

估值真的不重要?



陈嘉禾

对于那些有经验的投资者来说,在市场里待久了,他们往往会注意到一个现象,那就是市场上经常有人说:估值不重要。”

但是,对于绝大多数投资来说,估值都是非常重要的。而极度少数的几个例外案例,恰恰说明估值的普遍重要性。这个问题其实很容易想明白,买入的价格越低,自然获利的概率越大。既然我们在网络购物、逛超市的时候,都喜欢打折的商品,那么为什么在证券投资中,我们反而会喜欢更贵的投资标的呢?

估值不重要?

但是,如果我们环顾四周,会发现市场经常会对我们说,估值不重要。让我们简单的回顾一下历史,就会发现,这些例子不胜枚举。

在国际市场上,在上世纪六七十年代美国的漂亮50泡沫中,人们说这些优秀的公司会永远伟大下去,因此估值不重要,在1989年日本地产和股票市场泡沫中,市场上流行的言论,是经济会继续腾飞,因此高估的估值不重要。在2000年美国科技股泡沫中,人们说网络科技会改变未来(其实说的没错),因此估值不重要(大错特错)。而在2008年全球金融危机之前,这个危机的罪魁祸首——美国的金融衍生品市场,被认为是依靠复杂的数学模型第一次抹平了金融市场的风险,因此估值(衍生品的风险)不重要。

而在中国市场,事情也是一样。在2007年股票市场泡沫中,人们说中国经济未来有巨大的发展前景(说的没错),因此股票的估值不重要(后来大家都知道发生了什么)。在2015年创业板和小公司泡沫中,人们说这些公司是经济的未来,因此估值不重要。而在同一时期,尽管一些分级基金的B类份额已经出现了巨大的溢价,但是市场主流声音还是说,为什么我们在市场上经常听到人们说“估值不重要”呢?为什么听到说“某某资产最近又涨了多少”的声音很多,看到仔细计算估值的分析却很少呢?

熟悉金融市场的投资者会知道,估值其实非常重要。优秀的投资往往以非常低的估值为开端,而高估的资产常常不能给投资者带来良好的长期回报。但是,为什么我们在市场上经常听到人们说“估值不重要”呢?为什么听到说“某某资产最近又涨了多少”的声音很多,看到仔细计算估值的分析却很少呢?

舆论主导市场

其实,市场为什么总对我们说“估值不重要”,这并不是一个投资学问题,这是一个社会传播学问题。从这个角度考虑,我们就会想清楚了。

在资本市场上,最占领舆论风口的资产,永远不是在未来最有潜力上涨的资产,而是最近涨幅最多的资产。当一种资产,无论是股票、基金还是债券,在短期价格上涨了许多以后,它会让所有加入的人都赚得盆满钵满。这时候,强大的盈利效应,会让这种资产处于舆论的风口浪尖上:人们总是喜欢谈论那些赚钱的事情。

也就是说,当一个资产占据了舆论的风口时,往往就意味着它已经涨幅巨大,估值往往也比较昂贵。市场对一种资产的主流看法,和市场的主流交易行为,永远是一致的,因为指导市场的主流交易行为背后的思想,恰恰正是市场的主流看法。这种主流看法一边指导投资者的交易行为,一边主导市场的主流舆论:这就和力气再大的人,也没法拎着自己的头发,把自己从地面上拽起来一样。

所以,为什么我们在市场上总是听人们说“估值不重要”?这完全不是因为估值真的不重要,而是因为只有涨得多的资产,才会占据舆论的中心。而在卖出这种资产之前,人们一定会为自己找理由,解释继续持有是安全的。这时候,市场的主流声音就一定要对你说:估值不重要。

尽管几年以后物是人非,当年“估值不重要”的理论往往都被市场行情打脸,高价买入的投资者经常会亏损,或者多年赚不到钱,但是又有谁记得当年的市场舆论呢?有谁会抱起多年以前的旧报



历史上背离估值的部分案例

国际市场

在上世纪六七十年代美国的漂亮50泡沫中,人们说这些优秀的公司会永远伟大下去,因此估值不重要。

在1989年日本地产和股票市场泡沫中,市场上流行的言论,是经济会继续腾飞,因此高估的估值不重要。

在2000年美国科技股泡沫中,人们说网络科技会改变未来,因此估值不重要。

中国市场

在2007年股票市场泡沫中,人们说中国经济未来有巨大的发展前景,因此股票的估值不重要。

在2015年创业板和小公司泡沫中,人们说这些公司是经济的未来,因此估值不重要。

到了2021年,虽然不少热门股的估值已经达到百倍PE(市盈率),甚至更高,但是市场主流的声音再次说,估值不重要。

图虫创意/供图 官兵/制图

纸,翻翻当年的市场声音是如何的呢?市场的主流声音会再次被新的涨幅巨大、估值昂贵的资产所占据,人们听到的流行分析,也就永远是“估值不重要”。

学会独立思考

人类从历史中学到的唯一教训,就是人类无法从历史中学到任何教训。”德国哲学家格奥尔格·威廉·弗里德里希·黑格尔如是说。

其实,理性的投资者会意识到,对于市场上最流行的理论,最重要的不是听这些理论说了什么,而是理解这些理论为什么流行。这就像沃伦·巴菲特曾经说的一样:“预言往往并不会向你揭示未来,而只是向你描述预测者本身。”

关于巴菲特的这句话,一个最经典的市场案例就是“投资者观点调研”。所谓投资者观点调研,指的是问投资者对于市场未来如何看,比如问“你觉得股票市场接下来会涨还是会跌?”当我们得到一个答案,比如95%的投资者认为股票市场下面会涨,5%的投资者认为会跌,我们应该据此认为市场更容易上涨吗?不,事情恰恰相反。

什么样的投资者会认为市场容易上涨?是仓位已经很重的投资者:不会有多少人一边认为市场将来会上涨,一边还不买股票的。而什么样的投资者认为市场会下跌?是那些已经卖掉股票、拿着许多现金的人:很少有人会一边认为市场要跌,一边还抱着一堆股票而不持有现金。

那么,当95%的投资者都重仓持有股票,认为市场上涨,只有5%的人手上现金更多的时候,市场将来上涨的买入资金,又从何而来呢?

对于聪明的投资者来说,明白了市场为什么总是对自己说“估值不重要”,也就会明白这个问题的反面,那就是为什么当市场出现巨大的估值洼地时,没有几个人会在市场上说“估值很重要,因此这是一个好的投资机会”。估值低的资产往往都经历了长时间的大幅下跌,大幅下跌带来市场的冷遇和抛弃。而市场主流的力量,是永远不会一边卖出一种资产,一边又对自己说“现在的估值很低很重要”。

在1979年美国股票市场大底的时候,人们说“石油危机扼住美国的命脉”,因此再便宜也不用看;在2005年A股市场大底的时候,市场说估值虽然低,但是因为制度原因,股票不值得投资;在2008年全球市场最惨淡的时候,人们说全球金融体系要崩溃了,因此不值得投资,再低估都没有用;在2014年内地蓝筹股市场估值极低的时候,大家说大公司的效率会持续下降,因此估值再低也不行;在2016年香港市场极端便宜的时候,人们说人民币体系不稳定,因此香港市场再便宜也没用。

对于聪明的投资者来说,我们应该记住这些历史上的声音,记住市场的主流声音永远会对你说:“估值不重要”。但是,如果光听市场上主流的声音,然后回办公室点点鼠标下个单就能做好投资的话,那么投资这个工作,将是世界上最简单的工作。只有那些独立于市场思考之外,拥有自己冷静而理性判断的投资者,才是投资世界的长期赢家。

(作者系九圆青松科技首席投资官)

预测后市到底有何意义?



陈楚

岁末年初,股票市场上的各类投资者,又开始了一年一度的预测大游戏,有预测后市走向的,有预测2021年十大金股的,媒体上充斥着类似的预测,很是吸引眼球。遗憾的是,从过往的各种预测来看,真正预测准的,可谓少之又少,能持续几年预测准的,几乎没有。偶尔某个年度预测对了的,也不排除蒙对的成分。

那么,如何看待股市上的各种预测呢?这些预测对我们普通投资者有何意义呢?

股市能够预测吗?

为什么岁末年初各类机构和投资者热衷于五花八门的预测呢?本质上来说,中国人喜欢一年到头了,来一番各种总结;其次,大家都来一番总结,偶尔谁不整一下总结,好像少了点什么,或者落伍了似的;最后,来年年终总结,展望预测一番,也可以吸引一下人气,对品牌影响力也有好处,至少,可以刷新存在感。基于以上几个原因,每逢岁末年初,各类机构的预测,轮番上场,好不热闹!

不禁要弱弱地问一句:股市真的可以预测吗?或者换句话说,股市可以预测得准吗?

这个问题,还真得具体问题具体分析。

如果说A股市场未来会怎么样?把预测的时间跨度拉长一点来看的话,我觉得预测准确是毫无疑问的。比如,A股市场未来肯定会上涨的,长期投资、理性投资是一定可以赚到钱的。未来股市在投资者资产组合中的比例一定会越来越高的。股市未来给投资者的回报一定会越来越好的。再比如,机构投资者的话语权一定会越来越大的,散户买基金的比例一定会越来越高的。科技、消费和医药一定会越来越强的,牛股会诞生更多!

这些带有未来方向性、趋势性的问题,当然是可以预测的,而且是可以预测得准的。问题是,如果把预测的时间跨度缩短为一年,预测的准确度如何呢?

众所周知,股票市场,包括个股的走势,是受到流动性、基本面、情绪面等多方面影响的,比如白酒股2020年涨这么厉害,相信2019年底的时候大部分投资者都没预测到;新冠肺炎疫情对全球经济和股市影响如此大,也是2019年底绝大多数投资者预测不到的。

所有的预测,都是根据当下和过去一段时间对未来进行推断,问题是,未来的走向一定是基于未来具体一些时

间的宏观经济基本面、流动性,基于过去推测未来的股市,本质上是失效的。

比如流动性,央行到底何时会收紧流动性?流动性边际收紧的信号什么时候出现?这些其实是无法预测到的。而对于股票市场来说,流动性是极为关键的因素,本轮结构性大牛市,最大的驱动因素,就是流动性宽松。一旦未来哪个时点流动性收紧的信号非常明显,股市调整就会到来。

既然流动性这个极其关键的因素短期之内都无法预测,未来一年之内的股市又如何能精准预测得到呢?所以,很多时候,对于热闹无比的股市预测,千万不要太当真!认真,你就输了!

股市预测的意义何在?

在股票市场,任何存在的现象都有其存在的理由,股市预测既然大多数时候是不可靠的,但为什么人们有如此喜欢预测,或者听别人预测呢?股市预测的意义何在呢?

如果因为对未来的预测不够精准,就否认预测的意义,那其实也是不可取的,显然,按照这个逻辑,任何未来学都没有存在的理由了。实际上,未来学一直都是一门显学。

对于股市的各种预测,一般投资者最应该关注的,其实不是预测的结果,而是预测的根据和逻辑,也就是说,预测者最终说了什么,其实不是我们最应该关注的,预测者作出一番预

机构抱团与资产荒



桂浩明

新年伊始,“机构抱团”成为市场热议的一个话题。其背景在于当下出现了指数连续上涨,但个股则大面积下跌的局面,而指数之所以能够上涨,主要原因在于部分高估值的蓝筹股保持了向上的态势。而这些高估值的蓝筹股中,都有机构投资者的身影,并且其中有相当一部分被机构投资者重仓持有(特股比例普遍超过其自由流通股的30%)。于是,也就有人把这样的行情称之为“机构抱团”行情。客观上,由于多数投资者并不持有这类高估值的蓝筹股,因此在这波行情中是赚了指数却赔钱,所以对此难免有所抱怨。同时也有市场分析师开始研究“机构抱团”的合理性以及是否能够长久的话题。

在这里,人们不妨先讨论一下这样一个问题:机构投资者为什么会不约而同地重仓持有高估值的蓝筹股。蓝筹股被机构投资者看好,这很自然,但是当其估值已经比较高的时候,为什么还是被很多机构投资者看好呢?而且,现在机构投资者是来自于四面八方,其性质也有很大的不同,在风险偏好上更是存在不小的差异,但却还是前赴后继地去买这些高估值的蓝筹股,这不能认为是一种偶然的现象,而是有其内在的原因。

对于机构投资者来说,尽管会有不同的投资风格,但普遍的还是追求长期稳定的收益,因此对于投资标的,会重点考察其业绩的持续性、成长性,公司在行业中的地位以及行业的景气度,以及相应的治理结构、管理水平等。按这样的标准来进行严格的筛选,在所有上市公司中,各方面条件都较为符合的,恐怕为数不多。好多年前,有人戏称中国的上市公司里只有“一打”有投资价值,这固然有点夸张,而且这么多年过去了,优秀的上市公司数量还是增加了不少,但就其绝对数而言,显然还不是太多。即便只是以净资产收益率明

显超过全市场平均水平、负债率基本合理且有必要的研发投入这三个指标来衡量,4000多家上市公司中,恐怕有一半以上是不符合的。当然,也不能说这些公司就是不好的公司,它们中有的情况也在逐步得到改善。但不管怎么说,上市公司总体质量还有待提高,这是很客观的事实。也因为这样,不久前监管部门专门行文,要大力提高上市公司质量,并且强调,不符合上市要求的公司坚决予以退市。

上述状况,实际上也是给市场作出了这样的提示:在当前的资本市场上是存在资产荒的。这也就是说,优质的、可让投资者放心大胆地长期持有的蓝筹股公司数量太少。这样一来,在不断加强价值投资的氛围下,机构投资者的资金就会重点流向这些蓝筹股,于是也就造成了它们的估值被不断抬高。所谓的“机构抱团”,其实说到底就是资产荒的结果。在这个意义上,机构投资者的抱团是不得已的,如果市场上存在很多值得投资的好公司,那么何必再去买那些已经被同伴推高的公司股票呢?因此,人们与其抱怨“机构抱团”这种现象,不如反思为什么会出现这种局面。

当然,再好的蓝筹股,如果价格无休止上涨,与其基本面明显背离了,这个时候机构投资者如果还是继续抱团,那么就不是价值投资了。问题在于,现在的那些蓝筹股,是否真的估值都非常不合理了呢?在低利率的背景下,投资价值是否只是参照股息率,这显然是一个值得讨论的问题。

不过,市场是动态的,蓝筹股的队伍也是在不断变化的,特别是随着内外部环境的改变,也一定会有新的优质股票产生,“资产荒”的局面也会得到某种程度的化解。成熟的机构投资者,不但要紧紧抱住那些得到市场认可的蓝筹股,更应该发挥自己的专业优势,去寻找、挖掘那些未来有望成为蓝筹股品种。发现新蓝筹股无疑是要比投资现有蓝筹股困难,也更有挑战性,但如果在这方面取得成果,不但会收获比抱团更好的投资效益,同时也是对资本市场、对实体经济作出了贡献。