

无为而治 不劳而获——释老毛谈投资系统

人物经历

在冬日午后的一所咖啡馆，我见到了在雪球网具有极高人气的股友释老毛。他是一名削瘦斯文的 70 后，虽然已经三十多岁，看上去像 80 后，眼睛里还时不时闪动一丝孩童般狡黠的光芒。他笑称，自己只是个业余投资人，没什么可值得采访的，人生经历平平淡淡，不像有的股友有苦大仇深的童年、屌丝逆袭的精彩、几起几落的悲壮、叱咤风云的传奇。他出生在一个北方的小城市，上大学、读研，读研阶段导师认为有点小聪明，就建议他继续深造，于是一口气读完了博士，选择了一所大学作了教师。作为一名 70 后，他戏称 70 后是中国最幸运的一代人：出生之际，正赶上文革结束；80 年代上小学，没赶上大书包、补课班；90 年代上中学大学，没赶上大学扩招泡沫；00-05 年，就业创业安家置业，赶上入世后黄金十年，刚买完房就让这代人享受了资产泡沫的魅力；05 之后，手头开始有积蓄的时候，又赶上了股市罕见的长熊，能够在 A 股难得的底部从容建仓……。作为学者和教师，时间比较自由，理论要和实践结合，要接地气，于是运用自己的专业知识，他还是业界小有名气的专业人士，参与过公司改制，做过独立董事，甚至还与人合伙创业办过公司，现在已经成长为某细分市场的龙头，不过他自认为不是帅才，也不是将才，根据性格和兴趣只适合做做军师、幕僚的角色。现在基本上一周用 1-2 天处理一下工作事务，其他时间就是个深度宅男，除了出门旅游出差之外，就是闭门读书、思考、写作、投资，厌恶奢侈品消费和无聊应酬，过着苦行僧一样简单而乏味的生活。“除了投资回报赶不上巴菲特，生活倒是越来越价值投资了”，释老毛自嘲道。既有学术训练形成的科学思维方法，又有创业投资的实业经历，独特的个人经验形成了自己稳定成熟的投资系统，释老毛说，“就让我们聊聊投资系统吧”！

个人经历铸就投资系统

《红周刊》：老毛，你的网络 ID 叫“释老毛”，这个名字很奇怪啊？

释老毛：呵呵，其实这个网名注册的时候是想到了自己比较推崇的三位东方思想家，就各取了一个字。“释”是释迦，“老”是老聃，“毛”是毛润之，自己没事喜欢研读，他们的哲学思想对我的价值观和投资系统也有深刻的影响。

释迦之学，万法皆空，诸法无我，如果实体生活都是梦幻泡影，那么股市更是影子的影子，何必要沉迷于股价的波动，看透了股市，才能远离市场幻影。

老聃之学，上善若水，包含了股市投资的要义，就是我构成投资系统灵魂的八个字“无为而治，不劳而获”。

毛润之之学，告诉我们，做什么事都必须独立思考，任何普遍真理都要和中国具体实践相结合，走自己的路，让别人去说吧。

《红周刊》：做实业的经历对你投资系统形成的影响？

释老毛：投资人做过实业和没做过实业的，股票投资的思维可能是截然不同的。投资的本质就是一句话“买股票就是买企业”，而对这一句话，有实业经历的人体会可能更深刻。我个人体会会有三点：

第一，做实业不相信故事，股市爱讲故事、爱听故事、爱预期未来、爱画饼充饥，做过实业就知道，这世界上 99% 的故事其实都是故事而已，中国在一切非垄断领域的竞争都是异常残酷和激烈的，马云、周鸿祎这些企业家的胜出，既有运气成分，也有个人特质，都是些特殊材料做成的人啊；

第二，做实业更重视现金流，cashflow 就是生命线，账上没有现金，发不出工资，公司说倒就倒了，你和讨债的员工、供应商谈愿景、谈梦想，只能说脑子进水了，李嘉诚、巴菲特都是现金管理的大师，所以才能成为商海的不倒翁；

第三，做实业更重视分红，我认为最好的退出方式就是分红，我们合伙办的公司靠分红就把本金收回了，这才叫投资！PE、VC 靠 IPO、靠并购退出，本质也是搏二级市场的傻来赚钱，如果 IPO 永远不开闸，你的投资怎么收回成本？

《红周刊》：投资系统为什么非常重要？

释老毛：悠悠万事，唯此为大。在股市上赚多少钱不重要，活得久才重要。一个投资者要想在股市上生存下来，必须建立一套属于自己的投资系统并严格执行，否则就算押中一两只大牛股赚了钱，最终几轮牛熊交替下来也迟早得被市场消灭。很多股民根本分不清投资和赌博，以为抓住只大牛股就是投资，跟风别人投大牛股就是投资，这其实都是赌博，因为这种投资成功是不可持续的，也是不可复制的，本质上与买彩票没有区别，彩民中一次奖收益率可能远远超过投资，但继续买下去，彩民们最终大多数必然亏钱。

从概率上讲，任何时期市场风格轮换都会跑出一些牛股，牛股总会把它的投资者和鼓吹者塑造为这个时段的股神，例如今年的创业板牛气冲天，抓住牛股的投资者都以为股神附体了。如果一个人号称能抓住大牛股，但你的系统别人却无法复制，那这种“股神”不是概率上的幸运儿，就是满嘴跑火车的大忽悠。

巴菲特的成功不在于他能抓住大牛股，而在于他的价值投资系统能保证他能够几十年持续稳定的赚钱，这才是真股神！巴菲特年化回报才 29%，伯克希尔年化回报不过 22%，最后却成了首富，fast is slow！真股神必然有成熟的一套投资系统，他的成功是可持续、可复制的，例如巴菲特在 1984 年哥伦比亚大学演讲《格雷厄姆—多德都市的超级投资者们》论述过这个道理，价值投资系统保证了从格雷厄姆到巴菲特等一大批投资人几十年来持续跑赢市场。

《红周刊》：投资系统这么重要啊，能分享一下你的投资系统吗？

释老毛：投资系统有很多种，有价值投资、成长投资、趋势投资、技术分析，还

有把成长和趋势结合起来欧奈尔 Canslim 系统，太多了，其实每一种都有其有效性和局限性，关键是投资者必须建立一套自己真正信服的系统并严格执行，否则朝三暮四，追逐热点，随着市场风格变化而变化，市场炒小盘股时变成了彼得林奇，市场炒蓝筹时又天天念叨巴菲特，这是投资者不成熟的表现，没有自己的投资系统的股民，最后沦为被市场屠杀的群羊。

其实我不是一个原教旨的价值投资者。我的投资系统比较杂，融合了很多自己的经验，这么多年来一直在思考、摸索、完善自己的投资系统。总体受两方面影响比较大，一个是奥地利经济学派，主要影响宏观面的看法，另一个是巴菲特的价值投资，另外还掺杂了部分趋势投资的方法，根据中国的实践做了点修正。我的投资系统分为宏观、中观、微观三个层面，每个层面都有一些投资要点。

宏观层面——改革出牛市

《红周刊》：奥地利经济学派对你宏观面的影响是什么？

释老毛：奥地利经济学派源自我上学读书时的兴趣所在，它是一种右翼经济学思想，最有名的是上个世纪二十年代米塞斯、哈耶克为主的奥地利学派和左翼经济学家发生过一次大论战，当时的背景是苏联的“一五计划”很成功，但是西方世界遭遇了大萧条，以至于大量经济学家认为计划经济比市场经济更优越。奥地利学派指出，计划经济纸面上看很成功，但背后其实是资源配置的无效，致命的缺陷一个是信息的问题，一个是激励的问题，而唯一的解决方法就是市场机制！经历 100 多年的验证，奥地利学派最后完胜，苏联经济崩溃，人们看到了计划经济背后的真相。奥派学者哈耶克为货币为着眼点提出的宏观经济周期理论，对我理解宏观面很有帮助，有奥派学者用经济周期理论预测了 08 年美国次贷危机，也可以用这个分析框架来解释我国 4 万亿后的宏观经济状态。

《红周刊》：价值投资者到底用不用关注宏观经济？

释老毛：这个问题我也一直在思考，还没有一个最终的答案。巴菲特和其他价值投资者都说过，投资不用看宏观经济，只看企业就够了。我感觉巴菲特说不要看宏观的意思，是不要对宏观经济进行预测，因为宏观经济因素太多太复杂，根本无法预测，预测宏观经济就是算命。但是巴菲特并不是不关注宏观经济，恰恰相反，巴菲特对宏观面有惊人的洞察力，这从他的债券投资、白银投资可以看出来，巴菲特也是提前几年就对次贷危机发出警告。当然宏观面分析最牛的投资家还是罗杰斯，连巴菲特也称赞他“宏观大势把握能力无人能及”，判断出大宗商品十年牛市，在他的自传里把美国经济学教授和财经政要贬得一塌糊涂，这个人天分极高，他的眼光和能力很难被复制。

在我的体系里宏观面的关注是必要的。中国证券市场周期股占比较大，单从微观的企业报表中不一定看出问题，绝大部分成长股都是借着大景气高峰在表演，真正超越周期的股票凤毛麟角。宏观经济一不景气，很多所谓成长股、价值股都变成了成长陷阱、价值陷阱，跌下来是找不到底的。07 年钢铁、水泥、有色、航

运、汽车等都被市场当作成长股，08 年宏观经济步入下行周期，公司财报马上变脸，例如 st 远洋从高成长甚至亏损带帽。

《红周刊》：你投资主要关注宏观经济的哪些因素呢？

释老毛：宏观面因素太多，面面俱到就是面面不到，必须抓主要矛盾，我比较关注的是一个跟投资相关的脉络，就是货币。通货膨胀和经济不景气都是一个动态的传导过程：通胀的源头是货币超发，物价上涨后面的一系列现象是结果。流动性过剩，实际的负利率，会对所有市场主体发出错误的价格信号，最后做出错误的投资决策，企业把大量资金投入到低效率的大型工程，居民把钱投入到黄金、房子、和田玉、普洱茶等实物资产，所以会造成大量的无效资源配置，表现为经济过热，经济过热带来的物价上涨压力会逼迫央行不得不加息，大量的错误投资风险暴露，经济进入下行周期。宏观经济不景气不是一个普跌的过程，而是一个漫长的传导周期，从最脆弱的中游制造业（钢铁、水泥）传导到上游的资源业（煤炭、铁矿石），最终会传导到下游的消费业（零售、家电、酒业）。2012 年初，我在雪球网上有一个判断《今年专杀消费股》，一是基金热捧大消费概念把估值推高；二是宏观经济不景气传导到消费终端了，2011 年是中游的周期性制造业业绩大变脸，2012 年传导到了大众消费股，零售、家电、体育服饰纷纷变脸，然后继续深化扩展到了消费股的最后堡垒——奢侈品，就算没有八项规定茅台 2013 年也会是个小年。所以，没有真正的非周期股，没有行业能避开周期，只是传导周期和先后次序不同。

股市走熊还是走牛，长期是实体面决定的，中期是资金面决定的，短期是心理面决定的，股市是无数参与者的布朗运动，短期市场根本无法预测，能判断的只能是长期趋势。经济周期理论告诉我们，什么情况下会出现大牛市。我认为，从历史经验来看，真正的长期牛市唯一的基础就是实体面经济健康成长，体现在股市上就是每股利润稳定持续增长，从而催生出一个长期慢牛。经济健康成长在宏观面上最重要的一个支持就是币值预期稳定。关于通胀和牛市的关系，投资界争论很激烈。“通胀无牛市”最早是巴菲特说出来的，很多人不以为然，因为逻辑上通胀导致资产膨胀，资产膨胀推升股价上涨。但我认为巴菲特实际上是正确的。长期来看股票和债券区别不大，通胀会使股息实际购买力缩水，对应的资产价格其实应该降低。07 年是一个典型的通胀局面，基本上我们会清晰观察到，制造业的人工、原材料、资金成本越来越高，但终端产品的定价能力不足以克服通胀造成的成本压力，利润减少乃至亏损，最终调整必然来临，继而向上下游传导。

通胀无牛市，巴菲特是对的！从 08 年到现在，A 股已经是 5 年长熊，很多人理解不了，这一轮大熊市除了是对 07 年牛市泡沫的价值回归之外，还有一个深刻的根源就是 08 年底的 4 万亿政策。为救市 4 万亿释放流动性，打乱了所有市场主体的预期，市场的纠错功能和配置资源功能极度紊乱，为了抑制通胀，央行不是加息而是采取了提准的数量收缩型手段，导致了官方利率和民间利率的双轨制，价格信号进一步紊乱：一方面，官方低利率导致央企和地方政府投资冲动，地方平台贷问题引发焦虑，产能过剩进一步加剧；另一方面民间高利率导致高利贷横行，地下钱庄、影子银行问题突出。这些问题虽然有些是市场反应过度，但始终压制着牛市的来临。因此，通胀无牛市，09 年不是牛市，而是流动性推动

的一次熊市反弹，反弹过后就是一地鸡毛。

就我个人而言，07年清仓离场之后，08年从3000点就开始建仓，因为从历史数据看3000点时A股被腰斩已经进入合理估值区域，当时还是投资经验不足，结果分批建仓，从3000点一路抄底抄到2000点，没想到最后市场竟跌到令人难忘的1664点！08年是我投资史上亏损最严重的一年，市值缩水了28%，教训极为深刻，幸好09年市值将近翻了一番，算是对勇敢者的补偿吧。09年底我又一次基本清仓了，因为我骨子里就不相信靠印钞票能诞生什么真正的牛市，这是奥地利学派思想的胜利！

通胀无牛市，不光适用于中国A股，美国奥巴马政府实际上也在玩同样的金钱游戏，QE政策就是饮鸩止渴，罗杰斯一直在猛烈抨击美联储，卡拉曼今年有一篇最新的文章，说美股的欣欣向荣主要源于宽松政策，而美国中等家庭的实际收入已经回降到1995年的水平，对投资者来说，最危险的组合永远是脆弱的实体经济加上膨胀的金融市场。卡拉曼的判断和我是基本一致的，虽然道琼斯创了新高，但QE迟早有一天会被迫退出，美股的未来并不乐观。凯恩斯主义曾经在美国70年代造成了经济滞涨和道琼斯十年长熊。从本质上讲，任何奉行凯恩斯主义的左翼政府都不可能孕育真正的牛市。

《红周刊》：现在牛市已起步，这是你最新的观点么？

释老毛：如果以年为计算单位，从长周期上判断，这个观点是成立的。长期牛市是每股利润稳定增长决定的，那么是什么决定企业的每股利润在增长？归根到底是人，是人的奋斗，财富增长是靠人创造出来的，奥地利经济学家熊彼特提出的企业家精神。而人的行为是受到制度环境约束和激励的，只有在一定制度条件下，企业家精神才会被激活，让创造财富的源泉充分涌流。这个制度环境包括私有财产不受侵犯、交易自由、营业自由、司法独立审判、把权力关进笼子里等。制度经济学总结历史种种例子证明，财富增长的根源不是自然资源、人口、金钱等因素，归根到底是制度环境决定的，日本、韩国、香港、台湾，人口密度和资源匮乏超过大陆，但依然创造了东亚经济奇迹，很多国家资源丰富，但制度的落后导致人民赤贫。改革开放30年中国财富井喷就是因为中国人体内企业家精神被唤醒了，从这个角度来看，邓小平先生是真正的现代化中国的国父，是复兴中华民族的历史伟人！从这一届领导人的成长经历和执政理念来看，是一届尊重市场的政府，是一届改革的政府，是一届实干的政府。十八届三中全会，改革的力度、深度、广度，完全超预期，而且有专门的领导机构，有时间表。截止目前两个月，各个部门都在加速改革，比如注册制、优先股、自贸区、农地流转……。毫无疑问，减税、放权、放松管制，只要让市场发挥决定性作用，改革红利最终必然反映到企业的盈利上，而股价就是利润的影子。回顾一下美国80年代启动的持续近20年的超级大牛市，道琼斯从875点起步一路涨到了11700多点，仅指数就涨了十多倍，支撑长期牛市的基础就是80年代初的里根革命，里根革命把美国从凯恩斯主义统治的滞涨时代解脱出来，秘方就是减税、减少政府支出、放松管制、尊重市场，和我国现在媒体热炒的李克强经济学有异曲同工之妙。

除了宏观经济之外，目前证券市场改革也在为一个健康的牛市打下基础。注册制

之后上市公司结构会发生革命性变化，大多数没有真实业绩支撑的股票将落花流水，成熟市场的小盘股对蓝筹股是折价而不是溢价。基于保值增值的压力，我们的养老金、保险资金、社保基金等大型机构资金大规模引进股市，是迟早的问题，优先股推出就是一个例子，市场的资金结构也将发生深刻变化，未来的市场主宰，不再是游资、庄家、散户，而是产业资本、社保、险资、基金的巨无霸游戏。这些动辄百亿千亿级别的资金，其本质要求是安全性和流通性，小盘股根本无法满足条件，能寻找的标的只能是估值低廉、进出方便的大蓝筹。注册制改革是一个历史转折期，A股将完成成人礼，与所有成熟市场一样，散户市最终转变为机构市。

从估值看，沪深300仅10倍市盈率，中国经济增长率7%，这在全球都属于价值低估资产，牛市是有底气的。道琼斯都15倍市盈率了，现在国内蓝筹股相对于国际蓝筹股是低估的，如果未来国际板推出，资本项目下汇兑自由化，资金如水，水往低处流，也只会估值上提升而不是打压A股蓝筹。A股市场化改革如果成功，未来必然是蓝筹之天下。

总之，通胀无牛市，改革出牛市。牛市是必然的，不确定的只是时间问题，可能是两年，可能是半载，甚至可能我们现在已经处在牛市之中了，只是我们后知后觉而已，呵呵，我的股票账户市值近期创出新高，不知道算不算是个信号。

中观层面——笨象会起舞

《红周刊》：中观面看什么？

释老毛：中观层面看行业，在中国投资行业其实很重要，有的行业天生高富帅，有的行业天生苦逼，行业选对了就成功了一半。我主要看两个指标：

一看行业成长空间。最好的投资是“小市值+大行业空间”，再加上狼性的管理团队，就能够迅速抢夺市场份额，推动利润高速增长，这才是成长股的逻辑，例如腾讯、奇虎、金螳螂、格力、早期的苏宁等，都是成长股投资的典范。最好的成长股投资就是企业从小到大、从普通到龙头、行业从分散到集中的过程。但是这样的投资机会就像沙里淘金，选股很难，因为当大家都是小公司的时候，没有人知道哪家会胜出，都是在赌未来，就像一群幼儿园小朋友，谁能预见到哪个会成为未来的国家领导人？别说普通散户，有时候连老板都没信心，李彦宏曾经差点把百度卖给湖南卫视。当大家都看出来谁会胜出的时候，黑马就变成白马啦！

但是注意，A股有很多伪小市值股，我管有些创业板公司叫“巨型婴儿”，表面上看着市值小，但是可能永远那么小，很难长大，因为其所处的细分市场本身空间就很小，一出生就到天花板了。大和小是相对的，一克重的蚂蚁已经超大了，一吨重的小象还是婴儿。例如银行股，表面上看上千亿市值，实际上银行业是没有天花板的行业，只要经济体GDP增长，货币量相应增长，银行股的利润和市值就会伴随成长。

二看行业竞争格局。如果不是野蛮成长的市场，最好的竞争格局是寡头垄断，例如可乐和百事、蒙牛和伊利、茅台和五粮液等都是双寡头市场，独家垄断一般很难，会面临反垄断诉讼，而过度分散的市场格局，随时能打起价格战，投资者的利润没有任何确定性。

光寡头垄断还不够，还要分析这种寡头格局能否转化为企业利润？这个我一般是用“波特五力”框架分析：新竞争对手入侵，替代品的威胁，买方议价能力，卖方议价能力、现存竞争者的竞争。例如，几年前一则高铁时速 500 里实验的新闻使我关注过中国南车，我把南车和格力两个制造业公司比较了一下，发现虽然高铁双雄、南北双车是寡头竞争，高铁技术也是中华骄傲，但很难说服我的是三个指标：毛利率、负债率、ROE，我还是从股票池里排除南车。因为：（1）铁道部兼大客户和大股东，南车市场份额再高也没有议价权；（2）大量资本支出，技术研发投入到更新换代和安全保障上；（3）国企高杠杆，却支持不高的 roe，说明它创造价值的能力有限。结论是：南车创造的价值基本上都：（1）被铁道部（大客户）吞噬；（2）为银行（债权人）打工；（3）内部人（管理层）消费；（4）为科技进步（研发）做贡献。最终真正能被小股东享有的回报微乎其微！而格力电器的护城河是规模效应带来的成本优势，竞争者可以造空调，但能迅速拥有那么大规模吗？能拥有对上下游的议价权吗？大规模带来议价权，议价权形成低成本，低成本+低毛利率形成家电业坚不可摧的行业壁垒。能自由占用上下游资金，无息负债率高，这就是议价权和低成本的体现。在低毛利率之下，志高等其他企业亏损退出而格力却能保持高 ROE，这是格力在家电市场贴身肉搏几十年形成的产业链优势，所以我说格力的护城河不亚于茅台而高于张裕。事后几年证明，格力的利润增长和股价表现远远优于南车。

《红周刊》：哪些行业符合你的逻辑？

释老毛：从中观来讲，我在 A 股最喜欢的行业是金融和白酒，中概股主要投的是网游，这三个行业的现金流在所有行业中差不多是最优的。从格局来讲，银行、白酒、网游都是寡头竞争，新的竞争者很难打入，颠覆性的替代品也很难产生，下游客户粘性极强，拥有一定的议价权。这都是天生的大利投资的好行业啊！

《红周刊》：白酒行业这两年似乎不太景气啊？

释老毛：今年白酒行业危机，高端白酒虽然成长空间有限了，由于八项规定，三公消费、政商消费都在萎缩，未来烈性酒消费也不会快速成长，但是茅台、五粮液双龙头长远看还是会很滋润的，高端白酒已经形成了双寡头格局，茅五占白酒市场的比例还很小，茅五能抢二线白酒的份额，而二线白酒很难动他们的奶酪。

酒类是长周期行业，绝不是弱周期行业，98-03 年的行业低谷期照样惨不忍睹，03-12 年高端白酒的高歌猛进受益于消费升级和权贵经济的双轮驱动。长周期不易观察和捕捉，只要有供求关系，万事万物都有周期轮回，这就是自由经济的代价，这就市场经济的业力！白酒的一个周期就是近十年，而我们的研究员、分析师们入职才几年啊，十年前基本都是一帮毛头学生在校园里忙着期末考试哩。以其有限的个人经历对长周期行业的观察和把握，不啻是盲人摸象！所以这些分析

师四处调研、搜集数据，辛辛苦苦出具的报告，只能是精确的错误，而绝不可能达到模糊的正确。观察长周期行业，必须有一种大历史的眼光，一种穿越周期的洞察力。我在 2012 年在雪球上发布过一个《茅庐计划》，敢在 250 元以上公开看空茅台，敢在 120 元公开宣称可以重仓茅台，这个胆力来自于眼力。

《红周刊》：银行业在很多投资者眼中不算成长股？

释老毛：那是误解，可以统计一下银行股上市以来的增长数据，肯定会让你大跌眼镜。什么叫成长？很多伪成长股，靠并购、靠卖资产、靠非正常性损益获得的爆发性增长，都是玩弄财务游戏。从长期来看，很少有哪个行业能与银行业的成长性相媲美，特别是中国经济腾飞期这个历史背景下。社会资金始终处于供不应求的状态，经营资金是门好生意。中国银行业与美国银行业不同，简单类比没有说服力，美国是联邦制，银行业是高度分散的城市银行体制，中小银行几万家，行业集中度不高，而且美国金融体制主要是直接金融而不是间接金融；中国的银行业恰恰相反，我国的银行在计划经济的娘胎里就完成了行业集中度，优质的渠道、优质的客户、优质的金融资源，几乎全在银行体系内。

《红周刊》：近一年半金融指数没有上涨，而创业板翻番，如果市场是有效的的话，怎么解释？

释老毛：呵呵，市场怎么会有效呢？大笨象也有狂舞的时候，金融股在 07 年是有泡沫的，当时招商银行被炒到将近 10 倍 PB，像现在的创业板，这几年的低迷是对上一轮牛市泡沫破裂痛苦的条件反射。如果市场有效，那么 10 倍 PB 的招行和 1 倍 PB 的招行，哪个报价是正确的？

我 09 年清仓后，在 11 年看到招行跌破 10 倍 PE，分红率将近 4%，股价已经非常诱人，忍不住布局重新建仓银行股的，我认为这个价格已经封杀下跌的空间，因为分红率已经超过了同期定存利息，长线资金完全可以进入。后来没想到股价的下跌和利润的增长，银行股竟然到了 5 倍 PE，就像当时郭树清主席说的，银行股具备惊人的投资价值。这真是 A 股的天赐良机，12 年下半年我甚至把 254 元的茅台清仓换成了 1 倍 PB 的招商银行。当时这个决策在雪球网公布后被很多茅粉儿鄙视，认为是铲掉鲜花，灌溉野草，但事实证明丑到极处，便是美到极处。到这个时候股价波动其实已经与投资者无关了，因为光分红收息就有 5% 以上的现金回报。

《红周刊》：银行股价不涨市场总有它的原因吧，是不是有报表之外的风险？

释老毛：为了满足巴塞尔 3 协议的银行股融资潮结束之后，基本面主要就是三个忧虑：金融脱媒、利率市场化、大规模坏账风险。如果认真分析会发现，这些问题并不真正存在，或者被市场先生想象得过于严重，从而出现了空前的安全边际，这时价值投资者应当果断出手。所谓风险，都在谈论的就不是风险，风险永远是意想不到的黑天鹅。

第一，金融脱媒

- 1.金融脱媒是一个长期的过程，银行不会有剧烈的冲击。
- 2.企业全都直接发债、发股，根本不现实，在我国不可能取代银行贷款。投资者个人的风险辨别能力太差、群体性风险太高、政府不可能完全放手，制约了直接融资的发展。由专业化的银行充当资金中介，代替存款人鉴别风险、配置资产，收取差价，银行盈利合理合法、天经地义，这一商业模式已经存在千万年，永远是人类不可缺少的行业。
- 3.金融脱媒也脱离不了银行业，银行已经成为所有金融业的基础。股民炒股买基金，账户也是开在银行托管，企业发债、发股，资金也是存放在银行账户里，不可能放在企业自己保险箱里。就算金融脱媒了，银行也不会资金短缺、业务萎缩，反而增加了新的盈利渠道。

第二，利率市场化

- 1.利率市场化是一个长期的过程。很多舆论炒作主要是借鉴了美国利率市场化的结果导致金融危机，美国金融业历史上就是直接融资为主，很多因素不可比，与日本、德国各个国家的利率市场化进程比的话，就会发现，利率市场比未必导致银行业衰落。
- 2.利率市场化实际早已进行，是隐形市场化，利率市场化是银行竞争自发导致的，根本不是政府推动的结果。存款是通过理财产品市场化的，贷款是通过高利贷和回扣佣金市场化，从历史来看，银行的盈利能力没有大的损害。
- 3.为什么利率市场化不会导致银行业衰落？这是资金这一特殊商品的供求关系决定的。中国的资金市场：供给方，银行已经完成了行业集中，形成寡头竞争局面，而不是价格混战，金融业政府对风险非常敏感，也不容忍出现大问题；需求方，分散在各个行业的企业和个人，除了个别大企业，对银行的议价能力有限。

第三，大规模坏账风险

- 1.地方政府平台贷。2011年热炒，现在已经基本解决，优质贷款，没有违约风险。地方政府手里有土地、矿产、地方国企的股权，富得流油。中国政府债务低于GDP占比60%警戒线，从占GDP比例来看，日本政府债务230%、美国联邦政府债务84%，中国政府的资产负债表在全世界不是最健康的，也差不多了！地方债的问题本质上是中央和地方的事权财权不匹配，导致片面依赖土地和举债，平台贷现在的问题是偿付期集中到来，产生现金流紧张，久期配好就行了，如果像美国一样建立一个良性的债务循环机制，哪怕再提高点负债率其实都没有大问题。
- 2.房地产贷款。一是个人买房的按揭贷款，这个不用说，个人消费贷款在世界各地都属于最优质的资产，香港97年金融危机，房价下跌了70%左右，都没多少人断供，中国大陆又没有个人破产制度，债务是要背一辈子的，死了也要从遗产

里扣除。二是房地产企业的开发贷，这个很多银行都警惕和限制了，其实大房企破产可能性不大，像绿城集团一样，现金流断了大不了被更大的房企收购兼并，因为土地存货和制造业存货不一样，行业兼并不会导致银行债权损失。冲击即便有，也非常小，处于银行预期和控制之内。

3.大型国企贷款。这个风险有，但是隐蔽的，大国企有政府背书，破产的可能性极小，大规模倒闭狂潮的可能性几乎为零。美国也一样，关键时刻政府必须出手救大企业。但优质的银行已经警惕这个风险，控制规模而转向小微贷。

4.小微贷。经济危机时，中小企业受冲击的最大的，大企业是盈亏问题，小企业是死活问题。小微贷是不是会成为危险的坏账之源呢？答案也是否定的，否则民生、招行就不去纷纷转型进入这一领域了。有大数法则在，坏账风险被高利率补偿了，所以这就是合法的高利贷，暴利行业。

《红周刊》：银行面临市场化、民营化的冲击，会不会再由集中到分散？

释老毛：这些冲击不会影响到寡头竞争格局的核心，金融市场的蛋糕实在太大了，其实除了上市的十几家全国性银行之外，早就有大量的城商行、村镇银行、信用社、小贷公司作为补充了。银行最核心因素是信用，民营企业允许办银行，你会不会因为一点优惠，把自己的存款转移到一个不知名的民营银行中？苏宁等企业搞民营银行不可能搅动现在的格局，只是一种不同层级的互补。除了信用之外还有网点，普通老百姓存银行，第一考虑是安全，第二方便。大银行苦心经营这么多年，网点就是行业壁垒，现在民生银行都把网点开到小区里去了，新银行没有太大空间。民营企业开办银行，恰恰证明银行是门产业资本看好的好生意，但新银行很难撼动老银行既有的信用优势和网点优势。

《红周刊》：互联网金融呢，淘宝对于实体店的冲击，一开始也存在信用的担忧，但现在不也大势所趋？余额宝等互联网金融会不会打破银行优势？

释老毛：你说的对，互联网金融会产生很大冲击，但我认为最多是个补充，很多所谓互联网金融都是小贷公司搞个网页而已，打着高科技创新的幌子搞一些违规操作。余额宝这样的产品以前在美国也存在过，其实余额宝就是一款网上销售的货币基金，只不过是借助阿里的平台一下子规模爆发性增长。

第一，所有互联网金融目前最成功的就是余额宝，这个成功不是余额宝的成功，本质是阿里平台的成功。但是这样的平台还有第二家吗？中国的互联网平台，掰着指头都能数出来，无非就是阿里、百度、腾讯，再加一个奋斗中的360，就算都做互联网金融成功了，能形成百花齐放、万马奔腾的局面么？不可能！银行活期存款总额40万亿，其中储蓄存款活期约16万亿，企业活期存款约24万亿，每年以10%以上的速度增长。余额宝一年做到1000亿，实际上在整体活期存款额中占比是微乎其微的，有实力进来分蛋糕的人是有限的。

第二，余额宝这样的互联网金融产品能够赚钱，是中国利率还没有充分市场化的产物。余额宝之所以成功，是因为我国目前存贷款业务的资产端是放开的，民间

利率不超过法定利率 4 倍都是合法的，但是在负债端，利率仍是锁定的，这就导致居民的存款利率相对偏低，余额宝就是钻了这个空子，以稍高于银行活期的利率吸引存款，然后通过配置债券、国债回购等货币市场操作获得息差，真正利率市场化之后，这个优势将消失。美国互联网金融冲击很小，根源就在于美国已经实现了利率市场化。

第三，在资产端，余额宝本质是货币基金，资金投向是有限的，如果余额宝取代了银行，账上几万亿体量的资金怎么能进行有效的市场操作，实现保值增值？所谓余额宝吸收的资金达到一定规模，自然会增速下降，成本上升，达到边界，完全取代银行是无稽之谈。

第四，马云的定位是很准确的，他不会跟四大行抢大企业客户，未来阿里金融的定位就是“两小”，小微贷主要针对淘宝商铺，这样的定位能冲击传统银行业么？而且阿里真做存贷款业务，就要按照银行业服从银行监管要求，资本充足率、存贷比、存款准备金、存款保险等监管不可避免，它的约束也会越来越多，同等规则下阿里金融还真未必竞争过传统银行。

《红周刊》：对金融行业中的保险如何看？

释老毛：中国目前保险深度和保险密度远远低于世界平均水平，行业空间很大，未来“城镇化”和“二胎放开”这两项影响国运的政策，保险是最大的受益股之一。城镇化意味着未来十年可能有几亿农民变成市民，在农村缺乏社会化保险，农村是养儿防老，卖了土地有了钱，金融需求就会爆发出来，市民化之后养老需求、保障需求是最核心的需求，收入越高保险需求越大。二胎放开不仅仅是消费多点奶粉、玩具，这都是未来的保险对象。保险行业这两年调整比较厉害，一方面是资产端由于严格的行政管制投资回报有限，而且经常遭遇股债双杀；另一方面负债端受利率市场化影响，理财产品的冲击导致保费增长乏力。但从平安今年的半年报和三季度报来看，平安的拐点已经非常确定，负债端和资产端都在明显好转。平安的成长性不亚于银行股，综合金控平台发力，在互联网金融领域也是雄心勃勃，这是一家极为进取的公司，它 08 年犯过的错误实际上也是过于进取导致的。保险业的竞争格局非常清晰，平安金控的胜出是大概率事件。

《红周刊》：未来步入养老社会，医药行业符合你的逻辑么？

释老毛：医药行业空间很大，但是我一直都没怎么投资。第一就是我不懂，超出能力圈，专业性太强，不是看财报就能得出结论，决定性的是有没有重磅产品。第二就是医药的估值就没有低过，我跟踪过恒瑞医药，研发能力最强的药企，能从“me too”做到“me better”，但股价最低时都在 30 倍 PE。市场给医药股高估值的理由：一个是中美对比，美国资本市场金融、消费、医药是市值最大的板块，美国医药股动不动上万亿市值，中国人口这么多，也一定出现这样的巨头。其实不然，美国医药公司是面向全世界市场，中国医药公司能研发出那样的重磅产品吗？医药的利润表面上很高，但研发成本也很高，真正一个原研药要经过十年的研究实验时间，十亿美金的科研投入，即“双十规则”，最后还有失败风险，中国现在的医药企业哪个能负担起这样的投入和风险？如果没有原研药的护城河，生

产普药的估值就应该与普通化工企业是一样的，生产维生素跟生产化肥有何区别？一个是讲老龄化的故事，投资者看到老龄化市场空间大，但是没有看到内在的盈利能力以及行业环境的趋势。医药股的政策环境很不利，医改对医药行业打压很厉害，降价，降价，投资者听到这个词儿就头痛！我认为白酒比医药好的地方在于，白酒有自主定价权，银行自由化之后，银行也有自主定价权，医药定价权在政府。以后老龄化程度越高，政府负担越重，越会让企业为国家的医保买单，这个趋势是我担心的。没有自主定价权的企业估值就不应该太高，我喜欢市场化的东西。

《红周刊》：不选择医药等估值较高的行业，是不是也跟你的“双杀是成长股的最终宿命”观点相关？

释老毛：西格尔做过实验，通过百年跨度的追踪，实证证明了股票是长期回报最高的资产，还证明了低市盈率股票回报高于高市盈率股票，他选了 IBM 和新泽西标准石油两个企业，一个朝阳企业，一个夕阳企业，通过几十年的统计得出结论，低价买入这些传统能源行业，通过分红和股价上涨积累得到回报，比那些高价买入所谓成长股，长期收益率要高很多。再说，所谓高成长也未必高成长，要拿长期数据说话，医药、中小板、创业板的增长率、ROE、现金流未必赶得上银行、白酒、网游。市场先生几年就讲一个新故事，不断变换故事。成长股一旦不能持续增长的话，戴维斯双杀就是最终宿命，三五年的高成长很容易，能几十年的持续成长人类历史上就没有几家这样企业。

微观层面——价值底买入，趋势顶卖出

《红周刊》：微观面怎么讲？

释老毛：微观就是具体投资策略，我信服的是格雷厄姆和巴菲特的价值投资，但是在退出策略上有自己的思考。在买入端，我是价值投资，左侧交易，就是三个字——等、选、捂。

《红周刊》：第一是“等”，等什么？

释老毛：等安全边际。

安全边际先用现金流折现（DCF）估值。买股票的本质是买企业，企业本质是现金流。大家定的折现率不同，最后的结果不同，一般是按无风险资金成本来定，比如国债收益率。这个模型中最难的是现金流怎么预期，加上增长率更复杂。DCF 模型只适用于现金流比较稳定、可以预期的公司，主要就是金融、消费、医药等。强周期行业未来现金流很难预期，今年赚 10 亿，明年可能亏 20 亿，所以强周期行业不能用 DCF 来估值。按彼得林奇的说法，强周期行业就是高 PE、低 PB 时买入，低 PE、高 PB 时卖出，高 PE 表明全行业微利或亏损，也表明供给端在去产能，当你观察到需求慢慢恢复时，这个行业就将开始走出低谷，表现为产品量价齐升，比如经过限号政策调整了两年的汽车股，明显可以观察到 SUV

细分市场爆发，诞生了大牛股长城汽车。汽车股我在 2011 年买过江铃 B，后来我才发现犯了个错误，抄底强周期股不应该买优质稳定的企业，而应该买业绩更烂、估值更低的企业，弹性更大，如果我当年买的是长安 B 而不是江铃 B 的话，拿到现在至少 7-8 倍，秒杀 A 股长城汽车，这就是低估的魅力，投资的经验值就是这么一点点积累起来的。

安全边际是首先能准确估出企业内在价值，其次是在这个基础上，买入价要打折，也即巴菲特所言“4 毛钱买 1 元的东西”。以企业内在价值的价格买入，只能得到平庸的回报，要想得到卓越的回报就必须打折买。假如茅台今年净利润 150 亿，加上折现率和增长率，毛估估茅台未来 20 年 DCF 每股值 300 元，四折就是 120 元，五折 150 元以下就可以倒金字塔式建仓了，如果能在 120 元重仓茅台并长期持有，就像巴菲特的喜诗糖果和可口可乐一样，直接可以拿着养老了，亏损的概率几乎为零，跑赢市场和大多数基金是很轻松的。

《红周刊》：等，等不到怎么办，如果茅台永远到不了 120 元？

释老毛：呵呵，只要等，总能等到的，甚至还会超预期。大熊市或者优秀企业遭遇事件性危机的时候，股价都会出现极佳的安全边际，市场情绪的反应永远是矫枉过正的。08 年我也买过茅台，当时设定的是建仓线是 100 元，结果买完之后跌到了 80 元，当时我记得有财经频道的主播播节目时惊骇得连声都变了，市场如丧考妣，一片哀鸣。市场永远不缺乏机会，几乎隔不了一年就有白送钱的机会，我们能做的就是耐心等待，静静地把钱捡起来。

08 年是一次大机会，我那年买了茅台、格力、招行，还有一些地产股，但是遗憾是三聚氰胺后的伊利股份错过了，当时伊利的市值跌得还不如一个楼盘贵，市场预期是伊利破产，但三聚氰胺是全行业的原罪，国家的意图是小惩大诫，肯定不会让伊利、蒙牛这些行业龙头破产的，我当时设定的建仓线是跌破 5 元，结果在 6 元多就止跌，然后一路向上……。

11 年也有一次大机会，在 B 股，当时 B 股因为国际板传闻莫名其妙的暴跌，我至今还想不通国际板和 B 股有什么关系，市场先生发神经病？我那年在 B 股开户，最后建立了一个股票组合，张裕 B、丽珠 B、江铃 B、苏威孚 B。除了张裕 B 踩雷了，其他三只股票在不到两年的时间翻了一倍。目前我把 B 股集中在张裕 B 和古井贡 B 两只酒股上，无他，便宜就是王道。

12 年的大机会在中概股，我正好去美国出差待了一年，受雪球 i 美股启发顺便开了美股账户，当时赶上中概股被浑水猎杀得鬼哭神嚎，很多网游股不是跌破净资产而是跌破净现金值，而且这些 TMT 股回到 A 股光估值至少就能挪个小数点，谁便宜谁贵，一目了然。虽然不懂科技股没有买到 Tesla、奇虎这些大牛股，也不会玩 Call 和 Put，但一年近 50% 的收益也让我非常满意了。

所以，投资的基本功就是“等”，安全边际的计算很容易，但等到安全边际很难。巴菲特为了投资可口可乐，不但隐忍了多年，读了可乐上市以来所有年报，才在“黑色星期五”暴跌之后的 1988 年等到建仓机会。对于好公司，买入价格的不同

决定你的最终收益率是平庸还是辉煌。忍字头上一把刀，司马懿等了十年才等到高平陵之变诛曹爽的机会，才有三国归晋；日本的德川家康更是等了一辈子，才在垂暮之年一统日本，建立德川幕府。这些古人穿越到现代炒股，我相信业绩也不会输于巴菲特的。

《红周刊》：第二是“选”，选什么？

释老毛：选股，选商业模式，也就是选护城河。

关于什么是护城河，也有争论。我对护城河这个概念其实体会不深，我倾向于认为再强大的护城河，也必须有安全边际的保护，我不愿为护城河支付过高的溢价。巴菲特说他是 70% 的格雷厄姆 30% 的费雪，很多人不信，觉得搞反了，其实不对，巴菲特买喜诗糖果、可口可乐这两家无与伦比的消费垄断型企业，也只肯出到 15 倍市盈率，这已经是他能接受的估值的极限，绝不是好企业就可以随便买！

根据一般理解，护城河有品牌、专利、网络效应、客户粘性等。例如客户粘性，有人统计过，一个人一生中换银行账户的概率比换老婆的概率都低；网游股，有的人宁愿离婚也不肯戒除网瘾。商业模式的护城河表现为企业强大的议价权，最终必须转化为漂亮的财务数据，最好能做到三高五低：1. 高毛利率，超过 30%，好生意；2. 高 ROE，超过 20%，好经营；3. 高增长率，超过 15%，好前景；4. 低库存；5. 低费用；6. 低资本支出；7. 低有息负债；8. 低股权融资。

一般制造业很难建立起牢固的护城河，我曾有个观点“硬件必须死”，主张投资者“脱硬入软”。A 股的制造业公司护城河深厚的也就是格力电器、福耀玻璃、宇通客车等寥寥几家。看看福耀玻璃，没什么高科技，烧玻璃的，92 年上市以来，销售额复合增长 30%，ROE 稳定在 25%，毛利率 35%，高分红的现金牛。虽然资本支出较高，有重资产特性，但这也同时构成了它的护城河，福耀是根据车厂配套建厂，汽车玻璃一般覆盖面积在 200 公里，同行很难再进入，福耀与信义形成了汽车玻璃双寡头格局。而且汽车玻璃价格占整车成本不到 1%，车厂不会因为压缩这点成本而冒更换供应商的商誉风险，福耀玻璃对下游车厂有较强的议价能力。福耀上市以来尽管一直面临重油价格上涨的通胀压力，但丝毫不影响福耀的利润和股价连年增长，股价复权涨了 244 倍，是 A 股当之无愧的长线大牛股，护城河就是大牛股的基因！

《红周刊》：比如酱油、醋等领域，部分品牌企业市场份额较大，但利润率不高，怎么看？

释老毛：我很看好大众消费品，居民收入提高，中产阶级消费崛起，体现为消费升级的大趋势，增量空间很大。另外，大众消费品市场也存在一个从分散到集中的过程，品牌力量会越来越强。速冻食品、乳业、榨菜等都是这个趋势，三聚氰胺事件之后，伊利变成一只大牛股，危机其实在洗牌。虽然毛利率不高，但大众消费品企业现金流的确定性强，而且这些领域不受政策限价，拥有自主定价权。

只是一点，它们的股价一直都不便宜。新股里的海天酱油质地不错，但依照目前

的热度，估计一上市就至少 30 倍 PE 了，二级市场的意思不大，如果能到 15 倍 PE 我可能考虑建仓。如果没有足够的安全边际，不能让我 4 毛买 1 元的东西，我就等呗，哪怕它股价还能涨到更高，我也不买，买了就是趋势投资的路子了，在买入端我严格采用的是价值投资策略。

《红周刊》：第三是“捂”，怎么讲？

释老毛：捂就是持有。

只要前两个“安全边际”和“护城河”都做到了，剩下的就是一个字“捂”。时间先生是好企业的朋友，是烂企业的敌人。把好企业炼成大牛股，只有靠时间先生的魔力。但斌说过，“守股比守寡还难”。散户为什么拿不住？能拿住股票，其实是个能力圈的问题，能力圈保证你对持股拥有坚如磐石的信心。银行股为什么敢持有？这些年银行股平均每年一个鬼故事，2010 年是提准，2011 年是平台贷危机，后来的鬼故事是房地产崩盘，再后来的鬼故事就是利率市场化，最新的鬼故事是互联网金融……。鬼故事很吓人，但是银行交出的报表是年年稳定增长，反而正是这些鬼故事带来了股价上的安全边际。之所以能拿住，是因为我懂得。

股市是个不劳而获、劳而不获的地方。拿不住股票，频繁交易，追涨杀跌，是因为股民们被市场先生俘虏了。勒庞有本书叫《乌合之众》写的很好，全体投资者构成的市场就是一个乌合之众。我们把他称为市场先生，他一会亢奋，一会绝望，给你的股票报出冰火两重天的价格，还振振有辞的讲出各种故事作为理由，不过一相信，你就输在起跑线上了！现在有种观点我不喜欢，有些投资人总爱说，要敬畏市场、敬畏市场，我就不太理解，市场先生是个疯子，你去敬畏一个疯子干嘛呢？对市场先生，首先是敬而远之，对市场噪音免疫，巴菲特说过他是用“内部记分卡”的人，也就是要拥有强大的内心；其次是趁机利用，如果内心足够强大，你不但不会成为市场先生的奴隶，反而可以利用市场先生的疯狂，市场先生的唯一作用是为我们提供安全边际和出货良机。

捂，就是与时间先生做朋友，与市场先生保持距离。价值投资者的任务是处理好与两个先生的关系，前者需要能力圈，后者需要内部记分卡。

《红周刊》：你的投资系统如何解决卖出问题呢？

释老毛：这个问题很好。我认为价值投资解决了买入的问题，但没有解决退出的问题（用技术分析的话说就是抄底和逃顶）。当然，非要说长期持有满仓穿越牛熊，我也没话说，但在中国成功的例子是很罕见的，只能说勇气可嘉，令人佩服。

历史上看，逃顶很难，成功者大都是运气使然。能现在活下来的并收益不错的老股民，大都在 07 年的疯牛中冷静退出了，否则 6000 点杀到目前的 2200 点，5 年长熊，难保不灰飞烟灭！但 07 年怎么逃顶呢？赵丹阳 3000 点退出，李驰 4000 点退出，都是靠估值和风险嗅觉，但实际上也错过了市场最疯狂的上涨阶段。我是在 5000 多点走了，根据的是统计结果，07 年 10 月十七大，我查了历届大会的市场表现，十五、十六，股市没有例外都是在下跌。于是我在 07 年开大会的前

两天就彻底清仓了，很侥幸，但这很难形成投资系统。

我这几年一直在思考退出策略。传统价值投资理论没有给我们明确的答案，只是说要警惕高估值的泡沫；趋势投资理论里有止损的策略。实践中的成功逃顶者其实也是经验和运气的幸运儿。有没有可能形成一套可操作的系统呢？我思考的结论受格雷厄姆在《聪明的投资者》里的资产组合理论的启发，再加入了一点温斯坦的《笑傲牛熊》交易系统。我设计的退出系统是这样的：

- 1.市场整体市盈率 30 倍时，把 1/3 的股票换成债券；
- 2.市场整体市盈率 30 倍以上，每涨 10%，就把股票仓位的 10%换成债券，淘汰强周期股，保留弱周期股票（历史统计，牛市中酒药等弱周期股票的顶部晚于大盘顶部约 3 个月）；
- 3.市场有效跌破 50 日均线，熊市初步确认，股票基本清仓，相机保留 10-20%的底仓；
- 4.市场有效跌破 150 日均线，熊市绝对确认，股票彻底清仓，全仓债券度过漫漫长熊，等待 10 倍市盈率以下的买入机会。

为什么选这几个指标？历史统计，A 股历史上最高能到 50 倍 PE，低则 20 倍 PE 左右，现在是全流通市场、注册制市场，历史估值区间肯定要下移，参考成熟市场，美国牛市能到 30 倍，熊市能跌破 10 倍。至于 50 日均线、150 日均线，是测量市场情绪的指标，温斯坦的交易系统爱用这两条均线追随趋势。

卖出端为什么要用趋势投资的策略？市场的情绪是无法预测的，而往往最赚钱的一段就是市场先生疯狂的阶段，只要趋势不变，就可以持有，只是自己心里要明白这是泡沫阶段。例如，如果 DCF 估值茅台的内在价值 300 元，我在四折 120 元建仓，股价涨到 300 元是企业价值回归，300 元以上是市场泡沫的馈赠，涨到哪儿去是市场先生的疯狂程度决定的。我国目前是散户市，特点是牛短熊长，导致市场疯狂起来极度狂热和短暂，美国是成熟市场，牛长熊短，Buy & Hold 是最佳策略。

对未来的憧憬

《红周刊》：中国平安是你目前第一重仓股？

释老毛：嗯，2012 年第三季度出现过一个很严重的股债双杀，市场预期中国平安的投资回报受冲击较大，股价开始跌出安全边际，一度跌到净内涵价值，这是一个大机会。我是在 1 倍净内涵值左右开始买入，30 多元，一路买成第一重仓股。到年底中国平安寿险净内涵价值都近 40 元了，而且它还有财险、信托、券商等业务，极度低估。平安的基本面出现拐点，管理层和企业文化也十分优秀，完全符合以低估的价格买入优秀的企业的标准。如果遇到牛市，保险弹性比银行

更大。台湾 80 年代第一股王就是国泰人寿，从 1985 年 55 元新台币一路上涨到 1990 年 1975 元新台币。保险股是最受益牛熊交替的，因为在熊市估值压到最低，在牛市又有杠杆，熊市更熊，牛市更牛。我把重仓股配置在平安上，就表明我对未来股市的信心。

《红周刊》：A 股五年熊市，但是创业板小盘股是牛市，很多人说未来新兴经济集中在创业板，是成长股的牛市，你怎么看？

释老毛：09 年反弹结束，从 10 年到现在，由于实体经济没发生根本性好转，4 万亿后遗症没有彻底消化，流动性开始推动小盘股行情，也就是一个结构性牛市，或者更准确的说是一个结构性泡沫。这个资金推动的结构性泡沫，随着创业板的推出、“中国梦”的炒作、IPO 暂停，被市场资金炒到登峰造极，创业板平均市盈率竟达到 60 倍，令人瞠目结舌！

今年创业板异常活跃，说白了还是资金推动型市场，所谓创业板是成长股，是一个美丽的误会，今年三季报截止 2013 年 10 月 24 日的统计数据，上海主板净利润增长 18.73%；深圳主板净利润增长 13.27%；创业板净利润增长 8.1%。审批制之下精挑细选的创业板平均利润增速还不如主板，遑论注册制后的千股上市大潮？

既然是资金推动型牛市，市场就根本不顾估值，只看资金和筹码的供求关系就够了。现在小盘股的供求关系彻底逆转了。创业板解禁之后，就算跌到几块钱几毛钱的仙股，大小非还是十几倍暴利，散户几斤几两能接得住大小非们汹涌无情的抛盘？更值得忧虑的是，注册制之后，符合条件核准备案后都可以上市，几万家中小企业嗷嗷待哺，就算有 10% 上市也是几千家的规模，现在 10 倍市盈率恐怕都有一大把小企业愿意排队上市卖股票，小盘股筹码的稀缺性彻底丧失。

《红周刊》：很多股民说不看板块看个股，创业板里精选个股，你怎么看？

释老毛：我有个比喻，在平均市盈率 60 倍的时候谈精选个股，就像在珠穆朗玛峰上挖个坑，说我这是块价值洼地。创业板不排除会有一、二只真正的高成长股能在泡沫中跑出来，但问题是股民押中的概率不会高于彩票中奖，淘金者应该在金矿里捡金子，而不是到粪坑里捡金子。

再说高成长真能化解高估值的泡沫吗？美国 70 年代市场追捧的漂亮 50（Nifty Fifty），是不是高成长？是不是转型升级？是不是市场精选出来的？结果大家都认为漂亮 50 不败，热捧之后照样跌了个 70%—80% 才到底。好莱坞娱乐龙头迪士尼比华谊兄弟质地优质多了吧，1972 年市场高位时迪斯尼的市盈率为 76 倍，而 8 年后那个同样的公司，1980 年却仅有 11 倍市盈率。市场炒热点、讲故事，每次都说这次不一样，但事实上是每次都一样。

《红周刊》：证券市场注册制改革，你对于未来有什么憧憬？

释老毛：牛市迟早会来的，熊市之后是牛市，牛市之后是熊市，这是正确的废话。

未来会很美好，但对大多数股民来说会很残酷。