚人家口袋里的钱，要让最好的企业拿到最多的资源，去让他们为社会做贡献，这才是金融的本质，投资的本质。

Q10 :公司里面一个项目的决策流程是一人负责制还是说集体决策制？产生分歧怎么办？

赵丹阳：我觉得投资是艺术，不是科学。如果是科学，就可以通过模型计算，找到一个定理或者公理。到现在为止，大家可以看到投资没有一个固定的或者恒守的定理和公理，所以说投资是社会科学，是艺术。

艺术是什么，就是个性。举个例子，假如梵高和毕加索两人一块画画，大家说会有什么结果，或者说张大千和毕加索两人一起画画，会有什么结果。

就是很烂的画，大家明白我说的意思嘛。对，投资本身来说的话，一定是一人负责。

陈光明：我们目前这个体系里面，跟赵总说的类似，基本上是艺术，我们现在在实践多人合作，确实比较难，还在努力尝试中。

我们学的是 Capital(美国资本集团公司)长期资本管理模式，团队合作也有好处，它可以管理更大的规模。因为我们现在基本上一千亿了，我们的目标肯定不止 1000 亿哦，那如果每一个人都是单独形不成合力的话，效率比较低。

陈光明演讲：这一次最有机会走慢牛，短期炒作已近尾声

“短期市场炒作已近尾声。 ”

“中长期的判断是转折之年，熊转牛的转折之年。”

“现在这一次是最有机会走慢牛的。在基本面改善和外资占比越来越高的情况下，现在越来越有慢牛的机会。”

以上是睿远基金总经理陈光明在最新的一次演讲中的给出的明确判断。

陈光明是原东证资管董事长，亲自管理的东方红 4 号，从 2009 年成立到 2017 年年底，收益近 9 倍。自称“选股手艺人”的陈光明，演讲一般很少涉及短期市场，但是对于最近火热的市场，陈光明也难得发声，**“希望大家能够引起警惕。”**

除了对于未来市场的判断，陈光明还提到了关于**房地产、券商、科创板等热门话题**，**还特别提醒了值得注意的三个现象**，以下是整理的完整演讲实录。

风物长宜放眼量

今天的时刻是比较有意思的。

第一，资本市场从 2015 年的熊市到现在三年多时间，大家也挺难熬，挺不容易的。最近一个月甚至三礼拜，大家也挺兴奋的，不管多多少少都挣点钱，这也是挺喜悦的事情。

第二，所有的事情都是针对未来，做投资的人晚上不太容易睡得好觉，尤其在中国做投资，感觉错过三周就像错过一个世纪，直接从冬天就干到了夏天。

当然，星期五来了闷棍，本来我的题目、PPT 其实早于星期五写好（笑），但是有些券商帮我做了风险提示工作，我就简单一点讲。

投资中赚两类钱

首先，我想跟大家分享一下，投资赚钱，尤其在流动性特别好的地方，二级市场基本上就赚两类钱：前一类是赚别人家的钱，另一类是赚企业的钱。

还有人说，第三类赚央妈的钱，赚央妈的钱，最后还是整个社会承担的，所以我认为，也可以归类为赚别人家的钱。

一级市场赚别人家的钱比较多，赚企业钱的人的最主要的形式，比如说买指数基金放着不动，最终没有交易，放大概 10 年、20 年，它是跟企业价值相关的，如果天天赎回赎出的不算。另外，超长期的价值投资，也是赚企业的钱。

赚别人家的钱，最典型的是日内交易，它利用一些交易，别人的损失就是他的盈利。

还有类似俗称涨停板敢死队的投资者，在他们的眼里股票都是筹码，筹码的背后是人性，最重要的是把股价炒上去后，有更多的人来接盘，它就卖掉了。

据我了解，做得好的人，对盘口的感觉还是很好的。他今天拉涨停板的时候，能感觉到明天会有多少人接盘。所以，做的特别好的人肯定是有天赋的。当然，里面也有一些制度的缺陷，人性的弱点，对他来讲，就是利用人性的弱点。

其实，很多人都介于两者之间，低买高卖的过程当中，很难分得清是赚企业的钱，还是赚别人的钱。只是程度不一样，可能越长期的投资者，赚企业的钱的占比越高，越短期的，赚别人的钱的占比越高。

但是从赚企业钱的角度来讲，长期来看，只有少部分的优秀企业创造了大部分的新增价值。

其实在国内也一样，只是国内没有人做统计，海外有一个统计，后面会讲到这个问题。

短期炒作已近尾声

时间是最重要的变量，也是试金石。

如果时间长了，真的假不了，假的真不了。那些当作筹码炒作的东西，经过充分换手之后，财富是会转移的。

这个市场，财富转移的特征蛮明显的，这个事情我也是忍不住说两句，我们还是特别希望，这个市场是以财富创造为核心特征，而不是以财富转移为核心特征。

我本来是希望给大家泼点水的，后来中信帮我做了。现在是属于《西虹柿首富》里面说的，哪个要倒闭了、要破产了，就要赶紧买，不然买不着了。（笑）

其实，赚钱只要合法合规，倒没有什么对错之分。但有一个问题就是，**资本市场最核心的功能之一是资源配置**，定价偏差太大，不利于社会资源配置。

讲白了，一群烂人手上拿了一堆钱，一群好的、勤快的、有能力的企业家拿不到钱，这个资本市场肯定是不好，对社会是会产生副作用。

第二，炒作的风气太重了，最后一地鸡毛，最后受伤的都是中小投资者。

我的看法是，**短期市场炒作已近尾声**，不代表现在马上跌下来了，人气马上会散。

一般，我的演讲很少会涉及短期市场，因为短期市场说不清楚，东西太多了，说完了就打脸。但是短期市场实在太火爆了，有时候不说也觉得回避不过去，而且也**希望大家能够引起警惕**。

跟大家分享一下看法：

首先是资金面。

第一，其实机构的仓位还是比较重，公募一直是仓位比较多，私募加仓增快，基本上已经动力不足了，或者说能力不足。

第二，北向资金已经开始走缓，因为相对来讲它们是长期。

第三，据我观察了解，**新增资金并不像大家想的多**，研究员一直盯着新开户数，上周就死活不公布。上上周公布了大概是 21 万到 31 万，上周的数据估计不想公布。

以前保证金余额都是公布的，后来停掉了，现在连新开户数也停掉了，估计不想误导大家，有多少韭菜进来了，大家相互哄抬物价。

我从一些券商渠道了解，开户数环比肯定是上升，但是幅度有限。各个渠道不一样，有些可能弱一点，有些强一点，但整体并不像大家想象或预期的，我认为非常正常。

2015 年的股灾还历历在目，三年之后就有这么多新生力量培养起来了？新韭菜长得这么快？我表示怀疑。

2015 年炒股的时候，至少人家 2007 年到顶，培养了七年，四舍五入差不多快一个代际，现在才三年，三年四舍五入，半个代际都没有，从这个角度来讲，对此可能不宜过高的期望。

其次是技术面，这更不用说了，一般看技术的人比我厉害，现在有点调整压力。

第三个，基本面。

第一，如果从短期的角度来讲，利好基本兑现了，比如去杠杆变成稳杠杆，货币政策的边际改善，中美关系的边际改善，还有税收的落地，实质性的一些问题也都兑现了。后面还有什么？现在还看不出来。

第二，大家对货币的预期过高，因为 1 月份放水放的很厉害，所以大家对于货币大宽松 YY（想象）的很厉害。

我认为，**货币大宽松是一个伪命题**，去杠杆本身是内在的经济需求，我们的负债率上升到现在的水平，再大放水，作为理性政府，这是真不应该干的事情。

而且 1 月份的 4 万多亿的社融，3 万多亿的贷款，有很大一部分是表外转表内，有一部分是票据充数，还有一部分原因，以前贷款需求猛的时候，基本上是要 3322，现在，实际贷款的真实需求并不大。

讲这些，其实都不是我最擅长的，我最擅长的还是股票选择。所以只是做个提醒，说错了不要怪，尤其第一部分，短期如果反而妨碍赚钱了，不要怪我，只是一家之言。

关于宏观的事情，变数太大，也容易犯错误，为什么说现在的贷款需求并不是实际的需求，其实从需求方来讲，需求并不是很大。

需求最旺的是地方政府，现在只有专项债，第二是央企这类的大国企，还是在行政性的降杠杆。这些主体，银行敢贷想贷，觉得未来问题不大，但需求都被按住。剩下的房地产的需求也被按住了。

另外民营企业，好企业的需求不大，差企业银行不敢贷款。所以，实际需求比较弱。

后面几个季度或者说后面几个月，可能数据会自然放缓，大家不用对此有过高预期。

第三个，现在大家说三季度一定见底，或者三季度可能见底，我只能说有待观察。

既然货币不可能放多，基建肯定也不会发展太多，其他的都可能还在往下走，你说三季度一定见底，我只能说未必，我也希望能见底。

在这时候我希望大家稍微给大家提个醒，（理论上），政策面不（会）支持大幅炒作，
有 2015 年的股灾先例，毕竟，这届政府还是很关心资本市场。

有很多人 yy 是不是中信的报告是奉命看空。是不是，我不知道。

如果没有这个事情，我更加敬重他们。因为券商分析师不仅仅为了公司的商业利益，还负有对市场的责任。独立精神，在我们这个市场太欠缺了。

我更希望不是，而是自发地看空。我发现朋友圈里面有无数的人在开始戳他们，说多少人销户了，撤单了，我觉得这个市场绝对需要这样的精神，需要这样的人，希望大家都要支持。

第二点，希望市场保持一些理性，不要明显的利益导向，而且是个人利益导向，可能对短期会有点损失，但最终如果就当作筹码炒上去，没有业绩支持，不就是一个庞氏骗局吗？最后谁受伤呢？这样的市场能是一个好的市场吗？

有人看空是非常值得鼓励和赞赏的。如果就这么一路炒上去，最后又变成一地鸡毛，对大家其实也不太好。

今年是熊转牛转折之年

短期市场不是重点，**中期的基本判断是转折之年，熊转牛的转折之年。**

我是长期战略看多未来中国的二级市场，**最重要的核心原因就是静态估值在底部区域。**

虽然现在涨了 20%，但整体还是在底部区域，只不过一下涨 20%就已经吵翻天了。

第二，中国的增长还是会有，估计可能比 6% 低，但是低速增长不代表没有牛市，美国的增长从来没有超过 10%，但是人家涨了十年。

第三，产业链的利润是失衡，比如金融和地产，金融的占比就占了 40%，加上地产有 50% 多，存在调节的可能性。

第四，已经兑现了，减税降费存在空间。

第五，外资持续买入，外资持续买入是非常重要的，对市场生态造成了非常重大的变化。关于外资买入的现象，我觉得怎么形容都不过分。

未来的好几年还会持续市场生态进化的态势，在座各位要高度重视外资持续买入的过程。

最后，经济转型越来越依赖资本市场，因为 2025，政策靠补贴扶持不了企业，希望通过资本市场来扶持科技的创新，这是对的，希望资本市场更加好，这也是对的。

这一次最有机会走慢牛

现在美股真的很贵，好一点的可口可乐没啥增长，照样 20、30 倍估值以上。从这个角度来讲，为什么人家老外持续买茅台，茅台至少还有增长，市盈率也不比它们高，现金流不比它们差。

这样看，咱们中国市场还是可以的，如果说 3000 点就是顶，那也没必要看好，也不要长期看多。但是现在的结构和表现出来的现象，完全是两回事了。

从中长期来讲，现在这一次是最有机会走慢牛的。如果剔除最近的炒作，从基本面和现在外资占比越来越高的情况来看，越来越有慢牛的机会。以前是慢不下来，现在有机会慢下来。

以前经济形势好的时候，所有产业的大部分公司都非常好，现在绝对是前三以后的估计都日子不好过。前三以内的可能还行，老大肯定是比较好。但是老大觉得难过，是因为增长率下来了，但比起别人还是好很多。

其他的那些尾部公司全是在出清，现在包括已经尾部的上市公司也在出清。从基本面角度来讲，只有少数公司在集中化的过程。

另外，从投资者结构角度来讲，那些好公司被老外买了很多之后，现在炒作的时候老外又不跟，尤其香港就更加明显，同样的 A、H 股，中国人保 A 股涨这么多，港股只有你的 1/5，中信建投不也是只有 1/5。

就算是跟了，中信建投港股从三块多涨到八块多，但是周五 A 股这边没跌停，香港直接已经跌到 10%了，跑得比你还快，这是典型的特征。

我觉得这个阶段，理论上，从基本面和资金结构来看，比以前更加有机会走慢牛。但是会不会走慢牛，还是和政策也有关系，关键是领导们怎么处理一些事情。

券商不可能像银行那么赚钱

稍微讲两句金融供给侧改革的问题。

首先，大家说的更多的是效率问题，提升效率。但是我觉得效率是一方面，还有一方面是成本问题。

现在的金融资产已经占比这么高了，成本还这么高，实体的负担是很重的，这体现在金融行业的利润是比较高的，尤其银行。

券商的利润是不行的，券商现在 1 万亿的交易量，万三的佣金，除了交易佣金以外，其他的数得出来的，投行除了头部，十名开外基本不赚钱。

资产管理除了头部几个赚钱以外，十名开外基本不赚钱，利润能支撑高的市值吗？而融资融券已经输的不少了，现在还没翻本，只是计提坏账而已，即使解套，挣的钱就是 6%，股票涨 100%跟你有啥关系？跌下来超过 50%，你就要亏损。

银行赚很多钱，也就五六倍市盈率，券商永远赚不到这么多。市值对比现在已经 1/3 了，照这么炒作下去，马上就 1/2，但是利润估计差了 20 倍。

我完全理解，这叫久旱逢甘露，都是技术性反弹，因为跌多了之后，游资肯定是买那些没有机构的公司，没有抛压盘，底下能拿到筹码，博弈去赚别人钱。我们做了多年，还不理解这个道理？我只是从基本面的角度来讲这个事。

但今后老外就是买最优秀的公司，甚至慢慢地，次优秀的公司也会买。反正是买优秀的公司，全球比较便宜的公司，甚至有时候会变得跟全球接轨，因为全球比如美股还挺贵，在美国还买不到这样的公司，非得买你的公司，买的可能会比想象的会更贵。

房地产市场后面压力非常大

基本面的长期隐患也讲了很多，人口红利、金融周期、外部压力这些。

中国是实用主义的，表现太差了，一定会有调整。地产产业链，我认为下个阶段应该是实质性需求的问题。讲白了，房价这么贵了之后，都买不起了。

用股票来讲，股票的价格高到这个位置，老百姓真正有需求的买不起。所以，市场是到顶了。从这个意义上讲，后面的压力会非常大。

印度、越南没那么容易追上中国

之前是提醒风险，经济的基本面真没这么乐观，但是长期来讲，估值已经基本反映了这样的预期。

目前来看，市场不具备马上成为大牛市的经济基础，也没有这样的政策基础，**但是长期而言，在这个位置不宜过分悲观。**

结构性机会尤其存在。因为虽然人口红利不行，但是人口的素质红利或者说工程师红利真的还在。

我们有 700 多万的大学生，甚至有接近 100 万的硕士以上的研究生。这么巨大的一批人在做创新，有巨大的市场，而且是统一的市场，带来的效果是非常大的。

印度虽然市场看起来大，但它不统一，而且人口虽然很多，但是真正有效人口很低，三八妇女节的时候，印度参与的女性只有 20%，我们有 60%多，印度有太多的人都不参与劳动，我们研究过，印度也挺难。

东盟、越南稍微好一点，但越南也有问题：

第一，规模小。

第二，没有多的基础设施，还有私有产权的问题也比较麻烦。

第三，储备不足，而且还有人才的升级都会面临问题。

越南本身市场又比较小，如果不是因为美国存在强行把市场割裂的可能性，现在越南的人工成本已经 2000 多，中国也就 4000 多，差一倍其实没有多大的影响。

越南有很多其他方面的劣势，再加上我们现在还在升级，所谓人工智能，都是效率的提升，可能将那些低端劳动力就替代掉了，从这个意义上讲，印度、越南不一定有多的机会来追赶我们。

企业家反应，越南每年 10%甚至 20%的工资增长，几年就跟我们的工资差不多了，而且他们的生产率要远低于我们，现在可能税收比我们低一点。

我们现在很多创新已经在世界前沿，不能说已经达到了，但是基本同步在做，有可能他们做到 L4，未来我们可能做到 L3，已经越来越接近。

比如说自动驾驶，前两天我还刚刚跟**汽车集团的 CEO 在聊，他们的投入也是很大，而且最重要的是，中国有巨大的市场，相同接近水平的技术，基本上我们肯定会用国产的，这是国家的安全问题。

现在，经营要素也在开始转变，相对来讲，以前很多人都是靠关系，靠资源、靠资金，现在一定要做战略、做机制、培养人才，这样子的企业才能走长远，而且我们也看见有一批优秀的公司正在这样做。

长期回报率的决定因素：

企业的资本回报率

现在的估值低位，基本反映了宏观经济的深远影响。

未来是结构性机会，不同企业的分化加剧，研究和投资更加专业化，需要在不同企业之间选出阿尔法（超额收益）。

我一直定义为自己是“选股的手艺人”，为什么选股特别重要？

美国从 1980 年开始到 2007 年，美国近代历史上最长的牛市，大概涨了九倍。

但是其中大概有 5000 家（因为有进有出，大概有 6000 多家，可能还不止），1/5 的公司是严重亏损，还有 1/5 的公司是有亏损，75% 的公司加起来的回报约等于 0。市值增长率为 0，不是市值归零。

也就是说，这段时间涨了九倍，但是 75% 的公司加起来，没涨。只有剩下 25% 的公司获得了所有的新增市值，大概有 80% 的新增市值，是由 10% 的公司创造的。

所以，拉长时间之后，你才知道，原来**选的公司决定你的胜败**，而不是这一波行情还能不能再涨 10%，股票跌下来还能不能再抄个底。

大牛市是不是来了，我也不知道。

价值投资的核心就是便宜买好货，用最简单的几句话来讲，就是**寻找最好的生意，在合理乃至低估的价格买入，让利润奔跑，让复利增长**，除非生意变差了或者估值太贵。

什么是好生意？就是很深的护城河，持续的成长，优秀的管理层，**股票长期回报率的终极决定因素是企业的资本回报率**。

长远来看，一个股票的回报很难超过其业务本身的回报率。

如果一个生意在 40 年间的回报率是 6%，你拿这个股票 40 年，回报率基本就是 6%。
不管是 0.5 倍 PB，还是 1 倍 PB 买，基本上都约等于 6%，即使当初用很便宜的价格买下来。

相反，如果公司在二十年里的资本回报率在 18%，即使用很贵的价钱去买，且持有 20 到 30 年，你的回报率也是基本 18%，这也是外资持续买入好公司的核心理由。

我想特别提醒大家，**不要觉得好公司很贵了，没跌过。时间是好公司的朋友，是平庸公司的敌人！长期收益的驱动力是盈利的增长，而不在于估值变化。**

问答环节

问 1：在巴菲特的时代，整个食品饮料行业的走势比较强，但现在行业周期都比较短，特别是新兴企业，像 it、医疗，很多企业到明年会怎么样根本不清楚，巴菲特比较像历史的产物，没有什么参考价值。

陈光明：现在企业的生命周期确实是变短，这是对投资人的很大挑战。

第二点，你看不明白的企业，我也看不懂，看不明白就不要投资。为什么那些老百姓老是要冲进来，他们并不是很懂，但是他又很想赚钱。不懂又想赚钱，再加上又自己认为自己懂，所以才会犯这样的错误。

事实上，你说的问题确实是存在的。对于投资人来讲，能真正定出价的公司不多，大部分公司我也看不准。人家的说法是，不要去跳十米的跨栏，跳一米的跨栏，我也是这么看的。

最后再回答一下，巴菲特是不是成为历史，巴菲特已经八十几岁了，大部分时间都是历史。未来还有多少年我不知道，但是价值投资的理念还是会流传下去的，尤其在中国。

问 2：在价值股的基金经理眼中，可能觉得投资是买一个好的生意，成长股基金经理的眼中，可能觉得应该买社会进步和产业发展的趋势。您怎么看好生意和社会进步这两者之间的辩证关系？

陈光明：这是一个很好的问题，我觉得如果一定要有泡沫的话，最好它在科创板，科技创新的行业。

因为房地产和 2015 年的资本市场泡沫，是对社会资源的浪费，产生的效果是不大的。

但如果说科技创新的泡沫，至少可能会推动社会的进步。

第二点，站在股东的角度来讲，**泡沫就是泡沫，都是你的成本。**

陈光明批伪价值投资，称成长是价值评估的最核心指标

“格力电器其实是一个超级成长股，不是什么所谓的价值股。”

“市场上，老有人以成长和价值来区分是不是价值投资的人，那是不懂。成长是价值评估的最核心的指标。”

“很多特别聪明的人，往往会成为这个市场的牺牲品，在这个行业，就是“剩者为王”。”

昨晚，东方证券资产管理公司董事长陈光明在上海交通大学发表演讲，分享自己在中国做价值投资的实践，“聪明投资者”第一时间记录下来。

陈光明演讲实录

我 1998 年 3 月份去了东方证券，刚开始是实习，后来我就一直在东方证券，目前应该是第 20 年，我也很荣幸进了东方证券，作为第一批员工，在东方证券资产管理公司一直做投资研究，一直做到了董事长。这 20 年来也有一些自己的心得和体会，我想今天和大家分享一下。

我的内容大概分为三个方面，首先想跟大家讲，价值投资肯定是有效果的，我们就是一个案例，如果你觉得没有效果，可能就不会走这条路。

第二个就是说走这条路，当然有很多需要思考的，怎么走才是最正确，方法的问题。

第三部分讲一讲我们这 20 年来，尤其是东方红成立以来，因为以前早的时候，我们东方资管做资产管理的那叫受托资产管理，是说委托理财吧，其实是相当于现在银行的表外业务，在本质上就是证券公司的表外业务，就是一个负债业务，挂着资管的名头，其实是从社会上募资。

2005 年之后，我们成为第一批创新试点券商，可以从事集合理财，就是不保本不保底的业务。2005 年到现在 12 年多，我们是中国市场坚定的价值投资者。

这 12 多年来，东方红整体的业绩回报大概是 28 倍左右吧，复合回报 30% 不到一点，如果自己管理的产品应该更高一点，大概应该会接近 35%，或者说超过 35%，40 来倍。

我们就是用了价值投资这个方式，我 2005 年去了哥大（哥伦比亚大学）学习，金融界的一些人对我的帮助还是比较大，我回来之后成为比较坚定的实践者。

下面，我就开始讲价值投资的有效性以及 A 股市场。

| 价值投资在全球都有效

基本上，价值因子在全球市场都有显著的正向效应，越成熟的市场，超额收益越小。

美国近十年是超额收益最小的十年。2007 年价值因子的表现，整体的超额收益只有 30% 左右吧。

这里面有一个原因，因为 2007 年像类似银行股、金融股的高点，2008 年之后，都跌了百分之九十几以上。当时的金融股看起来便宜，所以它肯定是归为价值因子最核心的。

这一轮上涨又是科技股引领的，5 大公司一直在创新高，从这个意义上来讲，价值因子在美国的近十年，是遇到挑战最大的十年。

中国资本市场的检验结果，我这个表格非常简单地用低 PE(市盈率)、低 PB(市净率) 的方式做出的超额收益，一块钱开始起步的话，超额收益可以达到六倍。

当然，因为这是 2008 年 1 月 1 号开始，意味着什么呢？就是 6000 点开始到现在，市场跌了接近一半，超额收益是六倍的话，乘以 0.5，一块钱可以变成三块钱。

| 国内价值投资，赚钱的都是成长股

但是，有一个更重要的话题，或者说更重要的现象是，中国有一批股票，2006 年 5 月至今涨幅惊人。

统计关键跟时间段非常有关系，如果从 2005 年的 1000 点开始统计，到最近的价格，格力涨了 100 倍。

这个表格是到去年 11 月底还是 12 月，我后来没有更新过数据，只是告诉大家一个概念，没必要那么精确。

我很幸运的，这些股票一度或者曾经或者甚至现在，都是我的重仓股。有的现在还在，有的曾经在，不过现在没有了。

这些股票都是拿了很多年了，其实在中国做价值投资，我可以跟大家讲，最经典的、传统的格雷厄姆的方式，在中国是找不到标的的。只有通过巴菲特的方式，**其实中国做价值投资，长远来讲，能赚钱的都是买成长股的，不是买价值股的。**

市场上，老有人以成长和价值来区分是不是价值投资的人，那是不懂。

当然了，也不能说完全不懂，因为以前的基金在美国推出来的时候，他们想要用成长和价值来分一下，大家觉得会比较好一点。但事实上，真正意义上的价值投资，根本就不会说成长股不能买，价值股能买，或者说成长股和价值股是冲突的...

成长是价值评估的最核心的指标。什么意思呢？因为中国的市场是非常特殊的，几乎没有静态的便宜货，偏格雷厄姆的这种方式也只有在 1929 年、193 * 年的大股灾之后、1950 年这段时间，在谈股色变的那些年代里面适用。

其实在后面的美国市场，格雷厄姆的方式也是不太适用。讲白了，所谓的价值股是什么呢？是说静态的价值已经比较高了，可能不期望于未来的价值有多高，你能够以非常低的价格买进，竟然会低于它的运营资金。这种情况在股市成熟以后是不大出现的。

在中国市场，就更加突出了，如果你不考虑未来价值的贴现，而是按静态价值去思考这个问题，几乎没有股票可以买。所以你到最后，你一定要考虑这些公司未来的价值，未来贴现回来之后，未来的占比比较高，占比越高，按照他们的定义就越像成长股。

就是说，未来的现金流的、贴现占公司市值的比例越高，就越像成长股。但事实上，在中国市场，静态价值和市值相比，基本上都是溢价的，没有什么折价的，很少很少有（折价的）。

甚至在 2005 年和 2008 年都比较少，非常少，大概中国就出现两个时点，可能这样的投资方式是能用的，大部分时间都不能用。所以，只能买真正的超级大成长股。

格力 2005 年的时候，它的利润和现在的利润差了一百倍，所以它的 PE 从来没有提升过，赚的都是业绩的钱。你说格力电器不是一个超级成长股吗？它其实是一个超级成长股，不是什么所谓的价值股。

| 价值投资在 A 股也有效

A 股基本上是牛短熊长，散户化和羊群效应明显。这样的市场，讲白了，机构投资者割韭菜比较容易，容易了之后都想，就这样生存就行了，对吧？生活的挺好。

但现在情况出现了很大变化，那些想割韭菜的人自己变成韭菜了（全场笑），至少现在这个阶段是这个样子。像我们这样老老实实和公司一起成长的人，倒是现在活得还可以。

所以有时候，人也不能过于聪明，我们这个行业缺的是“笨人”，不是缺聪明人。当然这个笨是打引号的，不是说真的智商很低，就是叫大智若愚的“愚”，而不是说傻瓜那个笨。

很多特别聪明的人，往往会成为这个市场的牺牲品，在这个行业，就是“剩者为王”。尤其我们做价值投资或者是做投资想靠复利增长的人，就两个因素：第一个不亏钱，第二个活得长。

你要活得长，是两层意思：第一层意思是说，你真的要活到 100 岁或者 90 岁，第二个意思就是说，要在这个圈子里面，不要被市场禁入啊，不要被人灭掉，或者被人拿着刀来砍你，对吧？这些以前都出现过。

市场的诱惑很大，机会很多，把握不好就会踩到陷阱里，无数的陷阱，有受不了诱惑踩进去的，有自己走偏了踩进去的，有法制观念淡薄踩进去的，有些人不懂，他踩进去的。

其实在中国，整体上市公司的资本回报并不是很高，这也有一定道理，因为整体来讲，中国的资金成本不是很高。

美国这样的成熟市场的利率和我们市场的利率，前阵子是极低极低，十年、上百年都未见的零利率出现。

整体来讲，美国市场的利率比较市场化，相对来讲，对于它的 GDP（国内生产总值）增长而言，它的利率并没有那么低；对于我们中国的 GDP 增长而言，我们的利率是挺低的。

当然，还有体制问题，比如说国有企业就要做大，民营企业也想做大。为什么呢？在中国，有钱觉得没啥，有地位会觉得比较那个啥，所以，很多人要地位，不喜欢小而美，就喜欢大而全，他觉得越大就越牛，还有可能就被领导关注。

在中国，很多民营企业也不是以资本回报最高、最大化衡量的。再加上对于增长而言，利率整体都还是受到压制的。所以，基本上，大部分人都是大腹便便，你叫他跑步、跑马拉松，直接就瘫倒了。目前的环境就是，要拉出去遛一遛，要军训，很多人不行啊，基本上就违约了。

所以，在经济下滑的时候，就会倒掉一批人，而且倒掉更多的还是民营企业。为什么呢？民营企业老板借不到钱，国有企业身后还有政府支持。

回到价值投资有效的核心原因，非常值得大家去深思的。为什么价值投资在全球都有效呢，在中国当然其实很有效，并不像老百姓说的没效。

很多人是不懂，他们做的就是赌博的事情。什么意思？老百姓基本上做的是博短期差价，线性外推，这些其实都是错的，股价明天会不会涨，看到今天涨停板，是不是明

天就会涨停板？那些叫涨停板敢死队的人，就利用老百姓的这个心理，对吧？像徐翔那样起家的那批人，赚了老百姓多少钱？

我很早就在内部这么讲，但是我们很多年轻的投资经理觉得，他的情况我们其实也不是不可以做，消息不会比他少多少，对吧？我们是绝对不能做的。

我们在 2008 年的时候就提出来，如果说你确定一个股票的信息对于股价有重大影响，而这个信息是在半年之内会披露的话，不要做。

所以，我们是把自己的手脚给捆起来，但最后的好处就是天天强身健体，体脂少的时候，跑步就比较合适，拿出来遛的时候呢，基本上没啥任何问题，经得起所有的检验。

| 要相信均值回归

价值投资非常重要，这是一个基础。你要相信均值回归，均值回归值不值得相信？待会我们开始讲。

第二个，资本逐利，因为大家相信均值回归的资本会去逐利。

其实，中国的股票市场，风险溢价最高在这些地方（指上图超出绿线的地方），2012 年到现在，我们东方红大概赚了六倍左右。

其实很简单，你看，大部分回到均值的，这是 2007 年，这是 2010 年，这是 2015 年。

当然了，很多人是觉得在这个时候（上图第三根线以下的位置，2007 年）还会再下来，再下来，对吧？在这个时候（上图第三根线以下的位置，2010 年）也会再下来，再下来，这个是不知道的。

然后呢，这个地方觉得还会再跌，这里风险溢价高，大家学金融都知道，风险溢价高的意思就是说，股价低的时候它还会更低，股价是风险溢价低的时候，就是几乎没有风险溢价，就觉得是黄金十年，那时候都说是黄金十年，买的都是中石油。

老巴（巴菲特）卖掉中石油的时候，人家都嘲笑他说，后面赚还这么多钱没赚，后来涨到 40 多，打中签的人都能赚一个点。中签一个股票赚一个点，这是无风险利润，搞一下就一个点。到现在，就只有一个零头，把前面的 4 去掉了。

这个常识告诉大家，涨幅过大，价格过高，意味着未来的回报是不够的，所以，应该吸引不了那些理性的投资者，理性的投资者会去寻找更丰厚的水草。

一般在这个时候买进的，都是趋势投资者，等到没有韭菜长得那么旺的时候，他们是一群散兵游勇，撑不起趋势性机会。

等市场开始都是散兵游勇接棒的时候，坚定的投资者就会离场，股票就形不成合力，在合适的时候，它（趋势性下跌）就会出现。

就是说，那些买进去指着明天、后天都涨停板的投资者，后来涨停不了的时候，长期投资者慢慢走的时候，死活不会涨的时候，他们就开始动摇，就开始那个啥。

如果说是真正的价值投资者，跌的越多，会越买越多，而且会坚定持有，不会轻易受股价的波动影响。

反过来也是一样，跌幅大了，价格低于内在价值的时候，未来的潜在回报非常丰富，就会吸引像我们这样类型的人，坚定的长期投资者的介入，筹码会越来越少，上涨是很轻松的，下跌是不容易的，就是这么一个循环。事实上，就是这么一个均值波动的过程。

这个图片里的时间其实比较短，只是中国市场，但其实全球市场都是这样，都会均值回归。唯一的就是说，这里还能不能再高，这里还能不能再低？不知道。

（中国）股票市场是十年来一次（均值回归）。均值回归不仅仅是行业的，也适合经济、社会、行业、公司，全部都是适合的。

没有一个趋势可以涨到天上去，无论是社会的趋势还是经济的趋势。比如说，之前穷困到那个份上的时候，就有了改革开放；现在贫富分化到这个份上的时候，就有精准扶贫，这都是对于过往趋势的一种矫正。

行业竞争、公司经营，均值回归也是非常明显的，如果说这个行业暴利，肯定会有人来跟你竞争。

我们买股票，不是指望着市场趋势、风格，这个那个的。我们指着公司一直持续增加自己的价值，有钱了给你分红，不分红的话，如果它觉得股价低了，可以去回购股票。

当然，还有很多被并购的。比如说我们买的万科，我们根本不知道，当时万科会被姚老板（宝能姚振华）举牌，后来还有许老板（恒大许家印）也冲进来了，许老板冲进来的时候，我全卖给他了。

| 一把好牌的时候，要敢于下注

当然，市场趋势性机会也会有，因为隔几年就有几个标准差的波动，但是这种波动，这种来的利润，在某种意义上来讲可遇不可求，虽然从长远来讲是可以预期的。

我们 30 个点的（年复合）回报率，中间总有那么几个点，不是来自于公司，是来自于市场趋势性机会。

比如说，我们 2015 年二季度减仓，比如 2012 年、2013 年我们是都是满仓，2014 年的时候，甚至一度是 108%。大家觉得，我们公募基金怎么能 108%？可以的，我们可以把买的债抵出来。

当时我买了一堆银行转债，工行转债、中行转债、平安转债，买了二、三十个点之后，我们又觉得股票还可以多买一点，把它抵出来。

2014 年那个蓝筹股大涨的时候，我们转债也赚很多。事情是这样的，当真觉得机会特别好的时候。我几乎从来不用杠杆，大概历史上就用过这么一次。当时蓝筹股转债出现什么情况，股票的期权价值等于零，债息的价值也等于 5%。

我觉得工商银行、中国银行这些银行，它们如果还不出债那就乱了，我相信肯定还得出这五个点的债。同时，我觉得它的股性很值钱。大家都不考虑这个问题，都以债性来考虑。

虽然那时候，这些股票的价格确实和转股价有一定差距，这点差距导致了大家都觉得这个股票是永不能翻身。但是一旦翻身的时候，其实就赚几十、几十，而且一年功夫就赚来了。

某种意义上讲，这当然是市场性的趋势机会，这个趋势机会其实很难琢磨，但是有时候，**在一把好牌的时候，你要敢于下注。**

当然，还有一个就是说，好公司是持续创造价值，格雷厄姆不看未来，因为他觉得未来都不好说，但我们是一定要未来，因为不看未来，没有什么好买的，看未来呢，一般优质的好公司有持续创造价值的能力。

什么意思？比如说 * * 公司，现在是 200 多亿利润，当年可能也就几个亿利润。 * * 公司当时我买的时候 50 亿市值，为什么会出现 50 亿市值？因为当年他亏了 20 个亿，现在赚大几十个亿。它现在一年的利润，比当时的市值还高出不少。你说能够涨十倍以上，但回归正常市盈率在 30 倍的话，就变成 40 倍的涨幅。

| 做投资要有概率思维

我想，在座的学生同学们，这个是颠覆不破的真理（指上图的期望计算公式）。我是用公式来表现，很多人都是用讲的：做投资的，要有概率思维。

这是什么意思？老百姓没有概率思维的，老百姓只看，哇，这个预期回报很高，所以老是被高利贷之类的骗了。

原因什么呢？稍微放长一点，它这个 P 肯定是等于零的，就是你要一直在里面，这个 P 肯定是零的，肯定是要倒嘛，肯定是等于 0 的，预期收益率再高，最后你肯定是等于零的。

大家都非常熟悉徐翔，我是把他当做反面教材。徐翔买股票，我们各大投资流派，我还都有点了解。徐翔就是靠这个来吸引，他知道这概率不高，他就靠故事讲得很大、很性感、很有……比如说成功了会怎么样？来吸引那些想短期赚暴利的老百姓。

他是知道的，这样的股票叫妖股，叫什么其实我也不知道，反正就是那种特别妖艳的，然后呢，他在前面底下买好，等老百姓开始关注了，因为涨得好，他们就会关注。

他讲一个很大的故事，这些股票其实已经涨了一倍两倍，他说至少十倍。因为这个药做成了，这个事情做成了，基本上全球就怎么怎么样了。这个故事呢，说句实在话，你还不能完全证伪，当然，也证实不了。

但是，老百姓没有概率思维，这其实是一个低概率得事情，徐翔买过的股票，你们可以仔细看看，一个个都是非常妖艳，但说长远来看，最后实现的概率几乎约等于 0。

但是老百姓不管，在这个过程中，他就让老百姓去接他的棒，他知道是接力棒，赚了一圈就差不多，根据市场情况跑了，卖给这些想短期赚暴利的老百姓。

对于他这样的投资风格，我从头到尾都觉得不太合适。钱是有正义的和.....怎么讲，唉，从另外一个角度说吧，反正要做长一点，对吧？**你的钱还是要干净。**这是一个。

第二，这个公式就是说，比如说，这个资产的预期回报率常年的是多少，获得这个回报率的概率是多少？如果是做组合，这组股票成功的概率有多少，如果成功了，有多少的预期回报，如果不成功，它的概率有多少？他的回报率是零或者负多少。

虽然是公式，但是它还是要靠经验。实际上，**做价值投资，内在价值完全不是靠公司算出来，算出来的都是假啊，都是靠你自己对行业的了解，对公司的了解，对人的了解，以及对业务的了解，等等之后，你算出来的。**

但是呢，如果说你要用数学公式来算的话，这个公式一定成立，这是颠扑不破的真理。

举个例子，**索罗斯的成功，他一直说的，他并不在乎盈利的概率有多少，而在乎盈利的级别是多大。**他不在乎这个 P 有多高，但实际上也不是不在乎，他知道他的 p 不是那么高，但是它的 E 很高，他加的杠杆，只要搏一把成功，他可能就翻十倍甚至更高，而且它的 P 也不是那么高，但是他觉得高的时候，会下重金。

所以他输是输小钱，赢是赢大钱，没有任何一种投资方式，一定是要做价值投资，怎样才能挣钱，不是的，你做投机倒把也没有问题。

比如说，赌场只有 21 点是有可能赢的，其他没机会赢的。因为赌场概率放在这里，你只有 47%、48% 的胜算，这个东西肯定是小概率对吧？你指着在那里挣钱，那你不就是韭菜嘛？

赌博是非常非常要命。千万不要去赌博，做投资，有很多人不自觉中就在做赌博。**我们做的一定是大概率的事情，或者这么说，不是大概率也行，那就是高赢率。总而言之，你乘出来的回报率是要非常合适的，否则，就没有意义。**

所以索罗斯他靠的是什么？靠的是 E。巴菲特靠的是什么？应该是 P 为主，E 为辅的，你看它的投资股票，那些股票基金经理不是不懂，他就不屑。买的东西都是什么？IBM 是夕阳，对不对？苹果怎么之前没买，现在买那么多干啥呀。

但是你知道，他为什么要追求这个 P 呢？首先，它规模已经这么大，他也不可能找那些小的、回报率很高的股票，这是一个约束。

第二个约束是什么？他有 1.5 倍以上的杠杆，1.5 到 1.6 倍的杠杆，他如果预期回报有 10 个点，就有 15 个点，它的杠杆是长期的。

他（巴菲特）告诉别人说，你永远不要做杠杆，杠杆要死人的。但实际上，他一直有百分之五六十的杠杆。但是他的杠杆是不会死人的，这是他自己创造的（保险存浮金）。
郭广昌想学他，但没学的那么像。

他要求自己买的东西，预期回报率其实不高，10 到 15 个点就差不多了。但是他的 p 是非常高，八九十是绝对绝对有。所以呢，比如说它的组合里面有十个股票，总有些股票可能不怎么地，对不对？

但是没关系，我八九十都是十几个点，我不是十几个点，我还是跑得出来了，这近十年他是没跑过十个点，但是也是战胜那些人，对吧？

当然，也不能怪人家，人家那么大的规模了。**千万不要把自己跟巴菲特比，永远没法比，人家干了 55 年，就直接把你压死了。你说，我现在收益率 300%，有什么用？人家是几万倍！你说你干了十年，人家干了 55 年。你千万不要比这个东西，永远没有什么好比。**

最重要的，要比什么，要比活得长，不要掉进陷阱里，收益率某年低一点，甚至亏点钱也不要紧，人家也照亏对不对？不要紧。

一般做价值投资的依据复利原理，它的长期回报是非常惊人。它就是胜算高，尽量不亏钱，有特别好的机会的时候，敢于重仓。

| 内在价值估值是一种思维方式

价值投资其实很简单，主要做的就是便宜买好货。这个最重要，很多人也想做，但是他做不好。

比如，老百姓说，我也想做价值投资，但是他对内在价值评估不了，其实企业股权的价值，是非常非常难的。为什么老是一会儿跌到那么多，一会又涨了那么多？

这里面，除了人性以外，你看股票市场或者说是资本市场，**越是不容易估值的资产，越容易产生巨大的波幅**，原因是什么？比如说，股权到底值多少钱？其实没人知道。真的没有人知道，它到底值多少。

但是呢，从概率的角度来讲，从判断来讲，它可能大概率值点钱，比如，判断说值 1000 亿，这不是用 DCF 算出来。

关键假设你都可以调节，很多人可能已经对这行比较了解。老板说，看多中国银行到 100 块，底下研究员马上给你算出来 101，对吧？

但是呢，它（内在价值）是一个思维方式。比如说，你虽然算不准内在价值多少，但有时候它经常会出现明显的低估或者高估。

所以要做价值投资，除了理念，还有包括个人的性格，还有包括资金的配合，还有一个非常重要的就是评估内在价值的能力，这也非常重要。

如果不是想去割韭菜，不想学习徐翔的话，真正的回报来自于企业未来盈利，用这个公司可以计算，这个实际上是可以调的，但没有那么大的关系。

所以，便宜、好货都在这个公式里面体现。ROE 很高的公司，说明它为社会创造很大的价值，除非偷税漏税，或者说是排放污染。一般来讲，都是因为给社会创造了很高的价值，同时给股东和员工创造了很大的价值。

最典型的，告诉大家，40 年最牛的美国公司是菲利普·莫里斯（烟草公司），当然，最近可能会有点变化，但是呢，有超过 40 年都没有。

因为现在这些新公司成立时间都太短了，所以就像老巴一样的，这人家干了 55 年，其他的新贵你再怎么做，都比不上人家，对吧？所以如果一旦放到 40 年 30 年以上的时候，那就没几家公司。

如果能理解这个，就理解了价值投资的精髓。拉长了看，最后你会发现根本不是什么那些业绩一时的明星，而是那种最朴实的企业，你都看得明白。

| 价值投资不变，但风格会变

其他不讲了，来重点来讲讲东方红的实践。

我们不预测市场，其实很多人免不了，就像打高尔夫，看来两百码，你想增加一个目标。

如果你能预测的准，预测市场是最容易达成你的目标的。但是我告诉大家，越想达到这样的目标，比如说我在这一杆一定要干上去，你就失误了。预测市场就是这个。

其实，市场很难预测，**投机精明到索罗斯，大部分的市场他不玩，它只有在恐慌和贪婪积聚的时候才玩。**

我们做价值投资，**价值投资的理念是不会变的，但是价值投资的风格一定会变。**做价值投资，是一个套利的过程，有的是套静态的，有的是套动态的，不管是靠静态的还是套动态的，最好是套的标准还是要企业比较好、资产比较好。

原因很简单，因为**跟一群能力不怎么滴的人打交道，你犯错误的概率比想象的大，跟一群品德过关的、能力超群的人去打交道，稍微贵一点，但随着时间的推移，它会超越你的预期。**

如果是一群能力不怎么滴，人品更不怎么滴的人，我一般不大和他们打交道。因为纵使它很便宜，但是你真的买进去的时候，他会给你搞个坑，毁损一些价值。对于一般的普通企业，我们需要的折扣更多一些，就是这样一个道理。

选择企业是做价值投资的核心根本。理论上来讲，考验的是你的性格也好，甚至说是价值观也好，或者说整个机构的价值观，整个机构的文化，整个机构的激励机制。

我们在 2013 年买入 * * 公司，持有至今还有一部分，超过 100 倍的收益。

大家肯定很关心在那时候为什么买，为什么能持有那么久？

中国做价值投资的人很少，在中国市场，五年或者十年的换手率平均超过两倍的话，它肯定不是（价值投资），一倍以下的话估计是（价值投资），这是一个最简单的标准。

如果换手率这么高，是不符合价值投资规律的。价值投资的规律是价格终将反映价值，而且一般反映价值都需要点时间。有很多时候价格就是不反映价值，那怎么办呢？忍啊！很煎熬的。

有些股票真的是很久就没反应，这就是为什么我们要设定三年封闭期。原因很简单，因为它跟价值投资是匹配的。

价值投资，你所买的标的，一年不反映价值很正常，三年不反映价值可能有点背，五年不反映价值，那估计有点问题。

2015 年炒那些玩意儿，我们二季度业绩不要太难看，看排名的话是倒数 10%。我们底下的投资经理都在私下琢磨，是不是领导看错了。所以，持有期基本上是会比较长的。

我们有很多股票，比如说 * * * *，我们前前后后买了十几年，现在基本上没有了，但是现在很多人都看好。

这些确实是很好的公司，但是必须要有长线的配合。而且是在别人都不太看好的时候，你敢于重仓的持有。

* * 公司我们做了一把差价。这个公司非常优秀，2010 年上市的时候，我们就想买，但是实在下不了手。当年市值 400 多亿，但感觉太贵，我们就等，一等就是四年，一直是我们的覆盖的重点。

2014 年中期，还是炒创业板的年代，四年过去了，它的市值 2010 年是 400 亿市值，利润是 10 个亿，没买。2014 年是 600 多亿市值，利润 46 亿，我买了。

没想到，一年还不到，涨到 50 多块，卖了。没想到半年之后，从 50 多块又跌了很多，我就狂买，在这个股票上，我们挣了 100 多亿。

选择公司是最基本的，投资更重要的是对自身欲望的管理，不仅仅是投资，包括运作基金，或者说做事业。

* * * 公司是比较传统的。我是 2014 年初买的，之后一年多时间，从两三块钱直接涨了不少。

买在什么时候有运气成分，但是它利润从几个亿变成几十个亿的时候，不可能不反应，很少有说不涨的。

“选股手艺人”陈光明：为什么一年一倍者众多，五年一倍者寥寥

“虽然大家都希望对未来有明确的预测，但这超越了人类的能力。未来是不确定的，做投资这么多年，我的感觉依然是八个字：**战战兢兢、如履薄冰。**”

“很多时候价格就是不反映价值，忍，这是很煎熬的。选择公司是最基本的，**投资更重要的是对自身欲望的管理。**”

“投资的核心是不能产生永久性损失。比如 2008 年，已经跌掉 90%以后，这辈子的投资生涯基本上就完了。”

以上是睿远基金总经理陈光明 20 多年来关于投资和人生的部分思考。

陈光明是原东证资管董事长，亲自管理的东方红 4 号，从 2009 年成立到 2017 年年底，收益近 9 倍。“聪明投资者”曾走访多家价值型私募机构和券商资管老总，他们都不自觉地拿自己跟价值派高手陈光明进行对比。

从真实、可信的演讲、采访资料中，整理了陈光明最有价值的 36 句话，分享给大家。

选择的**公司**决定了你的胜败

1，(从 1980 年开始到 2007 年的美股)涨了九倍，但是 75%的公司加起来，没涨。

剩下 25%的公司获得了所有的新增市值，大概有 80%的新增市值，是由 10%的公司创造的。

所以，拉长时间之后，你才知道，**原来选的公司才决定了你的胜败，而不是这一波行情还能不能再涨 10%，股票跌下来还能不能再抄个底。**

2，跟一群能力不怎么样的人打交道，你犯错误的概率比想象的大，跟一群品德过关的、能力超群的人去打交道，（股价）稍微贵一点，但随着时间的推移，公司会超越你的预期。

3，我只会买那些大股东、管理层增持的股票，这是非常重要的，因为他们（管理层）对自己最有信心，我相信我们不是那么容易战胜他们的。

4，价值投资的规律是价格终将反映价值，而且反映价值都需要一点时间。但很多时候价格就是不反映价值，忍，这是很煎熬的。

5，选择公司是最基本的，**投资更重要的是对自身欲望的管理**，不仅仅是投资，包括运作基金，或者做事业。

了解投资的轮回

你就离赚钱不远了

6，很多时候（投资）就是一种轮回，这个轮回比人生的轮回要短得多，我已经经历了第四次的牛熊了。**大家如果能够知道这个轮回，基本上离赚钱已经不太远了。**（2018 年 3 月）

7，你越想得到什么，在这个市场越得不到什么，短期暴利是不可能的，它的代价就是长期可能性的封存。有一句话就是叫，一年一倍者众多，但是五年一倍者寥寥。

8，对于投资者最美好的时光是熊市，而不是牛市，牛市都是拿来害人的，熊市是未来回报投资者的。

9，价值投资在牛市的时候难做，原因很简单，货（公司）是好的，但是价格不便宜。我做投资这么多年，唯一两次彻夜难眠，都是在牛市的时候，压力很大。

10，投资最最重要的是在熊市里不亏钱，而不是说在牛市里赚多少。牛市自然而然都能赚，但是投资的核心就是不能产生永久性损失。

11，如果产生永久性损失，比如 2008 年，已经跌掉 90%以后，这辈子的投资生涯基本上就完了，无论是职业投资人，甚至包括老百姓。

千万不要以为树可以长到天上

12，没有一个趋势可以涨到天上去，无论是社会的趋势还是经济的趋势。比如之前穷困的时候就有改革开放，现在贫富分化就有精准扶贫，这都是对于过往趋势的一种矫正。

13，千万不要以为树可以长到天上，不要认为 18 层地狱下还有 18 层。虽然有这样的概率，但却是小概率。

14，均值回归是投资常识，是价格向价值回归的万有引力。当涨幅过大、价格过高的时候，意味着未来的潜在回报率是不够的，投资者可能会离场，去寻找更便宜的资产。

15，市场趋势性机会也会有，因为隔几年（A 股）就有几个标准差的波动，但是这种波动带来的利润，在某种意义上是可遇不可求。

16，市场的趋势性机会很难琢磨，但是有时候，在把好牌的时候，你要敢于下注。
未来是不确定的

但可以感受周期

17，预测错误是一件很正常的事，虽然大家都希望对未来有明确的预测，但这超越了人类的能力。未来是不确定的，做投资这么多年，我的感觉依然是八个字：战战兢兢、如履薄冰。

18，有一点是可以的，感受周期。比如市场很热的时候，你是感觉得到这种热度，觉得这是夏天。但夏天什么时候结束，哪一天结束是不知道的，冬天哪一天结束也是不知道的。

19，（短期）涨幅过大，价格过高，意味着未来的回报是不够的，所以吸引不了那些理性的投资者，理性的投资者会去寻找更丰厚的水草。

20，一般在这个时候买进的，都是趋势投资者，等到韭菜长得不再那么旺的时候，他们是一群散兵游勇，撑不起趋势性机会。

21，等市场开始都是散兵游勇接棒的时候，坚定的投资者就会离场，股票就形不成合力，在合适的时候，它（趋势性下跌）就会出现。

成长是价值评估的最核心指标

22，用最经典的、传统的格雷厄姆的方式，在中国是找不到标的的。只有通过巴菲特的方式，长远来讲，能赚钱的都是买成长股的。

23，中国的市场是非常特殊的，几乎没有静态的便宜货，偏格雷厄姆的方式也只有在 1929 年的那些（美国）大股灾之后，在谈股色变的年代里面适用。

24，市场上，老是有人以成长和价值来区分是不是做价值投资，那是不懂。**成长是价值评估的最核心的指标。**

25，做价值投资，理论上什么都可以投资，但是烂公司的陷阱比较大，尤其在中国。

因为没有像国外的成熟市场，你去收购重组的时候，会被人说成野蛮人。

26，这（收购重组）对资本市场的效率提升是有帮助的，只不过理论上应该去改造坏公司，而不是去抢好公司的饭碗。

27，只要合法合规，能抓到老鼠的就是好猫，就是不能用毒药。

不要把价值投资作为套牢后的借口

28，人们往往低估短期的不好，或者高估短期的好，这是人性、近视、加上线性外推。你要忍受前面的低谷，才能迎来春天。很多人忍受不了，每天都想赚最快的钱，最后的结果就是长期亏钱。

29，把价值投资等同于长期投资是错的，尤其把它定义为套牢之后给自己的借口。单纯赚到钱就跑，亏钱的不割，这些都是错误的。

30，为什么捂不住（股票）？第一，你根本不知道（公司）值多少钱。第二，你老是过度自信，预测市场，今天涨停明天就要跌。

31，绝对不要去（频繁）做交易，投资明明可以做成正和游戏，但是对大部分人都是负和的。原因很简单，高买低卖加上频繁交易。

32，不要觉得好公司很贵，没跌过。时间是好公司的朋友，是平庸公司的敌人，长期收益的驱动力是盈利的增长，而不在于估值变化。

特别聪明的人

往往会成为市场的牺牲品

33，这个（资管）行业缺的是“笨人”，不是缺聪明人。当然这个笨是打引号的，不是真的智商很低，是大智若愚的“愚”，而不是傻瓜的那个笨。

34，很多特别聪明的人，往往会成为这个市场的牺牲品，在这个行业，就是“剩者为王”。尤其做价值投资，就两个要求：第一个不亏钱，第二个活得长。

35，太关注市场的人都是跟随主流，因为跟主流的心理包袱是最小的。但心理包袱小，财富损失就大。

36，投资做的好的都是反人性的，但（投资者）大都是顺着人性要让自己开心。你要想在这个市场上开心，你就要付点学费。

陈光明详谈从哪些维度来做投资决策

问 1 : 陈总提到的价值投资，我的理解实际上更多是从成长中去发现价值。这种做法和传统的市盈率、市净率低（像银行股板块）的价值投资，核心差异是什么呢？

陈光明：我再解释一下，前面有个图，就是超额收益 5.8 倍的那个，我们就利用了那个低 PE（市盈率）、低 PB（市净率）的方式做出来。

基于回归的 5.8 倍的超额收益，但是如果从 6000 点开始，因为 2008 年 1 月 1 号开始计算，绝对收益大概三倍。

我们的收益大概是什么？2008 年我们也成立产品，大概有两个信托，就在 2007 年 10 月份的顶上，但现在八九块钱，这是绝对收益，所以我们这个策略是超越了低 PE、低 PB 的策略。

理论上来讲，大部分人从 2007 年最高点到现在的话，应该打个平手吧。

大部分人理解价值投资，就是低 PE、低 PB，用最简单的方式来考虑这个问题。低 PE 低 PB 意味着，现在静态的价值和市值是比较接近的。

什么意思呢？举个例子吧，我股价十块钱，我净资产可能就十块钱。如果你要变现，变现一般要打点折，可能就是八块钱。一般低于一倍 PB 的时候，理论上讲，至少再跌太多的可能性不太大，对吧？这是一种。

那么低 PE 呢，比如说 3 倍（静态）市盈率，意味着我当年的盈利就占到它股价的 1/3，我只要持续三年，就把盈利全挣出来了，你还有一些资产可以变现，是不是？所以你肯定是比较划算。

但是这样的机会是比较少的，像格雷厄姆（注：价值投资鼻祖、《聪明的投资者》）那么要求的公司比较少。

我个人认为，做的最好的价值投资者，在中国更容易实现的，让人的感受更好一点的，应该是优质成长股的投资，收益也高，波动也相对小。

你别看那些低 PE、低 PB 的，他们的波动率都不是很小，它价值兑现的时间更不确定，拖的时间有时候更长。

问 2：就是说，我们看见它低 PE、低 PB 是有原因的，对吧？因为市场认为，或者就是企业本身经营有问题，或者表现出来的利润有问题，所以它才是低 PE、低 PB。

陈光明：是这样子，做价值投资最重要的是要避免踩进去陷阱太多。你如果踩进去，这些都确实有问题，那当然它就应该低价。

但整体而言，价值投资为什么有效？就是因为人往往低估短期的不好，或者高估短期的好，这是人性，就近视，然后加上线性外推。

所以，从统计概率上来讲，这一个最简单的指标，在全世界的市场都持续有效。只不过如果你要实现套利，你要有效，要有足够的那个，才会让人感觉你还不错。

而且往往是它前阵子不太行，后来“哇”一下子表现，但是你要忍受前面的不行，忍受自己的低谷，才能迎来这个春天，就是要忍受冬天才能迎来春天，很多人忍受不了，都想每天赚钱最快的赚钱，最后的结果就是长期亏钱。

问 3：刚刚您说到，价值投资很重要的一点是发现一个优秀的企业，跟它长期一起增长，其实赚的是企业增长的钱。那您能不能讲一讲，你在当初选择的时候，是从哪些维度去判断这个企业是一个很好的企业，你从哪些维度来做决策，为什么当时在那个时点去买这个企业？能不能讲讲细节。

陈光明：在大家这么热烈鼓掌的情况下，这个我可从来没有对外说过。基本上，人家很多人问我这个问题，我都是哈哈过去了（全场笑），今天我就比较敞开一点。（[具体内容仅供价值卡同学阅读，点击详看](#)）

问 4：最近这一波大蓝筹是由于供给侧结构性改革带来的，比如说很多强周期的，煤矿、钢铁、水泥这些行业，这些企业市盈率也不高，您是怎么看的？

陈光明：供给侧改革，到底股票怎么表现，为什么要买或者为什么要卖？

举个例子，相对来讲我们更看好化工类的，早的时候买了一些。我们要判断，ROE 的持续过程，化工行业一方面跟供给侧改革有关，另外一方面有环保约束，ROE 保持时间比较长的龙头企业，还是有一些新的产能，他们都是重资产，还是要再投入的。

真正做价值投资的，要估价公司的价值不要去看股价。我们思考的是，这三年股市关门了，股票买进去有回报吗？不会去看现在是炒供给侧改革、下回炒区块链之类的。

我们是实实在在分析公司，长期来讲会给股东回报，这是真正做价值投资的。是不是会给股东有回报，除了要买的便宜，就是公司的价值。是下降的也行，就是要买的更便宜。如果是上升，就比较好。

你要预测它未来怎么样，是个难度非常大的事。ROE 能不能长期持续，能不能保持增长，对应的估值是多少，真的要对它内在价值的评判非常专业。

在价值投资里最难的，第一是难坚持，老是被人瞧不起。但事实上，坚持到最后，优秀的公司给你的回报，真正是几十倍的增长。

供给侧改革这个事情，我觉得煤炭、电力可能压力比较大，化工龙头公司收益可能是非常明显的，铝可能好一点、铜可能好一点，这都是对行业的基本判断，这个事情要花很多功夫研究的。

当然，我也会判断错误的，这个东西是术，但是“术”也需要很长时间积累的。道的东西，关键是你要找对了，如果道走错了，术再多都是（白费），因为术是依附在道上的。

比如说，每天就想去猜市场涨还是跌，就想去追涨停板，如果你不操纵市场，没戏，如果不跑的比别人快，你也没戏。道走错了，最后不会有好结果。

我们这条路肯定是正确的，我相信 20 年之内超额收益还会很明显。关键的问题是对内在价值的评判需像老中医一样非常懂行。

问 5：看您的蓝筹股买卖记录，我印象特别深，就我个人的经验，好像这些涨得很好的股票我都曾经买过，但是老早就给卖，就是我自己感觉卖的不好。所以您能不能讲怎么样才能够卖得好？

陈光明：很正常，它是人性的弱点。举个例子，为什么基金喜欢把人套进去了收“保护费”，一旦赚钱了就跑，这叫止盈不止损，其实应该反过来——止损不止盈。但也不对，应该讲，超出内在价值过多时候要止盈，看错了要止损。

但是大部分人是按照自己的成本来衡量公司的价值，比如说我一百块钱买的茅台，赚个 10%，我就很那个啥了，因为觉得它的价值估计就这个地方了。另外呢，有的人可能跌了 10%，就说我也不急着用钱，就价值投资吧。

把价值投资等于长期投资是错的，尤其把它定义为套牢之后给自己的借口。赚到钱都跑，亏钱的不割，这些都是错误的。

为什么捂不住？就两点。第一点，你根本不知道值多少钱。第二点，你老是过度自信，认为今天涨停了明天要跌，预测市场。

问 6：你们的股票一持有就是五年，那通道分仓什么的，人家肯定很郁闷。

陈光明：讲句实在话，我们客户利益至上还真不是说在嘴上，我对我的投资经理很早之前就讲，绝对不要去做交易，**做交易对于大部分来讲都是负和游戏。**

给大家几个忠告，第一个忠告，股票明明可以做成正和游戏，但是大部分人都是负和的。原因很简单，就是高买低卖加上频繁交易。

高买低卖，就是市场热的时候觉得还会更高。当然了，因为谁都不知道什么时候更高，前面人赚到钱了，眼红人家赚钱，所以在眼红的时候冲进去的，基本上都比较悬。

再加上过度去操作、去预测市场，频繁的买进卖出，涨的时候抛的早，跌的时候基本上都在。如果说身边人都特别好赚钱的时候，一定一定要担心。市场低迷的时间越久的时候，按照均值回归，长远来讲一定会回去的。

要相信中国还有国运，即使没有真正意义上的 GDP 增长，还有通货膨胀，所以拿着这些钱都不如拿着权益资产。只要这个资产不是不符合世界潮流，或者说管理层太烂，或者买的太贵，这点避免之后，在这个市场比较低迷的时候，买股票比存银行肯定好。

从长远来讲，股市回报率应该是高于所有类型资产。但是中国的老百姓搞不了，中国的基金整体的简单加权回报率应该有 15%—16%左右。但是接近 20 年来，基民真正的资产加权回报率大概八个点不到，中间的八个点就是高买低卖弄掉了。

中国的指数，上证稍微少一点 10%，中小板从 2005 年算起接近 20%，很高的。从长远来讲，股市的风险溢价是比较高的，是高于各大类资产的。

昨天见了地产公司的老板，他跟我说买房子的道理，说大部分老百姓没有办法，做股票要有能力，而且变化很快。买房子有个好处，买市中心的房子几十年不会变。但是这股票，今年招行好，十年以后哪个银行好，没这能力还真判断不出来。

但事实上，你只要遵循价值投资规律，在低迷的时候买点好公司，不要买太贵的好公司，绝对赚钱，而且赚的钱绝对远远超过其他任何的资产。

问 7：怎么看待券商板块？

陈光明：证券公司周期性强于成长，长期还是有成长的。主要原因是创新业务推广，导致基础业务的竞争急剧加大。举个例子，NO.1 交易量的证券公司佣金实际收入远低于第二名。

经纪业务原来是证券公司的基石业务，都是百分之六七十，所以价格竞争的压力太大。其他的业务，比如说资管，能做出来的很少。投行波动性也很大。

整体来讲，（券商板块）就是牛市中搞一把趋势性投资。

问 8：在等待价值回归的过程中，公司基本面会发生变化，或者外部环境会发生发生变化。要怎样维持对重点公司的跟踪频率？当发生什么级别的变化时，能够让您推翻自己买入时做的判断？

陈光明：我们要经常性去 review 这个公司，如果我们发现错了，肯定是认的。但是这个错的意思，确实也涉及到到底是一个什么样的情况，才会推翻我们的结果。其实很多时候，基本上是噪音多一些。

比如我们当时买过双汇，后来双汇出了火腿肠那个事，啪啪啪几个跌停板就跌下来。我们都是会观察、研究、跟踪公司比较久。一般来讲，长线的判断成功率还是比较高，所以相对来讲，经常性会说“噢，我们错得离谱了”的概率不太大。

但是，确实有些新的变化出现了，或者说我们当初确实没有考虑到，我们肯定要做出重新的评估。但事实上我们当初买的时候，往往大部分的风险都考虑到了，只不过是重视考虑到的风险，也应该去承担这个风险。

如果比我预想的要差，风险出现的时候股价掉下来，内在价值本来也是受损的话，不一定加仓，也不一定减仓。

我的意思是什么呢？相对来讲，它是一个动态的衡量过程。我们往往卖得多的，都是在市场非常热捧的时候。因为看错了卖的，还不太多。

事实上，一般我们的重仓股，换的不是那么多。但是如果价格出现比较大的变化，我们还是换。

问 9：怎么看待现在基金越来越严重的高度抱团现象，背后会不会有一种一致性的协调？

陈光明：这个应该讲，他们没有一致性的协调，但是都想短期多赚点钱，就是这个原因。短期现在能赚钱的，就那么一些股票。所以**基金抱团是共同的想短期赚钱的理念导致的，不是价值投资理念导致的。**

问 10：价值投资是否要研究大盘指数的变化？如果需要，研究指数在价值投资中大概占多大的比重？

陈光明：这个我们不研究的。我们做出来的判断都是自下而上把握的。如果我们发现手上可以买的股票越来越少，仓位就下去了。我们很少去判断指数，不要预测市场。我们是通过自下而上的方法，其实所谓那些天天想选时的，还不一定有我们这种方式更加靠谱。

问 11：最失败或者最后悔的投资是哪只股票？有什么样的经验教训？

陈光明：这个问题，在机构内部交流的话，我一般开场白都说的，当然我很少去。相对来讲实际的情况就是，我是失误率比较低的，因为我学的是巴菲特，我是找 ROE，但是也有失败的案例。

整体来讲，2012 年到现在还没有，在这之前有过。因为今天这场合还是过于公开了，我就抽象一点说吧。

过于对人信任，人家拍胸脯的事，也是不靠谱，这是第一点。第二点，跟品德不太过关的人打交道，是一个事倍功半的事情，甚至有时候得不偿失。

最后我们大概亏了一个把亿，这是我最大的一笔投资亏损。那时候的规模跟现在不一样，现在我们总共有两千多亿，那时候也就一百多亿，这一个亿对我来说也不算少，我已经是痛彻心扉。

不管怎么样，我觉得我对上市公司的依赖性是在越来越少，我们对企业家的观察会越来越长。所以，现在基本上真的是跟信得过的人打交道。

问 12：你看管理层最重要的三个特质是什么？

陈光明：我想讲的宏观一点。第一个肯定是看人品。人品里面有几点，第一人是不是比较正直，第二是不是有商业诚信。商业诚信呢，讲句实在话，这个也有一些讨论，投资不过啥啥啥啦，确实有些可能有地方特征，更重要的还是人自己。

还有就是能力方面和激情方面。能力方面当然要求不同，大公司、小公司不同，竞争性行业和非竞争性行业不同，但都涉及到能力方面。

还有就是投入的激情。有的人一看就已经有点想退了，虽然他以前把企业做得很好，但是现在都在安排一些后事，这个后事指的是和公司交接的。那你也要小心，因为原来是依赖他、或者说习惯他的一个企业。

首先最重要的是人品，因为你要分析判断他如何对待股东，对待社会，对待员工，对待管理层，对待客户，尤其是客户等等，他是什么样的一个人，他是把钱放到最重要的还是把创造价值或者是理想，或者说情义这些方面放在更重要的位置。

这些东西确实是年纪轻一点的人都没有想明白，所以容易犯错。包括我也犯错误，我相信以后可能还会犯错。

波顿（注：安东尼波顿）去了香港，被人骗的，短裤都丢掉了。一代宗师啊。他选择相信西方的诚信文化，选择相信所有的事情，然后根据所有你说的事情来做判断，但是在中国吧，这套不行，然后就踩了无数个地雷。

本来是光荣退休，已经功成名退了，觉得香港太便宜了，太诱人、太好了，又重新出山，募了个基金，没想到啊，晚节不保。

我真的觉得，在这一点上面绝对不是波顿的问题，是我们中国市场有些人，应该不是企业家，这些人坑人。虽然我年纪没他大，但是好歹一直生活在中国，我们被骗的概率比他要小一点。

问 13：现在机构都集中持仓白马股，这些股票价格都很高了，现在怎么办？

陈光明：这个问题比较敏感。我想不能单纯的去看这个板块，应该分开来看。如果业绩不兑现的话，有些公司可能贵了。如果业绩兑现的话，应该还好。但是整体对于目前的状况，我是比较谨慎的。

我们还是自下而上再去选择，我们一般离人群远一点。做价值投资比较孤独，我也习惯孤独。

我想我也就比较含蓄的回答一下这个话题。