



汇添富基金

坚信长期的力量

投资洞察

(增订版)

汇添富基金管理股份有限公司 著



T
OF
INVESTMENT



上海财经大学出版社

投 资 洞 察

(增订版)

汇添富基金管理股份有限公司 著



上海财经大学出版社

图书在版编目(CIP)数据

投资洞察/汇添富基金管理股份有限公司著. —增订版. —上海:上海财经大学出版社, 2019. 1

ISBN 978-7-5642-3175-0/F · 3175

I. ①投… II. ①汇… III. ①投资-基本知识 IV. ①F830.59

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2018)第 285429 号

□ 责任编辑 李成军

投 资 洞 察

(增订版)

汇添富基金管理股份有限公司 著

上海财经大学出版社出版发行
(上海市中山北一路 369 号 邮编 200083)

网 址: <http://www.sufep.com>

电子邮箱: webmaster@sufep.com

全国新华书店经销

江苏苏中印刷有限公司印刷装订

2019 年 1 月第 1 版 2019 年 1 月第 1 次印刷

710mm×1000mm 1/16 20 印张(插页:2) 305 千字

印数:0 001—3 000 定价:56.00 元

序一 投资者教育永远在路上

2018 年，正值公募基金发展 20 周年。

20 年来，风雨兼程，公募基金始终秉承“投资者利益至上”的信托责任与使命，利用制度优势和专业能力赢得丰硕成果，率先成为普惠金融的典型代表，是投资者权益保护最为充分、市场运作最为规范、唯一没有发生过系统性风险的金融服务行业，树立了大众理财服务的标杆，也赢得了众多投资者的信任。截至 2017 年底，公募基金管理机构达 131 家，管理规模达 11.6 万亿元，为 4.2 亿个有效个人投资者账户提供理财服务，20 年来基金公司旗下基金利润总额达 2.23 万亿元，为长期信任公募基金的投资者创造了可观回报。

投资者的信任和参与是行业可持续发展的基石。我国资本市场投资者结构的基本特点是中小投资者占比较大，切实做好投资者教育至关重要。一方面，机构投资者要最大限度地契合公共利益，持续推动社会价值创造和福利增进，秉持“受人之托、代人理财”的信托文化，坚持投资者利益至上；另一方面，要培育投资者树立正确的投资理财观念，强化“卖者有责、买者自负”意识，引导投资者理性评估自身的风险偏好和风险承受能力，选择合适的产品，获取与所承担风险相一致的收益，最大限度实现资产管理行业自身的价值。

《中华人民共和国证券投资基金法》第 112 条规定，基金行业协会应当履行“维护投资人合法权益”“开展行业宣传和投资人教育活动”的职责，把投资者教育和维护合法权益摆在了重要位置。中国证券投资基金业协会自成

立以来，始终坚定履行投资者教育、维护投资者合法权益的责任，并把“尊重投资者、了解投资者，思投资者所思、想投资者所想，答投资者之疑、解投资者之困”作为投资者教育工作的出发点，不断提升投教活动的广度和深度。通过丰富投教活动、开发投教产品、搭建投教平台，向全社会展现行业风貌，宣介行业知识。协会还充分发挥示范和主导作用，积极邀请、组织、调动基金管理机构等市场经营主体、中介机构、地方行业协会、专家学者等社会各方力量，通过组织“最美公募基金人”评选、“公募基金优秀投教作品”征集、“私募基金优秀投教作品”征集、“儿童财商教育”等活动，引领行业自发主动地开展投资者教育活动。

普及和开展投资者教育是机构投资者与监管者的共同责任。让投资者树立正确的理财观，让社会遵循契约和信托精神，单凭一家机构难以落实，必须广泛依靠、调动和激发行业力量和社会资源，形成合力。很多基金管理公司在投资者互动、交流、培育投资者成长方面可圈可点。据了解，汇添富内部要求基金经理每周轮流撰写“投资洞察”专栏以分享思考心得，坚持至今已有八年时间。这本书既是对八年来汇添富优秀投研人员专栏文章的汇编集结，更是其在投资者教育领域长期实践的一次系统性展示，在普及投资教育、培育投资者正确理财观、传播价值投资理念等方面都颇有益处。

风物长宜放眼量。在资本市场进入新时代的大背景下，公募基金迎来重大发展机遇，能否持续有效推进投资者关系管理将深刻影响行业的发展前景，投资者教育工作永远不嫌多，永远在路上。相信在全行业的共同努力下，投资者教育与保护将成为全社会共同认可的行为规范；而肩负推动普惠金融发展使命的公募基金将真正“飞入寻常百姓家”，成为社会公众分享资本市场成长红利、实现财富长期保值增值的重要方式，为实现中国经济可持续发展、中国投资者可持续收益发挥有益、有效、有恒的作用。

愿更多人读到这本书，是为序。

洪磊

中国证券投资基金业协会会长

序二 写在投资之外

2009年末，我们在内部讨论要开始推出一个基金经理每周撰写的“投资洞察”专栏的时候，甚至到2010年我的第一篇专栏见报的时候，我们内部一直有同事在问，为什么要求每一个基金经理、投资经理都写专栏稿件，这和做好投资有关吗？作为一个职业投资者，在我的求学和投资生涯中曾经浏览过很多投资大师的著作，我发现很多投资大师总能用深入浅出的语言把深奥的投资理论讲清楚。他们总是在投资实践中不断地提炼、验证、修正自己的投资理论和投资方法，并通过文字来具象这些思想，而我则希望每周的专栏撰写，可以成为我们投资团队关注投资之“道”，在持续的投资实践中磨砺我们的投资之“术”的一种方式。

和很多人一样，我很早就知道“修身、齐家、治国、平天下”的道理，在后来读了《礼记·大学》的原文我才发现，在修身、齐家、治国、平天下这一系列的任务之前，还有“正心”两个字。所谓“正心”可以理解为厘清思路、端正思想，这两个字是“修身、齐家、治国、平天下”的基础。我想这个道理对于投资也是适用的，也正是对“正心”两个字的追求和执着，督促着我和我的团队在过去八年多的时间里，在日常工作之余，时时做着“三省吾身”的事情，在投资之外的时间思考自己的投资哲学、投资方法、投资实践。

钱锺书先生曾在《写在人生边上》把人生比作一部大书，把对于人生的感悟比作写在人生这部大书边上的评语；这次，我们把投资团队过去几年关

于投资的思考和感悟整理出来，结集成书，如果投资本身是一本我们还没有完全参透的大书，那这些文字可以算是我们写在这本书边上的评语。

虽然心怀忐忑，但我对于这本书的付印，依然充满期待，这本书可以说是国内基金行业第一本基金经理的投资实践的汇总。汇添富基金管理股份有限公司文化重要的一部分就是“分享”，我希望通过这本书的出版，从投资哲学、投资方法、实战经验角度来分享我们的经验和感悟。同时，我也期待这本书起到“抛砖引玉”的作用，可以通过这本书与关注投资的人士探讨、沟通。

林利军

正心谷创新资本董事长

汇添富基金前总经理

（本文作于《投资洞察》初版时）

序三 投资中最重要的事：学习与进化

新一辑《投资洞察》付梓在即，我的同事邀请我给这本书重新作序，这让我想起了几桩旧事。

二十多年前，我还是上海财经大学的一名普通学生，每天最有意思的讨论不是发生在课堂上，而是在晚间的宿舍里：来自不同专业背景的同学们讨论各类天马行空的话题，如麦当劳进入中国的市场策略、中美关系未来走向种种，常常至熄灯还意犹未尽。如今，当年的同学大多天各一方，在各自的领域也都有所建树。现在想来，正是这样一段有趣的插曲，开阔了大家的视野，丰富了彼此的见识，对我而言更是产生了深远的积极影响。

在简单而充实的生活中，我逐渐对投资产生了浓厚的兴趣，可惜国内的投资业刚刚起步，相关资料少得可怜，此时上海财经大学的图书馆像是一个巨大的宝库，收藏着大量有关投资的英文原版书籍，我一头扎进了书丛，如饥似渴地阅读了许多经典，其中有关投资理念、流程、方法的内容深深影响并塑造了日后的我。时至今日，常有关心汇添富的朋友问起，为什么根植于国内市场的汇添富，投资原则和方法与外资机构如此类似？我想多少应该与当年的这段经历有关。

今天，我依然非常感恩这段时光，也深深地明白：那些看过的书、走过的路、遇到的人对一个人的人生轨迹会产生多大的影响，特别是在以人才为核心的基金行业。今年恰逢中国基金行业二十周年，二十年斗转星移，正是各路英杰风雨兼程、夙兴夜寐才有了今天的局面，汇添富基金是见证者，也

有幸参与其中。这些年，我总试图在汇添富重现当年我读书时的氛围，鼓励同事们有空多读书增智，多和比自己高明的人交流切磋，希望大家能够如当年懵懂的我一般幸运：无论外界如何变化，我们都可以不断提升进化自己。

投资是孤独的征程，而分享则是驱逐孤独的良方。这本《投资洞察》的初衷就是将汇添富同事们的日常投资所得、读书所感定期总结回顾以供内部交流使用，因此它集结了我们投资参悟中真实的吉光片羽。机缘巧合下，这部手札于2010年向外界刊发，通过文字分享的形式却意外收获了更多：自己可获得“过尽千帆”后的反思与鞭策，他人也可约取“隔岸观火”的洞明与见识。一晃已八年过去了。

八年看似弹指一挥间，资本市场却已沧海桑田。市场环境、估值体系、行业趋势、投资者结构都在发生巨大的变化，而我们是否跟上了变化，或是更加前瞻地洞察并引领了变化？

很遗憾，能够拥抱变化者寥寥。相反，我们中的很多人投资入门多年，依然不得其道；终日逡巡于“牛拉车不动，是打车还是打牛”的困境，仍不得要领。投资必不能趋时奉势、人云亦云，但身处变局却能始终明心见性者，我认为学会学习、以自我进化为目标才是根本。我常对同事们说，学习有三重境界：第一重是增加知识，拓展基础的能力圈，着眼点是扩大个人对于客观世界的认知积累，这是大多数人“学习”的常态，这一重固然重要却不是学习的本质；第二重是增强逻辑，改进个人的认知框架，达到这一境界，已经可以将刻板知识灵活运用，但仍然仅可解释过去却无法指向未来；第三重是强化洞见，思考从个人出发，无视繁复的信息噪声干扰，穿透过去、现在和未来，最终开始正确地指导现实世界。这是我们学习中应追求的境界，唯其如此，我们才能拨开迷雾抓住本质。究其根本，洞见本质的最终目的是不假外求，而求诸内心，不囿于自身局限，始终进化前行。

不断学习和进化让我们有信心能够拥抱变化，但变化只是出发点，而不变才是落脚点。汇添富筹建之初，草创未就，林总问我应该如何搭建投资体系。我告诉他，必须有明确的投资理念、投资方法，这是最基本的，然后一边说一边在纸上写出这些要点并画上投资流程图。至今，汇添富成立十四载

有余，这一套汇添富投资“基本法”未变，无论市场如何风云变幻，我始终要求我们的投资团队要严格照此执行。现在大家谈论所谓“投资范式”，于我看来，就是我们长期坚持不变的东西：一个共同体所具有的共同的价值观、准则和行为模式。

十多年前，我做基金经理时，常觉得投资之途漫漫，快乐总是短暂，而痛苦与孤寂却如无尽的长夜，个中滋味只有身在其中的人才能体会。然而，这二十多年来，我也渐渐悟得，如以贝佐斯“Day One”的心境去面对未来投资中的挑战，放下包袱，一切归零，会发现深沉的喜悦和智慧，这也是一种不足为外人道的幸福。如果回到二十多年前那些挥斥方遒的夜晚，我会急不可待地将这顿悟的喜悦与智慧与大家分享，而如今就让这本《投资洞察》代我们娓娓道来。

是以为序。

张 晖

汇添富基金总经理

（本文作于2018年11月）

目 录

- 序一 投资者教育永远在路上/001
- 序二 写在投资之外/001
- 序三 投资中最重要的事：学习与进化/001

第一篇 大道至简

- 对投资主题的一点思考/003
- 投资首要重视企业家精神/006
- 投资要重视企业的价值创造/009
- 对成长股投资的一点感想/012
- 投资家的伟大在于深刻洞察人性/015
- 郭靖、阿甘和巴菲特/018
- 作为普通投资者的一个小小梦想/022
- 《道德经》中的投资哲学/025
- “不同”的投资智慧/028
- 小到大和大到强带来的投资启示/031
- 估值体系重塑/034
- 伟大投资者的共同特质/037
- 邓普顿的投资智慧和人生哲学/040
- 投资和投机之辨/043

伯克希尔股东会的感悟/046

正本清源，回归投资的本质/049

约翰·聂夫和他的成功之道/051

惯性思维与逆向思考/054

保持良好心态才能在长跑中胜出/057

前瞻性与执行力/060

金融创新还是金融名词创新/063

从贪婪到恐惧：穿越周期的投资心理/066

股票与狗：股票投资那些事儿/069

2018 年经济周期的传统和新变化/072

投资的真谛是长期与核心竞争力/075

社会责任投资方兴未艾/078

“贪婪是好的”与“取之有道”/080

直面经济增速的放缓/083

投资中的变与不变/086

投资要坚信长期的力量/088

投资经理的社会责任/091

让投资变得简单！/094

有限理性与投资风险/097

新上市规则将给中国香港市场带来新的投资机遇/100

认清风险以获得更好的回报/103

股票市场如何起源？投资本身又该如何进化？/106

建立和完善契合本性的投资方法/110

相信长期投资力量，分享优势企业成长/113

初探投资体系的建立/116

短期与长期利益的平衡艺术/119

坚持长期 静待花开/123

第二篇 运筹帷幄

- 产业格局变化带来的投资机会/129
- 高通货膨胀环境下的投资选择/132
- 商业模式之辨/135
- 供给面改善催生投资机会/138
- 并购向纵深发展/141
- 中国股市的发展取决于改革进展/144
- 信用债投资的魅力与陷阱/147
- 行为金融学对投资的启示/150
- 迎接资产证券化时代的到来/153
- 从“钱荒”看货币政策面临的挑战/156
- 逆向投资策略在债券市场上的适用性/159
- 2014 年债券市场 从扭曲分割到估值重建/162
- 资产配置三要事/165
- 关注投资理念 掌控投资过程/168
- 大师们如何逆向投资/171
- 长期投资之辩/174
- 全球化竞争与全球视野/177
- 赢者的诅咒：新股定价的困境/180
- 证券分析的概率决策和小数定律偏差/183
- 毁灭性创造：苹果启示录/186
- 对信息不对称行业的投资思考/189
- 量化宽松的博弈逻辑及对投资的影响/191
- 土地财政：中国经济增长和波动的魔咒/194
- 金融脱媒和混业趋势下的新商业模式/197
- 行业结构变化中的投资“玄机”/200
- 如何通过报表分析增长的质量/203
- 估值体系重构下的投资选择/205

价值投资的回归/207
对冲投资的模式渐行渐近/210
金融杠杆反思录/212
市场风格切换与组合管理/215
长期持有的基石：长期调研 去伪存真/218
世界第一，中国公司准备好了吗/221

第三篇 术为实用

成长股迎来春天/225
消费品投资的春天/228
简单的道理/231
从农业问题公司谈起/234
从中国制造走向中国消费/237
成长股投资面临的两大挑战/240
巴菲特投资富国银行的启示/243
组合投资的五个制胜要素/246
价值股的投资机会正在临近/249
再论成长、价值投资之辩/252
移动互联网时代的商业模式/255
高知名度成长股的周期/258
迎接大健康行业下一个黄金十年/261
站在医药新周期的起点/264
电商货币基金带来无风险收益率基准重建/267
移动互联网的下一个春天/270
寻找具有核心竞争力的优质公司/273
平衡市的投资要诀/276
“漂亮 50” 的启示/279
选择有质量的成长/282

大象起舞的背后/284
量化的刚性 投资的柔性/287
中国高端制造迎来黄金时代/290
医药医疗行业长期投资价值凸显/293
从流动性管理角度谈货币基金投资/296
看企业战略挑成长股/299
组合管理的思考/302

大道至简

第一篇

道者，万物之奥，善人之宝。
万物之始，大道至简，衍化至繁。

——
《道德经》

