



视觉中国图片

价值投资，守得云开见月明？

□本报记者 吴瞬

煎熬：泥沙俱下

过去几年，A股市场走势并不平淡。2015年A股市场上演了从牛市顶点跌落的极端行情；2016年出现“熔断”事件，市场急速下挫；2017年市场风格大切换，行情略有复苏，虽然中小盘的“炒客”们损失惨重，但价值投资者靠着抱团取暖却也斩获颇丰。

但在2018年，A股前行更为艰难。虽有1月份的大蓝筹行情，市场一度走出11连阳，但是随后上证指数在到达3587点高点之后则拐弯直下。从3587点至今，上证指数跌幅最大超过28%，期间一度跌破2638点的“熔断底”，10月19日更是创下2449.20点这一4年多的新低。

其他指数同样不容乐观，市场表现可谓是泥沙俱下。3587点至今，代表蓝筹白马股的上证50和沪深300，跌幅分别为19.85%和24.90%，中小板和创业板跌幅则达到30.71%和25.78%。在这一背景下，私募机构的业绩也就可想而知。相关数据显示，前三季度股票策略私募产品平均亏损达10%。

对于喜欢高仓位在底部买入的价值投资私募而言，今年市场不断调整，让他们的业绩雪上加霜。中国证券报记者了解到，在上半年上证指数跌破3000点后，就不断有一些秉承价值投资理念的私募高喊A股底部已到：“市场整体估值已经很便宜，在总体仓位和风险可以承受的情况下，就到了买入不止损的阶段了。”

事实上，这些私募与老唐对“底”的判断类似，均认为3000点下A股下探的压力并不大。毕竟此前从2015年至今已经经历3年多的震荡走势，很多价值投资人士认为3000点下方是可以“闭着眼睛买股票”的阶段。但他们无论如何也预想不到，在外围因素以及内部多重因素的扰动下，上证指数不仅跌破2638点的“熔断底”，还一度下探至2449.20点。

“最近这几个月，不是连续阴跌就是市场剧烈调整，我之前一直抱着越是在这种艰难时刻越要买入的理念。因此，我不断加仓了好几只票，却还是挡不住市场下跌。”老唐回想起这几个月的事情，从一开始的踌躇满志，到后来的心惊胆战，他每每想起来都夜不能寐，在产品净值遭遇巨幅回撤后，他甚至向投资者发出了一封致歉信。

不仅是老唐，秉承价值投资理念高仓位运作，一些百亿级私募也难以避免遭遇亏损。中国证券报了解到，有不少百亿级私募前三季度都出现了巨大回撤，绝大部分平均回撤都在10%左右，也有百亿级私募的回撤将近20%。

对此，钜阵资本投资副总监钟恒告诉记者，今年2月以来A股市场持续下跌，从整体来看，无论采用哪一类策略的股票多头均很难避免亏损。“当然，我们的基金池里也有表现非常优异

在部分私募空仓休假之际，一些秉承价值投资理念的私募在今年4月上证指数跌破3000点时就开始高喊不计成本买入，但随后却是上证指数一路跌破2638点至2449点。不同于2017年，当时虽然“二八分化”，但仍有蓝筹白马行情可以抱团取暖，2018年投资机构遭遇的却是泥沙俱下，无论蓝筹白马价值股还是中小盘成长股都不断下跌。

在A股不断调整的过程中，价值投资者最受煎熬。深圳私募人士老唐（化名）就是这些人中的一个。当3000点以下市场持续磨底时，他不断加仓买入他看好的几只个股，但基本面再好还是挡不住市场的残酷，其产品净值回撤严重。

市场上“仓又加错”的言论不绝于耳，老唐也坦承他对“底”的判断似乎出现了失误。不过也有人士表示，价值投资是长期的，这一年的调整、煎熬或许恰恰是价值投资者战略建仓的绝佳机会。随着近期监管层不断发声和出台利好，政策底已经出现，市场底应该也不会太远。

上周后两天，市场回暖，一大批“老唐”们能否守得云开见月明？

的股票多头策略的私募管理人，比如50%多头策略私募管理人今年亏损在10%以内，有20%的管理人获得正收益。从投资策略角度看，这些收益较好或亏损较少的管理人中，交易型和基本面投资的比例各占一半。亏损超过10%的管理人中，大部分是基本面投资。”

反思：痛定思痛

事实上，2017年的“白马狂奔”是难得一遇的情况，价值投资从来都是一个痛苦而煎熬的过程，耐不住寂寞的往往看不到最后壮丽的风景。

并非只有买了贵州茅台、格力电器的才算价值投资者，这个范畴其实并不小。对于价值投资者而言，并不排斥具有成长性企业的股票，而是反对为这样的企业支付过高的溢价，以及基于市场情绪超调的博弈套利，远离市场投机交易行为。

有资深分析人士称，价值投资就是寻找价格低估股票并坚定持有，有三个要点：一是对于企业内生价值的深刻把握，二是高度重视股票的安全边际，三是做时间的朋友。因此，深入基本面、重仓和长期持有，这通常是市场给价值投资者的标签。重仓和长期持有既会带来长期的高额收益，但也不可避免地会在某个阶段遭遇“滑铁卢”，重仓个股大起大落的现象更是时常发生。而这就极大地考验着价值投资者的心理素质和专业素养。

深圳一位坚定地从事价值投资的私募人士说，不做价值投资是永远不会明白那种心灵的煎熬的。他只要研究透并看中了一只股票，拿着往往就是好几年，这期间股价下跌50%以上的情况并不罕见，中间一些年份业绩惨不忍睹，他也想过“割肉”出局，也想过是否自己的判断失误。但面对已腰斩的股价，能做的也只能是继续坚持，期盼转机。因此，他庆幸投资的钱主要是自有资金，不然真不知道如何面对投资者。

今年他持有的股票同样不可避免地遭遇了大幅下跌。不过，经历过前些年的“煎熬”，他现在表现已淡定了许多：“这么多年，我的产品因为重仓某些个股又长期拿着，一直不断地买，不到预期价位从来不卖，大起大落都是常有的事，已经习惯了。”

不过，与他不同的是，另一位价值投资的代表性人士的理念似乎出现了一些变化。该人士公开表示，作为价值投资者，其之前卖出股票主要会基于三个原因：一是公司基本面出问题，二是发现更好的企业，三是企业高估。而现在，他可能会加上一个原因——系统性的市场风险。

这一变化似乎打破了市场一贯以为价值投资者从来都不会因为市场短期震荡而卖出股票的固有印象，但实际上个人投资者或许是这样的，但面对客户的机构投资者就不可避免地要考虑到止损和短期风险的问题。因此，该人士表示：“做基金的毕竟有20%的平仓线，跌破20%就要止损，这在某种程度上限制了我们对于一些理念的运用。但总的来说，对于好的公司还是应该以坚守为主，不要过多考虑时机选择，除非是遇到系统性风险。但对个人投资者来说，基本上不需要考虑这个问题，应该把熊市、时机选择等都摒弃掉。这也是巴菲特的投资理念，巴菲特的核心持仓是只买进不卖出的。”

对于目前的状况，老唐也表示依然会坚定持有。“虽然之前作出加仓的决定给产品带来了本可以避免的损失，但现在已经不重要了，因为已经度过了最黑暗的时候，黎明就在眼前。”

望远：守得云开见月明

近期市场出现明显的回暖迹象，从10月19日的2449.20点低点至今，上证指数在11个交易日中，反弹幅度达到7.64%。对于煎熬中的价值投资者而言，能否守得云开见月明？

在某公募基金权益专户投资部投资经理看来：“心态上、战略上看多，但战术上可能会稍微放慢一点。在一个大趋势面前，相对来说犯错误的概率比较小。目前应该是在底部附近，至少是已经到了价值投资人士觉得有机会的时候了。”

在这样的背景下，市场一些知名私募也已摩拳擦掌，一个“加仓没错”的阶段正在到来。丰岭资本董事长金斌表示：“在10月的最后一天，我们终于等来了右侧信号，11月我们计划增加风险资产的配置权重。在这之前的几个月里，虽然我们觉得股票的估值已经对种种不利情景做了较为充分的反应，但是今年较为脆弱的市场让我们相对谨慎，不知道下跌趋势什么时候会扭转，所以我们一直对市场的贝塔不做过高的期望。在此之前，出于防守反击的目的，我们组合的仓位大部分集中在下行风险相对较小、向上有一定空间的金融行业。由于看好市场的反弹，未来我们会增加股票的仓位，组合的配置可能会相对更加均衡，期望能跟上市场的发展。”

深圳一知名私募也坦言：“政策底已经看到了。从历史上看，市场底会稍微滞后一些。如果你的资金周期可以到半年、一年以上的，眼下的A股市场就没有什么好担心的。如果你是有波动性、净值回撤、止损要求的，那就另当别论。如果是管理自己的、没有杠杆的资金，这个阶段如果还不进来，我就找不出什么时候比这个时候更好了。”

从FOF基金的角度，钜阵资本投资副总监钟恒表示，在当下市场环境下，其会倾向于不断加仓的私募。“所谓价值投资并没有一个明确的定义，每个人对价值投资的定义都不一样，价值投资也未必就等同于长期持有。针对这类策略，我们一般会了解管理人的投资逻辑、交易手法、股票风格偏好（如行业，大小盘等），刻画管理人在不同市场环境中的表现，最终确定管理人在哪些行情中表现最好以及这个组合中的角色和配置权重的上限。”

对此，私募排排网研究中心认为，具体对股票策略私募基金的配置，仍建议超配价值投资型私募基金，另外可适量配置擅长做反弹波段的优秀私募基金。逻辑在于，从9月下旬的反弹结构来看，仍然是大蓝筹权重股一马当先，指数已经逐渐脱离下降趋势。从估值上来看，上证50、沪深300的估值基本处于历史低位，再加上外资持续流入，这些绩优股备受资金青睐。而中小创虽然经历了大幅度的下跌，但是暴雷仍旧不断，而且估值整体依旧偏高，上涨的持续性不高。