

投资精要

用中国文化看透资本市场

陈嘉禾 著



投资精要



中国人民大学出版社
• 北京 •

图书在版编目 (CIP) 数据

投资精要/陈嘉禾著. —北京: 中国人民大学出版社, 2018. 6
ISBN 978-7-300-24392-4

I. ①投… II. ①陈… III. ①证券投资-研究 IV. ①F830. 91

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2017) 第 112754 号

投资精要

陈嘉禾 著

Touzi Jingyao

出版发行 中国人民大学出版社

社 址 北京中关村大街 31 号

邮政编码 100080

电 话 010-62511242 (总编室)

010-62511770 (质管部)

010-82501766 (邮购部)

010-62514148 (门市部)

010-62515195 (发行公司)

010-62515275 (盗版举报)

网 址 <http://www.crup.com.cn>

<http://www.ttrnet.com>(人大教研网)

经 销 新华书店

印 刷 北京联兴盛业印刷股份有限公司

规 格 148 mm×210 mm 32 开本

版 次 2018 年 6 月第 1 版

印 张 12.625 插页 2

印 次 2018 年 8 月第 2 次印刷

字 数 268 000

定 价 65.00 元

版权所有 侵权必究 印装差错 负责调换

“寻找好行业与好公司，以长期持有的态度交易”，
此为价值投资之道；“高、深、远、大”，此为深入思考之道；
二道合一，投资可为。

曹名长 中欧基金价值策略组负责人、基金经理

价值投资西方理论与东方智慧的碰撞，值得一读。

陈光明 原东方证券资产管理公司董事长

伯乐要发掘马的价值，价值投资者要挖掘股票的价值，
书虫要读懂书的价值。推荐速读，一场价值投资的盛宴。

王成 陆宝投资董事长

学贯东西，谈古论今，大道至简，通俗易懂，

这是一本阐述投资之上选之作！

杨爱斌 鹏扬基金管理有限公司总经理

推荐序

伯乐要发掘马的价值，价值投资者要挖掘股票的价值，书虫要读懂书的价值。作为一名价值投资者和资深财经类书虫，当我读完嘉禾的这本书稿，对嘉禾肃然起敬，立刻向公司全体投资研究人员强烈推荐这本书，理由是中国人能用中国文化内涵去书写中国式价值投资，这本书对价值投资的贡献达到了一个新高度，实在是让人大赞。我甚至还推荐给我 9 岁的女儿，反复念叨这本书是老少皆宜的学习价值投资的最好读物，而之前一向反感我念叨价值投资的她，读起这本书来也是津津有味。

20 年来，价值投资理念在中国逐渐深入人心，不仅出现了一大批价值投资者，也出现了很多中国人写的价值投资书籍。总体来说，中国价值投资者基本上在努力消化西方几本经典的价值投资书籍，刻意模仿巴菲特、费雪等。我也写过书，但角度完全是西方投资大师的学生，写的书类似于笔记，谈不上太多的创新和深刻理解。本书因此而显得尤有意义。它用中国历史文化来解读并发扬价值投资，而不是空谈资产负债表、收益率、ALPHA 等

大多数中国投资者感到陌生的东西。

如果仅是用西方思想研究企业财务和业务数据，会被很多中国投资者质疑，这套做法符合国情吗？能学会吗？嘉禾认为，财务报表、股价走势这些其实是社会、行业运行的结果。研究再多的结果，也很难找到真正原因。因为理解这些，需要立足于对这个社会的理解，要理解它的历史、文化、人口、政治、经济、风俗习惯、地域特征、自然资源等。理性的理解本身就是价值投资。

中国的政治经济文化背景与西方迥异，中国企业的价值决定因素以及中国投资者所面临的问题与西方并不相同。社会的组成细节、行业的运行习惯、人的生活方式，是构成价值变幻的真正基石。价值投资者需要价值角度的大局观，而不是抠细节，书中通过众多的例子去探讨这点。让我印象尤为深刻的是秦相李斯写给秦二世胡亥的雄文，可以说文采出众、逻辑缜密、引经据典，但实质上缺少大局观。投资的世界也如此，很多研究数据翔实、辞藻华丽、逻辑缜密，让人叹为观止，但却没有什么重要的东西。

我和很多投资者探讨估值和财务的细节时，感觉在对牛弹琴，即使我们公司的工作人员，天天听我们研究价值投资，我以为大家都算是资深人士了，但是仔细一问，发现他们其实是云里雾里。自从我阅读嘉禾的书后，我学会了从中国历史文化的角度阐述价值投资的道理，经常用书中学到的例子与原则去和人探讨，我发现对方接受起来很快，也很快会去用，我甚为欣慰。价值投资其实具有普适性，都是被忽视的大道理。价值投资是等待

发现显而易见的投资机会，类似要挑容易打赢的仗去打。

本书语言精练优美，内容通俗但深刻，包含了关于投资最核心的各个方面，甚至对投资管理、量化投资也有独到的见解。读本书就会发现作者学贯中西，否则不会对价值投资这个西方舶来品理解这么深，兼有浓厚的中国文化积淀，文中中国文化因素信手拈来，完全不违和。

推荐速读，一场价值投资的盛宴。

陆宝投资董事长 王成

自序

自2006年从牛津大学历史系毕业，我投身中国的资本市场已有十余年。我走了许多弯路，长了许多见识，翻了许多数据和资料，做了许多研究，最终发现价值一途真是投资的康庄大道。那么，什么是价值投资？原理很简单，就是彻底理解这个社会，找到最有价值的东西。但是，究竟怎样才能真正理解这个社会？

在这个问题上，中国的传统文化和历史对我们大有裨益。中华民族五千年文明史，研究人和社会最为透彻。而人心和人性，也是这几千年来为数不多的没什么大变化的东西。正所谓“一事不知，儒者之耻”，中国的古圣先贤对人和社会的理解之透彻，让人崇敬万分。其实，今天我在资本市场里所琢磨出来的一点点东西，在五千年文明史上已经被无数智者不知道想了多少遍、说了多少遍、写了多少遍。不过，把这些哲学思想与今天的价值投资联系起来，也算是一点点有用的工作，希望能够帮到阅读这本书的你。

本书摘取了我过去多年撰写的文章中自己最满意的一部分。

全书共分八章，第一章讲哲学，第二章讲市场的混乱与机会，第三章讲技巧，第四章讲行业，第五章讲宏观，第六章讲国际市场，第七章讲杂项，第八章讲制度设计。

借本书的出版，我想感谢中国平安集团的黄勇先生和中国信达集团的于帆先生，没有你们，我不会进入资本市场，也没有机会成为它的研究者。我也想感谢《证券时报》《证券市场周刊》《中国证券报》的诸多编辑和记者，没有你们过去多年的帮助，我不会坚持写下这么多文章。最后，感谢中国人民大学出版社的郑雪梅女士，您的辛勤工作让本书最终能够展现在读者面前。

我亲爱的读者们，希望这本书能给你们带来一些思想上的启发，为大家投资找到一条康庄大道。

目 录



第一章

投资的哲学思想：高、深、远、大 / 001

投资的四个维度 / 003

投资思维四要素：高、深、远、大 / 006

投资市场如战场 / 010

如何做一个好的策略研究员 / 014

伟大投资者的特质：特立独行 / 017

什么是投资者的专业 / 020

投资莫要“如虫蚀木，偶然成文” / 022

学郭橐驼做投资 / 025

早买船，涝造车 / 028

2 000 多年前的两支赵军：你们本可选择不战 / 030

不要忘记投资中的空性 / 033

投资需要放弃寻找认同感 / 036

长期投资如何抉择：陈胜为什么争不到天下 / 039

投资研究的误区：一样的现象，不一样的结果 / 042

这不光是概率大小的问题！ / 048

赚钱的原因比赚钱更重要 / 051

第二章

市场的混乱与机会：世界上最美好的资本市场是怎样的？ / 057

世界上最美好的资本市场是怎样的？ / 059

没有市场真正成熟 / 061

“理性人”根本不理性的 / 065

从秦相李斯的奏章说开去 / 068

人太少的地方轻易不要去？ / 071

不一样的恐慌：无声的恐慌与喧嚣的恐慌 / 074

集体性的逆向思维：当所有人都发现市场错误的时候 / 077

相信市场的无序与非理性 / 082

曾经有一个时代，因为金融市场极度稳定/不稳定…… / 085

你读懂文章背后的真相了吗？ / 088

第三章

价值投资的技巧：用长期持有的态度交易 / 091

一个模型证明价值投资的威力 / 093

必修课 1：价值与价格的关系 / 096

必修课 2：持续增长比短期盈利更重要 / 099

必修课 3：低估值与好股票 / 102

必修课 4：好公司不代表永恒存在 / 105

请你用心记下四个字：低、好、散、长 / 108

寻找皇冠上的钻石 / 111

历史证明高股息率带来超额收益 / 116

高分红与复利投资的威力 / 120
善用“套利”这把利器 / 127
鸡蛋的故事与股票的估值 / 131
关心市场涨跌？你已经输在起跑线上 / 133
用长期持有的态度交易 / 136
浅谈长期延续性对逆向投资的重要性 / 139
投资中的一击必杀 / 142
赚钱机会就在身边，你得学会观察生活 / 147
谁都知道那儿钱多！ / 151

第四章

寻找好行业与好公司：你能和那家企业竞争吗？ / 155

九方皋相马与巴菲特选股 / 157
你能和那家企业竞争吗？ / 160
三个具有长期优势的行业 / 163
好行业坏公司与坏行业好公司 / 166
在不确定的市场中寻找确定的行业和企业 / 169
集中还是分散？论巴菲特和施洛斯的区别 / 172
假如彼得·林奇在中国 / 175
本地化与自然垄断：科技产业 A 股掘金要素概论 / 177
如何寻找具有长期优势的公司 / 181
规模效应细说 / 187
科技公司与电商的护城河 / 192
股票中的债券：机场行业优劣细谈 / 196
消费品行业细说 / 200
公认的成本线并非牢不可破：从黄金的例子讨论开去 / 207

掘金金融行业：证券、银行、保险 / 210

被遗忘了的传统行业 / 213

行业的恶性竞争一定不可避免吗？ / 215

怎样的并购才会为企业创造价值？ / 218

第五章

文景之下必有牛市 / 221

以史为鉴，可以知兴替：文景之下必有牛市 / 223

中国下一个 30 年 / 227

中国式“政策市”有迹可循 / 231

从历史上的银行业危机看中国金融系统稳健性 / 233

改善人口结构政策不是特效药 / 238

重新解读城镇化 / 241

站在巨人的肩上看经济与投资 / 244

第六章

如何投资国际市场：搞得懂、分得散、忍得住 / 249

海外投资没有想象中那么美 / 251

港股投资三策略 / 254

投资港股必须知道的六件事 / 257

从基本面和两地比较研究香港市场 / 260

熊久易大涨：从美股历史经验中发掘规律 / 264

便宜不是投资的唯一理由 / 266

事件驱动有多难把握 / 269

希腊老船王的投资智慧 / 271

你看过索罗斯写的研究报告吗？ / 274

“股票指数”可以很厉害 / 276

牛津教授的希望 / 279

被动型价值投资者如何应对私有化 / 282

第七章

量化投资与多元化投资：为什么彼得·林奇不喜欢债券？ / 285

指数投资的效用：如何做到“以黄金抠者巧” / 287

三种量化投资策略细说 / 289

量化交易：一条只适合少数人的路 / 292

技术分析真的有效吗？ / 295

牛市上涨靠周一：情绪发酵下的新兴市场特有现象 / 298

衍生品投资真是你的菜吗？ / 301

你买黄金的理由是什么？ / 304

另类金融交易所能成功吗？ / 306

股与房，向左走向右走？ / 310

中国地产市场正在割裂吗？ / 313

投资拿不定主意？你可以换个角度思考 / 317

从ETF套利中的价差，看稳定状态与最优均衡状态的区别 / 320

为什么彼得·林奇不喜欢债券？ / 324

$R_{001} = 50.5\%$ ：不得不借的代价？ / 327

初探高端收藏品市场 / 330

第八章

投资中的制度设计：以辽人守辽土 / 333

以辽人守辽土：论投资行业的制度设计 / 335

胜不必对，败不必错 / 338

选择资产管理者的关键：疑人不用，用人不疑 / 341

专业投资者不应该为保本和平仓线付出代价 / 344

扁鹊六不治与价值投资六不管 / 347

财富管理不应该追求绝对回报 / 351

分散还是集中投资？这不是关键问题 / 354

请关上你的行情机 / 357

为什么成熟的市场需要更加市场化的 IPO 机制 / 360

注册制如果实施，资本市场可能发生哪些改变？ / 363

杂谈金融杠杆 / 367

投资最好远离杠杆 / 371

本质的区别——消费类杠杆与金融类杠杆 / 374

杠杆对衰退周期的影响 / 378

胆愈大而心愈小：机会越多杠杆就得用得越少 / 381

个人投资者的优势 / 384

后 记 / 388

第一章 投资的哲学思想： 高、深、远、大

汉末天下大乱，军阀四起。《三国志》载，曹操和袁绍共同讨伐董卓，曹操问袁绍，如果战败，你怎么办？袁绍列举了一大堆自己的地盘、兵马，说打不过我就靠这些，曹操你呢？曹操说，我虽然什么都没有，但是“吾任天下之智力，以道御之，无所不可”。多年以后，袁曹相争，决战于官渡，袁绍大败，曹操从此崛起。

一个“道”字，决定了乱世的成败，也一样决定着今天投资者的盈亏。故有道者，虽小必大，虽弱必强。

