

经济学著作·快读

## 《投资哲学》 保守主义的智慧之灯

作者:刘军宁

没有正确的投资哲学,就不能有成功的投资。投资哲学是关于投资的最高智慧。投资哲学是指导投资决策的一般方法,通常由一组基本信念和指导原则组成。投资哲学既是抽象的,也是实用的,它提供指导人们投资的基本原则。严肃的投资者都需要投资哲学,因为投资哲学对投资的成功很重要。投资哲学是防止投资者在投资中迷路的指北针,是帮助投资者避开障碍与陷阱的智慧之灯,是通向投资成功与自我实现的精神地图。没有正确的投资哲学,就不能有成功的投资。无视它,就要付出代价。

本书是中国本土首部关于投资哲学的著作,论述了投资背后的哲学理念、投资的道德基础。作者从保守主义出发阐述了他对价值的看法,对人性的看法,对市场的看法,对风险的看法,对投资自身的看法等等。越追求卓越的投资者越需要卓越的投资哲学,这比投资者的专业技能更重要。

刘军宁,1961年生,安徽人,北京大学博士,哈佛大学访问学者,中国文化研究所研究员,华尔街日报中文网、搜狐财经特约撰稿人,著有《保守主义》。



金钱是被铸造出来的自由。——陀思妥耶夫斯基  
金钱不会听命于配不上它的大脑。财富是一个人的思考能力的产物。——爱茵·兰德

如作者刘军宁开篇即言,长期以来,人们对“保守主义”充满了误解,将“保守主义”看成顽固、守旧、迂腐、落后的代名词,并将其作为“进步”的对立面。这绝对是似是而非了。对于保守主义的理解,有以下几个要点。

第一,“保守主义”并不反对进步,并不排斥创新,而是强调传承,强调对事物内在规则的认知和遵守,反对“幻想”式的激进变革。拒绝盲目创新,不提倡“瞎折腾”。

第二,“保守主义”提醒人们对传统的智慧和经验保有一份敬畏。迄今为止,人类在各个领域的未知均大于已知,能控制的已知就更少,因此必须对传统、对未知抱有敬畏之心,才能吸收发展智慧。

第三,谨慎从事,不做错的事情和只做对的事情同样重要。不做错的事情是做对的事情的前提。

第四,“保守主义”不等于经验主义,绝不提倡故步自封。实际上,尊重事实、务实行动、不为巧言令色所动,正是保守主义的原则之一。

而价值投资,就是保守主义在投资领域的直接应用。价值投资的精髓,就是保守主义的思想精髓。每个真正的价值投资者都认为自己是保守的投资者。他们在投资理念上保守,在投资风格上保守,对公司的估值上保守,在财务上保守,而且像费舍尔这样的价值投资者还要求作为被投资对象的公司及其管理者都必须是保守的。

保守主义对人性持十分悲观的看法,认为人在本性上是不完善的,有缺陷的。这首先意味着每个人都有无知的一面,而且“知识的岛屿越大,无知的海岸线就越长”。

因此价值投资者非常强调能力圈。把自己局限在能力圈之内,确实可能错过圈外的投资机会。但是如果这些机会与你的能力根本无关,这些机会就不是你的机会。

保守主义同时发现,人在本性上的不完善意味着,人类的错误是不可避免的,人是一定会犯错误的。保守主义的努力方向不是完全杜绝人犯错误,而是尽可能降低犯错误的概率,减少错误的后果。

将这一理念应用于投资领域,必然要求投资者更少次数地、更谨慎地投资。恪守能力圈能增加成功的概率,减少投资次数能降低失手的概率。既然错误是不可避免的,越是频繁操作,犯错的概率就越大。这也形成了价值投资“Buy and hold”策略。

保守主义同时坚决反对历史决定论,认为人类面对的是一个不可知的世界,人生活在非线性、不按部就班的历史进程中,因此没有人有能力预知人类社会未来的全部进程。将这一判断应用到投资领域就可以得出这样的结论,作为价值投资者不要去预测宏观经济、证券市场和股票价格的走向。

保守主义的另外一个特点是,极其看重时间和传统,保守主义认为时间是检验价值的最重要尺度。经受不了时间考验的价值不是可持久的价值。因此价值投资几乎是长线投资的同义语。

从几个不同方面再来整合保守主义与保守主义的投资哲学。

从效用上看,保守主义是关于如何降低风险的主义,因此价值投资也力求降低投资活动的系统性风险。

从内核上看,保守主义特别强调信仰与道德的重要性,因此保守的价值投资就是做人。在投资中做人越到位,投资也就越成功。

从价值观上看,保守主义的价值观是个人本位而不是集体本位的个人主义价值观。因此价值投资的本质也是个人主义的,它鼓励每个投资者用反向、批判的态度来面对市场。

在意识形态领域,保守主义与激进主义是对立的政治哲学。激进投资是折腾的哲学,而价值投资是不折腾的哲学。保守主义政治哲学审视和保守的是自由,而价值投资珍视和保守的是价值。保守主义致力于保守自由,而价值投资帮助人们获得财务自由,从而使人身自由有了坚实的物质保障。在这一点上,保守主义和保守主义的投资哲学都服务于一个共同目标,即保守和扩大个人的自由与独立。

价值投资的之父本杰明·格雷厄姆说过,要想在价值投资领域取得成功,必须具备两个条件:“第一,正确思考;第二,独立思考。”这里要补充的是,只有独立思考,才有可能正确思考,这一做法的结果,是形成适合自己的投资哲学。

“踏过人生的河,唯有智慧之灯相伴,才能找到自己的财富累积之法。”

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

# 深交所主板和中小板合并

## 八大要点推动改革行稳致远



深交所主板和中小板宣布合并,资本市场的改革进一步向纵深发展。

2月5日,证监会宣布合并深交所主板和中小板。此轮合并总的思路是,统一业务规则,统一运行监管模式,保持发行上市条件不变,投资者门槛不变,交易机制不变,证券代码及简称不变,合并后主板仍然实行核准制,没有降低上市门槛,也没有新增上市通道,不会直接导致市场短期内加速扩容。据了解,深交所主板与中小板合并,是进一步推进资本市场的存量改革。

作为我国多层次资本市场体系的重要组成部分,深交所主板和中小板在扩大直接融资,服务实体经济,支持中小企业发展等方面发挥了积极作用。截至2021年1月底,深交所主板中小板上市公司合计1468家,占A股上市公司总数的35%,总市值23.39万亿元,占全市场的29%。同时深交所主板和中小板在发展中也暴露出一些问题,如板块同质化、主板结构长期固化等,因此合并深交所主板与中小板是坚持问题导向的改革之举,有利于优化深交所板块结构,形成主板与创业板各有侧重相互补充的发展格局,更好满足不同发展阶段企业的融资需求,增强深交所的服务功能。

证监会将指导深交所整合主板与中小板制度规则,做好监管衔接,对发行上市市场产品指数名称等进行适应性调整,做好技术系统改造和测试,确保平稳落地,本轮整合体现出八大要点——

### 要点一:对市场运行和投资者交易影响小

深交所目前形成了包括主板、中小板、创业板在内的多层次资本市场体系。多年来,中小板在规范运作、信息披露、投资者保护、退市等制度建设方面探索创新,既为创业板顺利推出积累了经验,又为中小企业进入资本市场开辟了新渠道。然而,经过16年

的发展,中小板上上市公司总体上不断发展壮大,在市值规模、业绩表现、交易特征等方面与主板趋同。

此轮合并深交所主板与中小板,是坚持问题导向,顺应市场发展规律的自然选择,也是构建简明清晰市场体系的内在要求。有助于优化深交所板块结构,形成主板与创业板各有侧重,相互补充的发展格局,更好满足不同阶段的企业发展融资的需求,增强深交所的融资功能。有利于从总体上提升资本市场的活力和韧性;有利于深入贯彻创新驱动发展战略,进一步突出创业板市场定位;有利于充分发挥深市市场功能;促进完善资本市场配置体制机制,更好服务粤港澳大湾区中国特色社会主义先行示范区建设和国家战略发展全局。

据了解,本次合并仅对部分业务规则、市场产品、技术系统、发行上市安排等进行适应性调整,总体上对市场运行和投资者交易的影响较小。

### 要点二:证券代码和证券简称保持不变

此次官宣后,至合并实施完成前的过渡期内,企业发行上市维持现行安排。合并后,主板发行上市条件与中小板一致,且保持不变,原中小板证券类别变更为“主板A股”,对应证券代码区间并入主板使用,发行审核安排不变,在审企业无须重新申报材料,不会对企业发行上市产生实质影响。本次合并仅变更原中小板公司证券类别,证券代码和证券简称保持不变,不会影响投资者交易方式和交易习惯。主板、中小板交易机制和投资者门槛一致,投资者群体总体无差异,且合并不涉及交易机制和投资者门槛的改变,不会对投资者交易行为产生实质影响。

### 要点三:涉及中小板的指数将作适应性微调

当然,市场整体逻辑不变。一方面基金发行、资金募集形势不错,为下一阶段行情发展打下基础;另一方面2020年工业企业利润及2021年1月PMI均相对较好,指向基本面持续恢复态势延续。

中信证券认为,往后看市场行情会逐步转暖,结构性行情特征仍出现在较为明显板块方面,建议投资者可坚定持有主线板块内优质标的,等待轮动上涨机会。同时,春节临近,刺激食品饮料业绩预期抬升,短期可继续关注相关板块。

兴业证券认为,北向资金持续流入,虽然没能在节前紧张的流动性环境下提振市场,但市场的生态在逐步

本次合并对固定收益类、期货期权类产品和深港通业务等基本没有影响,涉及中小板的相关指数将进行适应性调整,仅需对相关指数全称、简称和选择空间描述作修订,即删除指数全称和简称中的“板”字,并作个别适应性调整,相关指数选择空间描述涉及的“中小板”变更为“原中小板”。

中小板指数产品不多,2021年1月底,全市场只有5条指数有产品跟踪,跟踪基金产品12只,总规模33亿元。这些指数调整安排不会对指数编制方法作实质性变更,不会导致跟踪相关指数的基金产品投资标的调整,有利于保持指数的稳定性和连续性,确保基金产品平稳运作。

### 要点四:不会导致市场短期加速扩容

据了解,合并后主板仍然实行核准制,没有降低上市门槛,也没有新增上市通道,不会直接导致市场短期内加速扩容。证监会将会同沪深交易所采取多项措施,维护市场稳定运行。

具体来看,一是按照市场化、法治化的原则,依法依规开展审核注册工作,切实把好市场“入口关”,从源头上提升上市公司质量。二是落实“零容忍”要求,严厉打击各类违法违规行为,持续加大对欺诈发行、财务造假等恶性违法犯罪案件的打击力度。三是大力推动长期资金入市,加快构建长期资金“愿意来、留得住”市场环境,壮大专业资产管理机构力量,大力发展权益类产品,持续推动各类中长期资金积极配置资本市场。四是充分考虑市场承受能力,科学把握投融资平衡。

### 要点五:股票间的估值水平不会有太大变化

深市主板、中小板合并后,对估值的影响不会很大。不论是同一个交易所各板块之间,还是同一个板块内部,由于企业规模、行业类型、盈利能力、成长性、投资者预期不同等因素,企业估值水平都存在一定差异。主板和中小板市盈率差异主要是由于行业类型、成长特性等结构性差异所致。截至2021年1月底,深市主板的上市公司,以食品饮料、房地产、家用电器等传统行业为主,平均市盈率为21.74倍。中小板的上市公司,以电子、医药生物、计算机等新兴行业为主,平均市盈率为36.34倍。

一般来说,新兴行业估值高于传统行业,以同类行业比较,双方估值趋同。两板合并不改变投资者门槛和交易机制,对投资者的交易方式和交易习惯不会产生直接影响。在基本面没有明显改

变的情况下,股票之间的流动性和估值水平不会有大的变化。

不排除两板合并初期受市场情绪影响,可能会出现个股异常波动的情况,但这不会改变市场运行的基础逻辑和总体趋势。深交所将对个股异常波动情况予以重点监控,依法从严监管,维护正常交易秩序,确保市场稳定运行。

### 要点六:资本市场服务中小企业的功能将持续强化

中小企业是国民经济的重要力量,是保市场主体、保居民就业的主力军,对构建新发展格局、服务经济高质量发展具有重要作用。近年来,证监会通过推出一系列重大改革,我国资本市场服务中小企业的功能进一步增强。

市场人士认为,深交所主板与中小板合并后,发行上市条件、投资者适当性要求等保持不变。深市将形成以主板、创业板为主体的市场格局,为处在不同发展阶段的中小企业提供融资服务。深市主板重点支持相对成熟的企业融资发展,创业板主要服务成长型创新创业企业。深交所还将采取再融资和并购重组市场化改革、丰富产品体系、优化改进服务等措施支持中小企业做优做强。资本市场对中小企业的服务功能不会因为这次两板合并而削弱,实际上在不断增强。

### 要点七:并不意味着全市场注册制很快实施

深交所主板与中小板合并,是进一步推进资本市场存量改革的重要举措,并不意味着全市场注册制很快实施。

此次合并深交所主板与中小板,主要解决深市主板与中小板趋同问题,立足于厘清不同板块的功能定位,构建结构更简洁特色更鲜明、定位更清晰的多层次市场体系。证监会近日召开的监管工作会议中提到,要做好注册制试点总结评估和改进优化,加快推进配套制度规则完善,强化中介机构责任等工作,稳步推进全市场注册制改革积极创造条件。

可以预期,证监会将评估完善科创板、创业板注册制试点制度安排,保持改革定力加强改革统筹,推动注册制改革行稳致远。

### 要点八:约2个月时间完成技术改造

本次合并涉及市场主体相关系统的技术改造,包括深交所内部技术系统以及证券公司、行情信息商等,大约需要2个月时间完成。总体来看,核心交易系统基本不受影响,整体技术改造工程和成本不大,合并对全市场技术系统的影响较小。

## ■A股点评

# 节前震荡 整理为主

截至2月5日下午3时,上证指数报3496.33点,当日下跌0.16,当周涨幅0.38%;深成指报15007.3点,当日下跌0.65%,当周涨幅1.25%;创业板指数报3193.71点,当日下跌0.21%,当周累计涨幅2.07%。

当周A股先扬后抑,盘中两市再现“一九”格局,超过三千只股票下跌,市场整体观望情绪严重。市场反弹缩量,下跌放量,个股跌多涨少,意味着节前市场处在震荡整理状态,没有大幅度上攻的动能。

春节期间是企业及居民资金需求较大的一个阶段,流动性仍然是当前市场的主要矛盾之一,未来需关注流动性的变化情况及央行的公开操作。节前市场量能或将呈现连续收缩态势,行情表现会相对平淡。

从技术层面看,周K线显示本次调整并未结束,虽然当周三股指有不同

程度反弹,但量能却在继续萎缩。从KDJ指标看,周线形成高位死叉,后市有进一步向下发散的趋势,指数有二次探底的需求。目前急跌之后虽有修复,但是确定性的机会或许会到节后。

当然,市场整体逻辑不变。一方面基金发行、资金募集形势不错,为下一阶段行情发展打下基础;另一方面2020年工业企业利润及2021年1月PMI均相对较好,指向基本面持续恢复态势延续。

中信证券认为,往后看市场行情会逐步转暖,结构性行情特征仍出现在较为明显板块方面,建议投资者可坚定持有主线板块内优质标的,等待轮动上涨机会。同时,春节临近,刺激食品饮料业绩预期抬升,短期可继续关注相关板块。

兴业证券认为,北向资金持续流入,虽然没能在节前紧张的流动性环境下提振市场,但市场的生态在逐步

好转,现在的蛰伏对节后行情更加有利。

长江证券义乌营业部的看法是,当周市场真的有点惨,虽然指数跌幅不大,但个股惨不忍睹,盘中两市有1985只股票的价格比2440点也就是2018年的最低点那时位置还要低。

由此可见,在市场中赚钱非常不容易。从过去经验看,1月份的市场往往是接下来全年行情的预演,今年的开头,让人有点揪心。对投资者来说,今年降低预期是首先要做的一件事,不要过于奢望。在今天的头一个月里,两市中哪个行业的ETF涨幅最大,答案是银行,就是那个去年被无数机构抛弃投资者淡漠的银行股。

银行ETF今年以来涨幅超过9%,而两市今年只有400家公司涨幅超过9%,这意味着如果今年1月1日后买银行ETF,足以跑赢两市90%的股票。银行板块中的龙头股招行和平安更是涨幅靠前,招商银行今年以来涨幅高达21%,平

安银行涨幅高达27%,走势非常强劲。

银行股的逻辑非常清晰,首先,随着流动性逐步收紧,市场利率回升,银行放贷的利率有望得到提升,资产端(放贷)收益提升必然会提升银行的净息差,从而带来银行收益提升。其次,随着经济回暖,银行的贷款需求以及坏账都得到明显改善,银行属于典型的顺周期企业。再者,由于银行不太敢释放利润,大多数都做了比较充分的拨备计提和减值,这使得银行的资产质量得到明显改善,大多数银行是轻装上阵,银行的这种通病,有望贯穿全年。

大金融、港股、受疫情影响的可选消费,调整后的新能源,将是今年看好的四大方向。从今年1月来看,前三者的超额收益非常明显,受到市场认可,这三大主线很可能会成为贯穿全年的主线,投资者应该重视。至于调整后的新能源板块,近期调整比较明显,调整后也是值得投资者积极把握的。 特约记者 杨庆文

## ■期货点评

# 原油、沪铝涨幅领先 菜油、沪锡跌幅在前

当周国内商品期货市场延续涨跌分化走势,近期国内同业拆借市场资金面变化对债市产生明显影响,但暂时未传导至商品市场。具体看,原油、PTA、沪铝等涨幅领先,动力煤、菜油、沪锡等跌幅在前。金融期货方面,三大股指震荡上行,国债期货受到市场资金面影响,进一步下行。

当周国内公布了1月PMI数据,官方PMI和财新PMI环比均有所回落,主要是受到国内、外疫情反噬影响,但PMI数据仍处于50分水岭上方,反映经济仍保持一定韧性。总体上对国内市场影响中性偏空。

资金方面,央行自前一周的周五开始,连续3天进行净投放,市场资金利率有所回落,尤其是短端利率回落

幅度较为明显。当周央行重启14天逆回购操作,按往年惯例,接下来资金面将进一步平稳。另外,节前最后一周,期货市场资金面大概率将有明显净流出,市场流动性将有所降低。

国外方面,市场焦点继续在拜登政府的大规模刺激以及疫苗上,当周关于海外疫苗供应有望提速的消息带动市场风险偏好回升,但全球一季度经济复苏大概率将弱于之前的预期,现实和预期之间的差异仍将延续扰动市场。

中大期货义乌营业部认为,商品多头方面,值得关注的品种是铜,各地实行就地过年政策,部分加工厂持续开工,导致迟迟未见累库,短期内对价格形成较强支撑。虽然近两周依然会迎来累库,届时价格会有所补跌,但下方空

间有限。CSPT小组敲定2021年一季度铜精矿加工费地板价,定于53美元/吨以及5.3美元/磅,较2020年4季度下降5美元以及0.5美分,显示市场对于未来铜精矿供应预期仍显悲观,而需求端新能源、基建板块将持续对铜需求形成拉动,接下来的需求旺季会对铜价形成强力支撑,建议近期继续关注逢低多头机会。

商品空头方面,值得关注的品种是甲醇,近期内地加速累库,后续伊朗2月初限气结束逐步复工,对应3-4月到港有逐步回升预期,建议近期偏空配置为主。

大越期货义乌营业部对白糖的看法是,基本面持续改善,有望长期走牛。一、全球2020/2021年度白糖供应缺口扩大,库存降低,供需平衡有利。二、国内经历两轮寒潮天气,主产区部分甘蔗受灾减产,全

国2020/2021榨季产量预估同比减少。三、疫情封锁边境,白糖走私顽疾有望得到根本性解决。法制加强,挖掘陈年走私案件,“扫黑除恶”打击多批走私犯罪团伙,深挖走私“保护伞”。四、内外价差减少,白糖进口虽然取消三年关税保护政策,但窗口指存在,配额外进口并非无限放开。五、新关税政策把糖浆进口漏洞补上。六、现货价格坚挺,糖企利润回暖,销售改善。目前白糖底部探明,中长期震荡上涨趋势确立。

临近春节长假,为避免假期“黑天鹅”事件以及外盘市场波动对节后行情带来的影响,建议广大投资者尽量轻仓过节,做好风控。此外交易所以及期货公司也将在春节前提高保证金率水平,建议投资者近期合理调配资量,做好头寸管理。 特约记者 杨庆文

让认知链接财富 让财富创造生活