

找寻合适的漫步 ——市场专业人士的投资理念

文/李倩雯

摘要: 本文从学术界人士与市场专业人士的对抗说起,结合三位投资大师的投资理念,着重分析了市场专业人士一直以来使用的对抗武器——基本面分析及技术分析,也即传统的分析方法。并且结合中国证券市场的情况,力求为我国股票投资者提出可借鉴之处。

关键词: 基本面分析;技术分析;投资理念;借鉴

中图分类号: F014

文献标识码: A

文章编号: 1006-4117(2009)08-0091-02

在世界的证券金融史上,一直存在着学术界对市场专业人士的抨击,在19世纪是达到了高潮。学术界创立了属于自己的各种股市估值理论,如法玛(E.F.Fama)的有效市场理论、马克维茨(H.Markowitz)的投资组合理论(MPT)以及夏普(W.F.Sharpe)等人的资本资产定价理论(CAPM),建立了现代金融学体系。我们不禁好奇,是什么样的市场专业人士的投资理论使得学术界如此穷追不舍地抨击?是什么样的投资分析方法在经历几个世纪的发展与争议后未被抛弃反而得以回归?这种种理论对我国的投资者又有什么帮助呢?

一、市场专业人士的理论基础

传统上,投资界的市场专业人士一直拥有两种资产估值的理论基础——以内在价值为坚实支柱的坚实基础理论,和以大众心理和预期为核心的空中楼阁理论。与之相对应的是市场专业人士对抗学术界抨击的两种武器——以估计未来增长率及估测股票内在价值为基础的基本面分析,和以绘制并解释股票图表为基础的技术分析。下面我将分别为大家揭示技术与基本面分析的面纱。

二、技术分析

技术分析从本质上来说就是绘制并解释股票图表。技术分析师们认为与一家公司盈利、股利和未来业绩有关的所有信息都会自动反映在公司股票的以往价格上。股价倾向于沿着趋势运动,空间和时间里存在可以重复的模式。他们不去了解公司经营的业务和所处的行业,而是努力寻觅“趋势”,抓住“阻力位”和“支撑位”的变换,先大众之行而抢得先机是技术分析师的职责所在。然而,必须强调的是,技术策略绝无任何实际价值,各种技术理论只是富了炮制和推销技术服务的人,以及雇佣技术分析师的证券经纪公司。市场弱势有效便是对技术分析最好的抨击。如果过去的股价只包含极少的或根本不包含有助于预测未来股价的信息,那么遵循任何技术交易策略以捕捉买卖时机的做法便毫无意义。市场很可能是一种非常有效地价格机制,在瞬间完成反映以至于任何人都无法获得超额收益。有一检测结果表明,过去的股价变动和现在或是将来的股价变动之间的相关性系数几乎接近于零,即使存在短期趋势,任何交易时必须支付交易费用的投资者都不可能因采取趋势策略而获利。而所谓的“持久模式”也只不过是类似于掷硬币的概率问题。总之,没有任何一种技

术分析方法能够始终优于买入持有这一对照策略。

三、基本面分析

基本面分析师关注的不是股价而是股票究竟价值几何,他们致力于估计公司未来的盈利流和股利流,预测公司未来的经济增长,估计公司的销售收入、营运成本、公司所得税率、会计折旧政策以及公司经营和发展必须资本的来源和成本。美国著名的投资大师本杰明·格雷厄姆、菲利普·费雪以及沃伦·巴菲特都是用基本面分析来选择绩优股,都拥有“价值投资”理念,虽然侧重点各有不同,但他们的理论着实为广大投资者提供了投资基础。

(一)本杰明·格雷厄姆的投资理念。格雷厄姆被认为是金融分析的开山鼻祖,倡导的是“价值投资”。他在1934年的著作《证券分析》被誉为“投资圣经”。其精要之处在于:一个基于理性评估、精心选择、投向分散的普通股组合即是一个正确的投资组合。格雷厄姆解决的第一个问题是统一和明确“投资”的定义。他认为“投资是一种通过认真分析,有指望保本并能有一个满意收益的行为。不满足这些条件的行为就叫投机。”他的第二个贡献是提出普通股票的数量分析方法,注重定量分析。他认为投资者应该关注的是股票的内在价值而非股价。一个公司的内在价值可用公司的利润乘以一个适当的资本化因子来估计。这个因子或乘数受公司利润的稳定性、资产、红利政策和财务状况等因素的制约。格雷厄姆的另一个伟大贡献是提出“安全空间”的箴言。只要收入和固定费用之间的差距足够大,投资者在公司收入意外下降时就可以得到保护。如果股票的价格低于其内在价值,那么投资普通股就存在收益的安全空间。格雷厄姆属数量分析家,强调可以测量的因素,研究范围限于公司档案和年度报告,不去拜访公司的顾客、竞争者或管理人员。他的兴趣仅在于能够形成易被普通投资者所接受的安全投资获利方法。为了减少风险,建议投资者的投资组合彻底多元化。

(二)菲利普·费雪的投资理念。同是价值投资者,与格雷厄姆不同的是,费雪是个定性分析者,更重视的是对企业特质的了解和掌握。他并不十分强调销售上的每年持续增长,但他注意公司在数年内的整体表现,并以此判断其优劣。他认为可以通过下列方式获得超额利润:1.对获利能力在平均潜力以上的公司投资。2.和最有能力的管理者合作。他认为仅阅读一家公司的财务报告,并以此

判断是否值得投资是不够的,而真正投资的基本原则是尽可能从熟悉这家公司的人员中获取第一手资料。为了减轻分析公司特质所带来的巨大工作量,能真正了解自己投资的公司,他偏向于投资组合集中化,他的投资组合少于10个公司,而且常常是三至四个公司即占去了他股票投资的75%。费雪属质量分析家,重点强调他认为可以增长公司内在价值的因素:发展前景及管理能力。相对于格雷厄姆仅对购买便宜股票感兴趣,费雪购买那些有能力增加其长期内在价值的股票。费雪偏向于投资组合集中化而不是多元化,即投资组合仅包括几种股票。

(三)沃伦·巴菲特的投资理念。巴菲特受以上两位大师的真传,是个偏重于定性分析的价值投资者。他坦承“我的投资理念85%来自格雷厄姆,15%来自费雪。”巴菲特坚定信奉格雷厄姆的安全空间理论,但他已经摒弃了格雷厄姆的投资分析方法。他认为如果投资者提升他对企业的关注强度,并且提高他对企业经济状况的满意度,然后再购买他们的股票,那么,集中投资的策略反而会降低风险。巴菲特遵守的权益投资策略是:他寻求他所了解的,且利于长期投资的公司;该公司的管理阶层必须诚实且具备充分的才能;最重要的是价格要吸引人。他的投资只和该企业实际的经营状况有关,主要看该企业是否简单且易于了解,过去的经营状况是否稳定,长期发展的远景是否被看好。巴菲特非常重视管理阶层的品质,凡是收购的公司,都必须有值得赞赏和信赖的管理人员总而言之,他认为理性投资具有两个要素:企业的实质价值如何;是否可以在企业的股价远低于其实质价值时买进该企业的股票。巴菲特投资理念的精髓在于“价值投资”,他崇尚的是本金安全前提下的投资,而非短期套利的投机行为。他总避免持有过多种类的股票,坚持“把所有鸡蛋放在同一个篮子里,然后小心地看好”,一切就绪之后,则长期持有股票并耐心等待。

(四)综述。虽然大师们的投资理念很有价值,但基本面分析仍然存在缺陷及不可行性。基本面分析中使用的指标的确能反映股票的真实价值,然而诸如公司未来的盈利流和股利流、公司未来的经济增长等都必须通过预测,由于随机事件的影响、公司利用“寻机性”会计处理方法制作靠不住的盈利报告、许多分析师不称职、最佳分析师流向营销部门或转而管理投资组合及对冲基金、研究部门与投资银行之间的利益冲突等原因,预测未来的困难是非常大的。另外,有效市场理论的“半强势有效”及“强势有效”形式就是对基本面分析的有力抨击。关于公司盈利和股利预期增长的所有已知信息,以及基本面分析师研究的所有可能影响公司发展的有利和不利因素,都已经在公司的股价中得到了反映。市场如此有效,价格在信息出现时变动如此迅速,以至于谁也不能以足够快的速度进行买卖而从中获利。而且,实际信息的形成是随机的,具有不可预见性,通过研究过去的股价信息或基本面信息都无法预测实际信息。这在后来也得到了格雷厄姆很不情愿的承认。

四、中间道路的选择——我国股票投资者的借鉴之处

既然市场专业人士的技术分析和基本面分析既有其理论的合理性,又有其实践的不可行性,那么,采纳伯顿·

马尔基尔的观点,投资者不妨重新思考一下是否该对专业投资顾问给予那么大的信任,但也不该不假思索地全盘否定整个专业投资领域,毕竟在进行投资前对公司的情况做一个了解和分析是必须的。

我国的股票市场较美国这样的西方发达市场而言,具有自己的特点:仅仅具有十几年历史的中国股市仍处于发展阶段,相关的法制尚不完备,监管理念和手段还不到位,市场层次和金融产品的多样化还有待提高。股票价格大起大落现象普遍,投机盛行。尤其是个人投资者素质较低、无论是基本面分析还是技术分析都不足,非理性行为明显。

我们身边发生的许多现象和行为都使我们不解,如为什么无数散户在股票稍稍盈利的时候就将其卖出,却在一些垃圾股上被死死地套牢而不肯割肉?为什么在总市值小于香港股市情况下,日均交易金额大大超过香港股市?我国的投资者们纷纷渴望在西方国家的理论与实证中找寻适合我国市场的漫步鞋,然而巴菲特等投资大师的投资理念在中国适用吗?有没有可借鉴的地方呢?

我给出的答案是适用性不强,但不乏可借鉴之处。正如上文对我国股市及投资者特点的描述,我国股市很不成熟,它不是基于基本面而是基于纯技术的。国民经济变化对股市在短线上会有某些影响,但在中长期走势上没有任何影响。长期来看市场也并不是呈上扬趋势的,股票涨得越好,跌起来也可能越厉害。中国股市的特点就是暴涨暴跌,个股及整体行情的急剧变动,上市公司运作不规范令巴菲特都只能望洋兴叹。巴菲特的操作思路在中国是不太适用的。

然而,大师们的许多基本的投资理念是完全值得我们借鉴、学习的:1.不理睬股票市场的每日涨跌,更多关注股票的内在价值。2.市场从长期来看是有效的、理性的,无论是个人投资者还是机构投资者,都不能在长时间里持续战胜市场,通过投资指数基金——购买市场,买入并长期持有一只投资于大型市场指数的基金,就能获得和市场一样的回报。3.买下一家公司而不是股票,坚持选股的企业原则、经营原则、财务原则以及市场原则。4.集中投资,长期持有。选择少数几种可以在长期产生高于市场平均收益的股票,将你的大部分资本集中在这些股票上,坚定持股,稳中取胜。

结论:纵观历史,综合各个投资理念,去其糟粕、取其精华,在感慨投资大师们的睿智的同时,我们也在摸索着找寻一双属于自己的漫步鞋,在借鉴中学习,在学习中成长。

作者单位:厦门大学管理学院

参考文献:

- [1]伯顿·马尔基尔.漫步华尔街[M].北京:机械工业出版社.2008
- [2]谢德高.巴菲特投资策略全书[M].北京:九州出版社.2001
- [3]罗伯特·希勒.非理性繁荣[M].北京:中国人民大学出版社.2001