

价值投资者与绝对收益

■ 孙旭东 尧艳红

最近两年A股市场低迷,沪深300指数在2010年下跌了12.51%。截至2011年11月30日,2011年又跌去了19.40%。在这样的市场环境下,不少投资者开始对绝对收益(指无论股市上涨还是下跌,都要取得正回报)产生了极大的热情。那么,价值投资者应该如何看待和追求绝对收益呢?笔者认为,真正的价值投资者不宜过分追求短期的绝对收益,而要以获得理想的长期回报为目标。

首先,应认识到在短期内(如1年内)不亏损不是不可能,但非常困难。即使是巴菲特这样的投资大师,在执掌伯克希尔公司期间也失过手——2001年伯克希尔每股账面价值下跌了6.2%,2008年更是下跌了9.6%。考虑到伯克希尔是一家业务庞杂的大公司,相当一部分资

产并非以市价计量,巴菲特真实的(证券)投资业绩其实并没有表面上那么靓丽。以2010年年末为例,在伯克希尔3722.29亿美元的资产中,投资类资产仅为1177.11亿美元,只占31.62%。这样的资产结构,无疑会使伯克希尔净资产的账面价值在剧烈的股市波动面前保持相对稳定。另以1974年为例,那一年伯克希尔的每股账面价值增长了5.5%。然而,《滚雪球——巴菲特和他的财富人生》一书中的说法是:“1974年的市场仍然在失败的阵痛中煎熬……伯克希尔的投资组合好像是被裁剪过的篱笆一样,在第二次大萧条中几乎被拦腰斩去1/3。”

其次,与发达国家成熟市场相比,A股市场上投资者短期内取得绝对收益的难度要大得多。2001~2010年,上证

指数上涨了35.43%,标准普尔500指数则下跌了4.74%。看上去A股投资者更加幸福一些。然而,在这10年中,标普500指数只有3年下跌,年最大跌幅只有38.49%。与之相比,上证指数却有6年下跌,而且年最大跌幅高达65.39%。A股投资者要想在任一年度内都取得正收益谈何容易?另据学者们的研究,中国股市的股份同步性(即“同涨同跌”现象)非常高,投资者在熊市时找到不跌反涨股票的难度要比世界上其它市场大得多。此外,海外的绝对收益基金通常会通过卖空、期货、期权、衍生品、套利等手段来追求绝对收益,相比之下,A股市场上这样的投资工具还不够多、不够成熟。不过,即使是在这些工具发达的美国市场,巴菲特也对做空和衍生品敬而远之,虽说它们可能在熊市时为投资者带

来斩乱麻。不但把宝贵的资金收回,更能使投资者从失败的心理阴影中解放出来,通过休息的方式调整好心态,为下次操作的成功奠定资金和心理的基础。二是严格的止损纪律可以避免投资者一失足成千古恨。根据笔者对很多失败投资者的了解,一旦出现套牢,经常出现一路补仓的操作,把错误无限放大,所以笔者不赞同短线投资者出现亏损时进行补仓操作。三是止损设定后就具有了追高的底气。

止损操作容易走入的误区。有人认为只要不卖,亏损就只是账面的,将来或许还会涨回来。这是自欺欺人的想法。先不说将来是不是还可以涨回来,

就算可以涨回来,其间也为此付出了很大的机会成本,包括牺牲的资金时间价值。实际操作中这是很多人最常用的方法,非常遗憾它却是最为糟糕的操作方法,采用此种操作方法的投资者在一个较长时间段内很难成为赢家,而且很有可能一次失败就会消耗掉若干次成功的成果,甚至全盘皆输。

更多的人是到了止损价后优柔寡断,掩耳盗铃地给自己找若干持有的理由,如跌的差不多了、这支股票具有长期投资价值等。首先,在一个下跌市场中底在何方谁也说不准,所谓的“上升不猜顶、下跌不猜底”说的就是这个道理。此外,如果是因为判断其具有长线投资

价值而持有,那一定是事前就选择做长线,而不是事后给自己找借口。

止损后想马上扳本,快速地进行下一次操作也容易使人犯错误。巴菲特说过一句话:“在大赚和大赔之后需要休息。”在休息的过程中可以调整好自己的操作节奏,能为提高下一次操作的成功率奠定基础,还可以迫使投资者通过休息调整好自己的心态。天道酬勤,股道不酬勤,对于绝大部分投资者来说,没有节奏的频繁操作未必会使资金增值。■

(作者单位:云南财经大学金融学院证券投资系)

责任编辑 刘莹

来正收益,但其与生俱来的高风险还是会令保守的价值投资者望而生畏。

再次,价值投资者应着眼于长期收益,不拘泥于短期得失。仍从上证指数和标普500指数的比较谈起,既然10年来投资上证指数的涨幅要远远高于投资标普500指数,那么,我们为什么要对这10年中上证指数下跌的年度更多耿耿于怀呢?

读伯克希尔的年报,我们会发现巴菲特更注重相对收益——伯克希尔每股账面价值的变化VS.同期标普500指数(含股利)收益率的游戏已经玩了四十多年,而且乐此不疲。巴菲特早年曾这样阐述他的业绩目标:“我们致力于扩大合伙基金相对于道琼斯指数的长期优势,而不关注基金某一特定年份的绝对收益。在我看来,如果道琼斯指数下降25%,而合伙基金仅下降15%,这样的结果比基金和道琼斯指数同步上涨20%要好得多。”之所以会这样,是因为巴菲特对美国有信心,他相信从长期看未来一定会更好。既然如此,那么战胜指数也就意味着会取得好的长期投资收益。

巴菲特和他的搭档查理·芒格对中国同样有信心。事实上,中国自实行改革开放以来经济增长速度远超美国。中美两国经济增长速度的差异在股市上也有所体现,与1990年年末相比,上证指数2010年年末收盘价上涨了21.01倍,同期标普500指数只上涨了2.81倍。在可以预见的未来,中国的经济增长速度仍将高于美国。因此,我们完全有理由和巴菲特一样追求长期收益。

从表面上看,另一位价值投资大师塞思·卡拉曼与巴菲特的态度迥异,他极度反对注重相对收益的做法。然而,如果认真阅读他的著作,会发现从本质上而言他反对的是注重短期业绩,提倡的是追求长期回报。卡拉曼认为多数机构投资者是在就短期相对回报展开竞赛,他们在任何时候都满仓,然而“追求长期回报的投资者则不同,只有当投资

符合价值投资的标准时,他们才会进行投资。只有当获得的机会不仅数量充足,而且都非常有吸引力时,他们才会选择满仓投资。”由此来看,如果我们为了追求长期收益,在符合价值投资买入条件时买进了股票,即便随后股市继续下跌,账面上出现亏损甚至较大幅度的亏损,也不能认为是违反了价值投资的原则。在这一点上,卡拉曼和巴菲特在本质上并无分歧。

巴菲特早年经营合伙企业时没有一个年度是亏损的,然而,这并非是他特意追求的结果。那时,他将投资分为三类:Generals(低估值类投资)、Workouts(套利类投资)和Control(控制类投资),后两类投资的表现很大程度上与指数没什么关系,也是在熊市取得正收益的功臣。对一般投资者来说,控制类投资是做不了的,那么可借鉴的就是套利类投资了。问题是,套利的收益率并不高。巴菲特1962年报告的总结是——如果剔除借款所带来的好处,这类投资的年化收益率一般在10%~20%之间。笔者计算了一下,巴菲特合伙企业1957~1962年的平均收益率为26.0%,也就是说,从中长期来看,套利类投资其实是拖了合伙企业收益率的后腿。因此,套利在巴菲特心中的地位并不高,他认为套利只是比国库券的收益要高,而且可以令他抵御可能放松长线投资标准的诱惑。更进一步说,指望在熊市期间通过套利等手段来获取正收益,其实是通过猜测股票市场的走向进行资产配置,是非常不明智的行为。

最后,切莫因追求所谓的绝对收益而放弃价值投资原则。这两年,A股市场上有一些投资者取得了正收益,而一些知名价值投资者的投资业绩却惨不忍睹。但如果原本是价值投资信徒的投资者因此而放弃了本应坚守的价值投资原则,那就大错特错了。

在市场低迷的时候,有些不符合纯正的价值投资原则的行为可能取得不错

的短期业绩。如:趋势投资——空仓或者轻仓,直到市场形成了明显的向上趋势才买入股票;买入或持有下跌时B值低的股票,这些股票或是因为业绩波动小甚至能在经济低迷期还保持一定的增长,或是因为有机机构投资者抱团取暖,或是兼而有之,在市场下跌时股价表现良好,但未必低于其内在价值或只是略低于内在价值。然而,真正体现价值投资本色的行为应该是抓住熊市提供的良机勇敢地买入那些股价远远低于其内在价值的股票,且越跌越买。

从某种程度上说,在中国做价值投资比在美国更有利——因为股价波动幅度更大,投资者可以以很低的价格买入股票,然后以很高的价格卖出。问题的关键在于,你是否能够在股市下跌时不畏手畏脚?买入股票后能否对仍然下跌的股价保持从容淡定?能否在股价达到甚至高于其内在价值之前不动如山?能否在股价过高时还保持一份清醒?如果这些都能够做到,那么获得理想的长期投资收益几乎是板上钉钉的事情,又何必在乎(像1年这样的)短期之得失?

在中国做价值投资需要良好的心态,而国人的心态却往往浮躁。不过,价值投资者本来就是要在别人恐惧时贪婪,在别人贪婪时恐惧,如果做不到这点,那就不是合格的价值投资者。

(作者单位:北京群鲤投资咨询有限公司 诚信外语学校)

责任编辑 刘莹

