

全球价值投资与时代

——2024年12月在北京大学光华管理学院《价值投资》课程十周年沙龙上的演讲

李录

谢谢姜国华老师，也谢谢常劲老师，以及所有让这门课程得以实现的老师、同行和参加这门课程的同学！今年姜老师来美国访问时，我们聊到，这门课开设十年来，在学界和业界都产生了一定影响，今年申请线上听课的人数已经超过了1000人。

十年前，我们决定与北大合作，支持开设这门课，主要是源于我的个人经历。35年前，我初到美国时，因为哥伦比亚大学有这样一门课，让我在来美一两年内就有机会接触到价值投资大师巴菲特先生，从此改变了我此后三十多年的人生。所以，我们也希望能够把这样的机会和理念传递给中国的年轻学子。

今天在现场和北京都有很多朋友和学员，非常感谢！

我就不多说客套话了，直接进入主题。在2015年的第一次课上，我谈的是“价值投资在中国的展望”，五年以后的2019年，我谈的是“价值投资在实践中的知行合一”。今年早些时候，姜老师特意来西雅图与我讨论纪念价值投资课程十周年的想法，邀请我再讲一次课。我今天想谈的话题是“全球价值投资与时代”。2019年之后的这五年里，无论是中国还是全球，都发生了很多变化，给投资人带来了很多困惑。价值投资无论在什么地方，都与所处的时代密切相关，这是不可避免的。虽然价值投资总体来说强调的是自下而上的基本面分析，但我们投资的公司是处在特定的时代中，或多或少会受到很多宏观因素的影响。我们无法回避我们生活的时代。借今天这个机会，我和大家分享一些我个人的看法。

我今天的分享会围绕以下四个主题展开：

第一，我们时代的困惑主要是什么。第二，对这些困惑的思考，它的原因和本质。第三，关于中等收入陷阱、中等收入国家的跨越，还有对当今国际关系的一些看法。第四，回到我们的主题，作为一个全球价值投资人，如何应对当今时代的挑战。这四个题目都很大，所以我们也不能够太深入地展开，但我会尽可能涵盖每个主题的要点。如果有些没有谈到的，欢迎大家在问答的环节提出，我也会尽可能与大家分享自己的一些思考。

一、时代的困惑

先谈第一个主题，我们这个时代的困惑是什么？从国内和国际两个方面来谈。

国内方面，大家都有切身体会，尤其是年轻同学们体验更深，就业确实面临了很大的压力。国家统计局数据显示，16 到 24 岁的年轻人失业率已达到 20% 左右。就业问题背后反映出的是民营企业的信心问题。因为今天中国约有 7 亿到 8 亿就业人口，其中 80-90% 的岗位是由非国有企业和个人提供的，主要是民营企业。国有企业提供的就业仅占 10% 左右。所以，就业问题主要折射出的是民营经济的问题。近年来民营企业家在财产安全甚至人身安全方面也面临一系列的问题。

当然，就业问题还折射出消费者信心问题，其背后是财富性资产的大幅缩水，尤其是房地产。房地产曾一度占到中国家庭财富的 70% 左右，目前也有 60% 左右，仍然是家庭财富的首要来源。因此，房地产价格和资本市场价格的大幅下跌，必然会影响到人们的消费信心和对未来的预期。

过去几年，因为经济出现了一些问题，我们实施了一些主要集中在供给侧的经济政策。然而当前的问题主要出在需求侧，这也导致了通缩现象的出现。国内流行“卷”这个词，实际上指的是在通缩环境下的极度竞争。正常的经济增长情况下的竞争不是“卷”

的形式，而是螺旋向上的。此外，在当前趋严的环境下，官僚体系缺乏有效的正向激励机制，出现了“躺平”现象，也影响了政策的传导和执行。这是我们在国内面临的一些困惑。

中国经过 40 多年的发展，在全球制造业附加值中占比超过 30%，但是自身消费只占其中的一半左右。这意味着中国生产的商品有一半需要销售到其他国家，其中最大的客户是发达国家。虽然东南亚已经成为中国最大的出口贸易伙伴，但最终消费很多并不在东南亚国家，它是转口贸易，最终消费有很大一部分还是要回到发达国家。

国际方面，中国也面临着一系列挑战，尤其是与发达国家之间的关系，如中美关系和中欧关系。在过去五六年里，国际上最大的变量是美国对自身在国际社会中扮演的角色发生了根本性的质疑。二战后，美国在全球事务中一直扮演着“锚”的角色，维系和平、国际贸易稳定、航海贸易自由（freedom of the seas）、国际资本流动，构建了可被称为“美国秩序”的国际体系，包括一系列的制度、法律和纠纷解决机制等。在各方面，美国都扮演着核心的作用。然而近年来，美国从精英、中产阶级到普通民众都开始对美国扮演这一角色是否值得产生了根本性的质疑。根据一些估计，美国承担了全球约 80% 的军事支出，同时作为全球经济的最终购买者、货币提供者和最终消费市场，起到了稳定全球秩序的“锚”的作用。但现在美国国民广泛认为美国在这个过程中得不偿失，中国的崛起搭乘了美国秩序的顺风车，崛起之后对美国秩序反而构成了根本性甚至敌对性的挑战。这种观点无论对错，已经导致美国开始重新审视其在国际秩序中的角色和资源投入。这不仅引发了中美关系的深刻变化，也对国际秩序提出了一个根本性的问题：未来的国际秩序将如何演变？国际贸易中的公共品（如和平与航海贸易自由）由谁来投入和维护？在这一背景下，中国的产业将面临怎样的挑战，扮演怎样的角色？

总结来说，无论国内还是国际上，过去几年都出现了一系列问题，可以称之为“时代的困惑”。这种困惑不仅是一时一地的，也不仅是短期现象，而是引发了人们对于未来前景不确定性的很多担心。

二、对这些困惑的思考

接下来，我想谈谈对这些困惑的思考。

其实，这些困惑并非中国独有的问题。回顾过去 500 年的世界历史，所有国家在经历工业起飞、迈入中等收入阶段之后，都会进入一个中间盘整时期。这是所有国家在发展过程中普遍面临的问题。

在《文明、现代化、价值投资与中国》中，我将文明的演进划分为三个阶段：1.0 狩猎文明、2.0 农业文明，和 3.0 现代科技文明。而中间的盘整期，我称之为 2.5 阶段。中国今天正处在 2.5 阶段。所有经历过工业化起飞的国家，如德国、日本、南美和东南亚的一些国家，都经历过类似的阶段，面临过中国今天的挑战。有些国家成功实现了跨越，有些国家至今还在中等收入陷阱中挣扎。每个国家跨越这一阶段的路径各不相同。另外，从国际秩序的角度来看，在人类的国际关系史上，还未出现过“3.0 科技文明时代”的国际关系模式。

我们再回到问题的成因。现代化的本质是市场经济和现代科技的结合所带来的自动的、复利性的、持续性的经济增长。经济的复利增长是一个很可怕的数学概念。例如，与改革开放初期相比，中国经济的实际增长达到了数十倍，名义增长的数字更加惊人。然而，尽管经济上出现了复利增长，但社会治理、人文心理以及政治制度并未发生同等程度的复利性变化。究其原因是人的本性自智人出现的 20 万年以来，没有发生过根本性变化。相比之下，我们的经济却经历了三次伟大的跃升：从狩猎文明到农业文明，再到现代科技文明。因此，当早期工业起飞阶段结束之后，经济复利发展的现实与社会、心

理、政治治理方式的缓慢变化或没有变化间不可避免地出现了巨大落差。这种落差引发了各种问题，这是所有国家在这一阶段都会经历的。

那么，中国在短短三四十年内就出现了巨大的经济发展，是不是独一无二的呢？并非如此。历史上，独立完成工业化和现代化的国家只有英国，它的时间跨度确实比较长。但是其他国家都是通过追赶实现的，而追赶往往只需要三四年。比如，日本从1868年明治维新到1905年战胜工业化的俄国，历时三十多年。德国从统一到一战时期，工业化进程也是三四年。美国从内战后开始大规模工业化，到1890年代成为全球第一大经济体，同样是三四年。南美从二战之后经济高速增长，到八九十年代进入中等收入陷阱，时间跨度也是三四年。

三四十年的复利增长，足以让一个经济体，尤其是在经济起飞阶段，发生巨大的经济上的变化。这种经济变化和社会治理现实之间会发生显著的落差，给社会治理带来很大挑战。这一阶段引发的各种问题，通常是对社会的全面挑战。有些社会能够组织起来去跨越这一阶段，另一些社会则需要比较长的盘整时间，甚至有些社会在调整中走上歧途，酿成严重的悲剧。一战和二战的背景多少都与此相关。但是历史证明，战争本身无法解决这个问题，真正解决了问题的反而是战后治理上的变革。

接下来，我们通过几个具体例子来分析这一过程中思想观念的变化。第一个例子是关于“土地”的概念。在2.0农业文明时代，土地和人口是决定一个经济体规模最主要的指标，两者相加基本上构成了一个经济体的总量。但农业经济存在天花板，也就是马尔萨斯陷阱——土地增加带来人口增长，但当人口增长超过了土地的承载能力时，土地就无法支撑更多人口。所以，土地的扩张一直都是社群、种族和国家的最重要的诉求。许多青史留名的人，往往都与土地扩张或是保卫土地不受侵略有关。

然而，在3.0科技文明时代，随着经济进入到可持续的、复利性的增长阶段，促进经济增长的原因和动力已不再是土地和人口，而是市场的大小和生产要素流通的充分程度。这种新旧观念之间的差异是引发一战和二战的最重要的原因。

一战爆发时，多方都以为战争会在几周内结束。但是，土地争夺的战争一旦打响，民众心理上根深蒂固的观念就被全面激发，结果是已经工业化的欧洲迅速陷入一场全面战争。这场战争最终造成了五六千万人的死亡，所有参战的帝国无一幸免，全部崩塌。这些帝国在战争中的诉求也都以失败告终。如果能预见这样的结局，恐怕没有任何一方愿意发动或参与这场战争。即使是战胜国也付出了巨大的代价和损失。

一战二战实际上是一场战争，中间有短暂的十几年和平期，二战本质上是一战的延续。人们对于土地的根深蒂固的诉求和心理上的依赖，导致了两场战争的持续。但是工业化所带来的巨大破坏力，使这两场战争的结果格外惨烈。二战中，全球人口损失超过一亿，所有的帝国和参战国家都遭受了重创。

相反，二战后的德国和日本，虽然是战败国，但他们在战争中的全部诉求，都因为战败后的被迫改革而得以实现。德国是这两次战争最主要的发动者，日本是二战太平洋战场上最主要的发动者。他们对疆土的追求，本质上是对所谓生存空间的追求，对民众的战争动员也都是从民族生存空间和种族经济发展的角度发起的。然而，这两个国家通过战争未能实现的诉求，都在战败后的和平中得到了。二战后，两个国家都迎来了可持续的且无边界的增长机会。

其中最重要的事件是，二战后，美国成为人类历史上第一个在战争胜利后将获得的全部领土无偿归还给原有国的国家。这种情况在以往的战争中从未发生过。但是，作为交换，美国建立起一个以美国理念为基础的国际贸易、商品交易和资本交易体系。所有美国的盟国都加入了这个体系。正是因为这个体系的形成，使得这些国家和美国一起实现了无疆界的经济发展。这就是因为在3.0科技文明时代，土地已不再是经济增长的最重要的

因素，取而代之的是市场的规模和经济要素的充分流通，经济要素包括技术、人力和资本要素。

今天我们对于土地的执念仍然存在。在当前的 2.5 阶段，这是一个最危险的因素。对于土地的执念，依旧能随时点燃一个种群、一个国家的民族情绪，因为这种观念已深植人类思想上万年。

我再举第二个例子。过去几年，政府的很多政策常常要区分实体经济和虚拟经济，强调要集中支持实体经济，“脱虚向实”。这种概念的区分在农业时代工业起飞阶段是真实存在的，因为工业化起飞实际上是把农业的资源用工业化来解决。但是进入到 2.5 阶段，尤其是进入到成熟经济阶段以后，这种区分已经不再成立，是一个伪概念。

例如，游戏是虚拟经济还是实体经济？很多人认为它属于典型的虚拟经济。但是在今天的俄乌战场上，决定战场胜负的已经不再是坦克、机枪，甚至不是缺乏智能的导弹，而是智能无人机。这些智能无人机的操控者都是游戏玩家。俄乌战场上今天大概有一到两百万架战斗无人机，这些无人机部队主要的“战士”就是游戏玩家。这样来看，所谓虚拟经济和实体经济的界限其实已经很模糊了。

再来看软件，它到底是实体经济还是虚拟经济？实际上，软件是控制今天全球经济最重要的元素。没有软件，世界经济、中国经济都无法正常运转。

半导体是中国近几年着力发展的一个实体产业。今天全球最著名的半导体公司是英伟达，英伟达显然是一个实体经济。但是从 1993 年创建以来的 31 年里，英伟达从未生产过一个晶圆片，全部都由台积电代工。英伟达实际上是一家软件设计公司，它设计的产品是用于芯片运作的软件，这使它又具备了所谓虚拟经济的特征。在 AI 应用出现之前，英伟达最大的客户就是游戏公司。

说到实体经济，德国常被视为典范，其工业模式保留了强大的实体经济实力，没有被掏空，常被用作支持政策的论据。然而今天，英伟达这家“虚拟经济”公司的市值已经

超过了德国所有上市公司股票的市值总和，甚至超过了德国和意大利两国全部股票的市值总和，超过了全球 100 多个国家的全部股票的市值。实际上，以今天的股价计算，世界上只有五个国家的股票总市值高于英伟达的市值。当然，英伟达这家“虚拟经济”公司的市值可能充满了泡沫。但是今天，无论是游戏还是云计算，尤其是 AI，没有任何一家公司能够脱离英伟达而运行，虚拟经济和实体经济已经密不可分，甚至这种区分已经没有必要了。这是另一个例子，说明很多旧观念仍在深刻地影响我们对今天经济的判断。

最后一个例子是关于政府的职能。在经济转型的过程中，政府的职能应该是什么？

在国内层面，农业经济时代，集权和分权都有一定益处，在计划经济中政府基本上是指挥型的职能，改革之后过渡到指导型。但是市场经济的基本要义是：所有重大的经济决策需要由个人利益攸关的企业家，在充分竞争的环境下独立、分别地做出。今天中国经济规模已经达到 18 万亿美元，企业总数上亿，每天都要作出数十亿、数百亿美元的经济决策。这些决策的复杂性和规模之大，远不是任何少数人能够去影响、规划和指导的。

在国际层面，中国生产的产品有一半要销往全世界，中国已经成为 120 个国家的第一或第二大贸易伙伴，这 120 个国家的经济总量占到除中国外全球经济体量的 80%以上。这些国家的数十亿人的生活，也深受中国十亿个私人决策的影响。如果中国政府仍然用指揮型或指导型的职能来思考和应对问题，受影响的不仅是中国十几亿人，还有全世界十几到二十几亿人的生活。

今天，全球所有的主要媒体，几乎每天的头版都有跟中国相关的内容。这是因为中国政府的很多决策，已经在全球产生了广泛深刻的影响，与至少几十亿人的生计、利益息息相关。大多数国家在从农业经济向现代科技经济转型的过程中，政府职能已经逐步从指揮、指导型转变为共和、商议、支持和服务型。政府职能的转换不仅是中国当前发展的现实要求，也是由中国经济体的本质所决定的。中国要和所有的国家有贸易往来，要把生产

的一半销售到全世界，决定了我们对政府职能的思考必须充分考量到这些人的利益、想法和经济现实的要求。

这三个例子说明，进入中等收入阶段后，经济累进增长的现实与传统思想、治理结构和人性变化的缓慢之间会形成很多观念上的落差。这些落差会体现在经济的各个方面。因此，我们需要不断去重新检测那些已经阻碍经济发展的旧观念，并做出调整。

三、关于中等收入陷阱、中等收入国家的跨越和当今国际关系

回顾过去 500 年的现代化进程，无论是中国还是其他国家，都积累了一系列经验和教训，为我们提供了很多有益的指导。在此基础上，我们展开第三个主题，中国能不能跨越中等收入阶段以及中国如何应对今天的国际环境。

首先，3.0 经济之所以能够持续不断、自发地增长，主要是因为它内部所有的经济要素能够进行充分交换与流通。每一次自由贸易、自由交换的过程，都会带来 $1+1>2$ 的效果，而在知识层面的交流甚至能产生 $1+1>4$ 的功用。所以，商品、服务和思想的自由交流越多、越充分，它们创造的增量就越大。真正现代化的、可持续增长的 3.0 经济体，都具备这样一个最重要的特质，即经济体中全要素的充分交换和流通，没有堵点。

再来看中国目前的状况，有哪些要素尚未实现这种充分的交换、流通？这里我举两个例子。

第一，中国的个人消费占整体经济的比重只有 40%，这一比例近年来持续下降。与此同时，储蓄率却一直在上升，从 40% 增加到约 50%。绝大部分储蓄存留在银行体系，而银行体系主要由国有银行控制。国有银行体系能否将这些储蓄充分地交换到经济循环中？答

案是否定的，古今中外都没有成功的案例。要让储蓄资金进入到真正有利于经济增长的体系，需要一个现代化的资本市场和现代高效的金融体系，来促进资金的有效配置和流通。

回顾现代经济的发展历史，最早的金融体系诞生于一个很小的国家——威尼斯。威尼斯是人类历史上持续时间最长的共和国，从中世纪中期一直延续到拿破仑时期，长达一千多年。在公元 1000 年到 1500 年的五百年间，尽管威尼斯只有十几万人口，却几乎垄断了当时连接亚洲与欧洲的最重要的贸易，成为当时最大的贸易帝国。威尼斯成功的关键是什么呢？威尼斯最重大的成就是首先发明了现代金融体系的很重要的一部分：复式记账法，然后又发明了与现代贸易相关的股份制、保险制度和现代银行体系。

当时的威尼斯主要依靠金融和贸易，腹地狭小，缺乏农业和工业，而且其他国家仍处于农业文明的时代。所以，威尼斯还是无法发展出真正的 3.0 现代科技文明，但是威尼斯发明的金融制度和工具很快在下一个国家——荷兰——得到了进一步的发展和衍生。

1581 年，荷兰宣布独立，随后经历了长达 70 年的独立战争，但在 17 世纪一举崛起成为最重要的远航贸易帝国，当时全球约四分之一的贸易都是通过荷兰的船只完成。荷兰的人口只有几百万，比威尼斯大不了多少，但是荷兰产生了现代金融体系的全部胚胎，其中最重要的是发明了由公众参与的有限责任的股份公司制度。全球最早的公众公司就是荷兰东印度公司。荷兰还建立了中央银行和证券交易所，其证券市场发展程度之高，甚至出现了人类历史上第一次交易泡沫——郁金香泡沫。因为这些创新，当时荷兰的人均 GDP 远超欧洲其他国家十几倍，并在接下来四百年间始终位居全球前十名。今天荷兰仍然是全球最大的贸易国家之一，保持了四百多年的繁荣。

当然荷兰也未能发展出标准意义上的 3.0 经济。有工业、技术、制造业的 3.0 经济，是由英国完成的。英国是怎么完成的呢？英国历史上最重要的事件是 1688 年光荣革命。光荣革命达成了两项成就。第一，在治理上采用了共和的、君主立宪的体制，自此，英国不再有完全独裁的权力，皇权要受到各种力量共同的制约。第二个意义可能更加深远，它

完成了一次“并购”：荷兰和英国在金融市场上合二为一。当时荷兰事实上的领袖威廉三世和他的妻子玛丽二世成为英国共同的国王，所以威廉三世同时是荷兰和英国事实上的最高领导者。他把荷兰的整个金融体系全部移植到了英国，这是一次制度上的合并。

这次合并的直接效果就是为英国带来了一套完整的现代金融体系，那么一套完整的现代资本市场和金融体系提供的最终产物是什么？

资本市场提供的不仅是资金，更重要的是信用体系。银行也可以提供资金，但无法提供信用体系。信用体系是什么？企业家要有企业家的信用，投资人要有投资人的信用，连接储蓄和投资的中介机构要有中介机构的信用，最终汇成一个结果——把完全不懂商业的普通储蓄者的这些小钱，集中在一起形成巨大的投资力量。投资力量的结果是产生有效的生产力、有效的供给和需求，产生有效的利润并重新回流，形成一个整体的充分流动的过程。这一过程里，每一个行业都是独立的、专业的端，都不和最终的结果直接联系但都高度相关。它的相关性都是通过信用间接建立起来的。所以一个普通的小储户最终也可以参与到一个成功的公司的一小部分，买一股也可以聚起来。整个过程中，每一个有信用的中介都扮演其应该扮演的角色，在信用的基础之上，把这些资源最终汇集到最值得的最终的企业和消费中。

整个过程建立起来的是一套完整的信用体系。和信用体系相关的又是一整套的法律制度、纠纷的处置、习惯性的做法、还有大家的信任。这套体系非常难建立，也需要不断试错。英国自从移植、建立起这套体系之后，和欧洲的战争就再未失败过。过去，英国由皇权、自身资产、收入和领土来支撑战争，承担无限责任，现在它被新的信用体系取代了。通过这套体系，英国发行的债务一度超过本国GDP数倍，它吸引了全球的投资，从未有过破产、赖账。这是第一套真正现代的资本市场体系。

当技术革新开始出现的时候，这套现代的体系使得英国能迅速地建立起现代意义上的、可持续发展的、第一个现代化的国家——3.0 经济，自生的、自发的、持续增长的经济体系，这就是我们定义的现代国家。

回到前面的两个数字，中国个人消费占 GDP 比重只有 40%，将近 50% 用于储蓄，储蓄几乎全部由国有银行体系来支配，其效率有限，也无法建立信用体系。我们建立起来的还在启蒙阶段的资本市场体系，最近这些年也在萎缩。中国现有的这套体系远远不是现代意义上的资本市场体系，目前还没有能力把大量储蓄转化成潜在的消费，把经济运转起来。

但是中国与英国有着相似的历史机缘。这个历史机缘是什么？英国给中国留下了一份礼物——香港。

香港具备了现代资本市场的所有要素：完备的制度、法律、历史传统，纠纷解决机制，信用中介机构和传统上国际投资人和国际社会对它的信任，但是这些优势尚未被真正利用起来。如果说荷兰与英国是一种对等的合并（merger of equals），中国对香港的关系则更像是收购（acquisition），而收购所得往往未必足够珍惜，这是一个很大的区别。如果香港的优势能被真正地利用起来，它可以作为中国资本市场重新运作起来的一个重要胚胎。香港和中国内地的资本市场可以分别单独运行。这就像早期的深圳特区，完全实行不同的体制，两种体制并行，最终促成了改革的浪潮。道理是一样的。沪港通是一个重要的创举，但也仅仅是一个开始，我们如果能充分利用起通过收购得来的这一套香港市场体系，是可以建立起现代的、具备信用功能的资本市场体系的。今天的实际状态和这一目标的差距还比较远，对于它的理解和重视程度还远远不够。而且这几年的一些做法已经威胁到了香港作为独立金融市场存在的根基，如果不能及时纠正，后果不可估量。

因此，我们的经济与其潜在的真实增长水平之间还差得很远。目前我们只能依赖政策刺激，但是刺激不太可持续。只有通过刺激带来可持续的增长才有效，如果刺激不出可持续的增长，那只能每年都依赖新的刺激。

我们一直在谈“中国式现代化”，这是对的，因为每个国家都有其独特性。但是中国式现代化其本质也是现代化，所以它也具备很多共性。我们要在共性的基础之上推动现代化。共性、个性二者相辅相成，才是真正的实践。

共性是过去几百年中，人们根据失败的教训和成功的经验总结所形成的，对什么方式可行、什么方式不可行的一种共识。如芒格先生所言，常识是最稀缺的认知。因为这些认知往往是在违反常识付出代价后才形成的。

现代市场经济从开始至今已经运行四五百年了，对其中的一些共识就无需再讨论、质疑，更不应再随意批判和否定了。这些共识最早由亚当·斯密在1776年出版的《国富论》中总结出来。当时，他观察到的市场经济体系从荷兰到英国逐渐成熟，已经实行了一两百年。他洞察到，虽然人的本性都是自私的，但是市场经济最伟大之处在于，通过分工和自由竞争，将个人追求私利的行为，转化为对整个社会有益的公利，实现社会资源的最佳配置，促进经济的不断增长，为社会所有阶层带来好处，促进阶层间的良性流动。我们常说“人人为我、我为人人”的理想，其实在市场经济中已经实现了。市场经济体系就是通过“人人为我”的激励机制，实现了“我为人人”的社会公益。这个体系当然不完美，但是在人类发明的各种不完美的制度中，市场经济无疑是最伟大的制度发明之一。这已经被过去几百年中各种成功和失败的社会实践所反复证明，不必再去批判和否定这些已经形成的共识，不需要再支付这种违背常识的代价。

其次，在市场经济中，绝大部分资源分配的决策需要由私人来做出，正如某位企业家前辈所言，要让能够听到炮火的前线士兵去决策，后方的人听不到炮火，很难做正确的决定。所以，中国市场经济的成功，就是在政府不断让权、不断退出、从指挥转变为服务型职能的过程中实现的。科技发展也是高度市场化的经济产生的结果，而不是原因。这些不仅是市场经济的老生常谈，也是大家广泛认可的基本共识。

此外，还需要提供对人身和财产的基本保障。私企要发展，企业家首先得有生命安全的保障，没有生命安全的保障，谁也做不来成功的企业。法律纠纷的解决需要有程序正义。我们所说的法制跟法治的区别，很大程度上在于政府权力是否受到法律制衡，法律程序是否正义。如果发生“随意执法”、“选择性执法”、“远洋捕捞”等现象，企业家有没有权利通过法律来捍卫自己的正当利益？违法的官员会不会受到应有的法律惩罚？纵容违法行为的官员，会不会受到法律的惩罚？普通民众和企业家能不能通过法律和程序有效地维护自身的利益，而不是只能通过有更高权力的上级领导的行政干预？这是我们讲的程序正义。这些都是社会发展最根本的需求。

同时，健全的、完整的资本市场是让经济要素充分流通的最重要的保障。今天我们没有一个健全、完整的市场，结果就是个人消费只占GDP的40%，而储蓄率接近50%，这些数字说明资源没能完全有效地流动起来。事实上，所有国家在工业化起飞之后，进入中间盘整时期，都遇到过同样的问题，这不是中国独有的问题。一些国家成功度过了这个阶段；一些国家则经历了很多悲剧，甚至陷入战争，最终因为战争的失败反而走出了困境；还有一些国家仍然在这个过程中挣扎。我们怎么走过去？则既要维持市场经济的共性，同时也要尊重中国传统所赋予的个性，也就是实现真正的中国式的现代化。实现这一目标最终要靠实践的检验并且不断地去修正。实现现代化没有一个固定的模式可以照搬。

回顾改革开放之初，邓小平讲实践是检验真理的标准，行不行要看结果。他还说要不断探索，“摸着石头过河”，没有一定之规。在这个阶段，很多顶层设计往往不是特别适用，需要通过实践去不断地调整。实践的绩效指标（KPI）是什么？就是实现真正的现代化。那真正的现代化是什么？就是中国能够依靠自发的、内生的力量，产生可持续的经济增长。自发的、原生的、可持续的经济增长就是KPI。

其中最大的动力来源于个人消费占GDP的比例。这是最原生的、自发的、可持续的经济增长的原动力，其他都是服务于它的，都不是可持续的。可持续的就是不断的、更好

的、新增的需求，这就是市场经济最持久的、最原生的、永远没有边际的增长动力的来源。今天，中国个人消费只占 GDP 的 40%，但是有高达 50% 的储蓄可以转换成经济发展的动力，转换成新的服务、新的产品，诞生新的企业。中国拥有最优秀的企业家，最优秀的工程师，最广大、统一的个人需求和供给市场，也不乏有信用的投资人，以及对信用体系链条上的全球专业机构的吸引力。这些条件为实现自发、可持续的经济增长提供了巨大潜力。

相比之下，印度的个人消费占 GDP 的 60%，这种增长是可持续的，美国的这个比例超过 70%，它的增长也是可持续的。一旦中国进入到这个阶段，增长同样也是可以持续的。但是目前我们还没有进入到这个过程。这既是我们当下的挑战，也是一个重要的机会。

要从当前低迷的状态中重新点燃经济增长的动力，需要找到一个抓手。但是如果所有方面都想抓，很难成事，“既要、又要”很难做到，所以要有突破、要有重点。那么突破点在哪里？

经济整体是一个环环相扣的链条，涉及很多节点：企业家的精神、消费者的信心、官员体系的正向激励、外资的信任、中美关系的改善、国际贸易环境的优化，也可以是把香港的资本市场利用起来，保护它的独立性，恢复它的动力，等等。所有这些都是链条上的节点，这些节点彼此关联。那么，问题在于，哪一个是鸡，哪一个是蛋？从何处着手呢？答案很简单，每一个节点既是“鸡”，也是“蛋”，都可以“下蛋”，任何节点都可以开启链式反应，因为它们都是彼此相互作用的。激发任何一处，都可以点燃整个经济链条。但是，现在我们链条上的所有节点都出现了问题，这就是我们面临的时代困惑。

但是从今年 9 月份开始，我们至少看到政策发生了很大的转向。只要我们坚持实践是检验真理的标准，不断试错，坚持不懈，最终总会点燃某一个节点。一旦点燃，每一个节点都会带动别的节点，因为链条上的各个节点都是互相联系的，是一个整体，彼此互为因果，每一个节点都是“鸡”，每一个节点也都是“蛋”。所以不必拘泥于某个固定的方向，只要环境相对宽松，对于中国这样庞大的经济体，很多真正引发巨大变化的时刻往往

是偶然发生的。例如改革开放初期，谁能预料到几十个农户互相签下血书，开始实行包产到户，这一个简单的举措就点燃了中国 40 年波澜壮阔的改革？这一项改革在短短一年内就解决了当时中国的温饱问题，至少在局部地区解决了。同样的，深圳特区一个地方的改革迅速点燃了全国的改革浪潮，在很短时间内就解决了中国几十年都没能解决的问题。事实证明，许多重大变化并不需要提前规划，也无法提前规划，因为中国实在是太大了。

中国的潜力仍然很大，我们现阶段遇到的问题是所有经历过工业化起飞的国家都遇到过的，没有特殊之处。这些问题在很大程度上源于我们根深蒂固的观念——这些观念形成于农业文明时期，甚至更久之前——与新发生的巨大、复利性的增长带来的经济现实之间形成了巨大的落差。我们需要在这个落差中，重新审视过去的观念，检验哪些是对的，哪些是不对的？在实践中，我相信李光耀先生的理念是对的——对已经被证明正确的做法，坚决去复制推行；对已经被证明不可行的，坚决避免。这是一条非常简单却非常深刻的治国原则。最终我们还是要坚持实践是检验真理的标准，用实践结果来检验我们的想法和做法。在目前的发展阶段，最重要的实践就是推动中国自发的、不受外界影响的、可持续的经济增长，而其中最重要的变量就是个人消费占 GDP 的比例。如果这一比例从现在的 40% 提升到印度的 60%，中国的可持续的经济增长将会有很大的发展空间和前景。

在这个过程中，一定要把链条上的各个要素重新点燃、激活、串联起来。这个链条上有很多节点，有企业家、消费者、有作为的官员、外资、投资人、专业有信用的机构，还有中美关系、中欧关系、中国与东南亚、中国和其他所有贸易伙伴的关系等等。这些节点都是“鸡”，也都是“蛋”，全都是“可以下蛋的鸡”，任何一个节点被点燃，都能带动整个链条的运转。而现在的问题就是整个链条都比较静态，还未动起来，包括我们刚才谈到的香港这一份给中国的特殊礼物，相当于当年荷兰给英国的礼物。

而现代资本市场产生的信用体系，是国有控股银行体系无法提供的，这不是银行能做和应该做的事。银行无法承担风险投资的角色，如果让银行去做风险投资，大家就不会

放心把钱存入银行，那银行就不存在了。而英伟达这样的上市公司，正是通过把一点一滴的储蓄借助一系列中介机构、信用体系转化为资本，而诞生和发展起来的。这个体系里还包括法律制度、例行规范，纠纷处理机制、历史惯例，以及长期积累起来的信任。目前，中国只有香港的资本市场具备了现代金融市场体系的全部要素。如果不能保障它的独立性，这个市场也无法有效运转。当年深圳之所以成功，就是因为其特区的独立性。要用好香港，至少在资本市场和法治领域，要真正落实五十年不变的承诺。因为信誉、信用体系的特点是积累起来需要很长时间，打破它却可能只需要很短的时间，很少的几件事。香港的市场和体系需要珍惜和呵护，而前提是理解它的重要性。

四、全球价值投资人应该如何应对时代的挑战？

我为什么要花这么多时间讲前面这些内容？因为距离上次演讲过去的这五年，最大的变化就是大家的困惑和不安明显变多了。而带着困惑和惴惴不安，想要坚定地持有股票，真正去做好长期投资，是非常困难的。最后，我们回到第四个主题，作为全球价值投资人，面对今天国际、国内的形势变化，我们如何去应对，如何去投资？

首先，我们的基本态度是：宏观环境是客观存在的，我们只能接受，微观层面才是我们可以有所作为的。这是作为价值投资人的基本态度。世界是客观的存在，它不会因为我们的愿望、臆想或主观判断而改变。我们的投资就是要 Take the world the way it is, not what we wish to be, what we want to be. It is what it is, take it (接受世界本来的样子，而非我们所希望的，也非我们所想要的。一切如其所是，坦然接受)。在此前提下在微观层面、具体公司上有所作为。

问题是，在这样的一种宏观的困惑下，还能够真正地坚定持有这些公司吗？即使经过了仔细的调研分析，对公司本身充满信心，在这种情况下能够坚定去持有它们吗？经过前面的铺垫，这正是我们今天要谈的核心问题。

要回答这个问题，我们首先要回答，在世界从农业文明迈向现代文明的长期、大规模的演进过程中，全世界包括中国都经历了巨大的变化，在这样的历史背景下，什么是真正的财富？投资的目的是保存、增加财富，所以我们必须先回答一个问题，什么是财富？我们投资的是什么？我们投资的目标又是什么？

举个例子，在农业文明时代，财富就是土地和人口。那么，今天土地还是不是财富？回顾整个世界历史，尤其是在欧洲，封建体系持续了数百上千年，很多国家的封建制度都因革命而瓦解了，除了一个例外——英国。这几千年来，英国没有发生大的革命，许多原本拥有土地的贵族至今还保留着很多土地和宏伟的城堡。在过去，他们是最富有的人。然而，今天这些贵族还富有吗？答案是否定的。大多数仅拥有土地和城堡的贵族已经不再富有，甚至变得相对贫穷。只有少数贵族依然富裕，是因为他们有其他投资，而不是仅仅依赖原有的土地和城堡。

为什么会这样？因为维持土地和城堡需要大量人力。一个大型城堡动辄需要几十甚至上百的佣人来维持运转。然而，过去几百年间，人的价值发生了巨大的变化，导致今天的贵族已无法负担如此多的佣人。同样地，土地也需要雇人耕作，人的价值增加了，土地本身的产出增加相对比较少，乡间房子价值的增加也很少，维修成本反而很高。所以，这些没有转化成工业商业用途的土地城堡成了贵族们的负担，而没有成为财产。今天，仍能维持土地和城堡的英国贵族，大多是通过将城堡开放给公众参观来获取收入。例如，将城堡当作公园开放，收取每人五英镑的门票费用。我相信在座有很多人到英国旅游，参观过类似的城堡，甚至还有人租用城堡举办生日宴会、公司晚会、婚礼等等。这是一个土地和人口的相对价值变化的例子。

再举一个例子，现金当然有价值，但现金是财富吗？可能现在的同学没有印象，但稍年长一些的人应该都记得，改革开放初期有一个说法叫万元户，那时拥有一万块钱是很了不起的事。万元户被认为是当时最富有的人。然而，假设当年我们把这一万块存进银行，到今天连本带息，还能够让你是富人吗？显然不是了，现在很多人一个月的工资就超过这个数了。所以，如果只是把现金存起来，随着时间的推移，它就不再是财富了。

无论是土地、现金，还是房产（尤其是需要很多佣人维护的），都无法成为持久的财富。那么，在现代社会，什么是财富？财富的作用是什么？财富的本质是用来消费的。一个经济体的总量，归根到底是生产总量或是消费总量。所以，财富就是你在整个经济体的购买力中所占的比例。在农业文明时代，单位经济产出几乎不增长，经济总量存在一个“天花板”。在那种情况下，个人在经济体购买力中的占比相对固定，主要通过土地、人口、房产来实现，这些就是财富。

当经济开始进入到持续累进增长阶段时，尽管过程中可能会有波浪起伏，但长期来看是单向增长的。此时，如果你的财富是静态的，它将随着经济增长而逐渐萎缩。经济增长得越快，你的财富缩水得也越快。过去四十多年中，中国的名义 GDP 增长了数百倍，所以当年的万元户如今已不再富有。同样，在美国，百万富翁（Millionaire）曾经是一个了不起的概念，而前几天巴菲特在信中提到，过去的百万富翁大概相当于今天的十亿富翁（Billionaire）。可见，以现金为载体的、静态的财富不是可持续累进增长的财富。当经济进入到持续累进增长的时代，真正的财富应该用你在整个经济体中所占有的购买力比例来衡量。而你的有效财富，是你在自己愿意消费的经济体中所拥有的购买力比例。

所以，投资的根本目的是保存和增加你的购买力。衡量富裕程度的标准是你在经济体中所占的比例，而不是绝对数值。一个人比另一个人富有，是因为他在经济体中的购买力占比更高。今天拥有一万元，已经没有了当年万元户的意义，因为今天的实际购买力与

四十年前相比，已经发生了指数级的变化。真正的财富是你在整体经济中的占比。只要维持你的占比不变，你就保留了自己的财富，即使整个经济体因战争等因素导致“蛋糕”缩小，你的财富实际上并未减少；而如果你的占比提高，可能你的财富还在增加。但是进入现代文明后，“蛋糕”会呈波浪式的、持续累进的增长，这种持续增长正是现代经济最根本、最具定义性的特征。

今天全球八十亿人口中，大约百分之十几已经进入了内生的、不依赖外界的、可持续的增长阶段；百分之五十左右处于中间过渡状态，中国也在其中；剩余的人口还处于从农业经济向工业化起飞的初始阶段。这一趋势是一个历时数百年、持续不断的、不由任何人的意志而逆转的过程，是一场文明范式的变革。所以，作为价值投资人，你要明白什么是价值，什么是真正要去追求、保护和增长的财富——那就是你在经济体中的购买力占比。对像喜马拉雅资本这样的全球价值投资人而言，作为受托人，我们的责任是在全球范围内保持并且提升我们的购买力占比。具体来说，就是代表投资人，在全球最有活力的经济体中找到那些最有活力、最具创造性的公司，通过持有它们的股票来保障我们的购买力得以保持和增长。

这样，当整个经济体增长时，你的财富自然也随之增长；如果你的占比增加，意味着你的增长超过了平均水平。而即使整个经济体因为各种原因发生萎缩，只要你的占比提升，你的财富依然在增加。有了这样的财富观以后，你就会更理解这句话的意义：宏观是我们必须接受的，微观才是我们可以有所作为的。保持这样的认知，你就能心平气和地持有那些最具创造性的优秀企业，不再因宏观环境的波动而动摇。内心保持平和，才能够坚定持有你的筹码，你的购买力。这就是为什么我们要先探讨前面关于宏观的话题，但最终我们还是要回到投资的核心。

另外，进入文明范式转变之后，世界经济会持续增长，这一趋势不以任何国家的意志为转移。那些停滞在中等收入阶段的国家，如果无法跨越，经济的相对比例将逐渐降低。

以南美为例，十九世纪末，巴西和阿根廷都曾经是最有前途的发展中国家，然而它们尝试多次，都未能成功跨越“中等收入陷阱”，二战之后虽然又迎来一次机会，但到了八十年代之后，增长又再次停滞。与此同时，世界整体经济仍在不断增长。这两个国家一度跻身全球经济前列，如今已难觅踪迹。这正是因为当它们陷入停滞时，其他国家和全球经济仍然在高速增长，导致他们在全球经济中的占比不断下滑。这就是为什么我们必须保持一定的紧迫感。

作为全球投资人，你需要去你认为最有活力的经济体中投资，但同时也要关注自身的实际需求，在你需要消费的地方保持你的购买力。作为全球投资人，喜马拉雅资本的目标是在全球范围内，在最有活力的经济体中挑选最有活力、创造性和竞争力的企业，持有它们的股份，从而实现在全球经济体中保持和增加财富的目标。但是对于个人投资人来说，你需要在你愿意消费、需要消费的经济体中，保持你的购买力，这才是你真正的财富。比如，许多中国投资人主要的购买力需求在中国，可能并不需要在欧洲或是南美有购买力。

今天的环境下，这个目标能否实现？我们来回顾一下价值投资的起源。价值投资正是诞生于整个经济和宏观环境极度动荡、充满困惑的时期。最早完整阐述价值投资理念的人是本·格雷厄姆（Ben Graham），也就是巴菲特的老师。那么格雷厄姆是什么时候开始理解和实践价值投资的？他最早从1926年开始投资，前三年中，他与很多投资者一样，经历了“咆哮的二十年代”（Roaring Twenties），期间也做了很多投机操作。然而，1929至1932年的大萧条时期，他的投资合伙企业的帐面价值损失高达70%。痛定思痛，他才开始真正实践价值投资，并于1932-1935年成功弥补了之前的亏损。1936年，他创立了一个新的封闭式基金（closed fund），运营至1956年结束，二十年间实现了非凡的回报。期间，他于1949年出版了《聪明的投资者》，首次完整地阐述了价值投资的最重要的三个理念。

价值投资的奠基人格雷厄姆，正是在宏观经济面临巨大挑战时发现了价值投资的方法论。他在那个时代所经历的比我们今天面对的挑战要困难得多。当时，美国的失业率高达 25%，整个经济体萎缩了约三分之一到一半，具体比例取决于不同的评估方法。人们普遍感到前途渺茫，世界仿佛快走向末日。等他终于回本，开始新的基金时，世界又迅速陷入一场法西斯发动的全球性战争，这场战争最终导致上亿人死亡，数亿人受伤，世界上大部分的工业体系被彻底摧毁。在这样的时代背景下，他创造了卓越的投资业绩。

反观我们今天所处的时代，和格雷厄姆创建并实践价值投资的那三十年所处的时代相比，你会选择在哪个时期开展你的事业？在这样动荡、困惑的宏观环境中，价值投资恰恰能凸显优势，发挥作用。但前提你要明白自己要守护什么，投资的目标是什么。

另一位对价值投资的理论和实践做出巨大贡献的是经济学家凯恩斯。很多人都熟悉凯恩斯的宏观经济理论，以及他对战后布雷顿森林体系和全球金融体系设计的贡献，但是很少有人知道凯恩斯也是一位优秀的价值投资人。从 1921 年到他 1946 年离世，凯恩斯管理着剑桥大学最重要的国王学院的捐赠基金，25 年间积累了卓越的投资业绩。凯恩斯早期也曾有过很多投机，但是在不断的经验教训中，他开始总结出价值投资的核心理念。凯恩斯与格雷厄姆的事业轨迹高度重合，都经历了“咆哮的二十年代”、大萧条和世界大战。不过，与格雷厄姆不同的是，凯恩斯所在的英国在二战期间处于战火前线，而格雷厄姆所在的美国则处于战争的大后方，因此凯恩斯在这样的背景下创造出的业绩更具意义。

凯恩斯和格雷厄姆在理念上有许多共同之处，但凯恩斯的投资更强调对公司本身质量的考察。巴菲特和芒格后来在这点上与他不谋而合，从 1957 年至今，他们在六十多年的投资实践中将这一理念进一步发扬光大。

还有一位约翰·邓普顿（John Templeton），他对价值投资以及把价值投资推广到其他国家起到了重要作用。1939 年，正值战争期间，许多美国股票跌破一美元，邓普顿秉持“便宜就是硬道理”的原则，将当时在美国股市中所有低于一美元的股票各买 100 股，

共投入一万美元。四年后，当他卖出时，104只股票中有100只都取得了大幅上涨。1954年，他创建了邓普顿基金（Templeton Fund），开始将价值投资理念推广到很多其他国家。1992，这只基金经过38年的发展，历经市场的各种变化，取得了十几倍的收益。

我在1997年创建了喜马拉雅基金。在此之前，我在1993年买了第一只股票，就是从买便宜的公司开始。在投资便宜公司的过程中，逐步建立起自己的能力圈，并从寻找便宜的公司慢慢过渡到寻找优质且便宜的公司。1997年，基金成立之初，我就经历了亚洲金融危机。过去这几年中国市场经历了资本与资产的大幅回撤，许多人都遭遇了房地产、股票和其他证券价格的下跌。然而这轮下跌的程度与当年的亚洲金融危机相比，依然不可同日而语。1997-1998年亚洲金融危机期间，亚洲主要国家的市场普遍下跌70%以上，最惨烈的甚至跌了90%以上。我们的基金也同样面临了巨大的挑战，出现了比较大的波动，但那几年的业绩总和恰恰是我们收益很高的一段时期，那时的市场可谓遍地黄金。

说一件趣事，当时我在纽约与几位基金经理交流，其中一位是韩裔美国人。我们聊到各自的投资，他说对韩国很感兴趣，我说我也很有兴趣。当时的韩国股市以美元计算跌了80-90%，因为不仅股市跌，韩元也贬值了40%-50%。他说他正在做一笔交易：买入浦项钢铁（POSCO），因为它的市盈率（P/E）只有两倍，同时卖空三星电子，因为它的市盈率（P/E）高达三倍。他说这个交易非常棒，是他找到的最佳投资机会。这件事生动地反映了当时市场的状况。今天听起来或许很疯狂，但正代表了当时华尔街的主流想法和价值投资以外的其他投资风格。顺便提一句，这个人叫Bill Hwang，后来声名大噪，几乎导致瑞信（Credit Suisse）彻底破产，因为欺诈罪刚被美国法院判刑十八年。

这就是为什么真正的价值投资者能够在市场中获得长期收益。没有哪个市场是完全有效的，因为市场不是抽象的概念，而是由一个个具体的人组成的。大家可能觉得美国的市场是非常有效的，但我从事这个行业30年，管理喜马拉雅基金27年来，至少也经历了几次美国股市跌过50%，在2008-2009年金融危机时，美国股市跌得比中国还严重，当时

人们都觉得整个金融体系会彻底崩溃。COVID 疫情开始时，美国股市也一度跌了 30%左右。事实上，这种大幅下跌几乎每隔几年都会发生。2001–2002 年互联网泡沫破灭时期，包括亚马逊这样的公司也曾暴跌 90%。美国已经是全世界最成熟、最有效率的市场了，依然无法避免这种情况的发生。

所以价值投资的基本理念，以我这三十几年的实践来看，绝对是可行的。历史上的前辈们都是在宏观环境面临空前挑战的情况下，发现并实践了价值投资的基本理念。我在这里总结一下他们最重要的贡献。

本·格雷厄姆阐述了三条重要理念。第一，股票不仅是一张可交易的纸，它是一个公司所有权的法定证明。我们刚才谈到，在经济持续增长的过程中，股权能够保障你的购买力，这点很重要，投资的本质是保持和增长购买力。第二，市场由个体组成，而人的本性追求短期获利，所以人们往往倾向于把股票当作短期交易的筹码，而忽视了它是公司长期的所有权。可以把市场想象成“市场先生”，他是一个非常神经质的人，他的作用并不是告诉你真正的价值，而只是提供买卖的价格。这些价格往往会远低于或者远高于价值，对价值投资人来说，他提供的是服务，而不是指导。第三，未来很难预测，便宜是硬道理，一定要有足够的安全边际。因为你未必能完全理解一家公司，也无法清楚预测公司的未来。但是如果你以足够低的价格买入，留出充足的安全边际，你的投资就会更安心，你也更能坚持长期持有。例如，中国股市在 2005–2007 年经历了一轮大涨，2007 年之后，连续七八年大幅下跌，进入漫长的熊市。这一轮起落与美国股市及 2008 年金融危机高度相关，但在那个时期，中国经济表现相对不错，很多公司也展现出良好的基本面。当时的市场经过七八年的熊市，可以说也是遍地黄金，很多优秀公司的股价都跌到了具有很强安全边际的水平。因此，当大家恐惧不安时你往往你会发现很多机会。当这些具有巨大安全边际的投资机会出现时，你能不能抓住它们，在很大程度上决定了你能不能真正创造财富。

巴菲特和芒格通过六十年的实践，进一步丰富了价值投资的理念，提供了价值投资的另一条原则：长期的投资回报在很大意义上来自于优秀公司通过它们的长期业绩创造出来的价值。优秀的公司能够持续地增加内在价值，这一点正契合了现代经济本身的特性，即公司的内在价值可以随着经济的累进增长而无限地累进增长。这些优质公司具有长期高于行业平均和竞争对手的资本回报率。所以投资这类公司，财富增长的速度也会优于市场平均水平。但是，挑选和理解这些公司并不容易，所以投资人要建立自己的能力圈，明确知道自己哪些懂，哪些不懂，知道能力圈的边界在哪里，只投资能力圈范围内、那些自己能理解的优质公司，并长期持有。这是巴菲特和芒格先生的重要贡献。其实凯恩斯在他的时代已经开启了这种实践。

第五条是芒格先生的贡献。我与芒格先生有二十年的情谊，既是朋友，又是合伙人，他既是我的老师，也是我的家人。芒格先生每年夏天都和家人到明尼苏达州的一个小岛（星岛，Star Island）度假、钓鱼。钓鱼是芒格先生最喜欢的活动之一。我和太太及家人过去二十年中，每年都会参加。明尼苏达大概有一万多个湖，星岛就坐落在一个大湖中央。但有趣的是，每次钓鱼，芒格先生都会带我们去不同的地方，先要坐船驶出湖心岛，到岸上换乘一辆拖着钓鱼船的卡车，再驱车一个小时到其他湖去钓鱼，每次地点还不一样。后来我问他，查理，星岛旁边就有这么大的湖，为什么不直接在这里钓鱼？他说，你可以试试啊。我真的尝试了一次，结果发现湖里几乎没有鱼，很难钓到。但是我们去的那些小湖，每一次都收获满满。

后来我又发现，芒格先生每次钓鱼，事前也不知道去哪个岛，而是由一位钓鱼向导带路。他叫Leroy，家里两代人都经营鱼饵生意，所以他常年去不同的湖里寻找鱼饵。通过找鱼饵，他知道了哪个湖里有鱼，每个湖里鱼的品种、长势、时令、位置都不一样，这是他的独家知识。所以很多人向他买鱼饵，是为了打听哪里有鱼。芒格先生每次都让

Leroy 带我们去，每次都能钓很多鱼。我起初以为每个湖都有那么多鱼，但星岛湖的失败经历让我意识到每个湖确实不一样。

所以，芒格先生总结出第五条理念：投资就像钓鱼，要在有鱼的地方钓鱼。他说钓鱼有两条法则，第一条，要在有鱼的地方钓鱼；第二条，千万别忘了第一条。对投资人来说，第五点也很重要。明尼苏达有一万多个湖，但我们并不需要在最大的湖里钓鱼。对个人投资者，包括机构投资者来说也一样，不需要在最大的湖里钓鱼。中国的GDP有18万亿美元，拥有众多行业和公司。其中有些表现不佳，但是也有很多优秀的公司、不被大家充分了解的公司，也有很多被彻底错误定价的公司。投资人不需要了解所有公司，无需掌握所有宏观经济参数、政府宏观政策，更不需要准确预测未来十年的情况，关键是要找到那个能钓到鱼的“湖”。所以芒格先生说的在有鱼的地方钓鱼，就是强调了选择的重要性。后来我还注意到，每次跟Leroy去钓鱼，一整天湖里就只有我们一群人，这就保证了我们能在那钓到最多、最大的鱼。竞争不充分是错误定价的一个很重要的原因。

所以，投资人不需要过多研究宏观，不需要把明尼苏达的一万个湖都搞清楚，也不需要把中国经济、世界经济都研究透彻。但是要知道哪个湖里有鱼，哪里竞争不充分，而你又非常了解，在那里建立自己的能力圈，就像Leroy一样。Leroy通过寻找和饲养鱼饵，建立起独特的能力，能够找到那些不为人知的、鱼群丰富的湖。等到大家都知道某处有鱼，钓起来就不容易了，这是他独特的能力圈。

第六条就是我今天给大家讲的，基于对整个文明范式变化所做的总结：财富的本质是经济体中的购买力占比，价值投资的目标是在最具活力的经济体中，持有最具活力的公司的股份，从而保持和增长财富。这一条也是我们喜马拉雅基金过去三十年实践总结出来的经验和贡献。

我对现代化这一现象已执着思考、研究了四十几年，逐渐发现，过去几百年间，每个国家经历的都不是独特的现象，而是一场人类文明范式的转移。这种转移不受任何国家、

个人、或一小群人的意志所左右，全球经济呈现出一种单向性、波浪式的增长，短期内有起有伏，甚至周期性的起伏，但长期趋势是单向的持续增长。即使某些时期全球经济的蛋糕总量在缩小，如果你能保持自己的购买力比例，你就保持了财富。这样，当经济重新开始增长，蛋糕变大时，你就可以保持和继续增加财富。这一条原则是我个人的总结，希望通过今后的实践证实或证伪。

我再把这六条价值投资的基本理念重复一下：

1. 股票不仅是一张可交易的纸，它代表了公司的一部分所有权。
2. 市场先生提供给价值投资人的是服务，而非指导。
3. 投资必须要有充足的安全边际。
4. 投资人要明确自己的能力圈。
5. 去有鱼的地方钓鱼。
6. 财富是经济体中的购买力占比。价值投资的目标是在最具活力的经济体中，持有最有活力的公司的股份，来保持和增长财富。

我个人这三十年的经历也算是对这六条原则的注释。刚到美国时，我一文不名，只有负资产。走到今天，能有机会和大家分享我们的经验，确实归功于价值投资的实践。价值投资的理念是可以实践的，而且可以成功地、长期地实践。我希望像巴菲特先生和芒格先生一样，未来还有三十年的时间去继续实践价值投资。我今天依然像三十年前一样，对这个行业充满激情。这是一个可以与时代共呼吸、同增长的方式，所以充满了吸引力。

最后，我再讲一个小故事。大家都知道芒格先生一生投资的股票很少，但是他一辈子在坚持研究。他曾经分享过，他读《巴伦周刊》（Barron's）五十年，从中只发现了一个投资想法，但是他在这个投资上赚了几十上百倍的回报：他先在这个投资标的上赚了近十倍，然后投到我们的基金里又赚了十几倍。芒格先生在 99 岁时，又发现了一只很有

趣的股票，有点“政治不正确”，被极度地错误定价，所以他在 99 岁时出手买入了近十年里唯一的一只股票，而且活到看到股价翻倍。

今天恰逢芒格先生去世一周年刚刚过去。去年感恩节，星期四晚上查理在家人的陪伴下共度晚餐，吃甜点时感到不适，于是提前离席休息。第二天星期五的早上，芒格先生住院了，星期六清醒过来与家人作最后的道别，星期天平静离世。直到生命的最后一刻，他的生活都很平静，都还在从事自己最热爱的工作，从未停歇。这样的人生让我们倍受激励，倍感振奋。芒格先生用自己的一生、六十多年的投资记录，向我们展示了这个道理：宏观是我们必须接受的，微观是我们可以有作为而且大有作为的。从事价值投资可以让我们与时代共呼吸、同增长。我相信，有志于价值投资的人，无论身处何地、面临何种环境，都能够有所作为。我衷心希望大家能够持续投身这份美好的事业。谢谢！

问答部分：

问题 1：在持有优质公司的过程中，如果市场给出了明显高估的价格，达到什么程度时，您会考虑减持？

问题 2：长期持有优质公司并获得持续收益的人很少，这是否与运气和勇气有关？年轻人在信息不足或需要推翻认知的情况下，如何在不确定性中做出投资决策？您年轻时也有过这样的困惑吗？

关于卖出，我的考量主要有以下几点。第一，如果发现自己犯了错，会第一时间卖出。第二，当有更好的投资标的，其风险回报比（risk-award）和潜在损失和收益（downside-upside）更优时，会选择替换。第三，当市场出现了极端的高估泡沫。但是

估值很多时候是一个时间维度上的概念，很大程度上取决于公司的长期成长能力。人类共同的缺点是常常会放大短期因素，缩小或忽视长期因素。所以要培养起自己的能力圈，你研究得越深入，理解就越透彻。短期高估如果与长期增长相比，就没有那么重要。但是找到并理解能够长期增长的公司是一件极其困难的事。这类公司具有长期持续地超越对手的竞争力，有很广阔的增长空间，而且具有优秀的资本回报率。这样的公司凤毛麟角，因此我们称之为“圣杯”（holy grail）。最优秀的投资，往往就是投资在这些具有长期持续竞争力和增长潜力的公司上。一旦你真正找到、理解了这样的公司，我通常建议不要轻易地丢掉这个筹码。如果因为觉得高估了卖掉它，再想买回来，你会发觉还是面临同样的问题，它还被高估，你还是得继续等待。在等待的过程中，它的增长可能已经远远超出你原本预估的价值。如果是真正优秀的公司，这种情况更可能发生。如果不是优秀的公司，那是另外一个问题。

一个人一辈子的投资生涯里，真正找到这样的公司不容易，因为这样的公司本来就稀少。一家你研究明白的优秀公司，还恰好很便宜，这种机会非常罕见，我在 30 年的投资生涯中，也只遇到过少数几次。同时，能否长期持有这样的公司也很重要。无论你持有了多久，都要不断地去学习。

以伯克希尔·哈撒韦为例，我们都觉得它是一个城堡型的公司，由全世界最优秀的投资人打理，60 多年屹立不倒。然而，它的股价也曾有过三四次下跌超过 50%。在那个时点你能不能继续持有，很大程度取决于你是否深刻理解这家公司拥有的资产。这种深度理解并不简单，因为伯克希尔拥有许多优秀的资产和子公司，要真正弄明白，需要长期的研究和积累。

再举一个例子，我们持有比亚迪已经 22 年。在这 22 年里，它的股票至少有七八次下跌了 50% 以上，有一次甚至跌了 80%。每次股价大幅下跌，都会考验你的能力圈的边界的真实性。你是不是真的懂？是否真的知道它的价值是什么？它创造了多少价值？在某一

年，比亚迪创造的价值可能是增加的，但股票却跌了 70%。这个时候才真正地考验你是否拥有能力圈，只有触摸到边界，才能确认这个圈是否存在。在我们持有的这段时间里，比亚迪的销售额从十亿元增长到近一万亿元人民币，且尚未封顶，仍然在增长，仍然在创造价值。这就是投资的有趣之处。

所以，持有股票的时间长度和卖出的时机，很大程度上取决于你的能力圈是否真实，以及你是否真正理解一家公司。投资并不是买入一只股票就高枕无忧了这么简单。如果这么容易，早就遍地都是富人了。投资不容易，但它是一项有趣且富有挑战的工作。

第四种情况是作为受托人，有时我们卖出也是迫不得已。如果是满仓投资，遇到赎回要求，因为我们的基本原则是不借债，这种情况下就可能需要卖出部分持仓。我们坚持不借债的基本原则，是因为只有不借债，我才能够经得起整个投资组合下跌 50% 的极端情况，个股大幅下跌是投资中很正常的事。如果在投资生涯里没经过几次这样的考验，你很难弄清楚你的能力圈是真的还是假的，你是真明白，真勇敢，还是真鲁莽，真运气。

股票市场确实非常考验人性。如果你对投资标的不理解，迟早会在某一刻被市场打败。所以真正明白很重要，要不断地加深和拓展自己的能力圈，坚持终身学习。所以我刚才在演讲的最后和大家分享，芒格先生在 99 岁时买入了一只股票，而他对这只股票所在的行业已经研究了至少六七十年。重要的是，你的能力确实是可以复利式增长的。所以年轻时，可以从简单的做起，比如先买最便宜的股票。因为只有价格足够便宜，你才能安心地长期持有，从而有充裕的时间去理解企业和生意。在理解企业的情况下，再去拥有那些真正优秀的公司。长期持有的前提是真正理解，而不是为了长期持有而长期持有。价值投资的核心是理解价值，支付的是价格，购买的是价值，最好去买那种能够不断增长的价值，至少要买在远远低于价值的价格上。能力圈要一点点建立，不必着急。

问题 3: 如何看待美国进入 3.0 时代的路径? 除了参考中国香港的发展, 中国是否还能借鉴美国崛起的一些经验? 此外, 在改革与崛起的过程中, 高层决策在多大程度上决定了经济发展的成功?

从长远的视角来看, 我们今天看到的是一个文明范式的变化, 不以任何个人、任何国家的意志为转移, 是由现代科技文明中经济可持续累进增长的规律决定的。如果一个国家停滞不前, 就会落后, 因为其他国家还在增长, 比如过去几年中国的经济总量相对于美国其实是收缩了。有的时候我们还要观察这个民族是不是一个成功的民族, 大家是不是还在认真努力去做事。现在中国影响的是国内的十几亿人, 再加上全世界二十几亿人, 我们是命运共同体。有的时候确实形势比人强。

3.0 经济能够在这个时代真正立足, 有很多偶然因素, 其中最大的偶然因素是美国的建立。美国确实得天独厚, 地理广阔、文化多元, 可以接纳大量多种族的人口, 到今天依旧如此。所以美国的实践, 不仅是本国的实践, 也是人类各族群探索 3.0 文明的共同实践, 对世界具有广泛的意义。目前, 全世界经济体中已经有 10% 左右的人口进入了 3.0 文明, 但国际关系尚未达到这一阶段。现代化经济发展的铁律是最大的市场最终会成为唯一的市场。尽管市场之间存在很多栅栏、各种壁垒、关税和限制, 但实际上通过第三方, 整个市场还会连接、流通, 谁也离不开谁, 暂时的战争和冲突最后也会结束。

人类今天的组织方式还是以政府和民族国家为单位。尽管在经济上, 全球已经形成了一个共同市场, 但是在国际关系上, 仍然是一个以民族国家为单位的松散体系, 没有一个国际政治组织形式。其根本原因在于, 3.0 文明的经济以复利形式增长, 增长的速度很快, 可是人的本性基本上不变, 人的组织方式、心理结构、文化诉求、宗教信仰变化很慢, 这种落差是长期存在的。无论是国际关系的变化还是国家内部的治理, 都是一个很漫长的过程。如果了解其他国家的现代化历程, 就会明白中国今天的很多困难并非无解。回溯中

国从 1840 年以来的现代化实践，再对比过去这几年的挑战，你会发现当前的困难不过是茶杯中的风波，无需太过担心。作为投资人，最关键是要找到那个有鱼且人不多的湖，去那里钓鱼。你不需要厘清所有事情，也不需要在最大的湖里与人潮竞争。这就是价值投资美妙的地方。

问题 4：如何理解什么是便宜的公司，是看 P/E 吗？公司的 P/E 有个范围，P/E 和增长率相关的，应该怎么看？

便宜是一个多维度的观念，是相对价值而言的。在本·格雷厄姆的时代，他专注于有形资产价值，只看那些可以立即变现的类现金、可交易证券、立即可回收的应收账款，甚至连房地产都不在考虑范围内。在 1930 年代大萧条时，这类股票很多。1993-1994 年，我刚开始投资时，美国股市上也有很便宜的股票。我的第一个“十倍股”，当时市值 3 亿美元，账面价值有 5 亿，其中 4 亿是一家上市公司 TCI 的股票，TCI 后来成为美国最大的有线电视公司。当时我不看 P/E，也不清楚那剩下的 1 亿美元资产是什么。后来我发现，这 1 亿美元资产非常值钱，都是卫星通信和无线网络的牌照，是美国最早的无线通信系统的基石。当时我并不理解这一点，误打误撞买了之后，决心深入研究有线电视公司，才意识到无线网络牌照真正的价值。所以，买得便宜有时会带来意外的收获，但是买完之后必须去深入研究，懂得越多，收获的价值就越大。

用 P/E 作为指标去衡量公司价值，关键需要明白这个盈利（earning）的质量。比如，盈利是否具有周期性？如果 P/E 低，是因为它处在周期的顶点，因为盈利中包含了很多一次性的或周期性的成分，还是因为它的盈利确实是长期的、稳定的、可持续的？弄清楚盈利的质量之后，才能判断公司的长期增长能力。每家公司的价值都不太一样，你一定要明白自己投资的是什么。

问题 5: 优秀的企业家有什么特点，有没有共性？

这个问题非常有意思。30 年来我认识很多成功的企业家。你只要经历得够多，就会发现这些成功人士，其实和你一样，早期也都从一文不名开始。我认识杰夫·贝索斯的时候，他跟我一样，也是初创公司的创始人，我们一见如故。他邀请我去亚马逊演讲，当时公司就一百多人，而他刚租下第一个仓库。其实每一代人都有自己成功的故事，江山代有才人出。

每一代优秀的企业家之间有很多共性，也有很多差异，无法统一归类。如果说有共性，可能最重要的是永远保持乐观。世界上所有的事都是半瓶子满、半瓶子空，没有哪瓶水是全满，也没有全空的，而成功的企业家都选择看满的那部分。因为创建一个企业，永远有无穷无尽的困难和挑战。如果你天天盯着半瓶子空，把自己和旁人讲得很沮丧，怎么能找到合作伙伴呢？人要有理智分析，但是企业家要选择相信相信的力量。未来并不容易预测，很多时候要选择相信。相信，在 3.0 文明范式变化中特别有用。为什么呢？因为潮涌之时，众船皆高（Rising tide lifts all boat），经济体本身在增长，会奖励那些选择相信的人。所以永不言败是成功的第一步。所有成功的人都具备永不言败、保持乐观、相信未来这些基本的性格。

市场经济的优势在于，它不清楚哪一种人能成功，也不管哪一种人能成功。埃隆·马斯克这样的人在中国很难成功，很难被广泛接受。马云在今天还能不能成功也是未知数。一个有高度包容性的社会才能够人尽其才。因为市场经济是由竞争结果来决定的，没法事先判定。没人知道哪一种人特别适合，况且在不同的时候标准也不一样。所以自由很重要，提供空间很重要，任何人在市场经济中都有机会。这就是为什么市场经济从“人人为我”最后变成“我为人人”，从私利出发最后成就了巨大的公利。它把所有经济要素

全部循环起来，任何才华，在市场经济中永远不够用，多少都不够。所以要不断地学习，不断地充实自己，再成功的企业家也得不断学习，否则只能成功一时。所以保持乐观、永不言败很重要，持续学习很重要，让别人能够信任你，正直诚信（integrity）也很重要。但除此之外，真的是人尽其才，不拘一格，所以整个社会环境需要包容性。

问题 6：投资的意义是什么？个人投资者的认知和能力圈会提升，会获得投资收益，但是除此之外还有什么价值？

最后我来回答这个带有哲学色彩的问题，投资人是寄生虫，还是对社会有益？尤其是价值投资强调便宜，总在低价买入，每次买入就意味着有人卖出，那么你的投资盈利是不是来源于卖出的人的亏损？答案是否定的，价值投资人绝对不是寄生虫。刚才演讲里谈过这个问题，即为什么资本市场是现代经济的必要前提和基石。进一步说，资本市场的存在是让所有的经济要素能够循环起来最最重要的保障，资本市场最终要有效率，就是要把钱投给最有生产力、能够提供市场最需要的产品和服务的公司。假定一个普通人每月挣一千块钱，拿出五百块来储蓄，想要投到最优秀的公司，中间需要经过一个很长的链条，链条上每一个节点都非常重要，都不可或缺，到最后的资本市场、公开股票市场，其最重要的功能就是它能够合理定价。合理定价是说最终价格和价值要大体相符。

我们说资本市场并非总是有效，是说它短期有时无效。长期看，市场价格要随着价值浮动，价值是它的锚，这个市场才是有效的。让价格从短期的无效变成长期的有效，最重要的就是基本面投资人，就是价值投资人。价值投资才使得市场具有价格发现的功能，是市场能够把最值得投资的最有价值的公司和非专业的个人小储户相连接最重要的一环。构成资本市场的每一环都很重要，包括律师、券商、分析师、经理人等等，千万不要轻易地认为任何一环上从事金融的人都有原罪。这些专业人士和机构提供的是信用。当然这个

行业里的确有寄生虫。只有真正具备受托人责任的人才能够产生信用，也只有当每一个链条都有讲信用的中介，才能够产生整体金融市场的信用。自由竞争、优胜劣汰，加上法制化的监管及长期的实践才能产生真正有效率、有信用的金融市场。

我一般不谈持仓，既然大家都知道我们在比亚迪的投资，所以还以比亚迪为例，我们拥有了它 22 年，其间有 8 次它的股价跌了 50%，一次跌了 80%，如果没有像我们这样的价值投资人，比亚迪在某些危机时刻可能遭遇资金链断裂。比如大家知道今年就有很多高成长型的公司发生资金断裂。如果我们没有在 2010 年引入像伯克希尔这样有信誉的投资人，比亚迪的成功会面临更多的挑战，并不是说比亚迪不会像今天这样成功，只是说它会经受更多挑战。这是实事求是的说法，是一个非常鲜明的例证。如果没有价值投资人，资本市场就失去了价格发现的功能，不再有效，也就无法成为真正让储蓄运转起来的体系。所以优秀的价值投资人取之有道，是一个优秀企业不可或缺的伙伴，不仅重要，而且十分重要。

这就是为什么我第一次听巴菲特的演讲时，就决定从事这个行业，他给我解答的就是你这个问题。我个人一直对道德和社会正义比对赚钱更有兴趣，年轻时尤其如此。我最早理解的华尔街股市，就像《日出》里描绘的那些狡诈的寄生虫，暗箱操作、秘密勾结，令人鄙夷。而巴菲特使我明白，价值投资的本质是双赢，投资人其实是公司成长很重要的一个环。我在早期的投资生涯中也做过一些风险投资，作为天使投资人，帮助十几家公司成功创建并发展。对 VC、PE 来说，投资人的作用就更明显了。一个真正有声誉的、有信用的公共市场投资人，长期对公司的背书起到同样重要的作用。而且公共公司的存在，对于把储蓄转化成有效的社会资源，对于这些公司能够成长起来至关重要。这是我们整个现代经济能够进入到自生性的、可持续的长期增长最重要的一环。所以每一个链条上的人，都发挥着极其重要的作用。

这些是常识，却很稀缺。你问的这个问题很重要，这些知识要慢慢地去理解。所以为什么我们要开设这门课，为什么要讲这些，为什么常老师、姜老师、助教和志愿者花那么多时间做教育工作？就是要把常识变成共识，这样社会才不会动辄将资本市场上的人妖魔化，为这个行业强加原罪。缺乏这样的共识，一个国家会被困在中等收入陷阱里，无法形成正向循环。个人储蓄率从 40% 增加到 50%，意味着 GDP 缩减 10%。GDP 减少导致大家对未来的期望降低，进一步导致消费减少，引发公司裁员。也就是说，当经济开始缩减的时候会越来越缩减，当经济在扩张的时候会越来越扩张，所以需要救市，需要刺激，但是消费端出现的问题，增加供给是解决不了的，需要增加实质性的可持续的需求。这些环节就是现代经济的基本，也是稀缺的常识。教育最重要的是要把这些常识真正地变成共识，让经济在这个基础之上持续发展。但是这种稀缺又很自然，我们从农业文明时代经历上万年演化过来，大部分人的财富观是静态的，凡是赚钱的人我们都觉得他赚的是不义之财。这是静态的 2.0 时代的思考惯性。我把狩猎文明、农业文明、科技文明命名为 1.0、2.0、3.0，就是为了将其显著区分，因为我们的观念很多时候滞留在上一个文明状态，不理解动态的经济增长、复利增长。财富是动态的，是被不断创造的，大家回到英国贵族、回到万元户的例子，就能明白这一点。所以我们很多观念需要改变。

今天也用这个问题来结束我们的演讲，就是真正的价值投资人具有受托人的意识，为企业和资本市场做出了很重要的贡献，是现代经济发展中不可或缺的一部分。希望每一个从业人员真正能够做到对得起这份责任。谢谢！

2024 年 12 月 7 日