

# 雪球专刊 249 期——“与财富同行” 2020 雪球嘉年华精选合集

第 249 期

2020/12/11

出品人：方三文

策划：冯冬杰 李维可

封面设计：卢宛莹

浙版数媒

# 目录

关于《雪球专刊》

内容概要

章节介绍

1. 方三文：过去 20 年 A 股的基金投资者基本上没有赚到钱，问题出在哪里？
2. 李楠：连接人与资产，让财富的雪球越滚越大
3. 圆桌论坛：寻找互联网的十倍股
4. 林园：银行地产已过时，现在是牛市初期，大家赶紧来炒股！
5. 洪灏：未来 12 个月我们将会看到价值板块王者归来
6. 乘天昊：雪球正式入场高端财富管理领域，将在三个方向持续深耕
7. 金牛双子星 | 希瓦梁宏与进化论一平对谈精选
8. 圆桌论坛：中国医药行业的战略新机遇
9. 圆桌论坛：未来市场投资策略
10. 王庆：明年上半年中国经济很有可能达到两位数的增长
11. 山哥 V 散：我们不能再抱着汽车只是电气化方面的改变
12. 文宽自由之路：好公司不怕下跌，现在市场的问题是好公司都太贵了
13. 朱酒：只要限购依旧在 地产就有未来
14. 二马由之：银行的前景没那么积极正向 长期没那么看好
15. 圆桌论坛：我的百万资产配置计划
16. 银行螺丝钉：要做有耐心的投资者，长期投资机会并不少
17. Anny Liu：对美股来说 今年是当之无愧的“IPO 大年”

## 关于《雪球专刊》

《雪球专刊》是国内领先的投资交流交易平台“雪球”上的用户讨论集锦。本专刊全部内容均由雪球社区每日产生的大量高质量财经类 UGC 产生，按照不同专题进行组织、编辑和校对。专门为渴望财务自由，想拓展财经知识却无法长时间使用雪球的朋友，提供最好的阅读体验。

**关于雪球：**

雪球公司成立于 2010 年，是国内领先的投资交流交易平台。雪球致力于为中国投资者提供跨市场（沪深、港、美），跨品种（股票、基金、债券等）的免费实时行情资讯，专业优质的互动交流和便捷高效的交易服务。雪球集团肩负「连接投资的一切」的使命，旗下拥有雪球股票、雪盈证券、蛋卷基金等三款移动应用和雪球网站。

## 知识产权：

此电子周刊中内容版权由对应的用户和雪球共同所有。第三方若出于非商业目的，此电子专刊的内容转载，应当在作品正文开头显著位置，注明原作者和来源于雪球。

若需要对作品用于商业目的，第三方需要获得原作者和雪球的单独授权，并按照原作者规定的方式使用该内容。转载授权等相关事宜，请发邮件到 [secretary@xueqiu.com](mailto:secretary@xueqiu.com)。

本刊部分图片和文字来源于网络，如有侵权，请和我们联系。

## 内容概要

2020 年一场疫情给投资市场带来众多变数，震荡与分化已成新常态，市场机遇与挑战并存。当市场的不确定性越来越大，普通人该如何做出投资决策？

2020 雪球嘉年华特邀明星基金经理、投资行业领袖、雪球人气用户，解析当下行情，展望市场发展，助力投资者穿越迷雾，发现新机，与财富同行，与知己共赢。

我们选取了 17 篇发言稿，组成本期合集。让我们一起回顾本届嘉年华大咖秀吧！

## 章节介绍

### 1. 方三文：过去 20 年 A 股的基金投资者基本上没有赚到钱，问题出在哪里？

投资者不是买错了基金，而是自己择时，把利润择掉了。买标的是否买对，在某种程度上都没有那么重要。能拿住这些标的，反而根本上决定了你的收益回报率。

### 2. 李楠：连接人与资产，让财富的雪球越滚越大

我们希望通过雪球的努力可以为未来几十年中国资本市场尤其是以股票和基金为主的权益类市场的发展过程中，我们能够贡献自己更大的价值，能够帮助更多雪球的用

户，在雪球这里，让财富的雪球越滚越大。让更多用户的财富雪球越滚越大，雪球在社会的价值也会越来越大。

### 3. 圆桌论坛：寻找互联网的十倍股

杜可君：互联网股票整体定价相对客观，明年股价保持两位数字百分比增长。喜欢买商业模式上容易形成垄断的，投资时要判断是不是赛道里的头部，判断未来有没有变现的空间。

雨枫：B 站应该算 6 倍股，它的价值是基于它面向于年轻人，面向于 UGC 的定位。互联网角度，容易产生马太效应。中国公有云渗透率低，在 IaaS、PaaS、公有云和 SaaS 有很大的空间，可以产生独角兽和 10 倍股。

仓又加错-Leo：互联网龙头估值都很合理，但小而美、有想象空间但业绩不扎实的股票，他们反而涨得非常贵。抓十倍股方法论：第一，这个公司做的事情要靠谱；第二，人要靠谱；第三，你要控制你的仓位。

方三文：互联网市场长期没问题，短期不知道。基金仓位最大的是 A 股的茅台、港股的腾讯和美股的 Facebook。

### 4. 林园：银行地产已过时，现在是牛市初期，大家赶紧来炒股！

现在是牛市的初期，银行、地产在现在已经过时了；有些互联网行业，人工成本巨大，着火的可能性非常大；未来看好消费、健康行业。

### 5. 洪灏：未来 12 个月我们将会看到价值板块王者归来

在未来 12 个月我们将会看到价值板块王者归来，现阶段价值投资和低估值投资的重合度非常高。

### 6. 栾天昊：雪球正式入场高端财富管理领域，将在三个方向持续深耕

第一是打破信息壁垒；第二，匹配投资认知；第三，建立买方服务。雪球私募在过去尝试的模式已经得到用户的认可，我们也坚信围绕用户需求持续提供优质的服务会是雪球在高端财富管理领域最大的价值。

### 7. 金牛双子星 | 希瓦梁宏与进化论一平对谈精选

大都以股票多头策略见长，但量化投资，同样受到诸多球友的关注。当主动遇上量化，又会碰撞出什么样的火花呢，金牛双星：希瓦资产创始人梁宏先生@梁宏 和进化论资产创始人王一平先生@进化论一平 为我们带来主动和量化的较量。

#### 8. 圆桌论坛：中国医药行业的战略新机遇

在 A 股的历史发展中，医药一直是一个孕育牛股的好赛道，但同时医药的细分专业性高，选股难度大，本场圆桌邀请到雪球人气用户@伯言 2020 作为主持人，圆桌嘉宾：雪球私募小丰基金经理张小丰@Stevevai1983 、雪球私募青侨阳光基金经理卢桂凤@青侨阳光 、百创资本董事长陈子仪@百创资本陈子仪，高特佳熙和资本总经理李秋实 @李秋实医药投资。

#### 9. 圆桌论坛：未来市场投资策略

聚焦未来市场的投资策略，来抄一抄私募基金的作业，这轮圆桌论坛邀请到拾贝投资市场总监李达；聚鸣投资副总经理、基金经理王文祥；沣京资本基金经理吴悦风；璟恒投资基金经理李育慧，共同探讨未来市场的投资策略。

#### 10. 王庆：明年上半年中国经济很有可能达到两位数的增长

疫情对经济和资本市场的影响逐渐过去，明年中国将会出现明显、强劲的反弹。今年市场演化的两个基本特征：总体股票估值回到历史均值水平，但有明显分化；市场风格的变化。

#### 11. 山哥 V 散：我们不能再抱着汽车只是电气化方面的改变

我们不能再抱着汽车只是电气化，在能源方面的改变。而是把它进行重新的定义，是一个最大的智能硬件，在智能化和网联化方向还有很大的发展空间。

#### 12. 文宽自由之路：好公司不怕下跌，现在市场的问题是好公司都太贵了

好公司不怕下跌，现在市场的问题是好公司都太贵了，都高高在上，没有好机会进场，我们应该希望好公司跌下来，我们才有建仓或者加仓的机会。

#### 13. 朱酒：只要限购依旧在 地产就有未来

我拿着地产股，如果没有宏观调控，一股地产股都不会拿，就因为有了宏观调控，地产才有未来。三道红线是调控中最精准的一个，不仅解决了金融泡沫的问题，也解决了房地产行业利润下降的问题。

#### 14. 二马由之：银行的前景没那么积极正向 长期没那么看好

二马由之对银行股的观点很清楚，长期对银行股没那么看好。金融脱媒的趋势明显，再加上息差的下降是一个大的趋势，这两个因素把银行的收入卡定，所以银行的前景没那么积极正向。

#### 15. 圆桌论坛：我的百万资产配置计划

本场圆桌论坛邀请到雪球人气用户@无声 作为圆桌论坛主持，以及雪球人气用户 @韭菜投资学 @揭幕者 @股市药丸 @Alex 价值发现者 四位嘉宾，共同探讨，假如你有一百万，将会如何配置？

#### 16. 银行螺丝钉：要做有耐心的投资者，长期投资机会并不少

组合就是买一篮子基金，最大的好处是解决了投资者拿不住的痛点，避免出现股票基金赚钱，但投资者不赚钱的窘境。市场的波动是永恒的状态，每隔一段时间就会出现一个新的机会，只是不会落在同一个品种上。

#### 17. Anny Liu：对美股来说 今年是当之无愧的 “IPO 大年”

今年美股 IPO 一共有 413 个，是过去从 2000 年至今 IPO 最高的一年，SPAC 上市方式比例过半，医疗和科技行业占比最高，可以说是当之无愧的一次 “IPO 大年” 。

## 1. 方三文：过去 20 年 A 股的基金投资者基本上没有赚到钱，问题出在哪里？

作者：@不明真相的群众

发表时间：2020-12-5

2020 雪球嘉年华现场雪球创始人、董事长方三文先生 @不明真相的群众 表示，大概 20 年来中国 A 股市场上的证券投资基金长期回报率，年化回报率是 16%。整体跟中国上市公司 ROE 大概略高一两个点。但是过去 20 年，中国的基金投资者在基金投资上，基本上没有赚到钱。

问题出在哪里？不是买错了基金，而是自己择时，把 16% 择掉了。通过调查，我们得出一个比较朴素的结论，买标的是否买对，在某种程度上都没有那么重要。能拿住这些标的，反而根本上决定了你的收益回报率。

以下为演讲实录：

方三文：各位下午好！今天上午大家的分享很严肃今天下午我主要跟大家讲点轻松的。

我问一下大家，今年在股市挣到钱没有，挣到的举手！看来胜利非常高，看到大家挣了钱很高兴。大概在 10 年前，我创办了雪球这个产品，自从那年起，就有很多人每天都来问我，这个雪球到底是给谁用的？是什么人在用雪球？雪球给他们创造了什么价值？你们一定认为我对这个问题有清楚的答案，我要告诉大家，其实我也没有，我每天问自己这个问题。这次嘉年华召开之前，我让同事访问了很多我们的用户，想了解一下到底是谁在用雪球？雪球给他们提供了什么价值？这有助于我们检讨企业的策略，我们的策略是不是对？我们给用户提供的价值是不是可以持续？接下来让我们看看雪球用户怎么说的？

谢谢大家的捧场，更谢谢用户的 support。从产品形态来说，雪球打造了一个从“社区-交流-交易”的产业链，用户可以在这边关注自己的投资标的，了解他们的价格、数据、资信和其他投资者对他的评价。可以关注其他投资者，跟他们就投资问题进行交流，然后形成自己的投资决策，可以在雪球上下单买卖股票、基金、私募。这是雪球的功能。在这个功能里，雪球提供最核心的服务是什么？是不是你上了雪球就可以获得一个代码，一买就挣到钱。或者我可以获得从来没有人说过的独家信息，我获得这个信息就挣了钱？如果是这样理解，可能跟实际情况偏差是很大的。我随口说几个数据，大概 20 年来中国 A 股市场上的证券投资基金长期回报率，年化回报率是 16%。整体比中国上市公司 ROE 大概略高一两个点。但是过去 20 年，中国的基金投资者在基金投资上，基本上没有赚到钱。问题出在哪里？不是买错了基金，而是自己择食，把 16% 择掉了。不光公募基金是这样，有的部门针对前两年，比如 2017 年绝对回报 60% 的非常优秀的一只私募产品，知名度非常高。调查了大概 1 万名持有者，你们知道持有者平均获得的收益是多少吗？是 10%。50% 到哪里去了？都被投资者希望高抛低吸，结果搞成低抛高吸。我们得出一个比较朴素的结论，买标的是否买对，在某种程度上都没有那么重要。能拿住这些标的，反而根本上决定了你的收益回报率。

我们针对雪球上的用户进行调查，发现非常有意思。比如我们调查了一个基金组合的 30 万名投资者。不是用数量做数字营销，30 万的投资者规模是足够庞大的。得出的结论是这个基金投资组合的 97% 投资者都是赚钱的，我们针对我们的私募投资客户进行调查，发现目前雪球上买卖持有私募的投资人平均持有时间是 25 个月。你们可以随便推出这个结论，目前在雪球上买私募的人绝大部分是挣钱的。挣钱是因为雪球上卖的私募是市场上最好的吗？我希望是这样，但我可以告诉大家，事实上不可能这样，因为全国有非常多的私募。证券投资类私募几十万个，雪球卖的数量很少。是有很多优秀的产品，如果说雪球上卖的私募产品是市场上最优秀的话，我这个牛吹了肯定会被揭穿。但是雪球上的私募投资者绝大多数都挣了钱，这个牛一万年都不会破。

这里面到底发生了什么？其实就是因为雪球建立了一个投资者跟投资标的的深度链接，能够让投资者更加全面深入地了解自己的投资标的，了解自己投资标的的特征，比如说股票背后的商业模式、企业文化，包括基金后面的投资策略，甚至包括基金经理的人格特征，这些深度的了解，让投资者的决策更加理性，最后投资者挣到了钱。在投资者挣到了钱中，雪球绝对不敢说是我们的功劳，最主要的是因为这些投资者既有理性思维方式，应用了正确的方法，雪球非常有幸在这里帮上了一点点忙，大概就是 99 度的水里我们再加了一点温度，这是在浩瀚无边的投资的海洋中，雪球做的一点微不足道的事情，但是它有可能确实帮到了投资者，让他赚到了钱，我们为此感到非常荣幸，所以我们一定会持续地做好投资者跟投资标的之间的链接，让投资者的财富雪球越滚越大！

雪球一定会做全中国最好的，中国人首选的在线财富管理平台，谢谢大家！

## 2. 李楠：连接人与资产，让财富的雪球越滚越大

作者：雪球 CEO 李楠

发表时间：2020-12-5

2013 年开始，雪球嘉年华已经陪伴各位球友走过了 7 年，在过去的 7 年里，每年我们都希望能够跟大家相聚，一起来回顾和梳理过去一年我们的投资热点和投资经验，当然也希望能够讨论和交流，能够找到未来的投资机遇。衷心的感谢每一位球友这些年来支持和相伴。今年是非常特殊的一年，因为一场疫情，整个国际局势变得充满了不确定性，而因此我们的资本市场和行业格局也变得扑朔迷离。

站在这样的时代大背景下，站在这样的时间节点中，我们究竟应该怎么样拨开迷雾，如何做好自己的投资决策，真正使财富的雪球越滚越大呢？今天的雪球嘉年华很荣幸请到了知名经济学家，明星公私募基金经理和雪球人气用户，一同为大家指点迷津，希望能够实现与财富同行，与知己共赢。

雪球联合创始人、CEO 李楠先生发表了演讲，以下为演讲实录：

李楠：大家上午好！欢迎来到雪球嘉年华，我是雪球 CEO 李楠。在今天开始之前，我想特别感谢一下今天来到现场的所有的朋友，因为大家都戴着口罩，也特别感谢今天能够有机会在这个场地把一个千人的活动成功举办这件事付出的所有的人，因为如果没有他们的话，可能我们是没有机会在 2020 年的当下，有这样一个分享的机会。

虽然我们想起在 2017 年的时候在深圳体育馆，那是 6 千人的线下聚会，但是在 2020 年的当下，我觉得这样一个时间，今天在现场这么多的同学，我觉得是让我们非常的心怀感恩。大概在几个月以前，我和我的同学们在一起探讨，今年 2020 年嘉年华应该选择什么样的城市，我们把雪球上面活跃用户的列表拉了一下，很快我们打算要来到深圳，因为今年是深圳改革开放 40 周年的时间点，我昨天来到深圳的路上我看到路上招牌写着“深圳精神‘开拓创新’”，可能正是开拓创新这四个字在深圳这个土地上诞生了无数优秀的中国上市公司，也让这个土地上出现了像在座的各位这么多如此的热爱投资的投资者。所以我们说如果没有深圳，没有深圳这么多优秀的上市公司，没有这么多热情的投资者，我相信雪球的活跃度或者说雪球的价值都会暗淡一些。

同时今年也是中国的 A 股市场 30 周年的时间，在 1990 年的 12 月 1 号，深圳交易所开始试营业。1990 年的 12 月 19 日，上海证券交易所正式开业，开启了中国 A 股市场的 30 周年，在过去激荡的 30 年里面，雪球这家公司也非常荣幸见证了后面的 10 年。所以接下来我想跟大家分享雪球在这十年中，我们如何一路走过来，想跟大家讲讲雪球的一些关键节点。

在 2010 年的时候，在北京的中关村，方三文先生和我的同事们创办了一家公司叫雪球财经，这家公司的第一个产品叫“i 美股”我想看一下在座有使用过 i 美股的举一下手，我在台上看不到下面的手，我相信一定是有人使用过。i 美股这样一个产品是 PGC 的产品，是由我们雇佣一帮同事去给大家提供聚焦在美股的中文行情咨询研究报告，也是这么一个非常聚焦的产品，让我们在 2010 年非常短暂的时间里，让这家公司扎根下来，生根发芽，也让我们很快获得了资本市场的认可，更加获得了更多用户的认可，所以也是有着第一批种子用户，让我们有了探讨。

到了 2011 年的时候，我们才正式推出了一个产品叫雪球，雪球这个产品和 i 美股这个产品最大的区别在哪里呢？首先是内容生产的方式，从我们雇佣的员工 PGC 的方式变成了向在座各位和线上的球友，在自己发表内容的 UGC 的方式。第二，我们从聚焦在美股市场开始进入到更广阔的 A 股市场，所以雪球这样一个产品用社区这样一种形态给大家提供了跨市场的投资交流的社区。

从 2011 年开始的几年时间，我们这家企业或者我们做雪球这个产品，我们不是以用户数量的增长作为我们公司经营的最核心的理念。我们最核心的理念是希望给雪球的社区用户提供最好的交流的氛围和最高质量的讨论社区。在此过程中，我们非常克制地营造社区氛围，我们非常努力地希望让更多雪球的用户满意于我们社区平台讨论的质量。虽然看起来我们没有追求增长，但是因为大家对于雪球这个社区上的高质量交流讨论，

让我们获得非常好的口碑。很快我们吸引了源源不断的用户使用雪球。正因为过去几年我们的克制，让雪球这样一家公司和雪球这样一个产品成为今天中国互联网上关于投资最好的品牌美誉度。非常感谢在那几年里，一路为雪球源源不断生产内容的所有雪球球友。

到了 2016 年，经历过一轮 A 股牛市，雪球开始响应用户号召、用户的需求，以及我们拥有更多的资源可以为大家提供完善的服务。2016-2019 年，我们陆续上线了雪球私募基金的孵化、公募基金的交易、A 股交易、港美股交易，包括最近两年私募基金的代销。通过这种模式，我们让社区给雪球的用户提供更好的投资决策，同时通过雪球这个平台能够给大家提供全方位、跨市场、跨品类交易的品种。我们通过社区交易的战略，很快地吸引和满足更多的用户使用雪球，推动雪球这家公司的持续成长。

在 2020 年的当下，我们升级了雪球的使命。我们重新定位我们的产品，雪球的使命是“连接人与资产让财富的雪球越滚越大”。我们希望通过雪球财富管理的平台，让更多上市公司和基金管理公司在雪球的平台找到认可它的投资者，帮助上市公司、基金管理公司的雪球越滚越大，我们希望通过雪球的平台让更多个人投资者在雪球找到他认可的基金或者上市公司，实现他个人财富的增长。我们希望通过雪球的努力可以为未来几十年中国资本市场尤其是以股票和基金为主的权益类市场的发展过程中，我们能够贡献自己更大的价值，能够帮助更多雪球的用户，在雪球这里，让他财富的雪球越滚越大。让更多用户的财富雪球越滚越大，雪球在社会的价值也会越来越大。我们作为一家企业的价值也会越来越有成就感，我们希望在未来的几十年时间里，雪球可以让更多的中国人使用，帮他实现财富的增长。

前面，我跟大家回顾了我们过去 10 年。对未来的 10 年，我们相信也是充满了机会和挑战。在今天这个时间点，我想跟大家分享过去几天时间里，雪球公司刚刚发生的一件事。过去几天，雪球公司刚刚完成了 E 轮融资，获得 1.2 亿美金的融资。这一轮融资是由兰馨亚洲领投，特别感谢所有同仁对雪球的认可。我们认为正是因为雪球努力地给更多的用户提供有价值的服务，才会让雪球这家公司和我们的产品越滚越大。我们希望通过这一轮的融资，能够在接下来的时间里给用户提供更好的产品和服务。

### 3. 圆桌论坛：寻找互联网的十倍股

嘉宾：@刘志超@不明真相的群众@仓又加错-Leo@雨枫@杜可君-格雷投资

发表时间：2020-12-6

今年以来，互联网领域集体爆发，腾讯、拼多多等股价频频创新高，在日新月异、竞争激烈的互联网领域，究竟谁有可能是下一个十倍股？

雪球人气用户 @刘志超，雪球创始人、董事长方三文 @不明真相的群众，雪球私募基金经理 @仓又加错-Leo，雪球人气用户 @雨枫 老师，格雷资产基金经理 @杜可君-格雷资产 就“寻找互联网的十倍股”这一主题展开了圆桌讨论。

以下为讨论实录：

刘志超：大家好！又到了雪球嘉年华一年一度的圆桌时刻，大家都比较期待圆桌论坛，因为它经常可以发现一些致富代码，我发现雪球用户的口味还是非常专一的，五年前是想要十倍致富代码，三年前想要十倍致富代码，去年也想要十倍致富代码，今年还是要十倍致富代码。经过今年互联网的大牛市，我不知道寻找十倍致富代码的任务更容易达成了，还是更难实现了，今天通过这个圆桌论坛跟大家寻找答案。

首先请大家简单看一下大家对市场的看法，我们从杜可君开始。

杜可君：互联网我们知道大部分股票上市是在港股和美股中概股，这两部分的市场来说整体的定价相对是比较客观的，所以明年的增长我觉得可能大家不用担心估值的下降会吃掉增长太多的比例，明年互联网还是会比较合适增长，股价应该保持两位数字百分比的增长。

雨枫：我记得两年多以前也是雪球活动，我说我看到美股估值会心里面发虚，会觉得有点高，这两年下来，事实狠狠打了我的脸，但是在今天这个时间点上让我去看明年的整个美股或者互联网公司估值的时候，我会觉得是在一个深水区，全球量化宽松到现在这个阶段，未来到底会发生什么，谁也不清楚，所以心态上保持乐观，但是始终会给自己一个提醒，它是有可能产生我们预料之外的变化的，这是每个月或者每次股票赚钱的时候，我都会不断提醒自己的问题。

刘志超：仓老师分享一下。

仓又加错-Leo：最近我发了一支基金，同时也在思考整个市场的估值情况，我觉得是一个结构性的情况，整体上这几家互联网龙头估值都还很合理，有一些甚至还比较便宜，但是那些小而美，很有想象空间的股票，但是业绩还不那么扎实的，他们反而涨得非常贵，所以怎么说呢？是机会与风险并存吧。

方三文：我基本上从来不评价市场，因为市场我搞不清楚，如果一定要给我一个评价，也是我之前说过很多次的话，长期没问题，短期不知道。

刘志超：实际上方丈在回答之前，我已经预料到他会这么说了，我还是想从雨枫老师开始，因为雨枫老师在过去几次的圆桌论坛上，一个是贡献了一支 5 倍股 B 站，还有贡献了一支 3 倍股理想汽车，我们想从现在的时点，让雨枫老师更新一下他的观点，从现在来看，这两家公司你认为还是面向未来的十倍股？还是说从当时的时点看是十倍股？

雨枫：首先纠正一下，按最新的股价来说，B 站应该算 6 倍股，但是理想下来之后现在只能算 2 倍股。我说一下对这两家公司的看法，首先站在 B 站角度，目前大概是 230 多亿美金的市值，我对它的长远预期应该是 500 亿美金以上的价值，这个价值不是基于今天的商业模式或者目前现有的用户基础，而是说基于它面向于年轻人，面向于 UGC 的定位来说，他在中国这个市场上，起码就中国市场，他就应该值 500 亿美金以上。B 站在未来的两三年或者更长的时间里，它有两个我会比较关注的点，第一个是你会发现 B 站仍然有一半以上的收入来自游戏，但是整个 MAU 大头是它的视频或者叫视频社区，它的收入来源和它的核心业务本身有一些不同步，所以第一个问题我会关注在未来两三年里，它如何更好的把视频端的流量进行变现，包括 B 站以前一直有一个承诺说不做广告，我最近也跟不少 B 站的 up 主聊这个问题，你单纯凭你的热情，在未来会不会存在一点的瓶颈或者障碍？所以我第一个会关注他未来在这个方面会不会有一些变化，会不会把一些 UGC、PGC 的视频，允许 up 主通过更多的方式去变现，包括他能够把这些流量用在给自己的游戏业务和直播业务更大范围的导流上，我觉得这是一个重要的点。第二个点，我们最近也看到快手也公布了它的招股书，像快手、抖音跟 B 站有一个很大的差异，就是它的 DAU 和 MAU 的比值在 1:2 甚至更低的水平，B 站目前还是在 1:3 到 1:4 的水平，也就是用户黏度要比抖音和快手这样形态的产品更低一些。未来两三年里，B 站会不会进一步提升这样的黏度，包括之前我在雪球上分享过一个观点，他有没有可能在未来进入到社交市场，因为我们知道其实过去一年里面，美股有一支股票是 Snapchat，针对年轻人的社交产品，是不折不扣的十倍股，B 站未来会不会朝这个方向走？这是我对 B 站关注的两个点。

理想汽车比较简单，2025 年的销量预期应该是 50 到 60 万辆，如果按单车将近 30 万的收入水平来看，在那个时间点上，收入规模大概相当于两个吉利，理想昨天晚上的市值是 1700 亿人民币，所以你现在这个价格的话，5 年以后你亏钱的概率不大，可是反过来讲一句话，他能够往上再走多高？因为未来五年赚的钱在今天股价上已经包含在里面了，未来五年能赚多高取决于两个事情，第一是新能源估值锚点是谁，其实是特斯拉，特斯拉在未来五年是往一万亿美金走还是往腰斩的方向走，这会影响所有新能源赛道上的选手估值。第二，在未来五年时光里，未来整个金融市场的环境，它的量化宽松，流动性泛滥，会不会产生本质的逆转和变化，如果产生的话，我就会说今天这个价格拿在手里，亏钱可能不太会，但是要赚多少钱，其实是取决于企业之外的因素，和一些目前还不确定的东西，这是我对这两支股票的看法，谢谢大家。

刘志超：雨枫老师的观点非常鲜明，B 站需要再观察，但是理想汽车你现在拿着不贵，不太可能会亏钱。

雨枫：B 站我认为也不会亏钱，以五年时间来看，这两支股票拿在手里我不相信会亏很多钱，但是能赚多少，要取决于目前还不能确定的因素，外部因素、业务策略，要考虑这些东西。

刘志超：现在请仓老师来分享观点，因为他新发了一支基金，这样在雪球上又少了可以抄作业的学霸，但是今天还是可以跟我们分享观点的。他以前是做一级市场基金的，有抓住十倍股甚至百倍股的经验，我们请他分享一下，在看这些公司的时候，这些潜力的百倍股或者十倍股有什么判断或者关注的点？

仓又加错-Leo：雪球上以前也没少分享，我今天要分享的是抓十倍股的方法论，我以前是做风险投资的，风险投资主要靠 10 倍股，你投十家公司，大概有那么一两家成了，你就是赚钱的，这个方法论我想通过三个具体的案例来总结，前两个都是我自己的案例。

第一个家公司叫声网，我大概是 B 轮的时候投的，到今天应该有 50 倍，这是一个成功的案例，可以经常拿来吹牛的案例。

第二个案例是一家错过的案例，是 2011 年的小米，那时候雷总说我大概可以买 20 万，我没买，这 20 万今天值多少呢？2 亿港币，是一个错过的案例。

第三个案例我认为是一个失败的案例，今天来看会很有争议，因为今天股价非常好，很多人赚了十几倍，就是特斯拉和蔚来，但你回头去看当年他们来都曾经差点破产，如果没有在那个时间点上及时融资的话，这两家公司今天可能都已经倒闭了。

通过这三个案例我能总结出一个什么样的方法论呢？想抓十倍股，第一，这家公司做的事情要靠谱，小米也好，声网也好，特斯拉也好，他们做的事情具有巨大的市场空间，站在 2010 年看小米或者站在那一年看声网。第二，雷总我很熟，声网的创始人也是我上一家公司的 CTO，马斯克可能有很多人非常崇拜，都是一些靠谱的人，人靠谱，事情靠谱，基本上这个公司就具备十倍股的潜质。但是最重要的一点，你投资时候的仓位，大家知道十倍股不是人人都抓得住，为什么？因为他早期的时候看不清，分歧很大，连你自己在下注的时候，也没有那么大信心。小米那支我为什么错过呢？这 2 亿港币为什么错过呢？因为当时那笔钱是我全部的资产，不敢下注，是仓位的缘故。为什么声网我能抓住呢？因为我投的那些钱只占我的一点点，很多人可能在特斯拉和蔚来上赚钱了。你回想一下，如果你当年全仓买特斯拉或者蔚来，他们遇到资金链快断裂快要破产的时候，你能睡好觉吗？我觉得不会的，所以我总结我的方法论：第一，这个公司做的事情要靠谱；第二，人要靠谱；第三，你要控制你的仓位。

刘志超：谢谢仓老师跟我们分享，我从他分享的案例里面，我听了反正觉得特别的心痛，希望我也有一个可以错失两个亿的机会。现在请杜可君跟我们分享一下，因为我看你在雪球上跟大家分享了很多对于消费股、消费公司包括互联网公司的观点，请您分享一下您对互联网消费方面觉得有增长潜质的公司。

杜可君：我们看互联网和消费，实际是从很多行业里筛出来的，互联网是我自己的专业背景，我自己对云计算包括 AI、深度学习比较熟悉。第二从投资角度来说，我们特

别喜欢买商业模式上比较容易形成垄断的，昨天下午三点半还在电话会议讨论这个事情，在商业模式上天生容易形成马太效应，容易形成垄断的东西。我们知道股票股价是 EPS 乘 PE 的，PE 长期实际是收敛的，但 EPS 不收敛，最终投资的角度来说，你找到 EPS 不断往上涨的股票就 OK 了，EPS 不断往上涨的股票要么公司差异化，要么就绝对形成垄断，有本书上写着“所有企业失败的原因都是无法摆脱竞争，而成功的原因无一例外都是因为找到了一个点，解决了垄断问题”所以互联网我们看社交、电商、本地生活服务，包括互联网教育和互联网医疗，实际有很多的公司都有这种特性，因为互联网流量导致马太效应的特点，形成这种越来越垄断的趋势。在投资互联网的时候比较容易做的一件事，你判断在这个赛道里，是不是绝对的头部，甚至有时候只有第一名。第二是判断未来还有没有空间，还有没有没有变现的地方。像腾讯这样的公司就比较稳，很多还没有变现，比如像今年的腾讯会议，一个多亿的用户，实际没有产生利润，而 zoom 是实接近 1 万亿人民币的市值。像腾讯文档 1.6 亿的用户，腾讯企业微信 2.5 亿用户，这些都是没有变现的，你要把这些东西去掉的话，是不是还是 40 倍市盈率？我看只有 20 倍市盈率，是比较稳的东西。但是有些是属于未来增长的，比如说今年疫情导致的互联网教育，我自己的孩子我感觉就特别明显，从去年春节到今年的暑假就没上课，在家里上课，学校给的课程都很简单，我们不得不在学而思或者新东方这样网校上课。我作为家长看到这些课觉得是 OK 的，只要孩子愿意上，我把线下很多课都停了，因为在北京上课太痛苦了，你开车 10 公里过去没法停车，然后要接他，付出的时间成本很大。还有一部分客户可能不在乎时间成本，他可能在乎价格成本，因为网络上的成本很低，一门课一年 300 多块钱，线下不会是这个价格，很贵，他有很多的问题。比如一个老师在线上上课，辐射半径、时间就这么远，网上的话不管哪一种模式，都能极大的拓展他能触及的空间，但互联网能解决这些问题，所以互联网教育，我观察我身边的这些人，我 40 岁，我身边北京上海深圳的同学越来越多开始在网络上上班，这个趋势刚刚开始，这可能是未来发现的一些机会。如果从稳健角度来讲，还是更喜欢腾讯这样的独一无二的空间还很多，很多还没变现。所以作为投资者来说，我也比较同意仓老师的观点，你可以有两个做法，如果你对新兴的互联网医疗、教育没有把握，你可以想仓位一点点的事，剩下的东西当然不能拿现金，因为现金是贬值的，你可以大仓位放到很确定的股票上去骑驴找马，我觉得就 OK 了。

刘志超：谢谢。谢谢杜可君的分享，信息量是非常大的，我们可以听出其中的核心，买股票不管是买什么公司的，我们还是要抓住尽量垄断的公司。

请方总分享，就过去好几次圆桌论坛的分享来看，方总好像不太愿意分享个股的看法。我们今年刚好是雪球 10 周年，之前雪球办过很多特别有意思的活动，其中一个我印象非常深刻是封仓 10 年的选择，请方总跟大家分享。首先，您过去选择哪一家公司进行封仓，现在跟您当时的想法有没有变化？

方三文：你说我不谈个股，所以我要谈谈个股。自从我的基金成立后，我仓位最大的是三个股票：A股上的茅台，港股上的腾讯，美股上的Facebook。从来没动过，买了10年从来没动过。

主持人：谢谢方总的分享。我从您的分享推算，如果现在让你选择封仓的时间选择，肯定有这三家公司？

方三文：是的。

刘志超：最近你有没有看上新的公司？

方三文：我很少看上新的公司，我也很少交易。因为我能力比较有限，比如说要寻找10倍股，这个想法我想都不敢想，我觉得每年增值8%我就很满意了。不敢想10倍股，至于不小心买到一个股票后来涨了10倍纯属运气。

仓又加错-Leo：我的基金名字送给你。

刘志超：请仓老师分享一下，大家期盼谈一些个股，能否谈谈你现在看好的公司，可能你愿意持有三五年甚至更久。

仓又加错-Leo：如果是持有很长时间，我也会有这三个股票，和老方一样。

方三文：我们应该把基金合并，大家都一样搞来干嘛？

刘志超：除了这三家公司，有没有新看上的公司？这三家公司比较知名，有没有看新的公司？

仓又加错-Leo：这三家公司可能会占我比较大的仓位，前面说的10倍股一定要控制仓位去做。我也会看上一些我觉得有10倍估值潜力的公司，具体公司争议比较大，在我认知里最好的三个赛道：云计算、在线教育和智能汽车。

智能汽车是一个难得的国产品牌能够一下子往高端走的机会。我认为这是比较好的机会。在线教育也一样，我们国家的教育资源存在结构性的不平衡，一二线城市的教育资源很多，到三五线城市乃至农村，有课外辅导孩子的需求没有被满足。云计算是巨大的市场，发展很快，但是渗透率非常低。他每年什么都不用干，只要维护老客户就能有30%的增速。这是增长这么快的市场，我认为里面充满巨大的机会。

刘志超：仓老师给大家点了三个赛道：云计算、在线教育和智能汽车。雨枫老师有没有新的标的可以方向一下？

雨枫：他们几位是管基金的基金经理，我是散户。我可以说一下我最近比较关注的两个东西，但不见得真的可以出10倍股，我一直觉得10倍股有点像彩票中奖秘籍一样，水分比较大，很难有人说我可以有计划的买了5倍股、10倍股，更多是碰巧。我最近

关注的是 IT 里比较传统的英特尔，我一直在关注它，因为它的收入规模、利润都比较好，大家对这家公司看得比较暗淡，这是美国大科技公司极少有 PE 在 10 倍以下的公司，大家认为它落后了，被 AMD、英伟达打得比较厉害。我算了一下，我认为未来一年内，现在它所有的坏消息已经出来了，它再糟可能不太会比现在更糟，我还没建仓，但我可能会比较关注它。这是一只。

另一只更冷门，我最近关注冷门的东西。目前有一家公司是中概股，叫蓝城兄弟（音）。我不是他们的目标用户，我发现这家公司很有意思，上市后拿几亿现金，他是第一名，他把第二名买下来了。后来他把一个女性向的产品也买下来了。我发现如果在中国，你属于它这个目标用户群，那你现在没什么选择，要不改变取向，要不就要用它的东西。我觉得这种公司对于大基金、大公司来说他们不太会关注，作为个人投资者来说，我更愿意寻找大家目前不太看或者争议比较大的东西。所谓的 10 倍股，为什么市场上会有 10 倍股的投资机会？因为在某个时间段里资本市场对于企业定价的功能失效了，出错了，所谓 10 倍股的兑现就是把错改过来的过程，我会找一找大家不太注意，不太看好，我会花一定精力看一看，也许会找到对于散户来说有价值的投资机会。

刘志超：谢谢雨枫老师。他之前分享的 B 站和理想汽车对于我们散户或者个人投资者来说是挺好调研的两家公司，今天分享的这两个公司好像不太好调研。

雨枫：对，尤其是蓝城兄弟（音），太难调研了，我无法把自己装成不同性取向的人。

刘志超：最后请杜可君分享一下你比较看好的公司。

杜可君：一定要说 10 倍股，我真的很害怕谈这个东西，特别是作为职业投资人。我想谈几个关键点，我在雪球上，大家可以关注几篇文章，其中一篇是《社交皇冠上的两颗明珠》，从文化角度上讲中国人社交，无论是选消费品或者电子消费品，一定要选必然存在的场景。过年喝鹭鸶、六个核桃，你找不到必然存在的场景。像这样的公司在我这里一票否决，根本不管它。比如中国人喝酒要喝白酒，我知道很多朋友很关心消费，你要选必然场景，不能是可选的场景，因为替代品非常多。一定要有心智，我想到这个品类时脑袋里选择品非常少，比如你问自己家具谁最好，你不知道。问汽车谁最好，你可以说出好几个。问牛奶谁最好，说出两个。问空调谁最好，你可以说出两个。但是 3000 块钱的白酒和 1000 块钱的白酒，你能说出一个。没有心智的东西不要看，因为 EPS 得不到保障。这是我在消费品里大概的思路。在互联网角度里，这是很容易产生马太效应的。大家互联网上关注两个点，如果不是像云计算这样的东西，我也很喜欢这个行业。云计算只能头部玩家玩，投入非常大，小玩家不要想进来。云计算要想引领必须过很重要用户拐点才能盈利。商业模式做了非常大的提升，过去大家买软件是软件许可证模式，现在是租赁的模式，持续续费，客户黏性一下增加很多。商业模式非常好，只能是头部玩家玩，尾部玩家没得玩。在公有云角度中国就三个半玩家：华为、阿里、腾

讯，百度是半个玩家。在私有云上，我们知道美国有 40 多个独角兽，比如 Salesforce、Adobe，我们国内目前有一些大家说的独角兽，但要观察，大家都知道广联达等，我不是推荐这些，我也没有买。在 SaaS 这一层，在中国目前的状况下不是很好找，但是大家要关注它。因为公有云支撑了亚马逊、微软，每一家公司在 7000 亿美金左右的市值，整个公司 1 万多亿，我们国家即使是头部，每年只是几百万，还没到千亿营收。中国 14 亿人口这样的国家，渗透率还这么低，在 IaaS、PaaS，或者在公有云这一块本身就有很大的空间，现在阿里巴巴、腾讯 4、5 万亿人民币，如果按美金的市值来算可以再造一个。在 SaaS 应用领域，每个细分领域都有很多专业的东西，巨头不可能切进去的。像这些地方可以产生独角兽和 10 倍股希望大家尽可能忘记找 10 倍股，其实 1 倍股和 2 倍股挺好的，挺稳健。你拿 10 万块钱挣 1000 万的逻辑本身很难成立，但是拿 100 万挣 100 万是很好的，你要相信股价和 EPS 是跟着富利（音）走的，最后指数曲线是这样，每一年下来的运营面积会比得上前十年的运营面积。这是很简单的道理。

## 4. 林园：银行地产已过时，现在是牛市初期，大家赶紧来炒股！

作者：@林园

发表时间：2020-12-5

众所周知，投资中有两个主要流派：剑宗和气宗，剑宗讲究图形炒股，快尽快出；气宗讲究循序渐进，厚积薄发。雪球中的讨论以气宗价值投资为主。那么接下来有请气宗代表林园投资董事长 @林园 先生为我们带来「价值投资如何穿越迷雾？」的主题演讲。掌声有请。

**X 8<sup>th</sup> 雪球嘉年华**  
2020 SNOWBALL FESTIVAL

**林园**  
林园投资董事长

我个人判断，现在是牛市的初期。我觉得银行、地产在现在已经过时了；有些互联网行业，人工成本巨大，着火的可能性非常大；未来看好消费、健康行业。

雪球  
聪明的投资者都在这里

扫码进入专题

林园：疫情今天还来了这么多人，我感觉挺高兴的，炒股的人都希望牛市，期盼牛市，否则咱们都赚不到钱，包括媒体或者雪球的创始人，牛市来了自然就好了，没有牛市大家都等着，没用，我们对未来的判断就是我们还是看指数一天比一天高，这是最希望的，我们眼睛里全是牛市，我个人判断，现在是牛市的初期，大家赶紧来炒股！

雪球是一个价值投资的论坛，我刚才听创始人是这么讲的，我也想讲一下我们对价值投资的理解，我们的一些对未来和过去的研判，我们的方法，今天就说说这些。

炒股实际上什么价值都没用，一点用都没有，价值就是你要研究未来到底这个东西应该什么样，长期的价值在哪呢？你要把行业研究好，那是长期的，短期的你就看当下

我们怎么炒，炒什么东西，这个也很重要，这也是价值。有的人讲一大堆，我听着都瞌睡了，你都不知道今天干什么，这个人的能力就是该研究什么东西最重要，我就看哪怕24小时今天在干什么，你做的最正确的决定是干什么，比如说一些事件来了，我们马上研究，今天我就不应该干这个事，都来得及，不需要研究那么远，远的我刚才说了，你把行业搞准就行了。这件事你该不该做，这是基本判断，比如说，今天应该研究什么，不应该研究什么，那是非常清楚的，我们一定要研究未来是有市场的，就是我们说的朝阳行业，市场是在不断扩大的，这才值得去研究，如果市场不断在缩小，或者我们看着未来可能这个东西都不存在的，就不要去研究了，回避，坚决回避！就比如说大家都说银行的便宜，我说不要去研究了，根本不要去，你有几天去银行？即使你买资产，也不要去买那个资产，银行员工多得是，谁知道是什么资产？你看着便宜，实际未来市场没那么大，那就是有问题，有风险的。我说它几十年以后，有可能价值归零，你去研究，你去搞。比如说零几年的钢铁、煤炭，那都是最好的行业，那时候煤老板都能挣钱，中国的钢铁老板一定是有钱的，今天的房地产，都是一样的，总的来说需求是没有那么旺盛的话就麻烦。再就是，他好的时候一定是极度繁荣的时候，00年左右你去投资银行、地产，那时候我们也作为重点研究，常识告诉你，全中国的银行总利润还不够人家汇丰市值，现在中国的银行是全球最大的，地产也是，泡沫巨大。你去买资产，买了就是死亡，这肯定是不行的，就看你怎么看了，而且脑子有问题的想着，一说低估值的就说银行地产低估值，那是PE低，PE养了多少人？一旦不行肯定是要出问题的。现在我们老百姓跟银行打交道的机会是少了，再就是企业跟银行打交道的趋势也是往下，为什么？就是我们看到了过去几十年中国的发展，企业需要钱，需要融资，需要借贷。现在问题是我们的企业太多了，本身产品生产过剩，你还要再去投资，那么你去搞，这种趋势我们想是有问题的，这从利率可以看得出来。

过去几年我们看到银行贷款利率在逐步下降，市场利率也在下降，除非是那些不要命的人，想要钱融资的地产，你给多少钱，他都给你高利息，负债巨大，这就是我们要思考，要研究的未来的问题。还有人说，比如说房地产，调控市场需求会使房地产企业变少，然后利润对头部企业有效。我们看看过去能源、钢铁这些行业，最后调控的结果是什么？大家都不行，为什么我们说中石油48块买了都套住？那就是你买的时候就是极度繁荣的时候买，肯定是不对的。谁敢说今天的房地产不是繁荣？极度繁荣，泡沫巨大？你看看那些融资，因为他们那时候即使赚了钱，说是钱存银行，他还要去扩大生产，继续收购，今天的地产也一样，这种恶性循环改不了的，因为过去几十年他们都是对的，这是人的思维惯性。所以在这上面，我们要保持高度的警惕。

我们应该研究什么？我觉得还是嘴巴，离了嘴巴还真不行，长期来说就是嘴巴。比如说2016年4月份提出了要投资健康，我们看到健康这个行业未来30年，它的需求是旺的，每一年都在增加的。这个行业中没有巨头，而且每家赚钱跟国外比都是不多的，

所以我们看这个行业肯定是未来发展方向。这是大的方向，嘴巴不能少。在过去一百年我们看能够长寿的企业都是靠嘴巴来的。

我大概梳理了一下，现在值得研究的东西，一个是健康，一个是与嘴巴相关的消费，还有就是新的东西：人工智能、新能源、5G，这些都是值得我们今天要下工夫研究的东西。但是我们真正能研究清楚的东西那只有嘴巴，很简单，价值要怎么比？比如说以五年周期来算，我宁愿去买了一个PE很低的，还是去买一个五年以后，PE是相当的？我倾向于买五年以后PE相当的。因为它们和嘴巴相关的公司生产出来的产品是要过期的，没有库存，好算账。第二，让你看得非常清楚，这个只需要我们关注人口的变化，很多人说今天的互联网美团这些，我都觉得他们有风险，我今天不是说没提醒大家，着火的可能性非常大，为什么？如果中国人的工资现在是1000块钱，我不会说这个话，社会的发展一定是人的价值是最大的，为什么？你去看发达国家，安个水龙头比买一个水龙头贵，中国现在也是这个倾向。人工工资的增长，最后你去跑腿的，工资都要一万多两万，买个东西都到消费者手上去了，这点是他们最大的风险，说什么都没用。人工成本是最大的成本，而且人工成本有一个问题，你上去就下不来，你看看现在银行的员工的工资都是高工资，这是非常可怕的。最后你去投资它，我说好的结果就是养着不分红，最后没钱了，因为他要养一大批人，坏的结果就是每年亏损，最后是清算清零，对我们做投资的肯定概率事件是不行的，所以靠人做的企业尽量少动。靠人做的企业尽量少碰。投资一定要产出无限大的，不是靠人创造利润的最保险，这才是我们的研究方向。

今天热了，明天不热了。所以互联网平台，我自己坚决回避！因为他们到处都是雇了几十万人，最后再发展可能要上百万人，稍微人出点事，人是最难管的，管不了。我们的研究重点是嘴巴，这是我们的研究方法。

比如最近上市的一家企业，和嘴巴相关的一个企业，大家都说它贵了，但是我看这玩意儿搞了几十年，我们不相信它相信谁？搞！买！你去买一个，穷苦人家出身创业的风险大，我们投资要把风险想到了，最坏的结果想到了就不会错了，然后就很轻松了。长远来说，投资垄断，独一无二的就没错。竞争出来了，强势企业就是垄断。你也不能说通吃，通吃也要出问题的。《反垄断法》专反你这个东西。我们赚钱有各种办法，我们只需要把长远的和就近的，就近的就是今天我们要搞什么？比如今天的债券，我觉得可以研究，暴跌后我再去研究，我就觉得有价值。前一段时间，我们什么事都不要干，先把发债的企业搞一遍看看有没有机会。至于你要搞一些自己把握不住的事。比如现在我提出新能源、新能源汽车、人工智能、通信，我也可以做，这个市场给你提供了很多的机会。比如我们今天发了可转债，我通过买可转债，我得买一些行业，这样我们就把风险控制在自己能掌控的范围内。看到这些企业，如果发展得好，我就跟着它走，发展得不好我也不怎么赔钱，反正是一百多一点买过来，赔也赔不了多少钱。这是我们的思路。思路决定我们的方法，最终还是以控制风险为前提。我说的不是周期行业不能搞，

也能搞，比如今天的钢铁，我买一点可转债也行。这个东西都是有方法的，你要确定这个位置我们风险有多大，把它锁死，做一些研究。这是我们的方法。

股市赚不赚钱有两个因素。赚钱一定是吹泡沫，泡沫是我们持有的时候，我们只需要把买入和持有分开，最大限度控制我们的风险。这主要是买入的时候，这个行业是没有龙头的，都是充分竞争的时候买入。持有是泡沫形成的时候。你上了马就不要轻易下马，持有的时候才是赚钱的，泡沫才是赚钱的。今天的股市肯定不是最高，今天的风险也不是最大，你主要是骑上好的马等待泡沫的形成，管它破不破，先让它吹泡泡，我们就能赚钱，泡沫越吹我们越高兴，希望大家互相传播股市没泡沫。大家都高兴，中国最有钱的都是地产商，那不对！我们要资本市场最有钱。

## 5.洪灏：未来 12 个月我们将会看到价值板块王者归来

作者：@洪灏的中国市场策略

发表时间：2020-12-5

2020 雪球嘉年华现场，交银国际董事总经理、研究部主管发表演讲称，在未来 12 个月我们将会看到价值板块王者归来，现阶段价值投资和低估值投资的重合度非常高。

以下为演讲实录：

洪灏：谢谢雪球给我一个机会让我跟大家分享一下我对明年的看法。非常荣幸，因为今年正好是雪球十周年的纪念日，而且这是我第三次参加雪球的年度峰会。



洪灝

交银国际董事总经理、研究部主管

在未来12个月我们将会看到  
价值板块王者归来，现阶段价  
值投资和低估值投资的重合度  
非常高。



聪明的投资者都在这里



扫码进入专题

今年我想讲的题目是王者归来，其实在每年的11月第二个星期，注意是未来12个月展望的时候，我们都会对于未来有一个看法，但是今年是一个非常特殊的一年。美国现在的股市已经创新高了，相信各位做美股的朋友，如果今年把握住机会的话，今年的收益应该非常好。但是你回首在2月中旬的时候，在我们预测美股出现比较大规模的

暴跌的时候，大家都没想到一场疫情会让中外全球的股市包括美股经历了从 1929 年以来最大的一次回调。在 2 月中旬市场暴跌之后，我们看到进入了 3 月份，疫情在欧美国家泛滥的时候，我们看到的是美国股市经历了历史性熔断的次数，连巴菲特老先生 93 岁高龄都没有经历过。一直到 3 月 24 号，出现了历史性的反弹。

所以我觉得到了今年 6 月份，6 月 11 号展望下半年未来 6 个月的时候，我们的题目叫做潜龙欲用，大家都知道易经里的第一卦潜龙勿用，形容了龙在深渊，这时候市场或者说整个周期处于最底部的阶段，因此我们叫潜龙勿用，因为龙还没有跃出水面，所以没有办法让它施展威力，但是我们改了叫潜龙欲用，就是龙跃跃欲试，准备浮出水面。

七八月份，不仅仅欧美市场在涨，中国市场也有一波非常强的行情，我们从 2000 多年涨到了将近 3500 点的水平。同时在今年 6 月份，我们展望未来 6 个月的时候，我们认为价值的因子将在未来的一段时间里头开始在市场里有所表现，因为这个因子被压抑得太过分了。我们看这张图，这张图给大家显示的是整体美股市场里头，价值板块和成长板块之间相对收益的表现，我把所有的数据全部调出来，大概是 40 年左右的数据。我们看到的是在 2000 年 3 月 9 号，美国市场在互联网泡沫破坏的时候，当时我们的价值股相对于成长股的表现达到了历史最低水平。到了今年 6 月份左右，我们再一次看到，价值板块相对于成长板块的相对表现，回到了 2000 年 3 月份最低的水平，这个情况可不可以持续，或者说我们会不会看到一个均值回归？我相信我们已经正在经历一个均值回归的过程。今年不仅仅是二三月份出现一个新的历史行情，今年的 11 月份出现一个更有意思的行情。在 11 月第二个星期，我们看到的是资金从成长板块里出逃轮动到价值板块，同时在 11 月 7 号，价值板块相对于成长板块的相对表现或者说相对跑赢的程度达到了 15.5 倍的方差，也就是 1 后面 20 个 0，这样的事件出现的概率，如果在正态分布的世界里头，产生的概率比宇宙的年纪还要大。在我们整个宇宙存在的历史里，它都不会发生 15.5 倍的方差。同时我们看到在过去我们有历史、有数据以来，最大一次当天成长板块的资金向价值板块资金轮动。一般出现这么历史性的行情，就像今年 3 月底出现的历史性行情一样，这是市场告诉我们，或者是市场向我们展示未来的方法。市场用特别奇怪、特别小概率的事件向我们预示着未来一段时间将要发生的事情，否则这种小概率事件是不会发生的。

到了今年 11 月份，我们看到全球市场，不仅仅是美国市场，我们中国的市场已经从 7 月份在整体的市场指数回暖时，我们也看到周期板块远远跑赢了成长板块，非常有意思。当我们看到这个现象时，在我们想写这个报告之前，我想找出什么意思价值股或者什么是价值板块，这很重要。我经常听到做量化、市场策略的人每天看 4000 个股票，因此从上往下看，没办法每个股票都看得这么仔细，当然有些股票我们看得非常仔细，比如大型股，像阿里巴巴、茅台、腾讯这种。4000 个股票难以一个个看，我们从上往下看，在我们挑选所谓的价值时，我们做量化、选股模型时用非常简单的指标代替价值的概念。我们一般挑选低估值，低市盈率、低市净率、低市销率等股票。对于做宏观量

化的人来说，我们平时所说的价值板块是量化的指标，是估值的指标。因此，对做宏观量化的人来说，你做价值投资更多的意义是估值投资，你只是挑选低估值的股票。我们都应该知道在我们计算股票的基本面决定了估值时，我们把未来 10-20 年的现金流往回折现，这里隐含了一个增长的概念，每年有既定的方法，很简单。

股票的产值，股票产生价值的方法和我们平常做量化、估值的方法完全不一样，里面有相对成长的。因此，在我们挑选价值板块时，我们还要考虑 4000 个股票相对成长的潜质，这时候我们做简单的加权，过滤出价值板块。正好这时候我们看到低估值板块和能够产生价值的板块，我们管理层能够为各位股东产生资本投资回报率远远高于资金成本，低估值的板块和高价值的板块有很大的重合，这一部分的重合正好是我们非常熟悉的传统的周期性的板块。这些包括我们的金融、工业、能源、制造，同时我们保留了一部分的科技板块。

再看一下市场预期的周期。大家都知道我有一个短中长周期的模型，基本上每一个短周期运行大概 3-3.5 年，这个运行是央行货币政策和信贷周期决定的，每一个货币政策的周期，我们可以用一些比较简单的代替指标代替。这张图我们展示的是中国存准同比变化的情况可以看到每三年从低到高峰再到低谷的水平，每两个 3-3.5 年的周期形成 11 年轴周期，10 个以上的 3.5 年中周期形成 35 年以上的长周期。长周期我们不需要太担心，整体长周期的趋势非常明显。全球长周期潜在增长率在趋势性下降，不需要过于关心。这些东西你关心了也不能改变。我们更关心在短周期里，在下一个短周期里，在今年 3-6 月份第二季度已经结束的，同时重新开启的短周期里，我们现在处于什么样的位置这是非常重要的。现在短周期的位置决定我们未来 12 个月能赚钱的概率，以及市场运行的趋势，以及市场运行趋势下什么样的板块我们得到仓位的增加，我们得到的最大收益率，这是我们要确定的。我们看到央行的货币周期或者 3-3.5 年的短周期，今年第二季度里我们运行到回暖的阶段，虽然 2020 年下半年我们货币政策保持相对宽松，同时最近有一些休息的迹象。到 2021 年我们的货币政策应该继续支持市场经济的运行。

黄金和铜价。铜周期是非常重要的周期，我们知道铜是非常重要的工业金属，同时铜周期对于货币和信用的条件、变化非常敏感，注意，我们衡量周期时衡量的是增长率变化的周期，而不是整体的绝对水平的周期。因此，即便是我们看到美国今年经济的增速是负的，但它的总体水平在全年还是可以比 2019 年高，因为我们衡量的是增长率周期，而不是绝对水平周期，我们看到铜作为工业金属，其价格对于信贷和货币周期的反应非常敏感。到了 2020 年第二个阶段，我们看到整体实体经济出现非常大的下滑，无论是中国还是美国，我们看到铜价，中国上证指数以及 ISM 指数出现了非常明显的回暖。经常有人会说我们上证指数不是对于中国实体经济运行好的指标，我非常不同意。因为上证指数是领先指标，上证指数领先中国实体经济运行大概两个季度左右。因此我们做了时间差的调整，你会看到上证指数的运行和实体经济增长、增速变缓的运行非常吻合。除了 2015 年这 5000 点外。

最后讲一讲黄金。除了我们刚才讲的价值板块、价值王者归来以及价值板块和估值/低估值板块有非常大的重合度外。我们还看到与美元信用相对的资产价格回暖的趋势。以美元计价的黄金是明显的收益的板块。以及我们看到美元 17 年的周期，我们的研究发现美元的周期大概有 17 年，从峰谷到峰值，再回顾峰谷的大周期。到了 2020 年上半年，从 2015 年展开的美元的强势开始进入衰弱的阶段，这个周期上升阶段大概是 7 年左右，下降阶段大概 10 年左右。同时，美元的周期领先美国经济的运行，这很好理解。美元作为相对计价的汇率，反映的是美国经济实力以及美国作为世界的霸权，在全球相对的地位，在今后 10 年将要相对减弱，这是大概率事件。相对来说，如果美元走软的话，我们会看到黄金、新兴市场中国 A 股、中国债券，以人民币计价的资产，以及以非美元计价的资产都会出现一波非常好的回暖的上涨行情。

简单总结，在未来 12 个月我们将会看到价值板块王者归来，现阶段价值投资和低估值投资的重合度非常高。我们已经有了一波 6 个月周期性传统行业上涨的行情，这个行情随着美元弱势展开，尚未结束。至少明年 4 月份，我们重新审视这部分的仓位。同时在未来 5-10 年里，由于美元相对强势的走弱，我们会看到非美元的计价资产，包括人民币计价资产、A 股、新兴市场、黄金、比特币等，这些资产会有一波非常好的，相对于美元走软的价格走强的行情。谢谢。

## 6. 栾天昊：雪球正式入场高端财富管理领域，将在三个方向持续深耕

作者：雪球财务业务负责人栾天昊

发表时间：2020-12-5

在 2020 雪球嘉年华现场，雪球财富业务负责人栾天昊表示，我们私募的理财顾问叫做高净值服务专家，不是销售人员，是服务人员。雪球只关注高净值服务专家的两个指标：一是用户满意度，二是和大盘相对而言整体用户的收益水平。他们是为大家服务的，当大家在雪球里看到自己心仪的私募管理人时，可以预约高净值专家提供专业、专属一对一的服务。

雪球为高净值服务专家提供的薪酬普遍高于行业，招聘的人都有非常好的教育背景和从业经验。我们之所以做这么多就是希望不要那么饥渴去营销，而是站在用户立场，以寻求用户满意度为目的为用户解决问题。

**X 8<sup>th</sup> 雪球嘉年华**  
2020 SNOWBALL FESTIVAL

**栾天昊**  
雪球财富业务负责人

我们希望通过私募基金服务高净值人群的财富管理需求，让用户的雪球越滚越大。来雪球，您不仅是投资私募基金，而是把您的资产托付给您信任的人。

**雪球**  
聪明的投资者都在这里

扫码进入专题

以下为演讲实录：

栾天昊：感谢主持人。恭喜刚刚所有获奖机构和主理人。大家下午好！我是雪球财富业务负责人栾天昊。今天下午是我们嘉年华的基金专场，有公募基金，也有私募的内容。如果是雪球的老用户，可能对我们公募基金的业务相对比较熟悉，就是我们的蛋卷基金。2016年我们的蛋卷出生，开始在基金销售领域耕耘，从我们开始做公募业务的第一天，我们一直在死磕两个问题，也就是基民“不会选”和“拿不住”问题，由于在解决这两个问题上的持续投入，我们雪球有超过七成的用户购买基金的持仓超过一年，我们用

户盈利的比例接近九成，这不仅仅是今年的成绩，而是过去几年的成绩。在我们公募业务快速发展的同时，我们也观察到越来越多雪球里的高净值用户，也开始想购买 100 万起的，匹配自己需求的私募基金。于是过去两年，我们开始着手提升私募基金财富管理领域的服务能力，当我们把“不会选”和“拿不住”的问题放在私募行业去看时，我们发现这个行业里这两个现象变得更严重。恰好是在我准备在嘉年华跟大家怎么阐释这个问题时，上个月雪球产生了一篇热帖，这是一家银行私钻级别的用户谈到第一次在银行购买私募的遭遇，引发了非常多的讨论。我们可以看到 600 多条回复和 200 条转发，下面都是在说我也遇到了什么样的问题。我简单描述这位用户到底经历了什么？

这个用户现在有 200 万资金，是给孩子将来上学用的一笔钱。心理预期是 6% 的年化收益，银行客户经理就向他推荐了一只私募，客户经理的姿态非常专业，整个推荐私募的过程，完全把用户折服了。这个产品第一年开放期打开时，客户经理没有跟用户任何沟通又展期了两年，所以用户被动拿了三年这只产品，到现在打开了，结果怎么样？这个产品投资 6 只股票，5 只是亏损的，最少亏 35%，最多亏 67%。

这是大概的情况。我们今天不在这里判断事情的原委，任何人遇到这种事情都会比较激动，可能看到的都是事实的一面，我们不判断是谁的责任。我们只看这件事的结果，结果是实实在在的：一是用户承受巨大的经济损失，二是银行失去用户对他最珍贵的信任。

这张帖子虽然只描述了一个用户的个人经历，但是它非常真实全面地反映了私募管理行业存在的三个共性问题：

一是信息不对称。因为私募基金的基金产品和产品要素不允许公开宣传，只可以公开宣传基金经理的投资逻辑和投资框架，大部分销售渠道用户无法直接全面了解基金经理，只能靠销售人员的描述和传达。

二是风险不匹配。在传统的私募销售方式里，员工收入主要靠提成，底薪比较低。从企业经营的角度是指标驱动和产品驱动，比如这个月上线了一只私募，指标发到所有分支机构，在这段时间里集中销售。这样的过程中，可能会忽略一些用户的风险偏好和产品是否匹配。

三是服务不到位。体现在两方面：一是不专业，为什么不专业？因为员工身上的业务指标非常多，员工们花在私募专业上的时间必然是有限的。二是没有投后服务，因为重指标、重销售模式导致没有人在一个用户投资私募后继续管理。

这三个原因导致了一件事，就是我们的投资人被说服投资了自己不了解的私募，投资预期无法实现。这是现在的行业的现状。虽然有很多弊端，但从雪球的角度，我们还是比较乐观的。毕竟私募服务行业在我们国家是比较初级的阶段，我们看到这方面的需求越来越旺盛，我们相信它一定会变成越来越成熟、越来越大的市场。在行业发展过

程中，我们在想我们雪球能否在雪球里先为我们高净值用户提供更好的私募服务，我们能否先在雪球里尝试做些不一样的事情、也许能改变行业的事情。

接下来我想请大家和我一起观看 5 分钟的小短片，看看经过过去几年的工作，我们真实的球友在雪球买私募是怎样评价的。(播放短片)

感谢几位球友的出镜，我们还有很大的进步空间，不管我们现在做得怎么样，雪球做私募业务，在接下来的时间里，我们想跟大家讲的，我们会在三个方面去持续深耕。

第一是打破信息壁垒，我们要用雪球这样一个专业的社区和交流的形态，全面真实的把一个私募基金经理是谁展现在您的面前，我们一定要您知道您投的是什么人，他擅长什么，不擅长什么。

第二，匹配投资认知。因为投资就是认知的变现，只有当您找到和您的投资哲学或者认知比较相近的基金经理，或者起码您认可他这种认知水平的基金经理，您才放心把钱交给他，您才敢在净值出现波动的时候，不会那么容易赎回，而继续让他发挥自己的才华，您才能跟时间做朋友，最后获得回报。

第三，建立买方服务，我们必须让服务人员站在用户立场，不允许服务人员想方设法就想把产品卖给您，必须要想办法帮我们的用户解决问题，去找到适合您的资产配置的方案，这是我们接下来会做的事情。

肯定会有球友说这些事情听起来很美好，你凭什么认为雪球能做到?雪球想怎么做?跟大家汇报一下。

首先我们在资产端，雪球经过这么多年的发展，已经开始有专业的投资人在雪球成长起来，是雪球特色资产，这些资产在雪球独家代销，像小丰、自由之路、青侨，都是经过长时间在雪球里的验证，已经被投资人认可了言行一致的投资风格，而且他们长期的业绩得到了广大用户的认可，所以第一个给大家提供的价值，就是如果这么多聪明雪球用户都认可的基金经理，值得大家来看一看。

同样在资产端，今年 8 月份我们还启动了雪球私募 50 的计划，旨在雪球特色资产之外，我们也在市场上帮助用户去寻找有持续潜力的私募，而且真实展现在大家的面前。什么叫持续潜力?我们在综合尽调的时候看，一个基金公司的投资能力、团队人员配置、策略上限，相比于现在的管理规模，是不是能力超配于规模的，当然这是一个概率的判断，所以我们也会很谨慎。如果我们认为他的能力是超配于他的规模的话，我们认为他会持续在这个规模上创造收益，我们会以这样的方式来判断是否引入，而不是简单的以资产的数量来判断是否引入。但这里又强调真实的展现，什么叫真实的展现?为什么要真实的展现?因为再好的私募也不适合所有人，最优秀的基金也有净值低谷的时候，所以他的波动和风险是不是你能理解，能拿住的。因此，但凡加入雪球私募 50 的私募不

仅仅是代销，我们会投入大量的资源全面梳理提炼他的投资框架，他对于行业的观点，他过去犯了哪些错误。我们一定让大家知道您投资的人到底是什么样的人？

雪球私募 50 从 8 月份上线以来，三个月的时间，我们所有关于雪球私募 50 的曝光达到 1700 万，我们用户销量是之前的 4 倍，增长 300%，服务超过 2000 位高净值用户，产生 2.3 万条关于首批 13 家私募的问答和所有相关内容。如何做到？做到这些的基础是凭借雪球最大的价值和我们独特的优势，去中介化，让我们投资人自己在雪球里全面了解一个基金经理。您可以通过雪球达人秀去了解一个基金经理的人生履历，他怎么进入这个行业，以前犯过最大的错误是投资哪只票，后来怎么重塑自己的投资体系，您也可以通过雪球访谈跟基金经理交流，也可以通过雪球的路演看观点。雪球会定期做举办走进私募的线下活动，让球友和心仪的基金经理一起交流。只有这些还不够，我们希望我们高净值用户在雪球里可以看到其他持有人、其他专业人士对于私募的评价。一个投资能力高低的评价是很主观的，任何一个私募基金放在任何一个平台上，一定有人说好，一定有人说不好。一家饭店好不好吃是众口难调，大众点评看多了才知道这家店好不好吃。只有把足够多，足够专业的评价放在一起，才知道这个私募是否靠谱。

同时，我们会建立买方服务，我们会让我们的服务人员站在用户的立场。我们私募的理财顾问叫做高净值服务专家，不是销售人员，是服务人员。雪球只关注高净值服务专家的两个指标：一是用户满意度，二是和大盘相对而言整体用户的收益水平。他们是为了大家服务的，当大家在雪球里看到自己心仪的私募管理人时，可以预约高净值专家提供专业、专属一对一的服务。雪球为高净值服务专家提供的薪酬普遍高于行业，招聘的人都有非常好的教育背景和从业经验。我们之所以做这么多就是希望不要那么饥渴去营销，而是站在用户立场，以寻求用户满意度为目的为用户解决问题。

在交易环节，去年我们还做了一件事，雪球成为这个行业里第一家从电子合同签约到合格投资人验证的全线上化私募代销平台。做了这么多，过去几年，在雪球买了私募的用户的体感怎么样？我们做的事情是否有效。这是雪球用户的画像，这是我们的舞台，经过我们 10 年的发展，雪球聚集了一批社会精英、新经济从业者、企业高管，这里超过五分之一的人投资金额超过 100 万，学历是本科到本科以上，年轻是 30-45 岁。在这些客户里选择雪球私募的客户，人均持有资产达到 339 万，远远高于行业水平。首先，他们购买的产品，他们高度认可，因此他们追加和复购的比例是非常高的。第二，我们用户的持有时长，方总跟大家分享了这个数据。超过一半私募用户持有私募时间超过 25 个月。持有时间有保障，您的收益一定会得到市场回报，您本身的净值也会增长，这才让我们的用户人均持有资产达到 339 万。为什么能拿超过 25 个月，就是在买的时候就达到了认知的匹配，用户知道买的是什么人，知道他是什么风格，所以遇到波动你是不慌的。

以上仅仅是实践和开始，只是过去几年我们带着我们对于行业的观点，尝试做了一些事情，这个范围还不够大。今天我特别荣幸在嘉年华的场合正式向所有球友和合作伙伴宣布，雪球会带着坚定的初心，正式进入私募基金的高端财富管理市场，我们会站在用户的

立场，辅助用户决策，不是销售产品。我们希望通过私募基金服务高净值人群的财富管理需求，让用户的雪球越滚越大。来雪球，您不仅是投资私募基金，而是把您的资产托付给您信任的人。谢谢大家！

## 7. 金牛双子星 | 希瓦梁宏与进化论一平对谈精选

作者：@梁宏@进化论一平

发表时间：2020-12-8

2020 雪球嘉年华大都以股票多头策略见长，但量化投资，同样受到诸多球友的关注。当主动遇上量化，又会碰撞出什么样的火花呢，金牛双星：希瓦资产创始人梁宏先生 @梁宏 和进化论资产创始人王一平先生 @进化论一平 为我们带来主动和量化的较量。

以下为交流实录：

@梁宏：前面有一位论坛嘉宾也说了手感，实在感，我比较认同他的观点。

主持人 袁小珊：开始之前我先说一句题外话，参加了这么多论坛，今天在雪球的嘉年华真正见识到了什么叫用户黏性，我第一次见到论坛进行一天到现在这个时间，还是满场的，特别的厉害。我主持这一场圆桌是很紧张的，不知道问什么方向的问题，但是工作人员说，他们俩很熟，什么都不用说就可以聊起来。我上网仔细做了功课，发现两个人差不多时间出道，平常在雪球上的沟通就很多，还合作了很多产品，两个人算得上是知己，好朋友，但是你们的投资风格是不太一样的，我想分别听你们说一说，觉得这种投资风格和策略是适合什么样的投资者？

@梁宏：我先闲扯一下，刚刚在雪球发了个帖子，不是讲我自己，是讲某一个上市公司管理层的原话，很多人在下面回帖以为是我在说我和我们公司，这个要解释一下。我也不知道今天为什么要叫金牛双子星对话，我觉得是天蝎和白羊对话，因为我是天蝎座，他是白羊座。回到正题，我自己的投资风格最近五年转变还是比较大的，从最初刚开始做基金的时候，可能会带一点图形、投机、择食之类的，但是最近两三年都是偏向于长期持有优质公司，在一个大行业里，我觉得是行业中竞争最强的，或者说是管理水

平最优秀，或者是成本控制能力最强，或者行业中有后发先制能力的龙头型公司，持有这些股票，我会拿很长时间，如果这些股票我发现晚了，涨得比较高，我也会直接追，相对来说没那么多估值，追了再说，等到有调整之后再加仓的模式。

目前我们希瓦资产主观多投的产品，大概 80-90%的资产规模是我管理的，目前的风格是好公司长期持有的思路。覆盖三级市场都有，覆盖的行业非常广。现在我持有的个股可能有五六十个，超过 5%的持仓个股只有 3、4 个，今年我们的收益主要靠分散获得的，不像 2017 年，2017 年我们的收益是靠重仓一个板块或者一个个股获得的回报。今年投资比较分散，相对来说盈利质量更高。

我们的风格适合有长期投资理念，认可我这种投资思路的投资人。谢谢。

@进化论一平：我可能会特殊一些。我不但是主动型的基金经理，也是量化的基金经理。主动量化两个策略我都在做，我们公司的产品线也有主动和量化两个策略。主动型策略方面，我们公司从 2015 年开始运作，一开始我们的净值跑得很快，这两年我们主动型的策略收益率开始慢下来一些，今年可能 40%，宏哥做到 70% 了。这里有一个很大的原因，当我们主动规模上去后，原本的交易频率无法适应当下的规模，我们在依托于基本面的同时，也会参考走势结构，这是一把双刃剑，给我们带来好处是我们的风控比较好，公司过去三年最大回撤，在主动型产品里控制得非常优异。同样的，它也给我们带来很大的掣肘，就是容量上的突破。分拆我们的业务来看，我们的主动业务规模上得相对来说比较慢，上得比较慢的主要原因是什么？一方面我们相对来说比较克制，在自己规模的情况下能管多少管多少。另一方面我们要努力突破天花板，从今年下半年开始，我们努力开始转型，努力地往海外以及港股、美股上，更多的新经济、互联网、新兴制造行业做突破，希望来年可以取得更好的突破。更多来说，我们希望像希瓦资产学习，深度价投。

另一个策略是量化的策略。量化策略对我们公司来说，这么多年取得了比较长足的进步和发展。今年以来，我们发现非常多的高净值客户以及大 B 端机构，都对量化产生非常大的需求。实际上量化这个业务，我们可以把它细分为两块：指数增强型策略和量化对冲型策略。

过程中，我们发现个人投资者非常喜欢指数增强型策略。指数增强型策略从我们历史年化收益来看，一年大概增强 30% 左右。我给大家解释一下量化策略的指数增强策略。很多人问我指数增强型策略和主动投资型策略有什么区别？我都是阿尔法加贝塔的收益，特别重要的区别是什么？相对于很多的主动型私募来说，指数增强型的收益阿尔法来源于各行各业，我们股票的持仓高达 400 只，是整体在贡献阿尔法。从长期来看，超额收益的贡献的来源是比较稳定的，对于主动投资来说，今年可能是医药大年，可能是新能源车的大年，大家一拉公募基金收益排行榜，都是基于某一个行业集聚效应非常强。指数增强型策略不是这样，收益的释放相对来说是比较均衡稳定的情况。很多投资

者风险偏好不希望风格压得那么高，但同时又希望取得分享到经济成长的收益，这类人就适合买指数增强型策略。

对于对冲型策略来说，实际上是指数增强型策略加上股指期货，把风险对冲掉。对于这种策略投资者，我们发现多数是超高净值的客户，他们把原来信托的钱转到这一块上。同时我们发现 B 端的客户现在购买力非常强大，一把投资都是十亿级别以上。这种 B 端客户一般以银行理财或者私行代销的客户为主，这些客户对自己收益率的要求不是那么高。一年来说，你能给我提供 8 个点、10 个点，我们已经非常满意了，关键是你要把回撤控制得非常好。比如 8 个点、10 个点的收益，最大的回撤不要超过 3-4%。我们公司的产品比较丰富，大家可以根据风险偏好配置自己的产品。谢谢。

主持人 袁小珊：大家可能对两位很熟悉，他们管理的基金在业界成绩非常突出，在雪球上我们有一个著名的作家紫金陈跟我们一平有过互动。梁宏老师就不用说了，五年时间从零到一百。在今天一天的论坛上，很多人讨论现在新的变化，比如市场风格的变化，我想问两位，在你们看来，当下是不是好的投资时期，以及面对这些变化，你们的风格和策略有没有信心，还是延续以前的强势和成绩？从梁宏老师开始。

**X8<sup>th</sup>** 雪球嘉年华  
2020 SNOWBALL FESTIVAL

**梁宏**  
希瓦资产创始人、首席投资官

只要市场不是特别泡沫化、我买的个股如果没有丧失买入理由，我基本会牢牢拿住核心看好的标的。至于整个市场的风格是什么，其实我没那么在意。我们重点的行业布局还是中国互联网的公司和美国的科技公司，这是我们觉得应该长期布局的两大板块。剩下的是医药、消费还不错的板块。

雪球  
聪明的投资者都在这里

扫码进入专题

@梁宏：我们从 2016 年下半年到现在，最近四年多时间总体平均仓位都是在 80% 左右，可能跟满仓的相比会低一点，但总体来说比大部分私募机构的仓位高，因为我主观多投。除了 2015 年特别泡沫化的时候，最近四年多我没有感觉有特别泡沫化的时候，过去四年多一直是仓位比较重，哪怕是 2018 年硬生生吃了一年的下跌，我们的仓位还

是 80% 左右。整个市场风格，经历了两年上涨后，确实很多成长股在高位。最近有一些行情切换，我觉得虽然大家都说放低预期是应该的，可能明年有些人不是特别乐观，或者有一定下跌空间。整体来说，重复 2018 年从 2 月份跌到 10 月份这么大的跌幅概率确实不是特别高。我更擅长的是自下而上选择个股，我现在变得相对来说研究个股为主，虽然我们公司很擅长研究 36 计策略方面的东西。我个人还是比较喜欢研究个股为主，只要市场不是特别泡沫化，或者我买的个股成长空间、不确定性等，如果没有丧失买入理由，我基本会牢牢拿住核心看好的标的。至于整个市场的风格是什么，其实我没那么在意。我们重点的行业布局还是中国互联网的公司和美国的科技公司，这是我们觉得应该长期布局的两大板块。剩下的是医药、消费还不错的板块。

为什么我自己会倾向于美股和港股互联网，我觉得中国的互联网公司的流动性非常好，也有比较高的弹性。最关键是这两个板块代表世界上最大的两个国家最先进的生产力，美国是科技领先全球的，中国互联网公司是商业模式领先全球的。不管是电商领域、支付领域，各种共享领域、外卖领域，甚至是社区、团购等。这种商业模式在全球都是创新的，其他国家跟着中国走的。这两个板块代表两个国家最先进的生产力，有非常大的资金容量，允许我们从 100 亿规模往 1000 亿规模走。巴菲特持有苹果 40% 的仓位，可见流动性怎么样。给予我个人对行业流动性、弹性以及代表两个国家最先进生产力的特点，这两个板块是我自己会重点研究和布局的。

还有传统，大家比较喜欢的医药、消费等，也会有一定的配置。当然，特别便宜的股票，我也会做一些配置。看上去 PE 很低，股息率很高，也有一定成长性，这种公司也会配，但不会成为我们的主流。我们的主流是要看未来的。

至于市场风格怎么样，我无法判断。我真的是看公司本身，市场风格跟我有什么关系，他爱怎么样就怎么样。谢谢。



@进化论一平

进化论资产创始人、首席投资官王一平

2016-2017年的时候，全市场倒数前20%的公司，日均成交量在8000万，到现在倒数前20%的公司每天成交大概是2300万。大家可以想想这是为什么，我认为很大的原因是这个市场越来越往优秀的公司、头部的公司聚焦。我觉得未来市场最大的风格是什么，大家一定要聚焦优秀的公司，能够持续向上的公司。



聪明的投资者都在这里



扫码进入专题

@进化论一平：平时和宏哥聊很多，顺着他的话补充一点自己的数据。市场风格会变得怎么样？我不倾向具体的行业或是市场会涨还是会跌。我分享一个数据。2016-2017年的时候，全市场倒数前 20% 这条线的公司，日均成交量在 A 股，2017 年的时候每天成交在 8000 万。到现在倒数前 20% 的公司每天成交大概是 2300 万。大家可以想想这

是为什么，我认为其中一个很大的原因是这个市场越来越往优秀的公司、头部的公司聚焦。原来小公司正在渐渐的，不单单是被大家注意力方面的忽视，在未来我觉得他们还会受到持续的流动性的折价。我觉得未来市场最大的风格是什么，大家一定要聚焦优秀的公司，能够持续向上的公司。对于向下的公司来说，很快美股化、港股化。

另一点，我觉得每一个市场，我们看风格，我们一定要了解到每一个市场的特点、特制是什么。这一点很重要，对于所有的投资人来说，我们可以投什么样的市场，现在放得比较开，我们可以投A股市场，可以通过港股通投H股市场，甚至私募可以通过跨境收益互换投美股市场。A股、美股、H股，这三地的市场很重要的一点是我们需要了解我们在这些市场上要做什么样的事情。对于A股来说，我们一定要明白我们拥有全世界最大的门口，最强的消费能力。我们的人均GDP已经很高了。在此情况下，消费、医疗肯定是A股最大的主题，一定是离不开的，这是A股的或是中国股票投资的核心。对美股也很明显，科技创新，无论是制造业的科技创新还是半导体领域的创新，还是生物医药领域的创新，对于美国来说，大家一定要明白他们的核心矛盾在于科技创新。很重要的是我们要问这个东西。

港股是处在两地之间的边界，在港股市场上现在越来越不乏很多优秀的标的。受到地缘政治影响，以及A股对上市公司要求的影响，在港股上聚集了很多优质的中概股，互联网商业企业的商业模式很创新，他们主要把握每一个市场上最优秀的赛道，看这些最优秀的赛道目前是高估还是低估，我认为更重要的是未来业绩增速怎么样，低估可能永远都是低估，甚至可以更低估。在此过程中，我们还是要把握好主要的矛盾，把握主要矛盾后，在合适情况下把握细节策略上的东西。就可以相对来说把握得比较好。

主持人袁小珊：谢谢一平，刚刚两位在回答这个问题的时候已经聊到了自己比较看好的行业或者是板块，台下的观众朋友可能最想听的还是这个部分，再问一下两位，再详细明确讲一讲，最看好的行业板块或者更具体的信息。

@梁宏：我自己已经说了美国配哪些，国内配哪些，国内A股的科技股我是不喜欢的，因为我觉得A股都是供应链公司，都是帮别人打工的公司，苹果给你一个订单，业绩就很好，苹果没有给你订单，你就跌得一塌糊涂。所以A股的科技股我不认为是什么科技股，医药消费还可以。我就聊社区团购吧，目前市场关注度非常高，可能网上有一些文章认为社区团购怎么便宜，占领了市场，又会垄断，又会高价，还损坏了什么利益这种观点，我自己觉得社区团购其实是一种供应链的优化，你可以认为以前我们没有电子商务，没有淘宝的时候购物是怎么购的，但是淘宝产生了以后，确实死了一大批商家，但是给终端的消费者是带来了很大的便利以及实惠。这是跟没有电商的时候完全不一样，买东西很方便，直接送货上门，价格比以前便宜很多，这就是供应链优化，很多品牌厂商可以跳过一层一层的经销，直接卖到消费者手里。社区团购本质也是一样的，目前各大互联网公司在全国铺开以后，可能前期很多供应链还会借助一些代理商，一级

二级什么的，因为开始比较抢时间，但是发展到后期，各种快消品肯定是直接对接厂商，一层层渠道商被打破。生鲜领域有些是全国性的，有些是本地性的，尤其是蔬菜是本地化的供应链，所以我自己觉得这种社区团购长期来说，尤其是生鲜蔬菜环节，快消品环节，在下线三四甚至五线城市，还是有很多层层渠道，社区团购也会把这些渠道打破，所以是提升社会效率的，可能中间会有一部分的行业个体户或者企业失业或倒闭，但整体还是会提供供应链的效率，这是第一个问题，社区团购对整个国家的发展，对社会的进步，我觉得是正面的。

第二，目前社区团购的难点其实不是在供应链，因为各大互联网公司目前的 SKU 并不是很多，基本就几百个，他们很快能够建立起来，因为很多是快消品，还有标准的蔬菜水果这些东西还是比较容易建立的，并不是大家想象当中的 SKU，是供应链的问题，等到后期把 SKU 做到几千个的时候，供应链肯定更重要，但是前期在压制各大互联网公司的是仓配这一块，因为他们要做各种各样的中央舱，网格舱，核心物流运输，还有各种产品的分拣，所以互联网公司最侧重的是仓储物流配送，以及分拣。当然从长期来看，还是供应链和产品的品控等等方面，但是从短中期因素来说还是这一块。

我自己觉得这一块的仗还是会打很长时间，最终会有龙头胜出，不同区域会有不同的厂商，目前发展起来的，胜出的公司未来有希望能够挑战市值最高的互联网公司，这一块是我们密切关注的，也是会持续跟买卖和调研持续跟踪，这个赛道是最近一段时间关注的重点。时间关系，篇幅无法展开，就大致聊聊。

@进化论一平：梁宏总刚刚分享社区团购，我跟大家说说互联网领域。一直以来对 A 股投资人来说都认为茅台、医药的赛道非常好，我觉得互联网领域是非常好的赛道，为什么我们 A 股的投资者没有那么深刻的感觉？最主要的原因是因为 A 股市场上没什么好的互联网公司，在中国有非常多好的互联网公司。关于互联网这个赛道，我简单跟大家分享我们公司的心得体会。

首先，我们认为一个好的互联网公司，大家先不要看它盈利与否，而是看这家公司的愿景，它要做什么样的生意？它的生意能否给社会创造价值？在创造价值的过程中有两个思考：

1，它满足了什么样的需求。2，它创造了什么样的需求？

这直接决定这两种公司可能不一样。创造需求的公司，我之前看过一本书，上面是这样描述的“造钟人把一个钟造出来”，满足需求的人往往是“看钟人”，他们看到时钟打到这个点，他们马上想到需求。中国企业家很多是“看钟人”。苹果把智能手机做出来，小米、华为、OPPO、VIVO 渐渐出来了，智能机的时代出来了。真正的“造钟人”是苹果的乔布斯，所以苹果是一家非常厉害的公司。互联网领域，这家互联网公司的出现给大家创造了什么需求？美团的出现以强大的地推团队、外卖团队，它满足了线下 O2O 的

需求，之前为什么没有人做得出来？因为运营成本非常高，美团通过精细化管理把运营成本降到一定程度，也得到资本市场的青睐。他们可以把这种需求通过管理能力、创造能力把需求创造出来。大家可以看到美团今年的表现也是现象级别的表现。

互联网公司的愿景是什么？美团说我要让大家都生活过得更方便更好。接下来我是满足需求还是创造需求？美团是创造需求，对拼多多来说也很简单。从 2008 年以来，货币连续抄发 N 轮，直接造成富人更富，穷人更穷。你的投资往哪里投？前几场有人说要送老婆 C 牌、H 牌的包包。从这个角度来说，富人的钱是很好的赛道。底下被压得扁平化的穷人的钱也有很大的需求，什么需求？省钱。拼多多非常好地满足了需求，互联网公司每一家都有非常清晰的定位，大家看到底是创造需求还是满足需求。

虽然它有很好的愿景，这件事也是可以做得通说得通的，它的商业模式、现金流能否做到自有内循环的打通？我可以提醒大家复盘今年的美团和拼多多。当他们的自由现金流打通后、转正后，这些股票走出了非常强的爆发式的行情。实际上证明了什么？证明了从 1 到 N 的复制能力是成立的。

最后我想说这些互联网公司依旧存在很多的可能，这是我这么喜欢互联网行业的原因。在于他们的迁移成本非常低，比如社区团购，美团和拼多多都可以做。他们如何获取客户？大家下载他们的 App 已经是他们的客户。有时候你点外卖的时候，可能不想点就买菜了。拼多多有很多上游农产品，他可以批发出来做爆款、SKU 等。很多公司的迁移成本非常低，他们获得的市场又是非常大的。大家回头看最早迁移成本这个东西，或者通过迁移快速获得市场，导致自己快速爆发的典型例子是腾讯，QQim 变成微信。大家现在可以投港股，有一些投资者具备投美股的机会和渠道，大家可以对互联网行业加深了解。谢谢大家！

主持人袁小珊：感谢两位。短短的 30 分钟，很多人觉得意犹未尽，大家经常关注雪球的直播，包括在雪球平台上可以继续跟大家讨教。本次圆桌环节到此结束，请两位到台下休息。

## 8. 圆桌论坛：中国医药行业的战略新机遇

嘉宾：@伯言 2020 @Stevevai1983 @青侨阳光 @百创资本 陈子仪 @李秋实 医药投资

发表时间：2020-12-8

在 A 股的历史发展中，医药一直是一个孕育牛股的好赛道，但同时医药的细分专业性高，选股难度大，本场圆桌邀请到雪球人气用户 @伯言 2020 作为主持人，圆桌嘉宾：雪球私募小丰基金经理 张小丰 @Stevevai1983 、雪球私募青侨阳光基金经理

卢桂凤 @青侨阳光 、百创资本董事长 陈子仪 @百创资本陈子仪 ，高特佳熙和资本总经理 李秋实 @李秋实医药投资 。

@伯言 2020 : 各位球友，下午好！很荣幸成为本场医药圆桌的主持人。今天我朋友问我，雪球嘉年华哪一场一定要看？我说一定要看医药圆桌论坛，因为这一场聚焦，一旦聚焦就容易有致富代码流出来。今天我希望跟四位嘉宾的交流可以给大家带来医药投资的启发。

谈到今年的背景。2020 年的关键词肯定是疫情，2020 年股市的关键词少不了医药，无论是年初医药狂飙还是近期医药股 40-50% 的调整，让大家怀疑医药还能不能投？首先请四位嘉宾自我介绍，并且得出鲜明的观点，您认为明年医药投资是风险大于收益，还是收益大于风险？

@青侨阳光 卢桂凤：大家好！我是卢桂凤，我们聚焦医药行业。港股、A 股、美股都会投。7 月份以来，医药行业回撤了 15-20% 的样子，全年来看医药行业的表现还是不错的。我们跟各位一样，很想知道是机会大于风险还是风险大于机会？

我认为医药行业板块偏贵，表观上看上去，明年风险可能会大于机会。就医药投资来看，可能用结构性的视角去看会更为合适。

**X 8<sup>th</sup> 雪球嘉年华**  
2020 SNOWBALL FESTIVAL

**@青侨阳光**  
雪球私募青桥时光基金经理

我认为医药行业板块偏贵，表观上看上去，明年风险可能会大于机会。就医药投资来看，可能用结构性的视角去看会更为合适。

**雪球**  
聪明的投资者都在这里

扫码进入专题

举例来说，我们看中国医药行业的历史，2011年之前是医保，那时候是普惠性增长，没有结构性。2011年后，尤其是过去几年三大医改以来，医药行业形成结构性分化。每次政策的搅动，在行业拐弯过程中，有一些老的企业会掉队，下去了不会像之前一样弹上来，也有新加入的企业进来后蓬勃发展。如果站在行业受损的区域，肯定是风险大于机会，要注意避雷。如果我们站在受益于行业的方面，我们会发现机会大于风险。如果挑对了方向，即便考虑了最严格的控费，机会也是大于风险的。整体来说，我们偏逆向的风格，也不会去主流热门的标的凑热闹。我们会找当下市场不太被认可，但是三五年乃至十年后变成主流的公司，我们认为机会大于风险。不是明年，而是明年乃至更远的时间机会大于风险。

@伯言 2020 : 卢桂凤总的观念整体偏贵，但整体来说风险大于机会。在细分的行业或者细分的公司可能还有结构性的机会。请小丰总谈谈自己的观点。

**张小丰**  
小丰基金基金经理

从长期来看，以创新药细分来说，我认为有非常大的机会，机会远远大于风险。创新药这个行业的增量非常大，现在进入高速增长期。现在中国进行了非常大的结构性调整，业内人称之为腾笼换鸟，我们的仿制药占比会逐年下降，创新药占比会逐年上升。

 雪球  
聪明的投资者都在这里

 扫码进入专题

@Stevevai1983 张小丰：我主要研究创新药物为主，中国、美国创新药都要研究。当下是风险大还是机会大，一年不好说，很难判断一年的走势。从长期来看，以创新药

细分来说，我认为有非常大的机会，机会远远大于风险。创新药这个行业的增量非常大，现在进入高速增长期。现在中国进行了非常大的结构性调整，业内人称之为腾笼换鸟，我们的仿制药占比会逐年下降，创新药占比会逐年上升，这是增量市场，增量很大。

近期由于集采、高耗材集采、即将展开的医保创新药，市场是比较低迷的。我认为优质资产低迷了，这就是更好的机会，说不定会得到超额收益的机会。我对整个市场从长远来看，尤其是创新药行业我认为机会特别大。

@伯言 2020：小丰总给我们聚焦到长期有机会的行业，也就是创新药。张小丰在雪球有很多文章，大家可以看看。请陈总谈谈自己的观点。

@百创资本陈子仪 陈子仪：我是陈子仪。我们原来聚焦于消费和医药，近一年多我们覆盖的行业比较多。医药仍然是我们很重视一个投资领域，我对明年的看法，寄望于风险并吞。我们今年医药队的收益并不是很高，主要原因是上半年医药表现很好的时候，我们的确有瞄准的仓位，但是也涨越贵，我们在半山腰下车了，我们觉得偏贵了。我们在涨得很好的时候没有赚很多钱，回调时我们没有很大的受伤，因为我们觉得远远偏贵了。我觉得明年的机会，今年看医药提前大幅调整，最近三四个月，医药还是在调整。

现在还有一个问题，受政策影响比较小的子行业，比如 CRO、CDMO，或者药店、第三方实验室等子行业，虽然估值在下行，大部分还是偏贵的。比较多的，跟集采相关的最近跌了很多。有些政策性还没有明朗化，这些政策出来后，具体的子行业公司会受到多少影响，说实话现在不太好明确判断。我认为这是行业未来的风险所在。

医药对健康是大家越来越重视的方向，这些行业长期还是会有很多公司跑出来。受到医保控费或者集采比较小的行业，比如第三方实验室、CRO 行业，前面有一些公司的调整幅度比较大，这些公司的长期成长前景还是很高的，我觉得有些公司已经到了可以逐步介入的时候。受集采、降价等影响比较大的公司，很多人很悲观了，我觉得这里存在比较多的合作机会。但是，要对公司、行业本身的业务以及长期的核心竞争力有比较深入的了解。这是我的判断。我认为机会是走出来的，现在买医药行业都有比较大的机会，估值偏贵自然会调整，调整下来你可能就有机会。这是我的看法。

@伯言 2020：感谢陈总，陈总的思路特别值得大家借鉴，先虑败再虑胜，我先考虑到有哪些风险因素，再在风险因素上看我的收益的性价比会更高一些，可能就能做一些好的投资决策。接下来请问李总介绍一下自己，讲一下您的观点。



李秋实

高特佳熙和资本总经理

全球的创新药还在爆发时期，过去20年，底层的医疗技术，包括基因治疗、细胞治疗、新的靶点发现、免疫技术的发现等，层出不穷。



聪明的投资者都在这里



扫码进入专题

@李秋实医药投资 李秋实：我叫李秋实，现在做二级市场投资和一级半市场投资，原来在国泰君安做过很多年的医药首席分析师，在平安也做过一级市场，在德国拜耳还做过新药研发，原来也学医药出身的，对于刚才的问题，我觉得应该基本一句话可以概

括，就是医药永远都是机会，因为这是人类对自己的生活品质，对自己寿命的终极追求。中国历史最厉害的几个皇帝，像秦始皇，什么都有的情况下，就去炼丹，让自己长生不老。医药就是这么一个大的领域，刚才我听到年轻人的消费，其实我更看好中老年人的消费，因为他的消费能力更强，年轻人可以买奶茶，但是中年人会为一个疾病花几十上百万，让自己的身体更好，延长生命。大家知道美国的一款 HIV 疫苗宫颈癌疫苗，在中国去年卖了一百多亿，今年又增长了 30-40%。这是年轻女孩子或者中年女性可以打的，可见对这个东西的需求有多么大。所以讲医药是一个长生不老的行业永远不为过，虽然有受政策的影响，原来有些利润确实过高了，原来一些仿制药确实利润很高，看到欧美一些成熟国家的仿制药就是正常的 10 以内的净利润，这是合理的，更应该把这些钱鼓励到创新药里面去。所以总结来讲，未来也好，明年也好，长期来讲最看好的是两块，一块是创新，一块是消费，怎么讲呢？很多人讲到了创新的意思，还有很大的背景，全球的创新药还在爆发时期，过去 20 年，全球底层的医疗技术，包括基因治疗、细胞治疗、新的靶点发现，免疫技术的发现，层出不穷，从我在北京大学开始到现在，我们看到一些医学技术已经突飞猛进了，不是我 20 年前学的内容了，所以这是底层医学技术的进步，大家看今年诺贝尔获得者，是基因编辑的技术。所以这些底层技术的不断突破，是任何政策打压不了，抵御不了的，所以创新是不断的主题，技术在不断推进。

还有一个可喜的事，在座朋友有生之年，平均年龄会提出 100 岁，这是医药行业做的贡献，这当然值得大家长期投资了。还有刚才讲的消费，为什么讲消费呢？因为中国对医保药进行控价，整个大盘子中，如果算上健康，保健品还有其他消费品的话，有 40-50% 是非医保品种，比如说在眼科领域的 OK 镜，很多小朋友用。还有医美领域，还有口腔的，比如隐适美，大家踊跃的消费，这是很大的消费力量。还有二类疫苗，我觉得疫苗是长期看好的，现在已经到了合理的位置，即使没有新冠疫苗，本身肺炎 13 价疫苗，流感疫苗，在很多地方是要排几个月才能约上打的，产能都不够，是这么一个格局情况。难就难在医药跟银行、地产、工程机械不一样的是，银行都涨，地产都涨，我们这个不是，医药大年的时候有跌的，医药小年的时候也有涨的，这也是医药股的魅力，每年都有大量的机会，就需要专业投资人去发掘，谢谢大家。

@伯言 2020：谢谢李总，听了李总以后两点让我非常振奋，第一点是我们都能活到 100 岁，一点是医药长期有机会。李总在雪球上有一篇文章专门写疫苗股的春天，大家有兴趣可以看一下。在做这场论坛之前我也发了帖子征集对四位嘉宾的问题，有几个问题非常有代表性，我问一下陈总，陈总是从医药行业绝对投资价值来看的，但是我们知道百创今年扩大了自己的研究团队，覆盖了其他行业，你认为医药行业相对于其他行业而言，明年是不是处于一个更能投的行业？还是说不那么重点关注的行业？



陈子仪

百创资本基金经理

不管哪个行业，最后跑出来的是那些有核心竞争力的公司，平台型的公司，哪怕这个行业有负面的影响。比如说我们买医保经费都是往上增的，将来一些比较小的公司，没有核心竞争力的公司，市场份额逐渐就被那些头部公司和优秀公司抢走。



聪明的投资者都在这里



扫码进入专题

@百创资本陈子仪 陈子仪：我认为消费医药是一个非常好的行业，历史也证明了，医药行业长期来看是非常好的行业，不管我们怎么看好这个行业，还是有一个估值问题，也许覆盖更多的行业，就会把医药行业和其他行业进行对比，会比较他们的性价比，所以你要找到性价比比较高的资产来配置其中，如果我们认为性价比低，就配置的仓位低

一点，如果性价比高的时候，配置的仓位会高一点，这是我对医药行业的看法。另外我们说机会与风险并存，医药行业在过去几年也非常分化，过去三年五年都是一个大牛市，指的是里面的龙头公司，优秀的公司，我们也看到很多仿制药公司，过去几年都是持续下跌的，比如像中国香港的股市，我最清楚的就是中国生物制药，像十月（音）集团，收入净利润在增长，但是估值越来越低，仿制药占比比较大的公司的估值在未来预期会产生比较大的变化，所以医疗行业是受政策影响比较大的行业，所以我们必须要研究政策对公司的影响。但是从另外一个角度说，不管哪个行业，最后跑出来的是那些有核心竞争力的公司，平台型的公司，哪怕这个行业有负面的影响，比如说我们买医保经费都是往上增的，将来一些比较小的公司，没有核心竞争力的公司，市场份额逐渐就被那些头部公司和优秀公司抢走。所以整个蛋糕是在大增的，这其中会产生很大的分化，所以我们觉得最终很多子行业的公司还是很有希望跑出来的，这是我的看法。

@伯言 2020：其实我们知道不光医药行业跟其他行业存在行业比较的问题，医药行业内部也是非常复杂的，我们知道青侨阳光是指百分百投资在医药行业的，但是这个行业非常大，它包括了创新药，医疗器械，仿制药等等，您是怎么在不同细分行业来做行业比较，确定你的投资机会呢？

@青侨阳光 卢桂凤：我们一般在确认投资机会的时候比较看重两个点，一个是公司的质地，一个是估值，质地的判断主要是根据业务本质，产业趋势，还有一些其他的公司个性化的因素，这是我们借鉴了《孙子兵法》里的道天地将法，道就是产业业务本质，天是产业趋势，这两个是比较重要的。估值我们更多的是基于现金流折现，不同的业务本质调整会有一些差别，所以不管是哪个细分行业，我们会经过统一的评级，分级分档，这样虽然细分行业不一样，但是实际是可以横向可比的。另外多细分行业的配置，对我们只投医药来说还是挺有意义的，它能够在医药行业内部有一些战略空间，比如说两年前一直到今年上半年，我们一直都是重医疗器械，轻创新药的，因为以前大家对创新药的预期非常高，高值耗材是不受待见的。但今年变过来了，高值耗材变得非常猛，大家一下子关注到巨大的前景，反而创新药经历了这一波证伪期，除了被选出来的我们耳熟能详的，其他的很多没有被选出来的创新药，经历了整个行业的证伪期，市场对创新的预期变得谨慎了，所以这时候我们会看创新药更多一些，像医疗服务也是这样，虽然大家都是医疗服务，但是细分里面景气度也不一样，有一些高确定的机会，其他也是类似的，我们会统一横向可比一些机会，但是会在不同的时间，根据市场的变化，有所侧重。

@伯言 2020：我明白。医疗行业各个细分子行业中，中间的差异性我们会做分散布局。也有投资者专门问过一个问题，医疗行业各细分子行业细分性非常强，作为100%投资医药的投资方法，波动会不会很大？有些年很好，有些年很差。

@青侨阳光 卢桂凤：很多人问过我这个问题。我们纯聚焦医药，万一医药不在你这边怎么办？虽然都是整个大医药行业，但是细分领域的业务不一样，械和流通、服务都不一样，他们的业务本质，包括是不是慢慢集中还是逆集中都是不同的，他们不会是同上同下的情况。分析 A 股、港股、美股可以实现垂直医疗行业多细分行业，有点像跨行业布局的效果。这是可行性。

我觉得相比于可行性，更重要的是必要性。我们知道医药行业一直在变，尤其是 2015 年三大医改后，整个行业从政策要素、科技要素一直在搅动，在搅动过程中意味着有很多雷和结构性机会，辨识难度会增加，对专业性要求很高。我认为很大程度上要通过聚焦实现。这是第一。

第二，我们在医疗行业内部形成知识的协同。2018 年我们看到麻药，在医院是放量增长的过程，这在之前是非常稳定的增速。这时候我们非常容易联想到公立医院改革导致高质耗材的释放。其实 2017 年时我们看到这个苗头，看到麻药的数据后，我们坚信释放的时间比较长，之后 2018-2019 年也印证了我们的判断。在医药行业内部，我们沉浸其中，聚焦其中还是可以形成一定的协同，我们在医疗行业希望广度的覆盖和深度的理解，抓住市场当下并不认可，但未来可能会认可的机会，我们不能借助市场主流的观点，更多是独立的判断。在独立判断之前，聚焦和沉浸变成必选项。我们垂直医药肯定舍弃了很多，但它是有意义的，是必要的。

@伯言 2020：我觉得卢总的分享非常详细。在座很多球友自己投资，绝大部分都是投资在医药领域。我们今天现场集中在医药领域投资的可能青侨阳光外，还有李总这边，绝大部分投资在医药行业。跟大家不同的是，李总做一级市场，也做二级市场。药企后面往往有几个 PE 大佬，请您谈谈一二级市场在医药方面的差异和联动。

@李秋实医药投资 李秋实：这个问题非常有意思。我是做一级市场，我本人也是一级市场投资的成员，经常看一些项目。比较体验是蛮独特的。

第一，你做了一级市场后，对时间的感受跟二级不一样，你的心会更加定，波动不大。有时候大家讨论银行、地产投眉飞色舞，但是一级市场没有投眉飞色舞，有色煤炭、银行基金，为什么？因为长期没机会。如果是长期投资者，对我来说，我觉得没有太多的意义，一级市场基本是医药大头，今年占整个投资金额的 40%，还有科技、TMT、新能源和新消费。医药是值得长期投的东西，体验感不一样。我们看一个项目的竞争格局或者一个细分领域的竞争机会，这个企业的护城河。我们从一二级市场来看，我经常看到一级市场的项目，也能看到二级市场的融资，进行竞争比较，在真实世界，他们就在一起比刺刀，看谁做得好。这时候我们会更多体验到头部企业的上市公司优势是什么？有没有一级市场的竞争对手可以超越它。甚至有一些投资机会来自于我们投一级市场的项目，当时我们投 ICL 诊断服务时，我们投的一家老板个人买了很多上市公司做 ICL 头部的股票，他是产业者，而且是竞争对手，他买了很多竞争对手的股份。因为机会太大

了。我们当时也买了很多，后面自然就证明涨了几倍。这是来自于产业链、竞争对手，还有来自于下游的关系，上游是原料供应商，大家对谈到对这家上市公司的评价，这是来自 360 度的竞价调研，帮助我对这家企业有更大的认知。

第二，在估值层面，一级市场波动更缓慢。有时候用一级市场的维度看二级市场，你会发现倒挂。上次倒挂出现在 2018 年底，那时候严重倒挂。最近是不是也有这样的机会？最近有的股票跌了一半甚至更多。现在有的头部企业在二级市场估值，比一级市场项目估值还便宜，一级市场的项目还失败了。这个上市公司估值太低了，我应该重仓买入，对估值的体验是不一样的。

第三，最近有很多科创板、港股次新股上市，往往是一级市场竞调过或者投过的项目，对次新股的理解可能会考虑更多，对管理层的理解会更多。

药物赛道非常丰富，有时候 IPO 上来就是新的赛道，可能是原来没看过的赛道，但很有机会。也有一二级市场的协同效应，原来说一个烂公司并购一个概念，通过基因诊断暴涨的时代已经过去了，现在是围绕价值创造的一二级联动。比如我们投的一级市场项目的创新药，可能跟二级市场某一个创新公司进行许可证的合作，渠道的合作，我们经常做这样的工作，也能帮助被投项目赋能，为上市公司带来更多的收益。也是基于合规的前提下做这些事情。两个层面：一是认知层面的理解，深度的产业链调研。二是来自于一二级市场的价格联动，我认为这是做一二级市场的好处。

更多的区别是一二级市场的界限变得模糊，很多创新药企业很早就上市了。我们二级市场投资人很幸福，可以买到好的东西。以上是一二级市场都做得好的地方。

@伯言 2020：现在一二级市场开始逐渐模糊，很多创新药企业非常早开始上市。接下来向小丰总提问，我们知道您投资了很多创新药企，我有两个问题：

第一，我们知道很多药企没有盈利，药还没做出来，如何估值。

第二，创新药从研发到投入市场，不确定性非常多。如何避免你投错或者看错的风险？

@Stevevai1983 张小丰：首先，所有企业估值可能观点类似，并不是创新药是新物种就用新方法。都是回归商业本质，未来可以挣多少钱？创新药在于一开始很不赚钱，亏损很大，实际上产品上市后仔细分析业务的结构，经营利润率是非常高的。如果抛开研发的话。目前中国的情况，如果你想维持有竞争力的团队在创新药方面，你每年至少要投入 15 亿才会成为一流玩家，那时候你的商品销售还很少，你的经营利润不可能覆盖 15 亿。体现出来是每年亏 10 亿甚至更多的钱。随着药品规模销售增大，如果你看准了这个企业未来药品营收达到 100 亿，它一定是盈利的。因为它的毛利率、经营利润率很高，只是大量的研发让它短期亏损。对于估值，不要把创新药看成新的物种，你就是

看它未来能卖多少钱就行了，最简单的看法未来能卖多少药，营收是多少，大概就知道它的利润，那时候你给传统的估值也可以，根据它的增速那些。

第二个关于研发失败的问题，如果大家只投A股和港股，我认为研发失败问题不是太大的问题。仔细看数据，中国药企研发成功率超级高，美国很低，是不是我们企业比美国研发能力更强？显然不是，我们现阶段创新药企业主要以跟随为主。比如别人把路跑通了，你再自己走一遍，这是有路径可循的，所以研发的成功率很高。当你关注这个企业和行业多后，我认为研失败率不是投资者最关注的点，我的前提是投A股或者中国企业。反而应该关注销售黑天鹅。中国很多企业是跟随，跟随的技术难度没有纯原创这么大，所以很多产品的同质化严重，竞争激烈。执行力弱的企业，可能研发没有风险，但无法收回其成本。新药的生产成本很高，大家要关注的不是研发的黑天鹅，而是销售黑天鹅，局限于中国企业。如果你喜欢美股，这是另一回事，美股真的研发黑天鹅很严重。如果你想避免踩雷，第一次深入研究可以降低一定概率，分散投资，踩一个雷会伤筋动骨。最好的方法是如果你没有能力深度研究，投海外的一般指数基金，这是最好的。这是我的观点。

@伯言 2020：谢谢小丰总，我觉得小丰总不但帮我们提示了研发的东西，还有研发出来卖不出去的东西，这都需要我们深度研究，才能躲过这些雷区，获得很好的收益。刚才四位嘉宾都讲到了很好投的机会，不知道大家有没有get到，最后一个环节，请大家再直接一点，因为大家都是基金经理，不能向大家直接讲个股，但我还是希望每一位基金经理，站在当下，对于明年，如果只选一到两个细分行业，你会选择哪一个？

@青侨阳光 卢桂凤：如果看机会的话有很多个，但如果选一个的话，我们需要重视中国的医药行业里出现世界级的创新药企和世界级创新械企的机会，尤其是港股非盈利的生物医药公司里面，表面上看上去好像隔得很远，实际我们已经在朝这个阶段走了。根据我们自己的测算，未来15年的时间，创新药的增量是有1万多亿的增量，这里一定会出现世界级的创新药企，只不过它是在混在良莠不齐的群体里，需要好好挑出来。为什么是在这个阶段提，而不是2017年时候提呢？是因为其实在过去的两年，整个创新还是处在证伪期，创新的证伪期听起来是坏事情，但实际上给了我们一个逆向的机会，有一些非常优质的公司是可以以非常合理的估值去买明日之星，他可能创新做得非常好，也有可能未来走向国际化，就有可能成为很大的增量里一个非常重要的组成部分，其实这一万多亿的创新药增量里，真正来自于传统的药企的还是不会占特别多，还是新的，辨识度不高的，在蓬勃发展。

@伯言 2020：创新药，创新械，甚至有可能关注港股市场。

@Stevevai1983 张小丰：我非常喜欢创新药这个行业，现在有一种说法是集采来了，前途一片灰暗，医保是大买家，要压价，这是犯了原则性错误，但是创新药没有集采，创新药是医保谈判，仿制药是集采，这两个好像都降价了，但是有本质的不同。集

采的全称叫代量采购，也就是中标的产品，医院必须使用，要不然扣绩效。医保谈判只是让创新药有没有机会进医保，用医保覆盖这些药，让老百姓每个月的开销更低，但是没有决定医生用什么药，也没有决定病人用什么药，还是自由竞争的状态。而我举具体的例子，就以现在最火的 PDE 为例，今年销售额可能有 150 亿，大概是这个数。市场份额最高的是一款进口最贵的药和一款国产最贵的药，而不是最便宜的药，不是价格取胜的。还有更重要的一点，你要看到大局面，不能看小波浪，大局面就是虽然我们看到很多政策上对价格的压制，但是我认为全社会对医药的投入或者开销是不会降的，甚至会随着 GDP 慢慢增长，你再看行业上的细分，现在就会从仿制药占绝对主流，一直提升到创新药可能会占比到 50%甚至更高都是有可能的。像美国创新药占 90%，我们不会这么高，但是也会到 50%以上，所以这就是很简单的数学问题，总量在涨，细分上你的市场份额大幅提高，那也就是这个细分领域，它的增速会远高于整个全市场领域，增速这么快，肯定会有投资机会，就会长期看好。而我自己的观察，新生代的医药企业有几个战斗力特别强，我对他们期望很高，他们也一次次把我击败，比我想象的还要厉害，我对这些企业很看好。

@伯言 2020 : 所以是新生代的创新药企业。陈总呢？

@百创资本陈子仪 陈子仪：我比较看好的还是两个方向，说一个的话太绝对了，因为跟估值有关系，第一个是受政策影响比较小的，比如 CSO 和第三方实验室，如果这些公司因为受医药板块影响出现比较好的机会，我觉得这些机会很牛，因为这些公司有很长的投资价值，他们的天花板很高，另外大家普遍认为这些公司估值是偏高的，但是医药行业和其他行业有区别，因为医药行业增长天花板很高，所以估值如果确认天花板很高，有很强的核心竞争力的话，短期估值是可以做得比较高的，公司稳态下合理估值，我们都做了很多研究，我们认为有些公司的估值，如果年化要求不是特别高，10%，15%，很多公司已经进入这个范围了。第二个，有些平台型公司，因为这些集采的影响，股价现在也跌得比较多，这些公司很有可能今年受政策影响，是低于大量投资者普遍预期的，不管怎么样，这些公司最后还是鼓励有核心创新力的公司跑出来，而不是都打死。现在大家普遍认为，这个行业的公司都会受到很大影响，但是我认为是分化的，所以这个领域会出现投资机会。

@伯言 2020 : 感谢陈总，我也很认同，有很多企业是被集采这次错杀的，甚至这个业务跟集采关系不大，最后请李总帮我们分享一下最看好的一到两个细分行业。

@李秋实医药投资 李秋实：刚才讲到了健康有两个大方向，一个是创新，一个是消费，创新有双抗还有 ADC 还有小靶点，可能有点专业，有兴趣的可以看我雪球上的文章。消费领域看好的是二类疫苗，口腔眼科消费品耗材。

@伯言 2020：谢谢李总，其实刚才李总说了非常关键的问题，这些词大家能不能听懂？虽然我是主持人，但是很多词我也听不懂，这可能就是雪球的价值，今天大家不

仅仅是在台上听嘉宾分享投资机会，更多是认识到四位基金经理在雪球上都有非常多的观点，还有他们的分析发表在雪球账户上，感兴趣的也可以进一步了解，在雪球上还能跟四位嘉宾共同沟通，今天我们这场圆桌论坛就到此为止，谢谢大家！

## 9. 圆桌论坛：未来市场投资策略

嘉宾：李达、王文祥、吴悦风、李育慧

发表时间：2020-12-8

聚焦在未来市场的投资策略，来抄一抄私募基金的作业，这轮圆桌论坛邀请到拾贝投资市场总监李达；聚鸣投资副总经理、基金经理王文祥；沣京资本基金经理吴悦风；璟恒投资基金经理李育慧，共同探讨未来市场的投资策略。

以下为圆桌交流实录：

李达：各位球友下午好！嘉宾们好，下面的圆桌论坛的环节主要是把这几位优秀的私募基金经理的作业逼问出来，呈现给大家，看看怎么通过他们过去优秀的表现，来抄出2021年的大卷。今天的主题是未来市场投资策略，这是比较大的话题，但是谈到未来市场无非就是三件事，短期怎么看，中长期怎么看，第一个问题就先聚焦于短期。

我们知道过去两年的时间里，大家做股票投资，离不开的就是吃药喝酒、科技成长，但是最近似乎市场出现了变化的迹象，我们也知道最近一段时间，以银行为代表的蓝筹股带动上证50创出了过去十年的历史新高，就短期市场风格和结构问题，想听听各位嘉宾的意见，先从王总开始。

王文祥：市场从2015年大牛市之后，我自己理解市场风格没有特别大的调整，我认为还是跟中国的政治经济学，尤其是十八大以后，整个国家系统性的治理能力大幅提升，追本溯源，回归本原就能看到现在所说的价值型行业，经过供给侧改革，它的ROE，它的竞争结构，回到它高质量发展的定位，所以持续稳定的ROE开始出现逐渐在周期性或者蓝筹性行业出现，比如说银行、煤炭、钢铁，甚至我觉得今年上午有个嘉宾讲的地产，技术化工，家电。这条主线我自己称之为真价值投资，这条主线如果以一年为单位的话，每年都会表现一下，不是绝对的，跟它的周期有关，比如说有些行业已经先到格局点，从这个时点来看，刚才问的短期的问题，我是认为这些行业竞争的格局的初期已经完成了80%，真实反映到ROE，还会持续相当长时间，但不是通盘的所有银行都在涨，大家发现是非常非常结构化的，比如说基于传统的国有银行就未必，这是我的观点。

李达：一上来就说到真价值，第二，只要你找到真价值，真价值的公司，不一定什么时候，但是都会有它的表现。

吴悦风：我的风格是比较讲大直白话的，上午各位嘉宾的路演观点包括最近一到两个月主流的策略观点我都看完了，其实我们有一个手段可以把他们统和在一起，你不能假定未来只可能有一个结果，可能未来有些时候是平行世界，可能一个小的变动就使未来真实结果发生转变，如何去统和今天下午意见非常相左的观点，包括我听到的一些观点是背道而驰的，有一种说法就是我们假设或者认定未来一年在短期内，可能发生的行情格局有哪几种。第一种，在去年机构普遍赚了30-40%，今年机构普遍又赚了30-40%以后，如果明年整个指数还有明显的上钩行情，从历史经验看，更有可能是蓝筹股，白马股，周期股提供。假设明年指数还有一个30%级别的上涨，这时候A股历史上出现的三年非常强势性的行情，而且这时候会使得最后一个相对低谷值的周期板块和蓝筹板块也涨到合理估值甚至是小浮偏贵的情况，相对更容易出现振荡。因为2015年就是这样一个格局，上半年最后所有的板块都涨，下半年出现了一次非常明显的调整。所以现在看好银行的，再看好周期股的一些人认为，这个未来出现的概率是足够大的，就是蓝筹股的最后补涨，或者说把最后一块低估值的板块也填到一个合理水平。我认为这个在未来出现的概率会大一点，这是第一个事件。

第二个事件，由于我们现在的边际流动性不再大幅宽松，包括货币政策、财政政策目前来看都有一个趋向于中性状态，这种情况下再指望指数进行大涨，可能性并不大，所以为什么我前面说，如果有大涨，可能有限。这时候就会倾向于蓝筹搭台唱戏过程，就形成了今天上午包括最近看策略的时候，很多人坚持的第二个观点：指数不动。这时候你要求指数不大动，蓝筹股不能大动，个股有行情怎么样呢？一些估值并不强的成长股，他们有一个估值更贵逻辑给你讲出来，尤其是最近一些科技股和医药股确实出现了一定调整的情况下，大家讲一个估值很贵，但是可以更贵的过程。美国这一轮行情本质也是由科技股主导的，这种情况下指数涨幅很小，但是个股性行情会演义，所以就会形成策略报告里提到的，我们会有一个个股盈利性行情，或者说追求阿尔法行情。

第三个相对比较小的情况就是在连续两年大涨之后，明年可能是振荡式缓步向下的过程，但这个情况有一个很重要的预期，就是大家认为跌不升，尤其是场外资金包括整个实体经济赚钱效应，包括信托未来几年要产品净值化，我可以跟大家说，为什么最近老是会看到爆款，如果我是一个去年刚刚成立的银行子公司老总，我真的很希望指数跌到3100点，如果跌到3100点就往死里发，把目标完成，所以场外的大量资金在等着，这三种结果从我刚才举的一二三，在我自己认知里，概率是从大到小的。而这些风气和对未来的不同的推演也都形成了今天不同的观点，但我认为未来是这三种可能性的一种，或者是一个复合形成的过程，但不管怎么样，大逻辑还是股票是在比差环境下最好资产，这个逻辑是没有变的。所以这时候你要守住自己现有的仓位，下跌不恐慌，上涨不快热（音）。

李达：吴总的发言非常精彩，信息量很大。我听完发言后有一个特别大的感受，请注意，沣京资本吴总刚开始说了，他是把市场上几乎所有的观点都看了一遍，清晰分了三种他认为最有可能发生的概率，并且从大到小。非常详细把每一种情况做了阐释，投资就是概率和艺术的结合，你要了解全市场发生的情况，你要知道市场其他创业者发生什么事情，结合你的投资体系做最适合的决策。最后听听李育慧老师的看法。

李育慧：前面嘉宾谈到市场分化的问题。我想说两个小故事，感觉我们这个环节的时间比较适合打瞌睡。我最近做了一个节目，我发了几次照片工作人员都说不合格、像素太低或者背景跟其他嘉宾风格不一样。我最开始放了一个马拉松照片，我就想基金经理的水平是看颜值的？不是看收益率的吗？

第二个事情，我跟前一位嘉宾聊天，我在描述一个事情。前不久我和一个明星基金经理刚刚聊天，感觉他情绪非常低落，我安慰了他很久。他以前在中国排名前几，这两年特别惨。最近我调研了，连续发现三个朋友的精神状况不太好，感觉有点精神分裂的征兆。我只想描述这两年市场结构的分化已经导致人要疯狂了。其他理论的东西，各位嘉宾讲得很好了，我不再描述了，谢谢。

李达：不知道大家从李老师的发言里有没有听说一点声音，我听出的声音是你要想投资做得好，你得有健康、有颜值，得心情好。我这几天来深圳参观了深圳 40 周年的展览，印象很深的一句标语“时间就是金钱，效率就是生命”，相信大家对这句标语耳熟能详。我们经常说投资上要做时间的朋友我们有做时间的朋友，就是有做金钱的朋友。大家要身体健康才能像巴菲特老爷子一样，把其他人熬走后，屹立在人生的巅峰。

前面的环节，很多嘉宾谈到不同的观点对于中国长期市场的看法。判断中长期无非是两个方向：一是希望它涨下去，能够像美股 10 年牛市一样，中国什么时候也可以有一个？二是市场连续走了两年，可能会面临很多问题，经济有很大的压力，未来市场可能有一些办法。相对长一点的时间，中国市场会有什么变化？我们听听三位嘉宾的意见。

王文祥：作为职业投资者，我原来是公募基金经理出身，做了十几年，后来做私募。我亲身感受最近这五年，我们国家系统性治理能力大幅提升，倒不是因为今年有意请，我来拍国家的马屁。我们这个行业一行三会，原来完全分立的监管体系，现在每一两个月国务院金融稳定委员会会对市场做解释，就像最高法院做刑事案件审判的解释一样。我认为中国到了今天为止第一次做真正意义上的管理，这跟美国的差不多了。随着上午的嘉宾说三条红线后，他是看好地产的。我倒不是看不看好地产，现在对于国家处理相关问题不是一边倒，没有信心。而是认为这个问题就是短期的，国家会从长远的角度，基于长期的考虑推出很多政策，让它实现我们主席讲的“高质量发展”。如果我们进行定位，你会觉得以前说环保一刀切、环保雾霾、金融去杠杆等类似政府事情，你会发现不是国家对你太狠，而是很多企业做得太过了，现在把你拉回来在可持续稳定发展的环境

里，我对国家和资本市场肯定有比较大的信心。聚焦到现在，这个点位高不高，我们要把收益预期放低。从现在开会的三年，我们的收益率肯定跟美元指数、美国国债利率、中国国债利率，我认为股票市场还是很有吸引力的。典型的是经过疫情的时候，股票下跌，北上资金源源不断上来。我们可以看到很多公司 10 倍市盈率左右，ROE 在 15%，分红率在 5-8%，大家知道有煤炭或者比较好的银行，未来是结构性的。长期的国家治理能力给你提供温和的发展环境，好的企业每年竞争格局会每天改善一点点。我们现在看到的问题是什么？从 1 亿吨钢到 9 亿吨钢的时候，中国钢铁行业是亏损的。从 9 亿吨钢到 6 亿吨钢的时候，反而赚钱了。我们少干点活好像挣的钱更多。其实股票市场反映的是盈利，而不是营收。我觉得未来三年可能各有各的玩法，坚持价值的人真要这么做，我认为他的收益肯定远远跑赢国债 8%，甚至可以达到 15-20% 的收入预期。这是我对未来的展望。

**X 8<sup>th</sup>** 雪球嘉年华  
2020 SNOWBALL FESTIVAL

**王文祥**  
聚鸣投资副总经理、基金经理

长期国家治理能力提供温和的发展环境，好的企业竞争格局会每天改善一点点。从1亿吨钢到9亿吨钢的时候，中国钢铁行业是亏损的。从9亿吨钢到6亿吨钢的时候，反而赚钱了。其实股票市场反映的是盈利，而不是营收。我觉得未来三年可能各有各的玩法，坚持价值的人，他们收益肯定能跑赢市场。

**雪球**  
聪明的投资者都在这里

扫码进入专题

李达：前面很多次嘉宾都提到降低预期，王总给了大家相对明确的答案。降低预期是不要期待每年都像今年市场环境下，你买王总的基金一年涨 60%，这不利于他的健康。现在 ROE 6-8%，在股票市场上还是大有希望的。我们听听吴总的看法。

吴悦风：第一，我要承认这次是 A 股历史上第一次离慢牛最近的一次。之前我讲过，这次确实是我们流动性没有边际收紧，但维持住现有格局，不会发生太大转变。这种格局会维持短时间的罕见的外部环境。我不能说未来一定有慢牛，但一定是这次相对来说 A 股离慢牛最近的一次。说实话，我不希望有慢牛，可能有人觉得我疯了，我说一个逻辑，这个逻辑对大家未来的投资有帮助。

2005 年，我们 A 股最低点位多少点？998 点。2008 年，我们 A 股最低点位 1664 点，2016 年我们 A 股最低点位 1849。2014 年，我们 A 股最低点位是 2000 点。2018 年，我们 A 股最低点位 2004 点。今年在疫情肆虐下，我们最低点位是 2649。你会发现 A 股是底部逐步弹伸的市场，这和中国的基本面高度相符的。不要看大危险的段子，10 年前 3000 点，现在也 3000 点，看到大 V 写这种段子就要取关，我们的经济不决定短期的股市走势，但决定决定股市长期顶部在哪里，为什么？因为股市绝对底部是由估值绝对便宜，再也跌不动，没人舍得买，有人拿飞刀也要接，这样才出现绝对底部。绝对底部决定绝对便宜，便宜由谁决定？PE、PB 估值。PE 里的 EPS 谁决定？企业盈利。企业盈利由什么决定？经济增长。随着我们企业的经济增长，我们 A 股绝对便宜的估值底部在逐步弹伸，这个逻辑很清晰。

The image shows a man with glasses and a dark jacket speaking into a microphone on a stage. The background is dark with blue and red lighting. The top left corner features the text "X 8<sup>th</sup> 雪球嘉年华 2020 SNOWBALL FESTIVAL". Below the speaker, a yellow box contains the name "吴悦风" and the subtitle "沣京资本基金经理吴悦风". To the right of the speaker, there is a large, stylized graphic of a snowball rolling down a hill. At the bottom left is the XueQiu logo with the tagline "聪明的投资者都在这里". At the bottom right is a QR code with the text "扫码进入专题".

**吴悦风**  
沣京资本基金经理吴悦风

**在每一轮接近于底部的时候乐观一点，在每一轮接近顶部的时候悲观一点，长期来看能获得超越指数的收益率。**

**雪球**  
聪明的投资者都在这里

扫码进入专题

第二，在过程中，我们 A 股是随着情绪赚钱，流动性在大幅进行波动的市场。A 股的底部在逐步弹伸，指数在中间非常大幅的振荡。你会怎么做？在每一轮接近于底部的时候乐观一点，在每一轮接近顶部的时候悲观一点，长期来看甚至能获得超越指数的收益率。控制好自己的情绪，别人恐慌你别那么恐慌，别人狂热时你别那么狂热。所以你回想一下今年 3 月份所有人都非常非常恐慌，当你觉得世界都要爆炸的时候，你根本想不到今年赚钱效益会这么好。但是 7 月份，所有人都在喊牛市的时候，7 到 9 月份你赚钱了吗？就这么简单，所以我真的不希望有慢牛，所以不要在意快牛还是慢牛，你只要知道接近底部的时候乐观一点，一点一点加你的仓位，不要跟着大家的情绪走就可以了，为什么这里大家不恐慌？因为今年的绝对点 2649，而三季度、四季度有恢复，那

我们的新一个底部一定会比 2649 高，可能 2800，可能 2900，甚至有可能是 3000，为什么到这里情绪会越来越热，而不是冷？因为 3000 出头的点位向下的空间是可以看得清楚的，而向上的泡沫化，有再来一次顶部的机会，这个胜率是可以接受的，这就是大家不恐慌的真实原因，不需要再怕慢牛，慢牛是赚超额收益的阻碍，不是赚收益，是超额收益。

李达：吴总的发言是不是给了大家强烈投资于这个市场的信心。他提供了两种思路，第一种，你如果想赚到长期中国市场的收益，要期待慢牛，并且选择相对应的投资方法。第二种，如果你的野心更大，想赚到超越指数的超额收益，你最好不要期待慢牛，而是想一想，在底部和顶部的非对称的分布期间内，怎么取得自己的胜利成果。最后我们再听听李育慧老师怎么看的。

李育慧：我就说三个我自己的结论，第一，过去两年的收益率有点高，不论公募私募其是个人，大概率明年不会有那么高。第二，这种低估值成长和高估值的分化，从概率上明年不会那么严重，从市场角度，我感觉港股可能按理说也要表现好一点，因为各种因素的结果都会导致风险偏好是上行的。最后一个看法，无论发生多少百年难遇的意外，最后的结果都是让有投资能力的人财富增加，这个差距是在拉大的。

李达：三位嘉宾的发言殊途同归，王老师是从监管角度出发，揭示了未来中国的监管也是希望能让投资跟融资同时成为这个市场上最重要的两个主体，同时发挥他的功能，让投资者赚到更多钱，这个市场变得更加高效。吴老师是从流动性角度出发，揭示了只要你抓住底部，未来就会更好。李育慧老师也是，最终所有投资都要落到你对企业和经济的认知上来，只要你认识到经济成长的价值，认知到优秀企业的价值，你就能在这个市场上赚到成长的收益。最后也是最重要的问题，看法是看法，做法是看法，我们来听一听三位老师在岁末年初的时候，明年您的基金，您的组合希望采取哪些变化，希望进行哪些策略调整。

李育慧：我觉得策略是很个人化的，没有最好的策略和方法，主要是看是不是适合你自己。前天做了雪球直播，我还一直讲这个话题，每次我出门去调研或者开会的时候，我感觉前后左右的人都比我聪明，还比我勤奋。所以当我买一支股票甚至重仓的时候，我经常想，凭什么我是对的，卖给我的人是错的，我在哪些地方比他有优势，他错在哪里？没想明白这一点。所以我的策略不适合大家，首先我是长期满仓的，基本不拿现金，也基本不择食，也没有什么行业限制，主要收益来源是靠财务分期，用低估的价格买公司，有些公司上市时间比较早，有相当部分业务，大部分是出口，这些特殊阶段，这些大机构也无法验证公司的情况，那我连续几年发现，有些公司就是因为财务太好，太优秀了，让很多人怀疑是造假公司，所以他的估值在一段时间内被压制，是被低估的，而我通过财务分析，发现这是一个真的公司，优秀的公司，只要买入，等到财务报表持续

超过市场的预期，一方面我会挣到利润增长的钱，另外他估值也会修复。这是我的策略，所以市场怎么样，策略怎么样，对我来说不是那么重要。

吴悦风：首先明年制造业还会有机会，我知道今年一部分制造业已经涨了很多了，但是可以看到如果拆出来今年很热门的制造业企业，会发现大部分大家的逻辑是看国内机械，包括挖机，重机的销售数据。但其实明年制造业的逻辑还会继续顺着出口往前演绎，大家可以想一下，光伏现在是很热门的行业，光伏以前是一个屌丝行业，你今天看到龙基（音）、通威（音）涨得很多，但是反思一下龙基今年的估值也就30倍，把逻辑倒推回来会发现，今年年初在龙基涨之前，它就只有12到13倍的估值，这是一个非常屌丝、非常苦逼的制造业，而不是一个高富帅行业。这后面代表着由于疫情影响，使得我们以前有能力或者有实力跟中国进行竞争的传统制造业替代过，因为疫情影响，复工是停滞状态，比如说印度、越南都出现这样的情况。所以可以看到国内目前无论是光伏、新能源，当然新能源有一部分另外提，前几天大家应该有看到新闻，中国产的三千辆特斯拉前几天刚刚送到比利时，后面还有六千辆会到，因为欧洲现在的一些组装工业，美国的组装工业已经彻底停滞下来了。所以这个情况有点像我们国内的疫情防控比较好，使得大家重新再去评估和认知你的出口和制造能力，所以我们看到人民币的升值、出口大涨，这反映的是中国制造业在这样一个逆差环境下的再次弯道超车。这个逻辑还跟消费不相关，因为这一轮大家炒白酒股的大逻辑也是供给侧减少，大家也知道白酒的产销数据，包括像煤炭、钢铁行业，产能不再扩张，反而产能在收缩的时候，往往是利润最好的时候，而不是扩张。格力电器当年的净利率达到2点多的时候，就是在行业增速最快的时候，当行业增速开始回落的时候，格力的净利率从2个点逐步达到15个点，这是供给侧改革带来的，它甚至抵消甚至压倒行业增速放缓的负面影响。而这次疫情，某种意义来说，帮我们在全球制造业替我们做的一次供给侧改革，如果你能想清楚这个逻辑的话，明年还有很多标的，更关键的是有一些可能受益的公司，它的估值还在20倍以内，而不是70、80倍很贵的板块。

第二，我们要继续看多和做多年轻人喜爱的板块，但是我们发现这一轮年轻人喜爱的板块情况跟之前发生很大的变化，大家知道前段时间有篇我的文章火了，美团外卖本质上做多基金指数。我们发现我们国内经济结构呈现了初步的M型结构，M型结构里的这一端是你高收入人群，这一轮疫情受到影响并不大，所以我们可以看到茅台，奢侈品，包括奔驰和宝马的销量，包括新能源车的销量是非常不错的，如果这些家庭没有钱，怎么可能会拿出50万去买一辆电动车呢？另外一段会发现低端收入人群的消费需求也在增加，但他们的边际消费能力并没有那么高，所以哪个起来了？拼多多，这里伴随一个很有意思的特殊情况，就是年轻人一部分人的消费习惯、消费理念在这次疫情踢了临门一脚以后，他们发生了最终的转变，就是放弃生孩子，所以我们可以看到上半年疫情期间，计生用品的销量是大幅增加的；第二是生育率的持续回落，包括对于房产的需求的回落，所以这届年轻人不再买房，不再纠结结婚生孩子了，这反而激发了边际消费的

提升，为什么？当你选择不再买房，不再结婚的时候，年轻人发现自己富了两倍到三倍，人生一片豁朗，不买房日子活得多开心，所以什么起来了？盲盒、游戏、奶茶，这些全都是小钱，我一个月喝 20 杯也就 500 块钱，500 块钱在北京上海买到一个厕所吗？什么都买不到，这有点类似于口红效应的消费挤出效应，这种效应在我们的收入格局发生很大转变之前，除非中国经济有一轮新的突破，不然这种格局是长周期的，因为你一旦习惯了短平的快速型消费，就很难再让自己习惯性节约，所以大家越来越习惯刷抖音，15 秒寻求一次刺激，但你习惯了 15 秒的刺激之后，再让你静下来看两个小时书，很多人这辈子都看不下去了。所以人们不愿意看文字，愿意看视频，是一个长期不可逆趋势，因为你进去了就回不来了，这就伴随着长周期的年轻人的消费发生转变或者上游性的投资机会，所有的板块都在做这一点，无论是拼多多、抖音、快手、B 站，都反映了年轻人长周期的，而且他们的收入增长会使他们更多花费这个钱，因为他们习惯了这样的花费，这跟你买了一个盲盒以后，就会去买一套集齐是一样的。所以盯住年轻人，一个是制造业，一个是年轻人行业，一定是未来持续性有机会的。所以上午有一个嘉宾分享说 B 站长期看好，我也长期看好，而且大家马上要上市的泡泡玛特，已经 70 亿美元的估值了，很多人都认为上升之后，可能过几年会到千亿市值，包括为什么年轻人喜欢点外卖，美团现在两万亿市值了，这都反映了年轻人的消费习惯，你一边看茅台，那是中年油腻男的消费习惯，一边看年轻人的消费习惯，把这两头抓住，就抓住了未来五到十年的机会，这个逻辑还是很清晰的。

李达：非常清晰，两个建议：制造业和抓年轻人。吴总的发言我只有一条不同意，他说他中年油腻，我没看出来。王总，您未来的策略怎么调整？

王文祥：我们公司的长期策略是平衡成长风格。前面我们说了一小段真价值，然后是真成长。你现在增加的利润未来不会被人家抢掉，我们说这是真成长。我们风格会在这两者之间做得比较透一点。这是我们长期的投资策略，我们每年会对下一年市场做微调，比如今年真价值是 40%，真成长是 60%。我们可以做一点微调。这个时点，吴总刚刚讲了一些行业，泡沫没有错，泡沫推动了社会的发展。现在活得很好的，像思科、IBM 等公司，还有一些公司倒闭了就不说了。对我们来说有一些成长股的估值透支 3-5 年的收益率的。我们把它做了分割，比如中高成长股行业市场空间很大，比如新能源汽车、军工，估值可以通过明年释放消化，还有长期的三年左右的稳定的行业大发展的背景环境。

我们认为成长里，这两年我们跟美国人搞贸易战、科技战，这两年我们大量的国家能源投入会通过科创板、注册制的方式，让我们在一个估值合理的时买得到的。200 亿买它，可能会透支一年，过几年可能会出现上涨消化估值。我们对中美贸易和科技战之间，我们国家前面做了很多准备，从 2018 年开始，到明年就三年了。很多行业明年会出小结果，大后年一定会出大结果。基于这种判断，收益率不是你自己找的，都是市场给的，我一直有这种观念。能涨多少是国家放国家水，老百姓有多少钱，估值 30 倍合

理，40倍也合理。2018年时25倍就比较贵。我是平衡成长风格的，我们公司也是这种策略，会分析这个阶段的疯狂和冷却的板块，再对年度策略做微观调整。我们原来公募的打法在公募的时候还是比较管用，国家不会让这个事降到冰点，也不会让这个事涨到500多。



李达：三位嘉宾从短期、中长期和策略的角度为大家贡献了很多真知灼见。不管是在座嘉宾还是在座所有球友，我们很幸运，买股票买中国很可能是人类投资历史上的地壳运动。回过头看很多小波动只是风吹草动。股票资产相对于其他绝大多数资产的性价比，现在很高，未来可能更高。虽然从收益率的角度，股票投资黄金时代是不是已经过去了，不知道。至少从普及大众的角度，所有股票投资者都在开启一个崭新的黄金时代。

预祝各位球友可以在 2021 年里，不管是自己投资还是抄嘉宾作业也好，都能取得自己圆满的投资答卷。

## 10. 王庆：明年上半年中国经济很有可能达到两位数的增长

作者：王庆

发表时间：2020-12-5

今天很多人提到疫情带来的不确定性，接下来我们要面对的是疫情逐渐常态化的局势，在此背景下，资本市场会受到什么样的影响？中国的股市未来的走势、趋势又会是怎么样的？重阳投资总裁王庆先生进行了“疫情后的资本市场前景研判”主题演讲。

以下为演讲实录：

王庆：各位球友，大家好！非常荣幸有机会参加这个会议，跟大家分享我的观点。方总做了特别简短而精彩的发言，分享过程中谈到关于收益率的测算，这个数字我非常熟悉，在中国，长期收益率即使是比较专业投资人的收益能力大概是这个水平，这是一点。

另一点，方总提到很重要的概念，一个基金产品的收益率和投资者的收益率不太一样。刚刚提到的概念，有些基金产品有 60% 的收益率，但是投资者收益率仅有 10%。这两个概念的区分略显重要，当一个基金产品给定年化复合收益率的情况下，它的波动率越大，基金产品的收益率和投资者收益率之间的差距就越大。为什么有这么大的差距？就是我们投资人容易追涨杀跌，像重阳投资这样的私募基金除了中长期获取收益率，还能给大家带来的价值是什么？我们理解是降低中短期的波段，给大家带来绝对收益的体验。结果是希望大家能够做到长期投资。如果能做到长期投资的话，基金产品的收益率和投资者收益率是一致的。作为管理人来说，前提是给大家带来好的投资体验，这样才能做长期投资。

如何做到？我们自己的体验是要坚持价值投资绝对收益的理念，在实践中是自下而上、自上而下的研究要结合。今天结合第二位演讲嘉宾，我给大家谈谈自下而上的逻辑，跟大家分享一些观点，希望对大家做投资有帮助。我知道雪球社区有众多高手，大家的观点非常有洞见，我从一个角度跟大家分享一些观点，希望对大家判断未来的市场有帮助。

从数据来看，今年股票市场正如方总所说是大幅波动，分两个阶段：

第一，疫情冲击，普跌。

## 第二，疫情之后，普涨。

全年看来是最右边的那张图，各国股市表现总的来说挺弱的，表现最好的差不多是中国。原因何在？主要是今年影响股票市场最重要的事情是疫情，应对疫情最好的国家是中国。你说股票市场不反映基本面，它还真反映基本面。

前瞻性来看，疫情发展到今天的地步，我们考虑到人们经验的积累和疫苗逐渐推开，应该说疫情对经济和资本市场的影响逐渐过去，明年有望全球经济、中国经济同步复苏，尤其是中国将会出现明显、强劲的反弹。这里有一个明显先进先出的特征，最早受到疫情影响，最早摆脱疫情影响，最早实现经济复苏。这是中国的情况。如果大家稍微关注一下增长数据，明年上半年中国经济增长一定是两位数的增长，GDP 可能是 15%以上的增长。这是 2021 年经济和资本市场最重要的特征。

中国经济之所以在明年的表现尤其亮眼，另外一个原因是今年以来较少讨论的，今年以来大家讨论市场多聚焦在疫情和疫情冲击。如果大家看这张图，中国经济在疫情冲击之前，实际上是经历了连续三年增速的持续放缓的，GDP 增速持续放缓，背后的原因是代表信用周期的社会融资增速的持续放缓，也就是信用周期带动了经济周期的下行，这始于 2016 年上半年，到 2019 年二季度出现了拐点。按正常的关系，信用周期拐点的出现，应该在六到九个月之内，经济周期的拐点也会出现，所以如果我们看中国的民营 GDP 增长的话，应该在今年年初就出现拐点向上，上市公司业绩也应该出现拐点向上。但是结果没有出现，是因为疫情的冲击使经济掉进了更深的坑里，而现在我们正在从坑里爬起来。正是由于有这样更大的周期出现，所以中国经济后期修复的力度要强于正常的情况，因为我们本来就应该进入一个更大、更长的向上的经济周期。这是我们为什么对中国经济的表现，尤其是明年的表现更有信心的另外一个更深层次的原因。

再看股市，我们的基本面好，股票市场也一定程度上提早反映了基本面的积极变化，我们看主要股票指数的估值水平的话，应该说总体股票估值水平回到了历史的均值水平，从历史分位数上来讲是 40%-60% 的区间，有个例外就是创业板的估值水平，是在 81% 的分位数。所以在历史来讲，创业板的估值相对高一些，这是历史统计的规律。在估值的背后是分化，整体上估值水平相对的合理，回到均值附近，但是背后有明显的分化，这个分化我们总结为一方面存在着结构性高估，一方面存在着结构性低估，这是一个相对主观的判断。所谓的高估低估一定是有比较的，所以我们这里面比较了创业板和沪深 300 相对估值的变化，以及 A 股和 H 股的相对估值的变化，因为 A 股和 H 股是同一家公司，可比性更强，应该说中国的上市公司总体来讲，如果把估值水平由高到低排下来的话，有两个极端，一个极端是相对高估的创业板，另一个极端是 H 股，尤其是 A 股相对 H 股的溢价率在历史高位，不仅远高于历史均值，甚至已经触及两个标准差的上延，所以这个市场整体上估值相对合理的背后是这样一个分化。这是今年市场演化下来的基本特征。

另外一个特征是什么呢？是市场风格的变化，如果我们关于市场风格做一个相对简单的划分，无非是两组概念，一组概念是价值和成长，另一组是周期和防御，价值股和成长股如果看相对表现的话，左边这张图就是价值股相对成长股的股价表现，很显然自从2019年一季度之后，就有特别明显的表现，就是明显的成长股跑赢价值股，这个状态实际在去年的二季度就出现了，去年的下半年表现已经很充分了，到今年年初在疫情的冲击下，就更像一个极致演绎，以至于我们在讨论股票市场表现的时候，讨论未来判断的时候，逐渐大家形成一个判断，似乎成长股有光明的前景，成为一个常态。但是我们看稍微长一点的话，发现不是这样的，历史来看的话成长股和价值股的相对表现是波动的，而且波动不小。

波动的驱动因素是什么？自上而下来讲，很重要的原因是跟整个资本市场的流动环境有关，比如说我们在2013年钱荒之后，流动环境开始放松，那段时间成长股就明显跑赢了价值股，但是在2016年中，我们开始去杠杆，防范金融风险的主基调影响下，出现另外一种情况，那就是价值股跑赢成长股。到了2019年一季度之后，我们从去杠杆到稳杠杆，信用周期拐点出现之后，成长股再次跑赢价值股，这种状态实际上在疫情的冲击下，表现得更加淋漓尽致，因为在疫情冲击下，流动性相对来讲就更宽松了。这是一个很有意思的特点，是今年以来股票市场表现的非常鲜明的特色。

另外一个鲜明特色是什么呢？周期和防御股之间的相对表现，周期股是跟经济景气相关的行业板块表现，防御股是跟经济景气不那么相关的行业板块表现，很显然，相对表现来讲非常直观的规律就是当经济好的时候，当PMI指数持续高于50，甚至改善的时候，很显然周期股要跑赢防御股，反之，防御股跑赢周期股。疫情情况下，最直接的影响是经济景气低迷，凡是跟经济景气低迷相关的板块就明显落后，所以我们这个市场就表现出这些明显风格的特征。

风格的特征到底如何理解？我们提供这样一个框架供大家参考，我觉得还是比较有用的，因为影响市场如果讲自上而下逻辑的话，最重要的是两个周期，一个是经济的景气周期，对应的就是上市公司的业绩周期，另外一个是流动性周期，而这两个周期是不同步的，由于它的不同步交织在一起，就构成了影响股票市场宏观环境的四个阶段。我们今年多数时间处在什么阶段呢？就是第四象限右下角阶段，因为我们从去年二季度就开始进入了流动性相对宽松的区间，在流动性相对宽松区间，图中的右半区，前面的数据大家看到了，对成长股比较有利。而从去年二季度一直到今年，经济增速是一路下行的，尤其是在疫情冲击下，下行的更剧烈了，所以我们多数时间是在右下角区间，经济收缩，流动性宽松，而这样的环境下，规律是成长+防御的股票会表现好，什么是成长？科技，什么是防御？医药，必选消费。所以股票市场的表现有很多很详实的自下而上的个股，细分行业的逻辑，但是跳开这些细分逻辑，自上而下看的话，也是有它的规律的。

市场为什么从8月份以来就开始振荡调整，似乎出现了比较明显的行业风格的轮动呢？背后的原因是我们经济逐渐摆回收缩，逐渐增速，逐渐加速，以至于四季度经济增速有可能出现6%，明年上半年尤其明年一季度是两位数增长，所以我们就进入了上半区，经济逐渐进入一个扩张期间。所以当前应该说我们在第一象限，流动性仍然相对宽松，但经济已经处在扩张期间，这样一个环境下，什么样类型的股票表现好呢？成长+周期，多了一个周期，周期取代防御，因为周期跟经济景气，跟经济基本面关系比较敏感，这是我们当前的状态。

在这样的状态下，前瞻性地看这个市场到底有哪些风险和哪些机会呢？我觉得我们需要关注未来还会如何演绎，因为我们做投资一定要有前瞻性地做一些布局，一种可能就是如果明年全球经济同步复苏，强于预期，不排除流动性环境的收紧会早于预期，那在明年某个时间点有可能进入到第二象限，也就是左上角象限，而左上角象限也有机会，价值+周期。对于我们当前判断市场最重要的一个环境，是和今年上半年具体来说一到八月份的环境是完全相反的环境，从而它对股票市场上风格、板块表现的影响可能也是很不一样的。这是我觉得我们需要关注的，需要防范的。因为它带来的结构性机会和结构性风险，和我们今年上半年看到的结构性机会、结构性风险很不一样。在今年极致分化的基础上，明年的分化恐怕不一样，甚至明年更均衡。这是我们做投资恐怕需要考虑的，具体的投资决策需要自上而下，自下而上结合。

最后，在把握中短期周期性特点的同时，目的还是要坚持长期投资。我们把握了中短期阶段性特点，就能相对好的避免中短期市场带来的波动给大家的困扰，从而坚持长期投资。而长期投资就是所谓做“时间的朋友”，所谓的长期主义。如果看得长一点你会发现，从60年代到现在，每隔10年都有一个大的波澜壮阔的投资机会，也是大家所说的优质资产。我们现在需要考虑的是下一轮机会在哪里？我没有答案，我相信在座各位各有各的答案。我们雪球社区集体智慧希望能够讨论出来，目前我们处在大型科技股引领的新一轮优质资产的周期，下一轮是不是还是这些科技股？是美国的科技股还是中国的科技股，这都是值得探讨的？

我们作为私募投资，作为追求绝对投资收益的基金管理人，我们在看到机会的同时要提示风险。最后给大家提示一个风险。历史上有大的波澜壮阔的投资机会，而这些投资机会到最后都会演变成大泡沫，而所有的泡沫最后的破裂都是被上升的利率所戳破的。我们现在的特点是利率水平低，而且好像还没有上升的迹象。这是为什么一部分分析人士认为当前科技股引领的行情可能会持续，但是利率对股票市场的影响，其绝对水平重要，变化更重要，所以前瞻性地看，我们一定要密切关注利率的变化。回过头来，关于长期规律的判断和我们刚刚分析的周期性特点结合在一起，明年需要关注潜在的风险，如果流动性出现早于预期收紧，它对我们中国股票市场不同板块风格可能有影响，同样的，长期来看大的趋势性机会，实际上它的延续性、持久性一定程度上受资金环境、利率环

境的影响。这是我们未来做投资，无论是明年甚至更长远做投资，恐怕都需要密切关注的重要的变量。

最后，希望大家在做投资时能够行稳致远。谢谢大家！

## 11. 山哥 V 散：我们不能再抱着汽车只是电气化方面的改变

作者：@山哥 V 散

发表时间：2020-12-5

2020 雪球嘉年华现场，雪球私募基金经理 @山哥 V 散 表示：我们不能再抱着汽车只是电气化方面的改变。在互联网时代，汽车是一个最大的智能硬件，一台汽车的产值可以达到 50 台 iPhone 或者 100 台 iPad 的产值。面对巨大的市场和海量的数据，没有一个科技公司敢说他不碰。

以下为演讲实录：

山哥 V 散：大家好！我是山哥 V 散，微小的 V，不是 VIP 的 V，在过去我泡了很多年的雪球，也是不明真相群众当中的一员。今天有幸作为一个散户代表来发言，我想这也是雪球很重要的功能，它可以起到价值发现的作用，就是在众多的球友当中，寻找到一部分真正有价值投资能力，有识别能力的这些人，并且把他们的声量能够放大，让更多的人所知道，在此我也向雪球表示感谢，让我这个散户出身的私募基金经理，能够和众多的高手们，特别是机构投资人进行同台对话。

今天演讲的主题是讲一讲新能源汽车的市场发展和投资，过去一年我在雪球已经发表了至少六七篇的长文，好几次的直播，去跟大家讲新能源汽车非常值得重视，可能短期有十倍，七年有 30 倍的机会，但是没想到一年就完成了 40 倍的涨幅，不知道有没有绝后，但是是让很多人见证了这一刻的到来。今天我也讲一些不一样的东西，讲啥呢？

左边是今天的命题作文的标题，右边就从三个方面来跟大家讲一讲，我们讲新能源，我们要跟大家讲的是一个新的物种，讲到新能源的市场发展，我希望帮大家一起开拓一下思路，最后自然是少不了投资，能不能从这个新的机会里找到真金白银。

首先讲讲新能源汽车是一个技术革命下产生的新物种。因为我最早在雪球发表文章的时候，有很多人跟我杠，因为那时候是爱理不理的时候，万人嫌，大家都觉得是靠 PPT，靠泡沫吹大，要不然就是靠国家政府的补贴。但事实上，可能真正一个行业最早

能看懂的还是离这个行业比较近的专业人士。我在发表文章的过程中就得到了很多球友的讨论或者说是杠，但是杠得最多，最看不起新能源的人，往往是传统制造业的创业者，但是我跟他们的视角不一样，因为我自己过去是做互联网企业管理工作，也做过消费品的营销工作，所以我是从消费品和互联网视角来看这个产品，或者是我这边说的新物种。在我眼里，它完全是一个新物种，首先这个新物种的产生我觉得是在非常好的时机，也就是一个引爆点，在此之前，可能 2015 年的时候，新能源汽车已经有了第一轮的普及，大家都知道，有很多先驱者在说我要造车，但是他最后没有找成功，真正的成功也是需要天时地利人和的。为什么以前没有成功，到这个当口是可以成功了呢？是因为新能源汽车的发展是需要有很多的系统支持在背后，在这个图里大家就可以看到，除了插电之外，要有 5G、即时通讯、充电桩、新型充电技术，所有这些东西是支持新能源汽车的必备条件，有了这些也就产生了新能源汽车的爆发。

我们也来看看现在这个市场上的玩家都有谁，首先大家想到的全球的政府可以说都在推新能源汽车，但是真正的玩家呢？头部玩家并不多，用我的话来描绘一下就是三英战吕布，吕布就是骑着赤兔马的马斯克，三英就是中国这边的紧跟不舍的优秀国产企业。但是今天跟大家讨论的时候，不妨把目光放得远一点，因为在互联网行业其实有很多有识之士早就看到了这个市场的机会，包括这边所有的背后的这些 LOGO 企业，已经全部入局了科技巨头。一年前在我布局新能源汽车的时候，美团王慧文最近有一个演讲，他说去年 10 月份买了特斯拉，他也感觉非常有成就感，据我所知，业内有另外一位杭州的互联网电商企业高管，他也在今年年初买了中国的一家互联网汽车企业的龙头，为什么互联网人能对智能汽车识别度更敏感呢？这也是有很多的产业应用在后面。打个比方，在中国这三家里面，蔚来的背后有腾讯，而腾讯也是特斯拉的重要股东，理想呢？后面有美团，小鹏后面有阿里，百度无人汽车早就在街上跑了，华为最近要造车大家也都清楚，滴滴也说将来无人驾驶汽车会取代有人驾驶汽车，所以这些科技企业都在布局。

大洋彼岸除了 Uber 在做同样的开发，说将来我们能否拥有无数的无人驾驶汽车为乘客提供服务。同时，可能很多人不知道 Apple 正在积极布局智能汽车领域。可能在两年内，大家就能看到苹果汽车上市。至少目前苹果的 CarPlay 已经在很多传统汽车上无缝衔接，这是最底层的应用。请注意，这说的是一个生态系统。

谈到这里，希望大家可以理解我们不能再抱着汽车只是电气化，在能源方面的改变。而是把它进行重新的定义，是一个最大的智能硬件，就好比手机只是打电话、发短信的功能。自从 Apple 推出苹果手机后就重新定义了苹果手机。同样，在互联网时代，汽车是一个最大的智能硬件，一台汽车的产值可以达到 50 台 iPhone 或者 100 台 iPad 的产值。面对巨大的市场，面对这么大的海量数据中心，没有一个科技公司敢说他不碰。这是第一部。

第二部分，我们讨论或者展望一下。在智能化的应用方面，智能汽车能够给大家带来什么样的应用场景？智能汽车将来的发展，前面我已经说了新能源汽车，大家目前的关注点炒的这一波主要是电池在能源方面的革新，这只是一方法，它还有其他的发展方向。一是智能化，二是网联化，大家对此还不算很理解，不管是传统汽车驾驶者还是很多新能源汽车的驾驶者，他们在想象力方面，如何把智能产品的硬件市场打开，可能还需要一些理解。这边我简单给大家列几条：

首先，绿色的是小车，它可以在能源方面给国家做很多的贡献，特别是当太阳能普及了，将来说不定车顶上装太阳能电板就可以起到一定的补能作用。

第二，无人驾驶。驾驶是分级别的，最简单的就像驾校里学车，先是教练在教，你在旁边看着。然后是你开，教练在旁边看着，万一有情况他帮你把一下。现在智能汽车基本发展到这个程度，将来是机器开车，人在旁边必要时参与，也可以享受，刷手机、看电影，真正享受无人驾驶。很简单的应用，比如自动倒车，这在很多的汽车上都在使用。将来汽车智能驾驶发展到一定程度，有没有可能用户为无人驾驶的技术付费？这是有可能的，而且非常有可能。好比很多司机、新手比较怕倒车，如果花 200 块钱的功能解锁自动倒车的功能可以吗？对于有雇佣司机需求的人来说，花 5000 元到 10000 元请一个人，如果只是花 3000 元解锁无人驾驶应用，他是否愿意付费？我认为有很大的可能。

第三，车联网。所有新能源汽车底层数据都是联网的，联网有什么作用呢？首先，它可以起到车路通讯的功能，后台可以知道哪些地段比较繁忙，可以调整相应的交通灯的设置，长期而言也可以调整一些城市的规划。这是非常有价值的。短期来说，它可以通过对于车密度的测算调整驾驶路线，这是最简单的车联网的应用。

除了科技带给大家应用之外，相比以往的手机、iPad，智能汽车是特别大的智能生活空间。以前有人说车开到目的地后还想在车里呆一会儿，放松一下再上楼。这时候车是很好的休闲放松的空间，甚至这个空间足够大的话可以作为社交的空间，由机器人开车，你们可以和朋友在车里聊天。

谈到这里，大家基本有一个感知。再为大家介绍云应用，也就是中国特色 BAAS (Battery as a Service)，这可能是中国的首创。中国智能汽车最大的难点痛点在于续航，续航需要补给，补给需要大量的换电站，在欧美国家不是问题，这些国家地广人稀，他们家里可以装家充，晚上休息就像手机充电一样。一般 350-500 的续航能力还是不痛不痒，我们这个行业把它叫做痒点，而不是一个痛点。有一些不舒服，但不会不用。大家用苹果手机还不是带着充电宝吗？就是并没有到一个痛点的程度，电车续航还没到七八百，但是也没有成为一个不买的痛点。如果在中国要继续发展新能源汽车，BAAS 是非常有创想的一个应用。具体的做法，把汽车单卖，电池也单卖，这对整个产业链都非常有好处。我们从最下游的用户说起。用户买 30 万的车可能只要花 20 万买个车壳，电

池用租的，每个月花五百一千。租有什么好处？首先，购买力成本下来了，车可以卖得更多。租的话，每次可以用最新的产品和技术。大家知道电池技术不断更新，现在是 70-100 瓦，将来可能有 150 瓦甚至 1000 的续航能力。这时候可能平时不需要这么大容量，跑长途只是临时加租一下大容量就可以了。对车厂也有好处，车架的门槛下来了，不用在电池技术上投入太多。这有点像类金融工具，就像分期付款，积少成多，总比有利息的收入好一些。这可以给汽车厂带来额外的收入来源。

最后是上游的电池企业，电池企业可以在中国形成标准化的电池规格，所有的上游汽车厂只要做个性化的产品，留下标准化的接口给电池就可以了。国内的电池厂不管谁来都是做统一规格的电池。这有什么好处？成本大规模下降，有利于全中国大规模换电站的电脑。如果每个车厂都建自己的换电站，这是重复建设。如果电池规格统一了，将来所有的中石油、中石化做 10 平方储备同样的电池规格就可以随到随换，这个时间不会比加油多多少的。这就是中国式的创新和应用。顺着这个思路，大家可能想到的不只是新能源动力的改善，它会影响到方方面面。

最后说一下投资机遇。在 21 世纪第一个 10 年见证互联网电商，产生了阿里巴巴等企业。第二个 10 年，大家看到苹果已经丰富苹果下游和上游的产业链，新物种带动生态系统的建设。我们今年是又一个 10 年的第一年，在这个档口产生新物种，我们如何看待？如何发掘当中的投资机会？结合前面三条：电气化、智能化、网联化，我还要加上国际化。在国际化方面，可以说中国在新能源汽车的产业链、制造链以及应用方面占据了制高点，完全有对外输出的可能性。前十大智能汽车产业至少有七家在中国。如果是全球的市场对标，估值空间会大大打开。

最后，无远弗届。我说的东西可能很遥远、甚至不着边，但过了若干年回过头来看，没有什么地方不能到达的。这是无远弗届的意思。有时候做投资一定要想在这个时代的前面，在风口没来之前就布局。我自己非常喜欢这个观念，所以我的基金就叫做远届，对未来有着准备的情况下做布局。也就是说希望通过更深、更广、更大的思考给大家一些启发。这是我今天的内容。如果大家有什么需要可以在雪球和我互动。

## 12. 文宽自由之路：好公司不怕下跌，现在市场的问题是好公司都太贵了

作者：@文宽自由之路

发表时间：2020-12-5

#2020 雪球嘉年华# 现场，雪球人气用户 @文宽自由之路 表示：好公司不怕下跌，现在市场的问题是好公司都太贵了，都高高在上，没有好机会进场，我们应该希望好公司跌下来，我们才有建仓或者加仓的机会。

以下为演讲实录：

文宽自由之路：大家好，我是李文宽，ID 是文宽自由之路，非常高兴参加雪球嘉年华。我今天分享的主题是“投资中如何保持良好的心态以及对白酒的看法”。

首先做一个自我介绍。我是来自山东烟台，2012 年开始炒股，2017 年开始做价值投资，并且注册了雪球。之前在上市公司做海外销售，今年上半年正式开始职业投资。记得 2017 年我还在迪拜，第一次看雪球的嘉年华，当时收获很大，印象深刻。没想到三年后我自己站在这个舞台上。我想说投资真的是彻底改变了我的命运，而且这个过程比我想象快了很多。非常感谢雪球加速我的学习和成长的速度。我投资的重点方向是大消费，目前以白酒和医药为主。

在分享之前，感谢各位球友在之前嘉年华投票里对我的支持，尤其是我的朋友杭州王大磊、一个养家糊口的人、草帽路飞等。

来之前我在想要做哪些内容？作为一个散户，我的研究能力并不是我的强项，我觉得在座各位很多都是私募以及专业的投资人员。作为散户来讲，在这方面我比较弱。在保持一个好的心态方面，我可能可以战胜大部分的散户。大家看到我在雪球上分享的文章，这是疫情期间写的，还有阅读总结。这是 7 月 16 日写的文章，当时我钓了一天的鱼，我觉得我心态不错，我想分享这方面的心得体会。

首先，最重要的是我们不应该把投资简单地当成投资方法，或者赚钱的工具。我们应该把价值投资当成我们的信仰。每个人对于信仰是什么可能有不同的理解。我的理解是当一件东西即便会把我们摧毁，我们也心甘情愿接受时，这就是我们的信仰。可能平时我们感觉不到信仰的力量，但是在关键时刻，我觉得信仰的力量至关重要。比如 2018 年贸易战以及今年的疫情期间，如果没有坚定的信仰我们很难挺过去。比如 2 月份，我的阅读总结题目是《你买了吗？买了多少？你动摇了吗？》我觉得那时候分析和研究并不是很重要，我觉得那时候我们就买好公司的组合，比如我们都知道的好公司，茅台、五粮液、伊利、恒瑞、海天，我们就可以赚很多钱。当时的核心问题并不是我们买了什么，核心问题是买没买，买了多少，在可以改变命运的时候。我觉得这是靠信仰赚钱的，不是靠分析赚钱的。

有几句话我觉得说得挺好，跟大家分享一下。对于价值投资，知道不是力量，相信才是力量。在黑暗中，我们的信仰就是我们的光。冯柳说我们要用于把自己托付给自己的信仰。我的理解是在关键时刻，我们要敢说亏多少都敢奉陪到底，不是说真的亏，而是我们要敢说这样的话。

我们要建立完善的投资体系。我觉得没有一个完善的投资体系，我们就像是赤手空拳上战场，大规律会被消灭。我的策略是建立好公司的投资组合，众所周知的好公司，在合适的价格买入，长期持有。这样我们很难亏钱，先不说赚多少，起码很难亏钱。我们看

到有些朋友单吊一两只股票，也有成功的，收益率非常高。我们不能只看到成功的例子，我们要看到更多失败或者不赚钱的例子，我不建议这么做。如果让我单吊一两只股票，我难以保持好的心态。这个公司可能会赚几十倍，但能否扛下来是很难说的。我做投资时始终把风险看清楚，我会看最坏的收益，我持有三年，最坏的情况是不亏钱，我就是这么做的。

第三，我们要正确看待市场的波动，得失心不要太重。我们来到这个市场毫无疑问都是要赚钱，但是我们眼里不能只有钱，否则我们很难保持一个好的心态，很难做好投资。包括我们创业、开公司，也不能只看到钱，我经常看到在市场大幅波动的时候，有各种抱怨，在雪球上也看到很多，比如说最近亏了一辆车或者亏了一套房，或者亏了几个月的工资，几年的工资。如果是开个玩笑无所谓，但是如果你真的是这么想的话，你是很难保持一个好的心态的，我觉得不要这么想，这个市场波动并不是风险，这个市场波动不是偶然发生的，是必然会发生，就像我们坐飞机遇到颠簸一样，你几乎每次都会遇到颠簸。所以一笔投资没有卖掉，就不是真正的亏损，也不是真正的盈利。包括我买茅台五粮液，可能都赚了几倍，但是我没卖掉，就不是我真正的盈利，它随时可能会跌回去。

好公司不怕下跌，现在市场的问题是好公司都太贵了，都高高在上，没有好机会进场，我们应该希望好公司跌下来，我们才有建仓或者加仓的机会。大部分人过于看重短期的涨跌，在市场下跌的时候，我们看到各种言论，我不想炒股了，把钱还给我，我要回家之类的。怎么说呢？很多时候你看一个月或者一个季度，确实是让你很痛苦，但如果你看得远一点，比如看三到五年之后，我记得张昆（音）说过一句话，一件事如果三到五年之后你看它不重要，那现在看也不重要。所以这么看很多事情就迎刃而解了。

第四，别人的看法没有那么重要。可能在社会或者职场上，别人的看法有一些意义，但在投资上，别人的看法真的不是很重要。比如我在3月份写了一篇文章叫高端白酒已经具备了三年一倍的潜力，当时阅读量很大，留言也很多，但是很多留言是反对的，我节选了一些留言，坐等腰斩，喝高了，说什么都有，你现在回过头来看，这些看法真的是不重要，我们不要有太强的攀比之心，别人赚多少，赚多快都跟我们没有关系，我们只要设立好目标，别人每年赚百分之四五十跟我们没有影响。我们当然也可以学习别人的长处，好的理念，但是我们不要眼红别人，这样是很难保持一个好心态的。

第五，如果当我们依然无法保持好的心态的话，我们做点别的事情，转移一下自己的注意力，少看账目，假装没有跌。

第六，实在实在不行，就交给专业的人去做吧，因为理性和独立思考，我理解确实只有少数人能具备的特质，而且这些特质确实比较难以通过后天去学习，我也跟一些朋友聊过，他们做了投资之后告诉我说，吃不好睡不好，甚至有的朋友得焦虑症、抑郁症，我觉得没有这个必要，我们的生命不只是有投资和钱，我觉得健康和快乐是更重要的，诗和远方也很好。

我在来之前，雪球的工作人员让我聊一下我对白酒的看法，因为我对白酒关注比较多一些，但是今天时间有限，我不可能聊得太细，我简单写了一下我主要的几点看法。

第一，从 2015 年到 2020 年我认为是白酒价值回归的五年，到目前为止，我认为白酒的估值提升已经基本接近尾声了，高端白酒的估值我认为是基本合理的，可能局部有一些泡沫，但是我并没有看到明显的泡沫，所以目前我自己的策略是以持有为主，继续看更长远的未来，但是也不会现在继续去加仓，我也不认为现在是大建模建仓好的时机。

第二，现在估值确实不怎么便宜，所以短期出现波动也是非常正常的，但是如果我看长期五到十年的话，我认为依然还有很大的空间，因为白酒尤其高端白酒，在长期顺应消费升级的趋势，高端白酒的价和量大概率还是要继续提升的，所以高端白酒的业绩我认为都是很有保证的。

第三，兼备成长性和确定性的依然是高端白酒。

这是我的一点看法，不一定对，仅供大家参考，最后祝愿大家投资顺利！祝愿雪球越办越好！谢谢大家！

## 13. 朱酒：只要限购依旧在 地产就有未来

作者：@朱酒

发表时间：2020-12-5

我是雪球用户朱酒，我现在是一个职业投资人，说职业投资人不是说我的投资能力很职业，而是我现在以投资为职业，是吃投资这碗饭的，也就是说投资要是失败的话就没饭吃了，所以我现在谈地产股是很严肃的，这是我身家性命。

在吃投资这碗饭之前我就是吃地产饭的。我从 1996 年开始做房地产，一直做到 2018 年 12 月，差不多 23 年时间，一直在吃这碗饭，最近两年不在地产行业做了，但也还在吃地产股这碗饭，而且想继续吃下去，我觉得吃到我退休应该没问题。

90 年代的房地产跟现在是没有太多关联的，我们已经习惯了很多住宅，什么封闭小区、人车分流各种建筑技术，在深圳可能体现得更充分一些，因为深圳是中国商品房的发源地，各种技术都是从深圳开始向内地推广，这些年我们看到了像年轮一样，比如从罗湖的房子到南山，一直能看出这个年轮和断层来。

在我过去经历的 23 年时间里，我没法去数经历了多少宏观调控，大的就有几十次，每一次宏观调控出现的时候，都会有人说地产要完了，每一次，都不例外。房地产是大家的房地产，跟刚才提到的新能源包括医药不一样，我从来不去提医药和新能源，因为我不懂，不知道怎么去讲，但是房子不一样，我们每个人都住在房子里，每个人有自己

的房子，或者租的房子，大家都住过房子，所以说我们每个人都有理由发表自己的一些观点，发表自己的见解，很正常。



但是这里有多少是情绪化的东西呢？大家觉得房地产不好了，比如说房价要跌了，稍跌一点，马上有人从银行把钱拿去排队买房，最近深圳出现了什么事情？200亿，排着队去买2000万的房子。所以说房地产是大家的房地产，大家更应该珍惜，情绪解决不了问题。

我自己在雪球上有一个朋友跟我发过一个私信，说他在深圳有什么资产，是怎么配置。我当时就提过这么一句话，等深圳的房价超过香港的时候，你很多想法跟现在是不一样的。其实深圳的房价跟香港很接近了，不要看均价，香港750万人，深圳核心区的750万人的房价是多少？更何况深圳的房比香港大得多。

深圳的房子一定会比香港贵的，举个例子，如果深圳的房价比喻成一支股票的股价的话，我们看到深圳的优秀企业：华为、腾讯、招行、大疆，这就是一个个大单品，你的大单品在源源不断几百亿、上千亿赚钱的时候，你股票的价格会跌吗？在深圳的朋友很多，都在经历这件事情，或者说有人正在中国顶级、世界顶级的公司工作，大家怀疑什么呢？所以说房地产是大家的房地产，我建议大家要爱护，而不是说我们希望它下来，然后我们去抄底。过往每一次出现偶然的抄底机会的时候，大家发现好像都没抄到。

宏观调控是对每一个购房者最大的利好，我坦白说，我拿着地产股，如果没有宏观调控，一股地产股都不会拿，就因为有了宏观调控，地产才有未来。



时间紧，我担心很多的观点讲不完，大家也可以去雪球上看我在这方面的思路，另外我先把结论给大家找出来，如果细节不关心，就看这一个指标：限购，只要限购依旧在，地产就有未来。为什么限购？因为供不应求才会限购，我们什么时候见过这东西卖不出去，还限购，不让你买呢？因为不够卖，买的人太多，需求太旺盛才会限购。现在都在限购，全中国一线在限购，二线也在限购，很多三线城市也在限购，然后有人告诉我们，地产没有未来了，这个逻辑很怪异。

当然，今年地产股表现不好，但是大家不要忘了，一月份很多地产股还是历史新高，11个月过去了，就变这么多了吗？房价下降了吗？卖不出去了吗？

有个导火索，就是这三道红线，8月份出台之后，确实有些企业增收不增利，这个很正常，每一次调控都会有几个月的反应期，市场会观望，甚至负面情绪上来，很正常。三道红线的实质是什么？我简单说，就是让地产能够发展得更好，它不是要绑住房地产前进的脚步，要绑的是害群之马。

其实在我们过往的时候，对房地产的资金限制一直就没有断过，前几天央行领导说了，大家可能看到了前面第一句，房地产是金融泡沫的灰犀牛，但是我看到后面还有大段的话，确实是灰犀牛，但是这个灰犀牛已经关在动物园里给大家展示了，已经是人类的好朋友了，然后我们传播的时候都在讲它是灰犀牛。我们去央行的网站上看一下后面的话。

三道红线加强了对地产这个行业的资金管理，以往资金泛滥的时候出现一个问题，就是很多企业为了得到更多的负债，加到更多杠杆，拼命做规模，甚至有些地根本就不赚钱，赔钱也要去做。因为银行放债是按照规模往下放，从大到小，有些人说三道红线有很多不限制的房企，其实 TOP100 以外的房企根本跟三道红线没有关系，根本就贷不到什么钱。

也就是说，我们看到过往这些年，包括今年为什么增收不增利，主要的原因是有很多企业根本不考虑利润，他只想做规模，做足了规模就有更多的钱可以借。2018 年的时候，最差的环境里，只有 TOP30 的房企能拿到钱，所以谁都想进 TOP30。为什么利润率会下降？就是有很多人拿到了太多的钱，然后疯狂做一些不赚钱的事情，把整个行业的利润率砸下来了，尤其是 2016 到 2017 年。而且这两年出了一件大事，大家拿地的时候的价格是按市场算的，但是隔了不到一年突然被限价了，两万拿的地，让你卖两万三。我们现在说房企投资失败，但这个事当时谁也不知道。



三道红线出台以后，就能有效限制这种疯狂竞赛的发起者，能够捆住这些扰乱市场的手，他真正要绑的是债务。那我们想，害群之马少了，千里马就该出来了，所以三道红线是几十轮宏观调控中最精准的一个，不仅仅是解决了金融泡沫的问题，也有效解决了房地产这个行业利润下降的问题，它是能够提升整个行业利润的，如果今年增收不增利的话，我们在两年之后可能会看到营收缓增利润增加。因为地产的结利是错配的，我

们今年结算的钱，实际是加了大量今年的支出，但是地产的规模一直在往上走，所以支出是不平衡的，如果支出减少了，利润是上升的。

我们在未来的几年内可以类比一些行业，像白酒、家电，其实这几年白酒的营收增速已经很慢了，但是茅台、五粮液、泸州老窖利润增长得非常好，其实地产一定会出来自己的茅台、格力，现在还没出来，未来几年会有的。我们看一下，股价等于业绩乘以估值，如果估值始终不涨，就靠业绩的增长，每年百分之十几没有问题，加上股息，现在有的做到将近 10% 了，至少比银行理财产品高得多。真正的利润释放的时候，后面很多事情就都完全不一样了。

我们在未来，简单来说招拍挂的时代过去了。招拍挂是坐享其成，把城市资源拿到企业中，我在这里开发一个住宅把钱赚走，实际上周边的教育各种资源都是城市原有的，这种机会以后会越来越少。

大家一直怀疑地产的永续性，认为地产没有未来，现在房子越卖越少。实际上中国房子的销售额这几年确实下降了，主要不是因为需求端，不是买房人少了，而是核心城市优秀的地块越来越少。以后你要坐享其成很难，只有自己创造价值。地产商在这个城市里投入，我可以把城市的生地变成熟地，把熟地变成城市最核心的资产，这种能力的企业才有前途，所以以后的地产商跟现在很不一样，不仅仅是开发卖房，它会改变城市机理、创造就业甚至改变城市的格局。

过去 20 年，我们从无房到有房，破房到好房。未来 10 年，我们面临着从小城市到大城市的进程。深圳的房价平均数据是 7 万块钱左右，还有一些 4、5 万块钱左右。二线城市，杭州、南京中高价位 4、5 万块钱的还有很多，二线城市比如成都、郑州还有很多跟南京、杭州中低价位相平衡的，还有 2、3 万的房子，形成有效序列。

小城市进大城市，三线城市进二线城市，二线强进一线，里面源源不断的供给，这是我们已经面临的大城市化的过程。在未来随着轨道交通和网络技术不断的发展，我们会看到泛城市化。泛城市化最大的典型是雄安，雄安是北京的泛城市化，深圳也会泛城市化，也就是现在的东莞。

有人的地方就有地产，我们每个人都不会放弃对好房子的向往，我们赚钱后首先想到安居乐业，安居才能乐业，没什么可以阻挡我们对好房子的向往，也没什么可以阻挡越来越富裕的中国人对美好生活的向往。

房地产绝大部分的问题都来自于我们越来越富裕的中国人对美好生活的需要，与不平衡、不充分的发展之间的矛盾。这句话很有分量，大家都知道来历，这就是现在房地产的主要矛盾。是不平衡、不充分的供应，而不是需求。

# 14. 二马由之：银行的前景没那么积极正向 长期没那么看好

作者：@二马由之

发表时间：2020-12-5

银粉一直是雪球非常重要的一个组成，银行股也一直吸引了非常高的热度。今年以来，消费、科技崛起，银行股被列为三傻之一。过去五年，我持仓的 1/3 强都是银行股，我想和大家一起探讨一下银行股的未来及其投资机会。

## （一）、三个维度探讨存贷业务

我们先抛开具体的公司，来看银行业的长期前景。存贷是银行的主要业务，我们今天的分析重点也放到这部分。对于银行的存贷业务来说，主要有三个需要重点关注的地方：A、贷款规模；B、息差；C、不良，下面我们分别看看这几块的情况。

### 1、贷款规模趋势分析：

#### 定性分析：

金融脱媒是近些年企业融资领域的一个变化趋势。也就是说企业、特别是优质企业会增加直接融资（IPO/企业债），减少间接融资。

#### 定量数据(央行数据)：

2019 年社会融资规模增量累计为 25.58 万亿元，比上年多 3.08 万亿元。其中，对实体经济发放的人民币贷款增加 16.88 万亿元，同比增多 1.21 万亿元；企业债券净融资 3.24 万亿元，同比多 6098 亿元；政府债券净融资 4.72 万亿元，同比少 1327 亿元；

从结构看，2019 年对实体经济发放的人民币贷款占同期社会融资规模的 66%，同比低 3.7 个百分点；企业债券占比 12.7%，同比高 1 个百分点；政府债券占比 18.5%，同比低 3.1 个百分点；

初步统计，2020 年上半年社会融资规模增量累计为 20.83 万亿元，比上年同期多 6.22 万亿元。其中，对实体经济发放的人民币贷款增加 12.33 万亿元，同比多增 2.31 万亿元；企业债券净融资 3.33 万亿元，同比多 1.76 万亿元；政府债券净融资 3.79 万亿元，同比多 1.33 万亿元；

从结构看，上半年对实体经济发放的人民币贷款占同期社会融资规模的 59.2%，同比低 9.4 个百分点；企业债券占比 16%，同比高 5.3 个百分点；政府债券占比 18.2%，同比高 1.4 个百分点；

二马点评：

从人民银行公布的社融数据，2019 年社融融资规模新增资金量中，贷款占比为 66%，同比下降 3.7%；到了 2020 年上半年，贷款占比为 59.2%，同比下降 9.4%。

企业债方面，2019 年占比为 12.7%，同比提升 1%；2020 年 H1 占比为 16%，同比提升 5.3%。

贷款比例下降，企业直接融资提升，金融脱媒的趋势已经非常明显了。

之所以贷款规模还在提升，这主要是 M2 的拉力，一旦 M2 增速下降，可能贷款规模都要下降了。

结论：贷款规模增速放缓

2、息差趋势分析：

我认为息差下降是大的趋势。为什么这么说呢。随着我国 GDP 达到美国的 2/3，如此大的体量，长期高速增长也不现实。这些年我国经济增速放缓。那么相应的银行的息差会收窄。

参考数据：

A、德意志银行 2019 年 8 月的数据显示，目前全球负收益率债券总额已达到 15 万亿美元，占全球所有政府债券比例高达 25%。而 2016 年 4 月，外媒曾报道全球市场负利率债券规模总计接近 7 万亿美元。

这是发达国家在经济低速增长下的利率状态。

B、我国数据

下面是来自央行的 LPR 走势数据



可以看出即使不考虑疫情的影响，也是逐步在走低。

当然这是最近 1-2 年的 LPR 走势，不排除后续经济向好后，LPR 回升。但是结合经济增速的趋势，LPR 应该在较长的时间内呈现螺旋下降的趋势。

### 3、不良贷款率趋势分析：

两个因素影响长期不良贷款率：

A、金融脱媒的背景下，优秀的企业更多会选择企业债等直接融资手段，留给银行的企业资产质量要差一些；

B、经济放缓意味着企业的盈利能力会下降，或者说优秀企业的盈利能力未必下降（但是这部分企业逐步会走向直接融资），但是普通企业的盈利能力会下降，也就是说偿债能力会下降，对于银行来说，资产质量会下降。

### 二马综评：银行股的对公业务机会总结

上面我们对于银行的存贷业务，特别是对公存贷业务从规模、息差、不良做了一个趋势分析。我们可以看出趋势并不正向、不积极。

#### （二）、非息收益增长是否可以弥补息差损失

银行的收入的另外一个重要组成部分：非息收益的增长是否可以弥补息差的损失？

二马认为很难，这里二马没有系统性的论证。但是就一些点的数据看，我们以很多银行的投行业务为例看，不少银行的投行业务就是发债、买债。而我们站在企业角度看，企业之所以不选择贷款而去发债，很大原因就是嫌贷款成本高。从这个角度看，银行的投行业务收益是弥补不了贷款收益的下降幅度的。

### (三)、银行股的投资机会在哪里?

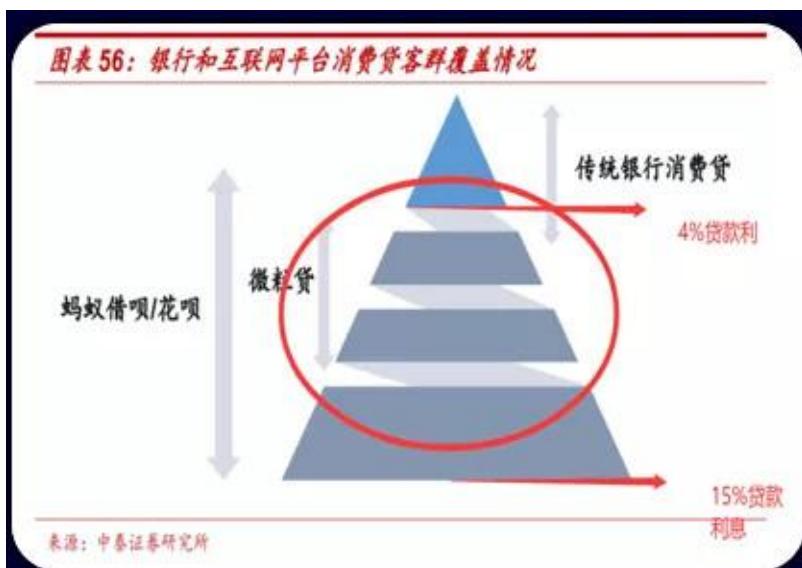
那么银行股除了低估，期待估值修复外。是否还有投资价值？我认为机会在零售，我认为广义上的零售贷款还是一个蓝海。

1、零售业务的整体特点：息差高；风险低（违约难）。这是一个非常好生意模型。

违约难这里我做一个解释。由于个人破产代价太大，我们很少看到个人可以破产。这是我们投资零售的逻辑基石。

例：平安银行 2020 年半年报，个人贷款利息为 7.63%，不良率为 1.56%。如果剔除房贷，平银的个人贷款利息将显著提升。

#### 2、个人贷款的竞争格局



A、低息部分竞争激烈：

这部分是优质白名单客户，目前大行业务下沉在抢这部分客户。很多大行给的贷款利息已经不足 4%。这完全是一个红海市场。

B、高息差部分机会巨大，拼的是数据和科技。

这部分客群本身并不优质，但是息差非常高。要想从这里获利，核心看风险定价能力。进而就是科技和数据能力。作为股份行中最优秀的招商银行先行一步，在这个市场获得了巨大的优势。很多银行也都杀向零售市场。但是平安银行脱颖而出。这主要得益于平安集团的强大的科技能力，及平安的综合金融带来的数据能力、成本优势。

由科技及数据形成的门槛，把很多银行挡在零售市场之外。

二马点评：

高息差零售市场是一个非常好的赛道，但是这个赛道有竞争壁垒。拥有科技及数据能力的银行占据优势。特别是在政策对于科技金融企业做了杠杆率要求后，传统零售银行的竞争优势更加明显。

所以对于银行业的投资机会分析，我们可以清晰的看出，对公业务前景并不明朗，而零售赛道是一个好赛道，同时因为竞争壁垒的存在，优势企业容易较好的发展。

另外，由于银行的强烈分化，将银行作为一个整体来讨论是不合适的。站在自身投资角度，二马眼中的银行只有平银和招行。有时候，二马说银行高估了，我说的是平银，不少股友看的是自己手上的民生。觉得截至目前今年还下跌了 10%，怎么能叫高估呢。而民生这样的银行，无论静态有多么低估，无论短期有多大的反弹，我都不会看一眼。我只投长期逻辑非常清晰的公司。不抓平庸企业的短期反弹。

## 15. 圆桌论坛：我的百万资产配置计划

嘉宾： @无声 @韭菜投资学 @揭幕者 @股市药丸 @Alex 价值发现者

发表时间：2020-12-05

在 #2020 雪球嘉年华#现场，邀请到雪球人气用户@无声 作为圆桌论坛主持，以及雪球人气用户@韭菜投资学 @揭幕者 @股市药丸 @Alex 价值发现者 四位嘉宾，共同探讨，假如你有一百万，将会如何配置？

以下为交流实录：

@无声：跟预想的环节不太一样，我以为戴着帽子上来之后，大家会有哄笑的，结果大家好像习惯了，你们习惯就好，我也习惯了。很高兴来到雪球嘉年华，来参加雪球在深圳举办的 2020 年的嘉年华，正常情况下 3: 10 分是大家放松的时候，大家会理理思路，今天的 3: 10 分我们也准备了一场盛宴，我们邀请几位老师跟大家聊一聊，百万资产应该怎么配置。

还没有自我介绍，我是无声，今天邀请的四位嘉宾都是蛋卷 里优秀的基金组合经理人，在 2020 年业绩都做得非常好，这都是我投资上的朋友和老师，他们做得都非常不错，深受跟投朋友的喜爱。

我今天作为主持人就一个任务，把四个老师的真知灼见引出来，让四个老师给我们分享，让我们都能在投资过程中，在周六比较闲暇的过程中能有所收获，一起理一下资产

配置的思路。我抛出第一个问题，如果现在有一百万，我们去配置资金，应该怎么配置？本着公平角度，先请比较瘦的老师先来，揭幕者老师先来。

@揭幕者：谢谢主持人，一千万资金应该按照风险偏好分类，如果你是急进型投资者，我觉得完全是可以选择成长型的基金来投资的，无论是你去选择主动型的，还是投资行业型的指数，都能完成一个投资行为。但是大家记住，成长投资波动比较大，市场上争议也比较大，像公募基金有一位基金经理 all in 了某一个板块，大起大落。但是非常受到偏好成长型投资者的喜爱，你是稳健型的投资者，我建议你选择价值型的基金产品。

有人问了，什么叫价值？这几年都在谈价值投资，你出去路个演，不说自己是价值投资都不好意思，什么价值成长、价值趋势、价值策略，左手价值，右手成长，我建议大家看价值就看这支基金的换手率，如果一个基金对外声称是价值投资者，换手率 200%，还是价值投资者吗？肯定不是的。



2020 SNOWBALL FESTIVAL



揭幕者

雪球人气用户

这几年固收+产品替代银行理财产品的趋势越来越明显了，而且我们很多理财产品已经开始出现亏损，固收+兼具了债券和权益，两者相结合，可以带来一个比较稳定的收益。



聪明的投资者都在这里



扫码进入专题

还有你选择价值型产品的时候，一定要有耐心，我这里讲一个故事，前几年有一位非常网红的做价值的基金经理，业绩还过得去的，但是他在 19 年发产品的时候，市场对他的期望非常高，反而 19 年这种基金大年只有 29% 的收益，放在同类排名肯定是落后的，所以当时有很多人冲着他的价值产品去买，反而是怨声载道，本来是把他捧得很高的，后来就有点怨言。但从今年他的表现来看，也有 35%，你作为一个价值型的基金，去年 29%，今年 35%，如果明年稍微低一点有百分之十几也很不错了，所以我觉得这是选择价值型的时候要有耐心。如果你是保守型投资者，我觉得固收+是比较好的选择，因为这几年固收+产品替代银行理财产品的趋势越来越明显了，而且我们很多理财产品已经开始出现亏损，固收+兼具了债券和权益，两者相结合，可以给你带来一个比较稳定的收益。最后你是极度的风险厌恶者，你说你不要风险，那就买一些基金或者某宝，这是我的建议。

@无声：谢谢揭幕者老师。不仅给我们讲了故事，聊得挺透彻的。我们听听韭菜投资学老师建议，这 100 万怎么配呢？

@韭菜投资学：大家好！我提供一个思考的方向，可以从内外两方面分析这件事：

外，指的是外在市场因素。我们要分析这个市场里哪些资产的性价比更高，大类资产主要是债券和股票两大类，我的看法是目前这两类资产的性价比相当。我们公众号韭菜投资学上每天都会跟踪股债利差，是用股票预期收益率减去债券预期收益率，这个值目前处于历史中位水平，反映这两类资产的性价比相当。



雪球嘉年华  
2020 SNOWBALL FESTIVAL

## 韭菜投资学

雪球人气用户

2019年开始已经市场涨了两年，很多行业的涨幅是历史大牛市。我们发现股市上涨更多来自于估值的提升。未来市场不可能以过去两年每年20-30%的增速涨上去，一定会放慢脚步或者回调。



聪明的投资者都在这里



扫码进入专题

在这种情况下，还能不能买股票？可以，但要放低对未来收益的预期。股票上涨的来源只能是两方面，公司业绩的增长和市场估值的提高。2019 年开始，市场已经涨了两年，很多行业的涨幅已经是历史大牛市级别。这其中业绩的增长是有贡献，但更多来自于估值的提升。估值的提升总是有极限的，不可能一直往上涨，总有天花板，最后会泡沫化。显而易见的结论是，未来市场不可能以过去两年每年 20-30% 的增速涨上去，一定会放慢脚步或者回调。在市场中等的位置买股票，我们只能期望通过长期持有获得业绩增长带来的收益，而估值方面，可能会提供正贡献，也可能会产生亏损。

债市来说，今年算是经历了 2016 年以来最大的调整。目前十年国债收益率 3.2-3.3%，是有吸引力的。我们不能因为今年债券基金收益不好，就对债券基金未来一味持悲观看法。历史上债市有很多牛熊转换，2011 年、2013 年、2016 年都有债券的熊市，都持续几个月甚至一年时间，最后平复后都会走牛，今年的债市已经有半年多的熊市，未来也一定能继续创造稳定的收益。

我们说股票和债券的吸引力相当，不是说未来的预期收益一致，因为股票的波动大于债券，股票一定会有更好的收益平衡这个风险，只是说它们性价比相当。那我们如何选择股债的配置比例，就要在回过头来看内在因素，也就是看投资者偏好。愿意承担风险可以多配些股权，愿意稳健一些就多配点债券。

我有个简易速算方法，从最大风险的角度来决定股债分配。假设股票极限是跌掉 50%，跌完后肯定很便宜了，随便买，也没什么好担心了。如果我愿意承担总资产 20% 的回撤，可以用 20% 最大亏损除以 50%，等于 40%，这就是我们可以配权益的部分，100 万拿出 40 万配权益，就算股票腰斩了，我赔 20 万，也就是赔总资产的 20%。如果能承担 30% 总资产亏损，我就可以配 60 万权益，这样就解决权益和债券两个大类资产的配置。

具体基金的选择上，我在雪球蛋卷上有两个组合，正好给大家抛砖引玉。第一个是久聪基金经理优选，是选了十个优秀的主动基金，之所以选十个是为了分散某个基金经理低潮期的风险。另一个是久聪固收 Plus，这是个稳健组合，我们配了债券基金、打新基金和绝对收益基金，也是通过多样化的配置起到分散作用。这两个组合在蛋卷 app 上都可以搜到，长久的久，聪明的聪，也欢迎大家关注。

@无声：谢谢韭菜投资学老师的详细分享。接下来听一听 ALEX 价值发现者给我们什么样的建议。

@Alex 价值发现者：各位雪球球友大家下午好！无声没有谈我前面的英文字母，确实很难发音，因为英文不太好。

主持人说最瘦的人，我以为是我，现场对照一下，我是和照片差异最大的人，请大家见谅。

@无声：差距大吗？我觉得你比照片帅。

@Alex 价值发现者：照片和真人有差异，我们投资中，每个人自我对投资理解和自己对投资真实的理解之间也会有偏离度。我们今天用休息的时间听雪球一天的内容，不在乎在投资中最核心的是解决四个问题：什么时候买？买什么资产？买多少？什么时候卖？这四个问题中最难是买多少的问题，说白了我们可以投资的资产，比如 100 万，到底要配多少股票类资产？配多少风险资产？我认为绝大多数投资人没有勇气让自己定下来我到底要配多少。这是非常难的问题，恰恰也是核心问题。我们最终要的是投资收益，收益率只能用来自我满足，比如小心翼翼把金额涂掉发到朋友圈，其实就是买了 100 股，但收益是 55% 或者今天抓了个涨停。我们最终要回归到赚了多少钱，多少钱和我们的仓位有决定性关系。我们这 100 万是怎么配，你的仓位是核心问题。



雪球嘉年华

2020 SNOWBALL FESTIVAL



Alex价值发现者

雪球人气用户

对于大多数人最有效、可以掌握的方法是：根据整个市场的估值确定自己的股票类资产的仓位。

雪球

聪明的投资者都在这里



扫码进入专题

在我看来，我做了 12 年投资，我觉得对于大多数人最有效，可以掌握的方法是根据整个市场的估值确定自己的股票类资产的仓位。如果微观来说，还跟自己的投资期限风险承受能力相关，对于风险承受能力，以我过去 12 年跟很多投资者交流的经验来看，很多人并不是不能承受风险，而是他对风险的认知水平决定了他的仓位，他敢不敢冒险。多数人需要经历漫长的过程，对股票波动的风险有了认识才敢进入。你的认知能力用了十几二十年完成，但是你错过两三次牛市，该把握住的机会都没有把握。很多人往往先尝试一部分，择时最大的成本，就像 2018 年底部该满仓的时候没有满仓，后来成本越来越高。一年前或者半年后的仓位是多少，非常好的解决方法是根据估值来。现在的市场估值，我们有估值温度计，现在是 33 度，你的仓位是 100 减去 33 度就可以了。我做底层模型框架做了动态资产配置模型就是基于这个大的逻辑。你认知所处的阶段、风险承受能力等因素会决定后面有风险调整系数，你是保守调整，包括要减去 30% 或者 50%，你承受不了这样的波动。100 万确定好风险配置比例，我个人更看好优质的主动型基金，背后的本质逻辑是我们在中国找优秀顶尖基金经理帮助我们挑选资产。中国那么多资产，一定会有优质资产的。同样的逻辑，中国这么多基金经理，中国这么多人研究投资，一定有高手，他有能力找到这样的资产，这是我认为可以安心，同时可以长期持续获得比较好回报的核心方法论。首先是大类资产配置。

第二是优质资产。做好这两个层面，这 100 万、1000 万做配置都不难，这是我的核心观点。

@无声：讲到大家心坎上。接下来有请股市药丸老师分享如何配置 100 万资产。

@股市药丸：老师的分享都很丰富。我接着三位老师再细化一下。三位老师提到的基金品种是货币基金、债券基金、权益类股票基金。用户如何分配？如果我们要分配 100 万，首先考虑从时间上分配资金。我们可以分为一年内要用的钱，一到三年内要用的钱，三年以上用的钱。进行分配。这 100 万里有 10 万一年内要用的，我要帮孩子交补习班费用，资金适合投资低波动的产品。货币基金或者超短债债券组合是比较合适的，因为它波动会比较少。

一至三年内的投资，比较适合固收+、固收 Plus 或者我们主理的“稳如泰山”的组合。固收+的组合波动会比刚刚说的货币基金、超短债大一点，但一到三年内盈利率很高，接近 95-100% 是盈利的。三年以上不用的资金考虑把它投资到权益类的资产，投资权益类资产里，我们也要根据市场温度，我们以沪深 300 估值为锚，比如市净率到 70%，如何配置仓位？仓位就是 100% 减去 70% 的估值，剩下 30% 配置权益类基金。还可以加入年龄的限制，比如我是 50 岁以下，权益类仓位可以相应增加 20%。最近这几年外资进来后，对于沪深 300 估值的底部有提升。50 岁以下代表着你的工资或者收入会不断增长。这时候你的权益类仓位可以增加 20%。当估值往下跌 5% 的情况下，多出来的仓位可以添加到股权类，如果没有添加可以放在固收+的产品里进行平衡。



雪球嘉年华  
2020 SNOWBALL FESTIVAL

@股市药丸

雪球人气用户

我觉得选基金一定要选平衡类基金，有些基金可能会单押某一个风格或者某一个行业，那一年它很厉害，但不代表它未来也很厉害。在选择配置的基金里，我建议选择平衡型基金为主，或者选择平衡类基金组合。

雪球

聪明的投资者都在这里



扫码进入专题

说完仓位配置，如何选基金？我觉得选基金一定要选平衡类基金。有些基金可能会单押某一个风格或者某一个行业，那一年它很厉害，但不代表它未来也很厉害。在选择配置的基金里，我建议选择平衡型基金为主，或者选择平衡类基金组合。比如我主理的“银河战舰”组合，均衡价值和成长的优秀的主动型基金组合，照顾不同风格的时间。2017

年可能是价值大年，最近一两年是成长的大年，我们不要做选择，我们都要把它囊括在里面，避免选择。

如果不想做组合，太麻烦。可以选择盘子比较小的量化型的沪深 300 基金。为什么选择这一类基金？这几年我们可以看到最大确定性的红利是打新。上个月我跟机构聊过，打新的收益挺高，特别是盘子小的基金里。做得好的打新收益，一年大概有 6%以上的收益。再添加量化，可以跑赢指数 5-8%，一年下来整体可以跑赢沪深 300 10%以上的几率是很大的，确定性也很大，适合不会选择的投资者作为比较简单的配置方法。

总结来说，如果我们做 100 万的配置时，先从时间上划分，再从估值上划分，尽量在品种上选择平衡类基金为主。这是我对于这 100 万配置的细化。谢谢。

@无声：谢谢股市药丸，又有人自发为你鼓掌，说明这个环节还是有一些深度的知识，与财富同行，与知己为伴，主持下来收获很大，不虚此行。在下一个话题进行之前，每个人控制在 3 分钟之内，争取在规定时间内完成规定动作，但是也不要紧，因为你们讲的都是大家愿意听的。我继续第二个问题，如果我们配置百万资产，不限定于基金，几个老师有什么不同看法？

@股市药丸：我认为除了基金类的配置，大类配置上，因为拜登上台之后，这两个月主要是做内部的事情，明年很大几率是放大宽松的机会，如果美元继续宽松化，我觉得对于黄金和白银还是有机会的，虽然去年已经涨了一波，最近半年大家看到一直在盘整，明年如果继续年初的时候还进行宽松的话，黄金和白银还是有一波的几率。另外也提到债券，因为从今年的五六月份已经开始走熊，牛熊的转换周期就是一年到半年左右，所以债券在明年一二季度比较看好，特别是厂内的封闭型债券基金是比较划算的。

@无声：您 2021 年投资策略是什么？

@股市药丸：如果从仓位配置上，我会在这个月到第一季度高配股权类基金，在第二、第三季度开始去调配债券基金，从行业配置上，最后一个月，包括第一季度可以高配一点顺周期类的，未来的二三季度就要看三大核心行业，科技消费医疗的整个调整情况，如果调整情况比较大的话就可以进行轮动。

@Alex 价值发现者：我觉得放开基金的领域，可以考虑其他资产的话，比较下来，我觉得多数的投资者还是应该选择公募基金，因为公募基金本身已经能实现大部分的资产配置需求，而且本身公募基金的投资范围上，有股债，另类资产等等，另外基金费率低，流动性好，流动性是非常重要的方面，所以刚才我们也提到仓位的问题，其实大家想一下，如果我们去买一个房子，都会满仓，但是如果基金满仓的话，好像很少人做这个事情，自己做这个事情的话很孤独，大家都很怕孤独，如果有一个羊群大家就不怕。我要说一个变化，现在有大量的资金往公募基金跑的路上，这是房地产行业的调控，包括这几年大家看到经济结构性的问题之下，非标准化资产在上升，所以未来非标准化资产是

非常看好的。另外刚才揭幕者老师讲的基金经理我大概知道是谁，这个基金经理是非常有风格的，据我了解，他先把自己所有赚的钱全部满仓买自己的基金，你回头看五十年，他满仓买基金也没有跑过房价，他也不买房。虽然说也实现了几倍的收益，但是还是跑不过房产，背后重要的原因是房产自带三倍杠杆，大家基本上会用杠杆，所以这是没有跑赢的原因。但是如果我们没有把杠杆的原因抛除的话，一些优质基金涨幅并不逊色于房价，所以我觉得对于投资所潜在的回报要有相对客观的评价。往未来看，多数投资者可以参考温度来决定自己的仓位，拿我自己来讲，我现在也是满仓，偏国内资产基金的状态。我觉得这确实是跟个人的经验有关系，但是同样满仓，股票资产方式不一样，你可以直接买股票，我是绝大部分在基金，这是一个差别。另外，同样的基金也有差异，我走的路线是偏中庸一点的，我考虑的是悲观情况下会怎么样，所以我们不会太想去抓行业性的机会，比如说一些新型行业等等，要注重风险，好资产是什么？不是让你赚最高收益的资产，而是能让你敢于满仓的资产，这点很重要。大家要找的资产，我觉得微观层面来看就是找让自己能放心，安心持有的，对我自己来讲是这样，对于多数投资者也应该要适当控制自己的贪婪，买自己安心的资产，这是最重要的。

@无声：您 2021 年的投资策略是什么？

Alex 价值发现者：我更看好 A 股市场，大家可以看到最近这几天发生了一个事情，虽然有疫情全球性的基本面影响，但是像日本、韩国都在创历史新高，美国是受疫情影响最大的国家，但是股指也在创历史新高。我们 A 股总是不走寻常路，尤其是这段时间一直在反复振荡，很痛苦，但是大家一定要注意，这是最基本的理，我们看市场不要总是看大盘，因为没有谁要买三千到四千的股票，也不是要买所有的基金，我们其实是在买局部的资产，优质的资产，所以这个情况下，不要太受大盘的影响，我觉得还是要把时间拉长一点，虽然已经错过了 2019 年更低的机会，但是未来还是有结构性机会，所以我目前还是满仓的状态，当然还要结合自己的情况，另外港股也可以重点关注一下，因为我认为估值低的背景下，抓结构性机会也会更容易一点。

@无声：谢谢 Alex，下面请可爱的揭幕者老师，他是非常随和的人，跟我们分享一下。

揭幕者：一百万可以分几个部分，首先你拿 20% 出来，就是 20 万给自己炒股，因为我发觉在中国广大的大部分的投资人都是比较喜欢自己去炒一下股票的。给大家讲个故事，就在昨天，雪球派车接我们几个嘉宾的时候，车上有两位嘉宾在谈飞龙在天。

@无声：你敢报他们的名字吗？

@揭幕者：我不知道他们的名字，是两位女生，说今天抓住了某某龙头，某某银行，某某银行我也参与了，听得非常激动人心。所以我觉得一百万里面，拿 20 万出来炒股，自己玩一玩，亏 50% 也就十万没了。再拿 60% 去投资基金，因为我之前不投基金的，但是这几年我也是通过建立组合，比如说在蛋卷有三个组合，主要投资指数还有主

动权益的组合，还有投固收的。最近我也慢慢把资产配置放在基金上，这几年有比较大的趋势。还有可以拿出 5%，就是 5 万买买黄金，因为我每年都买黄金，我喜欢买那种实物的黄金，某某金币某某金条，当你打开家里的保险柜，每天摸一摸实物黄金的时候，那种质感，那种满足感，只要摸一摸，摸到的才是真实的财富，金闪闪的。可能有朋友问了，还剩 5 到 10 万怎么办？我个人建议，给女性投资大牌包包，因为我每年都给我的太太投资包，C 品牌的包和 H 品牌的包在目前的二级市场上保值率是最高的，所以各位男性听了可以给自己的太太投资一下这两个大牌的包包，当然不是广告，因为大家记住一句话，包治百病。有人又会说了，我们不服，我们男生投资什么？全都给女生买包了吗？我建议男生投资某劳手表，某劳的什么鬼，百事可乐圈的，绿圈的，这些手表在二级市场的保值率也是非常高的，而且每年都会升值。包括我前面说的包，每年都会有 5-10% 的增幅，投资手表是一劳永逸。

@无声：拓宽了我们贫穷者的视野。把我们的思路开拓起来，资产是可以多元化实现的，2021 年，你的投资策略是什么？

@揭幕者：2021 年要谨慎，表面上都是讲谨慎乐观，大家还是要降低预期，为什么？因为大家要知道，公募基金自 2000 年发展以来，20 年有四次大年，今年算一次大年，第一次大年是 07 年，第二次是 15 年，第三次是 19 年，今年 2020 年是第四次大年，按照线性思维直推，明年产生基金大年的概率比较小，所以我觉得大家一定要降低预期，明年会给大家带来一些不一样的投资感受。

@无声：再请韭菜投资学老师讲一讲百万资产应该怎么配？

@韭菜投资学：刚才我听了之后思路大开，没顾着想问题，在想我左手戴着大金表，面对着一个保险柜，上面都摆着包包，拉开保险柜，里面全是黄金，一种即视感铺面而来，我就在想一百万怎么买得起这么多东西。

长期来看，我最看好的资产还是股票，我觉得投资要看大趋势，往前看 15 年，中国经济发展的动力就是房地产，房地产是经济之母，是经济驱动器，所有的上游中游行业都要靠房地产拉动，投资房地产就是顺势而为。现在环境变了，房住不炒，搞高端制造，发展高科技，需要一个强大的资本市场给这些高科技企业融资，投资股票就是顺势而为。我觉得做投资就要想开了，不需要那么多操作，最重要的事就是你能坐上这条时代大船，波涛滚滚的大河就会推着你往下走，里面的波动就是小浪花，只要不在浪尖上买，在波谷里敢抓住机会，就能有比较好的收益。

我 2021 年投资的想法，因为我是比较愿意承受风险，愿意承担波动的人，所以我现在以配置权益为主，还是能好四季度包括到明年初，可能延续这一轮顺周期股和价值股复苏的行情，如果这波行情再涨上去之后，市场中就几乎找不到太便宜的标的了，

那时候就会变得偏谨慎一些，平衡一下股债两类资产的配置，后面再等机会，看哪类资产有更便宜的机会，再移过去。

刚才说的久聪基金经理优选组合，不会有明显调仓，因为我们既然选择了主动基金，就选择把操作空间留给基金经理，相信他。

久聪固收 Plus 组合，因为今年年末发生了信用债的违约风险事件，明年会相对更看好高等级信用债和利率债，我们选基金的时候，也会去考虑选一些头部的大公司、大规模的产品，因为信用违约风险是无法预判的，今年违约的全是 AAA 级国企，原来都是高评级企业，是好企业，谁都预判不了，唯一能解决信用违约风险的问题，就是极度的分散化，多买几个债券产品，让持仓分散，万一出现违约风险也能接受。

我还有一个组合是久聪定投，现在定投也是股债比较平衡的配置，股投的是偏价值股票，像金融地产这类，因为我们认为定投策略逻辑的本身就适合去买一些便宜的价值股，等着未来去涨，而不适合去追涨。在债的配置上我们选了一些主债辅股的打新基金。

@无声：谢谢韭菜投资学老师，跟我们聊一聊你 2021 年的策略。

韭菜投资学：刚才说了，四季度还会以股票为主持仓一段时间，看市场有没有冲高，之后要考虑股债进行更平衡的配置。

@无声：到这里整个环节就结束了，还是建议各位重视基金的投资和配置，可能在雪球做基金的朋友是少数，大多数乡亲是做个股研究出身的，但是大家应该重视到这个方向和发展，我们要看到整个市场真正力量最强的，不能说雪球不强，雪球很强，但是公募基金有更多优秀人才，必要的时候可以加入，毕竟我们是一伙的，大家都是在做多中国。如果这个过程中觉得无从下手的感觉，不要紧，可以抄几个老师的作业，明年赚了再来投个票，选选这里你最喜欢的老师，今天的环节就这样，谢谢四位老师，想让话筒交给主持人是不可能的。2021 年四个老师每个人来个关键词。

@韭菜投资学：看多中国。

@揭幕者：降低预期。

@股市药丸：长期投资。

@Alex 价值发现者：稳健远行。

@无声：谢谢，四个老师说得非常好，明年大家要降低预期，不可能持续 20-30% 去走，但是有一点，要 all in 中国，因为你没得选，开玩笑，因为中国真的在走上升趋势，还是要做多中国，至于是包包还是一劳永逸，是一回事，还是要注重基金投资这个事情，我觉得我们几个人坐在一起，很重要的一点是跟大家讲这个事情，今天到此结束，谢谢几个老师！

## 16. 银行螺丝钉：要做有耐心的投资者，长期投资机会并不少

作者：@银行螺丝钉

发表时间：2020-12-5

2020 雪球嘉年华现场， @银行螺丝钉 从一个专业投资者的视角看看基金投资，认为“我们用长期不用的闲钱投资，买的便宜，做好长期持有计划，帮助投资者大幅提高在股票基金投资上获得收益的概率，也可以减少在股票基金投资上承担的风险。”



雪球嘉年华  
2020 SNOWBALL FESTIVAL



银行螺丝钉

雪球人气用户

我们用长期不用的闲钱投资，买得便宜，  
做好长期持有的计划，帮助投资者大幅提  
高在股票基金投资上获得收益的概率，也  
可以减少在股票基金投资上承担的风险。

雪球

聪明的投资者都在这里



扫码进入专题

以下为演讲实录：

银行螺丝钉：大家好！我是银行螺丝钉，非常荣幸能够来到雪球嘉年华，给大家带来今天的分享。我今天分享的主题是：这样买基金，才能赚更多。

今年是股票市场表现非常好的一年，我相信在座的很多聪明的投资者也在今年获得了很好的投资业绩，前两天我刚看了一个数据，A股今年确实是股票基金比股票收益要好一些，像咱们A股有4000多支股票，大家猜一下它今年中位数的收益率是多少呢？认为有达到10%的可以举一下手，我看到现场有一些朋友举了手，我看了一下，今年A股中位数的股票收益大概是6%，也就是说A股有2000多支股票的收益今年是不到6%的。但是我们看一下沪深300还有中证500，今年的收益大概是20%，也就是说如果我们投的是一些比较标准的指数基金，大概可以跑赢一大半的股票，所以今年确实是买股票基金比自己炒股更容易去赚钱。

但是这里有一个情况，有很多的基金现在的收益率不错，但是作为投资者，是不是在基金上真正赚到了钱呢？比如我们看到市场上有一支基金，这里拿了最近两年表现非常好的一支股票基金来给大家举个例子，这个股票基金有很多朋友也非常熟悉，它是一支经常上热搜的基金，这个基金最近两年的收益率确实是非常不错的，我们看到上面的蓝色线就是这个基金过去两年的走势情况，从2018年到现在，这个基金在过去两三年的时间里上涨了非常多，单从基金的表现上说，这是一支收益率非常不错的基金。但是我们在这个过程中看到了比较奇怪的现象，就是投资者大部分并不是从基金一开始去投资的，下面的红色柱子是这个基金每个季度的季报的基金规模。我们看到最左侧基金的规模几乎是非常小的，大家都看不见这个红色柱子，但是随着基金的一路上涨，红色的柱子越来越高，一直到今年市场大涨之后，这个基金的规模达到了非常高的高度，也就是说有超过90%的投资者并不是在一开始的时候投资了这个基金，他们并没有从头到尾吃到这个基金的全部收益，反而是这些投资者大部分都是在基金大涨之后才进入这只股票基金的。当市场稍微有一些波动的时候，这些投资者的收益可能短期就会遇到一些浮亏，所以我看了基金季报的数据，这个基金过去两年上涨了一倍，但是投资者今年在这个基金上整体的收益大概是负十几亿，也就是两年上涨一倍的基金，仍然有可能让很多投资者亏钱。所以基金的收益并不一定等于股民的收益，这两年虽然股票基金整体表现不错，选这些股票基金的收益可能比直接炒个股的收益要稳定一些，但是仍然有很多投资者，可能在投资股票基金上陷入一个亏钱的境地。

其实这种情况并不只是在股票基金上出现，我们看到在市场上也有很多股民，有类似的交易习惯。比如说我们经常说在股票市场里有一个“七亏二平一赚”，有很多股民在股票交易的时候出现短期亏损，所以不管是股票投资还是股票基金投资都会遇到类似的情况。既然股票基金长期的收益不错，我们怎么在这些股票基金上获得比较好的收益？这可能是很多朋友非常关心的话题。

在做股票基金投资的时候，我觉得有几个比较好的技巧可以分享给大家，这也是我们普通投资者在股票基金上获得比较好的收益的几个技巧。

首先我们在做股票基金投资的时候，我们得看一下投资者到底是怎么亏钱的。之前就有一个市场的研究报告，发现在股票基金上很多投资者亏钱有两个主要原因，第一个原因是这些投资者可能追涨杀跌，当这个基金短期大涨之后，很多投资者就进来了。第二个亏钱的原因，是这些投资者进来之后，短期看到在股票基金上没有赚钱，就比较着急，在短期持有之后，把这个基金给卖掉了，操作频率非常高，短期有频繁交易。追涨杀跌和频繁交易是导致普通投资者在股票上亏钱的主要因素。

我们在投资的时候如果想赚钱，那我们可能需要解决这两个亏钱的原因，一个是追涨杀跌，一个是频繁交易。之前也有一个报告，这个报告也解释了普通投资者在这两项上可能产生的亏损有多大，其中大家可以看到追涨杀跌可以让投资者收益减少大约 28%，频繁交易可以让投资者收益减少 40%，两者配合使用，基本上一半的收益就没有了，所以这两个因素是普通投资者投资股票基金亏钱的最主要因素。

反过来说，如果我们想要在基金上赚钱就得想办法：

第一，我们可以在市场便宜的阶段投资股票基金。有朋友问如何衡量便宜？我们投资股票基金时，大家都想着在市场比较便宜的阶段投资，这个便宜如何衡量？市场上有很多估值方法，有的投资者习惯看趋势线，有的投资者会看市盈率等指标。不过单个指标未必好看，看整个股票市场的估值会相对容易判断。我们看市场上整体的市净率走势，这可以作为我们判断股票市场整体估值高低非常好用的方法。我们可以把市场上所有的股票基金整体的市净率找出来，就能得到市净率走势图，市净率可以帮助我们判断市场整体的估值高低，我们可以把市净率整体的高低划分为几个区域。我们分别在市场上市净率最低的阶段投资，市净率稍微高一点的位置投资，一直到市净率最高的位置投资，我们把它划分为五个不同的区域。看一下不同的估值高低投资股票基金会拿到什么样的收益水平。

我们用一个大家非常熟悉的上证 50 指数基金做回测数据，发现非常有意思。我们看到这是过去 A 股全市场市净率走势图。这是我们根据不同的市场估值情况投资上证 50 指数拿到的收益水平。这里有两个数据：

第一，我们买入上证 50 指数基金，耐心持有一年时间。都是这样的投资策略。我们在不同的市场估值情况下买入，能拿到多少的收益率？我们平均盈利的概率有多少？最左侧是我们在市场最便宜的阶段，也就是市净率最便宜的阶段买入上证 50，收益率达到 19.55%，盈利概率是 100%。如果我们有幸等到市场最便宜的阶段，我们买入上证 50 指数基金，我们可以以 100% 的概率拿到平均 19.55% 的平均收益率。这是过去十几年在 A 股可以实现的。我们放宽条件，在 25% 的位置买入上证 50，大家可以看到我们的收益率仍然不错，持有一年可以拿到 11.98% 收益率，盈利概率也是非常高的。如果我们再把条件进一步放宽，比如到了市场中位数买入，市场四分之三的地方买入，以及市场最贵的地方买入上证 50 指数基金，这个盈利的概率逐渐降低。如果在市场最贵的位置买入上证 50 基金持有一年，过去十几年时间里是百分百亏钱的。大概亏负 11.84%，这是必亏的投资。实际上在投资时，往往出现最贵估值时是五六千点大牛市的最顶部，

投资者在最右侧最贵的位置投入自己最多的钱，这就是为什么很多投资者在过去亏钱的原因。

如果我们投资时适当控制我们买入时的估值，最后整体收益还是不错的。我们现在回测的是上证 50，大家熟悉的指数基金。其他的股票基金是不是也有类似的情况？比如我们找出过去国内所有的股票基金，这是股票基金总指数。这个指数汇总国内全部的股票基金，这是更有代表性的。上证 50 毕竟是国内大盘股的代表，我们看国内所有的股票基金，再看他们在市场最便宜的位置或者其他位置买入，持有一年可以拿到多少收益？这个结论和上证 50 一样，在最便宜的地方买入持有一年，盈利概率是百分百，平均收益率达到 50.07%。这个收益率是非常可观的，如果买到次便宜的位置仍然可拿到 98% 的盈利概率，收益率也不错。反过来，如果在最贵的位置买入，结论不变，盈利概率是 0，也就是必亏，亏损平均幅度是 36.4%。我们在投资时，第一个优化我们投资股票基金收益率的方法是，我们可以控制在市场稍微便宜的阶段做投资。我们不追求买在最便宜的位置，因为最便宜的位置可遇不可求，我们可以在市场中位数以下做股票基金投资，整体胜率和获得的收益率还是有一定保障的。这是我们投资股票基金时第一个获利的小技巧。

第二，除了这个技巧之外，我们还有没有方法提高整体股票基金投资收益？这是我们介绍的第二个技巧，我们可以拉长持有股票基金的平均时间长度。这是提高我们整体收益非常好的方法。它针对的是频繁交易这一点，很多投资者投资股票基金很快就卖出去，如果拉长持有时间会发现收益率有显著的改善。

过去十几年，假设没有买在最便宜的位置，我们买在市场整体估值 75% 的位置，我就是在牛市没有到最顶端、但是市场还不是很便宜的位置买上证 50 的基金。如果投资 6 个月，整体获得盈利的概率不太高，如果时间拉长到三到五年，我们看到盈利概率持续上升。当持有时间达到五年，上证 50 的基金基本上百分百赚钱。持有时间越长，我们在基金上赚钱的概率越高，获得总收益也会随之提升。这是我们提升整体收益的非常好的办法。

除了上证 50 外，我们可以看股票基金总指数。这个结论是相同的，我们看到如果持有的时间只有 6 个月，盈利的概率比较低。如果持有时间拉长到五年，整体获胜的概率接近 100%。投资时间越长，我们在股票基金上赚钱的概率越高。如果只投资几个月的话，我们的收益是没有保障的。在投资股票基金时除了买得比较便宜外，我们可以适当拉长我们持有股票基金的时间，做好长期投资的计划。这样投资下来，我们在股票基金上获得的收益会更多，风险也会更小。

但是投资时，我们想在投资一两年的时间里就开始赚钱，大家不想投一笔等到五年后再赚钱。所以实际投资时，我们通常会注意一下，比如在市场中位数以下投资，做好长期投资的计划，持有至少三年以上。最后获得整体好收益的概率也会提高。这是我们过去几年在做的事情。

几年前，我们做了一个组合的投资，用这种方式，买的便宜+长期耐心持有，帮助投资者获得整体更好的收益。这个组合经历了 2017-2018 年的市场下跌、2019 年的上涨、也经历了今年三月份的大跌和最近几个月的上涨。整体投资下来后，有超过 97% 的投资者在这个组合上是盈利的。用这种投资方式可以显著改善投资者“七亏二平一赚”的特点，我们可以在股票基金上获得比较好的收益。不过这里也有美中不足的地方，3% 在哪里？超过 97% 的投资者获利，3% 的投资者最后仍然没有赚到钱，到底是怎么回事？这些投资者很多是买入股票基金后，家里短期内需要用钱，不得不被迫在亏损情况下卖出自己手里的基金。短钱长投，这是风险很大的投资。比如我们明年家里要用钱，这些短期的钱不太适合投入到风险比较大、投资周期比较长的股票上。投资股票基金至少拿出三年以上不用的钱进行投资，这样才会更加稳妥一些。

这就是今天给大家分享的第三个提高我们长期收益的技巧。我们用长期不用的闲钱投资，买得便宜，做好长期持有的计划，用自己长期不用的闲钱投资，帮助投资者大幅提高在股票基金投资上获得收益的概率，也可以减少在股票基金投资上承担的风险。这就是今天给大家分享的内容，希望对大家有一些帮助。谢谢大家！

## 17.Anny Liu：对美股来说 今年是当之无愧的 “IPO 大年”

作者：Anny Liu

发表时间：2020-12-5

2020 雪球嘉年华现场，纳斯达克投资智能业务中国区董事总经理 Anny Liu：截至 12 月 2 日，我们看到美股 IPO 一共有 413 个，昨天有一个刚刚上市。这是过去从 2000 年到今年这 21 年里 IPO 最高的一年，可以说是当之无愧的一次 “IPO 大年”。

疫情使得美股 IPO 行业分布发生了变化。金融行业在 2018 年和 2019 年都是行业占比最高的，2020 年它跌出前两位，是谁把它“踢出去”的？医疗和科技，两者加起来的饼图占比是 73%，其他的行业加起来只有 27%。

以下为演讲实录：

Anny Liu：大家好！2020 年的美股市场太精彩了，我觉得值得大家一听。

我们从 IPO 开始，通常美股市场的 IPO 是有一定的季节性规律，以 2019 年为例，通常在 1 月份年初时由于受到前一年的圣诞节、新年、中国农历新年，年初 IPO 不会很好，数量不会很多，之后会慢慢上升。一直到暑假，大概 8 月份时会看到有明显减少，知道原因是什么吗？因为西方人要过节了，不管是帮你上市还是要上市的人雷打不动要

过节。然后 12 月份又有一个明显的下滑，因为又要过节了。他们真的生活和工作非常平衡。

这是一个典型的美股 IPO 规律。看看 2020 年，其实在 2019 年初站在纳斯达克的角度，我们当时对 2020 年 IPO 市场非常看好，我们认为会延续 2019 年非常繁忙的景象，甚至可能更好。但是风云突变，年初的疫情使得几乎所有 IPO 全部暂停了，大家可以看看这张图，1-4 月份有多么惨。更痛苦的是所有人在那时候都很难给出一个确定的答案，究竟接下来会怎么样？我们纳斯达克 4 月份和投资者进行交流时，我们也跟大家分享，我们认为今年整个市场不会那么看好，跟原来的预期相比。紧接着风云二次突变，先是医疗类企业 IPO，然后是科技类企业 IPO。为什么会发生二次突变？在疫情发生时，大家不明白这个大疫情会带来什么。随着疫情的发展，大家意识到市场的钱还在那里，既然钱在那里，大家就希望获得更好的收益。如果大家记得的话，3 月份美联储在原来很低利率的基础上进行了一次降息，使得利率降到非常低的水平。这意味着什么？意味着如果你要投资和利率挂钩的产品，你的收益一定不会非常好。这时候股票自然成为非常好的选择。

大家可以从这里看到，5 月份开始 IPO 慢慢复苏，6 月份基本回到 2019 年同等的水平，一直“踩油门”到 10 月份达到高峰，10 月份单月有 97 个 IPO。不知道大家知不知道单月 97 个 IPO 是什么概念？这比 2008 年、2009 年 IPO 数量还高。截至 12 月 2 日，我们看到美股 IPO 一共有 413 个，昨天有一个刚刚上市。这是过去从 2000 年到今年这 21 年里 IPO 最高的一年，可以说是当之无愧的一次“IPO 大年”。

除此之外，我们可以看到 IPO 有另一个特点：

第一，2020 年的 IPO 是 SPAC 上市大爆发。在市场特别动荡时，很多企业特别愿意采用 SPAC 的方式上市，因为你在很短的时间内募集到资金，完成上市的目的。

在左边这张图上，过去几年 SPAC 上市的方式在逐渐上升。可以看到 2020 年比例达到 53%。第二个特点，疫情使得美股 IPO 行业分布发生了变化。左边的两张图分别是 2018 年和 2019 年的行业分布，跟今年的行业分布图相比会发现一个明显的变化。金融行业在 2018 年和 2019 年都是行业占比最高的，2020 年它跌出前两位，是谁把它“踢出去”的？医疗和科技，两者加起来的饼图占比是 73%，其他的行业加起来只有 27%。

说说医疗板块，我们回到上一页。这次疫情全世界各个国家和地区对待疫情的态度和方法上有所不同，但是有一件事是大家高度一致的，所有人希望尽快有一个非常成功的疫苗面世。换句话说，疫情使得短时间内加速公众对于医疗板块具有长期投资价值这件事有了普遍的认可。如果大家关注的话会发现 3 月份几个医疗板块的股价飙升，截至 11 月底，可以从右图看到生物医药板块在今年所有行业板块里的股价涨幅是最高的。如果看整个医药板块，它也是排在第二个，非常好的表现。排名第一的是谁？科技股。

接着说说科技板块。疫情推动了它的发展，我们有很多远程在线服务，相信在疫情期间，我们所有人都会受到影响，不光是中国企业得到快速发展的机会，美国也一样。美国有一家公司提供在线视频会议系统 Zoom，大家知道它的创始人是华人。Zoom 今年

股价大涨，涨了 577%。除了 Zoom 之外还有电商和在线服务的公司，他们的股价表现非常好，业绩也非常好。相信所有人都知道一个词“金融科技（Fintech）”，以后要记住另一个词“医疗科技（healthtech）”。在美国提供在线远程问诊以及医疗信息服务的公司，因为横跨了医疗和科技行业，他们非常受到投资者的青睐，我相信随着时间的推移，这种企业做数字化转型的过程中可能会产生越来越多类似于这个科技或者那个科技的名词，这会帮助科技板块接下来受到大家更多的关注，其发展也会越来越好。

在科技板块里需要特别提到，在线经济发展过程中有一个领域备受帮助，也就是云计算和云服务。有一家美股公司叫 Fastly，这家公司在今年股价增长了 200%，他做什么业务？他提供数据技术，帮助我们用手机下载数据时更快。如果你不知道这家公司，我说这家公司最大的客户你一定知道——“TikTok”，是他最大的客户。Fastly 是典型地利用云服务提供服务的企业。这次疫情除了新兴的业务外，对于传统企业、核心业务也在推动他们往云上放。比如 SaaS 最大的优势是可以减少企业对于软件的投入和维护成本，我们中国的疫情控制得非常好，我海外的同事从 3 月份开始一直保持在家办公的状态，云服务可以使企业所有员工长时间用远程的方式接入公司，并且保证稳定运行，软件在最新的版本上。这是云服务最大的帮助，疫情期间推动多少企业做这件事。其业务发展前景好是不足为怪的事情。

除了刚才提到的美股，我们看看中国在 2020 年表现特别好的行业，跟刚才我们说的几点只是相关。比如我用红色标注的四个和绿色标准的三个行业，这和科技和医疗板块是一样的表现，感兴趣可以作美股和国内 A 股的比较。

刚才提到企业的数字化转型，有一家企业的数字化转型是一个典范，这家企业就是纳斯达克，为什么这么说？纳斯达克大家都觉得传统交易所，在成立的时候，他就对传统交易所做了彻底的数字化转型，因为我们是全世界第一个推出全电子化交易平台的交易所。我在很多场合介绍纳斯达克对自己的定义是金融科技公司，因为我们不光提供帮助企业上市，你可以进行交易，我们还投资了像投资技能、市场技术的服务，因为我们有这样一个金融科技的定位和不断的革新，所以从纳斯达克 IPO 到现在我们的股价翻了 7 倍，因为这些变革和数字化转型，使得纳斯达克非常受益。

下面我问三个问题来结束今天的演讲，所有的人都知道美股市场是一个流动性非常好、交易非常活跃的市场，比方说在有些时段，像苹果这样的股票，在一秒钟的买单和挂单是多少吗？大家平时看可能是 10 档，像苹果这样的股票能达到 300 到 400 档，那我想问大家我的第一个问题：如果一支股票在这一时刻，它的买单的力量和卖单的力量是三四百档，而你只能看到买一卖一的价格，是不是有可能导致你做出不正确的投资判断？

第二个问题，有的时候交易量特别活跃，这个时段一般发生在什么时候？开盘和收盘的时候，因为我们在开盘的时候，积累是前一天收盘前发生的事情，比如说重大公告或者是中概股会发财报，这时候开盘价格就会受到很大影响，交易量也会特别大。还有收盘，很多被动型基金、指数型基金，都要在收盘前几分钟才会做下单，如果大家关注指

数，在收盘前几分钟，量特别特别大，原因就在于此。如果开收盘的时间段是这么重要的时间段，你想不想了解开收盘的价格形成的机制，以及预测到开收盘的价格是什么？

第三个问题，我相信你们最感兴趣，因为中国人特别偏爱打新，IPO，一听到打新，大家就觉得赚钱机会来了。我们在 IPO 的时候，如果说，这支股票现在跌破发行价了，大家就明白了，可是你能够提前就关注到破发还是跌破发行价之前的形成机制，也就是说买方和卖方在做较力的过程，到底有多少单和量，如果能关注到形成机制，你会不会感兴趣？如果你感兴趣以上三点的话，我要给出一个结论：如果你关心这三点，我们通过纳斯达克的产品，是可以看到全部市场的流动性和开收盘的价格。

**风险提示：上述文章所涉及个股仅供参考，不构成投资建议，据此买入风险自负。**

更多优质内容可以登录雪球免费查看。