

经济学著作·快读

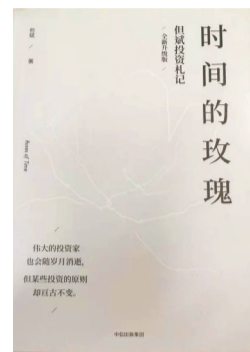
# 《时间的玫瑰》

## 但斌投资札记

作者:但斌

在本书中,但斌回顾了自己的投资成长历程,他吸取了切身疼痛的实践教训,从技术分析坚定地转向了价值投资之路。他融合了26年的投资经验,阐述价值投资的核心与内在逻辑,主张坚持共赢,避免零和游戏。但斌认为,最伟大的投资家也会随岁月消逝,但某些投资的原则却亘古不变。他结合实际案例分析,从如何看待行业选对股,到如何穿越周期、穿越企业、穿越历史,逐一分析投资的基本原则,这些是投资者实现价值投资和财富增长的重要参考和纲领。

但斌,中国价值投资践行者,深圳东方港湾投资管理股份有限公司董事长。1967年出生于浙江东阳,1992年开始从事证券工作。拥有26年投资经验,海外投资超过13年。2004年成立东方港湾投资管理有限责任公司。因其对腾讯和茅台等企业的成功投资,迅速引起投资者的关注,也使得价值投资理论为更多人所接受。



“时间的玫瑰”这个词本身,来源于北岛的诗集。用来比拟价值投资是很恰当的。

### 什么是价值投资

价值投资会产生高额的收益,是充满魅力的玫瑰。但斌价值投资的概念由四个部分组成:

**第一,买股票就是买公司。**买入一家公司的股票,就拥有了这家公司的多少分之一。因此自然而然,买入公司是一件非常慎重的事,一定需要大量的研究。股票的流动性非常好,但随时可以变现,并不意味着一定要交易,选择恰当中很重要的一项就是放弃。一个价值投资者,更接近的身份不是宏观经济学家、不是交易图形分析师,而是商业和企业研究专家。

**第二,市场只会告诉你价格,不会告诉你价值。**价值投资者需要自己计算一家公司的价值,并根据价值决定何时买入。每一个价值投资者,都会有自己计算公司价值的方法。市场本身不是投资的老师,只是投资的工具。

**第三,投资的本质是预测未来。**任何预测的结果都不可能百分之百准确,这个世界不是确定性的。为了避免判断误差,需要预留空间,这个空间就是安全边际。也就是以低于价值的价格买入,这样即便预测有误差,也不会出现大的损失。正因为预测的结果不可能完全准确,所以一定要降低出手的次数。

在概率论里,0.8×0.8只等于0.64。也就是两次80%正确的预测叠加在一起,正确率只剩下64%。再来第三次,就只剩下51.2%。价值投资绝不会买入很多很多公司,那样预测准确的概率会大大下降。

**第四,投资靠坚守能力圈,因此能力圈的边界比大小重要。**经过长期坚持不懈的努力,价值投资者都可以建立起自己的能力圈。能力圈的大小不重要,能够坚守更重要。如果你不知道自己的能力圈边界在哪里,那么很可能你还没有建立能力圈。

### 时间是花开的条件

由价值投资的定义可以得出,价值投资绝不是追求短期市场暴涨的猎食者,而是等待好公司价值显现的园丁。

玫瑰需要时间的浇灌,一个价值投资者,像极了园丁。从系统论的角度,一个好公司建立了价值不断放大的体系,在生命周期内,这样的体系就会随着时间的推移不断显现。

时间可以消化一切,即使现在的市盈率50倍,利润提高100%之后,就只剩下25倍了。但斌在中国投资界,以重仓茅台著称。对于茅台的看法,是区分价值投资的好标尺。一家毛利率超过90%,净利润率超过50%的公司,怎么会不是好公司?投资就是投资,只考虑回报。

### 玫瑰是带刺的

但斌在书中写道:投资最难的是什么?在最艰难的时刻,在正确的方向上坚守。

巴菲特投资生涯,经历过62年的古巴导弹危机、63年的肯尼迪遇刺、70年代的越战。1964年12月31日,道琼斯指数874.12点;到1981年12月31日,875点。17年时间,指数只涨了不到一个点。

巴菲特经营的伯克希尔撒哈维公司,在1973-1974经济衰退期间,股价从90美元跌至40美元;在1987年股灾中从4000美元下跌到3000美元;1990-1991海湾战争期间,从8900美元下跌到5500美元。1998年从80000美元至2000年下跌到40800美元。本书新版时的价格是330000美元。

玫瑰是带刺的。带刺的玫瑰很容易扎手,很容易让人因此放弃。即便你投资了巴菲特的伯克希尔撒哈维公司,上述几个重大历史事件都可能卖出。只要你有过卖出,你的收益与持有到今天比,相差十万八千里。

巴菲特之所以伟大,不在于他75岁拥有450亿美元的财富,而在于他年轻的时候想明白了许多道理,然后用一生的岁月来坚守。

投资比的是谁看得远、看得准。远和准成为一种信仰,才可以避免玫瑰的刺。

世界100强的公司,没有一家是靠投机胜出的。胜出的原因,是在一个或几个领域坚持几十年上百年的。投资碰到危机的时候,最简单的解脱方法就是卖出股票,一卖了之非常简单。但这永远到不了彼岸。

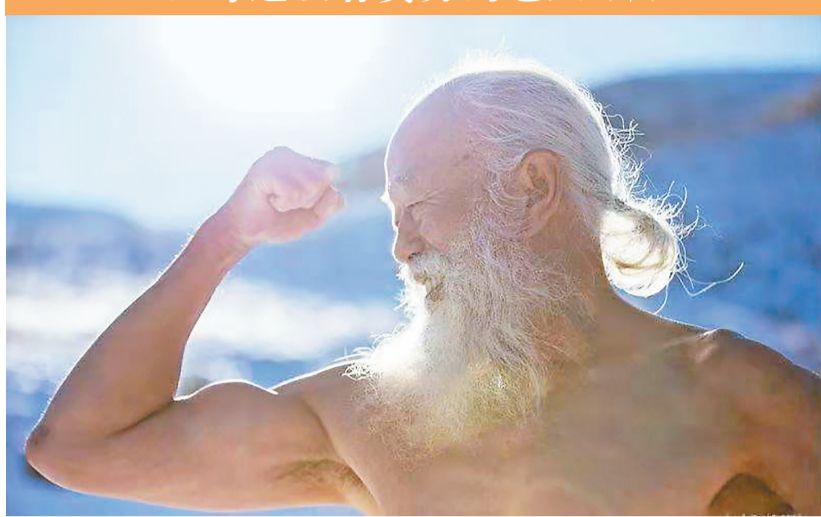
一个好的价值投资者,一定是一个理想主义者,这一点和好的企业家一样。只要能坚守价值投资理念,一定会长出时间的玫瑰。

本版未署名文章由凡真工作室主笔

本版观点仅供参考不构成投资建议

# 决战“大养老”

## 让身边没有贫穷的老人(中)



社会各界对于“养老金”问题的关注度与日俱增。2019年11月下旬,中共中央、国务院正式印发《国家积极应对人口老龄化中长期规划》,将应对老龄化上升为国家战略;“十四五”规划中涉及养老的关键词,达到41个。

银保监会也视养老问题为最重要的工作之一。今年3月,银保监会主席郭树清介绍了银行业、保险业推进高质量发展的情况时强调,应对人口老龄化其中一项就是要发展“第三支柱”养老保险。2020年1月,银保监会等13部委联合发布的《关于促进社会服务领域商业保险发展的意见》,力争到2025年,健康险市场规模超过2万亿元;为参保人积累6万亿元养老保险责任准备金。无论是养老金替代还是健康保障服务,均是当前政策主要的发力点。

### 推进专属商业养老保险试点 6月将启动落地浙江、重庆

5月15日,银保监会发布《关于开展专属商业养老保险试点的通知》(以下简称《通知》)表示,将自2021年6月1日起,在浙江省(含宁波市)和重庆市开展专属商业养老保险试点。试点期限暂定一年。

银保监会表示,此举意在推动商业养老保险加快发展,更好地服务多层次、多支柱养老保险体系建设,积极满足人民群众多样化养老保障需求。

《通知》对专属商业养老保险产品交费方式、积累期和领取期设计、保险责任、退保规则、信息披露、产品管理等作出规范,并明确了在权益类资产配置比例、最低资本要求等方面的监管支持政策。鼓励试点保险公司创新开发投保简便、交费灵活、收益稳健的专属保险产品,积极探索满足新产业、新业态从业人员和灵活就业人员养老需求,探索建立符合长期经营要求的销售激励、风险管控和投资考核机制。

具体来看,试点内容主要包括四大方面:其一,试点保险公司应创新开发投保简便、交费灵活、收益稳健的专属商业养老保险产品。消费者达到60周岁及以上方可领取养老金,且领取期限不短于10年。

其次,试点保险公司应积极探索

### 决战“大养老” 险企投资能力成关键

宏观经济、社会人口状况是影响相关养老保险制度的重要因素。5月11日公布的第七次人口普查数据显示,我国60岁以上人口达到2.6亿,占总人口的18.7%。国家统计局局长宁吉喆表示,人口老龄化是我国社会发展的重要趋势,是较长期的国情。新国情导致民众观念从养儿防老到社会化养老的转变。这个逻辑也决定了险企在“养老”领域的破局之道:

(1)保障属性决定保险行业必然能从养老产业分一杯羹,而投资能力

决定了这杯羹的大小

养老问题的核心短期仍然是养老金的支付。目前养老金问题已经由存量时代进入增量时代,除了中央企业资产划拨等增量外,最大的增量来源是民众的钱包。

而经过多年资本市场以及房地产市场的洗礼后,民众对于投资回报形成了基本预期,因此根本上能够引导民众拿出更多的资金,一方面要发挥保险行业独一无二的保障功能,提供更好的保障服务,利用“大数定律”,分散风险,形成社会资源的养老统筹使用。但更为重要的是投资能力的考验,这才是保险行业能够与房地产、股市、理财等竞争的根本。

保险行业对于资金流动性、安全性的要求必然导致保险投资收益不可能走高风险高回报的路线,但如何在监管要求范围内,加强投资能力,提高收益率,为产品定价的费率争取更多空间,是决定未来保险行业能够从养老中分多大一杯羹的关键。

(2)积极准备与个人账户对接,是未来产品和渠道发展的方向

做实个人账户是鼓励社会增量资金投入保险的关键保障手段之一。目前缺乏统一的个人账户,导致个人权益分散在三个支柱中,个人对于自己账户中的养老资源缺乏支配权,因此养老存量资源难成为“唐僧肉”。

### 股点评

# 周期板块集体回调 大盘行情震荡为主

截至5月14日下午3时,上证指数报3490.38点,当日上涨1.77%,当周涨幅2.09%;深成指报14208.78点,当日上涨2.09%,当周涨幅1.97%;创业板指数报3033.81点,当日上涨3.06%,当周涨幅为4.24%。

当周公布了人口普查数据,人口增长仍保持了一定幅度的“增长”,只是老年人口占比上升明显,“银发经济”值得关注。

货币政策方面,美国4月通胀超预期不会影响我国货币政策节奏,我国不存在长期通胀或通缩的基础,未来货币环境变化不大。央行发布2021年第一季度中国货币政策执行报告指出,下一阶段,央行将坚持跨周期设计

理念,兼顾当前和长远,保持宏观政策连续性、稳定性、可持续性,稳定预期,精准实施宏观政策,巩固拓展疫情防控和社会经济发展成果,强化对实体经济、重点领域和薄弱环节的支持,以适度的货币增长支持经济高质量发展。整体上,第一季度GDP数据继续显示经济稳步复苏的态势,并已回到长期的发展趋势轨道。从行业板块看,中国4月零售额同比增长34.2%,这一数字令人鼓舞。线上服务销售额激增与服务业采购经理指数上升表明服务消费也在增加。后续企业扩大产能,制造业投资可能会上升。

中信证券认为,大盘阶段性维持震荡行情为主,局部有机会。操作上,

逢低布局为主,沪指指在3380点附近或有较好加仓机会,规避高位周期类题材,对政策方向明确的节能环保、养老产业等给予关注。

兴业证券认为,对周期股和医美板块来说,未来还是有操作机会的,只不过短期内波动太大,需要耐心等待,寻找低吸机会。操作上,可以多关注环保题材,许多被低估的概念股是不错的选择。

长江证券义鸟营业部的看法是,市场生态正在重构,指数暂时无法突破,市场没有增量资金,去年“以大为美”的抱团“大锅饭”,慢慢演变成分化的资金另起炉灶。而去年的情况是游资打不过加入了机构抱团行列,眼下

的情况是不少机构开始加入游资的行列。这一点,从近期的成交回报也能看出端倪,无论是周期资源股还是题材性的医美、养老、碳中和、华为等,都有机构的身影出现。

短期需要适当注意外围环境的冲击,美国提前加息已经是“铁板钉钉”的事情。现在唯一不确定的是加息时间。上一轮加息中,2015年12月17日美联储提前加息,曾在2016年1月引发过纳斯达克20%、A股30%的调整。

但历史不会简单地重演,接下来,A股会进入缩量震荡模式,如果再次给成交量6000-7000亿的机会,请把握住,因为下半年会是:风景这边独好。

特约记者 杨庆文

### 期货点评

# 工业品波动幅度较大

当周商品期货呈现先涨后跌走势,商品板块强弱分化不明显,工业品整体波动幅度较大。具体看,玻璃、甲醇等涨幅显著,天胶、PTA等跌幅相对领先。金融期货方面,三大股指小幅回升;国债期货周内冲高回落。

当周国内公布了4月社融和新增贷款,相较3月明显回落,说明国内社融高点已经过去,从近2年情况看,4月数据整体依然在合理区间,二季度国内融资需求仍然维持稳定局面。

海外方面,周三晚间公布的美国4月通胀数据大幅高于市场预期,市场对美联储提前缩减QE和加息的预期上升,大类资产均出现了不同程度的下跌。作为当前美联储货币政策最重要的“锚”,通胀的变化时刻牵动

市场神经,在大宗商品价格大幅上行的背景下,PPI的快速上行对CPI的传导压力较大,需要关注美联储后期在政策措辞方面的措辞变化。

针对最近大宗商品价格过快上涨,周三国务院常务会议要求,跟踪分析国内外形势和市场变化,做好市场调节,应对大宗商品价格过快上涨及其连带影响,建议关注后期具体政策的出台可能。

中大型期货义鸟营业部认为,多头方面,值得关注的品种有铜、铝,近期有色金属市场也伴随市场风险情绪变化,出现一定调整。但从商品整体配置情况来看,铜、铝依然是较为理想的多头品种。即使抛开流动性的影响,单纯在供需层面上,铜、铝的需求拉动也较为明确,同时

叠加碳中和议题新能源投资利好,将继续对铜铝价格提供持续支撑。

空单方面,值得关注的品种有白糖,国内库存目前处在年内高位,而进口糖和糖浆今年对供应冲击较大,预计9月国内白糖库存可能会显著高于往年水平,需求目前看来缺乏亮点。主要风险仍在于印度疫情未来是否会影响到印糖供应,短期建议维持逢高空思路。

大越期货义鸟营业部对油脂的看法是高位震荡,南美大豆集中到港,5-6月国内到港量接近日均1000万吨,短期供应充足,盘面榨利差,豆油增产较快。菜油进口供应有限,且棕榈油到港量少,进口紧张,国内整体供应偏紧,虽步入淡季,但增产较为缓慢。油脂绝对价格处于高位的情况

下,下游终端利润较差,渠道和终端采购态度均表现谨慎,尽量降低库存,随用随采为主,短期高价对采购需求的抑制非常明显,下游采购成交始终不积极。

印度疫情对国际油脂需求影响较大,但主产国库存偏低,压力偏小。马来西亚棕榈油在增产旺季,且产地价格高,进口利润倒挂,或许降价吸引需求的情况出现。目前美豆、美豆油以及马来西亚棕榈油涨势未停,国内食用植物油市场难言顶部,尽管消费淡季需求不旺,但农产品价格的全球性上涨、国际海运费上涨、货币宽松政策等因素的存在,均对国内市场价格形成持续性推动。但因此前价格上上涨迅猛,以及短期需求受到影响,国内库存处整理阶段,油价预期高位震荡。

特约记者 杨庆文

## 现场发布的为准 以下彩票公告

福彩3D		
第2021125期中奖号码: 9 4 2		
销售总额71010838元		
奖等	浙江中奖注数(注)	每注金额(元)
直选	1113	1350
组选3	0	450
组选6	6222	225
其他投注方式中6902元		
浙江省销售5395748元,返奖额2909402元。本信息若有误以公证数据为准。		

福彩“15选5”			
第2021125期 投注总额555912元			
中奖号码(无需排序) 01 03 07 08 14			
奖级	中奖条件	中奖注数(注)	奖金(元/注)
特等奖	中5选4	0	0
一等奖	5个号全中	116	1659
二等奖	中任意4个号	4041	10
奖金累计351838元滚入下期。本信息若有误以公证数据为准。			

中国体育彩票浙江省20选5第21125期开奖公告	
开奖日期:2021年5月15日	
本期全国销售金额:134610元	
本期开奖号码:02 03 06 09 15	
本期出球顺序:03 02 09 15 06	
本期中奖情况	
奖级	本地中奖注数
一等奖	2
二等奖	348
三等奖	4247
0.00元奖金滚入下期奖池。本期兑奖截止日为2021年7月14日,逾期作弃奖处理。本信息若有误以公证数据为准。	

中国体育彩票排列5第21125期开奖公告			
开奖日期:2021年5月15日			
本期全国销售金额:13415322元			
本期开奖号码:9 1 9 8 8			
本期中奖情况			
奖级	中奖注数(注)	单注奖金(元)	
一等奖	81	810000	
二等奖	81	81000	
351027365.56元奖金滚入下期奖池。本期兑奖截止日为2021年7月14日,逾期作弃奖处理。本信息若有误以公证数据为准。			
中国体育彩票排列3(浙江省)第21125期开奖公告			
开奖日期:2021年5月15日			
本期全国销售金额:26255592元			
本省(区、市)销售金额:2134310元			
本期开奖号码:9 1 9			
本期中奖情况			
投注方式	全国中奖注数(注)	本地中奖注数(注)	单注奖金(元)
直选	7899	635	1040
组选3	8325	623	346
组选6	0	0	173
14018392.68元奖金滚入下期奖池。本期兑奖截止日为2021年7月14日,逾期作弃奖处理。本信息若有误以公证数据为准。			

中国体育彩票超级大乐透第21054期开奖公告			
开奖日期:2021年5月15日			
本期全国销售金额:37270677元			
本期出球顺序:03 20 25 06 17			
本期开奖号码:03 06 17 20 25			
本期中奖情况			
奖级	中奖注数	单注奖金(元)	最高奖金(元)
一等奖	5	1000000	5000000
二等奖	2	800000	1600000
三等奖	2	800000	1600000
四等奖	112	120000	160000
五等奖	26	34824	4166624
六等奖	76	12000	924384
七等奖	76	43859	333328
八等奖	218	10000	2180000
九等奖	141	8000	705600
十等奖	872	8000	2631040
十一等奖	382	1500	874500
十二等奖	15460	300	4638000
十三等奖	9646	100	1485000
十四等奖	23668	200	4721600
十五等奖	14283	100	1485000
十六等奖	32561	100	3256100
十七等奖	600508	15	10355920
十八等奖	428609	2.5	3194762.5
十九等奖	2345001	5	23450000
二十等奖	4561580	2.5	11403950
20071988元奖金滚入下期奖池。本期兑奖截止日为2021年7月14日,逾期作弃奖处理。本信息若有误以公证数据为准。			

让认知链接财富 让财富创造生活

## 义乌市城市环境空气质量日报

(2021)第135期

义乌市生态环境监测站 5月15日

站点名称	空气污染指数AQI	空气质量级别	空气质量状况	首要污染物
江东	47	I	优	/
北苑	58	II	良	臭氧

简要说明:当日我市城区空气质量状况为良,空气污染指数AQI为51,首要污染物为臭氧。空气质量可以接受,但某些污染物可能对极少数异常敏感人群健康有较弱影响。