

别管市场，盯住价值就对了！



陈嘉尧

最近和两位笃信价值投资的投资者，中欧基金基金经理曹名长和泽元投资总经理钟达奇一起闲聊的时候，得知一段有意思的金融历史。那就是2000年美国科技泡沫破灭崩盘的时点，恰恰是沃伦·巴菲特所运营的伯克希尔·哈撒韦公司股价见底的时候。

2000年，美国市场的科技型股票形成了一个巨大泡沫，连带万里之外的中国股票市场也出现了类似行业的泡沫，这已经是人尽皆知的事情。这个泡沫在当时之疯狂、后来破灭时之惨痛，成为人类金融史上知名的案例。

但是，许多投资者（包括我自己），有时候想不太明白的一件事情是，当我们站在一个巨大的结构性市场泡沫的顶点时，我们如果能清晰地看到这个泡沫的问题，那么我们还应该投资于那些同时期没有泡沫、甚至很有价值的资产吗？

我们需不需要担心，一旦结构性泡沫破裂，资本市场会泥沙俱下？在这种时候，即使我们的持仓是真正有价值、估值也是低廉的，我们需要担心它们会被泡沫的破裂所冲击吗？我们是应该暂避一时，持有现金呢，还是应该忽略市场的噪音，坚定盯住我们的价值呢？

以上的问题，相信是许多看到市场有泡沫的投资者，在进行自己的投资时，会思考的事情。而美股2000年的科技股泡沫破裂，以及同期伯克希尔·哈撒韦公司的股价表现，给了我们一个生动的案例。

在2000年3月10日，纳斯达克指数达到了阶段性的最高点5132点。在当时，这个股票点位，对应着上百倍的市盈率，比1995年的750点左右的点位高出了许多倍。

尽管在美国科技行业迅猛的发展下，纳斯达克指数后来终于又一次超越了这个点位，但是那也是15年以后的2015年了。而从2000年到2002年，纳斯达克指数从最高5132点下跌到了最低1108点，跌幅接近80%。

但是，历史居然是如此机缘巧合。恰

恰在同一天，也就是2000年3月10日，巴菲特和查理·芒格，这两位全球顶级的价值投资大师，他们所管理的公司伯克希尔·哈撒韦公司的股价，创出了阶段性的最低价格4.08万美元（前复权价格，下同）。这个价格是从1998年的最高点8.4万美元一路跌下来的。相比最高价格，2000年3月10日的公司股价，已经腰斩。

别管市场波动

假使我们能够得到一台时光机，回到2000年3月10日那一天，站在纽约的街头，还能看到世贸中心双子塔的身影，假使我们阴明明白白知道，纳斯达克科技股泡沫就要破裂，在这个时候，我们是应该持有现金呢，还是应该持有巴菲特的公司呢？

在这一场发生于2000年的科技股泡沫中，巴菲特和他的老搭档芒格，持续不断地指出，科技股泡沫不可能持续。他们的投资组合，也完全远离了这些泡沫类资产，持有一些有价值、估值又合理的证券。

那么在这时候，投资者应该买入这两位老先生所管理的伯克希尔·哈撒韦公司的股票吗？这个承载了两位老先生持仓的上市公司，它的资产虽然十分有价值，但是它的股价会因为纳斯达克科技股泡沫的破裂而泥沙俱下吗？抑或，对于坚定的价值投资者来说，他们应该对自己说，别管市场，投资有价值的东西就对了！”

在真实的金融历史上，这个故事的答案是：别管市场，盯住价值就对了！”2000年3月10日科技股泡沫开始破裂的那一天，恰恰是伯克希尔·哈撒韦公司股价见底之日。

从这一天开始，伯克希尔·哈撒韦公司股价，走出了和科技股指数完全相反的走势。公司股价一路上扬，在2000年当年收于7.1亿美元，在2007年收于14.16亿美元。之后，虽然在2008年全球金融危机海啸中，公司股价又一次有所下跌，但是在2020年底，这家公司股价再次涨到34.78亿美元。

最重要的是，伯克希尔·哈撒韦公司股票价格，在科技股泡沫破裂以后，再也没有回到2000年3月10日的那个低点。也就是说，美国科技股泡沫见顶之时，正是伯克希尔·哈撒韦公司的股价见底之日。

这个泡沫见顶与价值见底同时发生的

关注困境反转股投资机会

立春

最近，机构抱团的所谓“核心资产”出现大幅调整，其主要代表贵州茅台短短几个交易日跌幅超过15%，这在“股王”的历史上是不多见的。同时，市场风格切换到与经济复苏预期相关的顺周期板块，有色、化工等行业走势强劲。值得关注的是，旅游、航空等行业个股最近也逆市走强，这些行业去年受新冠疫情影响最大，市场预期随着疫情逐步缓解，今年面临全行业困境反转的机会。

2020年，突如其来的新冠疫情给全球经济造成了重创，其中受灾最严重的，当属旅游、航空等行业了。联合国世界旅游组织发布的数据显示，新冠疫情导致全球旅游人数大幅减少，2020年全球旅游业收入损失1.3万亿美元，成为旅游业历史上最糟糕年份”。国际民航组织也表示，受疫情影响，2020年全球客运量下降了50%左右，这给民航业带来了大约3700亿美元的严重经济损失。

这些影响同样反映在国内相关上市公司的业绩中。比如，中国国航、东方航空、南方航空“三大航”均预告去年百亿规模的亏损，合计预计亏损区间高达312亿元至388亿元。而旅游方面，主营出境游的众信旅游，预告去年亏损13亿元至15亿元；中青旅也预计亏损近2.4亿元。

这些行业今年能否陆续恢复，主要还是看疫情的进展情况。从国内来看，虽然去冬今春部分地区再次出现区域性疫情，但在严密的防控措施之下，目前基本得到控制。全国已连续多日没有新增本土病例，中高风险地区也已经清零。从国际范围看，疫情虽然仍有波动、反复，但整体上呈好转趋势，全球新增确诊病例人数自1月中旬以来已连续数周下降，美国单日新增病例人数已从高峰期的30多万大幅下降至目前7万左右。

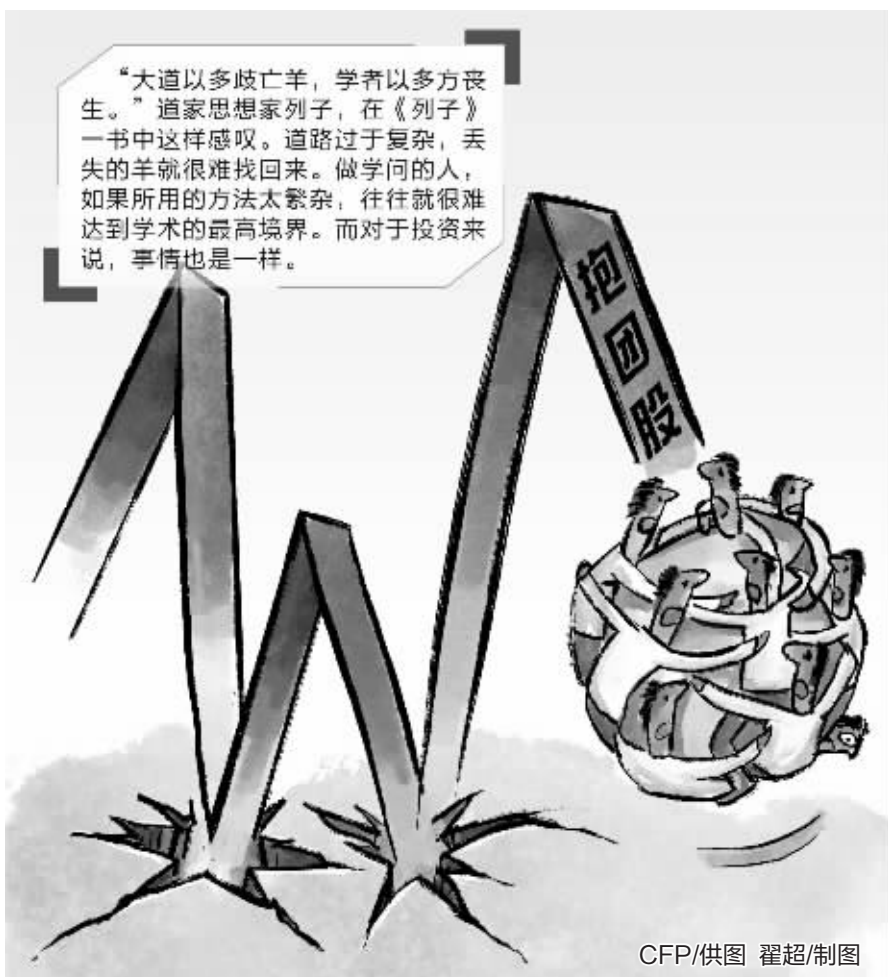
而且，随着各国加强疫情防控力

度，以及疫苗接种的不断推进，全球新冠疫情将会得到进一步缓解。最近这方面不断有好消息传出。比如，最新消息显示，美国总统拜登上任37天全国就接种5000万剂新冠疫苗，目前全美已接种6650万剂疫苗，每天平均接种130万剂。欧盟领导人日前也举行视频会议，商讨加快新冠疫苗生产和接种。疫苗接种比例领先的以色列，已有约一半人接种了至少第一剂新冠疫苗。

随着新冠疫情形势的缓和，许多国家和地区已经或者计划对以前采取的封锁措施陆续进行解封，生产生活将渐渐恢复，各方面的相互往来也将趋于正常。最新消息显示，美国国务院表示将致力于尽快恢复在全球的签证业务，预计最早今年年中能够全面恢复签证服务。日本东京奥运会的火炬接力也将于3月下旬开始。

可以预期，受疫情影响最严重的旅游、航空等行业将会逐渐恢复。特别是旅游业，一旦疫情好转，不排除出现报复性反弹的可能。根据世界旅游及旅行理事会的预测，乐观情况下，全球旅游业将从3月下旬开始复苏，下半年国际旅行重启。到时，积压一年多的旅游消费需求，大概率会爆发式释放。而就国内而言，没多久就是清明、五一长假，接着就是暑假这一旅游旺季，以及十一长假，这都为国内旅游业复苏提供了保障。

在今年行业恢复的预期之下，相关的投资机会值得关注。去年国内A股市场大幅上扬，而旅游等受疫情影响最严重的行业则走势较为低迷。随着疫情逐渐好转，相信这些行业会存在否极泰来的投资机会。其实近期相关行业股票已有走好的迹象，在大盘大幅调整的市况下，表现出较强的抗跌性。特别是旅游股，新冠疫情加速了行业产能出清，据券商研报引用的企查查数据，2020年至今有近3500家提供出入境旅游业务的企业注销，因此龙头企业有望率先受益于旅游需求的反弹，进一步提升市场占有率。



CFP/供图 翟超/制图

特殊日子，像一座纪念碑一样，告诉了投资者一件事：我们不用管市场的波动，只要让自己的投资组合一直有价值就对了。

在内地资本市场，其实也曾经有过一个非常优秀的例子，告诉了大家同一件事情。

在2015年的A股市场泡沫中，有经验的投资者会知道，那是一个典型的结构性泡沫。在当时，创业板指数的市盈率高达100倍以上（一般认为在130到150倍之间）。但是，在同一时间，一些优秀的蓝筹公司，比如招商银行、美的集团等公司，估值却相当低廉，只有十几倍市盈率。而同时，一些分级基金的A端份额，其估值也便宜到令人发指。

结果，在2015年股市结构性泡沫破裂以后，这些估值低廉、基本面优异的资产，无不在之后给投资者带来了优异回报。尽管有些股票也有小幅下跌，但是这种下跌和之后的涨幅比起来，简直不值一提。那些担心泡沫破裂而泥沙俱下的投资者，在之后的市场中，大多数也就错过了投资机会。

投资方法追求简单

美国著名价值投资者霍华德·马克斯(Howard Marks)，曾经说过一句经典的关于择时与价值投资的话：It's about time in the market, not timing the market. 也就是说，对于投资来说，在市场中所呆着的时间长短，持有那些优秀又低估资产的时间长短，远比市场择时重要得多。

只问耕耘，不问收获。因因果果，丝毫不爽。

金融如此，政治历史也是一样。在中国

历史上的大分裂时期，即五代十国时期，也曾有过一个生动的案例。在当时，中国政治动荡，朝代更替，无数人在政治斗争中身败名裂。但是，却有一位传奇式的人物冯道，在当时拜相二十余年，在后唐、后晋、后汉、后周四朝为官，辅佐过十位君王，号称“官场不倒翁”。

纵观冯道的为官之道，充满了道家的虚以待物、安之若素的风格。而他曾经写过一首诗，更是这种风格的典范。这首诗写到：穷达皆由命，何劳发叹声。但知行好事，莫要问前程。冬去冰须泮，春来草自生。请君观此理，天道甚分明。”

冯道以为，只要做好事，何必管命运如何？而事实证明，冯道的一生，在五代十国的乱世之中，也算得上是上佳的命运。这和今天的价值投资者，不需要管市场的波动如何，一些泡沫是否会破裂，只要专注于自己投资组合的价值，就一定能在长期获利，又是何等相似？

“大道以多歧亡羊，学者以多方丧生。”道家思想家列子，在《列子》一书中这样感叹。道路过于复杂，丢失的羊就很难找回来。做学问的人，如果所用的方法太繁杂，往往就很难达到学术的最高境界。

而对于投资来说，事情也是一样。如果你发现一位投资者什么都想研究，什么都想搞明白，什么投资机会都想抓住，那么大概率来说，这位投资者会迷失在自己“丰富”的投资知识里。他会多多下注，却只会少收获。只有那些看起来笨笨的、只会简单但又非常有效的投资方法的投资者，才会在这个纷纭的市场中，坚定地走自己正确的道路，从而成为市场上长期的赢家。

现在，我亲爱的读者，你还在关心市场下一步的波动是怎样的吗？

（作者系九鼎青泉科技首席投资官）

控制回撤：选择基金的重要指标



桂浩明

现在，买基金的投资者是越来越多。而面对8000多只已经在运作的基金，投资者的选择往往是看其近一、两年来净值的增长状况。而对于新组建的基金，则是看其基金经理近年来的业绩。一些所谓的“顶流基金”，无一不是近阶段来业绩非常明显的，而一些新发行的基金之所以能“爆款”，也是与拟任经理之前管理的产品业绩良好相关。

显然，在市场继续延续原有格局的情况下，投资者买“顶流”、“爆款”的基金，的确比较容易获得较高的收益。事实上，如今之所以会出现基金热，也是与前一个阶段由于市场风格相对确定，部分白马龙头品种持续上涨，并且有多家基金重仓持有的局面有关。因为投资者看到只要买了这类基金，就有很好的收益。

但问题也随即产生了，这就是进入今年，一些基金重仓持有的白马龙头品种出现下跌，而且在春节长假以后，其跌势还有进一步放大的趋势。在此情况下，重仓持有这些股票的基金，自然净值也有相应的回撤。

对于习惯了让基金每天给自己赚钱的投资者来说，这也许是一个不太容易接受的现实。而问题还在于，如果这样的态势得以延续，那么至少今年基金的收益不会像去年那样好，这对于产生不久的基金热，恐怕也是一种打击。时下，还有相当数量的基金已经或者将要进入到发行程序，对于这些基金的选择，投资者更是颇费思量。

在这里不妨先回顾一下2015年出现过的情况。当时有过一轮股市暴涨走势，其中创业板中的题材股更是行情极度活跃，重仓持有此类股票的基金净值大涨，以至申购也是十分活跃。但是随着行情的逆转，特别是创业板成为了下跌的重灾区，一些相关的基金也不可避免地出现业绩大幅度下滑，到年终结算，不少出现了较为严重的亏损。由此，也使得基金的形象减分不少。这

一事告诉人们，由于市场是多变的，恪守某一种投资思路，固然能够在一定阶段获取超额收益，但如果形势发生变化，又不能及时调整投资策略的话，那么业绩也会受到影响。

因此投资者如果是追逐热门基金，一定要控制好节奏，不能因为某只基金以往净值增长快，某个基金经理两年来业绩都很好，就不再考虑其他因素而大举买入。毕竟，仅仅就市场角度而言，一旦基金重仓持有了某些品种，再要调整也不是那么容易的。这也就是说，在市场格局发生变化、基金净值增长放缓的情况下，投资那些个性风格很突出的基金，是需要三思的。

但是，对于普通投资者来说，买基金是进行长期投资，本身也未必具备判断市场格局变化，以及有预见性地选择未来投资热点的能力。在这种情况下，应该如何选择基金呢？这里的方式就是引入回撤指标，也就是在看基金时，不但要考虑其业绩的增长情况，还要看业绩的稳定性，具体来说就是在市场变化比较大的情况下，净值的回撤程度。

如果明显小于市场平均调整程度的，说明其业绩的稳定性比较高，这就可以为较放心地持有。而如果回撤幅度过大，那么就需要小心一些了。如果一只基金，不时出现若干天的净值增长在一天就被抹去的情形，它就不是理想的投资品种。也因为这样，投资者在投资基金时，不妨把单位时间内净值增长与净值回撤的数据作为两个重要的维度，赋予相应的权重，作为选择的依据。

进一步说，基金作为投资工具，本身具有组合投资、中长线操作的特点，不应该，也不需要以短期快速盈利为操作目标。重仓持有的一些白马股，只是其投资风格而已，有相应的适应范围，对此既不能神化，也不能矮化。对投资者来说，自然也不能要求其一直能够有很高的盈利，反过来能够控制回撤则很重要。因此投资基金，从获取稳健收益的角度出发，引入回撤指标，在基金的选择上更加理性一些，也能够客观看待当前的市场，心平气和地对行情的波动。



暴跌时该如何安抚自己那颗恐惧的心



付建利

本周A股持续下跌，上证综指重挫5.06%，很多此前大涨的消费、医药、白酒等机构抱团股跌幅都在20%以上，美股和港股也都持续大跌，A股市场情绪全然没有了之前极为乐观的氛围，部分投资者甚至开始赎回基金或者卖出股票。

每一次股市的调整，都会引发部分投资者内心的恐惧心理，已经盈利的，担心自己的浮盈没了；被套住了的，害怕跌下去没有头，自己的本金亏损得只剩下一点渣渣，如何采取有效措施应对这种恐惧心理呢？

实际上，任何一次股市的调整，都有其客观规律和偶然因素，是再正常不过的事情，因为暴跌让我们的浮盈缩水了或者让我们套得更深，恐惧心理便油然而生。在暴跌时，投资者看到的主要是负面的消息，媒体也大肆渲染；而大涨时，投资者看到的更多是正

面的消息，舆论也会火上浇油。但实际上，从股票市场的历史经验来看，很多时候，暴跌都给我们提供了捡便宜货千载难逢的机会。

暴跌的两种主要类型

暴跌主要分为两种情况，一是暴跌之后还有大跌，比如牛转熊刚开始的暴跌，就是逃顶出货的机会；如果是上涨途中的暴跌，就是捡便宜货的极好机会。如果牛转熊，暴跌时安抚自己的最好方式，就是赶紧出货，让自己尽量避免更多的损失；如果后市还会上涨，要么卧倒不动，要么逢低加仓。卧倒不动一般是因为手中的“子弹”不多了，仓位已经很重了；如果手中还有较多的“子弹”，也就是仓位很轻，完全应该逢暴跌时果断加仓，这种策略才能最大程度地获取超额收益。

从本周A股市场暴跌的情况来看，主要是因为机构抱团股松动带动的，触发因素是美国和港股暴跌，当然，最根本的因素还是因为机构抱团股估值太贵了，但无论是港股，还是A股，目前都主要是出现了结构性的估

值泡沫，比如医药、白酒的龙头股，但在全球经济复苏的大背景下，很多顺周期的品种上涨的空间还很大，而且即便是机构抱团股，因为业绩大多是持续增长，也不会像题材概念股一样，再也回不来了，具备业绩支撑的机构抱团股，跌到合理估值水平附近，就会有大把的资金进去，甚至还会不断创出新高。

目前市场最大担忧是全球经济复苏后，美联储为首的各国央行开始收缩货币，股票市场的流动性会紧缩，但经济复苏亦会刺激很多行业基本面迎来拐点，在经济向上的阶段，流动性并不是股市是否上涨的决定性因素，比如2006年、2007年的那一波牛市，尽管货币政策有加息、调高存款准备金率等紧缩措施接连出台，但因为经济处于上行周期，股票市场依然接连上涨。

所以本周股市的大跌，本质上和流动性没有必然和决定性的关系，根本上还是机构抱团股出现了估值泡沫，挤泡沫是必然的过程。但机构“抱团”的行为不会有大的改变，不在医药、白酒、消费等板块的龙头股上面抱团，机构也许会转向有色、煤炭、化工、钢铁等顺周期品种上去抱团。机构抱团的行为不会改变，只不过抱团的对象会发生改变，这完全

是由市场内在的结构变化导致的。

投资赚的是信仰的钱

股票市场迄今已有几百年的历史，历史上发生过数不清的暴跌，类似于所谓的股灾，但事后来看，几乎每一次暴跌都是加仓的良机，敢于在底部加仓的投资者，本质上是对自己国家的经济前途乐观，对人类社会未来乐观。如果你对中国经济的未来乐观，那么几乎可以肯定地说，每次暴跌都是加仓或进场的良机。当然，这是从大的时间周期来说的，如果从短期的投资历程来看，如果你研判暴跌后还会震荡一段时间或者继续下跌，你完全可以保持观望，或者分批买入。

暴跌绝对不是股票市场的末日，每当暴跌时，无论你是否真的加仓或买入，但你必须有一种天然的敏感：是不是到了捡便宜货的时候？至少，相比那些在暴跌中只知道怨声载道或茫然失措的人来说，你已经赢出了一大截。

投资，很多时候赚的是信仰的钱！你信仰中国经济未来会更好，A股市场当然就会有更好的未来，那么，暴跌的时候，你还会恐惧吗？