

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(上)



▲巴郡的話事人巴菲特（中）是近代執行價值投資的佼佼者。

澤被萬物

西澤投資董事局主席、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」。當然，相對於有靜態財務數據作為支撐的價值投資，主要基於未來發展潛力走向的趨勢投資可能更需要科學和藝術的結合。這也加大了決策判斷的難度，同時讓一些假趨勢、「PPT泡沫敘事」等欺騙、詐騙行為大行其道。

但如果所有的投資人都按照價值投資的標準選擇標的，那麼就根本不可能出現阿里巴巴、臉書（Facebook）、特斯拉、亞馬遜、蘋果等數字時代的獨角獸。因為這些新興企業的價值（比如馬斯克和喬布斯的創新精神），根本無法用會計報表等財務數據進行度量和發現。從這個意義上，價值投資過於平庸和偷懶——企業經營的財務指標反映的只是過去。

價值投資已經老去

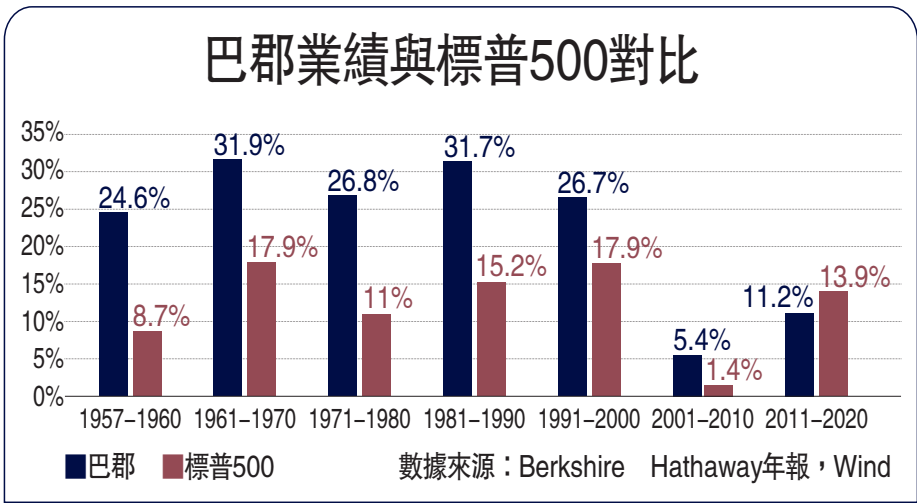
價值投資已經老去，或者說整個體系需要更新迭代甚至重建。核心的原因有四個：

第一，價值投資所依賴的決策信息體系已經無法反映新興企業的真正價值。價值投資依賴的基礎信息是傳統會計信息，然而誕生於重工業化時代的會計報表，一百多年來基本沒有大的變化，反映的還是重工業時代物質資產的信息，對信息革命和數字化時代新興企業最核心的創新能力、企業家精神、人力資本、數字資產、組織活力和文化等無形資源，卻沒有辦法準確的計量。也就是說，依照價值投資的那些財務指標信息，根本無法捕捉到數字時代的獨角獸。

著名學者巴魯克·列夫在《會計的沒落與復興》中，用實證方法證明了一個結論：在資本市場上，會計報表給投資者的增量信息貢獻不足5%！而且各種會計「造假」，無論是違法的欺詐還是合法的報表粉飾，不僅不能正確引導投資者，還製造了大量的噪音和虛假信號，誤導價值投資者進行錯誤的估值。

第二，靜態的、基於歷史數據的估值體系已經無法適應數字化浪潮下的「大變局時代」。價值投資依賴的信息都是歷史數據，或者基於歷史數據推算未來，等於用過去給現在定價。如果說在確定性、穩定性較大的重工業時代，這種估值體系還能大行其道，但在充滿不確定性和各種新事物的數字化時代，對一個優質公司的定價應該主要基於未來的發展趨勢，而不是那些「死去」的且充滿虛假信號的過去信息。

歷史的數據——主要是企業的財務報表信息——當然具有很強的客觀性和



權威性。在環境變化和技術變革較慢的工業時代，可以較好的用過去的、歷史的數據推演未來，中間的偏差可能並不會特別大。然而，現在信息和數字技術日新月异，市場環境和用戶偏好捉摸不定，各種新事物不可知的湧現，導致基於歷史數據的未來預期失靈。當前這個時代真正優秀的投資人，基本上並不是依賴歷史會計信息而是依賴對大趨勢的前瞻性判斷。

第三，債務大爆炸與全球貨幣化大趨勢下，傳統的價值估值體系已經受到債務、貨幣、流動性等「虛擬變量」的強烈衝擊，基本面作為定價核心變量起作用的時間越來越少。我們知道，價值投資主要依賴的就是基本面變量，但次貸危機以來，全球無限量持續大放水，無風險利率被壓低到零甚至突破下限變為負。

在資金成本如此低廉，資金可得性越來越容易的背景下，高風險投機型和高頻交易型資本的數量越來越多，在資本市場的估值體系中越來越佔據主導。這些交易型資本最青睞的是充滿想像力、估值空間巨大的成長型股票，對那些估值較低，價值投資比較青睞的股票卻不感興趣。「便宜無好貨，好貨不便宜」，實際上也是價值投資的估值悖論——如果市場是有效的，那麼那些在價值投資看來被低估的股票，反而是沒有投資價值的。

第四，數字化、信息化時代，投資者賴以決策的信息源和數據庫越來越多元，越來越實時化，相比來說主要依賴財務會計報表信息的價值投資顯得滯後和老化。半個世紀前，信息體系不夠發達，尤其是面向個人的信息渠道非常匱乏，財務會計報表體系成為主要的信息渠道，且被壟斷在少數機構手中。今天信息大爆炸，數字化浪潮席捲一切，個人數據和信息終端完全普及，信息和數據的壟斷格局被打破，投資者對資產標的進行估值的信息來源越來越多，可以更好的支持趨勢投資。價值投資依然堅守財務數據和充滿了虛假信號的報表信息，而財務報表的形成周期又太長，短則以季度為單位，長則以年為單位。在變化多端的今天，信息更迭頻率如此慢的信息體系肯定無法對投資做出及時的、前瞻性的決策支持。

事實上，我們並不否定價值投資的

基本原則，即堅持投資有價值的資產。但問題是，什麼是真正有價值的資產，如何定義「價值」一詞。我們堅持的理念很簡單，那就是「符合時代發展趨勢的，才是真正有價值的」。眼下我們詫異的看到，那些對外宣稱價值投資和長期主義的投資者，最終依然賺的是趨勢和周期的錢。我們只能敬畏時間，時間的長河可以刷新、埋葬一切；可以和我們做朋友的是周期，只有周期才能賦予我們真正發現價值、創造價值的機會。

## 財務會計信息失真

在股票市場的投資思想譜系裏，技術投資要早於價值投資。1905年，在道氏理論的股市交易技術分析方法出現的十幾年後，誕生了從另一角度研判股價高低及投資的重要分析方法和投資方法——基本面分析方法與價值投資方法。這種分析方法在實踐中不斷發展，近百年來一直被重視和使用，成為經典的主流價值投資派別。

創立價值投資方法的始祖是股神巴菲特的老師格雷厄姆，他在20世紀30年代寫了一本名著《證券分析》，在書中他創立了基本分析方法的理論體系，闡述了價值投資的主要內容。在格雷厄姆看來，股票價格是上市公司內在投資價值的外在表現，買股票就是買上市公司，因此對上市公司投資價值的分析是選擇股票的主要方法。格雷厄姆還認為，對上市公司投資價值的分析主要就是對上市公司財務情況的分析，主要分析上市公司的資產負債表和損益表。投資者要根據上市公司的資產情況和業績對其股票的內在價值進行估值，從而判斷其股價的高低。

股神巴菲特是格雷厄姆理論的忠實實踐者，據其回憶錄和傳記介紹，在他的辦公室裏沒有股票交易的行情顯示，只有一堆堆的上市公司財務報表和分析報告；他也從來不做短線的股票交易，而是從眾多的上市公司中找出最有投資價值的公司，對其進行相對長期的投資。

從價值投資的發展演變歷史來看，主要有兩個鮮明的特徵：首先，價值投資依賴的基礎是財務會計信息，主要是資產負債表和損益表（利潤表）；其次，價值投資誕生的時代背景是第二次、第三次工業革命時期，這兩次工業

# 債券配置力度宜加大



基金人語

施羅德投資管理（上海）債券基金經理

筆者認為主要是國務院常務會議在今年5月12日、19日及26日接連三次提及大宗商品價格和原材料價格快速上漲的問題所致，連續的價格維穩信號遏制了債券市場對於通脹的憂慮。

從經濟基本層面來看，今年增長和就業表現穩定，外貿和工業企業利潤在穩定當中亦有所增長，偶發的疫情未必會為消費構成較大的衝擊。

## 經濟增速穩步回落

今年內地的政策重點落在穩定宏觀槓桿和加速結構化改革之上。地方和中央財政需要「休養生息」：地產政策頻出，基建投資與地方債發行都出現放緩，而互聯網金融方面的管控力度亦有所提升。

隨著社會融資持續放緩，預料內地經濟增長速度將於今年下半年穩步回落。至於歐美方面，由於接

中國10年期國債收益率走在突破3.1%後繼續窄幅震盪。究其原因，

種疫苗的進展穩定，相信當地經濟持續復甦的步伐亦將於下半年逐步加快。

然而，疫情變化依然充滿不確定性。央行對於呵護流動性穩定的表態並未出現變化。經歷股市調整和一系列地產政策調整過後，債券的配置和投資價值更覺明顯。筆者對中長期利率仍然抱持樂觀態度。若沒有出現意料之外的情景，任何調整都是值得關注的。

## 企業債再融資趨緊

事實上，市場觀點對內地的企業債券市場相當一致，息差亦已長時間被壓縮在窄幅區間之內。

自從市場於去年11月發生企業債違約事件後，投資者對於低評級的城市建設投資、資源型地方國企、民營企業（尤其是地產企業）都比較謹慎。在投融資方面，各個地方都有着堅決的表態，一些省份還準備了對應的債務償還機制，可見年內的監管仍將維持高壓之勢。筆者注意到，企業債的再融資正在收緊。

筆者認為今年企業債二級市場依然值得關注，尤其是城市建設投資企業債和產業債。如果下半年出現預期以外的企業債務事件，則值得留意企業債的投資與交易。

# 車位價媲美豪宅之謎



樓按明鑒

經絡按揭轉介首席副總裁

近日三個山頂住宅車位各以過千萬元天價成交，除了刷新全港住宅車位成交新高紀錄，更料創全球車位成交新高。為何該車位售價可媲美豪宅？

事實上，本港土地問題失衡嚴重，車位與車輛的比例亦一直遞減。根據運輸署最新交通運輸資料月報顯示，今年3月份領牌私家車總數為57.8萬，按年增加2.5%，並創有紀錄以來新高。然而，翻查運輸及房屋局過往向立法會提交的數據，2009年平均每部車，可分配到約1.45個車位；但到2019年，每部車平均只有1.09個車位。當中部分地區的車位短缺問題更為嚴重，過往豪宅區車位比例約1比1.5至2，現時大部分豪宅屋苑比例有所降低。在需求增加下，本港車位一直備受用家及投資者追捧。除供應問題，近年本港房策亦有助帶動車位交投上升。其中金管局於去年8月放寬非住宅物業按揭

香港樓價於全球排名首屈一指，除了住宅，車位售價亦屢創新高。

貸款的按揭成數上限，將按揭成數上限上調一成，使車位的可承造之按揭成數由最多四成增加至最多五成。

## 轉售不受限 易炒作

此外，去年11月發表的施政報告中，撤銷非住宅物業的雙倍從價印花稅。

以剛創成交新高車位為例，成交價約1100萬，撤銷雙倍印花稅前的稅率為7.5%，印花稅即1100萬x7.5%=82.5萬；撤銷後稅率為3.75%，印花稅即大幅減少一半，至1100萬x3.75%=41.25萬。

交投數字亦反映了以上政策的成效。根據土地註冊處及美聯物業房地產數據及研究中心數據顯示，今年5月份純車位宗數衝破1000宗，按月上升近兩成（18.4%），並創近3年（34個月）新高。

此外，相比起住宅物業，購買非住宅物業不需繳付買家印花稅及額外印花稅，即沒有轉售限制，因此市面上偶有出現「摸貨」成交。而非住宅物業中，工商舖入場門檻較高，車位的入場費相較便宜，管理上亦更為簡單，加上供求問題，相信在有開放寬措施推出後，車位交投更趨活躍，估計未來車位繼續「有價有市」。



▲山頂超級豪宅Mount Nicholson暫時錄得9宗車位成交登記，其中有車位售價高達1188.8萬元。

革命產生的優質企業都是以可會計計量的有形資產為主。

這樣，價值投資衰落的原因也就昭然若揭：

第一，財務會計信息已經越來越失去衡量企業價值的準確性，主要的原因如同巴魯克·列夫在《會計的沒落與復興》中所說的，會計的基本框架和準則，一百多年都沒有發生重大的調整。而這一百年以來，已經發生了三次工業革命，金融資本主義已經廣泛興起，但會計依然堅守着一百年前的基本理念和框架，沒有隨着時代的變化做出相應的調整。

第二，現代的會計準則和框架，實

實際上仍然還是工業時代的產物，主要是對重工業企業中的有形資產進行計量，根本無法反映當前第四次工業革命浪潮中，以創新、創意、人才、文化等為核心資源的企業價值信息，也就無法真正捕捉到數字化時代的領袖企業。

第三，會計信息本身的質量越來越好，越來越失真。暫且不說那些明目張膽的做假賬和欺詐行為，在符合會計準則要求之內的「會計粉飾」，一般的投資者都很難甄別和觀察到。在信息源越來越多元化的今天，會計信息已經很難再作為估值的基本依據。這樣也意味着傳統的價值投資體系逐漸被拋棄。

（待續）