



应警惕 A 股风格切换风险



作者：薛洪言 星图金融研究院副院长

近期听基金经理路演，能明显感到成长策略基金经理曝光率越来越高。这类基金经理普遍专注高景气赛道投资，近两年业绩普遍很好，受到投资者追捧，反过来持续强化了其对高景气投资的信念。随着信心的不断强化，慢慢地，在他们口中，成长投资有了“唯一真理”的苗头。

比如很多人开始有意模糊价值投资和成长投资的边界，认为价值投资也是成长投资的一部分，只不过价值投资追逐的是有护城河保护的中速成长，一般意义上的高景气投资追逐的是处于行业爆发期的高速成长。

在他们看来，当前经济降速、不确定性增大，越来越多看似坚固的护城河被现实打破，价值投资策略遭遇瓶颈，相反，在低速增长环境中，高增长则变得愈发稀缺，稀缺匹配高估值，高景气投资才是王道。

这种逻辑有没有道理呢？不仅有道理，还能完美契合过去两年 A 股的走势。典型如新能源领域的风光储（风电、光伏、储能）、新能源车，在双碳转型的逻辑下迎来业绩高增期，迅速取得市场共识，成为 A 股成长板块的领头羊。

但真正的问题在于现实环境的多变和动态属性，总能打破所有的静态策略，使得没有任何单一策略可以长赢。

换言之，当市场中某个单一策略成为主流时，往往距离该策略失效也就不远了，因为在市场里走向成功从来都是一个动态而非静态的过程。

2020年下半年，白马龙头策略大行其道、大获成功，成就了一批信奉价值投资理念的基金经理、私募大佬和财经大 V。在光环加身时，他们的彼时的言论与当前的成长投资基金经理如出一辙：

价值投资与成长投资并不矛盾，成长是价值的一部分，没有成长的投资属于价值陷阱，高成长支撑的投资即便市盈率很高，依旧属于价值投资的范畴。

在这个逻辑下，成长投资变成价值投资的有机组成部分。其问题同样在于模糊了成长与价值两种策略的边界，试图用价值投资包揽一切，客观上反映了该策略的过度流行，以至削弱了自身的有效性，为策略失效埋下伏笔。

当投资者能够用价值投资解释一切时，在 70 倍市盈率上买入茅台的行为被充分合理化，而价值投资的基石——“低估值买入”则被有意无意忽视了，这样的“价值投资”很快走入死胡同。70 倍的茅台在持续下跌中很快变成了 40 倍的茅台，估值开始向下回归，高位买入的投资者已经亏了两年时间，目前也看不到回本的希望。

问题出在哪里呢？

当投资者无视客观环境的变化，不断通过扩展理论边界或用诡辩术为自己的投资辩护时，此时的投资者就失去了最宝贵的客观性和灵活性，距离策略失效也就不远了。2020 年的价值投资如此，当下的高景气投资亦是

如此。

当前，高景气投资因其连续跑赢市场而备受认同，越来越多的人选择加入这种策略，结果便是高景气赛道拥挤度大幅提升，出现明显超配现象（即基金持仓比例大幅高于该行业在大盘中的市值占比）。

如果说基金投资是超越平均值的游戏，当越来越多的资金使用单一策略，该策略就越来越难以跑赢平均值。若无视这一客观现实，无限拔高策略的适用性，甚至意图将其包装为“唯一真理”时，投资者就走上了自取失败之路。

说到这里，很多读者可能要问，除了从常识层面进行否定之外，能否从基本面的角度来谈谈这个问题？

其实，回归基本面，高景气投资策略始终需要面对一个问题，就是现实世界不存在“持续的高景气”。

也就是说，高增长可以持续一些年，但不能一直持续下去。原因很好理解，现实世界的客观物理原则，不支持无限期的高增长，因为资源是有限的、环境承载力是有限的、总需求也是有限的，树不能长到天上去。

既然没有持续的高景气，高景气投资策略就需要不断更换赛道，力争在行业早期的爆发临界点介入其中，以享受戴维斯双击带来的酣畅淋漓的投资盛宴。

问题是，爆发临界点很难把握。过早介入，就如同三五年前买入新能

源、去年底买入元宇宙，只是炒了个概念，剩下一地鸡毛；过晚介入，估值早已飞涨，只能赚增长的钱，还要时刻担心景气度转弱后的估值压缩风险。

当然，总有一些幸运儿好巧不巧买在了拐点上，享受了戴维斯双击盛宴，一举成名，但运气这种事，可一不可再，下一次大概率不会这么好运了。

而其他大多数参与者，不过是估值飞涨后才转过身来，涌过来喝口汤，一边喝汤还一边振振有词，用一个个光鲜的投资框架为自己的行为背书，却不知景气度转弱带来的估值压缩风险随时可至，随时可以把“喝汤”带来的微薄收益一扫而光。

回到当下的 A 股市场，“新半军”的景气度会转弱吗？即便高增长不能一直持续，未来三五年总不是问题吧？只要能持续三五年，还考虑那么多做什么，跟着趋势走就对了，泡沫盛宴也是盛宴。

这恐怕是当下很多高景气投资者的内心写照。问题是，泡沫盛宴固然

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_46082

