

最近二十年，價值投資的收益率已經越來越不及過去。尤其是次貸危機後的最近十年，價值投資的收益率跑輸大盤指數，甚至低於大部分被動管理。現在決定美股市場大盤指數的新興企業（FAANG），早已經不是依賴會計信息的價值投資所能理解和估值的。

探究價值投資衰落(下)



▲分析指，最近十多年，貨幣化浪潮一浪高過一浪，看上去過去有底限的貨幣規則、財政紀律都已不復存在。這導致全球流動性過剩、核心資產荒。

資料圖片



澤被萬物

澤被萬物
澤澤投資董事局主席、傳奇投資人劉央女士曾在多個場合批評價值投資的「形而上主義」，主張在這個每天都有新發現、新變化、新生事物的時代，跳出過去的認知牢籠，用趨勢投資的理念和方法捕捉數字化浪潮下的「獨角獸」。

文接14日A11版

三大因素衝擊價值投資

現代金融活動正在受到三股時代浪潮的影響，第一為基於第四次信息技術革命的數字化浪潮，它改變的是金融投資活動的技術環境；第二，全球第四波債務大爆發背景下的貨幣化浪潮，最近十幾年兩次大危機——次貸危機和大疫情危機——之後的全球超級貨幣大寬鬆；第三，長期低利率、零利率和負利率下的金融資產泡沫化，以美國股市、中國房地產、日本和歐洲的國債為典型表現。當然，泡沫的定義當前尚不確定，有很多人並不認同當前的泡沫化傾向，認為泡沫只有破滅後才能認定。我們在這裏採用的是價值投資的標準，認為泡沫是對長期平均價格的大幅偏離。

上述三股浪潮正在讓盛行了半個多世紀的價值投資體系飽受困頓。

首先，數字化加大了金融市場的波動，信息來源多元化、基於數字科技的量化投資、被動管理盛行，各種網絡社交平台、數字社區、自媒體等打破主流媒體對金融信息傳播渠道的壟斷，讓傳統的基於靜態財務會計信息的價值投資無所適從。尤其是數字技術的日新月異加上數字智能終端的普及，基於行為金融、心理經濟學的敘事廣為流行，市場對投資標的定價主要不再看「枯燥」、「老舊」的會計信息，而是看市場上廣為流傳的故事，看「網紅」股票和企業家大V（KOL）的流量。當然，用傳統的觀念來看，這些資產標的「網紅化」，企業家「大V」化，固然存在着泡沫的成分，但在數字化浪潮的席捲下，人們更傾向於認為敘事形成的共識，具有更強的估值支撐。那些從財務信息上看上去「便宜」的公司，實際上已經失去了市場的信任和青睞。

其次，過多的貨幣在追逐少量的核心資產過程中，將估值普遍推到了遠超價值投資者理解的地步。價值投資者只能被迫抬升估值標準，並在市場上撿一些容易「入坑」的看似便宜實際很貴的老舊資產。最近十多年，貨幣化浪潮一浪高過一浪，從次貸危機之後的美國三次QE（量化寬鬆），到歐債危機歐元區也隨之步後塵，再到大疫情後全球「無限量」貨幣寬鬆，看上去過去有底限的貨幣規則、財政紀律都已經不復存在。這導致的後果就是，全球流動性過剩；核心資產荒；利率長期被壓制在一個非常低、接近於零甚至為負數的水平

上。這明顯放大或者扭曲甚至是摧毀了價值投資體系。

筆者曾在《趙建：金融市場已經惡性通脹，印鈔者摧毀了價值投資體系》一文中重點提到了這個問題。長期的低利率，過度的流動性氾濫，使得價值投資失去了基本的定價之錨，整個估值必須大幅抬升。而且負利率的出現，需要我們重新對現金流折現模型進行修改，這很明顯超出了傳統金融學模型的框架。從這個意義上，與其說是金融資產估值大幅提升，不如說是貨幣的價值不斷塌縮。

最後，金融資產泡沫是價值投資者們所痛恨的對象，但今天的世界已經泡沫遍地，如果按照價值投資的標準，現在最好的策略就是現金為王，等待泡沫破滅撿便宜的「價值回歸」資產。然而，現實的情形卻絕非如此。從理論上看，泡沫的定義本身就存在較大的爭議，甚至有不少人認為根本不存在泡沫。按照價值投資的標準，泡沫是價格對實際價值的偏離。但什麼是「實際價值」呢？這就又回到了老問題，或者到了形而上學的哲學層面。

就價值投資者來看，當前的金融資產都非常貴，性價比不高，不符合價值投資的標準。但現實的情況卻是，現代經濟本身就是一個用貨幣計量的泡沫經濟，與其說核心資產越來越貴，不如說信用紙幣越來越便宜。如果換個坐標系，用實物資產或者優質上市公司的股票作為價值標準去衡量現在的核心資產，其實並不是那麼貴。泡沫化與貨幣化緊密聯繫在一起，因為所有大類資產的價值尺度都是傳統的法幣，主要是美元。但現在的美元幾乎無限量擴張，所謂的泡沫不過是美元的泡沫，所有法定貨幣的泡沫。

數字化、貨幣化和泡沫化三個浪潮疊加在一起，催生了一個新的另類資產——加密數字幣。比特幣等加密幣的「超級泡沫」，是這三個浪潮疊加在一起的終極表現。但在價值投資者看來，加密數字幣卻是這個時代「最大的騙局」。這個判斷恰好宣告了價值投資衰落的必然——一種思想和信念體系的隕落，恰恰就是從故步自封、對新生事物充滿敵意開始。

單靠財報難再判斷企業價值

在投資界流行一句話，叫做「做時間的朋友」，或者說長期主義。聽起來很有道理，很理想主義，但現實卻充滿了諷刺意味：大多數時候，是因為套牢而被迫與時間做朋友；當然也是投資管理人安慰客戶常用的一句話。管理人當然希望客戶永遠都做「時間的朋友」，這樣既可以減輕贖回壓力，又可以收更多的管理費。

一個真正優秀的投資人一定是將自己置身於時代發展的大趨勢裏，在每個中長周期的變化階段捕捉代表時代主題的優質資產，並根據變化趨勢做好資產、資金和資本的管理，平衡好收益性、流動性和安全性之間的關係，以更好的滿足不同風險偏好和流

動性偏好的客戶需求。從這個意義上來說，做時間的朋友，不如說是做周期的朋友。在時間面前，對投資有意義的只有周期，否則再多的時間也不過是重複的輪迴。如同我們調侃A股，十年了，不過是從一個3000點回到另一個3000點。

事實上，可能並不存在絕對的價值投資，因為資本市場的本質是對未來的估值，而對未來的判斷必須置於內在的發展趨勢中。因此價值投資的成功，所獲取的巨大收益，從本質上來說也是趨勢給予的超額收益。我們回頭看格林厄姆、巴菲特投資最成功，收益率最高的那個年代，恰恰就是第二次、第三次工業化浪潮興起的時代。所以他們的超額收益率，其實也是時代大趨勢饋贈的紅利。

那個年代價值投資非常成功，還有一個關鍵之處是，重工業時代會計信息能較好的反映企業的價值，因為代表工業時代的龍頭企業的核心資產都是有形的物質資產，會計在衡量有形資產方面是非常有效的。那個年代「以歷史數據判斷未來趨勢」的方法也是相對有效的，因為那個時代不像今天的數字化、貨幣化，百年未有之大變局時代，歷史經驗大多數時間不僅無法作為定義未來的基礎，還可能成為一種牽絆。

價值投資與趨勢投資，左側交易和右側交易，本質上並不是完全對立的。價值投資的理念裏有趨勢投資的元素，就是認為價格偏離價值的資產，存在強大的回歸價值的趨勢。趨勢投資也認可價值投資的基本理念，即投資真正有價值的企業。

但從決策方法的本質來看，價值投資可以看作是趨勢投資的一個特例：基於財務會計信息去判斷未來的趨勢。很顯然，在當前這個持續變化、新生事物不斷湧現的年代，僅僅依靠信息源之一的財務報表信息來判斷一家企業的未來發展趨勢，顯然是非常不夠的。

孟子曰：「雖有智慧，不如乘勢；雖有鎡基，不如待時。」大部分成功的價值投資者，並非僅靠自己的努力，用價值投資的財務分析方法找到了好的標的；絕大多數時間不過是時代的饋贈——恰好順應了周期趨勢，才獲取了超額收益率。從這個意義上來說，趨勢投資更懂得敬畏市場、時間、價值。價值投資是因為恰好符合了宏觀經濟和企業的發展趨勢，才取得了巨大的成功。

每個時代都有自己的大主題、大趨勢。這個時代是充滿光榮和夢想的時代，是在變化動盪之中孕育着無窮機遇的時代，也是一個舊的事物很快被淘汰、新的事物快速湧現的時代。時間易老，韶華易逝，做時間的朋友、在複雜多變的市場裏「躺平」當然容易，但對於一個優秀的、有夢想的投資者，還是需要利用自己的專業知識和綜合認知，置身於全球和中國經濟的大周期內，去尋找可以為客戶創造價值的大趨勢。只有這樣，才能做到不辜負時間、不辜負韶華。

高通脹預示美元美債息反彈



梁中華
海通證券首席宏觀分析師

今年以來，美國、歐洲的通脹都在大幅飆升。截至5月份，美國的消費者物價指數（CPI）同比已經達到了4.9%，處於2008年以來的最高位置。歐元區的CPI同比回升至2%，也已經達到了2018年以來的最高水平。

如此高的通脹同比數據，肯定和去年新冠疫情爆發帶來的低基數有一定關係，但即使剔除低基數，歐美的通脹水平也不低。筆者計算連續兩年的平均通脹，美國5月份通脹也有2.5%，明顯高於疫情之前的水平；歐元區5月平均通脹也在1%附近，也已經回到疫情前水平。除了低基數外，油價的大幅回升肯定也是整體通脹上行的重要推動力。例如5月美國能源類商品價格同比上漲了54%，歐元區能源CPI同比也高達13%。

然而，如果剔除高波動的能源食品類價格的干擾，就會發現歐美的通脹形勢完全不同。今年以來美國核心CPI同比已經飆升至3.8%，即使剔除低基數，測算和2020年同期的平均值也有2.5%，和整體CPI一樣，也處於2008年以來的最高位置了。而歐元區5月的核心CPI同比只有0.9%，仍然低於疫情之前的水平，而且即使剔除低基數，歐洲的核心通脹水平也沒有回到疫情之前。

其實看細分領域也能夠看出歐美通脹的結構背離。例如，截至5月份，美國非耐用用品CPI同比已經飆升至17.8%，而歐元區非耐用用品CPI同比只有0.5%，遠遠低於疫情之前的水平。美國服務業CPI同比（不含能源服務）已經上升至2.9%，但歐元區服務業CPI同比只有1%。所以儘管歐美通脹都在大幅飆升，但美國可以說是通脹比較全面的回升，歐洲整體通脹上行更多是油價的帶動。結構上看，歐洲非能源類的商品和服務通脹壓力要明顯小於美國。

通脹分化的背後，是美國和歐洲居民消費能力的分化。去年新冠疫情爆發後，美國採取了高額補貼的強刺激政策，居民收入增速不僅沒有下降，反而大幅上升。

截至今年4月，美國居民過去12個

月的收入增長了8.5%，而在疫情之前的2019年，收入的增速還不到4個百分點。美聯儲「印刷」鈔票給美國財政，財政再來直接發給居民，是去年以來美國居民收入增長的主要來源。再加上貨幣刺激推升資產泡沫，美國居民資產也明顯增值，所以去年美國居民的消費能力大增。

歐美居民消費能力的差異，從消費行為上也能夠看得出來。去年下半年美國居民的商品消費增速不僅完全恢復了正常，還遠遠超過了疫情之前的水平。截至今年4月，剔除低基數後，美國居民商品消費增速高達16%，而疫情之前只有4%左右的增長。當前美國總量消費依然偏弱，主要是因為服務業消費受到疫情管控的暫時壓制，並不是居民消費能力不夠。

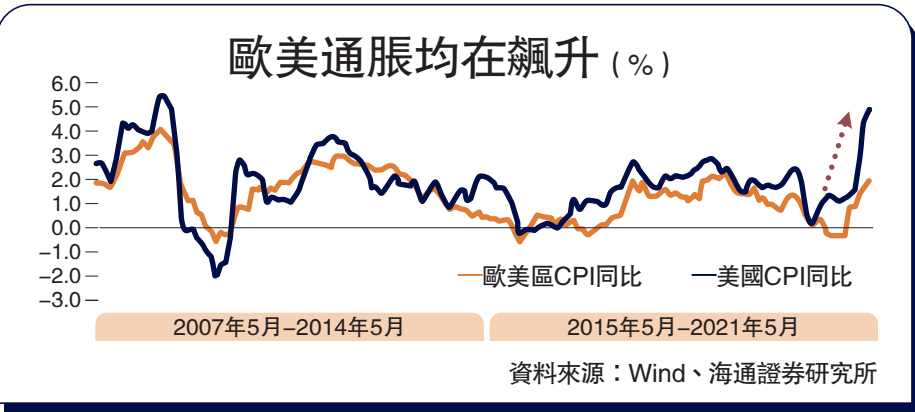
歐元區消費未返疫前

而歐元區不僅服務業消費沒有恢復正常，商品消費距離疫情之前的水平也相去甚遠。截至今年一季度，剔除低基數後，歐元區商品消費增速只有-2.4%，依然遠遠低於疫情之前的2%以上的正增長。這說明歐洲消費的弱，不僅僅是疫情管控導致居民服務業消費受限，居民消費能力也受到了影響，商品消費也相對低迷。

其實不僅僅是歐洲，去年新冠疫情爆發後，日本等其他經濟體的居民收入增速都是下滑的。能夠一方面高失業、另一方面高收入增長的「發錢」模式，也只有美國力度最大，這是由美元的國際地位決定的。

今年上半年的全球資產表現可以分為兩個階段，第一個階段是1月至3月，隨着美國疫苗接種不斷提速，市場對美國經濟復甦、政策收緊的預期強化，美債利率上行、美元升值、黃金和類黃金調整；第二個極端是4月初至今，美國疫苗接種速度下降，對美國復甦和政策收緊預期邊際弱化，美債利率下降、美元貶值、黃金和類黃金資產反彈。

當前美國成人接種疫苗比例已經超過60%，由於居民收入能力的保障，一旦美國疫情得到有效控制，防控措施放開，美國通脹和消費的恢復還是會比歐洲、日本要快，對美國復甦和政策收緊的預期可能再度轉強。這意味着美債利率或重新趨於上行，美元指數或短期反彈。



天價車位 助燃住宅新盤



楊永健
Q房網香港董事總經理

如果是十年前，一個車位要100萬至200萬元，肯定已經是天價，想不到時至今日，不少屋苑的車位售價已升至200萬至300萬元。最新山頂豪宅Mount Nicholson車位，推出供業主招標購買，最高成交價接近1200萬元，成為全港最貴的车位，天價車位成交，相信對市場帶來啟示就是，「沒有最高，只有更高。」

當然對於一般人來說，1200萬元一個車位可謂天數字，但對於超級豪宅Mount Nicholson的業主而言，相關車位售價與樓價的比例仍屬於較低以至合理水平。現時Mount Nicholson分層單位平均樓價至少5億至6億元，洋房更高達10億元，換言之，車位的售價只是樓價的五十分之一，甚或只是洋房樓價的一百分之一。

部分港島大型屋苑，如太古城、海怡半島等，車位售價差不多是樓價十分之一，甚或是五分之一。早前太古城推出車位發售，售價介乎200萬至275萬元，以太古城兩房單位樓價約1000萬元計算，車位是樓價的五分之一，如果以三、四房單位計算，比例最高亦只達

十分之一，海怡半島的情況亦相若。

再者，如果翻查紀錄，其實現時全港十大最貴車位，當中已有五個豪宅屋苑的車位售價是超過500萬元，包括九龍站凱旋門、何文田KADOORIA、西營盤維港峰、何文田天鑄的最高車位售價更高達660萬元，原來全港貴價車位已幾乎分佈於港九不同的豪宅區，而並非只有山頂南區的车位才能創出天價。

新盤租金回報勝車位

無可否認，天價車位的出現其實是樓市正常現象，對於一眾的車主而言，車位是「必需品」，位置方便的车位是相當重要，因此業主願意豪花數百萬元、甚或上千萬元來安置自己的靚車。再者車位按揭成數有限，息口亦可較住宅按揭為高，因此大多數的车位成交都是現金全數支付，天價車位出現反映現時市場資金相當充裕。

其實一個500萬元以上的車位價錢，幾乎可以購買一個市區開放式、甚或是一房的新盤單位，而購買新盤單位的租金回報，相信亦會較車位的回報為高。

總括而言，天價車位反映出現時個別新盤定價仍然吸引，在現時資金充裕，以至超低息環境下，購買新盤單位收租仍有一定的吸引力。