



时间的玫瑰——中国私人财富管理

但斌 2007 年 3 月 4 日在宏观经济预测春季年会上的发言

但斌：谢谢主持人和《证券市场周刊》给我们这样的机会，刚才我在门外碰到了老同事，我看了一下今天在场的都是很专业的投资者。

用生命、时间来换取财富

时间的玫瑰是一个比较有诗意的名字，如果我们活 100 岁，就是 3 万 6 千 5 百天，不可能因为在坐的比别人钱多，比如我们的林园先生、李驰先生，你们钱再多也不可能活 200 岁，就是毛泽东再伟大也只能活到 83 岁，从投资的角度某种意义上说，我们是用生命、时间来换取财富，所以你给时间任何比喻都是恰当的。下面这句话“我看到衬着蓝天的高山、春天里的一片嫩叶……”想表达什么意思呢？就是投资和人生一样，你做投资可能失败，可能遇到困难，但是你不要放弃，要保持积极乐观的心态。“我感到爱永不止息……”“爱永不止息”是基督教的一句话，我的理解，做我们这一行——人品比业绩还重要，在我们和客户签合约时，我通常会说如果投资亏损了，一定是因为我们的专业技术，而绝不会是因为我们的人品，我保证！这也是我们东方港湾投资公司宣传册上的第一句话，我们从事的是一个为信任奉献回报的事业。

通货膨胀对财富的损害仅次于财富创造

下面让我们进入今天交流的主题。（放映 PPT）让我们看看过去 200 年美元购买力的图，在前 130 年当中美元的购买率没有什么变化，但是在过去的 70 年，1930 年的 1 美元到 2000 年只有 0.07 美元的购买力了。假如说一个家族用 200 年的时间积累财富，前 130 年积累了 1 亿美金的财富，后 70 年如果处理不好就成了 700 万美金了，中国有句话说富不过三代，到第三代如果是纨绔子弟，钱也没有了。有的人说我挣到钱了，但是你下一代不一定就可以挣到钱，钱是长腿的，你挣的不一定就永远是你的。

第二幅图，（放映 PPT）这是过去 200 年来的中美 GDP 的比较，1820 年清朝的时候，中国的 GDP 占全球的 1/3，美国只有 3%，但过了 180 年美国 GDP 占了全球的 1/3，中国的 GDP 成了 4%。那么我们想通过这个图表达什么意思呢？就是哪怕你生活在一个从弱小到强大的国家，即便





开始的过程中你的家族积累了很多的财富，但当你的国家达到鼎盛的时候，这个钱也有可能变没的。我们说财富管理不仅仅是拿一笔钱做股票这样简单，它还有很多比人生更丰富的东西。

房子、土地能抵御通货膨胀

在坐的都是专家级的人物，我们这一代可能很容易打理我们的财富，但是如果我们的后代没有能力怎么办呢？我们只需要教给他一样技巧，就是买城堡、土地、庄园、写字楼、商铺等等，就是你可以看到的保值的固定资产。德国有一位铁血总理叫俾斯麦，他不仅在政治上有远见，他在管理自己的财富上也很有成就，他的投资是买德国的森林，能轮伐的森林。土地是经济发展的函数，经济发展了其成果最终一定要反映到地价上，就是整个经济发展一定会在固定资产中得以不断体现。你看（放映 PPT）这是足球明星罗拿尔多面向大海的家，这个房子贬值的可能性很小，是人只要是正常人都想要这样的房子，我跟一个客户开玩笑它只有一个风险——海啸，她说海啸没有关系，我可以保险，我再建就可以了。

推动企业上涨的根本原因

从财富管理的角度，有人喜欢买房子、也有人喜欢古玩、艺术品等等。但这都不是我们的专长，我们的长处是在股票投资。股票投资也有许多种方法有中线、短线的，像我们做投资，主要是从长期的角度来思考，比如茅台，短期看股价的波动和业绩不一致，但是长期看是成正相关的。这是（放映 PPT）沃尔玛过去 30 年的走势图，有的人说我做短线，就是从低点买进高点卖出，在 1972 年到 1977 年这五年间追求这点小波动还有点价值，但是放在历史的长河中是没有任何意义的。就算 1987 年的股灾，哪怕你前一天买入，第二天就跌了 20%，就是这一跌，放在历史的长河中又能怎样呢？追求短期波动也是没有意义的！那么到底是什么推动沃尔玛在过去 30 年上涨了 1343 倍的呢？我们的理解：一个是业务规模，1996 年到 2005 年，沃尔玛从 3054 家店增加到 6141 多家；一个是内生性增长，同店纯利从 100 万美元增加到 179 万美元，所以导致沃尔玛上涨这么多倍的根本原因，是业务规模和企业内生性增长，不是我们说的“庄家”，而是企业本身。

寻找伟大企业的轨迹

从美国过去 50 年统计的情况看，（放映 PPT）那些伟大企业都是我们耳熟能详的企业，比如说菲利浦摩瑞斯、施贵宝、宝洁、可口可乐、百事可乐、惠氏制药等等，关键是看你能不能拿得住，如果能够拿得住，投资在这些企业里面都有很好地回报。我们每天都在看和寻找哪些值得





投资的企业，包括昨天忙了一天跟朋友在交流，都是在寻找伟大的企业。我们可以看到过去 50 年当中容易出现伟大企业的行业主要是消费品、制药、石油采掘；在过去的 20 年当中（放映 PPT），是生物化学、服务、连锁零售、金融服务、房地产、保险；在过去 10 年当中（放映 PPT），也有电子器件等等，但是我们目前比较确认的就是消费品、制药、石油采掘、房地产、金融服务、连锁零售、保险等等。在我们的观念当中，能不能拿到好的股票是投资胜负的关键。

那些能经得起时光考验的企业会有多么不一样的未来！

当然还有更难的——耐心持有。1896 年 5 月 26 日第一次发布的道琼斯指数，由 12 只大股票组成。如果那时有一位老爷爷头将家里的 12 万美元投资在这 12 家企业当中，就算剩下 GE 一家，按 20% 的年回报率，也有 8 千 4 百多亿美金，绝对是富可敌国的，而事实是这 110 年只有一家企业破产了就是美国烟草，你只要持有除美国烟草外的 11 家企业中的任何一个企业都可以是富可敌国。事后看是这样，但如果真坚持了，那么这 110 年一个家族要经历什么样的折磨呢？1914 年到 1918 年，第一次世界大战，股市下跌的没办法，只好关闭了 5 个月；1929 到 1933 年股市跌了 89%，那么这个家族能不能忍受得住？当然还有珍珠港事件、朝鲜战争、肯尼迪遇刺等等，让一个财富穿越上百年的时间是非常困难的，你知道赚钱，但是你能够忍受吗？所以投资最难的是坚持。我们每个月都给客户做一个投资通讯，2007 年 1 月 31 日正好我在写 1 月通讯的时候，上证指数下跌了 162 点，可能比 2 月 27 日大盘跌得少了一点，但是我认为有同样的冲击力。在这一刻我在想，抛售股票的念头不知又充斥在了多少人的脑海里，但历史告诉我们持有并珍藏那些能经得起时光考验的企业会有多么不一样的未来！时间可以改变一切，每一代的财富传承者一定会面临比那刻更艰难的时光。那么能否以镇静和平静面对亏损带来的巨大痛苦，是每一位严肃投资者和财富继承者的责任，想得清楚才能走得更远。实际上投资不是我们之间的比赛，是你自己跟自己比，你自己跟自己的内心比，你自己跟自己的远见比。

选择了一条人迹更少的路

（放映 PPT）这是美国一个很伟大的诗人写的诗叫《未择之路》，大意是：森林里分了两条路，他认为这条路很好，那条路也很好，我想走这条也想走那个，但是很难选择。我想人生也是一样的，在重大的历史时刻你一定要选对路。有的人说我一半做长线，一半做短线，这就好像金庸笔下的周伯通左右手互搏，那么理论上说能做到吗？有可能做到，但是实际上是非常非常困难的。实际上你只有一条路可选，要么做短线，要么做长线。正像诗歌中所描述：一片树林里分





出两条路——/而我选择了人迹更少的一条/从此决定了我一生的道路。做长线我的理解是你选择了一条人迹更少的路，能够抵御一次世界大战和二次世界大战，抵御世间纷繁复杂的状况是非常难的。我见过几位在香港管理家族财富的人，我问他们：你们持有的有没有老辈留下来的汇丰银行的股票？或者是否见过曾有家族有这样的远见？他们说没有。在香港买过汇丰银行的股票，能够一直持有、历经岁月沧桑、繁荣萧条并享受到巨大赢利的人还是非常之少见。所以时间是最有价值的资产，要为长期而买进！我们今天所买入的资产不仅仅是我们自己的，还是整个“家族”的，当然这个家族是打引号的，你可以设立一个家族信托回馈社会。巴菲特一生重仓过 13 只股票，7 个股票赚了 270 亿美金，如果从现在开始让我们一生当中只能买 20 次，超过 20 次就拉出去枪毙，那么你每一次都会很慎重，你会想这个企业能不能穿越整个周期，这说起来很容易，但是做起来是非常困难的。这要求内在的很深刻的东西。

历史的光芒也许可以照亮中国的未来之路

我们许多投资者生在中国，却对自己的国家深怀疑虑，像我们的一位客户说：她敢在美国、加拿大等地长期投资，在中国却不敢！中国的经济基础和企业治理结构是否一定能产生伟大的企业？中国能否产生像美国那样的好企业，这是在中国进行长期投资的基石。按我们的人生阅历以及对中国的理解，我们相信：历史的光芒也许可以照亮中国的未来之路。

按一般的判断实际上是一个共识：在未来 20 年到 30 年的时间里，中国如果没有大的动荡，那么中国的经济规模会超过美国再次成为世界上最大的经济体。那么在这样的国家投资，还是应该有胜出的概率。我在 2005 年底曾写过《中国股市黄金时代来临》的一篇文章，这是结束语，《Value》价值杂志也刊登了，我觉得应该拿出来跟大家分享（放映 PPT）。其实我们都是中国人，对自己的国家有基本的判断，活了半辈子，基本上你的价值观和这个国家的未来是一致的。那么在我们看来，中华民族存在有 5000 年了，这个民族发达过也衰落过，4 大文明当中只有中华文明在重新崛起，从人类历史发展的角度来说，这应该是一个让我们比较自豪的事情，而且中国人从不缺乏创造和积累财富的能力。谈起“财富”，这是当代大部分人的精神寄托，只要有钱，中国人不管这个人品德如何，都会表达稍许尊重。中国人实际上没有什么价值观，就是“钱”。我们说英、美、法等国有一个宗教的情感，他们努力“以上帝的教导和原则”生活，但中国人唯





一的信仰就是挣钱。所以创造积累财富的愿望是非常强烈的，中国很多人人都知道巴菲特，为什么？有钱！世界第二富豪！我的同事去奥哈玛巴菲特生活的镇上开股东大会，问出租车司机他们不知道巴菲特是谁！如果巴菲特是出在中国的某一个地方，我相信方圆几十公里应该是无人不知无人不晓。中国人就是谁钱多就向谁学习，不管这个人的人品怎么样，从这一点来说，我们从来都不担心中国人创造和积累财富的能力，唯一需要的是完备及合理的法律和制度体系。在中国不断走向进步的大背景下，我们学习到的知识告诉我们，无论市场景气还是低迷，上涨还是下跌，长期持有优质企业的股票一定会有对子孙而言卓越的回报。

中国股票市场包产到户的历史意义

另外，我们还要强调的一点就是：（放映 PPT 水乡的农耕景色）中国股票市场正在发生类似 1978 年包产到户的变革。1978 年，原来公社的一亩地一年打 200 斤粮食，承包给农民后打了 1000 斤，积极性调动了起来。（放映 PPT 上海新外滩景色）那么现在的中国股票市场呢？正在发生什么事情呢？IPO 之后，股权分置完成之后，像张裕几位主要高管 IPO 时他们持有的股票，差不多市值在 1 个亿，经过 2006 年差不多涨了 5、6 倍，这些管理者的财富超过了 6、7 亿的身价。这个市场里面原来的游戏规则是——要想获得财富，最好浑水摸鱼，企业搞得越坏越有机会。但是现在只需要把这个企业做大做强就会非常有成就。一个上市地产公司的高管曾给我打电话，让我给他推荐一个涨 50 倍的股票，我说你只需要买你自己的股票。我给他举例说，假如你有 500 万、1000 万的股票，你现在只需要寻找愿意以 8 倍 PE 卖给你地的小房地产的企业主，宏观调控已让他们活得很艰难了，如果可能你采取以地换股的方式交易。二级市场看到你以这么低的价格买来好的资产，股票价格就会上涨，你涨高之后老百姓、企业（包括卖给你地的企业主）人人都赚钱，你现在要做的事，就是把社会上能够拿到的优质资源放到一个企业里面，不断地膨胀。你现在 100 多亿的市值，你做到 6000 多亿，就有 50 倍的回报了，但是这要取决于你怎么做这个企业。所以中国的市场实际上面临着一个非常具有历史意义的里程碑般的时刻。

如果这个推论成立，中国资本市场在未来 10 到 15 年会发生什么事情呢？我想会有很多企业的发展超过我们的想象。比如再说房地产调控，目前的调控我的理解：实际上是国家在帮助中央的央企消除其竞争对手。另外行业龙头企业的诞生，一定是在行业处于困境的情况下才能产生，





如果都赚钱了谁也不会破产不会转卖。之前有些企业虽然资金很紧张，但因为形式好，还在拼命地扩张，当政策来了之后他们做不了，只能把这个市场让给一级企业，所以我们可以看到，在这个过程中，会出现很大的企业，超出我们的想象。那么在这样一个未来 20 年到 30 年，有可能逐渐成为世界第一经济体的国家里面，我认为是金融投资的黄金时期。

千万不要让华尔街跳楼的戏言发生在我们的身上

顺着这个逻辑，实际上在未来的 10 到 15 年之间，现在我们说贫富不均，再过 10 到 15 年一定会更不均，因为这个财富一定会向着有智慧、有远见、愿意负责任的人手里面聚集。以台湾的情况为例，比如 1985 年的时候有三个家庭都有 1 亿新台币，到了 1989 年的时候，如果第一个家庭将钱放在银行里面基本上是 1 亿多一点；第二个家庭如果买了台北市中心最好的房子，那么涨了 12 倍，就是 12 亿新台币；第三个家庭如果买了我们说的国泰人寿，我不是说让大家都去买类似的中国人寿（33.07, -0.13, -0.39%），我只是举例，如果这个家庭买了国泰人寿，4 年的时间涨了 130 倍，就是 130 亿。所以你的钱放在不同的企业、不同的地方，产生的效果非常不一样。比如说买茅台赚钱的，一定是李总这种少数的专业投资者，如果说招商银行（16.3, 0.10, 0.62%）赚钱了，那肯定是惠及大众的，因为一般人茅台不敢买，价格太高，但是招商银行的股票是属于大众的。像国泰人寿是属于大众的股票，我记得台湾当年有好几只股票市值高峰期都超过了花旗银行。在一个泡沫膨胀的时期，当你去尝试资产估值的时候，很可能会丧失很多的机会，但是即便如此我觉得还是应该很理智地判断。当年台湾股市上涨的大背景是货币升值，台币从 40：1 上升到 24：1，当然人民币从 8.3：1 升值到 4.1：1 也是有可能的；另外资产膨胀，和我们现在面临的情况一样；还有就是散户全面参与，我听说虽然前些天股市大跌，但是北京还是在排队开户，极其相似的背景。但即便如此，我觉得还是应该审慎为上，最好能选择那些能经得起时光考验的企业。

当然还有更重要的——假如我们真的处在我们所认为的黄金时代，或者说我们认为这种情况发生的概率很大的话，（原来我在国泰君安研究所工作的时候，现在坐的老同事莫言君先生，老说大概率事件，我对他印象最深的就是这个大概率事件）千万不要让华尔街跳楼的戏言发生在我们的身上。有一个华尔街的投资家在一个股票上赚了几百倍，然后很郁闷、跳楼自杀了，为什





么呢？问大家：为什么呢？因为他只买了 100 股，愧对了这个时代。我跟很多的投资专家在交流，他们老是担心市场调整等等，但又都认同黄金时代这样一种说法，如果真是处在这样的时代，实际上我认为就是买股不动，动也是换一个你认为更好的股票。我的考虑是没有第二种选择的，除非是像我们李弛先生这样的投资家，可能有不同的选择。

你到底要拿什么样的资产伴随一生？

（放映 PPT）这是我选择《生命列车》上的一幅图片，像我们做投资的都是在 30、40 岁才真正开始积累了一定的财富。这个图片上的孩子可以是我们自己，也可以是我们的儿子或者是孙子，当你迈出人生第一步的时候，你到底要拿什么样的资产伴随我们一生？我们希望或者是认同的价值理念是这样的——希望右手拿的箱子里面装的是你们家的房契、不动产、古玩、字画、珍珠、玛瑙，希望左手箱子里面装的是好公司的股权证，但是千万不要走两步就把这个箱子打开换些新的再装进去。你只需要在你人生投资迈出第一步的时候，很慎重地选择，然后持有它，保护好这两个箱子，伴随你一生就足够了。

资本市场是慷慨的，但她只惠及拥有智慧和善于利用他人智慧的人

（放映 PPT）秋天的落叶，人生很短暂，刚才我们的主持嘉宾说起跟“死人”打交道。昨天晚上我们一起聊天，有个朋友说，跟我们聊天收获很大。我说：实际上你只需要跟“死人”聊天，比跟我聊天收获更大。他说为什么？我说：全世界曾经和正生活在这个地球上的有上百亿人，但是真正可以留下著作的人是非常少的，能一代代人流传下来的更少。你从留下著作人的身上学习，你看一晚上这些人的书，一定比跟我聊天收获更大。当然我说的跟“死人”打交道，是看伟大的有思想的人留下的著作，与他们作精神上的交流，比跟我聊天收获更大。资本市场是慷慨的，但她只惠及拥有智慧和善于利用他人智慧的人。

