



价值投资者的宿命：学巴菲特的很多，巴菲特却只有一个



来源：苏宁金融研究院

作者：薛洪言 苏宁金融研究院副院长

这几年，以抱团股为代表的核心资产崛起，价值投资策略开始系统性跑赢市场，成为 A 股投资的显学，拥护者众。

市场充满了大量的随机性和偶然性，决定了任何一种策略都只能短期跑赢市场，价值投资也不例外。拉长历史看，价值投资的确成就了一批杰出的投资者，但更常见的剧本是，当价值投资策略短暂失灵时，投资者开始突破策略边界，进行灵活性转换，结果却因其灵活性而陷入投资困境。

必然性的视角与偶然性的困扰

李泽厚先生曾说，“历史的行程远非直线，而略一弯曲却可以是百十年。”站在上下五千年的大历史视角，历史潮流滚滚向前，不断突破传统、走向开放，进步是一种必然，但聚焦百十年内的视角，受偶然因素主宰，各种情况都可能发生，并没有所谓的必然。

投资也是如此，站在宏观长期视角，大盘指数总能不断突破前高，长期投资能够确定性获利；但站在一两年内的短期视角，偶然性起主导作用，让投资充满了不确定性。

受价值投资的熏陶，很多投资者都相信“股市遛狗理论”，即经济与股市的关系就像狗主人遛狗：

经济发展就像狗主人散步一样，步伐有快有慢，但基本不走回头路（经济负增长），波动较小，可预测性强；而股市表现就像活波爱动的宠物狗，走走停停、一会大步向前，一会掉头向后，波动性大，但或迟或早，总要回到狗主人身边来。

遛狗理论，反映的是一种均值回归理念，是对股市走势所做的必然性描述。这种长期走势的必然性，奠定了各种长期投资策略的基础。但当投资者把这种长期必然性用于实践时，通常会遭遇大量偶然性因素的困扰，致使均值回归迟迟不到，直至大多数投资者认赔出局，应了凯恩斯的那句名言，“市场保持非理性的时间，可能比你保持不破产的时间更长”。

当视角从指数转向个股时，还会带来偶然性的叠加，复杂度呈指数级上升。

大盘指数与经济表现的关系符合遛狗理论，股市不会破产关门，价值总会回归，给足时间，投资盈利几乎是确定性事件。但个股层面并非如此，每家企业都有发展周期，受各种不确定性因素影响，价值回归并非必然，极端情况下公司破产，均值回归永远也不会出现。

因此，做好个股投资，除了时间和耐心，对投资者的判断力和运气也提出了相当高的要求。如芒格所说，投资并不简单。承认投资的困难，投资者才会重视“安全边际”。

安全边际与短期亏损

安全边际的理念，能在很大程度上消解偶然性因素的影响，即便判断失误，也能大幅减少亏损。但当投资者追求安全边际时，账面亏损常常追随之。

不少价值投资者追求的安全边际，通常将价格设定在价值的七折左右。即合理价格是 100 元，投资者只愿意在 70 元左右买入。问题是，当一只股票出现七折买入的机会时，这只股票通常正遭遇某种困境，否则市场不会折价卖出。这意味着，追求安全边际的投资者，买入的是一只存在短期问题的股票，那么买入后出现账面亏损就变成大概率事件。

企业走出困境并形成市场共识需要时间，可能一周，可能一个月，也可能是一年甚至更久。这就导致投资者既不能选择所谓的最佳买点，买入后也无法预测价值回归所需的时间，继而持续考验投资者的耐心和信心。

在熊市环境下，市场普遍下跌，投资者对账面亏损的忍耐力较强；但在震荡市或牛市环境下，不少板块出现趋势性的投资机会，普遍性的创富效应之下，账面亏损会变成一种煎熬，以至于改变投资者行为。

以当前的 A 股市场为例，半导体、新能源汽车相继出现趋势性投资机会，契合市场主线逻辑，虽然已有一定涨幅，且市盈率较高，但追高买入仍可享受趋势行情。此时，投资者是否该卖掉安全边际下买入且持续亏损的保险股，变换风格，追高买入科技板块呢？

这个选择见仁见智，但一旦投资者改变既有投资策略，就放弃了对价

值投资理念的坚守，开始拥抱灵活性。在充满随机性和偶然性的市场海洋中，一旦投资者失去固守的原则，迟早会被市场的随机性吞噬，灵活的投资者从来是走不远的。

为了在市场中生存，投资者必须坚守其固有的原则，且不得不忍受这个原则带来的账户亏损。此时，支撑投资者坚持下去的，只剩下对投资企业的深刻了解，这就回到能力圈问题。

能力圈与保守投资

能力圈的本质是对确定性的要求，即力图在充满不确定性的市场环境中寻找某种确定性，这种确定性，通常来自企业本身所特有的素质，如深厚的护城河、简单清晰的业务模式、轻资本运营以及优秀的企业文化等等。

但某种意义上，能力圈所追求的这种确定性与创新是不相容的。真正去坚守能力圈，最终的宿命通常是投资风格越来越保守，无法充分享受新兴产业的投资机遇。

创新常常会打破既有市场格局，带来大量不确定性，对头部企业通常

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_31996

