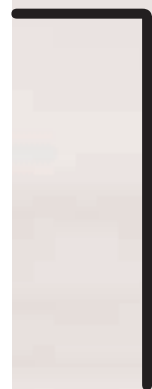


Truth of Value Investment



寻找价值投资的真相

责任编辑_张丽

巴菲特的失误虽然导致哈撒韦公司产生损失,但对于投资市场却是一笔宝贵的财富。巴菲特追高买进康菲石油公司股票的行为,本质上是在进行趋势投资,背离了其价值投资的原则,这才是问题的根本所在。因此,他的失误也让更多投资者开始重新审视,什么才是真正的价值投资?市场是否还需要价值投资呢?相信无论怎样,市场都少不了信奉价值投资的人,因为企业的价值永远存在。

大师也会犯错

文_曹中铭

“股神”巴菲特的投资活动，一直就颇受关注。巴菲特之所以被称为“股神”，主要在于其投资上的成功。他以独到的眼光，不同寻常的嗅觉，再加上其坚持价值投资的理念，成就其“股神”的英名。

但是，“股神”毕竟是人不是神，巴菲特也有失误的时候。2月28日，巴菲特旗下的伯克希尔·哈撒韦公司公布的年报显示，2008年第四季度其投资收益为1.17亿美元，比一年前的29.5亿美元下降96%，全年业绩也创下六年来新低。自巴菲特1965年接手以来，哈撒韦公司只有在2001年和2008年出现账面价值下跌的情况，其中2001年跌幅为6.2%，2008年则为9.6%。因此，巴菲特2008年投资的“糟糕记录”创出了他掌舵哈撒韦公司以来的“新低”。而“股神”也在致股东信中承认，2008年他在一些投资时机上没有把握对，给公司造成数十亿美元损失。

巴菲特2008年所出现的最大失误是在油价接近历史最高位的时候，增持了美国第三大石油公司——康菲石油公司股票，因为那时他还没有预料到能源价格在2008年下半年会急剧下降。另外，巴菲特还花2.44亿美元购买了两家爱尔兰银行当时“看起来很便宜”的股票。结果到2008年年底为止，两家银行的股价狂跌89%，而且股价自2009年以来还在下滑。

金融危机风暴的袭来，就连“股神”也未能幸免。实际上，哈撒韦公司2008年账面价值9.6%的跌幅，与标准普尔指数27.4%的跌幅相比已是大大领先。尽管

如此，市场还是将关注的目光投向了哈撒韦公司业绩的缩水与账面价值的跌幅上。

巴菲特因为投资中石油H股获得巨额收益而为国内广大投资者所熟悉，他以1.10港元到1.67港元不等的价格大量买进，又以11.26港元到13.89港元不等的价格将所持中石油H股悉数抛空，体现出“股神”价值投资的思路。但是，高位追进康菲石油公司的股票，无形之中是巴菲特放弃了自己所坚持的价值投资法则。因此，从这个意义上来说，“股神”的失误是其没有坚持价值投资的结果。

国内A股市场上，价值投资理念自证券投资基金问世之后，便为诸多投资者所接受。但到底什么才是真正的价值投资，包括基金在内的投资者心中亦是一本糊涂账。在价值投资的大旗下，曾经的“五朵金花”绽放过，“二八现象”甚至于“一九现象”上演过，但在前几年的大牛市行情中，所谓的价值投资却沦为基金投资理念的一块“遮羞布”。当股指处于5000点之上时的“拼命骑马”，当市场已不存在真正“价值洼地”时，基金并没有停止吹大股市泡沫的步伐，其结果必然是，股指以下跌作回应，个股以暴跌来实现估值的回归。

其实，巴菲特的投资失误虽然导致哈撒韦公司产生损失，但对于市场来讲，却是一笔宝贵的财富。巴菲特追高买进康菲石油公司股票的行为，本质上是在进行趋势投资，但却背离了其价值投资的原则，这才是问题的根本所在。

国内A股市场投机之风盛行，显然与股民的投资理念密切相关。是奉行价格投机，还是坚守价值投资，“股神”巴菲特的投资失误，已经给出了答案。■

去伪存真，明明白白做投资

文_曾星智

真正的价值投资可以取得长达几十年的持续成功，并且是值得所有投资者学习的。但是大部分的价值投资者都没有真正地对价值投资进行思考、学习和实践，而是人云亦云，或者是陷进拙劣摹仿的死胡同里。虚假的价值投资者存在着几大问题：其一，仅仅局限于证券投资进行学习，而没有跳出来，从金融、经济、商业、社会、哲学等多视角对投资进行思考；其二，把价值投资局限于股票本身，而不是从商业投资角度去关注企业；其三，价值投资思想几十年来都在发生变革，因此要从源头开始，跟踪投资思想的变化，并吸取最新的投资智慧。

用现金流锁定投资标的

在几十年前，尤其是格雷厄姆的价值投资思想诞生的20世纪30年代，企业市场价格极低，经常出现破产、清算的现象，所以价值投资者可以根据内在价值作为企业真实价值的判断标准，然后在清算时立刻获得市场价格与内在价值之间的差价收益。成长型投资思想的出现终于将企业价值的判断从静态（现有价值）的思维，推到了动态（未来价值）的角度。这种投资思想抛弃了账面价值、内在价值这些静态的对企业现有价值的依据，而把对企业价值的判断放到了动态的、未来可获得的收益价值上。假设我们对一家企业投资了100万元拿到了10万股（每股10元），预计这家企业每股年收益是1元，那么如果以后十年每股收益不变的话，十年时间我们就能赚取和成本一样的利润。企业未来几年的每股收益就是企业的未来现金流，企业可以通过分红或者再投资来获得未来现金流。

以上面这个例子来计算，我们对这家企业每年的投资收益是10%，需要十年才能赚回和成本一样的利润。如果我们原始投资的100万元本身是来自于其他渠道，当然这些渠道的资本是需要成本的，如果来源的成本高于10%，那么我们对上面例子中这家企业的投资，即使每年有10%的利润也是亏损的，因为投资回报低于资金成本。所以，除非这家企业每年投资收益率在未来几年内能够高于现在的10%，否则我们的投资就是失败的。

从未来现金流的角度对一家企业价值的判断，最看重的就是这家企业能否在未来几年取得符合预期的收益和投资回报率。如果这家企业未来几年的每股收益和投资回报率增长的越高越快，那么它的未来现金流也就越多，企业的价值也就越大。反过来，如果这家企业未来几年的每股收益和投资回报率增长的越慢，甚至下滑，那么它的未来现金流也就越少，企业的价值也就越小。

审视套利空间

价值投资是利用企业未来的价值（未来现金流），与企业现在的价格（市场价格）之间的差价进行套利的一种投资方式。从套利的思维角度来进行价值投资，就出现了两个方向：一是寻找未来的价值（未来现金流）越高的企业；二是寻找现在的价格（市场价格）越低的企业，这两者都可以使得套利空间更大，投资利润更大。

有的时候，未来现金流高和现在市场价格低没有同时出现，那么根据巴菲特的经验教训，就不能偏向后者，而应该偏向前者了，也就是芒格所说的：宁愿以合理的价格购买好企业，也不要便宜的价格购买坏企业，因为未来现金流是会动态变化的。好的企业可以获得越来越高的年每股收益和投资回报率，也就是获得越来越多的未来现金流，使得企业的价值不断受到越来越好的重新评估，那么这家企业现在与未来之间的套利空间就会变大，投资的价值也就更大了。

TRUTH OF VALUE

为投资找寻安全边际

价值投资者往往对那些未来现金流很难评估的企业束手无策，因为受到了此种投资方式本身的局限。比如，对于一个新兴行业，如现在的3G行业，他就无法评估出这个行业内的企业未来能够取得多少现金流。又比如，对于一个周期性强烈的行业，如有色金属，因为企业的每股收益变化经常出现大幅波动，所以它未来几年的现金流同样难以评估。即使是对于一些未来几年发展比较稳定和可预期的企业来说，我们对它的价值也只能是一个模糊的判断。所以，价值投资对一家企业价值的评估，绝对不可能是一个精确的数字，而只能是一个大致范围。然后我们再依据这个大致范围来考察它的现在价格，看看两者之间是否存在较大的套利空间。比如，巴菲特购买中国石油时，他预估出这家企业价值1000万美元，而当时市场价格

只有300万美元，所以这两者之间就存在近3倍的套利空间。

如果评估出来的企业价值（未来现金流）远远高于企业现在的价格，那么差价越大，价值投资所拥有的安全边际也就越大。如果评估出来的企业价值稍微或接近于企业现在的价格，那么差价越小，价值投资所拥有的安全边际也就越小。更有甚者，如果评估出来的企业价值低于或远远低于企业现在的价格，那么差价越大，价值投资所承担的风险也就越大了。所以安全边际就是保证进行价值投资时，可以使我们对未来模糊价值的评估有一个充分的缓冲空间，使得我们即使犯了一些错误，也可以避免损失并保护套利空间。也就是说，这个安全边际就是在对企业未来的价值与现在的价格进行套利时，尽量使差价越大越好。巴菲特在进行

投资时，对这个差价最低的要求是70%，也就是市场价格最少要比他评估出来的企业价值低30%，这个0%—30%之间的安全边际，就算万一发生评估错误或者意外，也能够保护好原始投资的资本。

还有一种双保险的安全边际方法，就是使用可转换优先股或者可转换债券，这也是价值投资者在熊市时经常使用的方法。这种可转换证券的优点在于，即使股价进一步下跌，只要不出售，也可以保证每年约8%—10%的收益。而一旦股票达到转换要求的价格，又可以把可转换证券换成股票，直接套取收益。可转换证券同时具有了债券的安全性和股票的收益不封顶性。但是一般只有大额资金的投资者、投资公司，在某些企业急需融资时才会有这样的投资机会，比如2008年巴菲特对高盛的投资。

想套利？看准市场的“负反馈”吧！

“正反馈”和“负反馈”的力量是市场在任何时间同时存在的两种力量，它们的相互作用推动市场不断变化。假设投资者看到市场在持续上涨，于是也加入到看涨买多的行列；或者看到市场在持续下跌，于是也加入到看跌卖空的行列，这就是“正反馈”的力量。假设投资者看到市场在持续上涨，于是产生逆反心理，预期快涨完了而加入到看跌卖空的行列；或者看到市场在持续下跌，于是产生逆反心理，预期快跌完了而加入到看涨买多的行列，这就是“负反馈”的力量。价值投资是利用市场下跌时在“正反馈”的推动下，获得一个非常低的市场价格，逐步进行购买，然后再利用市场“负反馈”的推动，使得价格重新回归。因为价值投资利用市场的这种特殊性，所以买入之后可能还会有更低的价格，跌得越多会买得越多，但前提是评估出来的企业未来价值要与现在市场价格有着高安全边际的差价空间。接下来，价值投资者就需要等待几年的时间，等待市场的“负反馈”力量战胜“正反馈”力量，使价格慢慢回升，此时企业的现在价格与未来价值逐步趋向一致，正是投资者实现投资收益的时候。■

利用价值投资缺陷进行投机

文_曾星智

忽略安全边际和合理价格的结果是无视企业的市场价格，在市场价格高昂的时候依然进行投资，这当然是伪价值投资者。同样，忽略优秀企业的结果是无视企业未来创造的现金流，对一些无法持续稳定地创造未来现金流的企业依然进行投资，这也是伪价值投资者。企业的未来现金流是一家企业在未来一段时间内所创造的净利润，也可以说是企业价值，这里的关键词是“未来”。但是“未来”是动态变化的，受多种因素影响，而且这些因素同样是不确定的，或者说各个因素的重要性无法确定，这就使得我们无论用哪一种方法进行企业估值，最后得出的都仅仅是一种对“未来”的假设而已，这就是价值投资的根本缺陷。

稳定发展的企业越来越少

真正的价值投资者要从几千家上市企业中，寻找一些未来可以保持稳定发展而且有较高投资回报率的企业。以国内A股市场来看，沪深两市近1500家上市企业中，符合真正的价值投资者要求并值得长期关注和研究的企业，可能只有1%。这里就出现了一个非常严重的问题：投资公司和投资者使用价值投资方法时，不会想到只运用1%的上市企业，而是把这种方法扩展到所有的上市企业中。这种对价值投资方法脱离其自身局限的滥用，使得价值投资不仅没有成为一个好的投资方式，反而会促成投资的失败。当整体经济环境和市场环境发生变化时，企业原有的稳定性和持续性都将遭遇从未有过的冲击，这也是对传统价值投资最严峻的挑战。

资本经济时代的企业发展

全球的经济正在从传统的商业经济时代迈向全新的资本经济时代。在传统的商业经济和市场经济中，如果一家企业拥有了优秀的商业模式、充分的市场份额，那么这家企业就基本能够保持稳定的发展。在新经济形式下，企业的发展受资本流动市场、金融货币市场、证券虚拟市场的影响日益加大。目前企业的规模越来越大，企业无法像传统时代那样使用自有资金进行发展，必须动用金融工具进行融资和投资，这使得企业受金融和货币市场的影响越来越大。还有，当证券虚拟市场发生变化时，企业进行的融资成本、投资的回报等都会发生变化，这些变化反过来又会严重影响到企业根本价值的变化。

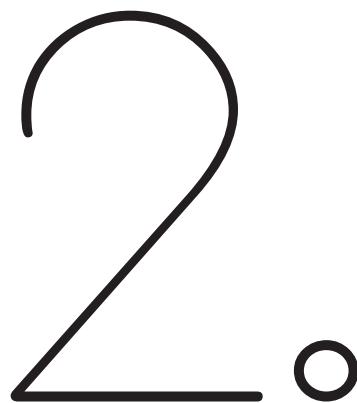
对企业估值的不断调整

我们现在终于明白了，对企业的估值是如此之难：先是它只适用于1%的上市企业，在这些企业中由于受到资本流动、金融货币和证券市场的冲击，企业的发展也出现了越来越多的不稳定性因素。所以，价值投资对企业的估值就不得不面对这些影响因素，进而对企业估值进行不断调整。对企业估值进行的调整，实际上也是价值投资者对企业未来现金流预期的调整。在企业创造的现金流增加，影响企业发展的各种外在环境较好时，投资者对企业未来的发展预期较为乐观，所以对企业的估值也相应调高；反过来，在企业创造的现金流减少，影响企业发展的各种外在环境较差时，投资者对企业未来的发展预期较为悲观，所以对企业的估值也相应调低。

利用估值调整进行投机

综合上述，我们对价值投资的缺陷有了一个完整的梳理，可见在使用价值投资进行套利时，对未来现金流的估值非常困难，这个困难既有价值投资自身局限的因素，也有企业发展日益受到资本经济冲击的因素，所以价值投资者需要不断地对企业估值进行调整。不同时期对企业的估值，要跟随当时企业发展状况和外在环境而不断调整。不只是那些盲目的市场投机造成了市场价格的波动，价值投资本身也造成了市场价格的波动。如果说盲目的市场投机造成的市场价格波动是短期的，那么价值投资对估值的不断变化造成的市场价格波动则是中长期的，这个变化对市场的影响要比盲目的市场投机更为严重。■

Apocalypse of Index investment



指数化投资启示录

文_陈正宪 责任编辑_张丽

历经牛熊市洗礼，指数基金已经成为投资者一种重要的长期资产配置和短期交易型工具。以嘉实基金为例，2005年嘉实基金在市场最低迷的环境中发行了嘉实沪深300指数基金，到2008年年末，嘉实300的基金份额达到了近400亿份，成为规模最大的股票型基金，充分显示了投资者对成熟的指数化产品的青睐。

回顾嘉实沪深300指数基金的发展历程，我们认为对投资者的启示有以下三点：

启示一：好的指数是指数化投资的基础

沪深300指数成份股包含两大交易所的代表性股票，较能反映中国整体证券市场股票的价格变动概貌和运行状况，在代表性上具有沪、深单边指数无法比拟的优势。因此，自2005年4月推出后就得到了市场的高度关注和充分认同。

沪深300指数具有代表性强、流动性强及投资性好的特性。截至2008年年底，沪深300指数成份股总市值为12万亿元，约占沪深两市总市值的82%；成份股总交易量占2008年A股总成交量的46.5%，且成份股创造了2007年上市公司全部净利润的90%。

由于沪深300指数的权威性，因此使其成为股指期货的联结标的，随着市场机器的不断成熟，未来股指期货等衍生金融工具的推出将带动基金产品的创新与多样化，有效地满足不同类型的投资者需求。投资者也可以密切注意在以股指期货为代表的衍生金融工具推出后，对投资策略及投资产品可能产生的影响及变化。

启示二：成本低廉是长期投资成功的关键

指数基金作为严格跟踪指数的投资工具，具有自己独特的优势：首先，指数基金具有成本优势。以嘉实沪深300指数基金为例，管理费率及保管费率只要0.6%，是市场上所有指数基金中费率最低的产品，较低的费率使投资者在长期投资中积少成多。另外指数基金严格跟踪指数，换手率低，可以为投资者有效节约交易成本，提高投资者的净回报水平。其次，指数基金严格跟踪指数、管理透明，是最适合长期定期定投的工具，可以让投资者在跨越一个或几个市场周期后取得指数的平均回报。

启示三：指数基金规模越大流动性越好

三年来，嘉实沪深300指数基金规模逐步壮大，事实证明，指数基金规模越大流动性越好，跟踪误差也越小。

首先，目前市场容量很大，沪深两市市值已超过14.7万亿元，仅流通市值就达到4.4万亿元，即使沪深300指数基金的整体规模到达1000亿元，在其中所占比例也不到5%。此外由于指数基金追踪沪深300指数成份股，对股票市场产生积极的稳定作用。

其次，在基金运作上，投资者也不用担心“船大难掉头”，因为指数基金跟踪某一特定指数，以此获得指数的收益。基金经理不用

去选股票，只需要按比例去配置沪深300指数成份股并严格控制跟踪误差，以实现沪深300指数的有效跟踪，分享成长带来的回报。

最后，规模越大，基金的流动性越好，跟踪误差也越小。申购、赎回是影响指数基金跟踪误差的因素之一，比如每天净申购2亿元，对于一个5亿元的指数基金来说，规模增加了40%，但对嘉实沪深300指数基金近200亿元的基金，规模只增加了1%。规模大的指数基金抗拒市场流动性风险的能力比规模小的基金强，对指数的追踪性及基金稳定性都相对较高。• 本文由嘉实基金管理有限公司提供 ■