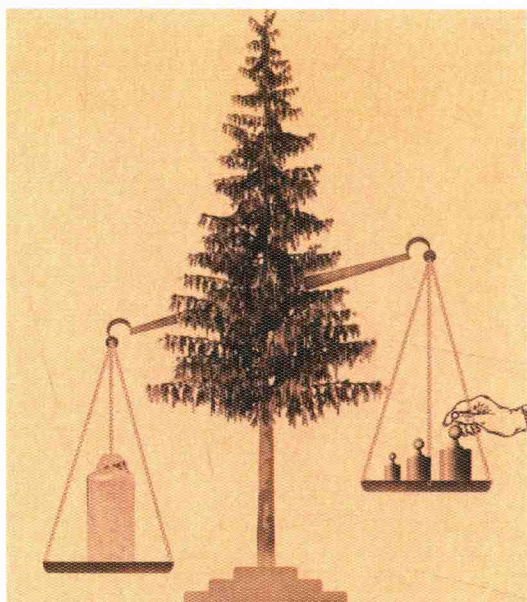


树长不到天上去，证明树长到的地方就一定还不是天
寄语方兴未艾的中国经济

择善固执

一个长期投资者的逆向思考录

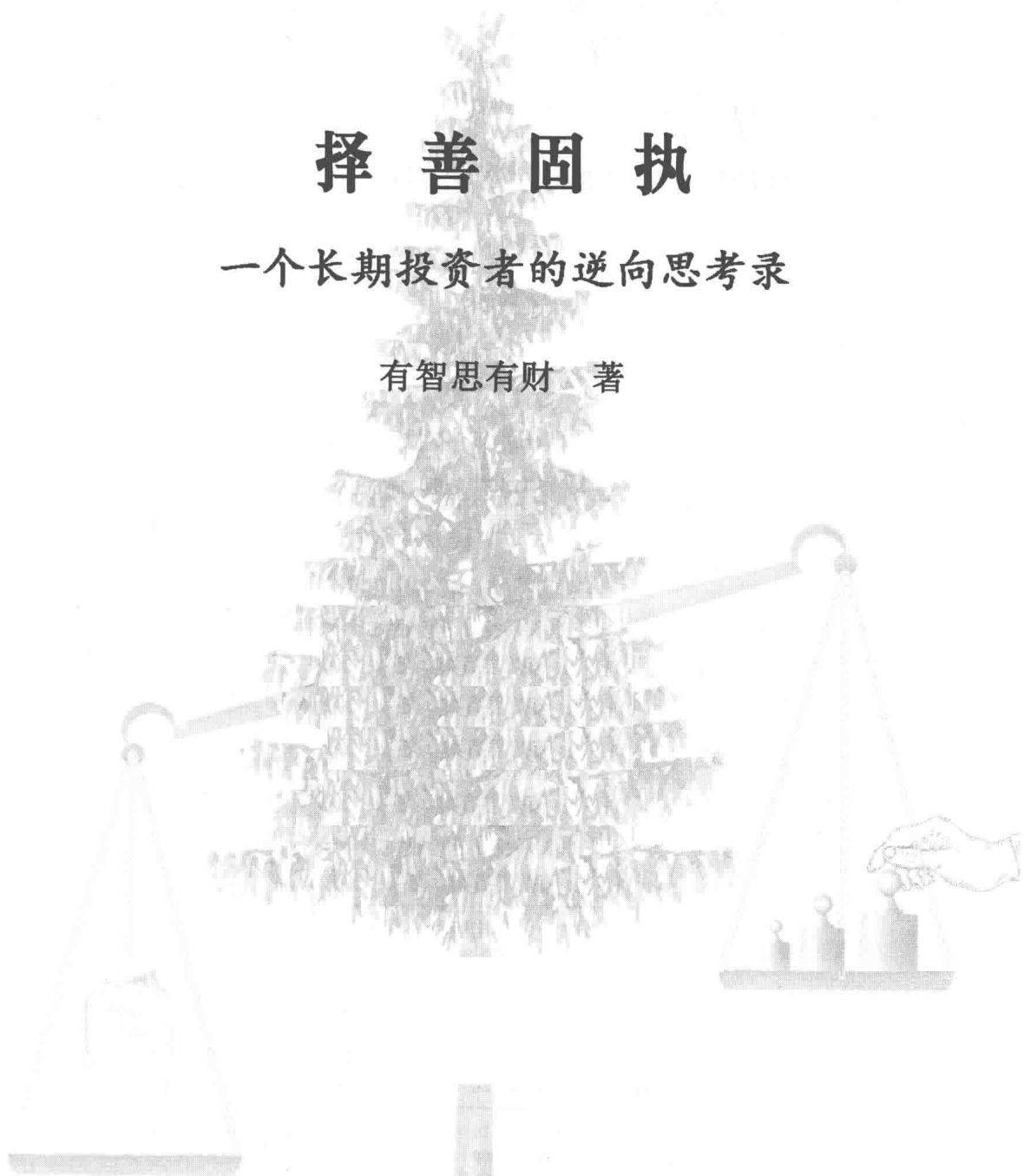
有智思有财——著



择善固执

一个长期投资者的逆向思考录

有智思有财 著



 上海财经大学出版社

图书在版编目(CIP)数据

择善固执:一个长期投资者的逆向思考录/有智思有财著. —上海:上海财经大学出版社,2018.8

ISBN 978-7-5642-3049-4/F·3049

I. ①择… II. ①有… III. ①经济学-文集②投资-文集
IV. ①F0-53②F830.59-53

中国版本图书馆CIP数据核字(2018)第110921号

责任编辑 李成军

封面设计 桃 夭

ZESHAN GUZHI

择善固执

——一个长期投资者的逆向思考录

有智思有财 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

上海天地海设计印刷有限公司印刷装订
2018年8月第1版 2018年9月第3次印刷

710mm×1000mm 1/16 15.5印张 214千字
印数:4 501—6 000 定价:68.00元

投资的方法很简单
就是择善固执
即选择最优秀的企业
长期持有

其中择善和固执同样重要
如果只做到二者之一
并不是完成了一半
而极可能是一无所获

前

言



1990年底,上海和深圳先后成立了证券交易所,标志着我国改革开放又迈出了重要的一步。中国证券市场创立以来的二十余年,也正是我国经济高速发展的时期,证券市场理应成为普通投资者分享改革开放所带来的经济成果的重要渠道。作为这个市场众多参与者中的一员,二十多年来,与市场一起经历了无数的风风雨雨,全身心投入这个行业,并且始终坚信这个新兴的行业孕育着巨大的机会。

2003年,博客这种新鲜事物使我产生了写点什么的想法。那时,已经在中国股市中摸爬滚打了十余年的我,逐渐厌倦了市场中无休止的追涨杀跌。面对不停地在得而复失和失而复得间徘徊的收益,疲惫之余,感觉自己乃至整个市场全都迷失了方向。当时不少投资者都已经产生了类似的感觉,于是大家把中国股市与发达国家股市进行了比较,最终大多数人认为,是一个叫“股权分置”的东西影响了中国股市的健康发展。在那一年,市场展开了一场解决股权分置的“全流通之路”大讨论。也正是在那时,我写下了第一篇博文:《全流通——愿望不能成为制定政策唯一依据》,提出实现真正全流通的过程,不可操之过急,更不可以为了全流通而全流通。不久之后又写下了《保持股市适度稀缺还是给它投资价值?》,阐述市场从稀缺炒作到价值投资的差距,认为中国资本市场建设,不可频繁“推倒重来”。

市场在成长,我们在学习,从西方各类经济学基础理论到华尔街的发展历史,再到巴菲特的价值投资,以一个个人投资者的角度,紧张地思考着中国资本市场的前途,也思考着自己的出路。2006年,中国股市闻到了牛的气息,那是至今最大的一次炒作“稀缺”的盛宴。由于手中所持有的大量资源股也

恰巧处于上升周期,并逐渐达到顶峰,那次行情使我收益颇丰。我的博客并没有记录那段经历,因为我始终觉得,那多半靠的是运气。而运气这种东西,既无法复制也不值得总结。

随着2007年股市行情达到高潮,我逐渐把资金从获利丰厚的周期行业股票上退出,集中到茅台上来。尽管一年后看来,全都买在了高点,但却把个人资产的回撤控制在了一个足以令我满意的幅度内。购买茅台,当时只是一个避险行为(我称之为“把茅台当作结算货币”),目的仅仅在于大涨后的控制回撤。没有想到的是,这一持股,至今已有十余载。回过头来,看一看曾经重仓持有过的那些周期行业股票,已经有些不寒而栗,由此引发了我新的思考。

茅台无论是上市之前还是上市之后,几十年中一直保持着稳定而骄人的业绩增长,这在世界各国的企业中都是极为罕见的。然而这样一家优秀的企业,从它进入资本市场的那一天起,便注定了对它的争议永远没有终止的时候。十余年来,双方各自抱着叶公好龙式的推崇或恐惧甚至厌恶,辩论得面红耳赤。人们就这样争来争去,激烈得已经忘记所争何物。无数投资高手在茅台面前成为匆匆过客,买椟还珠,忙得不亦乐乎。仓促间顾不得看一眼自己曾经的拥有。

自茅台上市的那一天起,我就对它垂涎三尺,对茅台酒的感知及对茅台股票的研究也是与日俱增。但是,那时的我,对股票收益的追求远远不是茅台的企业自身成长率可以达到的,所以,2007年以前,我一直没有重仓持有过茅台股票,2010年之前,没有草率动笔写过茅台的评论文章。正因为没有持股,随着对茅台研究越是深入,就越是感到深深的遗憾。

2010年,在持续研究、观察这个企业近十年,持股数年之后,才勉强敢于下笔。自那年我以《笑谈茅台品牌价值——是滔滔江水还是半把破铁壶》和《喝茅台酒的人,是不会抛出茅台股票的》两篇博文开始,陆续写下了一些自己对茅台的点滴认识。2012年的《茅台产量与销量相关概念梳理》成为后来许多茅台爱好者分析茅台生产销售情况的模板。《本命年的茅台股份》在雪球网发表后,至今仍旧是雪球网回复量最大的主帖。

之后的文章,大多围绕经济理论、证券市场、茅台酒和茅台股票,偶尔发一发感慨,娱乐一下平淡的人生。其中值得一提的是《格雷厄姆的“投票机”和“称重机”究竟是在说什么?是在说谁?——回复雪球 renjunjie》。这是我在雪球网与任俊杰兄关于价值原理和市场机制这个股市永远无法回避的题目的一次深入探讨。文中表明自己的观点:价格并不必然围绕价值波动。

价格并不必然围绕价值波动,那么是否有必要把自己的投资聚焦于优秀企业?这是一个价值观的问题。

2017年,好友邹胜建议我把博客和雪球网中的文章整理出书,并替我承担了大量的整理工作。感谢邹胜,感谢上海财经大学出版社李成军老师。

全书分为四篇:雾里看花,茅台,价值投资的试金石;市场真金,A股,中国经济的水晶球;经济话题,且看,各色魔方的多棱镜;杂论疏议,话外,史迹之中的咏叹调。第1篇是我这些年所写下的有关茅台文章的一个选编;第2篇记录了自己对资本市场及其发展的评论;第3篇讲解了一些传统经济学理论解释不通的内容;第4篇的内容多以娱乐为主。

书名为《择善固执》,取自《礼记·中庸》,“诚之者,择善而固执之者也。”这是儒家思想中非常重要的一个理念。在儒家看来,择善固执是做人的一种境界,这种境界是绝大多数人所达不到的。股市中二十余年的经历,使我感觉到做投资也需要时常用这种理念反省自己。子曰:“笃信好学,守死善道,危邦不入,乱邦不居。天下有道则见,无道则隐。邦有道,贫且贱焉,耻也;邦无道,富且贵焉,耻也。”如果用在投资上,可以理解为,抱有坚定的信心,不断努力学习,坚守最优秀的企业。不买入和持有高风险投机品种。优秀企业受到追捧的市场环境下,投资业绩自然显现,投机气氛过重的行情下,则远离市场。优秀企业引领市场时,赚不到钱,是耻辱的;投机炒作横行时,赚到钱,是耻辱的。

借此,与读者共勉。

前言 / 1

第 1 篇 雾里看花,茅台,价值投资的试金石 / 1

笑谈茅台品牌价值——是滔滔江水还是半把破铁壶 / 3

喝茅台酒的人,是不会抛出茅台股票的 / 7

汾酒炮轰同行——我真的震惊了! / 10

茅台的股价真的高了吗? / 14

茅台产量与销量相关概念梳理 / 18

茅台发季报,我也来说说 / 23

酒香也怕巷子深 / 25

我审茅台的“财务预算” / 27

躺着的茅台为什么总能中枪? / 30

习酒注入茅台,利弊都要考虑 / 33

与某新浪大 V 关于茅台酒的雪球问答 / 37

唱空茅台的逻辑 / 43

注册“国酒茅台”商标的第 96 条异议 / 45

说说茅台预收款下滑 / 48

“酒鬼”归类 非醉勿扰 / 52

- 茅台酒 1 519 元的零售价格目前偏高 / 57
- 茅台的 2013 年,是最困难的一年 / 60
- 处罚降价的经销商,究竟是在呵护谁? / 63
- 茅台的重大分歧 / 66
- 如果明天牛市来了茅台能够得到多少“估值”? / 68
- 本命年的茅台股份 / 71
- 2013 年茅台中报——二季度基本与一季度持平 / 77
- 历史上茅台酒的几次调整 / 81
- 为茅黑加油! / 86
- 什么是历史? 笑看陈琪的博览会纪实 / 88
- 茅台是否是一只随时可以买的股票? / 91

市场真金, A 股, 中国经济的水晶球 / 95

- 全流通——愿望不能成为制定政策的唯一依据 / 97
- 保持股市适度稀缺还是给它投资价值? / 106
- 股指期货,这回咱烧谁? / 110
- 中国股市为什么不可以 T+250? / 114
- 揭开中国股市十年熊市之谜 / 118
- 格雷厄姆的“投票机”和“称重机”究竟是在说什么? 是在说谁?
——回复雪球 renjunjie / 121
- 股市崩盘了,你怕不怕? / 136
- 对话 / 138

第3篇 经济话题,且看,各色魔方的多棱镜 / 141

- 加大原材料储备正当时 / 143
- 市场不明白的东西太多了 / 145
- 房地产的绝望性购买是否可以告一段落? / 146
- 祝日本人好运 / 149
- “通货膨胀”不过是资产阶级经济学家们编造出来骗人的把戏 / 151
- 凯恩斯与弗里德曼 / 153
- “约翰牛”可以忍受许多东西,唯独受不了年息2厘 / 156
- 从费雪方程式揭开古典经济学通货膨胀理论之画皮 / 157
- 想吃包子的人,命中注定会被撑死?——惊闻央行降息 / 163
- 《悯农》——悲情中的经济学 / 165
- “货币无用论”才是中国超配外储的最根本原因 / 168
- M2与GDP的真实关系 / 171
- 猪肉价格=通货膨胀? / 175
- 中国多年来货币及房地产状况的普遍误读 / 177
- 自行车就是一个泡沫 / 184
- 中国人怎么可能怕货币战? / 186
- 一个典型性骗补的故事 / 188
- 另一个骗补及产业政策失败的故事 / 189

第4篇 杂论疏议,话外,史迹之中的咏叹调 / 191

- 你是想卖一辈子糖水,还是跟着我一起改变世界? / 193
- 由“煮酒论英雄”看三国智慧 / 195
- 评《漫游的感想·麻将》 / 212
- 《少年π的奇幻漂流》你真的看懂了吗? / 215

对《论语》中两句话的个人理解 / 223

历史的逻辑 / 227

后生可畏与朝闻夕死 / 230

孔子讲授“价值投资”之颜渊篇 / 234



第 1 篇



雾里看花，茅台，价值投资的试金石



笑谈茅台品牌价值

——是滔滔江水还是半把破铁壶

茅台的品牌价值是多少？

有人说是400多亿元，我告诉你，准确地讲，那个应该叫“品牌价格”而不是价值。

还有人说这400多亿元在计算茅台价值时，也应忽略不计，原因是在计算茅台的1000亿元存酒时，已经包括了这400多亿元。对此，我实在不敢苟同。

世人皆言有买椟还珠者，如今方知，此言之不谬矣！

茅台的品牌价值，便是那滔滔的长江之水，而茅台的存货不过是你手中的那半把破铁壶。

设想一下，如果没有水，你手中的那半把破壶，价值几何？

因此，没有那破铁壶，长江也要大打折扣？所以长江的价值取决于你的那半把破铁壶？

我宁可相信，不是江水在动，而是我的心在动。

我们先说说那个所谓的“400多亿元品牌价值”是怎么算出来的。

茅台的吨酒价格目前是100万元，所以茅台的10万吨存酒价值1000亿元。这1000亿元里，确实包含了茅台的品牌价值。

但如果茅台的存酒不是10万吨，而是20万吨呢？

如果结论是前面10万吨价值1000亿元，而后面的10万吨只值高粱、小麦加水的价，那就是说第一个10万吨，已经把品牌价值用完了。

而那400多个亿，就是对第二个10万吨茅台和10万吨“高粱、小麦加

水”给出的差价。

而如果存酒是 30 万吨,那么,第三个 10 万吨就只值“高粱、小麦加水”的价了。

这东西还有一个名字,叫什么“边际效用递减”,据说是门格尔、杰文斯、瓦尔拉斯同时发现的。我对它的评价是,骗人不打草稿! 边际效用理论是西方经济学诸多价值理论中,最烂的一个,完全混淆了价格与价值,将价格递减,硬说成效用(价值)递减。

中国有一个笑话,说有一个傻子吃烧饼,吃到第 5 个时,饱了,于是拍拍肚子说:“早知道第 5 个能饱,我就不吃前 4 个了。”另一个傻子郑重其事地告诉他:“不对,你吃的这 5 个烧饼只有第 1 个是效用最高的,其余 4 个,逐个效用递减,所以你要保证高效用,应该只吃第 1 个。”

这种算法虽然愚蠢,但却揭示了茅台有那么高的品牌价值,却只有那么低的品牌价格的原因。在我看来,这一千多亿元,不值茅台品牌价值的脚趾头,只是由于茅台的存货不足(实际上是产量不足),造成其品牌价值中的绝大部分无法发挥作用。我给了它一个名字,叫“品牌价值高度闲置”。茅台的经营者在茅台持续多年严重脱销的情况下,宁可纵容假酒泛滥以满足市场需求,也不肯扩产(别跟我提那每年 2 000 吨,丢人),实在是民族自信心欠缺的结果。

几百年、一千年之前,有人介绍中国国酒时说:“这就是中国皇帝喝的酒。”几十年前说:“这就是中国那群穷小子们喝的酒。”现在人们说:“这就是中国那群暴发户喝的酒。”酒的味道都是一样的,只是其他不一样的东西太多了。

2010 年 5 月 5 日,人民网以“文献纪录片《百年茅台》摄制工作顺利推进”为题发了一条消息,其中提到这样一段话:“中央新闻纪录电影制片厂副厂长郭本敏向袁仁国一行介绍了《百年茅台》的摄制情况。《百年茅台》以镜头语言诠释了茅台酒发展史的沧桑与辉煌,彰显了国酒茅台在民族复兴与大国崛起中的地位,以及难以挑战的文化软实力。”

我想袁仁国听到这番话时，心里一定是沉甸甸的。

去看一下这部片子吧，看完后，你或许会明白，茅台的品牌价值是多少，以及它背负的是什么，无论是季克良、袁仁国，还是贵州省，甚至是……

说了都是不算数的。

可口可乐是什么？是一个无比强大、富有且自信的国家的流行饮品，它里面装载着美国长达 200 年的历史和民族自豪感，要是产自埃塞俄比亚，只怕你宁可去喝止咳糖浆了。

要是相信中国还有再次崛起的一天，就拿中国人口加上全球华人华裔数量除以美国总人口为系数去计算中国第一民族品牌未来的品牌价格，准不会错。那些动不动就把可口可乐之流和茅台放在同一水平对比的人，缺乏的不过是强大的国家和民族自信心罢了！

顺便也说一下茅台的品牌宣传。最近看了一些批评茅台品牌宣传的文章。我个人认为，茅台的品牌宣传，确有问题，但恰恰不是那些文章所说的问

题。与他们的理解相反，茅台根本不需要再宣传什么“国酒”了，全国人民，甚至是全世界人民都知道中国的国酒是茅台！而且那些别有用心的人越是讲国酒要轮流坐庄，大家的反应就越是，“这有什么好说的？中国的国酒就是茅台”。

那么把自己已经确定了的地位在广告里大肆宣传，出于什么目的？心虚？更可笑的是，把自己已经确定了的地位和那些地位待定的“国石”“国瓷”放在一起，到底是在给谁做广告？

国酒地位已经确定了。但是，那又怎么样？是国酒，国人就会喝吗？如果真的是那样，外国的月亮就不会那么圆了，也就不会有那么多无聊的人对茅台的包装说三道四了；更不会有人说什么“绅士就必须穿西装”了；更不会有人肆无忌惮地推销如何迎合“狐狸精”的价值观了！

如果有人告诉我，“现今高端消费者的主流审美观”就是要“洋气”的话，作为国酒，我宁可还是让它“脱离”的好！

中华五千年璀璨文化,能被你我装入手上那半把破铁壶的又有多少?

所以,那些都是废话,茅台品牌的宣传比那要简单得多。只要突出一个主题:“喝茅台酒,彰显民族自信!”

就这一点而言,“神采飞扬中国郎”已经明显走在前面了,不过,不要紧,茅台的机会还很多,20年之内,茅台仍将是这个主题的最大受益者,但茅台的管理者有没有自信打出这个主题呢?作为旁观者,留给我们的,或许仍旧是无奈。

(写于2010年5月24日)