

四个维度看市场

□ 吴伟荣

曾经看到一个小故事,大致意思是这样的:一群人围观一头牛,每个人都报出牛的体重,然后将所有人的估计值平均,结果和牛的真实体重极其接近。这是因为每个人背景各异,各自掌握了一部分正确估计牛体重的知识,如果围观的人数足够多,最终将可以把不正确的估算抵消,而正确的部分能够形成拼图,无限接近真实。这个故事讲的就是市场定价的机制。当无数人怀揣着金钱和梦想来到市场,他们不知疲倦地对某个事情进行研究、预测,最终表现的行为就是报价。通过这个过程,市场给每个资产定价,给每一个事件定价,并且这种定价时常表现出惊人的准确。市场是一种神奇的制度设计,本文拟从投资的四个维度讨论我们该如何看待市场的定价。

1 关于市场的有效性

有的金融学家喜欢宣扬有效市场理论,认为市场是有效的,没有人可以打败市场。这或许是一种非常吸引人的观点,但当市场轮回般地疯狂和恐惧时,这个观点难免受到投资者的质疑:同样一只股票,价格可以短期内上涨几倍,然后又跌回来,那么究竟是涨十倍的时候是有效的,还是跌回来的时候是有效的?

市场有很强的定价能力,但并不总是有效,或者说市场是差不多有效的。在“有效”和“差不多”之间,给投资者带来很多机会,而这反过来又会加强市场的有效性。这种动态演进的特点增加了市场的挑战性和趣味性。

投资者对市场的不同认知,导致了对待市场不同的态度。市场通常存在两种极端的态度:一种是投资者认为自己总是对的,市场总是错的。当股价走势跟自己的预期相背时,这类投资者就认定是市场出错了。虽然投资者的出发点都是去发现市场的错误定价,但是轻易判定市场的对错并不是一种明智的想法。比如,有很多时候,我发现自己曾认为市场错了,最终证明只是自己看错了。对自己看好的公司,当市场价格长期跟自己的价值判断相悖时,就需要反复审视自己的逻辑,如果经过全面而客观的分析后,仍然坚持自己的观点,那就坚持。同时,对于自己没有进行深入研究的,就不要轻易得出结论。

而另一种情况则正好相反,有的投资者认为市场总是对的,对市场充满了崇拜。当投资者面对的未知太强大时,就很容易动摇,进而把自己所不理解的东西合理化,认为市场的涨、跌肯定有其合理性,以此说服自己,最终把市场推

- 市场有很强的定价能力,但并不总是有效,或者说市场是差不多有效的。在“有效”和“差不多”之间,给投资者带来很多机会,而这反过来又会加强市场的有效性。这种动态演进的特点增强了市场的挑战性和趣味性。
- 离市场该远该近,无法一概而论。如果能够克服市场的噪声,呆在市场里也是有益的。如同修行,可以远离尘世,也可以红尘历练,只要内心能保持宁静,无处不可以修行,这种定力是有回报的。投资人需要在研究的能力,以及抵御短期诱惑的定力之间,找到自己的平衡。
- 找到好行业、好公司、好价格的“三好学生”是投资人的理想,但是由于市场的有效性,“三好学生”往往是稀缺的,更多的时候投资者需要在三者之间做好平衡,这是投资真正困难的地方,既要肯定优秀企业的价值创造,又要避免对核心资产的盲目追捧。
- 理论上,如果市场是完全有效的,没有人可以创造超额收益。从某种角度说,市场无效性才是超额收益的最终来源。

向极致。

大部分投资者或多或少都会受到这两种心理状态的影响。比如,伟大的物理学家牛顿早期曾参与过南海公司的投资并很快全身而退,但是之后市场却一再上涨,远远超出了正常人的想象。面对这种局面,恐怕多数人都不会后悔不已,怀疑自己的判断是不是出现了错误。牛顿先生或许也经历了这种心路历程,于是他重新买入了更多的股票,然而很快泡沫就破灭了。其实每过几年,市场就会出现类似的极端情况,有时是疯狂,有时是幻灭。比如,2000年互联网泡沫,同样一家公司一旦贴上了 dot.com 标签就可以身价百倍;然而2008年的金融危机,又让很多人觉得这道门槛跨不过去;到了2014、2015年,“互联网+”又成为市场宠儿;最近光伏、“绿电”备受推崇,但就在2020年新冠肺炎疫情在全球泛滥时,许多人还担心世界经济将要进入大萧条,大家可能不再用电,更谈不上什么新能源了;贵州茅台在2013年跌到8倍PE的时候,“年轻人不喝白酒”曾是一条很重要的理由……市场总是这样先是盲目自信,然后是动摇后的幻灭。认为“这次不一样”,这让牛顿,也让许多人付出了巨大的代价。

2 关于离市场的远近

投资者应该离市场远一点还是近一点?巴菲特鼓励投资者离市场远一点,并把公司总部设在了远离市场中心的奥马哈。离市场太近的风险显而易见,市场短期波动常使投资者偏离

初心。人的精力有限,关注市场多了,对商业和公司价值的研究就相对减少了。反过来,离市场是否越远越好?远的极致就是价值投资者是否还需要市场?

二级市场设计之初是为了适应所有权和经营权的需要,使得小股东可以通过二级市场流通股票,减少摩擦成本。价值投资者基于所有权的视角长期拥有某个生意,可以不依赖二级市场卖出股票兑现收益,如果对公司价值能有很清晰的认识,甚至也可以不需要股市。但股市的存在对于价值投资者来说显然是有益的。股市提供了很好的透明度,减少了获取信息的成本,为交易提供了制度保障;如果能对市场的贪婪和恐惧加以利用,还能够放大收益;市场还是一个非常强大的系统,它有助于弥补投资者认知的不足,提醒研究中的盲点,启发并反省自己身上人性的弱点。巴菲特也只是远离市场的喧嚣而已,他对市场有深刻的认识。他的老师格雷厄姆先生曾经把市场比作情绪化的人——市场先生,在他心情沮丧的时候就报出很低的价格,但哪天开心了,又能给出很高的价格。聪明的投资者可以利用市场先生的情绪,在他沮丧的时候买入,而在他充满乐观的时候卖还给他。

离市场该远该近,无法一概而论。如果能够克服市场的噪声,呆在市场里也是有益的。如同修行,可以远离尘世,也可以红尘历练,只要内心能保持宁静,无处不可以修行,这种定力是有回报的。投资人需要在研究的能力,以及抵御短期诱惑的定力之间,找到自己的平衡。可能对多数投资者来说,问题在于离市场

太近,而非太远。

3 关于市场的第二层次

公司价值是一个层次,价格或市场是另一个层次,这是一个容易让人忘记的常识。很多人会说,我买的公司这么好,业绩这么出色,为什么股价却一直跌?这其实是忽略了市场的第二层次。以重阳多年的投资经验来看,投资一家公司,光靠企业的质地还是不够的,因为大家所共识的“好”早已经反映在股价中了。投资一家公司,价格是我们付出的成本,得到的是它的价值,回报等于价值除以价格。投资者付出的成本过高,自然就难有好的回报。比如,前两年市场热衷于投资核心资产、赛道股,并给予它们以很高的估值。好公司的确值得给予一定的高估值,但是如果估值过高也必然意味着更低的回报,更何况有的投资者只是以拥抱核心资产的名义做趋势投资而已,但是这部分投资者的行为会给资产价格带来巨大波动。

找到好行业、好公司、好价格的“三好学生”是投资人的理想,但是由于市场的有效性,“三好学生”往往是稀缺的,更多的时候投资者需要在三者之间做好平衡,这是投资真正困难的地方,既要肯定优秀企业的价值创造,又要避免对核心资产的盲目追捧。

研究的质量同样要考虑市场的有效性。当一只股票被第一个人发现是只好股票时,价值很大;当被第10个人发现时,也具有一定的投资价值;但当被成千上万的人都发现时,大概率已不会是好的投资机会。当一只股

票的股价在顶部时,市场对其研究往往是最清晰全面的,因为有太多的投资者投入了太多的资源去研究。而当股价处于底部时,由于投资者无人问津,公司或者忙于应对自身的压力,或者受投资者情绪影响,跟市场的沟通越来越少。研究者也会因受到市场情绪的干扰,认为企业的未来充满不确定性,无法给出明确的判断。而在这一片恐惧中,如果投资者仍能保持一份坚定,指引自己的判断,才是弥足珍贵的。

4 关于市场无效的缘由

理论上,如果市场是完全有效的,没有人可以创造超额收益。从某种角度说,市场无效性才是超额收益的最终来源。

市场的有效有很多缘由,其中最重要的可归结为两类:

其一是市场的群体性行为。如文章开头围观者估牛体重的例子,当市场参与者足够多样且独立,定价是异常有效的,但当市场表现出某种羊群效应的时候,就很容易错误定价。有很多因素会导致羊群效应,比如制度的缺陷、月份效应、公募基金排名机制等,但更常见的则是人性的贪婪和恐惧。华尔街的百年历史表明,无论过去和现在,无论国外和国内,人性总表现出惊人的相似性。

其二,市场很聪明,但智慧永远是稀缺的。《教父》里有一句经典台词:那些一秒钟看清事物本质的人,和花半辈子也不清楚一件事本质的人,注定是不一样的。这种智慧可能是一种远见,能看清楚别人所看不清的,也可能是穿透迷雾,克服了某种偏见。学术研究上有一些简单的方法可以打败市场,如低PE策略、乔尔·格林布拉特的“神奇公式”等。

美国股市过去50年的发展历史也显示,每个时代都会产生属于那个时代的风口。但同时,也总会有不少牛股从一些能够跨越不同时代的“常青”行业里不断产生,比如消费行业、医药行业等。那么,是否简单选择这些行业、选择高ROE、高壁垒的公司就可以打败市场?答案也许是肯定的,因为投资者往往对自己要求更高,不屑于如此简单的策略。很多时候,我们觉得某样东西很好,却并不知道它有多珍贵。

(作者简介:吴伟荣系重阳投资基金经理。浙江大学工学学士,上海财经大学金融学硕士,CFA。2012年加入重阳投资,兼具实业和金融复合背景,对产业拥有独特洞察力,在消费品、电力设备、新能源等领域有多年的研究积累和独到见解。)

广东新宝电器股份有限公司 股票代码: 002705

2021

三十而立·风华正茂

—— 新宝股份祝贺上海證券報 创刊30周年 ——

新宝股份, 始创于1995年, 是专注于厨房电器、家居护理电器、婴儿电器、制冷电器、个护美容电器、智能家电和电器配件等覆盖全类目小家电产品的制造龙头企业, 被认定为国家企业技术中心和国家级工业设计中心。

全类目覆盖

电热、电动、制冷、综合生产
四大产业集群
大力开拓未来市场新兴产品线

全球市场开拓

以创新引领企业高质量发展
开拓全球新兴市场

自有品牌发展

“摩飞”“东菱”等
自有品牌矩阵式快速发展