

价值投资之辩

如今的贵州茅台和格力电器这些股票不断创出新高的逻辑和背景，与当年美国的“漂亮 50”行情如出一辙。这是因为当下，人们看不到新的经济增长点，消费类避险资产成为资产配置的重要需求，待到经济复苏，便光芒不再。

文 | 孙嘉

在股票一级市场上，投资者赚的都是低买高卖的钱，而这低买高卖之法，主要有四种：

一是博弈。当你买入某只股票时，你相信还会有人以更高的价格从你手里买走它，只要你不是最后一个接棒的人。这种博弈需要高智商、好硬、强手法和内幕消息，一般人很难在这种玩法里全身而退。

二是利用市场情绪。利用市场过度强化的情绪来捕捉错误定价的机会，比如 2009 年的恐慌时刻即是一个非常好的进场时机，但可惜这是一个比谁内心更强大的玩法，而且需要良好的风险控制。大部分人不能承受这种心理波动，也没有系统的风险控制能力。

三是利用理解偏差。这种偏差可以是成长性预估过低，也可能是先天的偏见等其他因素。寻找这种偏差需要对商业模式有“众人皆醉我独醒”的眼光和“虽千万人吾往矣”的勇气，再加上一点运气。

四是企业成长的红利。指的是在估值水平没有发生剧烈变化时，由于企业业绩成长而导致的股价上涨。从本质上来讲，就是等待企业未来的现金流兑现。这需要投资者对企业的商

业模式和团队有深刻的认识 and 了解，并且有足够的耐心。

这四种方法，前两种本质上是财富的转移，后两种就是我们常说的价值投资。

“漂亮 50”也是泡沫

近期，A 股市场所谓“漂亮 50”的业绩报喜，带动一众蓝筹股逆势上扬，众人皆喜，这是否就是价值投资理念的变现呢？

回答这个问题之前，还得先了解“漂亮 50”的由来和背景。

“漂亮 50”是美国股票投资史上特定阶段出现的一个非正式术语，用来指上世纪 60~70 年代在纽交所交易的 50 只备受追捧的大盘股。

“漂亮 50”的一个主要特征是盈利增长稳定，同时也具有较高的 PE 比率。人们认为这些公司经营稳健，其股票被视作可以“买入并持有”的优质蓝筹股。漂亮 50 中包含了诸多大家耳熟能详的公司，如可口可乐、陶氏化学、吉列、麦当劳、IBM 等，跨越了近半个世纪，至今仍是行业龙头。

但是，所谓“漂亮 50”行情，本质上也是

一种大泡沫。在1972年，“漂亮50”行情演绎到如火如荼之际，可口可乐、迪士尼等公司的市盈率一度超过70。在道指后来的市场调整中，整个“漂亮50”板块，也遭遇了30%以上的调整。

个中缘由还得细细道来。“漂亮50”行情的核心逻辑是避险。上世纪60年代后期到70年代初，美国刚刚经历过一轮黄金十年的高速发展，股市进入了一个高峰期，这一阶段的华尔街热衷于投资电子股，股票名字里只要包含“electronic（电子）”，不管公司是做什么业务的都会大涨。但伴随着70年代的到来，美国进入了一个滞胀期，外部日本和欧洲的崛起导致了美国贸易开始出现逆差。概念炒作失效，股市陷入了调整，道指一度从900点跌到600点。在这样的背景下，华尔街开始买入所谓的消费行业龙头股进行避险。“漂亮50”行情开始演绎。

在概念股泥沙俱下之际，这些消费行业龙头股，由于业绩相对稳定、流动性比较好，随时方便投资者撤资获利而受追捧。随着80年代第三次科技革命浪潮开始，“漂亮50”逐步退出了历史舞台，成为一个证券史上的名词。

如今的贵州茅台和格力电器这些股票不断创出新高的逻辑和背景，与当年美国的“漂亮50”行情如出一辙。中国股市刚刚经过一轮概念的大炒作，整体流动性有缺陷，新的经济增长点不足。避险成为资产配置的重要需求。

那么只要这种市场环境继续存在，以贵州茅台和格力电器所代表的中国版“漂亮50”行情就将继续演绎。这种市场环境存在得越久，这类股票最后的估值一定会越高，甚至会出现60~70倍PE这样前所未见的情况。

这类股票的见顶标志在于市场经济的有效复苏，新的消费需求崛起，科技的快速发展带来生产力的飞跃。具体观察的信号在于PMI、工业企业利润的复苏和科技的发展。

难以抓住的机会

“漂亮50”仅代表价值投资的表象，但即使我们明白了价值投资的原理，也很难抓住投资机会，这源于人性的弱点。

以腾讯为例，如果有人人在2004年腾讯上市那一天买入这只股票，并持有到今天，他将有450倍的收益。因2004年市场错误理解导致腾讯股票估值偏低，除却理解偏差因素，仅企业利润增长反馈到股价上，也有115倍的收益。

但多数人还是没有选择天天见面的腾讯，而将钱砸向了“乐视”们，为什么？这反映出普通投资者在市场投资中面临的几个弱点。

一是喜欢看图说话，在过去的10年里，打开腾讯的股价走势图，看到的几乎都是三十度向上的趋势。大多数人本能地认为这是高风险的表现而懒于去分析其股价创新高的真正因素。

是喜欢锚定一个过去的数字。每次打开这只股票，股价都会创新高，本能的比对之下，给自己一种“这股票偏贵”的错觉，依旧懒于进一步分析其创新高的原因。

三是过度自信。大多数人都会错误的高估自己，这就好像瑞典90%的司机都认为他们的驾驶技术在平均水平以上。A股股民里，只有10%的人可以盈利，但有调查数据显示，90%的人声称自己可以在股市盈利。

四是习惯性低估复利的威力。过去7年，腾讯股价上涨了10倍，年化收益率38%。很奇怪的是，大多数A股股民觉得7年10倍很厉害，但是每年涨38%并不厉害。就像法国数学家帕斯卡所言：“人类的头脑既是宇宙的光荣，也是宇宙的耻辱。”

所以，对于大多数人来讲，即使认同了价值投资的理念，也会错过价值投资的机会。E

（作者系北京川宝投资管理有限公司CEO）

法国数学家帕斯卡言：“人类的头脑既是宇宙的光荣，也是宇宙的耻辱。”