

各类投资风格解读|长线•大鱼第 14 期

价值投资又重新受到了青睐。在股市狂热中，仅有少数投资者能够习惯性地寻找价值被低估的股票，大多数试图在市场上冒险的投机客蒙受了巨大损失，而价值投资者却得以幸免。虽然在短期内，冒险投机者似乎赢得了不错的收益，但长期来看，价值投资者还是更能占得先机。

尽管价值投资的理念正在复苏，但是还有很多人对其缺乏清晰的理解。希望本文能厘清这一概念，对投资者有所助益。

目前流行的**投资风格**有五种：

1、价值型投资

价值型投资者依靠对公司财务表现的基本面进行分析，进而识别市场价格低于其内在价值（即公司未来现金流的当前价值）的股票。这一策略的历史可以追溯到 20 世纪 30 年代，由本杰明·格雷厄姆和哥伦比亚大学的戴维·多德率先提出。因为伯克希尔-哈撒韦公司的 CEO 兼总裁沃伦·巴菲特对其推崇备至，该策略自 20 世纪七八十年代以来风靡一时。

2、成长型投资

成长型投资者力图寻找那些营收具有很大的潜力、可迅速扩张其内在价值的公司的股票。投资人兼作家菲利普·费雪在 20 世纪 50 年代首创了这一价值投资策略的变体，而麦哲伦基金的基金经理彼得·林奇则在 80 年代将它发扬光大。

3、指数型投资

指数型投资者买入能够复制较大的细分市场（如标准普尔 500 指数）的股票。格雷厄姆认为这种选择股票的策略适合防守型的投资者。20 世纪 80 年代，先锋基金的创始人约翰·博格使这一策略流行起来。

4、技术型投资

技术型投资者使用图表手机那些标示涨跌预期的市场行为信息、市场走势和其他动态指标。技术分析的大师是《投资者商业日报》的创始人威廉·奥尼尔。这一策略在 20 世纪 90 年代晚期被广泛应用。

5、组合型投资

组合型投资者首先明确自己的投资风险偏好，然后构建一个具有相应风险的分散化的证券组合。投资组合理论最初出现在 20 世纪 50 年代，并在 70 年代经过了多位诺贝尔经济学奖获得者的优化。该策略在 70 年代早期经由普林斯顿大学经济学家伯顿·马尔基尔的名著《漫步华尔街》一书介绍后一直广受欢迎。

不同理念催生不同交易策略

所有投资哲学的核心问题都是关于价格和价值的关系。价值型投资者和成长型投资者认为价格和价值是不同的；指数型投资者对自己能否搞清楚两者之间的关系持怀疑态度；技术型投

投资者只对价格而不是价值感兴趣；组合型投资者认为价格就是价值。

这些不同的理念也催生了不同的交易策略：

- ◆ 价值型投资者搜寻那些价格低于价值的公司的股票。
- ◆ 成长型投资者寻找那些在短期内的成长将揭示公司应有的价值，并引发当前股价调整的股票。
- ◆ 指数型投资者认为最安全的策略是买入能很大程度上代表整个市场的那些股票。
- ◆ 技术型投资者寻找那些能快速以高价卖出的股票。
- ◆ 组合型投资者相信因为价格和价值是相同的，所以价格的变化反应了风险，而投资者应当选择一个自己认为合理风险水平的证券组合。

投资风格要点

风格	代表人物	价格---价值关系	要点
价值型	格雷厄姆/多德/巴菲特	变化但可知	专注于价值，寻找价值高于当前价格的股票
成长型	费雪/林奇	变化但可知	专注于成长，寻找价值上升速度比价格上升速度快的股票
指数型	博格	不确定和不可知	忽略价值和价格的关系，在市场上随波逐流
技术型	奥尼尔	可能存在一定关系，但无关紧要	专注于价格走势
组合型	马尔基尔	相等	以价格---价值为风险尺度，确定相应的风险偏好

价值型投资和成长型投资在策略上有重合之处，它们对价格---价值的关系持有相同的观点，但在看待未来的角度上侧重点不同。价值型投资强调已知的价值，并将其和价格作比较；成长型投资强调成长所带来的价值增长，并将其与价格作比较。从这个意义上说，成长型投资和价值型投资如同一对表兄弟，它们的追随者均认为，投资分析师是能够得出股票的价值并将其与价格进行比较的。

指数型投资策略是为那些不能或不愿做上述工作的投资者所准备的。采用这种策略无需专业的分析能力或做额外的功课，投资的回报是整个指数的表现而不是遴选出的某一股票。价值型和成长型策略的拥趸认为该策略适用于那些缺乏分析技能或精力的投资者。

技术型投资策略试图预测投资者对股市前景的预期，并通过探究股价历史数据中的模式来建立这种预测。从某种意义上说，这并不是—种投资策略，而且它的时限也太短，不能构成

真正的投资，所以这种策略对那些富于理性的分析师来说并没有吸引力，它会在股市持续走高时使人沉醉其中，从而丧失应该有的判断。20世纪90年代就是人们在股市中酩酊大醉的时候。

有一种被称作“动量交易”的技术型交易在20世纪90年代很普遍。当最受瞩目的股票上涨时，其吸引力会进一步加大，采用这种策略的投资者会错误地认为自己是英明的炒家。很多人在弹冠相庆时，甚至都不清楚自己买入的公司是干什么的，是不是在盈利，更不要说去看一下这些公司的财报。在大概5年的时间内，大部分股票都在上涨，即使是那些已经摇摇欲坠的公司；沾沾自喜的情绪到处蔓延。

这期间，很多新的投资者被股市吸引而下海，尽管他们还读不懂企业财报，更不知其中的基本要素，即便是投资的老手也禁不住随波逐流，去相信传言和错误的主观判断，而不是基于事实和分析。菜鸟投资者从来没有听说过价值投资的概念，而很多有经验的投资者又迷信地认为所谓的“新经济”已经使这一概念变得如化石般古老。其实我们不难发现，历史上有很多类似的时期，其中最广为人知的是20世纪20年代，其顶峰就是1929年的股市大崩盘。

正是这次经济大萧条催生了本杰明·格雷厄姆和戴维·多德的价值投资理念。20世纪20年代后期，由内部消息和主观判断驱动的组合管理技巧构成了当时投资圈的主要特点，而格雷厄姆通过宣扬一种理智的投资策略框架，提高了投资者的自制力。虽然他的价值投资理论蓝本仍然处处依赖投资者的个人判断，但是却给他们提供了一个坚实的基础。

组合型投资策略则是在提供这种理性的投资策略框架方面走的更远。这种策略的一个基本假设是价格和价值是相等的。在有效市场理论的基础上，存在这样的可能性，即通过组合一揽子分散化的证券，可以消除与其中任何一只证券有关的特定风险。价值投资者对有效市场理论、该理论所宣称的价值和价格的同一性表示怀疑。价值型投资者的投资记录本身就是组合型投资理论存在薄弱点的重要实证。因为有很多成功的价值投资者，有效理论的支持者无法忽视他们的存在，而且市场上有太多的股票，其价格明显高于或低于其价值，这也使得有效理论难以变得完备。

“价值投资”的内涵

价值投资者认为股市是不可预测的，不管是短期还是长期。基于过往的表现和现有的信息，人们能够较为合理预测的最多不过是较长时期内公司业务的大致表现。价值投资者要做的就是分析这些信息以确定价值，并将其与股价相联系。

● 价值投资的信条

从某种程度上说，价值投资是一种心态，其特征是能够习惯性的将股票的价格和其背后企业的价值联系起来，基本面分析的基本原则是其常用的工具。价值投资策略源自三个信条。

第一个信条是本杰明·格雷厄姆的“安全边际”原则。该原则要求保证将要买入股票的价格显著低于其大致的价值。要明确这一点，投资者需对公司的业务进行全面的分析。首先，价值型投资者要做的是筛选潜在的投资对象，筛选的大致原则是投资者能够理解公司业务运作并能对其作出评估。

第二个信条---定量化。这一信条是由约翰·波尔·威廉姆斯提炼的。价值投资的这一定量化的信条要求**按照现有数据，保守地估计出公司未来的现金流，并计算出当前的价值，即公**

司的**内在价值**。这一原则把握了一个直观的逻辑，即今天投资者手中握着的一元钱在将来的价值应高于一元。

第三个信条---定性化。这一信条是由菲利普·费雪贡献的。该定性化的信条要求投资者孜孜不倦地寻找那些展示了良好长期前景的公司。具备良好前景的特征是公司建立起某种业务**特许权**，如拥有忠诚的客户群、令对手难以匹敌的品牌认知度和令人敬畏的**市场营销能力**等。与此相关联的，还应同时拥有能够将这些特权转化为对公司股东回报的**高质量的经理人团队**。

沃伦·巴菲特是以上三个信条的集大成者，巴菲特践行了一套完善的价值投资方法。

● 价值投资的奠基者

人物	贡献	主要观点	著作
格雷厄姆	价值投资之父	安全边际；关注资产负债表；价值投资的10个要点	《聪明的投资者》《证券分析》和《上市公司财务报表解读》
费雪	定性研究，成长的作用	零散信息的收集；有关成长的15个要点	《普通股票与不普通的收益》
威廉姆斯	现金流折现分析	关注现金	《投资价值理论》
巴菲特	集成者	能力范围；业务分析	《巴菲特致股东的信》

格雷厄姆：价值投资之父

格雷厄姆和戴维·多德合著的《证券分析》则更详尽深入的阐明了价值型投资策略的架构，强调了资产负债表（资产和负债）对决定企业价值的重要性。其他作者关于该经典主题的著作中还会强调利润表（营收和开销）分析对估值的重要性。

有些批评者认为格雷厄姆的著作已过时，因为它强调的业务停留在以铁路、基础设施和重型装备制造为代表的工业化时代，而且格雷厄姆把精力集中在资产负债表和固定资产价值上。而当代企业的业务模式更依赖于无形资产的贡献，投资者更看重资产产生的现金流，而不是这些资产在资产负债表被赋予的价值。

当代企业所涉及的资产类别也更为广泛，它们对有形和无形资产的依赖程度也千差万别。对企业来说，知识产权和专利的价值往往超过了传统的工业资产的价值。

尽管如此，格雷厄姆的核心原则还是有效的。其理念的基石仍然是“安全边际”---只支付远低于其价值的价格，以避免在资本市场的重大损失。其主要目的是节省资本。支付过高的价格会导致要承受由于市场恶化以及公司经营状况起伏不定而产生的额外风险。

格雷厄姆将投资定义为一种经济态势，基于一定的分析，其必须能保证本金的安全和足够的回报（最少也要等于通货膨胀率）。格雷厄姆将任何其他的做法都看做投机行为。

为降低风险，格雷厄姆认为可选择的理想投资对象应满足如下条件：以盈利计算的回报率应不低于高评级企业债券回报率的两倍，并且企业当前的市盈率应该低于过去5年内最高值的一半。

费雪：注重成长的先锋

相对公司的管理质量或业务环境，格雷厄姆更注重对公司的财务分析。费雪则扩大了基本面分析的范畴，并将这些方面的内容纳入了分析的重点。管理水平对成长中的公司很重要，而对那些正在经历着业务的快速转型以及采纳了心得风险管理和商业策略的公司尤其重要。

费雪看重品牌开发、改进产品包装等策略所创造的价值、经济商誉以及产生高于业界一般水平的资本回报率的能力。这种能力在全球化时代变得更加重要，因为某个品牌可以在世界范围内产生影响，并作为新产品发售的平台。

费雪强调，即便一个公司的市价可能低于其内在价值，对其进行投资仍然不见得是一个好的选择。一个公司的价值可能会由于非常合理的原因而被低估，如糟糕的管理。

费雪提出了识别成长型公司的 15 个要点，其中包括公司的潜在市场是否足够大，能否足以支持多年的销售增长。

威廉姆斯：现金流的角色

一家公司、一只股票或者任何经营性资产的价值都是其未来现金流的当前值。威廉姆斯对这一点做了深入阐述，并由此发展出当今最流行的定价方法——现金流贴现分析。但是，这一方法流行的背后，却隐藏着一个重要的事实，即价值虽然容易定义，却很难测量。

投资应该是一个精心地确定所付价格低于所获价值的过程。只有投资者才会支付一个高价格，然后指望将来的增长会使价值高于自己当初所付的价格。

成长也不能直接和价值画等号。营收的增长可能意味着盈利的增长，但营收的增长往往也伴随着成本的上升，而且有时成本增长的速度会快于营收的增长。只有当营收增长速度高于成本增长速度时，成长才会带来价值。

巴菲特：集大成者

沃伦·巴菲特将以上观点融合在了一起。价值投资包括对在投资者能力范围内的公司进行分析，以便找出那些与资本的成本相比回报率较高者，然后再从中找出价格最低的进行投资。

● 价值投资者养成记

价值投资很有挑战性，判断企业的质量和对其进行估价是不同的。很多好奇的投资者，当他们了解了价值投资的必要条件后，选择了更适合时间紧张的投资者、当代版本的智慧型投资策略：指数基金。指数基金投资大师约翰·博格曾调侃道，价值投资只是前景排在第二位的投资策略。对于不能满足价值投资的必要条件的人来说，博格的调侃是有道理的，而对具备价值投资知识的人来说，不存在比价值投资更好的方法。

价值投资并不是高智商人士的专利，并不需要门萨俱乐部（号称世界顶级智商俱乐部）成员水准的天才。但是，它需要常识和良好的判断力，而且应用这些能力也依赖于建立一个经提炼过的智力框架，以帮助投资者克制情绪上的冲动。实践者应该根据自己的需求，因地制宜地建立这种框架。

价值投资还包括了某种智力上的好奇心。价值投资的信徒更倾向于对“新”的观点产生兴趣，他们阅读关于业务分析和投资方面的书籍。考虑到无论主题是什么（包括投资），都没有哪

一本书能够面面俱到，广泛阅读是很重要的。

随着经验增长，读者的投资知识会日渐丰富，价值投资作为一种基本的理念就会变得越来越清晰。通过运用一种冷静、慎重和富有逻辑的方法来研究价值投资的原则，读者会建立一种远见和心态，使其不再仅仅是一种单纯的工具，更是一种哲学。工具是重要的，但是建立一个智力基础，才是登堂入室的标志。

价值投资者的心态是开放的，他们不是按部就班的技师，也没有一成不变的答案。他们只奥未完成某一工作需要什么样的工具，这种知识来自对历史、商业、会计准则、良好的判断力、基本的心理学和理解某一特定业务所需的专门知识（如保险行业所需的精算知识、时尚用品所需的消费者喜好和媒体公司所需的信息偏好等）的把握。

来源：《价值投资原理与实战》，（美）劳伦斯 A.坎宁安 著；王勇、董方鹏 译。